

## 日中米不動産価格に関する実証的検証

同志社大学 金静之

近年、中国不動産業の発展とともに、不動産価格は高騰している。とりわけ、中国の金融中心地である上海は、住宅平均売買価格が 2000 年の 3,565 元/平方メートルから 2011 年には 14,503 元/平方メートルへと約 4 倍の水準にまで上昇した。

本研究では、まず、中国不動産市場にバブルが生じたかどうかを検証し、中国不動産価格高騰の原因を実証分析によって明らかにする。次に、不動産価格と過剰流動性の相関、さらに外国直接投資と不動産価格の連動性について実証し、不動産価格の変動要因を明らかにする。最後に、中日米不動産価格の変動を比較し、中国不動産市場の特徴を示す。以上の分析によって、中国不動産市場全体像を根本的に把握でき、今後の中国不動産市場の健全化に必要な対策を明確にすることができるということに、本研究の意義がある。具体的な分析とその結果は以下の通りである。

第一に、上海不動産市場を対象に、不動産価格にバブルが存在するか否かを実証的に検証した。具体的には、まず、1998 年から 2012 年までの上海不動産市場について理論的に分析を行った。そして、政府の不動産市場への政策についてまとめた。最後に、単位根と共和分検定を通して、上海不動産市場にバブルがあるか否かについて実証分析を行った。そこでは、全期間（2002.1-2010.12）には不動産バブルが存在することが確認された。さらに、全期間を二つに分けて検証した。その結果、前半の期間（2002.1-2007.9）ではバブルが存在していなかったことが明らかにされた。一方、後半（2007.10-2010.12）では経済ファンダメンタルズから離脱しバブルが生じていたことが示され、2007 年の構造的変化が中国の不動産価格を大きく上昇させる要因になったことが確認された。

第二に、中国不動産価格と流動性について実証的に分析した。具体的には、まず、中国の過剰流動性の現状をまとめた上で、単位根検定、Granger 因果関係検定とインパルス反応検定で、流動性と不動産価格の間ではお互いにプラスの影響を与えているという結果が導かれた。さらに、不動産価格の高騰が海外からの直接投資の流入をもたらしたものであり、FDI の流入が中国の不動産価格の上昇に与えた影響は有意でないことを明らかにした。

第三に、ARCH 型モデルおよびその拡張モデルを用いて、中国、日本、アメリカの不動産価格収益率の変動について時系列分析を行った。分析によって、中国上海不動産市場とバブル形成期のアメリカ不動産市場には、株式市場や為替市場で発生する ARCH 現象が見出された。しかも、中国不動産市場に非対称性があり、市場に好材料が出れば投資家は非合理的に不動産を購入する一方、悪材料が出れば有意に反応しないことが示された。それに対して、日本不動産市場<sup>2</sup> とバブル崩壊後のアメリカ市場では、ARCH 現象が見出されなかった。つまり、通常の ARMA モデルで不動産収益率の変動を捉えることができることが示された。