

# 中国における住宅価格抑制政策の効果分析<sup>1</sup>

一橋大学 国際・公共政策教育部  
公共経済プログラム 修士2年

亢 越

2012年2月

---

<sup>1</sup> 本稿は、一橋大学国際・公共政策大学院・公共経済プログラムにおけるコンサルティング・プロジェクトの最終報告書として、受入機関である（財団法人）日本住宅総合センターに提出したものです。本研究の成果は、（財団法人）日本住宅総合センターに出版された「中国の不動産市場と不動産税制および住宅抑制政策の効果分析に関する調査報告書」（仮）の一部になる予定です。本稿の内容は、すべて筆者の個人的見解であり、受入機関の見解を示すものではありません。

## 要約

近年、中国の高成長とともに、一部の大都市における住宅価格は高騰している。ファンダメンタルから乖離した住宅価格の高騰は中国の経済社会成長にとって大きなリスクであり、中央政府は住宅価格の抑制を目標とする政策を2010年4月から順次、打ち出している。中央政府の指令に基づき、各地方政府、金融機関等によって、金融、行政および租税政策などの住宅価格高騰に対する抑制政策が実施された。本調査は、各種抑制政策の実施内容を調査した上で、一部の都市で限定して実施された政策、すなわち、新規住宅購入規制政策および房産税（不動産税）改革政策の政策効果について、DID推定を用いて分析を行った。二つの政策の実施効果を検証し、不動産市場および各種政策の今後の動向について論じている。

## 謝辞

本研究は、一橋大学国際・公共政策大学院の公共経済プログラムの一環で行われたものである。財団法人日本住宅総合センターをクライアントとし、約半年間を経て得られた研究成果がまとめられている。報告に先立ち、クライアントとして本プログラムに協力して下さった同研究所に、あらためて感謝の意を表したいと思う。

この研究を完成させるにあたり、多くの方々から有益なコメントを頂戴した。ゼミの指導教官である渡辺智之教授（一橋大学）および本コンサルティングプロジェクトの責任者である山重慎二準教授（一橋大学）からは、構成から執筆の段階まで何度も有益な助言をいただいた。また、財団法人日本住宅総合センターの行武憲史副主任には、非常に多くの指導や有意なコメントなど多方面にわたる協力をいただいた。多くの方々からの協力に対して、ここにあらためて感謝したい。

## 目次

<b>第Ⅰ章</b>	<b>はじめに</b> .....	<b>5</b>
<b>第Ⅱ章</b>	<b>中国の不動産市場について</b> .....	<b>7</b>
1.	中国経済および不動産市場の発展と概況.....	7
(1)	国全体の高成長に伴い資金が充実している.....	7
(2)	国の経済成長に伴い不動産市場も高成長している.....	10
2.	住宅価格がファンダメンタルからの乖離についての疑い.....	12
(1)	中国の不動産市場における「バブル」の存在性に関する議論.....	12
(2)	中国における住宅価格がファンダメンタルズからの乖離の疑い.....	13
(3)	住宅価格がファンダメンタルズからの乖離が発生した原因.....	18
<b>第Ⅲ章</b>	<b>住宅抑制政策として打ち出した引締め政策</b> .....	<b>20</b>
1.	『国八条』について.....	20
2.	『国八条』・『新国八条』に基づく住宅抑制政策.....	21
(1)	金融政策.....	21
(2)	行政政策.....	23
(3)	租税政策.....	25
3.	実施範囲.....	33
4.	厳格な引締め政策を実施した後の不動産市場.....	33
(1)	住宅価格抑制政策実施後の一部の都市における住宅価格の変化.....	33
(2)	厳格な引締め政策によりバブルを崩壊させる可能性について.....	37
<b>第Ⅳ章</b>	<b>先行研究および分析手法</b> .....	<b>40</b>
1.	先行研究.....	40
2.	分析手法.....	41
(1)	DID 推定について.....	41
(2)	分析に用いるデータ.....	44
<b>第Ⅴ章</b>	<b>実証分析および結果</b> .....	<b>45</b>
1.	新規住宅購入規制政策の実施効果.....	45
(1)	分析対象および政策効果の符号条件.....	45
(2)	分析期間および用いるデータ.....	49
(3)	DID 分析の結果.....	51
2.	新規住宅購入規制政策の第1段階および第2段階における実施の波及効果.....	59
(1)	分析手法および推定式.....	59
(2)	第1段階での実施が第2段階で実施した都市に対する波及効果.....	62
(3)	第1段階および第2段階での実施が第3段階で実施した都市に対する波及効果.....	63
(4)	まとめ.....	64
3.	新規住宅購入規制政策の規制内容による効果.....	65
(1)	規制内容.....	65
(2)	新規住宅購入規制政策の規制方法による効果.....	67
(3)	まとめ.....	68
4.	新規住宅購入規制政策を実施した都市の所在地による効果.....	68
(1)	第2段階で実施した都市の所在地による政策の実施効果.....	69
(2)	第3段階で実施した都市の所在地による政策の実施効果.....	71
(3)	まとめ.....	73

5.	不動産税改革政策の実施効果 .....	75
(1)	分析対象および予測効果 .....	75
(2)	DID 分析の結果 .....	76
(3)	まとめ .....	76
6.	結論 .....	77
<b>第VI章</b>	<b>おわりに .....</b>	<b>79</b>
(1)	もっとも有効的な政策を探す .....	79
(2)	今後の不動産市場についての展望 .....	81
(3)	今後の課題 .....	81
<b>【参考文献】</b>	<b>.....</b>	<b>82</b>

## 第 I 章 はじめに

中国経済は高成長を維持し、世界における中国の存在感は日増しに大きくなっている。しかし、中国は経済成長を鈍化させかねないさまざまな問題を抱えている。例えば、都市部と農村部における所得格差問題、国営企業における競争力低下の問題、中小企業の発展による融資難の問題、先進国の不景気による外需の減少、金融市場の開放による制度の不健全等、高成長の裏に中国の直面する問題は山積している。その中の一つに、近年の一部大都市における不動産価格の高騰がある。

1998年からの中国における住宅制度の根本的な改革に伴い、従来の割当から市場化への道を進んでいる中国の不動産市場は、国民の所得の増加や、都市化の進展により需要が増加し、2004年から不動産価格急騰する傾向にあったが、2007年末のリーマンショックに始まる世界金融危機の影響を受け、不動産市場の熱が一時的に後退した。しかし、その後、中央政府による金利の引下げや、4兆元におよぶ公的投資等、景気刺激政策が実施された結果、GDP成長が回復しつつある。他方、国内・外から巨額な投資資金が不動産市場に流入し、一部の大都市における住宅価格が高騰した。この住宅価格の高騰を放置すれば中国経済にとって大きなリスク<sup>2</sup>であることを認識した中国の中央政府は、不動産市場の安定化を図るために、2010年4月から順次に『国八条』および『新「国八条」』と呼ばれる政府指令を発表した。それに基づいて、人民銀行や、各地方政府は金融、行政および租税面から、不動産価格を抑制する対策を打出した。各種政策の実施は中国の不動産市場に大きな影響を与え、特に、2011年後半から多くの都市の住宅価格および販売量は前月比で連続して下落傾向にあり、一部の大都市における販売量はリーマンショック直後の低い水準に迫っている。このように、住宅価格抑制政策が不動産市場に一定の効果があったと考えられるが、具体的な政策の効果に関して、統計的な検討は必ずしも十分に行われていない。

上述の各種の住宅価格抑制政策の中でも、特に、新規購入規制政策は、住宅が市場化してから初めて、住宅価格の急騰が認識された特定の都市に実施され、超過需要を抑制する意味合いが強い。それに対して、2010年6月に国家発展改革委員会が提唱し<sup>3</sup>、2011年1月末の『新「国八条」』の発表とともに実施された房産税<sup>4</sup>改革政策は、超過需要の調整という短期的な効果を狙った政策ではなく、中国の不動産税制を全般的に改革するための試みという意味が強い。中国の不動産市場において、このような二つタイプの政策の実施効果を研究することは非常に重要である。本稿では、様々な抑制政策の中で、限定された一

<sup>2</sup>2010年4月に、『国务院が一部の都市における不動産価格の高騰を抑制することに関する通知』（《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》）（国发〔2010〕10号）（『国八条』）によると、「一部の大都市における住宅に対する過剰需要により住宅価格が高騰している。それは、一般国民が住宅市場を通じて居住問題を解決することが難しくなるだけでなく、金融リスクを増加し、経済および社会の正常な成長を妨げる。」と述べた。

<sup>3</sup>2010年6月に、国家発展改革委員会が『2010年の経済体制改革の深化工作の重点に関する意見』（《国务院批转发展改革委关于2010年深化经济体制改革重点工作意见的通知》）において、房産税改革を進行させることを指摘した。

<sup>4</sup>房産税とは建物家屋の財産権の所有者に対する税金で、日本における家屋に対する固定資産税に相当する。

部の都市で実施された政策、すなわち、新規住宅購入規制政策および房産税改革政策を取上げ、政策の実施効果について、DID 推定を用いて分析を行った。

本稿において、第Ⅱ章では、中国経済と不動産市場の発展と概況を紹介した上、一部の都市における住宅価格の高騰によって、ファンダメンタルズからの乖離が発生する可能性およびその原因について述べた。第Ⅲ章では、中央政府が発表した『国八条』および『新「国八条」』の背景、経緯と、人民銀行や各地方政府がそれに基づき打出した金融政策、行政政策および租税政策の具体的な内容について紹介し、政策実施した前後において、いくつかの代表的な都市の不動産市場にもたらした変化について論じる。第Ⅳ章では、住宅価格抑制政策の効果に関する先行研究における議論の方法および結果をまとめた上で、本稿で用いる検証方法およびデータについて紹介する。第Ⅴ章では、特定の都市で実施した住宅購入規制政策および房産税改革政策の実施効果について DID 推定で分析を行っている。最後に、第Ⅵ章では、中国の不動産政策、住宅市場が抱えている問題と今後の展望、さらに本稿の分析に関する今後の課題について考察する。

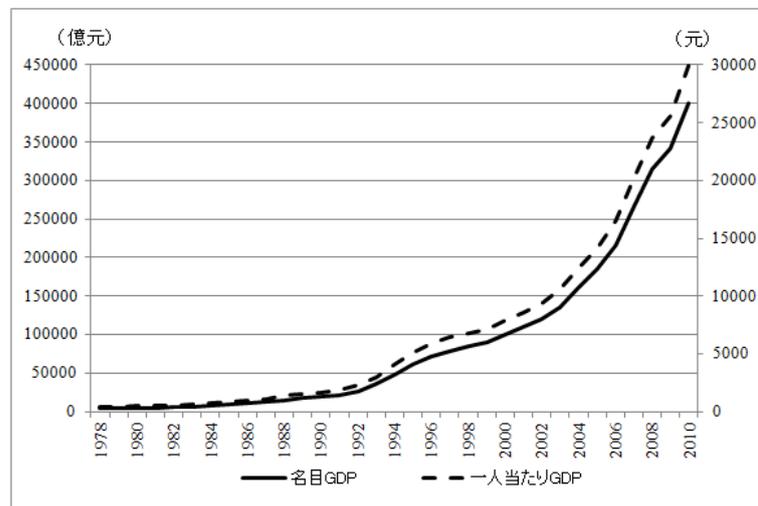
## 第Ⅱ章 中国の不動産市場について

### 1. 中国経済および不動産市場の発展と概況

#### (1) 急速な発展を遂げる中国経済

近年、中国の経済は高成長を続けている。特に、2000年以後 GDP 成長率は年率8%以上と世界における中国の存在感は日増しに大きくなっている。図表Ⅱ-1は、中国の1978年~2010年における名目GDPおよび一人当たり名目GDPの推移を表している。1998年以後、中国のGDPが急速に拡大している。

図表Ⅱ-1 中国における名目GDPと一人当たり名目GDPの推移  
(1978~2010年)



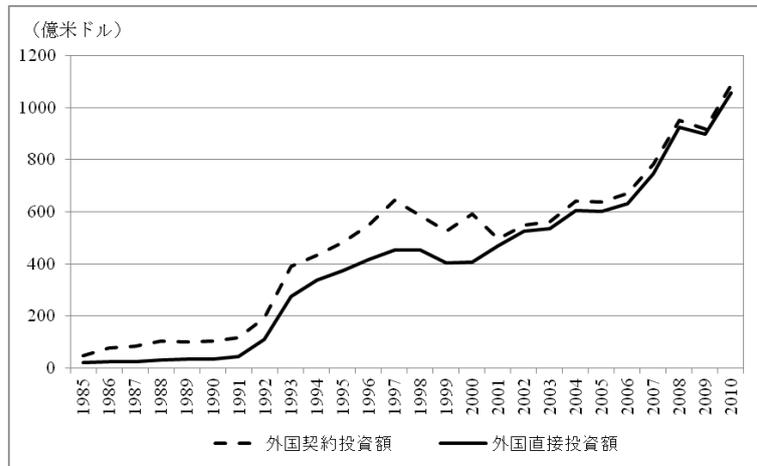
出所:『2011年中国統計年鑑』・「2-1 国内総生産計算」

中国が高い成長率を維持する大きな要因としては、外資の流入が指摘されている<sup>5</sup>。図表Ⅱ-2は、1985年~2010年の中国における外国直接投資額を示している。改革開放から外国による資金が流入し始め、特に90年代以後急速に増加し2010年まで外国直接投資額の累計総額は10,484億米ドルに達した。図表Ⅱ-3は、1997年~2010年の国際収支状況を表している。経常黒字と投資黒字の継続により外貨準備は急速に累増しており、特に2009年から投資黒字の増加が著しい。中国への海外からの資本流入の増大の背景には将来の人民元高期待が挙げられる<sup>6</sup>。

<sup>5</sup> 大野早苗「中国の住宅市場の過熱化に対する海外資本流入の影響」『武蔵大学論集』第56巻第3・4号, 2009年3月

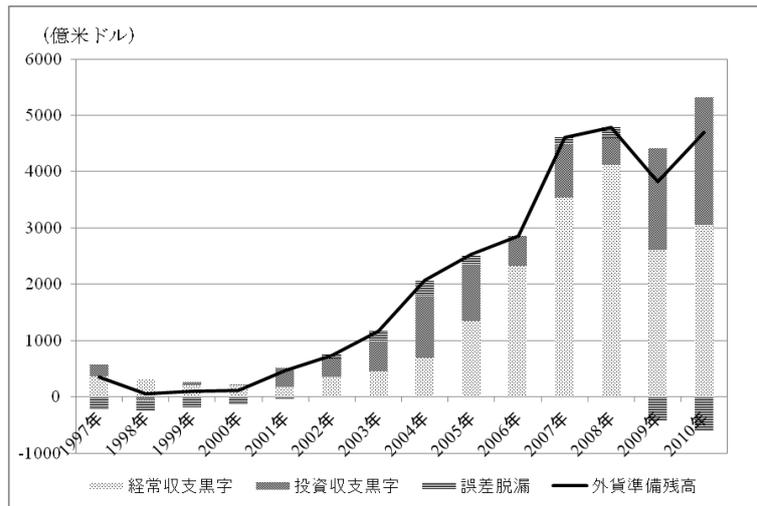
<sup>6</sup> 大野早苗「中国の住宅市場の過熱化に対する海外資本流入の影響」『武蔵大学論集』第56巻第3・4号, 2009年3月

図表 II-2 中国における外国直接投資額の推移  
(1985~2010 年)



出所:『2011 年中国統計年鑑』・「6-13 外資利用状況」

図表 II-3 中国における国際収支黒字および外貨準備残高の推移  
(1997~2010 年)



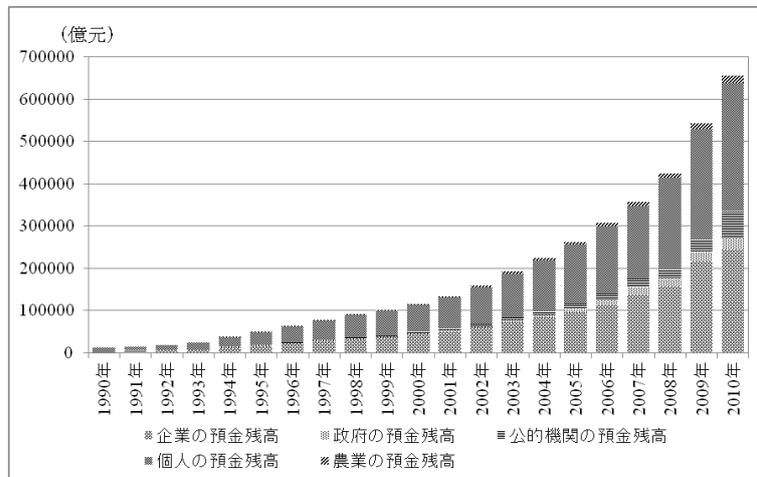
出所: 中国統計局・「国際収支等の年間統計」

経済成長によって民間企業や個人の資産の蓄積も進んでいる。図表 II-4 は、1990 年以後、中国の金融機関における企業、政府機関および個人の人民元預金残高を表している。その中で、個人と企業における預金の増加が著しい。また、図表 II-5 は、個人の預金残高および都市部の家計貯蓄率を示している。20 年に渡って、個人による貯蓄の残高は 6 倍増加し 2010 年までに 30 兆元に達している。さらに、都市部の家計貯蓄率<sup>7</sup>は徐々に伸びており、現在 30% 近くになる。日本においてバブルが発生した一因としては、貯蓄の過剰が指摘されている<sup>8</sup>。

<sup>7</sup>貯蓄率は都市部における一人当たり消費支出と可処分所得によって算出。

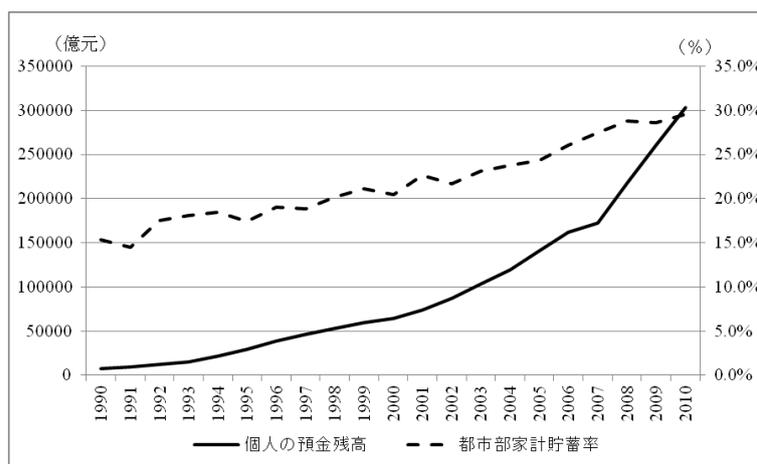
<sup>8</sup>深尾京司『日本の貯蓄超過と「バブル」の発生』（総合研究開発機構(NIRA)の研究プロジェクト『戦後日本経済・政治にとっての 1980-1999 年』の一部として作成された。) 2001 年 8 月

図表 II-4 金融機関における人民元の預金残高の推移  
(1990~2010年)



出所:中国統計局・「金融機関人民元預金、貸付の収支統計」

図表 II-5 中国における個人の預金残高および都市部家計貯蓄率の推移  
(1990~2010年)

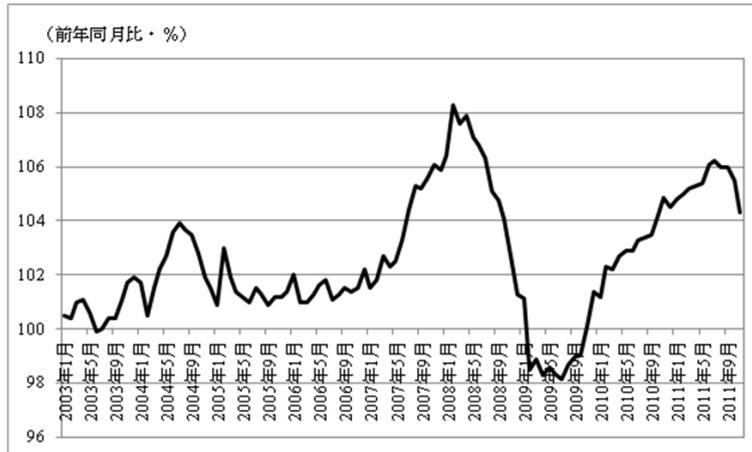


注:貯蓄率は都市部における一人当たり消費支出と可処分所得によって算出

出所:『2011年中国統計年鑑』・「10-3 都市部と農村部住民の人民元貯蓄」および中国統計局・「都市部住民家庭における一人当たり可処分所得等の年度統計」

経済の高成長とともに、インフレ懸念も益々強くなっている。図表 II-6 は、2003年1月~2011年10月における全国都市居民消費価格指数(CPI)の推移を示している。リーマンショック前は、CPIが上昇するトレンドであったが、リーマンショックにより一気に下がった。2009年から再び上昇していたが、2011年には下落に転じている。

図表 II-6 全国都市居民消費価格指数(CPI)の推移  
(2003年1月~2011年10月)

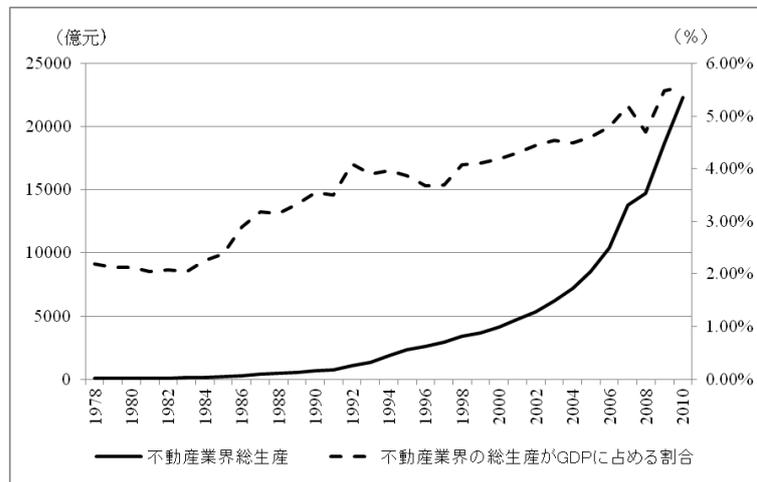


出所:中国統計局・「居民消費者指数の月度統計」

## (2) 経済成長に伴う不動産市場の発展

1998年からの中国における住宅制度の根本的な改革に伴い、従来の割当から市場化へ転換された中国の不動産市場は、国民の所得の増加や、都市化の進展により需要が増加し、2004年から不動産価格は急騰している。中国の不動産業界の規模は、政策の変化に伴って大きくなり、特に21世紀に入ってから大幅な上昇傾向を示し、GDPに占める不動産業界の割合も2000年初めに1%弱だったものが2010年には5%を超える水準となり、無視できないセクターとなった。

図表 II-7 中国不動産業界の総生産および GDP に占める割合の推移  
(1978~2010年)



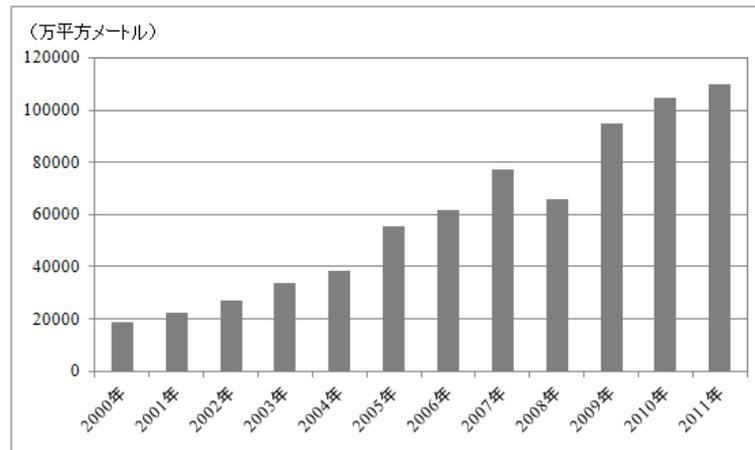
出所: 『2011年中国統計年鑑』・「2-6 第三産業総生産」

また、市場の発展によって、住宅に対する需要も益々大きくなっている。図表 II-8 は2000~2010年の中国全国における商品住宅<sup>9</sup>販売面積の推移を表している。経済成長に伴

<sup>9</sup> 「商品住宅」は、日本語に訳すと「分譲マンション」「分譲住宅」に近い意味と理解できる。旧体制においては、公的住宅の実物分配制度や低廉な家賃による住宅供給が主であったため、市場を介した住宅の売買がなく、一般的に住宅は商品であるという認識がなかった。従って、あえて「商品」を付けて強調

うインフレが続く中、商品住宅は投資対象として非常に人気があり、販売面積は拡大傾向にある。2008年にはリーマンショックの影響を受けて販売面積が低下したものの、中央政府が行った4兆元にのぼる景気刺激策などの影響もあり、2009年以降も順調に拡大している。また、2010年4月から中央政府による需要抑制政策の中でも、商品住宅の販売面積は伸び続き、特に、『新「国八条」』<sup>10</sup>による住宅に対する引締め政策がさらに厳しくなる中でも2011年の販売面積は小幅ながら増加している。

図表 II-8 不動産会社の商品住宅販売面積の推移  
(2000~2010年)



出所:中国統計局・「不動産開発会社の商品住宅販売面積の年度統計」

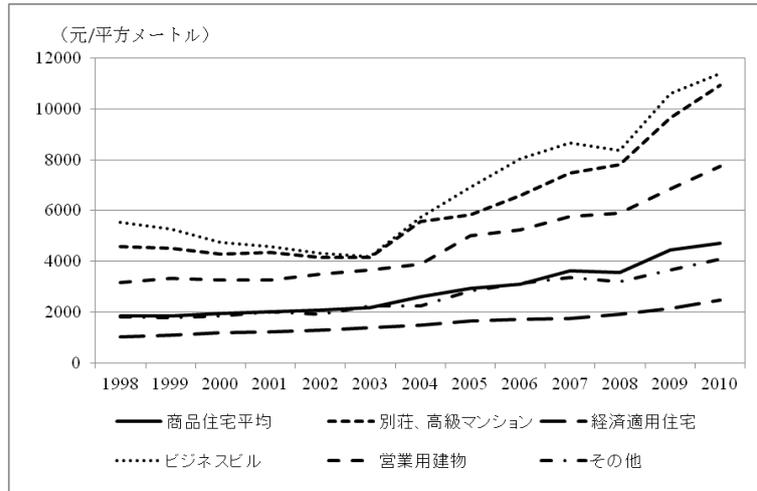
さらに、需要の増加に伴い、不動産価格も上昇傾向にある。図表 II-9 は、不動産市場について1998~2010年全国「商品房」<sup>11</sup>の実際販売価格の推移を示している。2008年には世界金融危機の影響を受け一時的に価格が下落したが、その後急回復し現在まで上昇が続いている。特に、別荘や高級マンションの価格は世界金融危機による不況の影響を受けず、2008年から急増している傾向がある。それはキャピタルゲインを目的とする投資の意味が強いと考えられる。

する意味合いが強い。具体的に、「商品住宅」とは経営資格がある不動産開発会社（外商投資企業も含む）が、「譲渡」を受けて「土地使用権」を取得した後、建設され市場価格で販売する住宅である。また、法律の面で解釈すると、商品住宅とは、中国の関連法律、法規に基づいて、政府の制約を受けなく、市場において自由売買されている全ての住宅のことである。新築住宅及び既存（中古）住宅を含む。中国統計局の統計種類によって、一般住宅、別荘および高級マンション、経済適用住宅等と分けられる。

<sup>10</sup> 一部の大都市における住宅価格の高騰に対して、中央政府による住宅市場に関する通達である。詳しい内容等については、第II章で説明する。

<sup>11</sup> 「商品房」とは、経営資格がある不動産開発会社は、「譲渡」を受けて「土地使用権」を取得した後、建設され、市場価格で販売する建物である。前述の「商品住宅」のほか、ビジネスビル、営業用建物等を含む。

図表 II-9 全国各種類「商品房」の平均販売価格の推移  
(1998~2010年)



出所:『2011年中国統計年鑑』・「5-38 用途による商品住宅の平均販売価格」

上述のいくつかの指標から、中国は高成長を維持しており、リーマンショックによる世界的な経済危機は中国経済にも一時的な影響を与えたものの、その後中央政府による4兆元にのぼる景気刺激策などにより、再び高い成長率を回復しつつある。特に、不動産市場の回復がより早く、一部の都市においては住宅価格が高騰している。

## 2. 住宅価格のファンダメンタルからの乖離について

### (1) 中国の不動産市場における「バブル」の存在性に関する議論

近年、中国の一部の大都市における住宅価格の高騰が観測され、中国の不動産市場における「バブル」の存在についての議論も活発になっており、一部の大都市の不動産市場では「バブル」が存在する一方で、全国的な「バブル」は生じていないとする見方が多い。例えば、王成成(2011)<sup>12</sup>は中国の35大中小型都市のパネルデータを用いて、実証分析を行った。その結果、中国の大中小型都市における不動産価格は経済ファンダメンタルズ要因で解釈できない部分が存在しているため、一部の都市の不動産市場に「バブル」が存在すると論じた。スイス・ユニオン銀行(UBS)の中華区チーフエコノミスト汪涛(2011)<sup>13</sup>は、住宅価格の変動、不動産に関する貸付率、住宅の供給と需要等で分析し、一部の都市において不動産「バブル」が発生した可能性が高いが、全国的な不動産「バブル」は発生していないと結論づけている。野村総合研究所(2011)のレポート<sup>14</sup>では、日本の不動産市場の変動と比べて、現在の中国において、都市別の差が大きいとはいえ、全体としてはいずれの都市も70年代日本に近似し、ミニバブル崩壊後、再び成長路線に乗ることを指摘している。みずほ総合研究所(2010)のレポート<sup>15</sup>では、ファンダメンタルズの観点から、少なくとも大都市の高級住宅がバブル状態にあることは、ほぼ間違いないと結論づけ

<sup>12</sup>王成成 [2011] 《中国房地产市场泡沫存在性分析-基于35个大中城市的面板数据研究》《商品与质量》，2011年7月，P9

<sup>13</sup>汪涛 《评估中国房地产泡沫》《UBS Investment Research》，2011年3月22日

<sup>14</sup>野村総合研究所 「東南アジア不動産投資市場2011—日本、韓国、中国、各市場の着目点」，2011年1月，P64

<sup>15</sup>みずほ総合研究所 「中国の不動産バブル懸念について—ファンダメンタルズからの論点整理」，『みずほアジア・オセアニアインサイト』2010年8月5日

ているが、国全体として深刻なバブルが発生しているかについては判断できないとしている。

## (2) 中国における住宅価格のファンダメンタルズからの乖離

野口悠紀夫『バブルの経済学』第二章「バブルの経済理論」において、「バブル」とは<sup>16</sup>、「実際の資産価格とファンダメンタルズ価格の差」と定義される。つまり、現実の資産価格のうち、ファンダメンタルズで説明できない部分を指す。資産価格の上昇がファンダメンタルズによる成長なのか、それともバブルによるものかを識別することは、国にとっては安定した政策運営のため、個人にとっても資産形成の意思決定のため非常に重要である。

しかし、実際にはバブルが発生するか、またどの程度で発生しているかについて推定することはきわめて難しいが、以下では一般的に使用される三つの指標<sup>17</sup>を通じて、中国の住宅価格において、ファンダメンタルズからの乖離が生じたかどうかを検討する。

### ① 住宅価格・年間所得倍率(予算制約の面から見る)

一般的に、先進国において、マンションやアパートの価格は勤労家族の年収の 2~5.5 倍程度が適正な水準といわれ、新興国においても、その比率は 4~6 倍程度が正常であるといわれる<sup>18</sup>。また、世界銀行の『2001 年世界開発指標』に基づいて、金三林 (2007)<sup>19</sup> は統計対象となる 96 カ国を年収基準によって五つのグループに分け、それぞれの住宅価格・年間所得倍率をまとめた。その結果、最大値は 30、最小値は 0.8、平均値は 8.4 となった。2006 年までの中国の世帯年収 3 分位による住宅価格・年間所得倍率と比較したところ、低所得世帯は世界の平均値の 2.3 倍、中所得世帯は世界の平均値の 1.4 倍、高所得世帯は世界の平均値の 44%となった。

図表 II-10 は、中国の 4 つの直轄市<sup>20</sup>における 1999~2010 年の年平均商品住宅販売価格を示している。実際の販売価格は、北京は全国で一番高く 1 m<sup>2</sup>あたり 2 万元ほどである。また、2007 年から急騰しており 2008 年こそリーマンショックにより緩やかになったが、2009 年から改めて高騰する傾向がある。また、上海市の住宅価格の上昇は不安定であり、2007 年までは緩やかな上昇傾向であるが、2008 年に小幅の下落が現れた後、2009 年に一気に上昇している。上海、北京と比べ、天津と重慶の住宅価格はまだ低い水準に留まっている。天津は、近隣の北京の影響を受けやすいと考えられ、変化のトレンドは北京とほぼ同じである。重慶は、直轄市で唯一の内陸都市であり、住宅販売価格は 2010 年時点で北京や上海の 10 年前の販売価格にも達していない。

<sup>16</sup>野口悠紀夫『バブルの経済学』日本経済新聞社、1992 年、P57

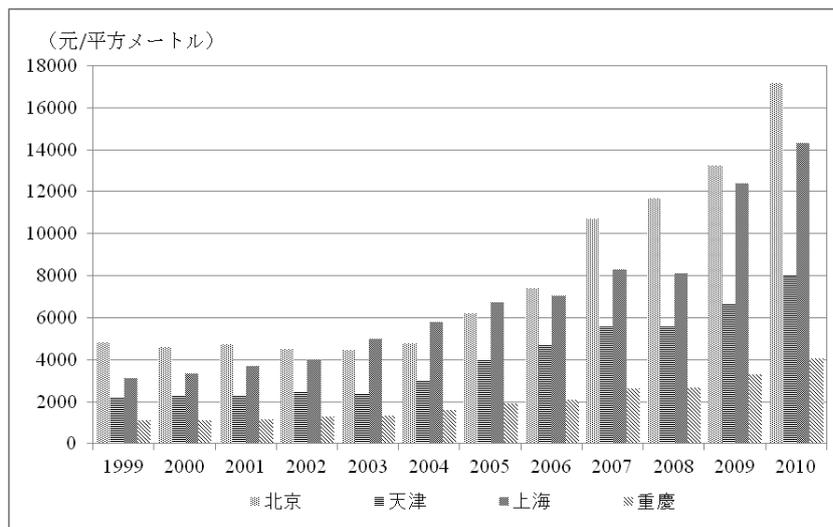
<sup>17</sup>野口悠紀夫『バブルの経済学』日本経済新聞社、1992 年、P98

<sup>18</sup>世界銀行アジア区中国局環境、人力资源和城市發展處 [1992]《中国:城镇住房改革的问题与方案》中国財政經濟出版社、1992 年 3 月、第 1 節-第 3 節

<sup>19</sup>金三林 [2007]《我国房价收入比的社会差距及住房体系政策的基本构想》《经济纵横》2007 年第 9 期、P14-19

<sup>20</sup>直轄市とは、最高位の都市であり、省と同格の一级行政単位である。現在、北京市、上海市、重慶市、天津市の 4 市がある。

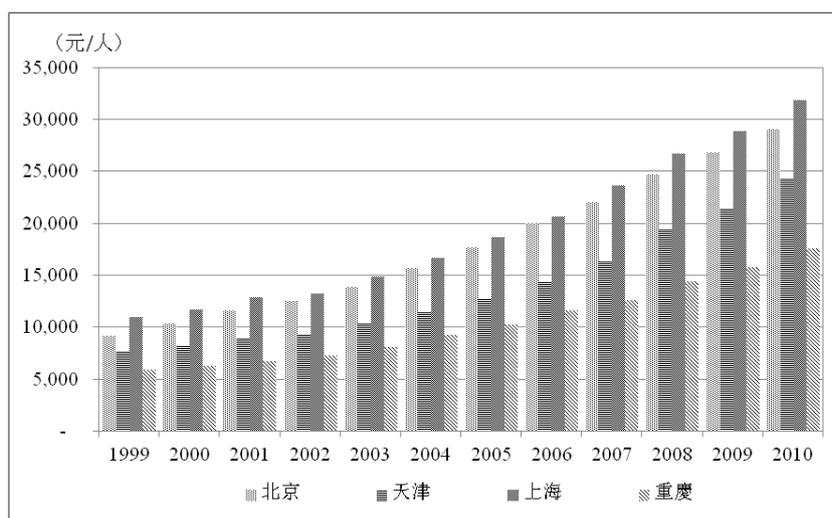
図表 II-10 4 直轄市(北京、上海、天津、重慶)の商品住宅販売価格の推移  
(1999~2010 年)



出所:2000~2011 年『中国統計年鑑』・「5-38 用途による商品房平均販売価格」

図表 II-11 は、4 つの直轄市における都市居住者可処分所得の推移を示している。いずれも上昇トレンドであり、また住宅販売価格の差より小さくなる。特に、住宅価格と異なり、上海は北京よりも大きな可処分所得であり、全国で一番高い。

図表 II-11 4 直轄市の都市居住者可処分所得の推移  
(1999~2010 年)



出所:2000~2011 年『中国統計年鑑』・「10-15 各地域都市居民の一人当たり平均収入来源」

都市居住者の可処分所得および商品住宅販売価格はいずれも上昇傾向であるが、それは都市居住者の購買力の増加がもたらす価格の上昇だろうか。図表 II-12 は、2002 年~2010 年において、全国の住宅価格・年間所得倍率<sup>21</sup>を計算した結果である。2010 年全国の住宅・

<sup>21</sup>住宅価格・年間所得倍率の計算方法は、金三林 [2007] 《我国房价收入比的社会差距及住房体系政策的基本构想》《经济纵横》2007 年第 9 期, P14-19 を参考した。

年間所得倍率は 8.26 であり、前述の『2001 年世界開発指標』の 96 カ国のデータによって計算された平均値とほぼ同じレベルである。2007 年末のリーマンショックで一時的に下げたが、2009 年から回復し金融危機以前より高くなっている。

同様の方法で、北京、天津、上海および重慶の 4 つの直轄市の住宅価格・年間所得倍率を計算した（図表 II-13）。その結果、北京が一番高く 11 倍を超えており、各都市の間の格差が大きいことが分かる。

図表 II-12 全国の住宅価格・年間所得倍率  
(2002~2010 年)

	都市部世帯あたり人数	都市部一人当たり可処分所得	都市部一人当たり住宅面積	商品住宅平均販売価格	都市部家計可処分所得	平均住宅面積	住宅価格	住宅価格・年間所得の倍率
	(人)	(元/年)	(㎡)	(元/㎡)	(元/年)	(㎡)	(元)	倍
	A	B	C	D	E=A*B	F=A*D	G=D*F	H=G/E
2002年	3.4	7,547.3	24.5	2,092.0	25,585.4	83.1	173,751.1	6.79
2003年	3.4	8,294.8	25.3	2,197.0	28,036.5	85.5	187,874.3	6.70
2004年	3.4	9,204.4	26.4	2,608.0	30,926.6	88.7	231,340.0	7.48
2005年	3.1	10,195.8	27.8	2,937.0	31,912.9	87.0	255,556.9	8.01
2006年	3.2	11,363.7	28.5	3,119.3	36,022.9	90.3	281,808.7	7.82
2007年	3.2	13,111.4	30.1	3,645.2	41,563.1	95.4	347,812.4	8.37
2008年	3.2	14,940.7	30.6	3,576.0	47,212.7	96.7	345,784.9	7.32
2009年	3.2	16,277.0	31.3	4,459.0	51,272.4	98.6	439,635.1	8.57
2010年	3.1	18,067.7	31.6	4,725.0	56,009.9	98.0	462,861.0	8.26

出所：『2011 年中国統計年鑑』のデータにより計算する

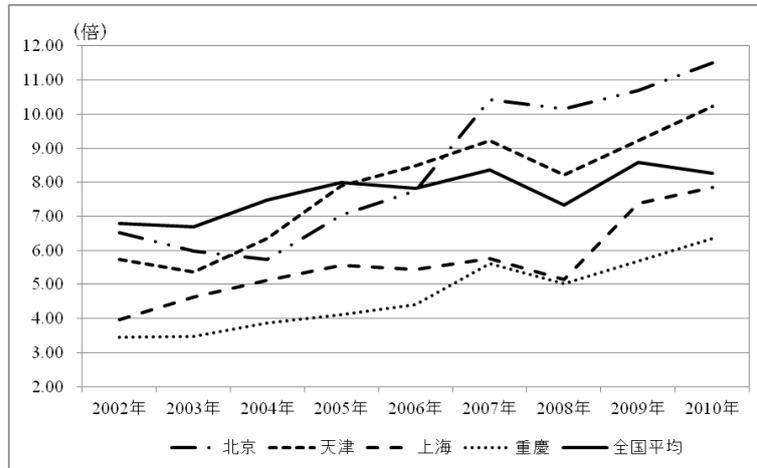
図表 II-16 4 直轄市の住宅価格・年間所得倍率  
(2002~2010 年)

	北京	天津	上海	重慶
2002年	6.52	5.74	3.96	3.45
2003年	5.99	5.36	4.63	3.48
2004年	5.73	6.35	5.11	3.88
2005年	7.03	7.89	5.57	4.11
2006年	7.74	8.50	5.45	4.41
2007年	10.42	9.23	5.76	5.61
2008年	10.16	8.22	5.14	5.02
2009年	10.69	9.22	7.37	5.68
2010年	11.50	10.22	7.85	6.35

出所：各都市の『2011 年統計年鑑』のデータにより計算する

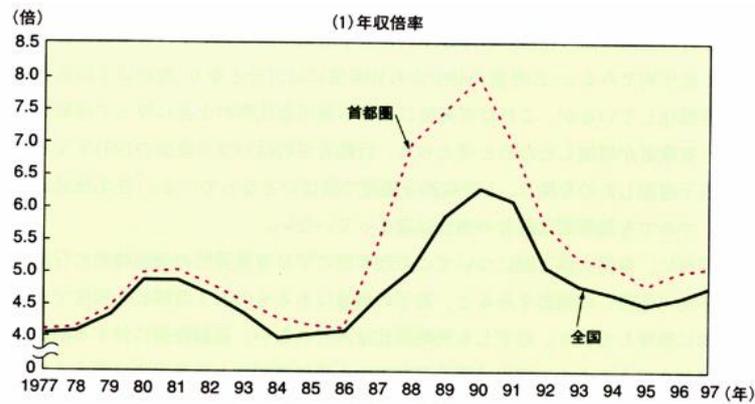
中国全国および 4 直轄市における住宅価格・年間所得倍率の推移は図表 II-14 で示している。図表 II-15 で示しているバブル期前後の日本と比較すると、上海と重慶は全国の平均より低い、いずれも上昇する傾向がある。図表 II-15(1)と(2)で示したように、バブル期において、首都圏の住宅価格（マンション）の年収倍率の頂点は 8.5 倍程度であり、全国平均の場合は 6.5 である。一方、現在の中国において、全国平均で 8 倍を超え、北京、天津はさらに 10 倍を上回る水準であり、日本のバブル期における首都圏の水準をも上回っている。

図表 II-14 全国および4直轄市の住宅価格・年間所得倍率の推移  
(2002~2010年)



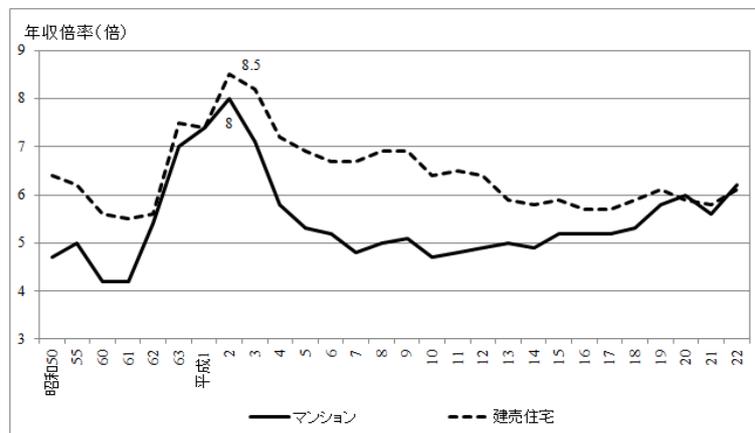
出所: 図表 II-12 および図表 II-13 で示している計算結果により作成

図表 II-15(1) 日本全国および首都圏の住宅価格(マンション)・年間所得倍率の推移  
(1977~1997年)



出所: 労働省・『労働経済分析』平成10年版 第3-(2)-7図

図表 II-15(2) 首都圏の住宅(マンション・建売住宅)価格・年間所得倍率の推移  
(1985~2011年)



出所: 国土交通省住宅局住宅政策課『2011年住宅経済データ集』,p109 図表 6-10

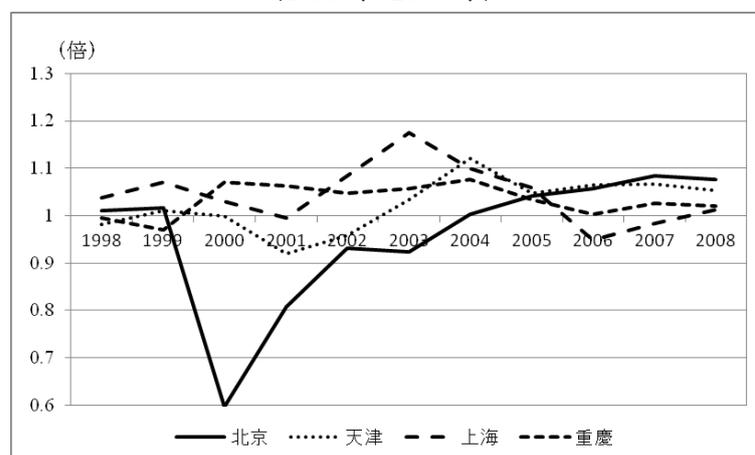
## ② 賃貸価格比率<sup>22</sup>(利回りの面から見る)

住宅価格と勤労世帯の年収の比率が家計の予算制約の面から不動産バブルを評価する指標であるならば、住宅価格と家賃の比率は投資の面から不動産バブルを判断する指標と考えられる。中国国土資源省が2010年3月29日に発表した「中国都市地価状況2009年」で、初めて「賃貸価格比率」がバブルの判断基準として提唱された。具体的に、「賃貸価格比率」が4.5%以下であると深刻なバブル、5.5%以上ならば値上がりの余地があると規定している。「中国都市地価状況2009年」によると、中国で不動産バブルが最も深刻なのは、北京、上海、深セン、天津、杭州、青島の6都市であり、2009年の「賃貸価格比率」でも、青島が3.37%と最も低く、それ以外の都市も北京3.82%、上海3.75%など、軒並み4.5%を下回ったと指摘した。

各都市における実際の賃貸料金のデータを把握しにくいいため、ここでは、1998~2008年における4直轄市の商品住宅販売価格指数対商品住宅賃貸価格指数<sup>23</sup>を計算して示している。この指数が1を超えると、商品住宅販売価格の伸び率が商品住宅賃貸価格の伸び率より速い、すなわち収益率が超越していることを表している。図表II-16によると、北京では2000年において比率が大きく下落しているが、これは2000年6月に北京が2008年のオリンピックの主催都市に決定し賃貸価格が大きく上昇したことによると考えられる。しかし、一時的な賃貸価格の上昇の後は下落傾向にあり、2004年に販売価格と賃貸価格の比率は1を上回り、上昇傾向にある。北京以外の都市は、2000年から基本的に1を上回り、かつ徐々に上昇する傾向を示している。

なお、2008年以後についてはデータ制約により、2008年以後住宅販売価格と賃貸価格の変化を示すことはできない。

図表II-16 4直轄市の商品住宅販売価格指数対商品住宅賃貸価格指数比  
(1998年~2008年)



出所:中国統計局・「住宅販売価格指数および住宅賃貸価格指数の年度統計」

## ③ 一部の都市における住宅の空室率が高い

さらに、一部の大都市において、マンションやアパートを購入する目的は自らが住むためではなく、キャピタルゲインを狙う投資が多い。現在、空室率に関する調査は未だに少

<sup>22</sup>「賃貸価格比率」とは、1年間の合計賃貸料を分譲価格で割った比率である。

<sup>23</sup>商品住宅賃貸価格指数および商品住宅販売価格指数は、いずれも前年比のデータを用いている。この指標について、1より大きいと、商品住宅賃貸価格指数が高いことを指す。

ないが、2010年7月に、CCTVの番組『経済半時間』による空室率調査によれば、北京において一部の新興マンションの空室率は40%以上に達した<sup>24</sup>。さらに、深セン大学による調査（2011年9月）によれば、深センの空室率は43%である<sup>25</sup>。海南省三亜市不動産取引管理所市場部の調査（2011年7月）によると、「中国のハワイ」と呼ばれる三亜市の空室率は85%に達している<sup>26</sup>。すなわち、中国の一部の大都市では、不動産価格の高騰は実需ではなく、キャピタルゲインを狙う過剰な投資や投機である可能性がある。

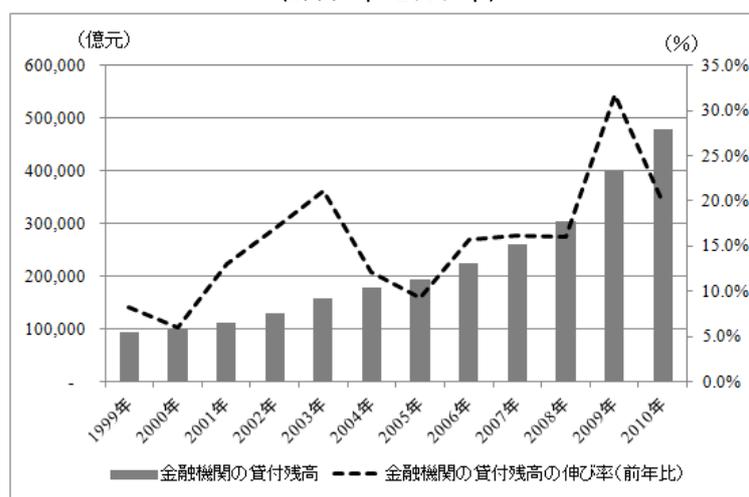
以上より、中国一部の大都市において住宅価格はファンダメンタルズからの乖離が発生した可能性が高いと考える。

### (3) 住宅価格においてファンダメンタルズからの乖離が発生した原因

前節では、中国の一部大都市において住宅価格がファンダメンタルズからの乖離している可能性が高いことを示した。その原因については、多くの分析が存在しているが、以下の二つの「過剰」が不動産価格の高騰に関係しているとまとめられる。

第一に、柯隆・王炎侠（2010）は国有銀行の過剰な融資が一因であることを指摘した。2008年まででも商業銀行の融資は上昇傾向にあったが、2009年になって急激な貸付残高の伸びがみられる。図表II-17は、金融機関による貸付残高およびその伸び率の変化を示している。その背景に、08年のリーマンショックの影響により、政府が経済成長を維持するために思い切った金融緩和を実施したことがある。したがって、2009年の金融機関による貸付が大幅に増加していく。ただし、外国需要に依存する中国の輸出中心の経済にとっては、欧米市場の景気低迷が続く中、国有企業を中心に巨額の融資を行われたとしても生産を増強する設備投資を行うことは考えにくい。その代わりに、国有企業は商業銀行から受けた融資を不動産市場等へ投資している可能性がある。

図表II-17 金融機関の貸付残高および伸び率の推移  
(1999年~2010年)



出所:中国統計局・「金融機関人民元預金貸付収支表」

第二に、大野早苗（2009）は中国の住宅市場の過熱化に対する海外資本流入の影響について実証分析を行い、国際的過剰流動性が間接的な経路により中国の住宅市場の過熱化を

<sup>24</sup> <http://www.xinhuanet.com/house/20100804jrht/>

<sup>25</sup> <http://finance.sina.com.cn/china/dfjj/20110909/160910461861.shtml>

<sup>26</sup> [http://news.ifeng.com/mainland/detail\\_2011\\_07/07/7499360\\_0.shtml](http://news.ifeng.com/mainland/detail_2011_07/07/7499360_0.shtml)

もたらした可能性を示唆した。すなわち、中国経済の成長などを背景に、厳格な為替管理、資本管理が実施されている中で、非居住者にとって中国の住宅投資は比較的制約の緩い投資対象となっていたため、住宅価格の高騰と人民元高を期待した外国投資者や投機者の資金が中国の住宅市場に流入し、住宅市場の過熱化を促進したとする。

また、土地税制も住宅市場のファンダメンタルからの乖離をもたらした大きな原因と考えられる。森信茂樹（2006）<sup>27</sup>は、日本のバブル経済発生の最大の要因として、土地税制を挙げている。日本の固定資産税は、地方住民が受益する公共サービスの対価をまかなうものという応益税という性格上、1990年代までほかの先進国と比べ税負担は低い水準が続いてきた。これによって、土地の有効利用が阻害され土地を低利用・未利用のまま放置させることになり、ほかの資産に比べての有利性をもたらし、土地の投機的な取引の温床となった。土地の保有に対して税負担を強化することは、土地の保有コストを高め、投機的行動を抑え、土地利用を促進することになる。中国の場合は、不動産譲渡時に対して、土地増値税、個人所得税等があるが、「不動産の保有」については、個人に対して広範な不動産税制が存在しない。したがって、保有段階で投資者のコストが低すぎると指摘されている。近年、個人資産として保有している不動産に対する税制を導入する議論が研究者の間で進んでいる。

---

<sup>27</sup>森信茂樹「日本の土地バブルと税制—中国税制との対比」中国社会科学院における講演 PRI Discussion Paper Series (No.06A-08), 2006年3月

## 第三章 中国における住宅価格抑制政策

第Ⅱ章で見たように、近年中国の不動産市場においては不動産価格の高騰が起きており、中国政府はこの急激な高騰がそのまま膨張し続ければ中国経済にとって大きなリスクであるということ認識し、いくつかの住宅価格抑制対策を講じてきた。ここでは、現在まで中国の中央政府が一部の大都市における不動産価格の高騰に対して採った政策についてレビューを行う。大きくまとめると、住宅価格抑制政策には、金融政策、行政政策および租税政策の3つの政策がある。

### 1. 『国八条』について

最近の対策のレビューを行う際、まず、国務院が一部の都市における不動産価格の高騰を抑制するために公布した二つの『通知』を語る必要がある。すなわち、『国八条』および『新「国八条」』と呼ばれる不動産市場に巨大な影響を与える政府通達である。

まず、国務院が、2009～2010年において一部の都市での不動産価格や地価高騰および、再び活発化された投機的な不動産需要への対策として、2010年4月17日、中央政府国務院が『一部の都市における不動産価格の高騰の抑制に関する通知』（《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》）（国発[2010]10号）（以下では、『国八条』と省略する）を公表し、中央政府のバブル抑制に対する決意を示した。具体的には、①各地方や関連部門は、物価および不動産価格の安定化に対して責任を明らかにする、②不動産に対する過剰需要に対して厳格な差別住宅ローン政策を実施する、③中小型一般商品住宅<sup>28</sup>の建築用土地の供給を安定化させる、④保障性住宅の建設を加速させる、および⑤市場に対する監督を着実に実施する、の5つ面の内容を規定している。

『国八条』に基づき、各地方政府および金融機関は共に対策を実施した。例えば、北京において、新規住宅購入規制政策や、各商業銀行が2戸目の新規購入に対して住宅ローンの頭金を50%以上引き上げる等の政策を実施した。各政策の具体的な内容は後述する。

加えて、2011年1月26日、『国務院が不動産市場の監督をさらに強調することに関する通知』（《国务院办公厅关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》）（国発[2011]1号）（以下、『新「国八条」』と省略する）は、①地方政府の責任を改めて確認する、②保障性住宅の建設をさらに推進する、③一部の個人住宅譲渡時に課される「営業税」の租税優遇を廃止し、房産税改革の試行を行い、税徴収に関する監督を確実に進める、④差別住宅ローン政策の実施、⑤住宅地提供に関する監督を着実にさせる、⑥住宅に対する需要を合理的に導く、⑦住宅保障および不動産価格の安定化に関する情報の報告制度を整備させる、および⑧世論の誘導を強調する、ということ規定している。『国八条』よりもさらに不動産市場に対する監督力を強調し、政策の実施範囲を拡大するものである。

<sup>28</sup>2005年『国務院弁公庁転発建設部等の部門が住宅価格の安定化に関する通知』（《国务院办公厅转发建设部等部门关于做好稳定住房价格工作意见的通知》）（国弁発〔2005〕26号）によると、住宅団地の建築容積率は1.0以上で、一戸ごとの建築面積は120平方メートル以下、且つ販売価格は当該レベルの土地で建設された住宅の平均販売価格の1.2倍より低いという条件を原則として満たす住宅のことを中小方一般商品住宅として認めている。具体的な規定は、各省地方政府によって決められる。

以下、『国八条』および『新「国八条」』の内容について、金融政策、行政政策、租税政策に分けて、それぞれ政策の内容と実施について論じる。

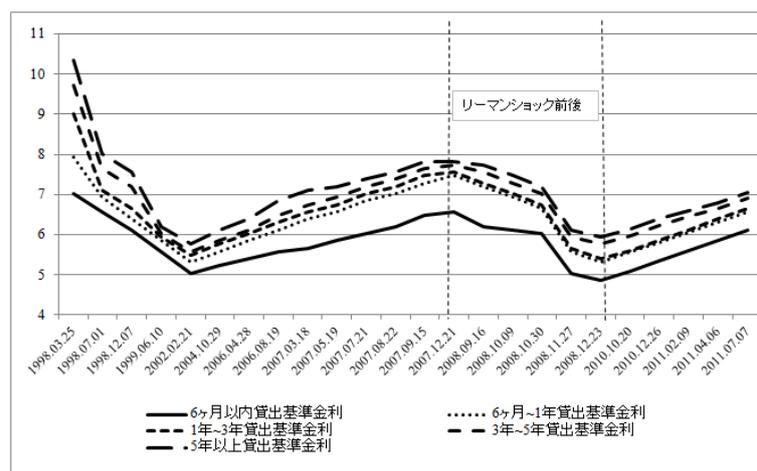
## 2. 『国八条』・『新「国八条」』に基づく住宅需要抑制政策

### (1) 金融政策

#### ① 金利水準を引き上げる

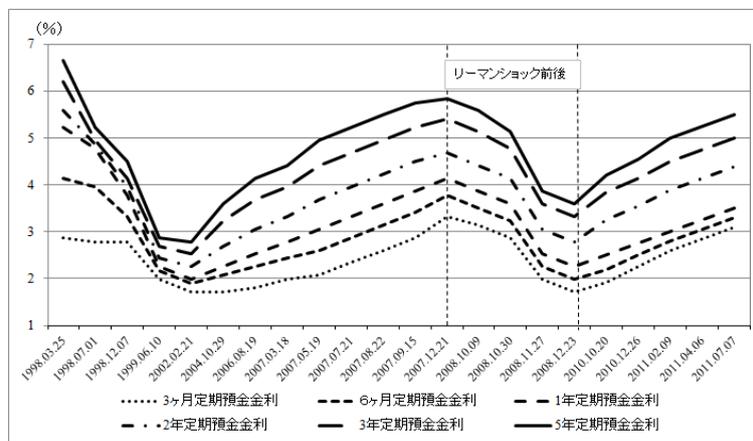
今回の一部の大都市における不動産価格高騰の背景には、国内の過剰貯蓄および、海外から流れ込んだ投機マネーといった、市場の過剰流動性が存在している。一般的に、流動性をコントロールする手段としては、人民銀行による人民元の貸出／預金基準金利を引き上げる手段がある。図表III-1は、1998年以後の金融機関の人民元貸出および預金基準金利の推移を示している。リーマンショック前は、人民元預金／貸出金利は上昇し続けているが、2008年リーマンショック後、人民銀行は量的緩和の金融政策を実施したため金利水準は急落している。

図表III-1 金融機関の人民元貸出基準金利の推移  
(1998年~2011年)



出所:人民銀行・「金融機関の人民元貸出基準金利」

図表III-2 金融機関の人民元預金基準金利の推移  
(1998年~2011年)

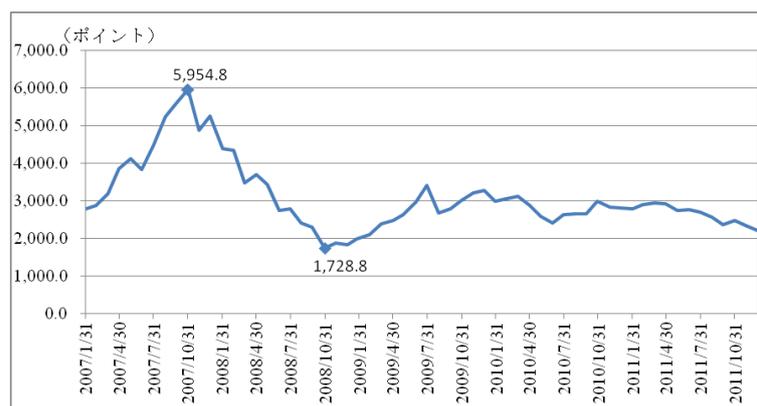


## 出所:人民銀行・「金融機関が人民元預金基準金利」

『国八条』が求める調整方向に基づき、2010年10月から、一部の大都市における不動産市場の高騰を抑制するために、人民銀行は金融緩和から引き締めへと政策の転換を図り、2010年末において、2回目の金利引上げを行った。しかし、人民元利上げはゼロ金利が続く日米との金利差を拡大させ、利ざやと人民元切り上げの為替差益を狙う投機マネーをさらに呼び込むことになる可能性が高い。

また、金利の引き上げは株式市場に大きな影響を与えられると考えられる。下図は2007年1月~2011年12月の上海証券取引所総合株価指数の変動<sup>29</sup>を示している。株価指数は、2007年10月に最高値に達したがリーマンショックの影響により急落したのち、12月21日の金利の引締め後2008年10月に金利が引き下げられるまで、株価の下落傾向は続き、市場の混乱を招いた。住宅価格が高騰している2009年~2010年10月の間に、人民銀行は利上げを見送り、金融機関の預金準備率の引き上げを行うことに止まった。(2010年1月から2011年6月までの間に、人民元預金準備率が12度にわたり引き上げられ、歴代最高の21.5%となった)

図表III-3 における上海証券取引所総合株価指数の推移  
(2007年1月~2011年12月)



出所:巨灵財經データベース

## ② 差別住宅ローン政策

前述において、『国八条』および『新「国八条」』には、いずれも差別住宅ローン政策が言及されている。それは、住宅の延べ床面積と、購入の目的を考慮した上で、厳格な差別住宅ローン政策を実行することである。具体的に、『国八条』によれば、延べ床面積が90㎡以上で自宅として居住する1戸目の住宅を購入する場合、頭金の比率が30%を下回ってはならない。また、2戸目の住宅を購入する場合、頭金の比率が50%を下回ってはならず、貸出金利は基準金利の1.1倍を下回ってはならないと規定される。

『新「国八条」』では、この規定がさらに厳しくなり、建築面積90㎡以上で自宅として居住する1戸目の住宅を購入する場合の頭金の比率が40%と引き上げられている。また、2戸目の住宅を購入する場合の頭金の比率は60%と引き上げられ、貸出金利は基準金利の1.1倍を下回ってはならない。3戸目の住宅購入を対象とする住宅ローンの貸出は認められない。

<sup>29</sup>ここでは、上海証券取引所総合株価指数について、各月の最終日の終値のデータを用いている。

ただし、住宅購入の頭金の引き上げは一時的に家計の需要を抑制することができるかもしれないが、資金が充実している投資ファンドや法人の不動産投資・投機を抑えることは難しいと考えられる。

## (2) 行政政策

### ① 新規住宅購入制限政策

投機目的の購入を厳しく抑制するために、不動産市場の過熱が特に深刻な地域では、金融政策以外に、さらに厳しい行政措置を打ち出した。それは、新規住宅の取引に対して強制的な手段を使って、直接的に需要を抑制することである。2010年4月の『国八条』の発表に伴い、北京は大都市の代表として先行して規制を実施した（第1段階）。続いて、2010年9月、国務院は『不動産市場の監督工作に関する通知』を公表し、購入規制の範囲を住宅価格の急騰がみられる大都市に拡大した。すなわち、深セン、上海等16都市が第2段階の実施都市として正式に取引規制に踏み切っている。さらに、2011年1月26日、『新「国八条」』の公表後、住宅購入規制政策の実施範囲は全国に拡大した。2010年3月前後、鄭州、武漢等の省都都市および一部の不動産価格の上昇が認められる都市、合わせて28都市が住宅購入規制に踏み切っている（第3段階）。したがって、現在まで（2012年1月現在）全国で45都市が新規住宅購入規制政策を導入している。

また、各都市は『国八条』、『新「国八条」』に則って、各都市の住宅抑制政策の細則を公布した。具体的な規制内容は都市によって異なるが、北京の場合は、北京の戸籍を持たない、また、北京で5年以上の納税証明を提出できない居住者に対しては新規住宅の購入を認めない。そして、北京の戸籍を持っている世帯についても、2戸目の住宅を購入することを制限している。各実施都市に関する具体的な政策内容や、実施開始時期等については、**図表III-4**に示した。

図表III-4 新規住宅購入規制政策を実施した各都市の政策細則一覧

規制政策の適用分け	省	都市	所屬行政地域	都市性質	開始日	予定終了日	各都市購入規制政策の内容						規制範囲		
							当該都市の戸籍を持つ世帯			当該都市の戸籍を有しない世帯				住宅種類の規制	
							住宅を持たない場合	1戸を持つ場合	2戸及び2戸以上を持つ場合	納税証明、年金保険納付書がない場合	納税証明、年金保険納付書がない場合	1年以上の納税証明、年金保険納付書がない場合		1年以上の納税証明、年金保険納付書がない場合	新築、既存及び中古住宅
*	北京	北京	華北地域	直轄市	10/4/30	—	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	○	全市	
**	広東	シンゼン	華南地域	直轄市	10/9/30	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○	全市	
**	福建	厦門	華南地域	省都	10/9/30	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○	全市	
**	上海	上海	華東地域	直轄市	10/10/7	—	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	○	全市	
**	浙江	寧波	華東地域	省都	10/10/9	—	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	○	全市	
**	福建	福州	華南地域	省都	10/10/11	—	1戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○	全市	
**	浙江	杭州	華東地域	省都	10/10/11	—	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	○	市内五区	
**	江蘇	南京	華東地域	省都	10/10/12	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	2戸	購入禁止	○	全市	
**	浙江	温州	華東地域	省都	10/10/12	—	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	○	全市	
**	浙江	舟山	華東地域	省都	10/10/12	—	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	○	全市	
**	天津	天津	華北地域	直轄市	10/10/13	—	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	○	市内六区	
**	海南	海口	華南地域	省都	10/10/14	—	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	○	全市	
**	広東	広州	華南地域	省都	10/10/15	—	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	○	市内十区	
**	海南	三亜	華南地域	省都	10/10/16	—	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	○	全市	
**	江蘇	大連	華北地域	省都	10/10/19	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○	全市	
**	江蘇	蘇州	華東地域	省都	10/11/3	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○	市区	
**	甘肅	蘭州	西北地域	省都	10/11/15	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○	全市	
***	河南	鄭州	華北地域	省都	11/1/6	—	1戸	1戸	1戸	購入禁止	1戸	1戸	○	人口過密の地域のみ(2環状道以内)	
***	山西	太原	華北地域	省都	11/1/11	—	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	○	市内六区	
***	湖北	武漢	中南地域	省都	11/1/15	—	1戸	1戸	1戸	購入禁止	1戸	購入禁止	○	市内中心区	
***	雲南	昆明	華南地域	省都	11/1/18	—	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	○	市内四区及び県	
***	広東	佛山	華東地域	省都	11/3/18	2011/10/12	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○	全市	
***	山東	済南	華北地域	省都	11/2/25	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○	市区	
***	山東	チンタオ	華北地域	省都	11/1/31	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○	全市	
***	河北	石家荘	華北地域	省都	11/2/21	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○	市内五区及び高新技术開発区	
***	江蘇	無錫	華東地域	省都	11/2/20	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○	市区内	
***	江蘇	徐州	華東地域	省都	11/5/1	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○	主城区	
***	安徽	合肥	華東地域	省都	11/3/31	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	2戸	購入禁止	○	市区	
***	浙江	金華	華東地域	省都	11/3/23	2011/12/31	1戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○	全市	
***	浙江	紹興	華東地域	省都	11/4/25	—	規制なし	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○	全市	
***	浙江	台州	華東地域	省都	11/9/1	—	1戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○	市区	
***	浙江	衢州	華東地域	省都	11/9/9	—	1戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○	全市	
***	黒龍江	ハルビン	華北地域	省都	11/2/28	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○	市区	
***	吉林	チャンチュン	華北地域	省都	11/5/20	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○	全市	
***	遼寧	瀋陽	華北地域	省都	11/3/2	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○	2環状道以内	
***	湖南	長沙	中南地域	省都	11/3/5	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○(30平米以下)	市区	
***	貴州	貴陽	華南地域	省都	11/3/2	2011/12/30	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○	1環状道以内	
***	広西	南寧	華南地域	省都	11/3/1	2012/2/29	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○	市区	
***	江西	南昌	華南地域	省都	11/2/1	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○	市区	
***	陝西	西安	華北地域	省都	11/2/25	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○	市区	
***	新疆	ウルムチ	華北地域	省都	11/3/10	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○	全市	
***	青海	西寧	華北地域	省都	11/8/2	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○	市区	
***	宁夏	銀川	華北地域	省都	11/2/22	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○	全市	
***	内モンゴ	フフホト	華北地域	省都	11/4/19	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○	全市	
***	四川	成都	華南地域	省都	11/2/15	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○	主城区	
規制政策を実施した都市数					45										
「70個大中型都市の住宅販売価格指数」統計に含まれる都市数					39										
規制政策の実施開始時間によるグループ分け:															
(*) 第一段階で実施した都市 (2010.4~)					1										
(**) 第二段階で実施した都市 (2010.10~)					14										
(***) 第三段階で実施した都市 (2011.2~)					24										
注: ①グループ分けしている都市は「70個大中型都市の住宅販売価格指数」統計に含まれていない都市である。 ②黄色が示している都市は後のDID分析に含まれない都市を示している。 ③省都とは、中国における行政区分としての省の政府の所在する都市。 ④直轄市とは、省といった最上位の広域行政区画に属せず、それと同格に位置づけられる行政区画で、中央政府の管轄を直接受ける市である。															

出所: 新規住宅購入規制政策を実施した都市に関する政府通達に基づき筆者作成

## ② 保障性住宅の建設

『国八条』および『新「国八条」』は、いずれも保障性住宅の建設にも言及している。すなわち、国および各地方政府が供給面から国民の住宅問題を解決するルートとして、国家発展改革委員会、住宅・都市農村建設部により、2011年において、

- (1) これから5年間に都市部の保障性住宅を3600万戸建設する、
- (2) 今年、来年は1000万戸、その後3年で1600万戸を建設する、
- (3) 保障性住宅の占有率を20%に引き上げる、

といった目標を掲げた。そして、『新「国八条」』では、保障性住宅の建設を着実に実行させることを再び強調した。

保障性住宅<sup>30</sup>というのは、簡単に言えば、政府が開発資金の一部を出したり、債務保証

<sup>30</sup> 閻和平「中国における居住保障制度と住宅政策の展開」『大阪商業大学論集』第5巻第1号(通号151・152号合併号) p210~211

をしたりして、建設される住宅のことである。政府が住宅建設に直接関与することで、弱者や低所得者に対して、基準と価格、賃料の限定された住宅を供給し、住宅問題の解決をはかるものである。低所得世帯向けの低賃料公共住宅、低所得世帯向けの低価格住宅、政策的賃貸住宅からなる。

実は、この政策は『国八条』による新しい政策ではなく、2006年の『住宅構造を調整し、住宅価格を安定させるための意見』において、建設される住宅の70%以上が中小型一般商品<sup>31</sup>住宅でなければならないとし、低所得者向け住宅の供給拡大を図ることを目的に始められた。しかし、これらの措置は市場に住宅価格高騰を抑制しようとする中央政府の意思表示のシグナルを送ることにはなったが、住宅価格の高騰を抑止する効果や、低所得者向け住宅の供給拡大効果について明確ではない。一方、住宅価格は2000年代を通じて上昇傾向にあり、所得格差の拡大に拍車を駆けた。そのため、中央政府には弱者のための政治が求められ、とりわけ、国民の要望の強い住宅価格の急騰抑止、低所得者層の住宅難解消が急務となった<sup>32</sup>。

2007年に政府が『都市部低所得家庭の住宅難問題を解決するための意見』を出し、市場機能による低所得者層の住宅難問題解決から政府による住宅直接供給に政策の重心を転換した。とりわけ、低所得者に対して適切な住宅を直接提供すべきとする政府の社会保障責任を認め、低所得者向け賃貸住宅の整備策を本格的に打ち出した。これにより、所得水準に応じた多層的住宅供給体系が形成されることになった。また、政府の住宅供給への関与が税制の減免・用地割当優先といった間接的なもののみでなく、自ら最低所得層の住宅を確保し直接提供に乗り出した。

供給の手段としては、分譲住宅のほか、住宅購入が困難な世帯のための賃貸住宅も建設されている。2008年11月に実施された4兆元の内需刺激策では、その一部がこの保障性住宅建設にあてられた。『国八条』および『新「国八条」』の政策によって、2009年に590万戸建設されていた保障性住宅建設が今後さらに加速されることとなる。

### (3) 租税政策

#### ① 中国の不動産税制について

##### i. 狭義の不動産税（房産税）

##### a) 房産税の定義

房産税（狭義の不動産税）は、地方税の一種であり日本における家屋に対する固定資産税にあたる。すなわち、農村以外の地域において、建物の所有者には、建物の取得価格から10%～30%の範囲内で各地方政府が決定した控除率で控除した金額に1.2%の税率を乗じた房産税が課税される。また、建物の賃貸者は、建物の取得価格が不明ならば、この建物税の税額に代えて賃貸収入の12%の建物税が課税されることとなる。

##### b) 房産税の歴史と変遷

1949年に中華人民共和国が成立した直後、政務院は『全国税政実施要則』を発表し、不

<sup>31</sup>中小型一般商品住宅の判断基準は注釈24で説明している。

<sup>32</sup>閻和平「中国における住居保障制度と住宅政策の展開」『大阪商業大学論集』第5巻第1号（通151号・152号合併号）P210

動産税（房地產税）<sup>33</sup>が税目14種類の税の一つとして確立された。1951年8月から、政務院は『中華人民共和国都市不動産税（都市房地產税）暫行条例』を公布し、都市において住宅および土地を対象として都市不動産税（都市房地產税）を課すことを規定し、全国範囲で徴収し始めた。

1973年、税制を単純化するために、国営企業と公営企業に対する都市不動産税（都市房地產税）が工商税<sup>34</sup>と統合され、都市不動産税（都市房地產税）には不動産管理部門、個人、外国人、外国企業および外商投資企業を対象とする部分が残った。1984年、工商税制を改革した際に、国営企業および団体企業に対する不動産税（都市房地產税）が復活された。1986年9月15日、国務院は『中華人民共和国房産税暫行条例』を公布、同年10月1日から施行して国内企業および個人に適用した。したがって、国内企業および個人に対して、都市不動産税（都市房地產税）を房産税および都市土地使用税の二種類の税目に分けて徴収されることになった。

2008年12月31日、国務院は第546条号令を公布し、2009年1月1日から『都市不動産税（都市房地產税）暫行条例』を廃止することを発表した。同時に、外商投資企業、外国企業と組織および外国個人は『中華人民共和国房産税暫行条例』に基づいて房産税を納めることと改定された。

## ii. 広義の不動産税制

### a) 不動産に関する税目

中国において、不動産を直接に課税対象とする税目は数多く存在している。例えば、譲渡に対しては、土地増値税、営業税、企業および個人所得税、印紙税、不動産取得税（契税）等があり、保有に対しては、地方税として土地使用税、房産税がある。ここでは、不動産を直接に課税対象とする税目は広義の不動産税と定義する。具体的な内容は図表Ⅲ-5でまとめた。

<sup>33</sup>中国語では、房地產税である。「房」は家屋や、建物が指し、「地」は土地の意味である。

<sup>34</sup>工商税とは、1972年3月31日に、国務院が『中華人民共和国工商税改革条例』に基づき、1973年、全国で導入された税である。具体的には、中国において工商経営を行う企業および個人に対し、販売収入あるいは、経営収入を課税ベースとして課される流通税であり、増値税、商品税および営業税に分かれている。1984年に、工商税に関する税制改革が行われ、工商税を廃止し現行の増値税、消費税および営業税の3つの税種に分かれた。

図表III-5 中国現行の不動産に関する税目一覧

譲渡段階					
税目	課税時点	課税対象	税率	課税ベース	個人に対する特別優遇
営業税	譲渡時	不動産を譲渡する企業或いは個人	5%	企業或いは個人が購入した不動産を譲渡する時、代金から不動産の取得原価を除いた額を課税ベースとする。	2010年1月1日から、個人は購入してから5年が経っていない営業用不動産を譲渡する場合、代金の全額を課税ベースとする。5年以上(或いは5年)が経った営業用不動産、又は、5年に満たない個人用不動産を譲渡する場合、代金から取得原価を除いた額を課税ベースとする。5年以上が経った個人用不動産を譲渡する場合、営業税を免除される。
都市維持建設税	譲渡時	営業税の納税者	都市:7% 県:5% その他:1%	営業税の納税額	営業税が减免される
土地増値税 (キャピタルゲイン税)	譲渡時	国有土地使用权、地上建築物及び付属物を譲渡し、収入を取得する企業或いは個人	超率累進税率 (30%~60%)	譲渡益から取得原価、法律に規定される控除項目等を除いた増値額を課税ベースとする	転職或いは居住環境を改善するために、自宅の住宅を譲渡する場合、使用3年以上5年以下の自宅の住宅に対して、半分免除される。使用5年以上の自宅としての住宅に対して、免除される。
印紙税	譲渡時	不動産譲渡契約を結ぶ企業或いは個人	0.05%	譲渡契約に記載される金額を課税ベースとする	
企業所得税	譲渡時	企業	居住者:25% 非居住者:20%	不動産の譲渡益(代金から帳簿価格の差額)を一般収入として他の収入と合算し、納税する	
個人所得税	譲渡時	個人(居住者及び非居住者)	20%	譲渡益から取得原価、合理費用等を控除した金額	
契稅	取得時	国内で土地、不動産の所有権を譲渡する企業或いは個人(土地使用权及び不動産の買手或いは受取人)	3%~5% (各地方で決定)	譲渡の場合、譲渡価格に基づいて課税される 贈与の場合、市場鑑定価格に基づいて課税される 交換の場合、等価交換は免除される。不等価交換は差額に基づいて課税される	都市居民は始めて公有住宅を購入する場合、免除される。 個人は自宅として居住する一軒目の住宅を購入する場合、半分免除される。 個人は建築面積90平方メートル以下で自宅として居住する一軒目の住宅を購入する場合、1%の税率を適用される
耕地占用税	取得時	国内で耕地を占用し、非農業を従事する企業或いは個人	定額税率 (各地方によって異なる)	占用面積	

保有段階					
税目	課税時点	課税対象	税率	課税ベース	個人に対する特別優遇
房產税	毎年	農村以外で住宅の所有者	1.2%	住宅の取得原価*(1-控除比率)	個人の自宅としての住宅に対して、免除される。 個人は居住用の住宅を賃貸する場合、4%の税率を適用される。
			賃貸の場合:1.2%	賃金収入	
都市土地使用税	毎年	農村以外で、土地使用权を持つ企業或いは個人	定額税率:0.6元~30元/平方メートル (都市の規模により各地方が決まる)	使用面積	各地方によって、規定が異なる。個人の居住用住宅に対する免除される地方も存在する。

出所:中国税務総局の不動産に関する税目の資料より作成

b) 不動産に関する税収入

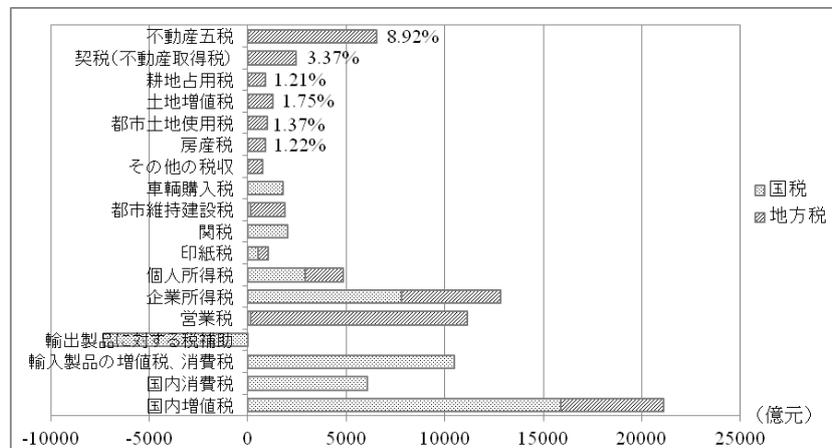
以上、現在中国において、不動産に関する税目について簡単に紹介した。図表III-5に示したように、全体的に見ると、不動産を譲渡する際の税目は、保有する際の税目より多く、税負担が重い。上述の通り、営業税、個人所得税、企業所得税、印紙税および都市維持建設税は不動産の譲渡によって得られる収益が唯一のものではないため、不動産の譲渡に関する税収データも把握できない。したがって、ここでは、不動産を直接に租税対象とする税目、即ち、譲渡時に課する土地増値税、契稅(不動産取得税)、耕地占用税、および保有時に課する房產税、都市土地使用税(以下は「不動産五税」と省略する)を挙げて、その税収の割合を示している。

図表III-5の通り、ここで挙げられた5つの税目は全て地方税であり、その税収が地方税収に占める割合について、以下の3つの図で示している。

図表III-6は、2010年中国税収の構成を示している。その中に、不動産五税は税収の9%

近くを占めている。また、中国の税収の大部分としては、増値税、消費税、営業税、企業および個人所得税が税収の8割を占めている。

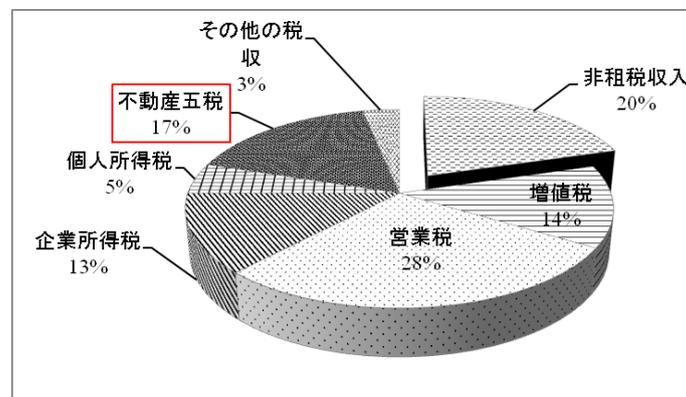
図表III-6 国税および地方税収入の一覧  
(2010年)



出所:『2011年中国統計年鑑』・「8-5 中央および地方財政主要収入項目」

図表III-7で示したように、税収入は各地方一般予算財政収入の80%以上を占めている。その中で不動産五税は税収の17%を占めている。地方政府にとっては、重要な財源と考える。

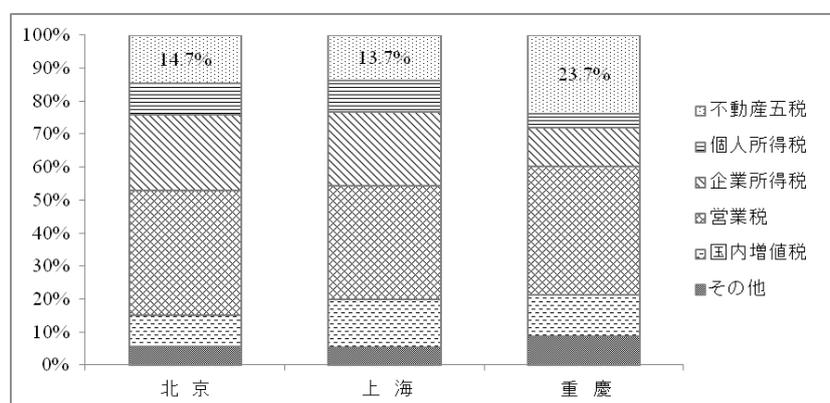
図表III-7 地方政府全体の一般予算財政収入の構成  
(2010年)



出所:『2011年中国統計年鑑』・「8-7 各地区財政収入」

一部の地方税の優遇措置や、税率等は地方によって異なるため、図表III-8は、北京、上海および重慶の3つの大都市における地方税収の構成を示している。その中で、不動産五税の総収入は13%~24%程度を占めている。また、重慶市において、不動産五税が占める割合が一番高くなっている。不動産五税の中身を詳しく見ると、北京、上海および重慶において、房産税が地方税収に占める割合は3.7%、2.3%、2.3%であり、都市土地使用税の占める割合は、0.7%、1.0%および3.0%である。

図表III-8 北京、上海および重慶市の地方税収の構成一覧  
(2010年)



出所:『2011年中国統計年鑑』・「8-7 各地区財政収入」

### iii. 個人住宅の優遇税制

譲渡段階では、個人が住宅を購入するときには、原則として不動産取得税（契税）、印紙税等が課税され、住宅を売却するときには、原則として印紙税、土地増値税、個人所得税、営業税、都市擁護建設税、教育費附加等の税が課税されている。個人が所有する不動産に対する各税目の具体的な優遇措置を以下にまとめた。

#### a) 譲渡段階

##### ■ 個人所得税

個人が住宅を売却した場合には、原則として実際の売却価額を売却収入として、売却収入から住宅の取得原価と合理的費用を控除した後の差額を課税所得額として財産譲渡所得の税率を乗じて個人所得税を計算して納付することとなる。ただし、1999年から、個人が5年以上にわたり唯一、自己使用していた住宅を売却した場合には、個人所得税は免税される。

##### ■ 不動産取得税（契税）、印紙税、土地増値税

2010年10月1日からは、個人が一般商品住宅<sup>35</sup>を購入し、その住宅が世帯の唯一の住宅であるならば、契税は半減される。個人が90㎡以下の一般商品住宅を購入した場合には、契税の税率は1%に引き下げられる。個人が住宅を購入または売却した場合には印紙税が免税されている。また、個人が住宅を売却した場合には土地増値税は課税されない。

##### ■ 営業税

個人が住宅を売却した場合には、不動産の販売として営業税が課税される。個人住宅の売却にかかる営業税の優遇税制はほとんど毎年変更されている。

2009年1月から12月までは、個人が住宅を購入して2年未満で転売した場合には、売却時

<sup>35</sup> 商品住宅においては、建築面積等の基準によって、一般商品住宅、別荘および高級マンション、経済適用住宅等に分けられる。具体的に、①住宅団地の建築容積率は1.0以上;②建築面積は140平方メートル以下;③各地方政府によって販売価格等に対する規制、以上の3つの条件を満たす商品住宅は一般商品住宅と認められる。

にその売却収入全額に対して営業税が課税されることとなる。個人が一般商品住宅以外の住宅を購入して2年以上経過、または一般商品住宅を購入して2年未満で売却した場合には、売却時にその売却収入から住宅購入価額を控除した後の差額に営業税が課税される。個人が、一般商品住宅を購入して2年以上経過してから売却した場合には、営業税は免税されている。

2010年1月1日からは、個人が一般商品住宅以外の住宅を購入して5年以上経過して、または一般商品住宅を購入して5年未満で売却した場合には、売却時にその売却収入から住宅購入価額を控除した後の差額に営業税が課税される。個人が一般商品住宅を購入して5年以上経過してから売却した場合には、営業税は免税される。

#### b) 保有段階

##### ■ 房産税

現在、上海と重慶以外の都市において、個人について、居住用で保有する建物に対して房産税が免除されている。また、居住用の個人賃貸者に対して、賃貸収入の4%の優遇税率を適用している。

##### ■ 都市土地使用税

各地域によって規定が異なるが、一部地域では個人の居住用住宅に対しては免除される。

#### iv. 不動産税制の改革論争

個人が所有する不動産の譲渡および保有に対しては、多くの租税優遇や、免税優遇が存在している。中国経済が発展するにつれて、個人財産は蓄積が進み社会的格差の拡大が問題となる一方で、過剰な市場流動性によって、不動産市場への投資や投機も増大している。したがって、社会主義国において社会的な富の再分配をうまくさせるため、また過熱している不動産市場のバブルを抑制するために、個人資産としての不動産にして課税すべきという声や、不動産税制を改革すべきという声が学界で相次いで出て来ている。以下、現在まで学界で議論改されている税制改正の方向についてまとめる。

#### a) 現行房産税に基づく税制改正

蘇之濤（2011）および馬雲非（2010）は、現行の不動産税について、課税対象範囲、単一の税率設定および取得原価に基づく課税標準に関して改革する必要がある、課税対象が個人保有、企業、政府機関および公益機関等が保有する住宅を分けて、差別化する房産税を設けることを提唱した。

#### b) 「物業税」<sup>36</sup>（固定資産税）の創設

中国の保有税制改革に関する議論において、現行の土地増値税、房産税、都市土地使用税および「土地使用権」を受ける際支払う土地譲渡料等を一元化し、諸外国の固定資産税を参照して、不動産の保有期間に渡って徴収される「物業税」を創設するという改革方法を提唱している研究者は多い。

<sup>36</sup>物業税は、固定資産税や不動産税の意味であり、土地や住宅などの不動産を所有する者に対して、市場価格ベースで年ごとに課される税金であり、地方政府の主な財源として認識されている。中国香港において、日本の固定資産税と同じような性質がある税は「物業税」と呼ばれるため、中国本土で固定資産税の導入を検討する際、「物業税」の名称をそのまま使用している。

多くの研究者は諸外国の「物業税」を研究した上、中国で導入する場合、中国の実情に  
応じて、適切な差別化税率、課税ベース、徴収方法および租税優遇等を設けなければなら  
ないと提唱した上、「物業税」を中国で導入する際、以下の2つの問題を解決せざるを得  
ないという。

■ 「物業税」と土地譲渡料

土地譲渡料の本質は、国有の土地を使用するために、毎年支払うべき使用料の現在価値  
と理解してもいい。「物業税」の創設を検討している研究者は、土地譲渡料制度を廃止し、  
「物業税」に含めて毎年課税するという提案がある。但し、地方政府の収入に大きな影響  
を与える可能性があるため、実行は難しいと考えられる。

■ 「物業税」と土地増値税

諸外国において、財産税として課される「物業税」(固定資産税)は、地方政府の主な固  
定財源として認識される。また、応益性があり、不動産価格は環境の改善等と連動してい  
る。「物業税」の課税ベースは鑑定評価価格である場合、不動産譲渡時のキャピタルゲイ  
ンに対象とする土地増値税と二重課税の問題が出てくる。したがって、「物業税」を導入  
する際、土地増値税を廃止すべきと提唱する研究者が多い。

## ② 『国八条』に基づく租税政策

i. 営業税優遇措置の取消し

2011年1月26日、『新「国八条」』に基づき、税制面では、個人に対する営業税の優遇  
が廃止され、すなわち、個人が保有する5年を経たないマンションやアパートを売却する  
場合、販売収入には全額(キャピタルゲインの5%程度)、営業税が課されることになる。

ii. 上海、重慶で房産税改革の試行

さらに、上海、重慶において、2011年1月26日から、房産税改革(狭義の不動産税、  
すなわち「房産税」)を行い、個人資産として保有する一部の不動産を対象とする不動産  
税を課し、保有段階のコストを全般的に引き上げることにした。具体的な内容は図表III-9  
のようにまとめた。

図表III-9 上海市および重慶市における房産税改革の内容一覧

	上海市		重慶市		
関連法規	『上海市における個人住宅に対して房産税を徴収する試行に関する暫弁法』及び『上海市税務局が上海市における個人住宅に対して房産税の徴収管理に関わる事項に関する公告』		『重慶市人民政府は一部の個人住宅に対して房産税改革を試行することに関する暫行弁法』及び『重慶市個人住宅に対する房産税徴収に関する管理実施細則』		
実施範囲	上海市全域		重慶市主要九区		
課税対象	上海市住民が上海市において新規取得する当該家庭の第二戸目、或いは第二戸目以上の住宅	非上海市住民家庭が上海市において新規取得する住宅	実施範囲で個人が所有する一戸建て商品住宅	実施範囲で個人が新規取得する高級住宅	実施範囲で戸籍を持たない、或いは、事業、職業を持たない個人が、新規取得する第二戸目以上(第二戸目を含む)の一般商品住宅
2011年度適用税率 P: 価格 (元/平方メートル) r: 税率	P ≤ 28,426 r: 0.4%	r: 0.6%	P < 14,911.5 r: 0.5%	14,911.5 ≤ P < 19,882 r: 1%	P ≥ 19,882 r: 1.2%
免除部分 (多数の住宅を持つ場合、控除は一回だけ加算できる)	一人当りの建築面積 ≤ 60平方メートル		≤ 180平方メートルの部分	≤ 100平方メートルの部分	無し
納税額計算	(M-60*家庭人数)*P*70%*r		(M-180)*P*r	(M-100)*P*r	M*P*r
申告納税期限	毎年12月31日前		毎年10月1日～31日の間		

出所: 上海市および重慶市の地方税務総局の資料に基づき筆者作成

実施範囲について、上海は全市所轄の18区、県<sup>37</sup>で実施するに対して、重慶市は、40区県<sup>38</sup>の中で経済規模がより大きい9区に限定している。

課税対象について、上海市は商品住宅の種類を問わないのに対して、重慶市は主に一戸建て商品住宅および高級住宅に限定している。また、上海市は新規取得する納税義務者世帯の二戸目以上の住宅が納税対象となるに対して、重慶市は、一戸建て住宅の場合全てが納税対象となる一方、高級住宅については、既に持つ戸数を問わず新規取得されるものが納税対象になる。

加えて、上海市と重慶市は、両市とも居住者でない投資者の住宅に対する投資を納税範囲に含めている。ただし、上海市は既に持っている戸数を問わないのに対して、重慶市は居住者でない投資が2戸目以上の新規取得する住宅を課税対象とする。

適用税率について、上海市は課税対象範囲が広い一方で税率は低く0.4%又は0.6%である。重慶市は販売価格によって、3段階に分けられそれぞれ0.5%、1.0%および1.2%とされている。また、いずれの都市においても一部の控除を行っている。

上海市の場合は、一部の非居住者の投機および居住者の投資による需要を抑制する目的であるに対して、重慶の場合は、高級住宅の所有者に対する課税による社会富を再分配す

<sup>37</sup>上海市は、浦東新区、黄浦区、盧湾区、徐匯区、長寧区、静安区、普陀区、閘北区、虹口区、楊浦区、閔行区、宝山区、嘉定区、金山区、松江区、青浦区、奉賢区および崇明県の17区および1つの県を含む(2011年『上海市統計年鑑』)。

<sup>38</sup>重慶市は渝中区、大渡口区、江北区、沙坪ハ区、九竜坡区、南岸区、北碚区、万盛区、双橋区、渝北区、巴南区、万州区、フウ陵区、黔江区、長寿区、江津区、合川区、永川区、南川区、キ江県、潼南県、銅梁県、大足県、榮昌県、璧山県、梁平県、城口県、豊都県、デン江県、武隆県、忠県、開県、雲陽県、奉節県、巫山県、巫溪県、石柱自治県、秀山自治県、酉陽自治県と彭水自治県の40区県を含む(2011年『重慶市統計年鑑』)。

ることが目的と考えられる。

### 3. 政策対象地域

上述の金融政策、行政政策および租税政策については、全国を対象に実施された政策、一部の都市に限定して実施された政策に分けられる（図表III-10）。金融政策については、実施主体は、人民銀行および各住宅ローンの貸出を取り扱っている全国規模で支店を有する各商業銀行であるため、政策の対象範囲は全国にわたると考えられる。また、行政政策の保障性住宅の建設については、基本的に中央政府の監督に基づいて各地方政府が実際の土地提供や、資金、配分の監督を実施するため、低中所得者に対する住宅政策として全国を対象に実施される。租税政策に関して、営業税の租税優遇措置の取消しは全国で実施されている。

新規住宅購入規制政策および房産税改革政策は、一部の都市に限定して実施された政策となる。したがって、本研究の分析ではこの2つ政策について地域間の政策の違いを利用して、政策効果に関する実証分析を行う。

図表III-10 住宅価格抑制政策の実施対象範囲

	政策内容	実施主体	実施範囲
金融政策	(1) 金利水準を上げる	人民銀行	全国
	(2) 差別住宅ローン政策	全国における各商業銀行	全国
行政政策	(1) 住宅購入の制限	各地方政府	45都市（政策開始時期に違いがある）
	(2) 保障性住宅の建設	中国建設部の監督で、各地方政府	全国
租税政策	(1) 営業税の優遇措置を取消し	各地方税務局	全国
	(2) 不動産税改革の試行	上海市及び重慶市の地方税務局	上海市、重慶市

### 4. 厳格な引締め政策を実施した後の不動産市場

#### (1) 住宅価格抑制政策実施後の住宅価格の変化

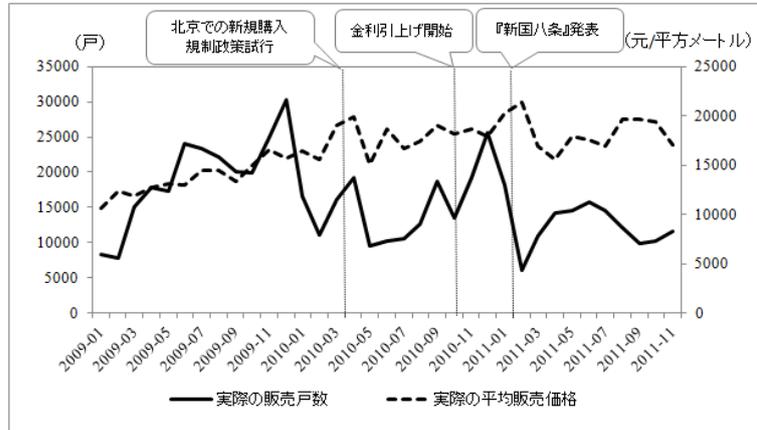
『国八条』および『新「国八条」』の指示に基づき、人民銀行、各商業銀行および一部の地方政府が厳格な住宅価格抑制政策を打ち出した。こうした政策が不動産市場に対して、いったいどのような影響を与えたのか、政策実施前後における商品住宅販売戸数および平均販売価格の月次データから以下で示す。

まず、2010年4月『国八条』発表した直後、新規住宅購入規制政策の試行を行った北京市における不動産市場の変化を見る。図表III-11を見ると、2010年4月に新規住宅購入規制政策を実施した後、販売量は4月の19,244戸から急落し、5月に9,534戸になり、わずか1月で半数に下落した。それによって、住宅平均販売価格も4月の平均19,941元/m<sup>2</sup>から、5月の平均15,081元/m<sup>2</sup>になり25%程度が下がった。しかし、政策の効果は長く続くことはなく、2010年6月には住宅価格は下がる前の水準まで戻った。上昇傾向はその後も続き、2010年12月には新規購入規制政策を実施した前の平均販売価格を上回った。

それから、2011年1月末に『新「国八条」』の発表による更なる引き締め政策の実施によって、販売量の反応が著しく、1月の18,234戸から2月には6,011戸と68%の減少がみ

られる。販売価格については2011年3月から一気に急落した後、5月から回復し10月のゴールデンウィーク<sup>39</sup>まで上昇傾向が続いている。全体的に見れば、販売量は、2010年4月から前年同期と比べ減少傾向にある一方、販売価格は、上下動が観察されるものの、2009年から現在まで上昇基調にある。

図表III-11 北京市の実際販売戸数および平均販売価格の推移  
(2009年1月~2011年11月)



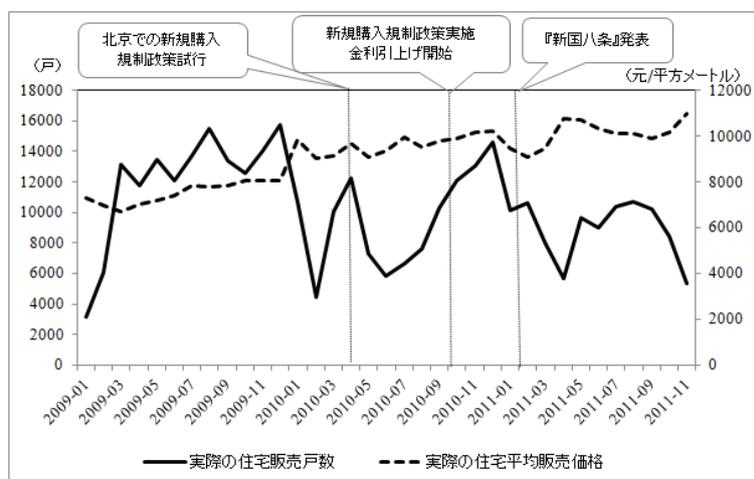
出所:中国不動産信息网・「固定資産投資および不動産開発統計」

また、第2段階、すなわち、2010年10月に新規購入規制政策を実施し始めた都市の中で北京に距離が近く、および同じ直轄市である天津の状況を見てみる。まず、全体的に見ると、2010年および2011年において、商品住宅の販売戸数は2009年同期と比べ減少傾向である一方、住宅平均販売価格は上昇するトレンドが見られる。

さらに、2010年4月に北京での新規住宅購入規制政策の実施は、天津の住宅市場にも影響を与え、販売量は4月の12,237戸から、5月の7,270戸まで下がり、46%減少した。それに対して、住宅価格はわずか6%程度の減少であった。しかし、2010年10月における天津での新規購入規制政策の実施に対しては、住宅市場はすぐに反応せず、2011年1月に『新「国八条」』が公表するまで、販売量、住宅価格はいずれも上昇し続けている。その後、『新「国八条」』による更なる厳しい住宅需要規制の影響を受け、販売量は下落し前年同期より下回っている。一方で、住宅価格はほとんど減少せず、逆に上昇する傾向である。

<sup>39</sup> 中国において、毎年10月1日~7日までは、建国日祝い(中国語で「国慶節」と呼ばれる)で7日間の法定連休である。また、「国慶節」前後は「銀九金十」と呼ばれ、不動産会社の販売がピークとなる。したがって、毎年の9月および10月の販売量は大幅に上昇する傾向がある。

図表III-12 天津市の実際販売戸数および平均販売価格の推移  
(2009年1月~2011年11月)

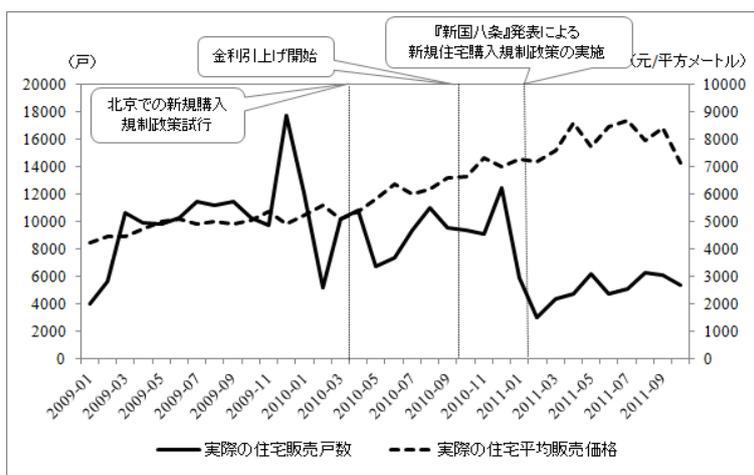


出所:中国不動産情報網・「固定資産投資および不動産開発統計」

そして、2011年2月に『新「国八条」』が公表されたのち、すなわち新規住宅購入規制政策を第3段階で実施した都市の代表として、鄭州の不動産市場の変動を見てみる。まず、全体的に見ると、天津と同じく、2011年において住宅の販売量は前年同月より減少したが、住宅価格は上昇している傾向にある。また、3つの政策実施時点を分けてみると、2010年4月に北京での新規購入規制政策の試行的導入によって5月の販売量は38%減少したが、住宅価格はむしろ上昇傾向が続いていた。

2011年1月末に発表された『新「国八条」』および新規住宅購入規制政策の鄭州市での実施によって、販売量は前年同期と比べ大幅に減少したが、価格はまだ上昇のトレンドを示していたが、9月以後は価格も下がり始めた。

図表III-13 鄭州市の実際販売戸数および平均販売価格の推移  
(2009年1月~2011年11月)



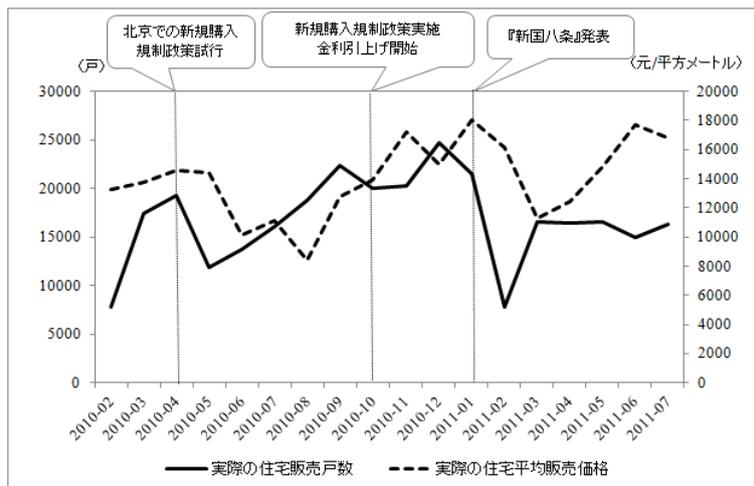
出所:中国不動産情報網・「固定資産投資および不動産開発統計」

続いて、本稿の分析対象とする2つの政策、すなわち新規住宅購入規制政策および房産税改革政策のいずれについても実施した都市として上海の政策前後の不動産市場の動向

を見てみる。他の都市と比べ、販売価格と販売量が連動していることが図表III-14 から分かる。まず、2010年4月に、北京での新規住宅購入規制政策の実施は、上海市において住宅販売量を4月の19,235戸から5月の11,922戸まで、40%近く減少させた。販売価格も同じく30%程度下落した。また、販売量は1ヶ月後から徐々に回復したが、販売価格は9月まで下落しつづける。

上海における新規購入規制政策については、2010年10月の実施に対しては、1か月ほど遅れて価格および販売量が下落している。ただし、それは政策効果であるか、不動産業の季節的なピークの終わりによる下落なのか識別することはできない。そして、2011年1月末、『新「国八条」』の発表に伴うさらに厳しい住宅価格抑制政策および房産税改革の実施時点から、不動産市場は大きな影響を受け、販売量と住宅価格は下落に転じた。ただし、その効果はそれほど持続せず、2ヶ月ほどで販売量も価格も増加に転じている。しかしながら、こうした動向が、房産税改革による効果か、第III章2節で紹介した『新「国八条」』の政策（住宅ローンの頭金の引上げ、個人住宅譲渡に対する営業税の優遇取消等）がもたらす効果か、または季節的な販売のピークの終わりによる下落かは分からない。

図表III-14 上海市の実際販売戸数および平均販売価格の推移  
(2010年1月~2011年7月)



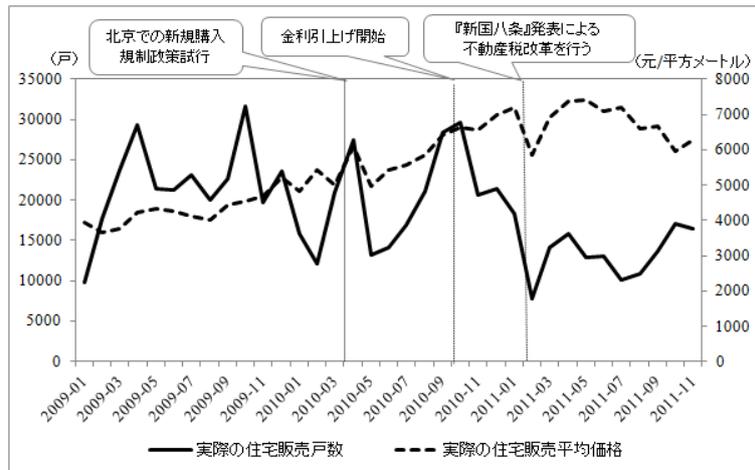
出所:中国不動産情報網・「固定資産投資および不動産開発統計」

次に、上海以外に房産税改革を行った、唯一の内陸に位置する直轄市重慶の不動産市場の動向をみる（図表III-15）。販売量について、2011年では前年同期と比べると下落傾向が見られる。一方、販売価格は全体的に上昇トレンドにあるが2011年4月から下落しつづける。

2010年4月に、『国八条』の公布および北京での新規購入規制政策の実施し始めた時点から、住宅の販売量も、販売価格も翌月には急落したものの、不動産市場の季節的なピークを迎え、販売量と販売価格両方とも回復し、2010年4月以前より高い水準となっている。2010年10月の季節的なピークが過ぎると、販売量は急激に縮小し政策実施前の同時期より低くなる。これは、金利の引き締めの影響も強いと考えられる。一方で、販売価格は『新「国八条」』の発表時点まで上昇傾向にある。

2011年1月末に、『新「国八条」』の発表によるさらに厳しい住宅価格抑制政策および不動産税の改革を実施した直後、一時的に販売量と販売価格は減少したものの、2011年3月には上昇傾向を示した。

図表III-15 重慶市の実際販売戸数および平均販売価格の推移  
(2009年1月~2011年11月)



出所:中国不動産情報網・「固定資産投資および不動産開発統計」

以上、2010年4月に発表された『国八条』による住宅価格抑制政策の実施、2010年10月に実施された、『国八条』による継続した金利の引上げと一部の大都市における新規購入規制政策、および2011年1月末に公表された、『新「国八条」』によるさらに厳しい住宅価格抑制政策、新規購入規制政策の実施範囲の拡大と同時に、上海と重慶市において実施された房産税改革という3時点をポイントとして、幾つかの代表的な都市における住宅市場の変化を見た。都市により政策発表の影響が観察されるまでの動向は異なっているが、傾向としては、2010年4月の『国八条』の発表による住宅価格抑制政策が実施時（第1段階）、いずれの都市においても一時的に販売量および販売価格の下落が示された。

次に、2011年1月末に『新「国八条」』の発表に伴うさらに厳しい規制が行われた時点においては、いずれの都市においても、販売量は前年同期と比べ大幅の減少傾向が確認できる。こうした不動産市場の変動が、特定の住宅価格抑制政策によってもたらされたのか、政策の組合せによる効果なのか、あるいは他の外部要因によって発生したものであるかは、グラフから判別することはできない。

## (2) 厳格な引締め政策が住宅価格を抑制する可能性について

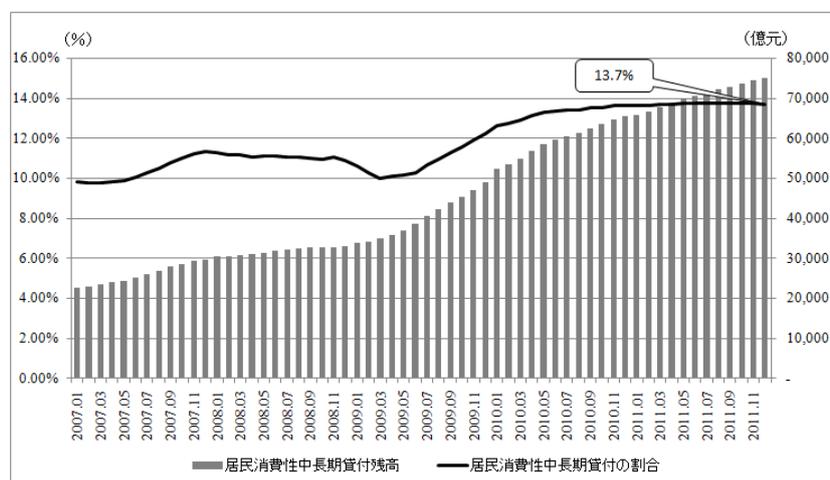
同じような不動産バブルを経験した日本では、1980年代のバブル期前後、住宅ローンを除いても、建設、不動産、ノンバンクからなる不動産関連3業種への融資だけで全体の25%を占めていた。特に多くの不動産関連融資が、当局の監督が届かない「住専」といったノンバンクを経由したことは、不動産バブルの膨張に拍車をかけた一方で、バブル崩壊後の不良債権問題を深刻化させたと指摘する研究者が多い。80年代後半、バブルの崩壊による銀行の不良債権問題が90年代で深刻になり、大手銀行、証券会社が相次いで破綻し、2000年前、金融機関の破綻件数は総計180となる<sup>40</sup>。また、同時に日本の金融機関の不良債権は世界の他の国と比べ、きわめて大規模であった、1998年度末に20.3兆円（名目GDP対比で4.1%）、1992年度以降の累積直接償却額を加算すると44.6兆円（名目GDP対比で9.0%）

<sup>40</sup> 『日本の不良債権問題と金融再生』第3回国際コンファレンス「金融の安定と金融部門の監督—過去10年の教訓と今後の対応—」平成19年2月

に達していた<sup>41</sup>と指摘されている。バブル崩壊後、日本政府が打出した9つの金融危機対策の国民負担額は約11兆1947億円と試算された<sup>42</sup>。不良債権の処理に巨額な公的資金と長い期間がかかり、それが景気の回復を遅らせてきた。

「中国経済熱点分析報告書」<sup>43</sup>によると、株式上場した16軒商業銀行<sup>44</sup>の2010年度有価証券報告書のデータに基づいて計算された不動産業界関連貸付残高が銀行貸付全体に占める割合は8.14%、住宅ローン関連貸付残高の割合は16.4%、二つ合わせて不動産業界に関連する貸付の割合は24.5%に達した。前述のバブル期の日本よりは低い水準である。全体的な住宅ローン貸付のデータを把握できないため、図表Ⅲ-16のように、人民銀行が公表した『金融機関の人民元貸付収支表』に基づいて、消費者貸付総額（中長期）を住宅ローンと見なして議論を進める。現在、消費者に対する中長期の貸付総額が銀行貸付全体に占める割合は13.7%である。また、図表Ⅲ-17は、2006～2010年の商業銀行における不動産関連業界の不良債権残高および不良債権率を示している。2006年から、いずれも減少傾向にあり不動産関係業界の不良債権率は2%程度である。

図表Ⅲ-16 消費者貸付総額（中長期）が金融機関貸付残高に占める割合の推移  
(2007年～2011年)



出所：中国人民銀行・「金融機関人民元預金および貸付収支表（部門別）」

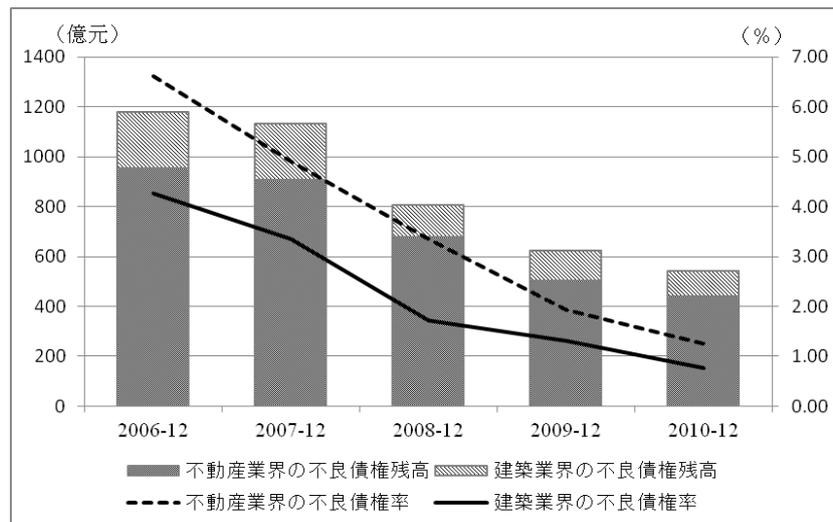
<sup>41</sup>翁邦雄・白川方明等『資産価格バブルと金融政策：1980年代後半の日本の経験とその教訓』日本銀行金融研究所「金融研究」2000.12 P272

<sup>42</sup>リチャード・佐々木雅也「日本の不良債権処理は失敗だったのか」『知的財産創造』2009年12月号

<sup>43</sup>北京银联投信顾问有限责任公司《上市银行房地产业务状况及近期形势》《中国经济热点分析报告》，2011年第13期（总第240期），P18-19

<sup>44</sup>16軒株式上場している商業銀行は、工商銀行、建設銀行、中国銀行、農業銀行、交通銀行、招商銀行、興業銀行、浦發銀行、民生銀行、中信銀行、光大銀行、シンセン發展銀行、華夏銀行、北京銀行、南京銀行、寧波銀行を含めている。

図表III-17 商業銀行における不動産業界および建築業界の不良債権状況  
(2006年～2010年)



出所:中国銀行業監督管理委員会・「商業銀行不良債権状況表」

## 第IV章 先行研究および分析手法

### 1. 先行研究

1998 年以来、中国不動産の市場化に伴い、不動産市場は順調に拡大しつつある。図表 II-7 と図 II-8 を見ると、特に、2004 年から、商品住宅の販売量と価格は 2007 年までに急成長したことが分かる。2008 年にリーマンショックによる世界の不況の影響を受け、一時的に後退したが、その後政府が行った金融緩和、公的投資等を含む景気刺激政策によって、2009 年から商品住宅の販売量も販売価格も改めて急増している。一部の都市における住宅価格の高騰は、実際に住宅取得を希望する世帯には大きな負担となるため、中央政府は、『国八条』および『新「国八条」』を発表し、それに準じて、各地方政府や人民銀行は 2010 年 4 月から、第 2 章で紹介した幾つかの抑制政策を実施し始めた。これらの政策の効果については多くの議論がある。

中国指数研究院が発表した『中国不動産市場 2011 年の情勢分析および 2012 年の展望』（《中国房地产市场 2011 年形势分析与 2012 年展望》）では、観察された 100 都市において、販売価格と販売量は全体的に下落していることから、それによって、不動産抑制政策が効いたことを指摘した。具体的に、新築住宅で見ると、2011 年 9 月から、観察された 100 都市の新築住宅販売価格は前月比で 3 ヶ月連続下落している。一部の大都市における主要な不動産会社の取り扱い物件の値下がりが目立っている。また、一部の大都市の販売量がかなりの低水準で推移している一方で、中小型都市はまだ高い販売量となっている。中古住宅の場合、2011 年 4 月から販売価格が下落した都市が増えており、10 月になると全体的に下落し始めた。1 月から 10 月まで、中古住宅の販売量は前年同期比で平均 31% 下がり、特に 9 月、10 月は 50% 程度の下落となっており、2008 年の低い水準となっている。さらに、一部の大都市において、販売対供給比は 1 を下回り 2008 年の最低値に近づいている。

また、房産税改革の効果に関して、宋歌（2011）は、上海市および重慶市で実施した房産税改革の内容についてまとめている。一部の個人が保有する住宅に対して房産税を徴収することによって、上海市と重慶市の不動産売買市場に影響を与えただけでなく、税負担の転嫁による賃貸市場や、他の実施しない都市等の関連市場にもたらす変化も注意すべきであると述べた。張・張・陳（2011）は、重慶市における房産税改革の課税対象は一戸建て住宅および高級マンションであるため、高級住宅の保有コストの増加によって需要を減少させ、さらに高級住宅の供給減少によって、一般住宅の供給を増加させる予測効果があるはずと指摘した。しかし、重慶市において、高級住宅の供給は元々少ないため、一般住宅の供給増加をもたらすかどうかは不明であると分析した。また、重慶市の実情で分析すれば、実需すなわち自己居住用住宅に對鵜する需要の割合が大きいため、不動産市場において上昇局面は変わらないと結論した。

しかし、これまでの議論は、基本的に 2010 年 4 月から、幾つかの抑制政策を実施した前後の不動産の販売量や、販売価格、新築面積等の変化によって政策の効果の評価したものである。これらの対策の実施効果に関する実証分析はまだ乏しい。中国の不動産に関する

る政策の効果について、実証分析を行った研究としては、徐・李（2007）がある。徐・李（2007）は、2004年から住宅価格の大幅な上昇に対して打出した抑制政策の効果について、TGARCHモデルを利用して、上海および北京における政策効果を分析した。結果としては、北京と上海の住宅市場は政策による抑制効果が認められ、上海は北京より効果が大きいという結論を出した。金海燕・任宏（2011）は、1999～2009年において、中央政府が実施した不動産に関する調整政策について、Z-Score方法を利用して、不動産市場全体にどのような影響があるかを分析した。結果としては、中国で不動産が市場化されて以来、政府による不動産市場に対する政策は頻繁に変化し、一貫性を持っていない等の原因により政策効果は明確ではない。また、現在の中国において、住宅促進政策は抑制政策より効果があることを指摘した。

リーマンショック以後一部の大都市における住宅価格の高騰に対して、『国八条』および『新「国八条」』に基づいて打出した抑制政策について、第Ⅱ章・2で金融政策、行政政策および租税政策を分けて紹介した。図表Ⅲ-10を見れば分かるように、全国に及んだ政策がある一方、一部の都市で限定して実施された政策もある。それは、新規住宅購入規制政策および房産税改革の2つの政策である。その中で、新規購入規制政策は住宅価格の上昇がより激しい都市に特定されており、住宅価格に含む「バブル」を抑制を目的とする政策であると考えられる。それに対して、房産税改革政策は、第Ⅱ章・3・（3）で述べたように、中国の不動産税制の根本的な改革を目的とすると考えられる。以下では、この2つの政策効果についてDID推定によって分析する。

## 2. 分析手法

### (1) DID推定について

本稿で用いる政策評価の手法は、Difference-in-Differences (DID) 推定である。前述の通り、本稿で検証する2つの政策はいずれも一部の都市で限定して実施された政策である。すなわち、政策は全国一律に行われたのではなく、政策が実施された都市と実施されない都市の両方が存在している。このような状況で、一部の都市で実施された特定の政策の効果を検証する際、DID推定は適切な方法と考える。以下では、DID推定について簡単に説明する<sup>45</sup>。

ある政策あるいはプログラムが第2期( $t=2$ )に導入され、第1期( $t=1$ )にはそのような政策は導入されていないとする。その政策あるいはプログラムに参加した人(グループ)をトリートメントグループと呼び、 $d=1$ と表示する。参加しなかった人(グループ)をコントロールグループと呼び、 $d=0$ と表示する。政策評価の対象となる結果は $y_{it}$ と表示され、 $j=1$ は政策あるいはプログラムに参加した場合、 $j=0$ は参加しなかった場合を表す。このような前提の下に、処置を施すことによる効果(処置効果: Treatment Effect=TE)を求めることを政策評価あるいはプログラム評価という。

政策評価の手法比較は図表Ⅳ-1を見ることでイメージできる。まず2期間のクロスセクション・データしか利用できないのであれば、政策に参加した人(グループ)と参加しな

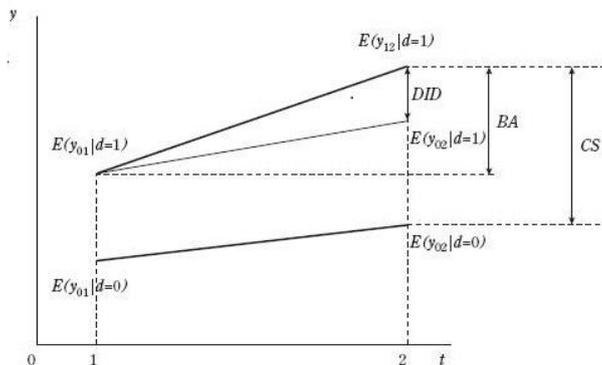
---

<sup>45</sup> DID推定手法に関しては、北村行伸「パネルデータの意義とその活用—なぜパネルデータが必要なのか」、『日本労働研究雑誌』, No. 551/June 2006, P6-16および Lee, Myoung-Jae (2005), *Micro-Econometrics for Policy Program, and Treatment Effects*, Oxford University Pressを参考にした。

かった人(グループ)の結果の差を見るしかその効果を計る方法はない。これはCross Section 推定と呼ばれ図表IV-1ではCSとして表されている。

$$CS = E(y_{12} | d = 1) - E(y_{02} | d = 0)$$

図表IV-1 DID 推定効果図



出所: 北村行伸「パネルデータの意義とその活用—なぜパネルデータが必要なのか」、図-2, 『日本労働研究雑誌』, No. 551/June 2006,

次に、政策参加者のみのデータしかない場合、比較グループの情報がないので、参加しなかった場合の結果が不明である。これはBefore and After 推定(図表IV-1にはBA) と呼ばれ、次のように定義できる。

$$BA = E(y_{12} | d = 1) - E(y_{01} | d = 1)$$

これは、図表IV-1 からわかるように不参加者であっても、第1期から第2期への間に結果が変化することがある。これはマクロ経済の状況によって、所得が上昇するケースに相当する。これも特定の政策やプログラムでは、対応できないマクロ経済上の変化であり、その影響を取り除いて処置効果を評価しなければならない。そこで考えられた手法が Difference-in-Difference 推定(DID) で、次のように定義することができる。

$$\begin{aligned} DID &= E(y_{12} - y_{02} | d = 1) = E(y_{12} - y_{01} | d = 1) + E(y_{01} - y_{02} | d = 1) \\ &= E(y_{12} - y_{01} | d = 1) - E(y_{02} - y_{01} | d = 0) \end{aligned}$$

式の展開から明らかのように、政策に参加した人が参加しなかった時に第2期に経験するであろう結果は実現した値ではなく、仮想現実(counterfactuals)である。問題はいかにこの仮想現実の結果をうまく導くかということにかかっているが、ここでは、参加しなかった人が第1期から第2期にかけて結果を変化させた分は、政策に参加しなくても上昇(下落)する分としてBA 推定からさらに差し引くということをしている。

本研究で関心があるのは、中国一部の都市にのみ実施された新規住宅購入規制政策あるいは房産税改革政策の導入が、不動産市場にどのような影響を与えたかである。したがって、検証したいのは、新規住宅購入規制政策あるいは房産税改革政策が実行された一部の都市における特定の不動産住宅価格抑制政策の効果(TE)である。分析地域において、政策が実行されたグループはトリートメントグループ (Treatment Group)、一方には2種類の政策が一切実行されない都市はコントロールグループ (Control Group) と分ける。

図を用いて説明すると、政策の目標とされる潜在的なアウトプット変数は、以下の3種類が考えられる。

$y_{01}$  : 政策実施前 (t=1) のアウトプット変数の値

$y_{12}$  : 政策実施した都市 (トリートメントグループ) における政策実施後 (t=2) のアウトプット変数の値

$y_{02}$  : 政策実施しない都市 (コントロールグループ) における政策実施後 (t=2) のアウトプット変数の値

ここで、政策実施した地域に含まれると1、そうでないと0となるインディケータ変数 $d$ を導入すると、TEは

$$TE = E(y_{12} - y_{02} | d = 1)$$

と表現される。すなわち、政策対象地域であることを条件として、政策が実施された場合のアウトプット  $y_{12}$  とされなかった場合のアウトプット  $y_{02}$  の差を、政策効果として捕らえる。なお、 $E(\cdot)$  は期待値を表す。実際には、政策が実施された地域において、政策が実施されなかった場合のアウトプットは観測できないため、分析に際してはある仮定が必要となり、この仮定が満たされる時DIDはTEに等しくなる。

政策実施後に得られるアウトプット変数  $y_2$  は、以下のように表すことができる。

$$y_2 = d y_{12} + (1-d) y_{02}$$

さらに、 $\partial$  は政策後の測定値であれば、 $\partial = 1$ 、政策前の測定値であれば  $\partial = 0$  とするようなインディケータ変数だとすると、観測されるアウトプット変数  $y$  は、以下のように示される。

$$y = \partial y_2 + (1-\partial) y_1 = \partial (d y_{12} + (1-d) y_{02}) + (1-\partial) y_1$$

このとき、DIDは以下のように定義される。

$$\begin{aligned} DID &= [E(y | d = 1, \partial = 1) - E(y | d = 1, \partial = 0)] - [E(y | d = 0, \partial = 1) - E(y | d = 0, \partial = 0)] \\ &= E(y_{12} - y_1 | d = 1) - E(y_{01} - y_1 | d = 0) \end{aligned}$$

$E(y_{12} - y_1 | d = 1)$  は、上述のように、アウトプット変数の期待値の時間による影響であるの対し、 $E(y_{01} - y_1 | d = 0)$  は、時間と政策効果の影響を表すため、この2つの期待値の差分をとることで、政策効果の影響だけを抽出できると考えられる。

このとき、政策の対象にならなかったとき、時間の経過による変化が2つのグループ間で等しいという仮定、

$$E(y_{12} - y_1 | d = 1) = E(y_{01} - y_1 | d = 0)$$

を導入すれば、DIDは以下のようにかける。

$$\begin{aligned} DID &= E(y_{12} - y_1 | d = 1) - E(y_{02} - y_1 | d = 1) + [E(y_{12} - y_1 | d = 1) - E(y_{12} - y_1 | d = 0)] \\ DID &= E(y_{12} - y_1 | d = 1) - E(y_{02} - y_1 | d = 1) = E(y_{12} - y_{02} | d = 1) = TE \end{aligned}$$

すなわち、政策が実施されなければアウトプット変数が時間的な変化を起こさない場合、

あるいは起こしたとしても、2地域間でその変化の程度が等しいときに、DIDはTEと等しくなる。また、この手法においては、参加者と不参加者のアウトプット $y_{it}$ は、互いに独立に決定されるという仮定が課されている。政策前の両者の差を測定しておき、「政策実施後の差-政策実施前の差」を政策効果の推定量として得るのが、DID推定量である。DID自体は、上の式のような単純平均の差を用いて推定される。また、以下のような単純な回帰式の $\beta_3$ と等しくなる。

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 dp_{it} + \beta_2 dt_{it} + \beta_3 dp_{it} dt_{it} + v_{it}$$

具体的に、 $dp_{it}$ は政策実施するかどうかのダミー変数を表し、推定を行う際、実施する場合は1、実施しない場合は0となる。 $dt_{it}$ は政策の実施時間のダミー変数であり、政策実施前は0、政策実施後1となる。 $dp_{it} * dt_{it}$ は政策実施のダミー変数が実施時間のダミー変数の交差項、「政策実施後の差-政策実施前の差」を表し、推定される $\beta_3$ 政策効果項として認識される。各推定量の表す意味を下表でまとめている。

図表IV-2 DID推定量

	政策実施前	政策実施後	Differ (実施前後の差)
実施した地域	$\beta_0 + \beta_2$	$\beta_0 + \beta_1 + \beta_2 + \beta_3$	$\beta_1 + \beta_3$
実施しない地域	$\beta_0$	$\beta_0 + \beta_1$	$\beta_1$
Differ (グループの差)	$\beta_2$	$\beta_2 + \beta_3$	$\beta_3$

すなわち、本稿では、最も関心のある変数は政策効果項と呼ばれる $\beta_3$ である。

## (2) 分析に用いるデータ

本稿の分析に用いた被説明変数のデータは、2009年3月～2011年10月における、中国統計局「70個大中型都市の住宅販売価格指数」統計により得られた新築住宅販売価格指数および中古住宅販売価格指数である。具体的に、住宅価格は各用途における実際の物件販売価格を政府が集計したものであるが指数自体は発表されず、前期比・前月比の伸び率のみが開示される。本稿では、前月比のデータを用いており、この指数の変動が政策効果を測る指標として使用される。

## 第V章 実証分析および結果

### 1. 新規住宅購入規制政策の実施効果

#### (1) 分析対象および政策効果の符号条件

本稿における分析対象について、図表Ⅱ-4で示した通り、2011年10月まで、新規住宅購入規制政策を実施した45都市である。その中に、「70個大中型都市の住宅販売価格指数」の調査対象<sup>46</sup>となる都市数、すなわちトリートメントグループに含まれる都市の数は39である。また、実施した都市の新規住宅購入規制政策の導入時期により、トリートメントグループを3段階に分類できる。

北京市は、2010年4月の『国八条』の発表により、大都市の代表として先行的に政策が実施された。したがって、北京は第1段階で実施した都市とし、トリートメントグループ1となる。続いて、2010年9月、国務院は『不動産市場の監督工作に関する通知』を公表し、購入規制の範囲は住宅価格が高騰した大都市まで拡大された。2010年9月前後、深セン、上海等の14都市は第2段階で実施した都市と捉えられ、トリートメントグループ2とする。最後に、2011年1月26日、『国八条』を公表後、住宅購入規制政策の実施範囲をさらに拡大した。2010年3月前後、鄭州、武漢等の省都都市および一部の不動産価格の高騰が認められる都市、23都市<sup>47</sup>が第3段階で政策を実施した都市であり、トリートメントグループ3となる。

一方、「70個大中型都市の住宅販売価格指数」の統計対象になる都市において、新規住宅購入規制政策および房産税改革政策をいずれも実施しない都市の数は30であり、コントロールグループとして分類する。

具体的な分析対象都市の情報は図表V-1のように示される。

図表V-1 分析対象地域一覧

分析対象地域	
第一段階実施(1) トリートメントグループ1	北京
第二段階実施(14) トリートメントグループ2	深セン、厦門、上海、寧波、福州、杭州、南京、温州、天津、海口、広州、大連、三亜、蘭州
第三段階実施(23) トリートメントグループ3	鄭州、昆明、武漢、太原、石家莊、青島、無錫、徐州、合肥、済南、金華、貴陽、ハルビン、長春、瀋陽、長沙、南寧、南昌、西安、ウルムチ、銀川市、フフホト、成都
実施しない(30) コントロールグループ	唐山、秦皇島、包頭、丹東、錦州、吉林省、牡丹江、揚州、蚌埠、アンチン、泉州、九江、カンチョウ、煙台、済寧、洛陽、平頂山、宜昌、襄樊、岳陽、常德、惠州、湛江、韶関、桂林、北海、瀘州、

出所：網易・「全国限購都市全名單」[http://gz.house.163.com/special/gz\\_xgt/#q2](http://gz.house.163.com/special/gz_xgt/#q2)

さらに分かりやすくするために、各トリートメントグループに所属する都市を、図表V-2<sup>48</sup>で示した。

<sup>46</sup> 「70個大中型都市の住宅販売価格指数」の統計対象都市の情報は Appendix をご参考ください。

<sup>47</sup> その中に、西寧市は2011年8月から実施し始めたため、トリートメントグループ3にも、コントロールグループにも含めず分析対象から排除した。

<sup>48</sup> 中国のウェブサイト網易における『全国限購都市分布図』による筆者作成。

図表 V-2 新規住宅購入規制政策が実施した都市一覧



\*注:★は第一段階で実施した都市を表している。  
▲は第三段階で実施した都市を表している。  
●は第三段階で実施した都市を表している。

出所:新規住宅購入規制政策の資料に基づいて筆者作成

第2段階で新規住宅購入規制政策を実施した都市は、基本的に東南沿海に分布している。第2段階で実施した都市において、唯一内陸に所在する都市は蘭州であるが、政策を実施した要因としては、は不動産価格の大幅上昇ではなく、西部および北部の都市代表として試行する意味合いが強い。一方、第3段階で実施した都市については政治的な要因が強くなり、急激な不動産価格の上昇が認められた都市以外、チベット以外の各省政府所在都市（中国では、「省都」と呼ばれる）が新規住宅購入規制政策を導入した。ここでは、各トリートメントグループおよびコントロールグループについて、マクロ経済、不動産市場の状況、財政および都市住民生活の4つの面で、統計指数の記述統計量<sup>49</sup>を示す。

[http://gz.house.163.com/special/gz\\_xgt/#q2](http://gz.house.163.com/special/gz_xgt/#q2)、

<sup>49</sup>トリートメントグループ3およびコントロールグループに所属する一部の都市については、商品住宅施工完成面積-＊一般住宅、および不動産会社年購入土地面積のデータが得られていない。

図表 V-3 分析対象となる各グループの記述統計量

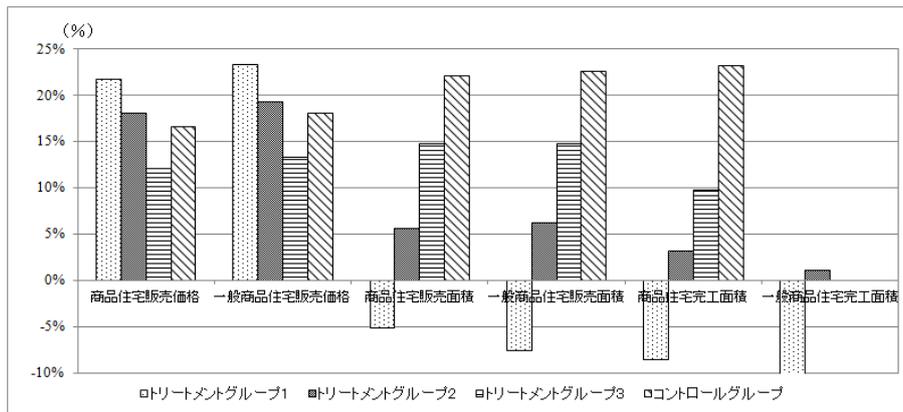
項目	単位	トリートメントグループ1			トリートメントグループ2			トリートメントグループ3			コントロールグループ			
		2005~2010年平均	2005~2010年平均成長率	2010が2005より成長率										
不動産市場	商品住宅販売価格	元	11,770.0	21.8%	162.0%	7,069.3	18.1%	123.0%	3,674.9	12.1%	78.6%	2,456.3	16.7%	110.8%
	*一般住宅	元	11,037.0	23.3%	178.3%	6,965.9	19.3%	137.0%	3,482.9	13.3%	89.9%	2,280.7	18.1%	124.3%
	商品住宅販売面積	万平方米	2,207.5	-5.1%	-47.5%	942.1	5.6%	9.5%	733.7	14.8%	85.0%	205.4	22.1%	144.2%
	*一般住宅	万平方米	1,812.2	-7.5%	-57.5%	830.0	6.2%	1.1%	672.8	14.9%	84.8%	186.1	22.6%	152.1%
	商品住宅施工完成面積	万平方米	2,913.3	-8.5%	-36.7%	844.30	3.23%	8.85%	712.28	9.78%	49.23%	291.1	23.2%	155.3%
	*一般住宅	万平方米	1,900.0	-10.9%	-47.3%	656.25	1.16%	-5.33%						
	不動産会社年度購入土地面積	万ヘクタール	627.9	18.9%	11.0%	297.3	13.4%	10.2%	394.0	20.0%	60.4%			
	当年度不動産へ投資額	億元	2,064.7	14.2%	90.2%	470.1	16.5%	139.7%	232.0	28.7%	208.9%	56.0	40.4%	323.6%
マクロ経済	GDP(名目)	億元	10,386.0	15.2%	102.5%	4,055.5	16.4%	114.5%	2,216.4	18.5%	129.2%	1,051.1	19.8%	142.3%
	一人当たりGDP(名目)	元	62,085.5	10.6%	65.1%	49,553.4	13.0%	85.1%	34,132.0	16.3%	108.8%	22,488.6	17.3%	114.6%
	外国直接投資額	億米ドル	52.9	13.0%	80.5%	33.1	14.5%	140.3%	11.4	31.4%	201.1%	41,765.1	35.9%	287.2%
公共財政	一般地方財政収入	億元	2,149.5	31.2%	278.3%	487.0	20.9%	161.0%	153.5	24.7%	190.8%	54.1	26.3%	207.5%
	一般地方財政支出	億元	2,317.2	29.7%	257.4%	505.6	22.7%	179.7%	209.4	26.0%	211.7%	105.4	28.8%	247.5%
住民生活	都市住民年平均可処分所得	元	23,359.3	10.5%	64.7%	19,831.6	11.7%	74.3%	14,615.0	15.2%	80.1%	12,788.5	15.1%	81.5%
	都市住民年平均消費支出	元	16,281.0	8.6%	50.5%	14,067.2	11.5%	68.9%	10,336.9	14.3%	61.5%	9,598.4	14.6%	77.5%
	都市労働者年平均給料	元	49,925.2	14.0%	92.1%	33,223.8	12.0%	76.8%	27,847.1	14.2%	87.8%	22,459.9	15.1%	92.4%

出所:中国各省、自治区および直轄市の2006年~2010年における統計年鑑データ

トリートメントグループとコントロールグループの名目値を比較すると、いずれの統計指数でも、トリートメントグループ1、2、3、コントロールグループの順位で小さくなる。一方、成長率で見ると、不動産市場以外のマクロデータにおいて、コントロールグループの伸び率が一番高い。また、トリートメントグループにおいて、グループ2(第2段階の都市)およびグループ3(第3段階都市)を比較すれば、2つのグループの間で経済規模や不動産市場の状況が非常に異なることが分かる。

図表 V-4は各グループに所属する都市の2005年~2010年における住宅販売価格の年平均成長率を表している。

図表 V-4 各グループの住宅販売価格、面積および着工面積の年平均成長率(2005~2010年)

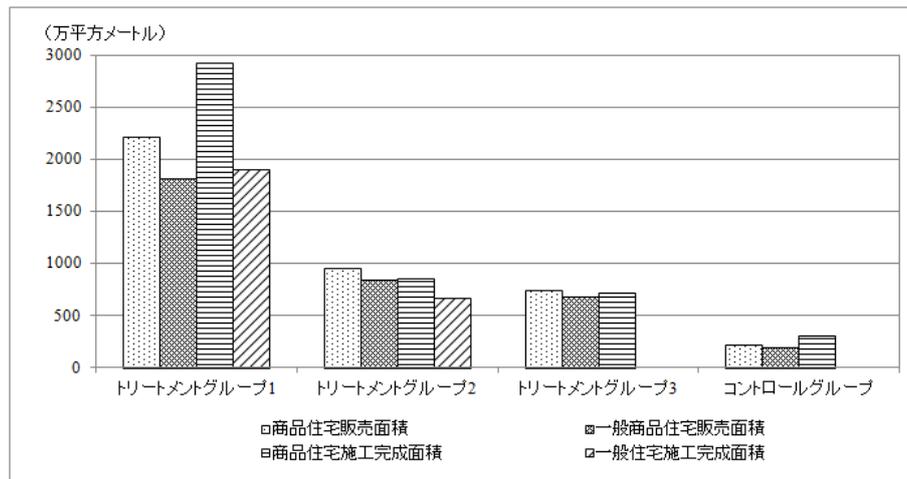


出所:中国各省、自治区および直轄市の2006~2010年における統計年鑑データ

商品住宅販売価格以外、年販売面積や、着工面積の伸び率について見ると、いずれの年平均成長率はコントロールグループが一番高く、次はトリートメントグループ3である。それに対して、トリートメントグループ2は低い水準に留まり、トリートメントグループ1は

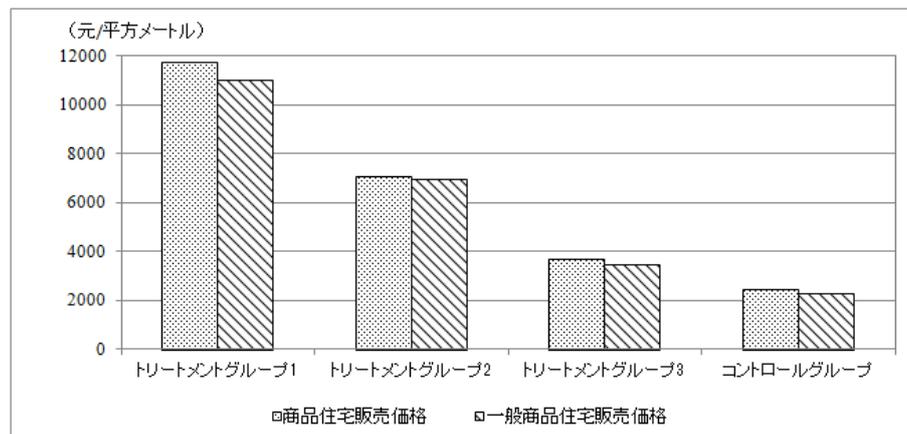
マイナスの成長である。それは、トリートメントグループ1および2に所属する都市は、不動産市場の発展がより早く、都市における土地の商品住宅地とする開発ピークは既に過ぎて、現在まで既に一定高水準の成長を果したため、成長が鈍化している可能性があると考えられる。トリートメントグループ3及コントロールグループに属する都市に関しては、2005年から現在までが開発ピークを迎える成長期と認識できるだろう。しかし、販売価格の伸びについて、トリートメントグループ1および2は、販売面積や着工戸数の伸び率が低水準に留まる一方、価格の高騰幅が大きい。

図表 V-5 各グループの平均販売面積、着工面積(名目値)  
(2005~2010年)



出所: 中国各省、自治区および直轄市の 2006 年~2010 年における統計年鑑データ

図表 V-6 各グループの平均住宅価格(名目値)  
(2005~2010年)



出所: 中国各省、自治区および直轄市の 2006 年~2010 年における統計年鑑データ

図表 V-5と図表 V-6は各グループの住宅の販売面積、着工面積の名目値および販売価格を示している。図から分かるように、各グループの間に大きな違いがあり、トリートメントグループ1と比較すると、トリートメントグループ2の販売面積および、着工面積(図表 V-5)はトリートメントグループ1の約2分の1であるが、販売価格(図表 V-6)はトリートメントグループの70%である。トリートメントグループ3の販売面積および着工面積(図表 V-5)はグループ2と同程度であるが、販売価格(図表 V-6)はグループ2の半分しかない。したがって、若し北京の不動産市場においてバブルが発生する可能性が高い

と考えると、トリートメントグループ2の住宅価格における需要および供給との不均衡がさらに深刻と考えられるだろう。コントロールグループについては、伸び率（図表V-4）が高い一方、商品住宅販売面積および着工面積（図表V-5）が未だ低い水準である。それは市場の発展がより遅れていることや都市規模に関係があると考えられる。

一方、トリートメントグループ3に所属する都市について、着工面積と販売面積の名目値（図表V-5）はトリートメントグループ2とほぼ同じであるが、販売価格（図表V-6）はまだ半分までいかない。また伸び率（図表V-4）で見ても、価格の伸び率は着工面積と販売面積の伸び率よりも低い一方、販売面積の伸び率が着工面積より高い傾向がある。トリートメントグループ2と比較すると、価格の上昇は緩やかであり成長の余地を残していると考えられる。

新規住宅購入規制政策は、各地域政府が打ち出した住宅価格抑制政策の行政政策であり、一部の住宅購入条件を満たさない消費者を強制的に市場から排除し、過剰な投資需要を抑制し、居住需要だけを市場に残すために実施した政策と考える。すなわち、過剰な投資需要の減少により、市場均衡価格、いわゆるファンダメンタルズ価格へ回帰させる目的である。したがって、DIDを行った結果を考えると、政策効果項 $\beta_3$ がマイナスの結果を期待できるはずである。逆に、市場に過剰需要がない場合、あるいは不動産バブルが発生していない場合、 $\beta_3$ は有意に推定されないと考えられる。したがって、先の分析によると、トリートメントグループ1と2の政策実施効果について、政策効果項 $\beta_3$ の予想値はマイナスに予想される一方、トリートメントグループ3の実施効果は有意に推定されない可能性がある。

## (2) 分析期間および用いるデータ

さらに、公表データにおいて、実際の不動産販売価格を把握しにくいいため、本稿は住宅販売価格指数を市場価格の指標として使っている。また、新築および中古住宅の価格変動について分析を行う。分析となる期間については、政策を実施した前後、当該統計指数が公表された最大の期間を利用し、共に32ヶ月である。

図表V-7は、各トリートメントグループとコントロールグループの記述統計量<sup>50</sup>を示している。

<sup>50</sup>各グループの被説明変数の平均を取りまとめている。また、網掛けの部分は各トリートメントグループにおける新規購入規制政策の実施期間を表している。

図表V-7 各グループの被説明変数の記述統計量

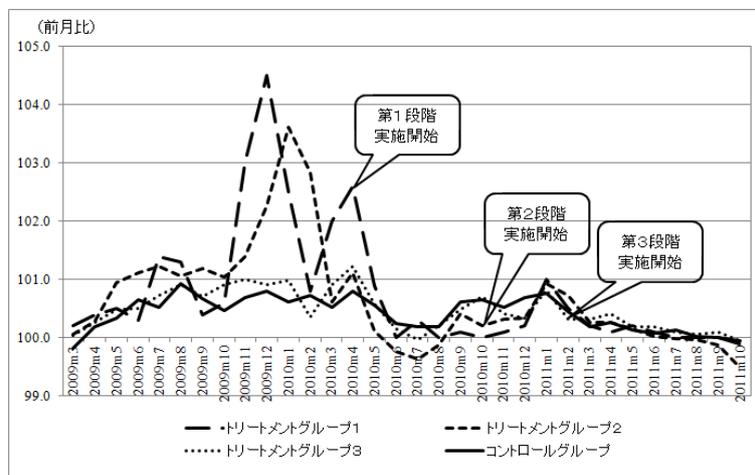
	新築住宅販売価格指数				中古住宅販売価格指数			
	トリートメントグループ1	トリートメントグループ2	トリートメントグループ3	コントロールグループ	トリートメントグループ1	トリートメントグループ2	トリートメントグループ3	コントロールグループ
2009m3	100.2	100.1	100.0	99.8	99.9	100.4	100.2	99.9
2009m4	100.4	100.3	100.3	100.2	100.1	100.7	100.5	100.1
2009m5	100.5	100.9	100.5	100.3	99.8	101.1	100.3	100.2
2009m6	100.3	101.1	100.5	100.7	100.2	101.5	100.4	100.3
2009m7	101.4	101.2	100.7	100.5	100.2	101.5	100.5	100.6
2009m8	101.3	101.1	100.9	100.9	100.2	101.1	100.6	100.7
2009m9	100.4	101.2	100.7	100.7	100.1	100.7	100.6	100.7
2009m10	100.6	101.0	100.9	100.5	99.9	100.7	100.6	100.5
2009m11	103.0	101.4	101.0	100.7	101.3	100.7	100.5	100.6
2009m12	104.5	102.3	100.9	100.8	101.5	101.3	100.7	100.6
2010m1	102.5	103.6	101.0	100.6	100.5	103.2	100.6	100.4
2010m2	100.8	102.8	100.4	100.7	99.8	101.8	100.2	100.4
2010m3	102.0	100.6	100.9	100.5	101.2	101.2	100.8	100.6
2010m4	102.6	101.1	101.2	100.8	102.9	101.4	100.8	100.5
2010m5	100.9	100.1	100.6	100.6	98.4	99.2	100.2	100.1
2010m6	100.0	99.8	100.2	100.2	99.1	99.0	99.9	100.0
2010m7	100.3	99.6	100.0	100.2	99.5	99.9	100.1	100.3
2010m8	100.0	99.9	100.2	100.2	99.8	100.1	100.2	100.3
2010m9	100.1	100.4	100.5	100.6	100.3	101.1	100.4	100.5
2010m10	100.0	100.2	100.7	100.7	100.1	100.2	100.4	100.5
2010m11	100.1	100.3	100.4	100.5	100.4	100.2	100.3	100.3
2010m12	100.2	100.3	100.3	100.7	100.3	100.6	100.4	100.4
2011m1	101.0	100.9	100.8	100.8	100.3	100.5	100.5	100.8
2011m2	100.5	100.7	100.3	100.5	100.4	100.5	100.3	100.3
2011m3	100.2	100.3	100.3	100.2	99.9	99.7	100.2	100.3
2011m4	100.1	100.3	100.4	100.3	100.1	99.8	100.3	100.1
2011m5	100.2	100.1	100.2	100.1	99.8	99.8	100.1	100.1
2011m6	100.1	100.0	100.2	100.1	99.9	99.9	100.1	100.1
2011m7	100.0	100.0	100.1	100.1	100.1	99.8	100.1	100.1
2011m8	100.0	100.0	100.1	100.0	100.0	99.8	100.0	100.0
2011m9	100.0	99.9	100.1	100.0	99.6	99.7	100.0	100.0
2011m10	99.9	99.5	99.9	100.0	99.5	99.4	99.8	100.0

\*注: 色塗りは、新規住宅購入規制政策を実施した時間を表している。すなわち、時間ダミーは1になる期間である。

出所: 中国統計局「70個大中型都市の住宅販売価格指数」により筆者作成

図表V-8と図表V-9は分析期間において、各トリートメントグループおよびコントロールグループの新築と中古住宅販売価格指数の平均値の推移を表している。

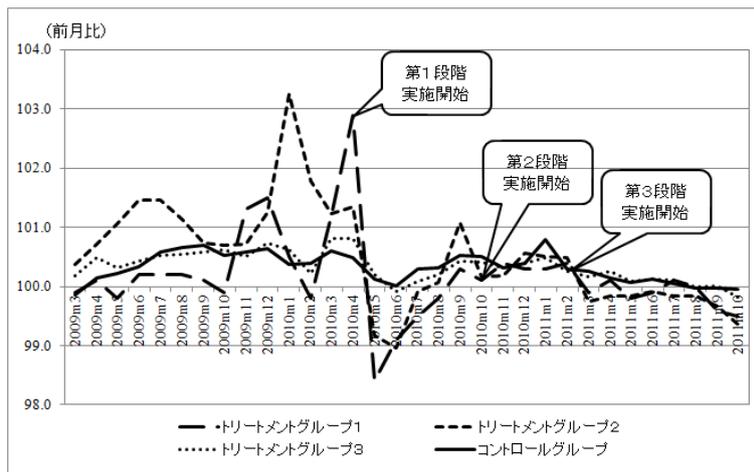
図V-8 新築住宅販売価格指数(前月比)の各グループ平均値の推移  
(2009年3月～2011年10月)



出所：中国統計局・「70個大中型都市の新築住宅販売価格指数統計」

全体で見ると、新築住宅販売価格指数は、分析期間においてトリートメントグループ1と2は、ほぼ同じような変動傾向があり、トリートメントグループ3とコントロールグループの変動が似ている。また、2009年11月～2010年6月の間に、価格指数の変動が激しい、すなわち、新規住宅購入規制政策試行の直前後、不動産市場は政策試行の影響を受け、大都市における新築住宅指数が敏感的に反応していると考えられる。2010年6月以後は減少傾向も見られる。それに、第1段階実施（2010年4月）から第2段階（2010年10月）実施までの半年、住宅価格が急落し、一時的な低迷に陥っていることがわかる。ただし、第2段階（2010年10月）から第3段階（2011年2月）までの間に、トリートメントグループも、コントロールグループも小幅な上昇傾向が見られている。その後、2011年1月の『新「国八条」』の影響を受け、第3段階の政策実施により新築住宅価格指数が緩やかに下落しつつある。したがって、新規購入規制政策は各段階の実施対象となる都市に影響を与えるだけでなく、実施されるかもしれないという情報が市場にシグナルとなって影響する可能性が十分考えられるため、まだ実施しない都市の不動産市場にもマイナスの影響が現れる可能性がある。

図表 V-9 中古住宅販売価格指数(前月比)の各グループ平均値の推移  
(2009年3月～2011年10月)



出所：中国統計局・「70個大中型都市の中古住宅販売価格指数統計」

中古住宅価格指数の方は、分析期間において、第1段階と第2段階で実施した都市の指数変動が大きい一方、トリートメントグループ3とコントロールグループに所属する都市はほぼ同じように緩やかな変動傾向である。トリートメントグループ1と2はピークについて3ヶ月ぐらいの時間差があるが、第1段階での試行開始した直後、何れも価格が下落している。また、第2段階実施開始まで少し回復するが、第2段階の実施により改めて下落し始め、第3段階実施開始から、さらに緩やかではあるが下落する傾向が分かる。したがって、新築と同じように、新規購入規制政策は各段階実施する都市に影響を与えるだけでなく、まだ実施していない都市の住宅価格に影響を与える可能性も考えられる。

(3) DID 分析の結果

① ベーシック結果

- i. 新規住宅購入規制政策の第1段階での実施効果

図表V-10は第1段階で新規購入規制政策導入した都市をトリートメントグループとしての効果を示している。

すなわち、トリートメントグループは北京、コントロールグループは新規購入規制政策および房産税改革政策を何れも実施しない30都市である。

図表V-10 新規住宅購入規制政策が第1段階での実施効果に関するDID推定結果

⇒ ベーシック結果:

第1段階の実施効果(2010年4月実施開始)			
(Treatment Group: 1 Control Group:30)			
	被説明変数		
	新築住宅販売価格指数		中古住宅販売価格指数
$\beta_1$ (政策ダミー)	0.8438 (0.1882)	***	-0.0697 (0.1788)
$\beta_2$ (時点ダミー)	-0.1941 (0.0439)	***	-0.1876 (0.0417)
$\beta_3$ (政策効果項)	-0.8565 (0.2443)	***	-0.1529 (0.2320)
$\beta_0$ (定数項)	100.5331 (0.0338)	***	100.4313 (0.0321)
Adjusted R-squared	0.042		0.0212
サンプル数: 992			

\*注:

- ① 括弧の中は Standard Error を表している。
- ② \*, \*\* および \*\*\* はそれぞれに 10%、5%、および 1% の有意水準を表している。
- ③ 標準誤差については、White による修正を行っている。

新築住宅販売価格指数を被説明変数とする場合、すべての係数は有意に推定されており、特に、政策効果項の符号は負に推定されている。しかし、中古住宅販売価格指数を被説明変数とする場合、すべての係数の符号は負に推定されたが、政策効果項は有意に認められない。それによって、新規住宅購入規制政策の第1段階での実施について、新規住宅の販売価格に抑制効果がある一方、中古住宅に対する効果を確認できなかった。

## ii. 新規住宅購入規制政策の第2段階での実施効果

図表V-113は第2段階で新規購入規制政策導入した都市をトリートメントグループとしての効果を示している。すなわち、トリートメントグループは深セン、上海等14都市であり、コントロールグループは新規購入規制政策および房産税改革政策を何れも実施しない30都市である。

図表 V-11 新規住宅購入規制政策が第2段階での実施効果に関するDID推定結果

⇒ ベーシック結果:

第2段階の実施効果(2010年10月実施開始)  
(Treatment Group: 14 Control Group:30)

	被説明変数	
	新築住宅販売価格指数	中古住宅販売価格指数
$\beta_1$ (政策ダミー)	0.475063 (0.0931) ***	0.422982 (0.0865) ***
$\beta_2$ (時点ダミー)	-0.204467 (0.1460) **	-0.166518 (0.0766) **
$\beta_3$ (政策効果項)	-0.576967 (0.1460) ***	-0.629173 (0.1358) ***
$\beta_0$ (定数項)	100.5009 (0.0525) ***	100.3875 (0.0488) ***
Adjusted R-squared	0.0386	0.0398

サンプル数: 1408

\*注:

- ① 括弧の中は Standard Error を表している。  
 ② \*, \*\* および \*\*\* はそれぞれに 10%、5%、および 1% の有意水準を表している。  
 ③ 標準誤差については、Whitel による修正を行っている。

新築および中古住宅販売価格指数のいずれも被説明変数とする場合、すべての係数の符号は有意に推定されており、特に政策効果項は負に推定されている。それによって、新規購入規制政策は第2段階で実施した都市に対して、明確な抑制効果があることを確認できた。また、新築住宅価格指数を被説明変数とする場合、図表 V-10 で示している第1段階における北京を対象都市とした政策の影響より小さな影響となっている。

なお、上海については、新規住宅購入規制政策および房産税改革政策を同時実施した都市であるため、純粋な新規購入規制のみの効果を抽出することが出来ない。そこで、上海を除いて改めて DID 推定を行い、結果は図表 V-12 で示している。

図表 V-12 新規住宅購入規制政策の第2段階の実施効果に関するDID推定結果  
(第2段階: 上海を除く)

⇒ ベーシック結果:

第2段階の実施効果(2010年10月実施開始)  
(Treatment Group: 13(上海を除く) Control Group:30)

	被説明変数	
	新築住宅販売価格指数	中古住宅販売価格指数
$\beta_1$ (政策ダミー)	0.5121 (0.0963) ***	0.4424 (0.0893) ***
$\beta_2$ (時点ダミー)	-0.2045 (0.0831) **	-0.1665 (0.0770) **
$\beta_3$ (政策効果項)	-0.6221 (0.1511) ***	-0.6652 (0.0140) ***
$\beta_0$ (定数項)	100.5009 (0.0529) ***	100.3875 (0.0491) ***
Adjusted R-squared	0.0406	0.0408

サンプル数: 1376

\*注:

- ① 括弧の中は Standard Error を表している。  
 ② \*, \*\* および \*\*\* はそれぞれに 10%、5%、および 1% の有意水準を表している。  
 ③ 標準誤差については、Whitel による修正を行っている。

上海をトリートメントグループから除く場合、含む場合（図表V-11）の推定結果と変わらず、すべての係数は有意に推定された。特に、新築および中古住宅販売価格指数を被説明変数とする場合、政策効果項の符号は負に推定され、また、上海を含む場合の結果より大きくなる。したがって、第2段階で実施した都市に対して、抑制効果があると言えるだろう。

### iii. 新規住宅購入規制政策の第3段階での実施効果

2011年1月26日の『新「国八条」』が通達された後、住宅購入規制政策が一部の大都市だけでなく、中型都市においても実施されはじめ、実施範囲は各省にまで拡大した。図表V-13は第3段階で新規購入規制政策導入した都市をトリートメントグループとした効果を示している。すなわち、トリートメントグループは鄭州、青島等各省の省都および不動産価格の高騰が認識された23都市であり、コントロールグループは引き続き新規購入規制政策および房産税改革政策の何れも実施しない30都市である。

図表V-13 新規住宅購入規制政策の第3段階での実施効果に関するDID推定結果

⇒ ベーシック結果:

第3段階の実施効果(2011年2月実施開始)				
		(Treatment Group: 23) Control Group: 30)		
		被説明変数		
		新築住宅販売価格指数	中古住宅販売価格指数	
$\beta_1$	0.0570		0.0301	
(政策ダミー)	(0.0356)		(0.0357)	
$\beta_2$	-0.4260	***	-0.3321	***
(時点ダミー)	(0.0469)		(0.0470)	
$\beta_3$	0.0060		-0.0335	
(政策効果項)	(0.0711)		(0.0714)	
$\beta_0$	100.5243	***	100.4029	***
(定数項)	(0.0234)		(0.0235)	
Adjusted R-squared	0.0788		0.0523	
サンプル数: 1696				

\*注:

- ① 括弧の中は Standard Error を表している。
- ② \*, \*\* および \*\*\* はそれぞれに 10%、5%、および 1% の有意水準を表している。
- ③ 標準誤差については、White による修正を行っている。

新規住宅購入規制政策の第3段階での実施効果は第1段階の導入と、第2段階の実施効果と大きく違い、政策効果項はいずれの場合でも有意に推定されなかった。また、中古住宅価格指数を被説明変数とする場合、政策効果項は負である一方、新築の場合は正でゼロに近くに推定されている。それによって、第3段階で実施した都市に対して、新規購入規制政策は住宅販売価格に対して抑制効果はないと考える。また、時点ダミーの係数は負で有意に推定されており、政策実施した前に、コントロールグループ（政策を実施しない都市）の住宅販売指数はトリートメントグループ（政策を実施する都市）より大きいことが分かる。

## ② 都市の特性を考慮した上の DID 結果

これまでの推定モデルでは、政策が実施されなければ、アウトプット変数が時間的な変化をしない場合、あるいは政策とは異なる外生的な要因によって変化したとしても、2地域間でその変化の程度が等しいという仮定を前提とした結果である。すなわち、例えば、

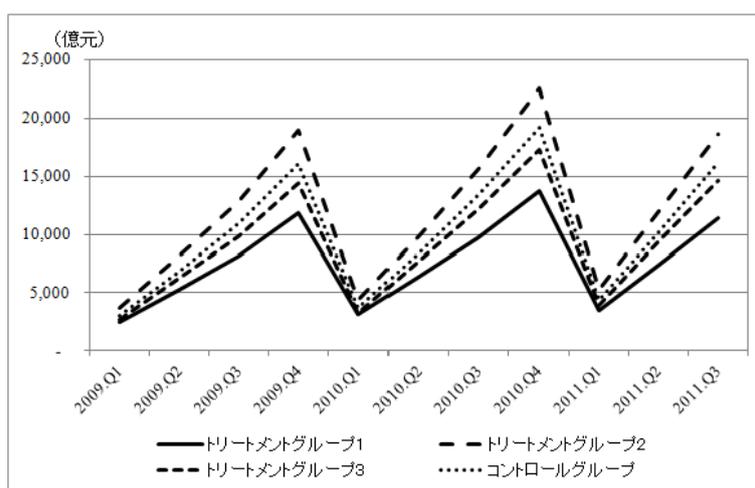
不動産価格は、都市の経済規模や経済成長率に影響を受けると考えられるが、もしトリートメントグループとコントロールグループ間で経済成長率に差があれば、政策の有無にかかわらず2時点間の不動産価格の伸び率は異なるものとなる。そこで、各都市の住宅価格変化に対する影響を与えるマクロ経済的要因を除くために、各都市におけるこれらの特性をコントロールした上でDIDを行う。すなわち、各都市の四半期GDP、GDP成長率、CPIおよび利子率を各都市のマクロ経済的要因として説明変数とし、推定式に加え推定を行う。推定式は下記のようなになる。

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 dp_{it} + \beta_2 dt_{it} + \beta_3 dp_{it} dt_{it} + \beta_4 GDP_{it} + \beta_5 Growth_{it} + \beta_6 CPI_{it} + \beta_7 Ir_{it} + v_{it}$$

なお、各都市の月次名目GDP、GDP成長率のデータは存在しないため、ここでは四半期データを使っている。名目GDPの各月のデータは四半期の数値を3で割った数値である。GDP成長率については、四半期GDP成長指数のデータを各月の成長率とみなして使用している。また、都市ベースの統計データを把握できないため、各都市のデータは属する省のデータを使っている。CPIのデータについては、分析期間における中国統計局の『36個大中都市居民消費価格指数(前年同期比)統計』および『各省居民消費価格指数(前年同期比)統計』の月次データを使っている。『36個大中都市居民消費価格指数(前年同期比)統計』の統計対象となる都市は、このデータを用いる。統計対象にならない都市は、属する各省のデータを代わりに使っている。利子率のデータについては、中央人民銀行が発表した『商業銀行貸付基準利子率』の5年以上貸付利子率を用いている。

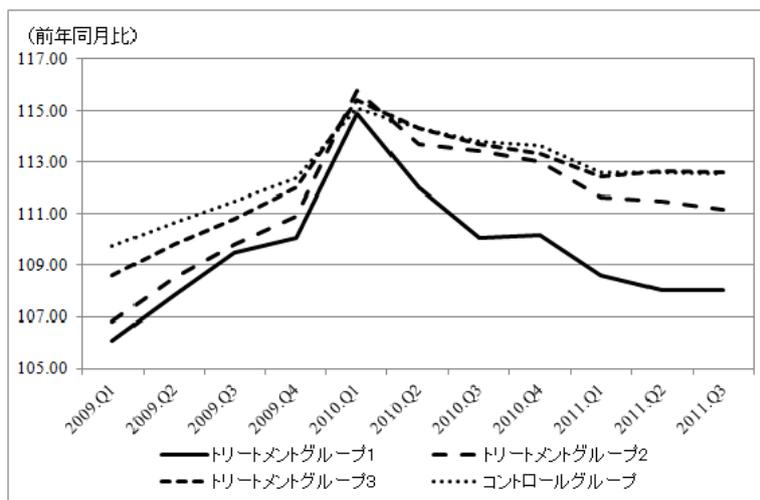
図表V-14~16は分析対象期間において、各トリートメントグループおよびコントロールグループの四半期名目GDP、四半期GDP成長率(前年同期比)と、CPIを示すグラフである。

図表V-14 各グループの名目GDP推移  
(2009年第一四半期~2011年第三四半期)



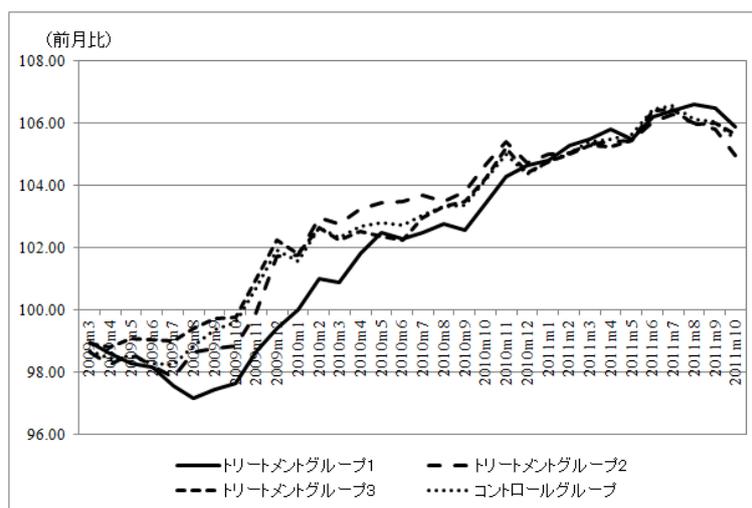
出所: 中国統計局・「各地区地区総生産四半期統計」

図表V-15 各グループのGDP成長指数推移  
(2009年第一四半期～2011年第三四半期)



出所：中国統計局・「各地域地区総生産四半期指数(前年同月比)」

図表V-16 各グループのCPI推移  
(2009年3月～2011年10月)



出所：中国統計局・「居民消費価格指数月次統計」

各都市に関するGDPの統計データがないため、各都市が所在する省の四半期GDPデータを使用して、各グループの平均値を図表V-14で示している。したがって、各グループのGDP規模について直接に比較できないが、変化のトレンドで見ると、同じ傾向を見れ、一年度において第1、2、3、4四半期の順でGDPが増加し、2009年から2011年第三四半期まで各グループの平均GDPは順調に増加している。

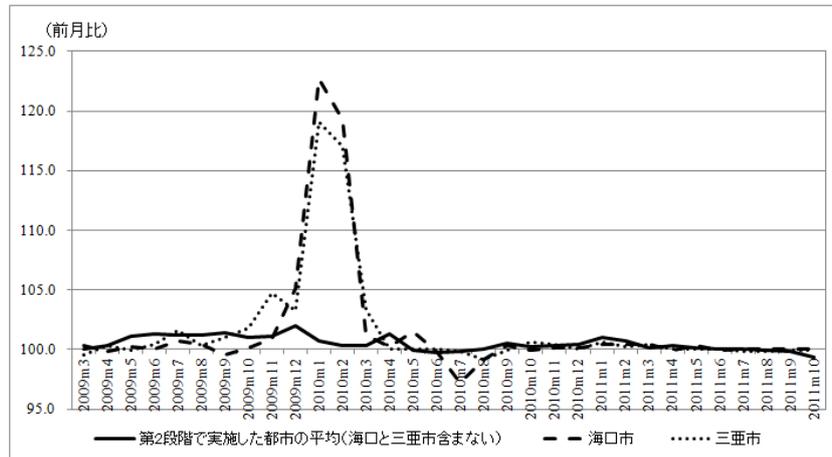
GDPの成長率で見ると、GDPと同じように、各都市が所在する省の四半期GDP指数（前年同期比）を使用して、各グループの平均値を図表V-15で表している。変化のトレンドは同じであり、2009年1月から2010年1月まで、前年同期比は順調に伸びていって、2010年1月に16%の最高値に達した。その後、徐々に悪化し、特に北京（トリートメントグル

ープ1)の成長率は2桁以下になる。

分析対象期間において、各都市のCPI(前月比)の変化は図表V-16で示している。各グループは同じ変動トレンドであり、2009年10月から徐々に上がっており、2011年7月に最高値に達し、インフレーションは月6%以上の増加を現した。

図表V-17は第2段階で新規購入規制政策を実施した都市(海口市および三亜市を除く)の新築住宅販売価格指数の平均値と海口市および三亜市の指数を示しているグラフである。図から分かるように、海口市と三亜市の商品住宅価格の変化は、第2段階で実施したほかの都市と大きく異なる変動が現われた。それは、海南省に所属する海口市および三亜市は観光都市として知られ、海南省のGDPの70%以上は観光収入であるためである。海口市および三亜市が2010年1月前後、すなわち、中央政府が不動産バブル抑制政策を出す直前に、他の第2段階の都市と比べ不動産価格の高騰がみられるなどやや例外的な動向を示している。したがって、海口市及び三亜市を除いた分析についても行っている。

図表V-17 分析期間においてトリートメントグループ2の各都市新築住宅販売価格指数の推移(2009年3月~2011年10月)



出所:中国統計局のデータにより筆者作成

各グループの特性、すなわち名目GDP、GDP成長率、CPIおよび利子率を説明変数として追加した推定結果は下表にまとめている。

図表 V-18 各グループの特性を考慮した上DID推定結果

⇒ CPI, GDP, GDP成長率と利率が説明変数として推定式に入れる結果:

	第1段階の実施効果 (2010年4月実施開始)		第2段階の実施効果 (2010年10月実施開始)		第3段階の実施効果 (2011年2月実施開始)	
	新築住宅販売 価格指数	中古住宅販売 価格指数	新築住宅販売 価格指数	中古住宅販売 価格指数	新築住宅販売 価格指数	中古住宅販売 価格指数
$\beta_1$ (政策ダミー)	0.9395 *** (0.1857)	-0.0252 (0.1780)	0.5816 *** (0.0901)	0.4845 *** (0.0856)	0.0612 * (0.0358)	0.0233 (0.0360)
$\beta_2$ (時点ダミー)	-0.1237 * (0.0750)	-0.2152 *** (0.0719)	0.5632 *** (0.1542)	0.5082 *** (0.1464)	-0.3385 *** (0.0901)	-0.2214 ** (0.0906)
$\beta_3$ (政策効果項)	-0.8100 *** (0.2411)	-0.2375 (0.2312)	-0.5281 *** (0.1405)	-0.6026 *** (0.1334)	0.0004 (0.0711)	-0.0321 (0.0715)
$\beta_4$ (GDP)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0001 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)
$\beta_5$ (GDP成長率)	0.0337 *** (0.0128)	-0.0144 (0.0123)	0.1536 *** (0.0158)	0.0886 *** (0.0150)	0.0178 ** (0.0073)	-0.0096 (0.0073)
$\beta_6$ (CPI)	0.0203 (0.0176)	0.0584 *** (0.0168)	-0.1251 *** (0.0213)	-0.0934 *** (0.0202)	-0.0088 (0.0095)	0.0025 (0.0096)
$\beta_7$ (利率)	-0.4128 *** (0.0837)	-0.4636 *** (0.0802)	-0.3304 ** (0.1636)	-0.3792 ** (0.1554)	-0.0519 (0.1042)	-0.1298 (0.1047)
$\beta_0$ (定数項)	97.1474 *** (1.6304)	98.9545 *** (1.5630)	97.7120 *** (2.0609)	102.0251 *** (1.9570)	99.7331 *** (0.9104)	102.0479 *** (0.9149)
Adjusted R-squared	0.0890	0.0514	0.1124	0.0747	0.0811	0.0531
サンプル数	992	992	1408	1408	1696	1696

\*注:

- ① 括弧の中は Standard Errorを表している。  
 ② \*, \*\*および\*\*\*はそれぞれに10%、5%、および1%の有意水準を表している。  
 ③ 標準誤差については、Whiteによる修正を行っている。

図表 V-19 第2段階の実施効果(上海、海口および三亜市を除く)

⇒ CPI, GDP, GDP成長率と利率が説明変数として推定式に入れる結果:

	第2段階の実施効果 (トリートメントグループ:14)		第2段階の実施効果 (トリートメントグループ:13) (上海を除く)		第2段階の実施効果 (トリートメントグループ:11) (上海、海口と三亜を除く)	
	新築住宅販売 価格指数	中古住宅販売 価格指数	新築住宅販売 価格指数	中古住宅販売 価格指数	新築住宅販売 価格指数	中古住宅販売 価格指数
$\beta_1$ (政策ダミー)	0.5816 *** (0.0901)	0.4845 *** (0.0856)	0.5933 *** (0.0928)	0.4891 *** (0.0879)	0.2436 *** (0.0594)	0.2547 *** (0.0620)
$\beta_2$ (時点ダミー)	0.5632 *** (0.1542)	0.5082 *** (0.1464)	0.5584 *** (0.1564)	0.5130 *** (0.1482)	0.1161 (0.0733)	0.4225 *** (0.0986)
$\beta_3$ (政策効果項)	-0.5281 *** (0.1405)	-0.6026 *** (0.1334)	-0.5762 *** (0.1450)	-0.6399 *** (0.1375)	-0.3326 *** (0.0920)	-0.4794 *** (0.0959)
$\beta_4$ (GDP)	0.0001 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0001 * (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)
$\beta_5$ (GDP成長率)	0.1536 *** (0.0158)	0.0886 *** (0.0150)	0.1616 *** (0.0165)	0.0935 *** (0.0157)	0.0337 *** (0.0108)	-0.0233 ** (0.0116)
$\beta_6$ (CPI)	-0.1251 *** (0.0213)	-0.0934 *** (0.0202)	-0.1256 *** (0.0217)	-0.0935 *** (0.0205)	-0.0734 *** (0.0128)	-0.0222 (0.0139)
$\beta_7$ (利率)	-0.3304 ** (0.1636)	-0.3792 ** (0.1554)	-0.3269 * (0.1667)	-0.3890 ** (0.1580)	-0.3572 *** (0.0755)	-0.6471 *** (0.1066)
$\beta_0$ (定数項)	97.7120 *** (2.0609)	102.0251 *** (1.9570)	96.8210 *** (2.1121)	101.5406 *** (2.0015)	104.0893 *** (1.2360)	109.1170 *** (1.3970)
Adjusted R-squared	0.1124	0.0747	0.1164	0.0767	0.0668	0.0885
サンプル数	1408	1408	1376	1376	1312	1312

\*注:

- ① 括弧の中は Standard Errorを表している。  
 ② \*, \*\*および\*\*\*はそれぞれに10%、5%、および1%の有意水準を表している。  
 ③ 標準誤差については、Whiteによる修正を行っている。

各都市の特性を考慮した上、説明変数を追加して推定した結果は図表V-18で示している。図表V-10～13で示しているベーシックの結果と比べ、政策効果項の推定値は全体的に小さくなるが、同じような符号に推定された。また、第2段階での実施した都市において、上海、海口および三亜市の特別な状況を考慮した上、3つの都市をトリートメントグループから除いて改めて推定を行い、結果は図表III-21で示している。3つの都市を含む場合の各係数の推定値について、政策効果項はいずれも負で有意に推定された。しかし、3つの都市を除く場合、政策効果項は小さくなるが、依然として負で1%水準で有意に推定された。それによって、新規購入規制の実施は、第1段階および第2段階で導入した都市に対して住宅価格を抑制する効果を確認できる一方、第3段階で実施した都市に対して政策効果があることを確認できない。また、第3段階において、新築住宅販売価格指数を被説明変数とする場合、正の結果を得たため、政策が効かないと言えるだろう。

政策効果項以外に追加された説明変数について、図表V-18を見ると、まず、GDP成長率の係数は第1段階の新築、第2段階の新築および中古、第3段階の新築を被説明変数とする場合に、正で有意に推定された。したがって、GDPの成長は住宅価格指数の上昇に対して、正の影響がある。すなわち、GDPの成長に伴い、住宅価格も増加していく傾向があることを確認できる。次に、CPIについて、第1段階の中古住宅販売価格指数を被説明変数とする場合、正で有意に得られる一方、第2段階の新築および中古の場合いずれも負で有意に推定されている。すなわち、第1段階で実施した都市（北京）においては、CPIの上昇と住宅価格に正の影響を与え、同じ方向に動いている。それに対して、第2段階で実施した都市においては、物価の変動と住宅価格の変動は逆方向である。また、金利について、第1段階と第2段階で実施した都市においては、住宅価格との間に明らかな負の関係が確認されている。金利は有力な手段として、住宅価格を抑制する効果であることを確認した

### ③ まとめ

以上の分析結果より、新規住宅新規購入規制政策は北京、上海、深セン等（すなわち、第1および第2段階で実施した都市）一部の大都市に対して、新規および中古住宅価格を下げる効果があることを確認できた。一方、鄭州、武漢等の省都都市および不動産価格が高騰していると認められる中型都市、すなわち不動産市場においてバブルが発生していない可能性が高い中型都市にとっては、効果の低い政策である可能性が分かる。また、住宅価格の上昇はGDPの成長との間に正の関係がある一方、金利の引き上げは住宅価格を下げる機能があることが考える。さらに、住宅価格の上昇と物価の上昇との関係は不明である。

## 2. 新規住宅購入規制政策の第1段階および第2段階における実施の波及効果

### (1) 分析手法および推定式

前節までで、新規住宅購入規制政策の各段階での実施について、当該段階で実施した都市に対する政策効果を検証した。しかし、第2章・4節・(1)において、『国八条』および『新「国八条」』による幾つかの住宅価格抑制政策を実施した後の、一部の都市における住宅価格の変化について分析する際、各段階の政策実施はその段階で実施した都市の不動産市場に対して影響を与えるだけでなく、他の大都市（ここでは、他の段階で実施した都市と考える）にも影響を与えている可能性がある。特に、図表II-11～15で示しているように、新規住宅購入規制政策の第1段階での実施（2010年4月）は、北京の住宅価格

および販売量に負の影響を与えただけでなく、他の都市における住宅価格および販売量の下落ももたらした。それは、北京は中国の政治的中心であるため、北京での政策導入は他の都市の住宅市場に対してアナウンス効果をもたらす可能性が高いと考える。また、北京での試行開始から半年後、2010年10月に、一部の大都市において新規住宅購入規制政策が実施され始めた。北京の場合と同様に、実施範囲の拡大は、まだ実施していない都市にアナウンス効果をもたらす可能性がある。したがって、以下では、第1段階および第2段階での政策実施が、他のまた実施しない都市の住宅価格に対して、波及効果があるかどうかをDID推定で確認する。

まず、第3章で説明したように、DIDという方法は、ある地域において、特定の政策の実施にもたらす効果について、実施前後2時点に渡って、実施しない地域のアウトプットとの差を政策効果として捉える方法である。すなわち、DIDで政策効果を推定できる2つの前提が非常に重要である。それは、第一に、政策が実施されなければアウトプット変数が時間的な変化を起こさない、あるいは起こしたとしても、トリートメントグループおよびコントロールグループの間で、その変化の程度は等しいことが条件となる。第二に、トリートメントグループおよびコントロールグループのアウトプットはお互いに独立に決定されることである。すなわち、DIDの前提として、トリートメントグループとコントロールグループの間に波及効果はない。

しかし、実際には前述したように、北京市のような大都市において先行的に実施された政策は、他の都市にとっては将来の政策の導入を意味しアナウンスメント効果をもたらす可能性がある。これはグループ間に波及効果が存在することを意味する。そこで、以下では実際の政策の実施ではなく、アナウンスメント効果が存在するかどうか、第1段階での実施前後で、まだ政策が導入されていない都市の住宅販売価格指数が変動するかどうかを確認したい。

さらに、第2の前提について、トリートメントグループとコントロールグループの住宅価格指数の間に、独立性が存在するかを確認する。図表V-20では、分析期間において(2009年3月~2011年10月)、各グループに所属する都市の被説明変数と各グループの被説明変数の平均値との相関係数を計算した。まず、トリートメントグループ1(第1段階で実施した都市)の新築および中古住宅販売価格指数との間に、トリートメントグループ2、3、コントロールグループの順で相関係数が小さくなっている。同様に、トリートメントグループに所属する都市とトリートメントグループの1、2、3の平均値との間に相関係数が大きく出る一方、コントロールグループとの相関係数は小さかった。したがって、トリートメントグループの間に波及効果があると考えられるが、トリートメントグループとコントロールグループの住宅価格は、お互いに独立していると考えられる。

図表V-20 北京の住宅販売価格指数と各グループの住宅販売価格指数との系列相関係数  
(2009年3月～2011年10月)

各都市との相関係数		新築住宅販売価格指数				中古住宅販売価格指数			
		トリートメントグループ1	トリートメントグループ2の 平均値	トリートメントグループ3の 平均値	コントロールグループの 平均値	トリートメントグループ1	トリートメントグループ2の 平均値	トリートメントグループ3の 平均値	コントロールグループの 平均値
トリートメントグループ1	北京	100.0%	67.9%	74.8%	57.6%	100.0%	54.3%	70.3%	51.1%
トリートメントグループ2	天津	69.7%	58.0%	66.0%	70.0%	73.6%	56.8%	66.0%	52.4%
	大連	54.1%	29.9%	59.5%	56.7%	51.3%	47.6%	64.7%	55.5%
	上海	60.9%	55.1%	72.9%	56.9%	64.6%	57.5%	69.7%	39.3%
	南京	74.2%	55.8%	75.4%	52.3%	38.1%	58.9%	57.2%	53.3%
	杭州	65.2%	54.9%	74.6%	59.2%	63.1%	53.4%	75.7%	63.8%
	寧波	56.6%	41.8%	59.0%	50.4%	39.5%	64.4%	42.9%	28.7%
	福州	65.6%	69.1%	54.0%	45.4%	21.8%	30.3%	41.9%	39.9%
	廈門	35.3%	34.5%	40.3%	43.6%	59.2%	54.3%	67.2%	49.8%
	広州	17.7%	43.6%	31.8%	37.6%	21.4%	16.5%	15.6%	23.6%
	深セン	35.6%	47.2%	46.2%	44.9%	24.7%	44.6%	41.8%	28.0%
	海口	41.8%	83.6%	31.8%	32.9%	8.2%	71.1%	23.5%	15.4%
	温州	44.3%	53.3%	54.8%	52.1%	61.5%	46.5%	67.0%	52.5%
	三亜	37.8%	81.9%	25.4%	29.1%	20.8%	72.2%	28.2%	22.7%
	蘭州	9.1%	3.8%	28.1%	40.8%	10.7%	30.1%	29.0%	24.9%
	平均値	47.7%	50.9%	51.4%	48.0%	39.9%	50.3%	49.3%	39.3%
トリートメントグループ3	石家荘	11.0%	9.7%	50.9%	51.9%	44.5%	4.6%	32.1%	36.7%
	太原	47.2%	13.6%	33.8%	29.4%	21.7%	17.1%	39.6%	33.8%
	フフホト	50.8%	40.2%	67.4%	46.7%	38.1%	14.8%	31.7%	34.8%
	瀋陽	1.0%	-22.2%	24.6%	23.2%	27.4%	7.3%	34.5%	12.5%
	長春	32.7%	-3.9%	47.8%	30.0%	13.0%	18.4%	11.1%	12.5%
	ハルビン	17.6%	-0.9%	36.9%	31.3%	36.9%	58.8%	69.4%	59.2%
	合肥	49.4%	67.9%	65.4%	53.5%	28.1%	56.4%	42.0%	33.7%
	南昌	49.1%	49.9%	74.0%	69.0%	32.8%	39.9%	62.5%	53.2%
	濟南	38.1%	28.6%	35.6%	45.9%	22.3%	30.9%	38.8%	44.5%
	青島	43.9%	47.5%	58.7%	57.6%	66.9%	50.3%	83.3%	73.1%
	鄭州	44.6%	32.3%	53.8%	51.2%	-2.8%	18.2%	29.3%	8.8%
	武漢	65.3%	55.0%	64.0%	60.0%	53.5%	65.9%	62.8%	52.1%
	長沙	47.3%	75.3%	70.3%	68.9%	24.9%	58.9%	53.3%	54.8%
	南寧	49.1%	60.8%	74.3%	66.3%	32.7%	38.1%	47.4%	35.4%
	成都	32.8%	41.4%	60.7%	56.3%	32.2%	26.8%	41.1%	41.4%
	宜陽	26.0%	40.4%	48.7%	44.2%	25.7%	30.6%	50.3%	51.1%
	昆明	23.5%	4.1%	42.9%	31.7%	8.1%	2.0%	7.0%	-0.3%
	西安	76.1%	69.1%	73.8%	44.4%	20.2%	35.3%	45.6%	29.3%
	西寧	35.8%	14.0%	54.1%	56.4%	28.9%	23.4%	51.7%	72.2%
	銀川	49.5%	60.1%	60.2%	37.5%	45.1%	45.5%	53.3%	48.1%
ウルムチ	27.1%	33.9%	47.6%	44.2%	-3.0%	13.2%	15.5%	8.3%	
無錫	60.2%	59.0%	71.3%	53.6%	24.6%	19.6%	31.3%	49.9%	
徐州	56.7%	34.4%	60.0%	50.3%	33.7%	29.4%	46.9%	51.7%	
金華	63.5%	45.6%	73.2%	50.4%	67.0%	58.6%	73.1%	46.4%	
	平均値	41.6%	35.7%	56.2%	48.1%	30.1%	31.8%	43.9%	39.3%
コントロールグループ	唐山	15.9%	35.1%	28.6%	50.1%	20.6%	26.8%	30.6%	58.7%
	秦皇島	25.3%	20.0%	55.5%	59.4%	63.9%	33.9%	60.6%	58.1%
	包頭	29.6%	14.2%	35.5%	41.6%	4.4%	2.4%	-0.6%	2.5%
	丹東	4.7%	-19.4%	37.9%	40.1%	31.5%	13.2%	39.2%	51.5%
	錦州	-14.1%	-9.4%	19.4%	29.2%	-10.6%	7.7%	9.5%	16.2%
	吉林	24.0%	11.5%	8.3%	27.2%	33.7%	17.9%	54.5%	48.6%
	牡丹江	12.4%	18.9%	44.6%	58.3%	33.2%	35.5%	45.0%	45.9%
	揚州	45.5%	41.6%	60.4%	68.9%	41.9%	37.5%	60.3%	64.9%
	蚌埠	66.6%	72.6%	47.5%	52.1%	64.6%	32.7%	71.5%	64.2%
	安慶	48.1%	37.0%	48.7%	53.4%	48.6%	56.4%	53.9%	46.9%
	泉州	49.7%	46.0%	51.4%	54.5%	4.2%	-38.2%	0.6%	19.6%
	九江	32.4%	66.2%	56.6%	57.3%	31.1%	52.7%	63.6%	76.7%
	カン州	26.9%	52.0%	36.3%	60.6%	63.8%	59.2%	70.4%	67.7%
	煙台	30.9%	35.0%	55.0%	55.6%	27.5%	44.5%	37.4%	42.9%
	濟寧	27.9%	32.9%	49.6%	68.0%	8.6%	20.5%	34.6%	63.1%
	洛陽	-9.6%	6.4%	23.1%	20.1%	8.9%	12.3%	30.9%	-1.8%
	平頂山	-11.3%	-6.9%	10.4%	33.9%	1.5%	-11.8%	-7.0%	19.1%
	宜昌	35.0%	60.9%	34.0%	40.6%	38.8%	33.2%	33.9%	44.1%
	襄樊	30.3%	16.5%	32.7%	44.8%	7.8%	-9.8%	13.6%	22.2%
	岳陽	21.9%	33.7%	46.0%	68.0%	29.0%	38.4%	64.8%	81.5%
	常德	60.0%	68.7%	75.5%	77.7%	38.1%	46.6%	51.7%	72.6%
	惠州	11.8%	34.0%	24.4%	40.2%	49.0%	15.2%	31.3%	46.8%
	湛江	66.8%	58.9%	64.1%	63.5%	8.5%	34.2%	38.8%	55.6%
	韶関	-2.2%	9.5%	14.4%	22.7%	2.7%	-26.5%	-18.0%	-5.9%
	桂林	13.4%	22.4%	40.3%	56.8%	6.3%	38.5%	11.6%	14.2%
	北海	74.6%	75.3%	68.5%	60.5%	32.7%	58.9%	43.7%	33.5%
	瀘州	34.0%	46.7%	18.4%	15.3%	35.3%	40.0%	41.2%	13.7%
	南充	19.3%	19.0%	19.9%	12.7%	35.8%	25.8%	48.1%	50.4%
遵義	18.1%	28.8%	41.5%	58.2%	8.0%	19.8%	33.8%	49.3%	
大理	21.4%	17.8%	42.2%	37.5%	-22.4%	4.1%	5.9%	20.9%	
	平均値	27.0%	31.5%	39.7%	47.6%	24.9%	24.1%	35.2%	41.5%

出所: 中国統計局・「70個大中型都市の住宅販売価格指数」

推定式については、第4章・第1節・(2)の分析と変わらず、各グループの特性を考慮し、名目GDP、GDP成長率、CPIおよび利率を説明変数として追加した推定式を使用する。しかし、これまでの分析との違いは、実施時間を表すダミー変数 $dt$ が所属する実施段階の情報ではなく、他地域の政策実施開始時点、すなわち、他の都市での実施がまだ実施していない都市に対して、実施する可能性があることをアナウンスした開始時点を表していることである。例えば、第1段階の政策の導入が第2段階で実施した都市にどんな影響を及ぼすか検証したい場合、推定式は下記のように変更する。

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 dp_{it} + \beta_2 dt_{it1} + \beta_3 dp_{it} dt_{it1} + \beta_4 GDP_{it} + \beta_5 Growth_{it} + \beta_6 CPI_{it} + \beta_7 Ir_{it} + v_{it}$$

すなわち、実施時間ダミーについて、実際の実施時点をダミーにを入れるのではなく、第1段階の実施前を0、実施後を1とするダミー変数を導入する。これによって、第2段階に所属する都市における第1段階の政策実施の効果を検証することが出来る。

## (2) 第1段階での実施が第2段階で実施した都市に対する波及効果

第2章・4節・(1)の分析において、北京での新規住宅購入規制政策の試行が、北京の住宅価格の下落をもたらしただけでなく、第2段階で実施した都市の住宅価格においても一時的な下落をもたらした。また、図表V-20で示しているように、トリートメントグループ1と2の間に住宅価格販売指数の系列相関が非常に大きい、トリートメントグループ2に所属する都市において、住宅価格の変化はトリートメントグループ1(北京)と連動性が高いことがわかる。したがって、第1段階での実施が第2段階で実施した都市に対して、政策効果があるかどうかに関する推定結果は、図表V-21でまとめている。

図表V-21 第1段階での実施が第2段階で実施した都市に対する波及効果

⇒ CPI、GDP、GDP成長率と利率が説明変数として推定式に入れる結果:

	第1段階での実施が第2段階の都市に対する波及効果		第1段階での実施が第2段階の都市に対する波及効果(上海を除く)		第1段階での実施が第2段階の都市に対する波及効果(上海、海口と三亜を除く)	
	新築住宅販売価格指数	中古住宅販売価格指数	新築住宅販売価格指数	中古住宅販売価格指数	新築住宅販売価格指数	中古住宅販売価格指数
$\beta_1$ (政策ダミー)	0.9672 *** (0.1068)	0.7935 *** (0.1019)	0.9857 *** (0.1100)	0.7960 *** (0.1048)	0.4151 *** (0.0705)	0.3601 *** (0.0748)
$\beta_2$ (時点ダミー)	-0.2929 ** (0.1212)	-0.2273 ** (0.1156)	-0.2953 ** (0.1224)	-0.2175 * (0.1167)	-0.0307 (0.0742)	-0.0210 (0.0788)
$\beta_3$ (政策効果項)	-1.0256 *** (0.1377)	-0.9440 *** (0.1313)	-1.0701 *** (0.1422)	-0.9665 *** (0.1356)	-0.5346 *** (0.0905)	-0.5079 *** (0.0961)
$\beta_4$ (GDP)	0.0001 ** (0.0000)	0.0001 * (0.0000)	0.0001 ** (0.0000)	0.0001 * (0.0245)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0169)
$\beta_5$ (GDP成長率)	0.1467 *** (0.0154)	0.0838 *** (0.0147)	0.1553 *** (0.0161)	0.0889 *** (0.0000)	0.0129 (0.0109)	-0.0276 ** (0.0000)
$\beta_6$ (CPI)	-0.0081 (0.0254)	0.0051 (0.0243)	-0.0100 (0.0258)	0.0019 (0.0153)	0.0000 (0.0159)	0.0197 (0.0115)
$\beta_7$ (利率)	-0.0850 (0.1213)	-0.1848 (0.1157)	-0.0870 (0.1233)	-0.1893 (0.1176)	-0.3572 *** (0.0755)	-0.4481 *** (0.0802)
$\beta_0$ (定数項)	85.3044 *** (2.2178)	91.5544 *** (2.1158)	84.5365 *** (2.2647)	91.3192 *** (2.1588)	101.1906 *** (1.4448)	104.2341 *** (1.5343)
Adjusted R-squared	0.1486	0.1041	0.1527	0.1042	0.0988	0.0866
サンプル数	1408	1408	1376	1376	1312	1312

\*注:

①括弧の中はStandard Errorを表している。

②\*、\*\*および\*\*\*はそれぞれに10%、5%、および1%の有意水準を表している。

③標準誤差については、Whiteによる修正を行っている。

推定結果について、上海、海口および三亚市を含む場合と含まない場合のいずれの場合でも、政策効果項が負で有意に推定されており、また、係数は第2段階での実施効果より大きくなっている。新規住宅購入規制政策の北京での試行は、北京以外の都市に対しても負の影響を与えたことが分かる。特に、第2段階で実施した都市に対し、実際実施した場合の政策効果項の推定値より大きな係数が推定される。それは、北京での試行は、他の不動産価格成長の速い都市の市場に対してシグナルとなり、不動産市場に明らかに負の影響を与えていることを確認できる。さらに、図表V-19と比べると、第2段階での実施効果を推定する際に、時点ダミーはすべて正に推定されるのに対して、第1段階での実施開始時点にダミーを課される場合、すべて負の結果を得た。すなわち、第1段階の実施開始時点（2010年4月）前、コントロールグループの住宅販売価格の上昇はトリートメントグループ2より早いものに対して、第2段階の実施開始時点（2010年10月）前、トリートメントグループ2の住宅販売価格の上昇はコントロールグループより早い。

また、第3段階で実施した都市に対しても、新築および中古住宅販売価格指数のいずれについても、有意かつマイナスの推定結果を得られ中型都市に対しても負の影響を与えていることが確認できる。

### **(3) 第1段階および第2段階での実施が第3段階で実施した都市に対する波及効果**

第2章・4節・(1)から、北京は中国の政治中心として、北京での政策導入は他のまだ導入していない都市に対してアナウンス効果があり、住宅市場はそういうシグナルによって反応する可能性が高いと考える。また、北京での試行開始から半年後、2010年10月に、一部の大都市は新規住宅購入規制政策を実施し始めた。実施範囲の拡大による悪いシグナルはまだ実施していない都市に対してアナウンス効果がある可能性もある。したがって、図表V-22は、第1段階および第2段階での政策実施は、第3段階で実施した都市に波及効果があるかどうかを確認した。

図表 V-22 第1段階および第2段階での実施が第3段階で実施した都市に対する波及効果

⇒ CPI、GDP、GDP成長率と利子率が説明変数として推定式に入れる結果:

	第1段階での実施が第3段階の都市に対する波及効果		第2段階での実施が第3段階の都市に対する波及効果	
	新築住宅販売価格指数	中古住宅販売価格指数	新築住宅販売価格指数	中古住宅販売価格指数
$\beta_1$ (政策ダミー)	0.1387 *** (0.0488)	0.0771 (0.0489)	0.1035 *** (0.0401)	0.0575 (0.0403)
$\beta_2$ (時点ダミー)	-0.0886 (0.0608)	-0.1223 ** (0.0610)	0.3711 *** (0.0753)	0.2900 *** (0.0758)
$\beta_3$ (政策効果項)	-0.1324 ** (0.0630)	-0.1061 * (0.0632)	-0.0995 (0.0625)	-0.1007 (0.0629)
$\beta_4$ (GDP)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 * (0.0000)	0.0000 (0.0000)
$\beta_5$ (GDP成長率)	0.0185 ** (0.0073)	-0.0088 (0.0073)	0.0212 *** (0.0073)	-0.0070 (0.0073)
$\beta_6$ (CPI)	0.0157 (0.0121)	0.0291 ** (0.0122)	-0.0242 ** (0.0103)	-0.0093 (0.0104)
$\beta_7$ (利子率)	-0.3906 *** (0.0589)	-0.3669 *** (0.0591)	-0.6287 *** (0.0773)	-0.5441 *** (0.0777)
$\beta_0$ (定数項)	99.2103 *** (1.1172)	100.7201 *** (1.1199)	104.2928 *** (1.0280)	105.3832 *** (1.0335)
Adjusted R-squared	0.0794	0.0562	0.0856	0.0569
サンプル数	1696	1696	1696	1696

\*注:

- ① 括弧の中は Standard Error を表している。
- ② \*, \*\* および \*\*\* はそれぞれに 10%、5%、および 1% の有意水準を表している。
- ③ 標準誤差については、Whitel による修正を行っている。

その結果、時点ダミーは第1段階の実施開始時点および第2段階の実施開始時点を入れた場合、いずれも政策効果項が負に推定されたが、特に、第1段階の実施は第3段階で実施した都市の住宅価格に対する波及効果を確認できる。第2段階の政策実施の影響は政策が実施されていない第3段階に属する都市に対しては統計的に有意な結果が得られず、政策による影響があることを確認できない。

#### (4) まとめ

以上の分析から、政策の北京における先行的な導入及び正式的な実施は、当該実施段階の都市に対して負の効果があるだけでなく、他の政策を導入する可能性がある都市に対しても、明確な負の影響を与えたことが分かる。また、半年後から開始した第2段階の実施は、当該段階で実施した都市に対して、政策効果を確認できる一方、第3段階で実施した都市に対して、効果があることを言えない。

第2節および3節の分析をまとめると、新規住宅購入規制政策の第1段階での実施は、当該段階で実施した都市の住宅市場に抑制効果を与えただけでなく、中国の政治中心とする北京での政策導入は他のまだ導入してない都市に対してアナウンス効果があり、住宅市場はそのようなシグナルによって反応し、他のまだ実施しない都市における住宅価格は下落する。その後、北京での試行開始から半年後、2010年10月に、一部の大都市は新規住宅購入規制政策を実施し始めた。第2段階の政策実施は当該段階で実施した都市の住宅価格に対して明確な抑制効果を確認した。しかし、第2段階での実施による波及効果は測定でない。さらに、2011年1月末に、『新「国八条」』の公布に伴い、新規住宅購入規制政策が第3段階での実施をし始めた。前の大都市での実施効果と違って、第3段階で政策

の実施効果を統計的に確認できなかった。それは、図表V-3～6で示したように、第3段階で実施した都市の住宅価格や、販売量、また、マクロ経済の規模、都市住民の生活水準等、いずれの面でも第1段階および第2段階で実施した都市よりいまだに低いレベルに留まっている。加えて、不動産市場では、本来過剰需要が存在してないため、投資需要を抑制する目的にした政策の効果が小さい可能性がある。が効かないのと考えられる。逆に、第1段階および第2段階で実施した大都市においては、ファンダメンタルズから乖離した「バブル」が存在しているため、政策による効果が明らかであると考ええる。

### 3. 新規住宅購入規制政策の規制内容による効果

#### (1) 規制内容

これまでは、新規購入規制政策の効果について、の3段階の導入時期のごとにDIDを使って分析した。しかし、実際には導入された新規住宅購入規制政策の具体的な規制内容については、図表II-4に示してように都市によって異なる。

規制条件については大きく以下の4つの要件に分類される。すなわち、①戸籍に対する規制、②新規購入戸数に対する規制、③新規購入住宅の種類に対する規制、および④新規購入住宅の所在地に対する規制である。

図表V-23新規住宅購入規制政策の規制条件一覧

住宅新規購入規制政策の規制内容	
一、戸籍に対する規制	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ 当該都市の戸籍があるかどうか</li> <li>→ 当該都市において、1年以上の納税証明及び年金保険納付証明があるかどうか</li> </ul>
二、購入戸数に対する規制	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ 住宅を持たない世帯</li> <li>→ 1戸を持つ世帯</li> <li>→ 2戸及び以上を持つ世帯</li> </ul>
三、住宅の種類に対する規制	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ 新築、既存及び中古住宅</li> <li>→ 新築住宅のみ</li> </ul>
四、住宅の所在地に対する規制	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ 全市範囲</li> <li>→ 市内のみ(郊外の区及び県が含まない)</li> <li>→ 幾つの区限定(人口過密、住宅価格が高い市内の中心地)</li> </ul>

出所：新規住宅購入規制政策を実施した都市に関する政府通達に基づき筆者作成

実際には、これら4つの条件を組み合わせて政策は実施されているが、ここでは、採用している都市数が多い2種類の組み合わせについてDID分析を行う。具体的な規制方法および実施都市について、以下でまとめている。

#### ① 規制方法1

規制方法1は、①戸籍、②所有戸数を問わず、③すべての住宅に対し、④全市範囲において、2戸目の新規購入が規制されると定義する。このような方法を実施している都市は図表V-24に示している。北京以外、規制方法1を実施している都市はすべて第2段階で実施した都市である。

図表 V-24 規制方法1を実施する都市一覧

規制政策の時間分け	都市	開始日	予定終日	戸籍及び戸数の規制						住宅種類の規制		規制範囲
				当該都市の戸籍を持つ世帯			当該都市の戸籍を持たない世帯			新築、既存及び中古住宅	新築住宅のみ	
				住宅を持たない場合	1戸を持つ場合	2戸及び2戸以上を持つ場合	納税証明、年金保険を持たない場合	1年以上の納税証明、年金保険納付証明しよをもち、且つ住宅を持たない場合	1年以上の納税証明、年金保険納付証明をもち、且つ1戸以上の住宅を持つ場合			
*	北京	10/4/30	—	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	○		全市
**	上海	10/10/7	—	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	○		全市
**	杭州	10/10/11	—	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	○		全市
**	海口	10/10/14	—	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	○		全市
**	三亚	10/10/16	—	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	1戸	○		全市

出所：新規住宅購入規制政策を実施した都市に関する政府資料に基づき筆者作成

② 規制方法2

規制方法2は、③新築既存の別とは関係なく、④規制範囲と関係なく、①戸籍および②所有戸数による規制が課されるタイプである。すなわち、当該都市の戸籍を有する世帯に対しては、3軒目の新規購入を制限し、当該都市の戸籍がない場合には、1年以上の納税証明あるいは年金保険納付証明を持つ世帯に対して、2軒目の新規購入を制限し、当該都市の戸籍がなく、かつ1年以上の納税証明および年金保険納付証明がない世帯に対しては、新規購入が禁止される。このような規制方法を実施した都市は図表V-25に示している。規制方法2実施している都市は、第2段階で実施した都市は3つ、第3段階で実施した都市は13である。

図表 V-25 規制方法2を実施する都市一覧

規制政策の時間分け	都市	開始日	予定終日	戸籍及び戸数の規制						住宅種類の規制		規制範囲
				当該都市の戸籍を持つ世帯			当該都市の戸籍を持たない世帯			新築、既存及び中古住宅	新築住宅のみ	
				住宅を持たない場合	1戸を持つ場合	2戸及び2戸以上を持つ場合	納税証明、年金保険を持たない場合	1年以上の納税証明、年金保険納付証明しよをもち、且つ住宅を持たない場合	1年以上の納税証明、年金保険納付証明をもち、且つ1戸以上の住宅を持つ場合			
**	シンセン	10/9/30	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○		全市
**	福州	10/10/11	—	1戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○		市内五区
**	大連	10/10/19	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○		全市
***	済南	11/2/25	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○		市区
***	チンタオ	11/1/31	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○		全市
***	石家荘	11/2/21	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○		市内五区及び高新技术開発区
***	無錫	11/2/20	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○		市区内
***	徐州	11/5/1	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○		主城区
***	ハルビン	11/2/28	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○		市区
***	チャンチュン	11/5/20	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○		全市
***	瀋陽	11/3/2	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○		2環状道以内
***	貴陽	11/3/2	2011/12/30	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○		1環状道以内
***	南寧	11/3/1	2012/2/29	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○		市区
***	南昌	11/2/1	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○		市区
***	西安	11/2/25	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○		市区
***	成都	11/2/15	—	2戸	1戸	購入禁止	購入禁止	1戸	購入禁止	○		主城区

出所：新規住宅購入規制政策を実施した都市に関する政府資料に基づき筆者作成

推定式および用いるデータは前の分析と変わらず、各グループの特性を考慮し、名目GDP、GDP成長率、CPIおよび利子率を説明変数とした推定式を使用する。また、コントロールグループは前の分析と同じように、新規住宅規制政策および房产税改革政策を何れも実施しない30都市である。

第2段階で実施した都市において、規制方法1と規制方法2をを実施した都市があるため、同じ段階において実施した都市が規制方法によって政策効果の違いを見られるか検証する

第3段階で実施した都市においては、規制方法2だけを実施しているため、規制方法2の政策効果を推定する。

## (2) 新規住宅購入規制政策の規制方法による効果

### ① 第2段階で実施した都市における規制方法1と2の効果

第2段階で実施した都市において、規制方法1を採用した都市の数は4(図表V-24)で、規制方法2を採用した都市の数は3(図表V-25)である、それぞれにトリートメントグループとして、DID推定を行う結果は図表V-26で示している。

図表V-26 規制方法1の実施効果に関するDID推定結果

⇒ CPI, GDP, GDP成長率と利子率が説明変数として推定式に入れる結果:

	規制方法1の実施効果 Treatment Group:4 Control Group:30		規制方法1の実施効果 Treatment Group:2(海口、三亜を 除く) Control Group:30		規制方法2の実施効果 Treatment Group:3 Control Group:30	
	新築住宅販売 価格指数	中古住宅販売 価格指数	新築住宅販売 価格指数	中古住宅販売 価格指数	新築住宅販売 価格指数	中古住宅販売 価格指数
$\beta_1$ (政策ダミー)	1.2827 *** (0.1549)	0.9603 *** (0.1425)	0.1773 (0.1146)	0.2828 ** (0.1119)	0.1132 (0.0887)	0.2705 *** (0.0922)
$\beta_2$ (時点ダミー)	0.5373 *** (0.1771)	0.4471 *** (0.1630)	0.3858 ** (0.0943)	0.2829 *** (0.0921)	0.3765 *** (0.0908)	0.3277 *** (0.0943)
$\beta_3$ (政策効果項)	-0.7824 *** (0.2424)	-0.7752 *** (0.2230)	-0.1833 (0.1715)	-0.4921 *** (0.1675)	-0.1323 (0.1385)	-0.3643 ** (0.1439)
$\beta_4$ (GDP)	0.0001 *** (0.0000)	0.0001 *** (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)
$\beta_5$ (GDP成長率)	0.2285 *** (0.0200)	0.1462 *** (0.0184)	0.0255 ** (0.0125)	-0.0134 (0.0122)	0.0331 *** (0.0124)	-0.0159 (0.0129)
$\beta_6$ (CPI)	-0.1508 *** (0.0266)	-0.1086 *** (0.0244)	-0.0247 * (0.0145)	0.0025 (0.0142)	-0.0256 * (0.0140)	-0.0076 *** (0.0145)
$\beta_7$ (利子率)	-0.1941 (0.1937)	-0.2482 (0.1783)	-0.6512 *** (0.1051)	-0.6146 *** (0.1026)	-0.6423 *** (0.1009)	-0.6233 *** (0.1048)
$\beta_0$ (定数項)	90.9415 *** (2.4842)	96.1974 *** (2.2860)	103.9918 *** (1.4271)	105.3043 *** (1.3932)	103.1420 *** (1.4002)	106.6268 *** (1.4547)
Adjusted R-squared	0.1662	0.1018	0.0717	0.0613	0.0769	0.0635
サンプル数	1088	1088	1024	1024	1056	1056

\*注:

① 括弧の中は Standard Error を表している。

② \*, \*\* および \*\*\* はそれぞれに 10%、5%、および 1% の有意水準を表している。

③ 標準誤差については、White による修正を行っている。

その結果、海口市および三亜市を含む場合では、政策効果項は新築および中古いずれもマイナスかつ有意に推定された。また、ベーシック結果(図表V-19)より係数の推定値が大きくなっている。海口および三亜市を除いた場合では、新築と中古両方ともマイナスに推定されるが、中古住宅販売価格指数を被説明変数とする場合だけ負の効果を確認できる。したがって、①戸籍、②所有戸数を問わず、③すべての住宅に対し、④全市範囲において、2戸目の新規購入が規制されるという規制方法は、不動産バブルの抑制に対してある程度の効果を有するといえる。規制方法2を実施した都市において、規制方法1と同様に中古住宅価格指数が被説明変数である場合だけがマイナスかつ有意に推定されるが、推定値は規制方法1の時より小さくなる。

### ② 第3段階で実施した都市における規制方法2の効果

図表V-24で示しているように、第3段階で新規住宅購入規制政策を実施した都市において、規制方法2を適用した都市数は13である。したがって、この13都市をトリートメン

トグループとして取扱い、DID分析を行う。推定結果は図表V-27にまとめる。

図表V-27 第3段階で実施した都市における規制方法2の効果

⇒ CPI、GDP、GDP成長率と利子率が説明変数として推定式に入れる結果:

	被説明変数	
	新築住宅販売価格指数	中古住宅販売価格指数
$\beta_1$ (政策ダミー)	0.0195 (0.0420)	-0.0049 (0.0403)
$\beta_2$ (時点ダミー)	-0.3689 *** (0.0964)	-0.2811 *** (0.0924)
$\beta_3$ (政策効果項)	0.0145 (0.0840)	-0.0505 (0.0806)
$\beta_4$ (GDP)	0.0000 (0.0108)	0.0000 (0.0103)
$\beta_5$ (GDP成長率)	0.0296 *** (0.0000)	-0.0144 (0.0000)
$\beta_6$ (CPI)	-0.0082 (0.0102)	0.0121 (0.0098)
$\beta_7$ (利子率)	-0.0221 (0.1155)	-0.1118 (0.1108)
$\beta_0$ (定数項)	98.1501 *** (1.1198)	101.4959 *** (1.0741)
Adjusted R-squared	0.0824	0.0578
サンプル数	1376	1376

\*注:

- ① 括弧の中は Standard Error を表している。
- ② \*、\*\*および\*\*\*はそれぞれに10%、5%、および1%の有意水準を表し
- ③ 標準誤差については、Whitelによる修正を行っている。

その結果、第3段階で実施した都市に対して、図表V-8の結果と同じく、新築および中古住宅販売価格指数を被説明変数とするいずれの場合も、政策効果項については有意に推定されなかった。規制方法2によって第3段階で実施した都市の住宅価格に抑制効果があることを確認できない。

### (3) まとめ

以上の結果から、規制方法1を実施した都市が、規制方法2を実施した都市より、住宅価格を抑制する効果が著しいと考える。規制方法1と2の違いは、戸籍および既に所有する戸数に対する規制である。規制方法1は、戸籍および既に所有している戸数を問わず、2軒目の新規住宅購入を禁止するのに対し、規制方法2については、戸籍および既に所有している戸数に対して細かい制約が課される。すなわち、規制方法2は既に2戸以上を持っている居住者と、単純な居住者以外の投資者を強制的に市場から排除している。規正方法2は1より厳しいと考えるが、効果が少ない原因については、元々非居住者である投資者の需要が少ないためと考えられるだろう。

## 4. 新規住宅購入規制政策を実施した都市の所在地域による効果

地理要因は、地価および住宅価格に影響を与えるひとつの要因として無視できない。特に、中国の場合、領土面積が広だけでなく、地域によって文化、経済規模、発展水準等に大きく違いがある。沿海と内陸は言うまでも無く、北部と南部、東部と西部等の地理的的要因によって、ファンダメンタル経済による差が大きいため、中国の政策を分析するには地域要因を考慮すべきである。

特に、DID分析においては、コントロールグループとトリートメントグループは、政策の割当以外の特性については同質であることが望ましく、地理的な要因を制御することは大きな意味があると考えられる。したがって、以下の分析では、前述のトリートメントグループおよびコントロールグループに所属する都市を所在地によって、東南部および西部および北部とわけ、改めてDID分析を行う。

### (1) 第2段階で実施した都市の所在地による政策の実施効果

第2段階で新規住宅購入規制政策を実施した都市、およびコントロールグループ都市を所在地によって東南部<sup>51</sup>および西部および北部に分類した。具体的な都市の情報は図表V-28に示した。

図表 V-28 第2段階で政策を実施した都市の所在地によるグループ分け

分析対象地域			
東南部		西北部	
トリートメントグループ (8)	コントロールグループ (7)	トリートメントグループ (3)	コントロールグループ (11)
シンセン、厦門、寧波、福州、杭州、南京、温州、広州、	泉州、惠州、湛江、韶關、揚州、蚌埠、アンチン	天津、大連、蘭州	唐山、秦皇島、包頭、丹東、錦州、吉林省、牡丹江、煙台、濟寧、洛陽、平頂山

出所：新規住宅購入規制政策を実施した都市に関する政府資料に基づき筆者作成

#### ① 東南部の都市における政策の実施効果

第2段階で実施した都市において、東南部に所在する都市の数は8である。コントロールグループについて、新規住宅購入規制政策および房産税改革政策のいずれも実施していない30都市の中に、同じ東南部に所在する都市の数は7である。これにより、正式的な実施効果（第2段階の政策導入）に関するDID推定を行った（図表V-29）。

<sup>51</sup> ここで、東南部とは、図表II-4で示している所属行政地域項目により華東および華南地域を指す。西部および北部は、華北、東北および西北地域を指す。図表IV-2の地図において、具体的な位置関係を確認できる。

図表 V-29 第2段階で実施した東南部に所在する都市を対象にしたDID推定結果

⇒ CPI, GDP, GDP成長率と利率が説明変数として推定式に入れる結果:

	被説明変数	
	新築住宅販売価格指数	中古住宅販売価格指数
$\beta_1$ (政策ダミー)	0.2932 *** (0.0970)	0.3280 *** (0.1065)
$\beta_2$ (時点ダミー)	0.5088 *** (0.1797)	0.6383 *** (0.1974)
$\beta_3$ (政策効果項)	-0.3922 *** (0.1463)	-0.5586 *** (0.1607)
$\beta_4$ (GDP)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)
$\beta_5$ (GDP成長率)	0.0196 (0.0246)	-0.0236 (0.0270)
$\beta_6$ (CPI)	-0.0963 *** (0.0251)	-0.0613 ** (0.0276)
$\beta_7$ (利率)	-0.3975 ** (0.1924)	-0.6128 *** (0.2114)
$\beta_0$ (定数項)	110.2704 *** (2.3358)	112.6801 *** (2.5661)
Adjusted R-squared	0.1251	0.1147
サンプル数	480	480

\*注:

- ① 括弧の中は Standard Errorを表している。
- ② \*, \*\*および\*\*\*はそれぞれに10%、5%、および1%の有意水準を表している。
- ③ 標準誤差については、Whiteによる修正を行っている。

表から分かるように、第2段階で実施した東南部の都市に対して、政策の実施は、新築および中古いずれの場合でもマイナス且つ1%の水準で有意な推定結果が得られた。これによって、第2段階で実施した東南部の大都市は、政策に対し弾力的に反応し、明確な効果があることを確認できる。

## ② 西部および北部都市における政策の実施効果

同じく、第2段階で実施した都市について、西部および北部に所在する都市の政策効果について分析を行う。西部および北部に所在する都市の数は3であり、コントロールグループについて、新規住宅購入規制政策および房産税改革政策いずれも実施してない30都市の中で、西部および北部に所在する年の数は11である。結果は図表 V-30でまとめる。

図表 V-30 第2段階で実施した西部および北部に所在する都市を対象にしたDID推定結果

⇒ CPI、GDP、GDP成長率と利子率が説明変数として推定式に入れる結果:

	被説明変数	
	新築住宅販売価格指数	中古住宅販売価格指数
$\beta_1$ (政策ダミー)	0.1515 (0.1108)	0.3827 *** (0.1183)
$\beta_2$ (時点ダミー)	0.5462 *** (0.1590)	0.1935 (0.1698)
$\beta_3$ (政策効果項)	-0.2395 (0.1646)	-0.5378 *** (0.1758)
$\beta_4$ (GDP)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)
$\beta_5$ (GDP成長率)	0.0148 (0.0161)	-0.0184 (0.0172)
$\beta_6$ (CPI)	0.0087 (0.0247)	0.0306 (0.0264)
$\beta_7$ (利子率)	-0.9395 *** (0.1689)	-0.6209 *** (0.1804)
$\beta_0$ (定数項)	103.5465 *** (2.3355)	103.0035 *** (2.4950)
Adjusted R-squared	0.0830	0.0593
サンプル数	448	448

\*注:

- ① 括弧の中は Standard Errorを表している。
- ② \*、\*\*および\*\*\*はそれぞれに10%、5%、および1%の有意水準を表している。
- ③ 標準誤差については、Whitelによる修正を行っている。

新規住宅購入規制政策の実施は、西部および北部に所在する都市に対して、新築と中古の係数が両方ともマイナスに推定されるが、東南部と違って中古住宅販売価格指数を被説明変数とする場合だけ統計的に有意な結果が得られる。

## (2) 第3段階で実施した都市の所在地による政策の実施効果

次に、第3段階で新規住宅購入規制政策を実施した都市、およびコントロールグループ都市について、東南部<sup>52</sup>と西部および北部に分類し分析を行った。具体的な都市の情報は下表でまとめる。

図表 V-31 第3段階で実施した都市が所在地によるグループ分け

分析対象地域			
東南部		西部及び北部	
トリートメントグループ (14)	コントロールグループ (22)	トリートメントグループ (9)	コントロールグループ (8)
鄭州、武漢、太原、石家荘、青島、無錫、徐州、合肥、済南、金華、貴陽、長沙、南寧、南昌、	唐山、秦皇島、揚州、蚌埠、アンチン、泉州、九江、カンチョウ、煙台、済寧、洛陽、平頂山、宜昌、襄樊、岳陽、常德、惠州、湛江、韶關、桂林、北海、	昆明、ハルビン、長春、瀋陽、西安、ウルムチ、銀川市、フフホト、成都	包頭、丹東、錦州、吉林、牡丹江、瀘州、南充、遵義、ダリ

出所: 新規住宅購入規制政策を実施した都市に関する政府資料に基づき筆者作成

<sup>52</sup> ここでは、東南部とは、図表 II-4 で示している行政所在地域項目に、華東、華南、華北および中南地域を指す。西部および北部は、西北、西南および東北地域を指す。

## ① 東南部に所在する都市の新規住宅購入規制政策の実施効果

第3段階で実施した都市で、東南部に所在する都市の数は14である。コントロールグループについて、新規住宅購入規制政策および不動産税改革政策いずれも実施していない30都市の中で、同じ東南部に所在する都市の数は22である。これにより、政策の実施効果についてDID推定を行う。結果は図表V-32でまとめている。

図表V-32 第3段階で実施した東南部に所在する都市を対象にしたDID推定結果

⇒ CPI、GDP、GDP成長率と利率が説明変数として推定式に入れる結果:

	被説明変数	
	新築住宅販売価格指数	中古住宅販売価格指数
$\beta_1$ (政策ダミー)	0.0505 (0.0416)	0.0075 (0.0447)
$\beta_2$ (時点ダミー)	-0.4218 *** (0.1025)	-0.2724 ** (0.1102)
$\beta_3$ (政策効果項)	-0.0234 (0.0831)	-0.0687 (0.0893)
$\beta_4$ (GDP)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)
$\beta_5$ (GDP成長率)	0.0267 *** (0.0089)	0.0158 * (0.0095)
$\beta_6$ (CPI)	-0.0026 (0.0109)	-0.0041 (0.0117)
$\beta_7$ (利率)	0.0137 (0.1202)	-0.0546 (0.1293)
$\beta_0$ (定数項)	97.7045 *** (1.0414)	99.3998 *** (1.1199)
Adjusted R-squared	0.0945	0.0563
サンプル数	1152	1152

\*注:

① 括弧の中は Standard Errorを表している。

② \*, \*\*および\*\*\*はそれぞれに10%、5%、および1%の有意水準を表している。

③ 標準誤差については、Whiteによる修正を行っている。

地域を分けない結果と同様、新築および中古販売価格指数を被説明変数とするいずれの場合も、有意な結果はもたらされず、第3段階の実施による東南部の都市に対する影響を確認できない。

## ② 西部および北部に所在する都市の新規住宅購入規制政策の実施効果

次に、第3段階で実施した都市において、西部および北部に所在する都市の政策効果について分析を行う。西部および北部に所在する都市の数は9であり、コントロールグループについて、新規住宅購入規制政策および不動産税改革政策のいずれも実施していない30都市の中に、同じ西部および北部に所在する都市の数は8である。結果は図表V-33でまとめる。

図表 V-33 第3段階で実施した西部および北部に所在する都市を対象にしたDID推定結果

⇒ CPI、GDP、GDP成長率と利子率が説明変数として推定式に入れる結果:

	被説明変数	
	新築住宅販売価格指数	中古住宅販売価格指数
$\beta_1$ (政策ダミー)	0.0751 (0.0711)	0.0413 (0.0619)
$\beta_2$ (時点ダミー)	-0.1685 (0.1809)	-0.0802 (0.1575)
$\beta_3$ (政策効果項)	0.0430 (0.1373)	-0.0020 (0.1195)
$\beta_4$ (GDP)	0.0000 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)
$\beta_5$ (GDP成長率)	0.0034 (0.0139)	-0.0425 (0.0121)
$\beta_6$ (CPI)	-0.0343 (0.0196)	-0.2374 (0.1777)
$\beta_7$ (利子率)	-0.1538 (0.2042)	0.0031 (0.0170)
$\beta_0$ (定数項)	104.5762 (1.9859)	106.4060 (1.7288)
Adjusted R-squared	0.0654	0.0811
サンプル数	544	544

\*注:

① 括弧の中は Standard Error を表している。

② \*、\*\*および\*\*\*はそれぞれに10%、5%、および1%の有意水準を表している。

③ 標準誤差については、Whiteによる修正を行っている。

その結果、新築および中古いずれも有意な結果を得られなかった。東南部に所在する都市に与える影響と同様、政策の効果が無いといえるだろう。

### (3) まとめ

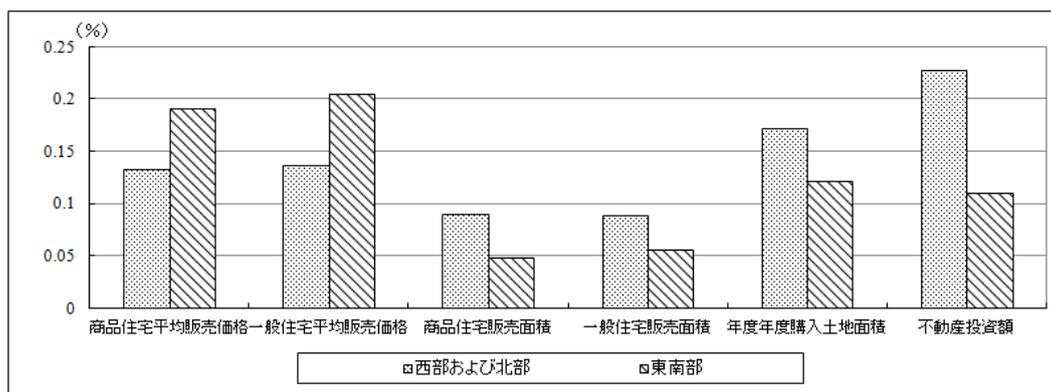
以上の分析により、第2段階で実施した都市において、東南部に所在する都市が、新規住宅購入規制政策の実施に対してより敏感に反応していることが分かる。そして、第2段階に所属する西部および北部の都市における新築住宅価格に対して負の効果を確認できない。その違いが発生する要因について、東南部と西部および北部に所在する都市が経済規模や不動産市場にどのような違いがあるのかによって分かるかもしれない。したがって、図表 V-34~35は、第2段階で実施した東南部および西部および北部に所在する都市の記述統計量をまとめた。

図表 V-34 第2段階で実施した都市の所在地域による記述統計量一覧

項目		単位	西部および北部			東南部		
			2005~2010 年平均	2005~2010 年平均成長率	2010が2005 より成長率	2005~2010年 平均	2005~2010 年平均成長率	2010が2005 より成長率
マクロ 経済	GDP(名目)	億元	3506.4	17.4%	123.3%	5074.1	15.0%	101.0%
	一人当たりGDP(名目)	元	45081.3	13.5%	88.1%	55814.1	11.5%	72.4%
不動産 市場	商品住宅販売平均価格	元	4880.6	13.2%	84.8%	8214.5	19.0%	127.4%
	*一般住宅	元	4697.7	13.6%	87.2%	8137.2	20.4%	145.4%
	商品住宅販売面積	万平方米	852.0	8.9%	36.8%	1071.1	4.7%	-0.7%
	*一般住宅	万平方米	778.6	8.8%	36.2%	931.6	5.5%	-13.3%
	年度年度購入土地面積	万ヘクタール	406.3	17.1%	54.7%	275.5	12.0%	2.1%
不動産投資額	億元	528.7	22.7%	177.0%	545.6	10.9%	85.1%	

出所: 中国各省、自治区および直轄市の2006年~2010年における統計年鑑データ

図表 V-35 第2段階で実施した都市が所在地域による住宅市場の年成長率  
(2005年~2010年)



出所: 中国各省、自治区および直轄市の2006年~2010年における統計年鑑データ

図表 V-34 を見れば分かるように、第2段階で実施した都市において、経済規模と不動産市場の名目値がいずれも東南部の都市のほうが大きく、西部および北部の倍ぐらいある。図表 V-35 で示している2005~2010年における年成長率については、住宅販売価格の成長率が東南部の方が高い一方、不動産開発会社による住宅販売量や不動産投資および年度土地購入面積の年平均成長率は西部および北部の方が高い。また、東南部において、住宅価格の伸び率は、販売量および不動産投資の伸び率より遥かに高くなっている。

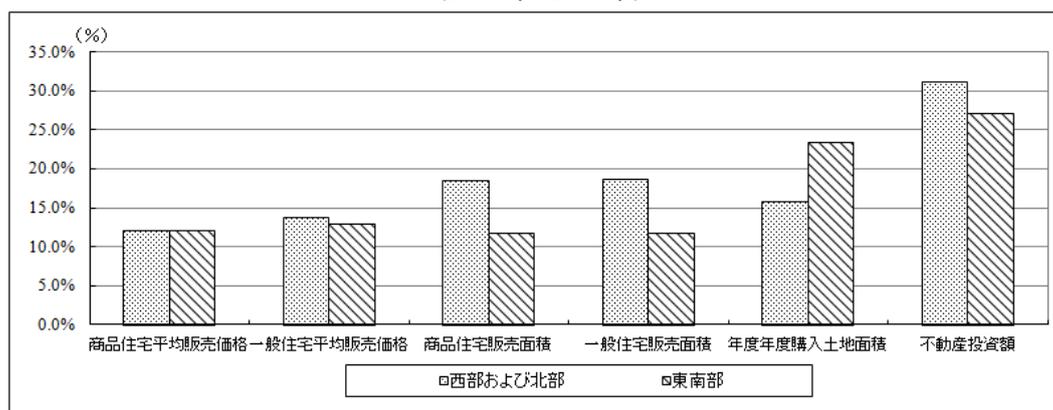
また、図表 V-36~37 で、第3段階で新規住宅購入規制政策を実施した都市について、東南部と西部および北部を分けて、記述統計量をまとめている。

図表 V-36 第3段階で実施した都市の所在地域による記述統計量一覧  
(2005年~2010年)

項目		単位	西部および北部			東南部		
			2005~2010 年平均	2005~2010 年平均成長率	2010が2005 より成長率	2005~2010 年平均	2005~2010 年平均成長率	2010が2005 より成長率
マクロ 経済	GDP(名目)	億元	2020.8	19.0%	128.1%	2342.1	18.1%	129.9%
	一人当たりGDP(名目)	元	31272.4	17.4%	112.6%	35970.3	15.6%	106.4%
不動産 市場	商品住宅販売平均価格	元	3450.9	12.2%	76.2%	3858.2	12.1%	80.6%
	*一般住宅	元	3253.7	13.8%	90.1%	3670.4	13.0%	89.7%
	商品住宅販売面積	万平方メートル	806.8	18.5%	114.0%	674.0	11.8%	61.3%
	*一般住宅	万平方メートル	735.4	18.6%	113.9%	621.6	11.8%	60.9%
	年度年度購入土地面積	万ヘクタール	432.3	15.7%	13.1%	362.7	23.4%	99.2%
	不動産投資額	億元	266.2	31.3%	222.7%	209.1	27.1%	199.7%

出所: 中国各省、自治区および直轄市の2006年~2010年における統計年鑑データ

図表 V-37 第3段階で実施した都市が所在地域による住宅市場の年成長率  
(2005年~2010年)



出所: 中国各省、自治区および直轄市の2006年~2010年における統計年鑑データ

図表 V-35によると、第3段階で実施した都市において、第2段階の都市と違って、経済規模と不動産市場の名目値が東南部と西部および北部の間に大きな差は見えない。図表 V-36で、2005~2010年における不動産市場の年成長率を見ても、販売価格の成長率はほぼ一緒、住宅販売面積で見れば西部および北部の方が高い一方、不動産会社による土地の購入や不動産開発への投資額では西部および北部の方が高い。

## 5. 房産税改革政策の実施効果

### (1) 分析対象および予測効果

第二章で述べた通り、2011年1月26日『新「国八条」』の通告により、中央政府の住宅価格抑制政策の一環として房産税改革が試行され始めた。上海市および重慶市が試行都市として選ばれ、2011年2月からそれぞれに不動産税の改革を行った。今回の改革はバブル抑制が目的であるため、個人保有する不動産に対して租税優遇を廃止し、保有段階での税負担を増やすことを目的とする改革<sup>53</sup>と考えられる。ここでは、房産税改革を実施した上海市および重慶市をトリートメントグループとして捉え、前述の新規住宅購入規制政策および房産税改革をいずれも行わない都市をコントロールグループとし、DID分析を行い、房産税改革の実施効果を確認した。

推定式は前の分析と同様、下記の式で表す。

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 dp_{it} + \beta_2 dt_{it} + \beta_3 dp_{it} dt_{it} + \beta_4 GDP_{it} + \beta_5 Growth_{it} + \beta_6 CPI_{it} + \beta_7 Ir_{it} + v_{it}$$

$dp$  に関しては、上海および重慶は1で、他のコントロールグループの都市は0と与え、 $dt$  については2011年2月までは0で、2011年2月以後は1となる。また、各都市の特性を考慮した上、名目GDP、GDP成長率、CPIおよび利子率を経済成長の説明変数として推定式に加え推定を行う。

被説明変数については、前の分析と同様に中国統計局による「70個大中型都市の住宅販売価格指数」の新築住宅販売価格指数および中古住宅販売価格指数を使っている。

<sup>53</sup> 上海市および重慶市における不動産税改革の内容について、図表 II-5 を参照。

房産税改革は住宅価格抑制政策として提示され、不動産税を課すことによって保有段階でのコストが上昇することによって、一部投資行動を抑制することが目的と考えられる。したがって、ここでの分析では、政策効果項 $\beta_3$ がマイナスの結果が望ましいと考える。

## (2) DID 分析の結果

前述のように、上海は特別な都市であるため、以下の分析は上海を含む場合と除く場合、両方の推定を行った。具体的な結果について、図表V-38でまとめた。

図表V-38 房産税改革政策効果に関するDID推定結果

⇒ CPI, GDP, GDP成長率と利子率が説明変数として推定式に入れる結果:

	Treatment Group:2 Control Group:30		Treatment Group:1 (上海を除く) Control Group:30	
	新築住宅販売価格 指数	中古住宅販売価格 指数	新築住宅販売価格 指数	中古住宅販売価格 指数
$\beta_1$ (政策ダミー)	0.0691 (0.0978)	0.0896 (0.0960)	0.1036 (0.1397)	0.1491 (0.1353)
$\beta_2$ (時点ダミー)	-0.3303 *** (0.1252)	-0.2578 ** (0.1229)	-0.3428 *** (0.1271)	-0.2702 ** (0.1230)
$\beta_3$ (政策効果項)	-0.0492 (0.1829)	-0.0978 (0.1796)	-0.2946 (0.2549)	-0.2260 (0.2469)
$\beta_4$ (GDP)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)
$\beta_5$ (GDP成長率)	0.0217 ** (0.0110)	-0.0167 (0.0108)	0.0279 ** (0.0126)	-0.0196 (0.0122)
$\beta_6$ (CPI)	-0.0010 (0.0125)	0.0146 (0.0123)	-0.0001 (0.0131)	0.0198 (0.0127)
$\beta_7$ (利子率)	-0.0610 (0.1517)	-0.1354 (0.1489)	-0.0514 (0.1546)	-0.1465 (0.1497)
$\beta_0$ (定数項)	98.5493 *** (1.2904)	101.6224 *** (1.2668)	97.6850 *** (1.3712)	101.4981 *** (1.3278)
Adjusted R-squared	0.0692	0.0482	0.0819	0.0562
サンプル数	1024	1024	992	992

\*注:

- ① 括弧の中は Standard Error を表している。
- ② \*, \*\* および \*\*\* はそれぞれに 10%、5%、および 1% の有意水準を表している。
- ③ 標準誤差については、White による修正を行っている。

## (3) まとめ

新築および中古住宅販売価格指数を被説明変数とするいずれの場合でも、政策効果項がマイナスと推定されるが、統計的に有意ではない。したがって、房産税改革の実施効果は確認できなかった。それは、トリートメントグループの都市数が少なく、また実施時間も短いことが原因と考えられる。今回の房産税改革は、個人に住宅の保有に対して課税することによって、保有時のコストを増加させ、住宅投資の利回りを考える投資者の住宅を購入する行動に影響を与えて、需要を減少させる目的である。しかし、課税による保有コストの増加は、賃貸者に転嫁される可能性が高く、投資者はこの転嫁を考慮すれば、税によるコストの増加は無視して投資し続ける可能性が十分考えられる。

また、図表II-9の上海および重慶市における房産税改革の内容を見れば分かるように、

上海市の場合は、一部の非居住者による投機および居住者の投資による需要を抑制する目的であるのに対して、重慶の場合は、高級住宅の所有者に対する課税による社会富を再分配することが目的と考える。先行研究において、張・陳（2011）は、重慶市において、高級住宅の供給は元々少ないことから、実需の割合が大きいため、不動産市場において上昇する局面は変わらないと論じた。したがって、一部の個人に対する保有税を課すことによって、住宅価格を下落させるのにはまだまだ時間がかかるだろう。

## 6. 結論

これまでの実証分析より、以下の結論が導きだされる。

第一に、新規住宅購入規制政策の実施効果および波及効果について、まず、北京における先行的な導入当該実施段階の都市の住宅価格の上昇傾向を抑制する効果があることを確認できた。さらに、中国の政治中心とする北京での政策導入は他のまだ導入していない都市に対してアナウンス効果があり、住宅市場はそういうシグナルによって反応し、他のまだ実施しない都市における住宅価格の下落をもたらしたことも分かった。次に、半年後から上海、深セン等の一部の大都市で行われた第2段階の実施は、当該段階で実施した都市の住宅価格に対して、明確な抑制効果を確認できる一方、第2段階での実施による波及効果は測定できない。また、2011年1月末に、『新「国八条」』の公布に伴い行われた、新規住宅購入規制政策の第3段階で実施効果は、前の大都市での実施効果と違って、政策効果があることが統計的に確認されなかった。

第1、2および3段階での実施効果の違いについて、図表V-3~6で示したように、第3段階で実施した都市の住宅価格や、販売量、また、マクロ経済の規模、都市住民の生活水準等は、いずれの面でも第1段階および第2段階で実施した都市よりいまだに低いレベルに留まっている。くわえて、不動産市場では、本来、過剰需要が存在してないため、そういう投資需要を抑制する目的に打出した行政政策が効かないと考えられる。逆に、新規購入規制政策の実施による望ましい抑制効果があるのは、第1段階および第2段階で実施した大都市において、ファンダメンタルズから乖離した「バブル」が存在しているためであると考えられる。

第二に、新規住宅購入規制政策の規制方法による効果について、第2段階で実施した都市において、規制方法1を実施した都市が、規制方法2を実施した都市より、住宅価格を抑制する効果が著しいと考える。規制方法1と2の違いは、戸籍および既に所有する戸数に対する規制である。規制方法1は、戸籍および既に所有している戸数を問わず、2軒目の新規住宅購入を禁止されるのに対し、規制方法2については、戸籍および既に所有している戸数に対して細かい制約が課される。すなわち、規制方法2は既に2戸以上を持っている居住者と、単純な非居住者による投資を強制的に市場から排除している。規正方法2は1より厳しいと考えるが、効果が少ない原因については、元々居住していない投資者の需要が少ないためと考えられる。また、第3段階で規制方法2を実施した都市においては、政策の実施効果を確認できなかった。

第三に、都市の所在地による新規住宅購入規制政策の実施効果について、第2段階で実施した都市において、東南部に所在する都市が、新規住宅購入規制政策の実施に対してより敏感に反応していることが分かる。そして、第2段階に所属する西部および北部の都市における新築住宅価格に対して負の効果を確認できない。その違いが発生する要因については、東南部および西部および北部に所在する都市が不動産市場における過剰需要、ある

いはバブルが発生しているかどうか、バブルの程度に関係があるだろうと考える。また、第3段階で実施した都市において、東南部と西部および北部に所在する都市のに対して政策効果があることを確認できない。第3段階で実施した都市において、第2段階の都市と違って、経済規模と不動産市場の名目値が東南部と西部および北部の間に大きな差が見えないため、同じように、政策効果がないという結果が得られた。

第四に、房産税改革の効果について、新築および中古住宅販売価格指数を被説明変数とするいずれの場合でも、政策効果項がマイナスであるが、有意に推定されなかった。したがって、房産税改革の実施効果は確認できなかった。それは、トリートメントグループの都市数が少なく、また実施時間も短いことが原因と考えられる。今回の房産税改革は、個人が住宅の保有に対して課税されることによって、保有時のコストを増加させ、住宅投資の利回りを考える投資者の住宅を購入する行動に影響を与えて、需要を減少させる目的である。しかし、課税による保有コストの増加は、賃貸者に転嫁される可能性が高く、投資者はこの転嫁を考慮すれば、税によるコストの増加は無視して投資し続ける可能性が十分考えられる。

また、図表II-9の上海および重慶市における房産税改革の内容を見れば分かるように、上海市の場合は、一部の非居住者による投機および居住者の投資による需要を抑制する目的であるに対して、重慶の場合は、高級住宅の所有者に対する課税による社会富を再分配することが目的と考える。先行研究において、張・陳（2011）は、重慶市において、高級住宅の供給は元々少なく、実需の割合が大きいため、不動産市場において上昇する局面は変わらないと論じた。したがって、一部の投機的需要に対して保有税を課すことによって、住宅価格が抑制される効果は小さいと考えられる。

## 第Ⅵ章 おわりに

本稿では、『国八条』および『新「国八条」』に基づき、一部の特定な都市において実施された新規住宅購入規制政策および房産税改革政策の実施効果について分析を行った。DIDを用いた分析によって、新規住宅購入規制政策の実施によって、北京、上海、深セン等の一部の大都市における住宅価格を抑制する効果が明確であることが確認された。それに対して、第3段階で実施した都市においては、そのような効果がないことが確認された。これは効果がある都市においては、投機資金の流入による過剰需要があり、ファンダメンタルズ以外の「バブル」が存在している可能性が高いと考える。一方、政策が効かない都市においては、経済規模や、不動産業界の発展等、いずれの面で見ても、北京、上海等の大都市と比べ、大きな距離が置いており、住宅価格の上昇は経済成長や、都市化の進み、所得の増加に伴って成長していると考えられる。

今回の中央政府による不動産市場に対する調整は、世界の主要市場における株価の大幅調整や、国内消費者物価指数の上昇による金融政策(金利の引上げ)の引締め懸念と共に、中国国内の株価の急落を引き起こすと考えられる不動産バブルは、不動産価格の上昇という単純な問題だけではなく、その背景には国営銀行の貸付資産と一般家計の財産が流れ込んでいることがある。不動産バブルが崩壊すれば、国営銀行の不良債権問題や、一般家計のバランスシートの崩壊による深刻な社会問題が発生する懸念から、中国政府は株式市場の下落を一時放置し、不動産バブルに専念することを選ぶといわれている。

### (1) もっとも有効的な政策を探す

歴代に渡って最も厳しい住宅価格抑制政策と呼ばれる『国八条』および『新「国八条」』による政策の組合は確かに不動産市場に大きな衝撃を与えた。しかし、これらの政策の行き先はどうかは非常に言い難い問題である。しかし、強制的な規制による不動産市場の低迷は政府にとっても、不動産会社にとっても望ましくない局面だろう。これらの政策は今後の変化について見通してみる。

#### 1) 金融政策

前述において(図表Ⅲ-16)、現在中国の金融機関において、不動産に関連する不良債権はまだ低いレベルであり、近年はさらに減少する傾向である。深刻な不良債権の問題が生じる可能性が低いとはいえ、過剰な金融引締めは経済に悪影響を与えることは確かである。本来ならば、不動産バブルを抑制するために、最も有効的な手段は金利を引き上げることといわれる。リーマンショック後、人民銀行は金利を引き上がり始めたが、しかし、住宅価格が急激に高騰している2009年から2010年10月の間に、中国人民銀行は金利を引き上げなかった(図表Ⅲ-1)。なぜならば、利上げをすれば、人民元の為替レートも切り上げる圧力が高くなると考えられるためである。人民元の急激に切り上げると、未だ外需に依存する中国にとって、低価格で勝負する輸出企業が利潤が減少し、それによって破綻が相次ぐ、中央政府は、その結果として引き起こされる失業者の増加による社会問題等を回避するために、慎重に金利を使用している姿勢である。また、金利の引上げに伴い、インフレの懸念や、株式市場の暴落等をトレントオフした上、人民銀行は利上げを見送り、金融機関の預金準備率の引上げを行うことに留まり、金利による政策手段が束縛されてい

る。

また、金融政策の面で、もうひとつの政策として、住宅ローンの頭金の割合を引上げることである。それは、個人の不動産投資需要を抑制できても、資金が充実している裕福層や不動産の投資ファンド等に対する効果は限定的なものとなる。したがって、金融政策は不動産バブルに対して、一定の抑制効果があるが、様々な原因で、結局万能な手段ではない。

## 1) 行政政策

第III章において、行政政策が2つを紹介した。それは新規住宅購入規制政策および保障性住宅政策である。まず、新規住宅購入規制政策について、投資需要を抑制するために、最も直接的な方法と考える。また、前述の分析において、一部の住宅価格が高騰している大都市に対して抑制効果が明らかである。しかし、こういう政策を長く続けると、まず、既に建設された住宅がデットストックを行い、不動産会社における収益が減少するによって地方政府の税収入を減少する。さらに、住宅価格の下落による土地価格の下落は、現在地方政府財源の半分以上占める「土地譲渡料<sup>54</sup>」に大きな影響を与え、ほかの財源の確保がない状況で、地方政府は「土地譲渡料」の減少を望ましくないだろう。また、こういう政策の施行は有力の監督が必要であるが、政府の収入減少に関わるため、政府から有力の監督を期待しにくいと考える。したがって、新規住宅購入規制政策は一時的な手段として使用されるが、長期的に維持することは難しいと考えられる。

もう一つの行政政策は、政府が一部の資金を確保することによって、低中所得者を対象とする保障性住宅の建設である。それは、供給の増加による住宅価格をファンダメンタルズ価格へ回帰させる方法と考える。保障性住宅の建設は確かに一部の低中所得者の居住問題を解決できるかもしれないが、保障性住宅の購入条件に満たす消費者は、元々住宅投資に参加していない消費者であるため、住宅投資需要に対して、ほとんど効果がないと考える。

## 2) 租税政策

中国の住宅制度の改正に伴い、住宅の市場化を進んでいる中、住宅は割当のものではなく、個人資産として認識されている。また、個人所得の増加に伴い、社会格差を益々拡大している。さらに、住宅投資によるキャピタルゲインを狙う投機資金の流入による住宅価格を高騰している一方、住宅の保有コストが極めて低いという事実を含めて、旧房産税制は既に時代に遅れている。一方で土地資源の希少性から土地や不動産を保有しておくことは、その価格さえ下落しなければ、保有するコストは殆ど生じない。時間が経てば、土地と不動産は極少数の富裕層に集中し偏在してしまうと、社会の公平性が損なわれることになる。したがって、個人が不動産の保有を対象とする税制の完備は早期に実現できることと考えられる。

一部の個人が保有する住宅に対して房産税を課すことによって、住宅市場に与える影響は現在の段階でまだ不明であるが、上述の幾つかの住宅価格抑制政策で見ると、住宅保有に関する税制改正は長期的に渡って、地方政府の財源を確保できる一方、土地の有効的な

<sup>54</sup>現在中国の土地制度によると、「譲渡」を受けて、「土地使用権」を得ることが都市部における土地利用の唯一の私用形態ということになる。現在では、譲渡の方法として、入札、公売、公示による方法で価格競争により取得することとなっている。その収入は地方政府の財源となり、地方政府によって使途が決められる。原則的には、土地の有効利用、土地状況の改善、インフラ建設等に使用される。

利用を導ける方法のではないだろう。しかし、現在の段階で、土地「使用权」制度や、不動産の鑑定評価等の制度まだ整備してないため、不動産税制の根本的な改正はまだ時間がかかるだろう。

## (2) 今後の不動産市場についての展望

今回の住宅価格抑制政策によって、2011 年末の時点まで、中国指数研究院のデータによると、観察された 100 都市において、販売価格と販売量は全体的に下落し、一部の大都市における有名な不動産会社の取り扱い物件の値下がり調整を行い始めた。また、一部の大都市の販売量は歴代最低値に近いに対して、中小型都市はまだ好況を続けている。さらに、需要と供給で見ると、一部の大都市において、販売対供給比は 1 を下回り、2008 年の最低値に接近している。

したがって、今回の政策によって、一部の大都市における不動産市場は調整面に入りつつあるのに対して、一部の投資需要は接近している購入規制政策を実施してない都市に移転する可能性が十分考える。ただし、中小型都市における不動産市場は大都市と比べ、売買市場が発達してないため、投資リスクが高いと考える。一方、北京、上海等の大都市において、人口の集中に対する土地資源が限界があるため、長期に渡って、中心部に位置する住宅の価格が大幅に下落することを考えにくい。中小型都市に関しては、前の分析によって、ファンダメンタルズ価格から乖離した可能性が低いため、都市化の進み、人口の増加、経済成長に伴い、これから成長し続くだろう。また、近年来、中小型都市において、政府による土地の譲渡も、新築住宅の供給量も販売量より早いスピードで増加しているため、短期的にそういう都市で「バブル」を発生する可能性も考えにくいだろう。

また、今後の政策の動向について、2011 年公表された『第十二五ヵ年計画綱要』では、今後五年において、不動産市場に関するポイントは保障性住宅の建設および不動産保有税制の改正である。しかし、住宅価格の高騰は単なる不動産市場の問題ではなく、金融市場に対する強い規制があり、取引環境が不自由、投資商品が乏しい現状において、巨額な資金が不動産市場に流れ込んだ原因と考える。また、土地制度に関する不確実性があり、土地の有効利用ではなく、短期のキャピタルゲインを狙う投資者が多いため、住宅価格の急激な高騰を現れる。さらに、賃貸市場に対する監督が乏しいため、不法賃貸等のリスクの高い違法行為が横行し、賃貸より持ち家を選択する意識が強い原因となる。したがって、今後の政策に関しては、保障性住宅の建設、保有税制の改正は勿論、金融市場の開放と法整備、投資表品の増加、土地制度における不確実性の解消、および賃貸市場に対する有力な監督による若者の持ち家意識の変化等にも、力を注入しなければならないと考える。

## (3) 今後の課題

最後に、本稿では、一部の大都市での政策の実施による波及効果について、先行的な政策の実施時点を起点とする DID 推定を行った。しかし、実際には波及の効果はラグをもって現れると考えられ、波及の効果にバイアスをもたらす可能性がある。政策の波及効果について、今後 VAR モデル等の空間計量経済学的手法を導入して検討する必要がある、それを今後の課題としたい。

## 【参考文献】

### ■ 文献資料

- [1] 野口悠紀夫 [1992] 『バブルの経済学』日本経済新聞社, 1992年, 第二章、第六章
- [2] 清水達雄 [1994] 『バブル現象と土地・住宅政策』住宅新報社, 1994年11月, P72-98
- [3] 労働省 [1998] 『労働経済分析』, 平成10年版
- [4] 白塚重典 [2000] 『資産価格と物価: バブル生成から崩壊にかけての経験を踏まえて』日本銀行金融研究所 IMES Discussion Paper Series, 2000年9月
- [5] 翁邦雄・白川方明等 [2000] 「資産価格バブルと金融政策: 1980年代後半の日本の経験とその教訓」『金融研究』日本銀行金融研究所, 2000年12月, P272
- [6] 深尾京司 [2001] 「日本の貯蓄超過と「バブル」の発生」『戦後日本経済・政治についての1980-1999年』総合研究開発機構(NIRA)の研究プロジェクト, 2001年8月
- [7] 中国税制研究グループ [2003] 『中国の税制』財団法人大蔵財務協会, 平成16年, P252-316
- [8] 北村行伸 [2006] 「パネルデータの意義とその活用—なぜパネルデータが必要なのか」『日本労働研究雑誌』, No. 551/June 2006, P6-16
- [9] 森信茂樹 [2006] 「日本の土地バブルと税制—中国税制との対比」PRI Discussion Paper Series, No.06A-08
- [10] 第3回国際コンファレンス [2007] 「金融の安定と金融部門の監督—過去10年の教訓と今後の対応」『日本の不良債権問題と金融再生』, 平成19年2月
- [11] 閻和平 [2008] 「中国における居住保障制度と住宅政策の展開」『大阪商業大学論集』, 第5巻第1号(通号151・152号合併号), P210-211
- [12] 大野早苗 [2009] 「中国の住宅市場の過熱化に対する海外資本流入の影響」『武蔵大学論集』第56巻第3・4号, 2009年3月, P27-45
- [13] リチャード・佐々木雅也 [2009] 「日本の不良債権処理は失敗だったのか」『知的財産創造』, 2009年12月号, P56-85
- [14] 関志雄 [2010] 「調整面に入った中国の不動産市場」『季刊中国資本市場研究』, 2010年9月, P42-44
- [15] みずほ総合研究所 [2010] 「中国の不動産バブル懸念について—ファンダメンタルズからの論点整理」『みずほアジア・オセアニアインサイト』, 2010年8月5日
- [16] 野村総合研究所 [2011] 「東南アジア不動産投資市場2011—日本、韓国、中国、各市場の着目点」, 2011年1月, P64
- [17] 国土交通省住宅局住宅政策課 [2011] 『2011年住宅経済データ集』住宅産業新聞社, 2011年
- [18] 山縣滋 [2011] 「中国土地所有権制度について—その沿革と展開」『土地総合研究』, 2011年冬号, P9-16
- [19] 齋藤尚登 [2011] 「中国: 保障性住宅が不動産市場の新しい支柱に」大和総研, 2011年8月
- [20] Lee, Myoung-Jae [2005] *Micro-Econometrics for Policy Program, and Treatment Effects*, Oxford University Press
- [21] 世界銀行アジア区中国局環境、人力资源和城市發展處 [1992] 《中国: 城镇住房改革的问题与方案》中国财政经济出版社, 1992年3月, 第1节-第3节

- [22] 何振一 [2004] 《物业税与土地出让金之间的不可替代性简论》《税务研究》，2004 年第 9 期，P21-26
- [23] 钟伟、冯维江 [2004] 《物业税征收的国际经验及借鉴研究》《税务研究》，2004 年第 4 期，P47-52
- [24] 刘恒 [2004] 《物业税开征及其难点透析》《涉外税务》，2004 年第 4 期，P8-11
- [25] 孙刚、李明 [2005] 《对我国开征物业税有关问题的研究》《财政与发展》，2005 年第 4 期（总第 355 期），P11-17
- [26] 吴俊培 [2006] 《我国开征物业税的几个基础理论问题》《涉外税务》，2006 年第 1 期，P5-9
- [27] 金三林 [2007] 《我国房价收入比的社会差距及住房体系政策的基本构想》《经济纵横》2007 年第 9 期，P14-19
- [28] 徐晓军、李佳文、孟勉 [2007] 《我国房地产宏观调控政策效应实证分析》《技术经济》，2007 年 1 月第 26 卷第 11 期，P84-88
- [29] 曲卫东、延扬帆 [2008] 《物业税内涵研究及税负测算分析—以北京市为例》《华东师范大学学报》，2008 年 11 月第 47 卷第 6 期，P48-56
- [30] 王要武、金海燕 [2008] 《我国房地产宏观调控政策效果的实证分析》《土木工程学报》2008 年第 8 期（第 41 卷第 8 期），P105-110
- [31] 马云非 [2010] 《浅谈我过房地产税制结构改革》《财税统计》2010 年 5 月，P7
- [32] 国土资源部土地利用管理司，中国土地勘测规划院 [2010] 《中国城市地价情况 2009》，地质出版社，2010 年 3 月
- [33] 金海燕、任宏 [2011] 《1998-2009 年我国房地产宏观调控政策效果综合评价》《建筑经济》2011 年第 8 期（总第 346 期），P36-42
- [34] 宋歌 [2011] 《我国房产税改革研究》《财政金融》，2011 年 5 月，P4-5
- [35] 苏之涛 [2011] 《我国现行房产税改革的理性思考》《经济研究导刊》，2011 年第 32 期（总第 142 期），P96-97
- [36] 张洪铭、张宗益、陈文梅 [2011] 《房产税改革试点效应分析》《税务研究》，2011 年 4 月（总第 311 期），P35-37
- [37] 王成成 [2011] 《中国房地产市场泡沫存在性分析—基于 35 个大中城市的面板数据研究》《商品与质量》，2011 年 7 月，P99
- [38] 汪涛 《评估中国房地产泡沫》《UBS Investment Research》，2011 年 3 月 22 日
- [39] 中国指数研究院 [2011] 《中国房地产市场 2011 年形势分析与 2012 年趋势展望》，2011 年 12 月
- [40] 北京银联投信顾问有限责任公司 [2011] 《上市银行房地产业务状况及近期形势》《中国经济热点分析报告》，2011 年第 13 期（总第 240 期），P18-19
- [41] 中国人民银行 [2012] 《2011 年金融市场运行情况》，2012 年 1 月 31 日

## ■ 関連法規

- [1] 《中华人民共和国房产税暂行条例》（1986 年 10 月）
- [2] 《上海市房产税实施细则》（1986 年 12 月）
- [3] 《中华人民共和国城镇国有土地使用权出让和转让暂行条例》（1990 年 5 月）
- [4] 《中华人民共和国房地产管理法》（1994 年 7 月）
- [5] 《中华人民共和国房地产管理法》（2007 年修正）
- [6] 《中华人民共和国商品房销售管理办法》（2001 年 6 月）
- [7] 《国务院办公厅转发建设部等部门关于做好稳定住房价格工作意见的通知》（2005 年 8 月）

- [8] 《中华人民共和国城市土地使用税暂行条例》（2006年修正）
- [9] 《中华人民共和国物权法》（2007年10月）
- [10] 《国务院关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》（2007年8月）
- [11] 《重庆市房产税实施细则》（2009年1月）
- [12] 《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》（2010年4月）
- [13] 《国务院批转发展改革委关于2010年深化经济体制改革重点工作意见的通知》（2010年6月）
- [14] 《上海市人民政府关于印发《上海市开展对部分个人住房征收房产税试点的暂行办法》的通知》（2011年1月）
- [15] 《上海市地方税务局关于本市个人住房房产税征收管理有关事项的公告》（2011年1月）
- [16] 《关于上海市开展对部分个人住房征收房产税试点若干问题的通知》（2011年1月）
- [17] 《重庆市人民政府关于进行对部分个人住房征收房产税改革试点的暂行办法》（2011年1月）
- [18] 《重庆市个人住房房产税征收管理实施细则》（2011年1月）

#### ■ 新聞記事

- [1] CCTVの番組『経済半時間』による空室率調査，2010年7月  
<http://www.xinhuanet.com/house/20100804jrht/>
- [2] 深セン大学に主催する深センにおける空室率に関する調査，2011年9月  
<http://finance.sina.com.cn/china/dfjj/20110909/160910461861.shtml>
- [3] 海南省三亜市不動産取引管理所市場部による三亜市における空室率の調査，2011年7月  
[http://news.ifeng.com/mainland/detail\\_2011\\_07/07/7499360\\_0.shtml](http://news.ifeng.com/mainland/detail_2011_07/07/7499360_0.shtml)

#### ■ データベース

- [1] 中国統計局データベース
- [2] 巨額財經データベース
- [3] 『中国統計年鑑』2011年版
- [4] 2006-2011年中国各省統計年鑑
- [5] 中国房地產信息网・「固定資産投資および不動産開発統計」
- [6] 中国銀行業監督管理委員会・「商業銀行不良債権情況表」
- [7] 中国人民銀行・「金融機関人民元預金および貸付収支表（部門別）」
- [8] 中国国家税務総局・「税法規庫」<http://202.108.90.171:9090/guoshui/main.jsp>
- [9] 中国社会科学院金融研究所 [http://ifb.cass.cn/show\\_news.asp?id=44344](http://ifb.cass.cn/show_news.asp?id=44344)
- [10] 網易・『全国限購都市全版図』[http://gz.house.163.com/special/gz\\_xgt/#q2、](http://gz.house.163.com/special/gz_xgt/#q2、)