

## ＜第2章＞中国の不動産問題と『合理的バブル』

梶谷 懐（神戸大学大学院経済学研究科教授）

### はじめに

中国の実質経済成長率は、厳格なゼロコロナ政策の継続や不動産会社や IT 企業への締め付けの影響などにより、2022 年には 3.0%と 2020 年に続く低水準となった。2023 年には 5.2%と目標とされた「5%前後」をクリアしたものの、前年までの低成長からの回復という側面が強く、依然として先行きへの懸念は根強い。このように低迷が続く中国経済の先行きに注目が集まる中、2024 年 3 月に開催された全国人民代表大会では、2024 年の実質経済成長率目標を 2023 年と同水準の 5%前後とした。また、政府活動報告では積極的な財政政策を柔軟に行うと述べる一方で、24 年の財政収支の赤字を国内総生産（GDP）比 3%に保つことを強調し、均衡財政の原則を維持する姿勢も見せた。このように不透明な状況が続く中国経済にとって最大の懸念材料が、不動産市場の低迷であることは疑問の余地がないだろう。本稿では、中国の中長期の経済発展の戦略を考察する上で大きな意味を持つ、不動産市場の動向を分析したうえで、その問題を「合理的バブル」とその終焉という視点から捉え直したうえで、合理的バブルが発生した背景と、今後の不動産市場ならびに中国経済の行方について考察する。

### I. 不動産市場の低迷とそのマクロ的背景

まず現在の不動産市場の低迷が、どういう側面から起きているのかを整理しよう。武漢市をはじめとして全国的に都市封鎖が実施された 2020 年 2 月、中国政府はポストコロナの経済政策としていち早く大胆な金融緩和に動いた（露口、2020）<sup>1</sup>。この金融緩和、および徹底したゼロコロナ政策の実施による感染の抑え込みが当初は功を奏したこともあって、コロナ禍以前の不動産市場はいち早く回復し、一時期過熱状態を呈していた。住宅市場の高騰に市民の批判の声が高まるのを恐れた政府は 20 年 8 月、「三つのレッドライン」、すなわち①前受け金などを除く資産負債比率が 70%以下、②自己資本に対する純負債比率が 100%以下、③短期負債を上回る現金保有の 3 条件を打ち出し、これらの条件を満たさない不動産企業に対して融資を行わないことを決定した。しかし、この政策によって、低金利の借り入れで債務を膨らませていた多くの不動産企業が資金繰りに苦しむようになり、翌 21 年 7 月には不動産大手の恒大集団のデフォルト懸念を契機に不動産企業の株価や社債が暴落したのに続き、同年 9 月には全国主要 70 都市の平均新築マンション価格が 6 年 5 か月ぶりに値下がりするなど、不動産市場は急速に冷え込んだ。また、2022 年

---

<sup>1</sup> 中国の金融政策の運用に関しては、易（2021）参照。

3 月末から約 2 か月間上海市で実施されたロックダウンに代表される、ゼロコロナ政策に基づく長期間にわたる都市封鎖がもたらした経済的打撃もこの状況に追い打ちをかけた。

そして 22 年夏には、購入物件の建設中断により、住宅購入者のローン支払い拒否問題が発生、社会問題化したことから、「保交楼、保民生」（物件受け渡しを保証し、生活を守る）が不動産政策のキャッチフレーズとなる。同年 11 月には「足元の不動産市場の安定健全発展に対する金融支援の実施に関する通知」（「金融 16 条」）が発表され、政策銀行による「保交楼（建設中のマンションの完成を保証すること）」特別貸出の提供、経営リスクに陥ったデベロッパー企業の支援、元本返済の期間延長を含む住宅購入者に対する権益の保障など、住宅の建設を支え、それ以上の価格下落を防ぐための包括的政策が実施された（リサーチ&アドバイザリー一部中国調査室、2022）<sup>2</sup>。また、翌 23 年 1 月にも「3 つのレッドライン」を、主要 30 社に限定して緩和するなど、不動産市場安定化の姿勢が明確にされた。このような政府の一連の対策を受けて、同年 2 月の主要 70 都市の新築マンション価格は、平均で前月比 0.3%、1 年半ぶりの上昇を見せたが、同年 8 月には別の不動産大手、碧桂园のドル建て債に債務不履行の可能性が高まり、危機的な経営状況が明るみに出るなど、不動産関連企業をめぐる状況は依然として不安定な状況が続いている。

これら一連の不動産市場の危機には、個別の不動産企業の経営というミクロ的側面を除けば、三つのマクロ的な背景があると考えられる。即ち、①コロナ禍以降の財政金融政策、②中国の都市化の展望というより長期的な発展戦略、③継続する合理的バブルを通じた世代間資源移転スキームの終焉である。

このうち、本章の次節以降では主に三番目の、マクロ経済学からみた中国の不動産市場の問題点に焦点を当て、その詳しい検討を行う。その前に、その他の二つの点についても簡単に触れておこう。

このうち、より長期的な問題である中国の都市化の展望に関しては、2014 年以降に出された「新型都市化計画」が頓挫していることの影響が大きい。同計画では、人口 50 万～100 万人規模の都市に人口を移していく計画が打ち出されたが、実際には人口の移動・定着が思うように進まず、更には将来的な人口減少が予測されるにも拘わらず住宅建設は主に三線都市に集中した。このためから、市場は明らかに供給過剰に陥り、三線都市の不動産価格が一・二線都市に比べ大幅に下落するという事態を招いている（Rogoff=Yang, 2022）<sup>3</sup>。また大都市に比べて土地の譲渡益に過度に依存する三線都市などの中規模都

---

<sup>2</sup> 「金融 16 条」には、このほか、不動産向け貸出集中度管理制度の猶予期間の緩和や、国有銀行による総額 3 兆 1950 億円の融資枠設定など、不動産関連企業に対する金融面での支援の強化も盛り込まれていた。

<sup>3</sup> またロゴフらは、2021 年に発表された論文の中で、様々な指標を検討した上で中国のマンション需要はすでに頭打ちになっており、今後は価格の調整が避けられないことを指摘している（Rogoff=Yang, 2021）。

市の地方財政に対して、大きな影響をもたらしている点にも留意すべきであろう。

つぎに、コロナ禍以降のマクロ経済政策に関しては金融緩和に関しては迅速に行われた一方で、財政出動に関しては他の主要国と比べても積極性を欠いたことが指摘できる。2020年には感染防止対策として中央政府による1兆元規模の特別債が発行された他、地方特別債（専項債）が3.75兆元（前年発行額2.15兆元）と大きく増加し、財政赤字がGDP比の3.6%に達したものの、企業による社会保険額の支払い免除などの措置の多くは2021年には終了し、2022年には財政赤字をGDP比で2.8%（20年には3.6%）に抑えるというコロナ前の均衡財政に戻す姿勢を見せた。

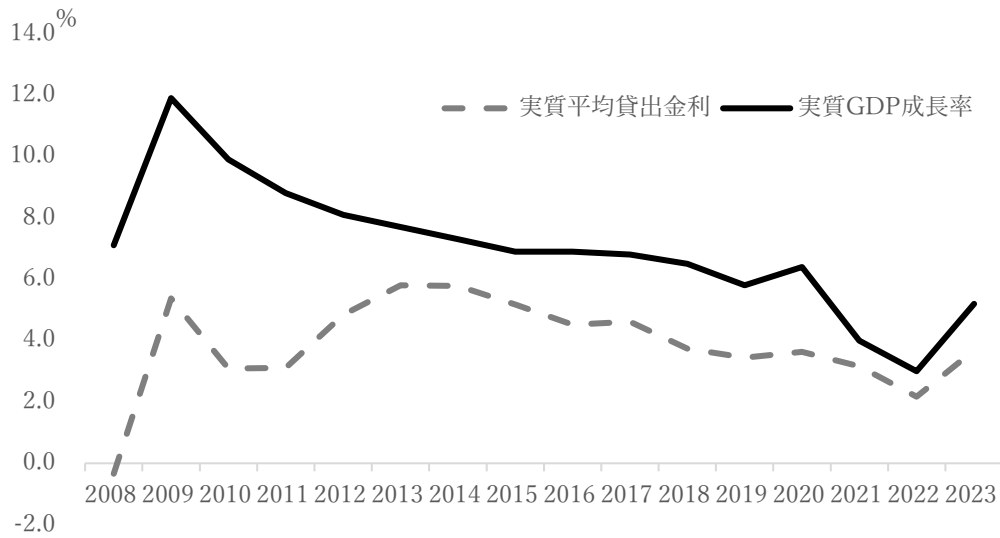
コロナ禍による経済の落ち込みに対して、十分な財政出動が行われず、もっぱら金融緩和に頼りがちであったことは、その後の中国経済に様々なひずみをもたらした。民間部門の債務が急拡大し、そのことが社債のデフォルト不安を拡大させたこともその一つである。例えば、2020年の11月上旬、政府系半導体大手の紫光集団の資金繰り難が表面化したほか、2021年4月には中国財政省が6割出資する不良債権処理会社、中国華融資産管理が信用不安に陥ったことが報じられるなど、政府系の大企業の資金繰り悪化が表面化した。このような状況の延長線上に、2021年の夏に明るみになった中国の不動産大手、恒大集団の経営破綻も理解すべきである。

また、次節以降で詳述するように、中国が過剰資本蓄積による「合理的バブル」の状態にあるという観点からも、コロナ禍以降の過度に金融緩和に頼った景気対策の姿勢は問題とされよう。本来ならば、不動産バブルをソフトランディングさせるためには、政府が財政支出を拡大し、これまで十分ではなかった賦課方式の年金保険の拡充などを通じて世代間の資源移転を積極的に行い、これ以上の資本の過剰蓄積を抑えることが必要となってくるからである。

## Ⅱ．動学的非効率性と「合理的バブル」

本節では、中国の不動産市場を「合理的バブル」の観点から分析するにあたって、マクロ経済学的における「合理的バブル」の考え方について整理しておく。櫻川（2022）は、成長率が金利を上回る状態が持続するとき、定常状態の経済でもGDP成長率を上回らない程度の資産バブルが長期間持続すると指摘した。このような持続するバブルこそが「合理的バブル」にほかならない。櫻川はまた、成長率が金利を上回る「低金利の経済」のもとでは、バブルは次々と対象を変えながら流転していくことを主張している。たとえば、1980年代における不動産と株式のバブルが終焉した後の日本経済では、国債がバブルの対象となっており、そのことが日本の巨額の財政赤字を支えているという。

図1 GDP 成長率と平均貸出の推移



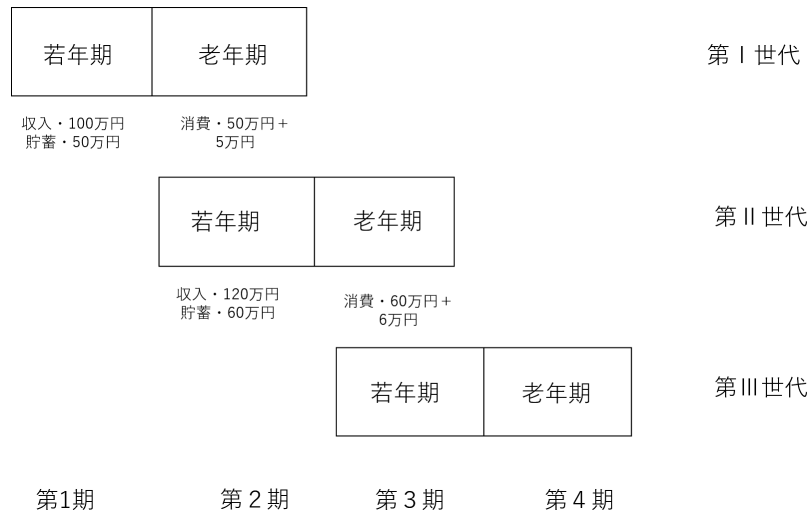
出所：CEIC Data、国家数拠点

注：実質平均貸出金利は、金融機関貸出金利の加重平均値を、商品小売価格指数によって実質化したもの。

中国においても、リーマン・ショック後から一貫して成長率が平均貸出金利を上回る状態が続いていた（図1）<sup>4</sup>。マクロ経済学では、このように定常状態の下で経済成長が金利を上回る状況が持続することを、動学的に非効率な状態と呼ぶ。これは、分権的な経済において投資が飽和状態にあるとき、市場取引を通じては異時点間の資源配分についてパレート最適な配分が実現されず、政府などが強制的に構成員間の資源再配分を行うことにより、構成員全体の厚生を向上させる余地がある状態のことをさす。この動学的非効率性における資源配分の問題を説明するに当たっては、ティロール(Tirol, 1985)などに代表されるように、いわゆる世代重複モデルがしばしば用いられる。

<sup>4</sup> なお、図1から明らかなように、実質GDP成長率と実質平均貸出金利は2021年から22年にかけてきわめて接近している。このことは、2021年後半以降の不動産市場の低迷とも大きく関係していると考えられよう。

図2-a 市場金利による資産形成



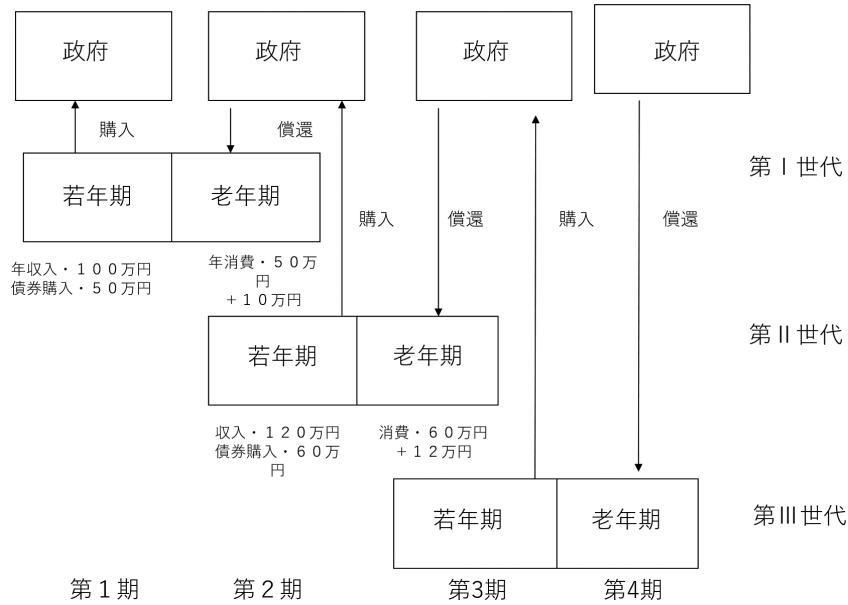
出所：著者作成

注：収入は1期あたり20%で成長する一方、金融機関に預けた場合の金利は1期あたり10%であると仮定している。

このモデルでは、人はすべて若年期と老年期の二期間を生きると仮定する。すなわち、若年期に働いて収入を得たあと、その一部を消費し、老年期には若年期に蓄えておいた貯蓄を取り崩して生活する、と考えるのである。今、上述のように投資が経済全体で飽和状態にあり、実物投資の収益率が低く、したがって実質金利も経済成長率を下回っているケースを考えよう。議論の単純化のため、世代間の人口比率は変化がなく一定だと考える。このようなケースにおいては、若年層の人々は老年期に自分が行う消費のために、低い金利のもとで貯蓄を行わざるを得ない（図2-a）。

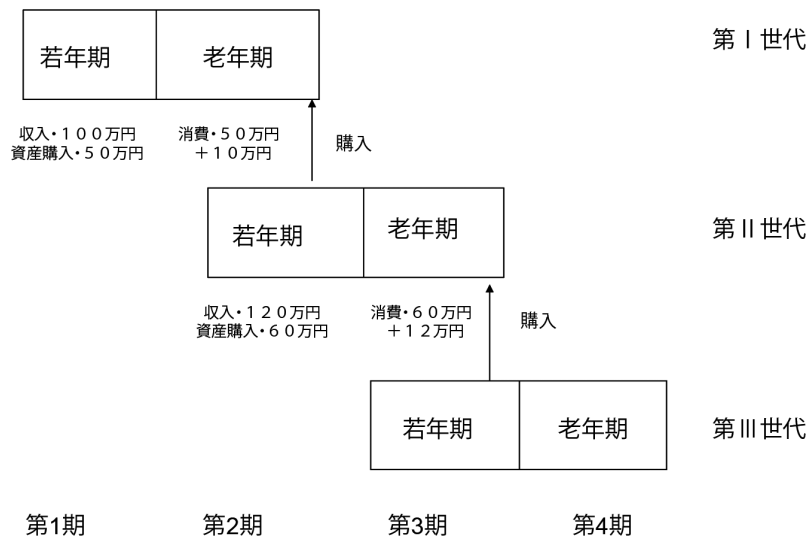
しかしこのとき、政府が每期ごとに国債を発行し、経済成長率と同じ金利を上乗せした額での償還を約束して若年層に販売する、という方法を繰り返せば、経済全体の資源配分の効率性を改善し、図2-aの状態に比べ、すべての世代の人々の消費水準を向上させることが可能である（図2-b）。経済が「動学的に非効率な状態」にあるとは、このような状況のことにほかならない。

図2-b：政府が経済成長率に等しい利払いの債券を発行するケース



出所：著者作成。

図2-c 世代間で資産（バブル財）の売買が行われるケース



出所：著者作成。

さらには、上述のように政府が半ば強制的な資源再配分を行わなくても、各経済主体が経済成長に連動して価値が上昇するような資産、たとえば不動産

産資産の購入を次々と繰り返すことを通じて、動学的非効率を解消し、経済主体全員の厚生水準を向上させることが可能である（図 2-c）。ティローは、このとき世代間で効率的な資金移転を行うためには、本来ファンダメンタルな価値を持たないはずの資産が、一定の価値を持ち、しかもその価値が時間の経過と共に拡大していくものとして取引されることが必要であることを証明した。これがいわゆる「合理的バブル」が発生する状況である。それでは、近年の中国経済において、このような「合理的バブル」は、具体的にどのような背景の下で発生したのだろうか。次節ではこの点を詳しく考察したい。

### Ⅲ. 「合理的バブル」と中国の不動産市場

#### 1. 資本の過剰蓄積による高成長

中国の不動産市場を「合理的バブル」としてみるにあたって重要な論点の一つは、今世紀に入ってから中国経済が旺盛な国内投資が主導する形で高成長を遂げた結果、「資本の過剰蓄積」が常態となった、という点である。

このような「過剰資本蓄積」の状態が深刻化したのはむしろ胡錦濤政権においてのことであった。①国有企業改革、企業間競争の激化などに伴う労働分配率の趨勢的低下、②金融機関からの借入れが困難な非国有企業が内部留保（企業貯蓄）を増加、③社会保障整備の遅れによる家計部門の高い貯蓄率など、「過剰資本蓄積」の背景ともいえるべき現象は、胡錦濤の時代において深刻化したと考えられるからである（梶谷、2012）。

特に、リーマン・ショック後の景気刺激策は、市場に対する政府の介入の度合いを増大させ、「国進民退」と一部の経済学者などから批判される事態を招いた。そのような地方政府主導の過剰な固定資本投資とセットになった一連の景気刺激策は、「過剰資本蓄積」の根本的な解決をもたらすものではなく、市場に対する国家の介入を通じて問題の先送りを行うものだったからである。

このような経済が「過剰資本蓄積」にある状態では、固定資本投資の生産性が低下し、明らかに現在の投資を減らして消費を増やした方が経済厚生は増加するにもかかわらず、消費が抑制され、過剰な固定資産投資が持続的に行われることになる。固定資本投資の生産性が低いにもかかわらず、持続的に設備投資が行われ続けるのは、一般的に資産価格の上昇（下落）による収益＝キャピタルゲイン（ロス）が、時間選好率と投資の生産性のギャップを埋めているものと考えられる。一方で、中国のように固定資産投資に関する政府の権限が強い経済では、政府の採算を度外視した積極的な投資活動により過剰な資本蓄積が進む可能性についても考慮する必要がある。

前節で述べたように、各世代が若年期と老年期の二期間を生きると仮定する世代重複モデルでは、分権的な市場経済の下で各経済主体が消費の最大化を図るにもかかわらず、このような資本の過剰蓄積の状態が生じることが理論的に示唆される。そのような資本の過剰蓄積が生じる時、経済は動学的に非効率な状態に陥っているとされる。従って、中国のような不動産価格の高

騰が生じている経済について、後述のようにその動学的効率性を実証的に検討することは、不動産市場が「合理的バブル」の状態にあるかどうかを検証し、望ましい政策対応を検討するためにも、十分に意味のあることだと考えられる。

## 2. 賦課方式の社会保障の不備

もう一つの要因は、賦課方式の年金制度の不備である。中国の公的年金制度は、強制加入の公務員基本年金および都市職工基本年金、そして任意加入の都市農村住民基本年金がある。このうち、都市農村住民基本年金は2014年に「新型農村社会年金」および都市の非正規就業者を対象とした「都市住民基礎年金」を統合して創設されたもので、任意加入であり、都市職工基本年金に比べ年金給付額が20分の1にとどまっており、その水準が十分でないことが問題とされている（片山、2018）。

一方の都市従業員基本年金は任意加入であり、年金の原資として賦課方式の共通基金に積み立て方式の個人口座が組み合わされた「二階建て」の年金保険となっている。個人口座は、これは従業員の個人名義の年金口座で、従業員本人と雇用主が賃金に比例して保険料を積み立てる。下の世代の保険料を使って上の世代を扶養する「賦課方式」ではないので、少子高齢化の影響を受けないことが期待されてこのような構造になっている。

しかし、前節で示したように、経済が動学的に非効率的な状態にある際には賦課方式の養老年金などによって世代間の資源移転をはかることが、資本の過剰蓄積を解消し、経済厚生を上昇することが広く知られている（二神、2012）。また、やはり前節で示したティロールのいう「本来の価値を持たない資産（バブル資産）」の購入を通じた世代間の資源移転には、政府により提供される老齢年金など社会保険の購入なども含まれるという点である。

すなわち、動学的に非効率な状況において、政府部門が老齢年金などの社会保険の仕組みを整え、社会保障などのサービスを充実させることで過剰な資本蓄積が抑えられ、全ての世代の経済厚生を向上させることが可能になる。一方、社会保障制度の整備が十分ではない場合、過剰な資本蓄積が抑えられず、経済が動学的に非効率な状態から抜け出せないことになる。

しかし、すでに述べたように、現在の中国の公的年金制度は、人口の大部分を占める農民層や都市非正規労働者に対しては、そもそも十分な額の年金が支給される仕組みとなっておらず、また都市の正規就業者にとっても、世代間の資源移転を含まない積み立て方式の年金が大きなウェイトを占めている。近年の中国における資産バブル発生の原因が動学的非効率にあるのだとしたら、その一端は、このような公的年金制度に代表されるように、政府が十分な世代間の資源移転を行っていないところにその原因の一端があることは、明らかであろう<sup>5</sup>。

---

<sup>5</sup> オリビエ・ブランシャールは、その近著の中で、金利、それも国債の利回りなどの「安全利子率」

### 3. 老後の生活保障の手段としての不動産所有

そのように、賦課方式の年金を通じた世代間の資源移転が十分ではない状況の下で、人びとは「安心した老後」を過ごす手段として、マンションを購入してきたという経緯がある。またこのことは、中国においてマンション購入がしばしば「安心した老後を過ごすため」という動機から行われる、現在の中国における社会事情とも合致している。例えば都市に住む比較的裕福な家庭に男の子がいる場合、彼が結婚して住むための二軒目のマンションを購入するケースが多い。この背景には、値上がり続けるマンションをあらかじめ保有していなければ結婚相手が見つからないため、両親だけではなく祖父母もマンション購入のための金銭的援助を惜しまない、という事情がある（斎藤、2023）。同時に、両親にしてみれば老後の生活のサポートを息子夫婦に期待する、という強い動機も存在する。このような社会的な意識を背景に、男子の人口比率が多い地域では、マンションの値上がりがより大きい、という実証研究も存在する（Wei=Zhang=Yin, 2017）。

このような賦課方式の年金制度の不備を背景とした根強い都市部でのマンション需要の存在は、今世紀に入ってから継続的な不動産価格の上昇を支えてきたとともに、旺盛な不動産建設を通じてさらなる資本蓄積の原因にもなっていた、ということができるだろう。

## IV. 今後の中国の不動産市場と合理的バブルのゆくえ

### 1. 資本の過剰蓄積と地方財政

前節で紹介したティロールによる「合理的バブル」の議論によれば、経済が動学的に非効率な状況にある時にはもともと価値を持たない資産が価値を持つ現象＝合理的バブルの発生を通じて世代間の資源配分が行われ、パレート効率性が改善する。動学的効率性の高い経済において生じた合理的なバブルが、国有企業への非効率な投資を縮小し、企業間の資本配分を改善する効果を持ったと述べている（Ge=Yuan, 2022）。

しかし、今世紀に入ってから続いてきた中国の不動産バブルが、ティロールの想定したように、資本の過剰蓄積を防ぎ、世代間の資源配分を促進することで、経済厚生向上に寄与したかどうかは疑問である。第一に、それは第Ⅲ節で論じたように、政府による、賦課方式の養老年金提供といった資本過剰の解決手段が十分ではないために、その代替手段として生じていると考えられるからだ。また第二に、資産価格の上昇は、社会保険の提供に比べて限られた層の経済厚生を上昇させるに過ぎず、経済格差を拡大させる性質を持つ

---

が非常に低い水準で推移し、時には成長率、さらには実質利子率の実効下限を下回るような経済—長期停滞に陥った経済—においては、政府は公債の発行を増加させ、積極的な財政政策を行うことが経済厚生を改善しうる、と主張した（ブランチャール、2023）。同書の主張を中国経済の現状に当てはまるならば、政府は積極的に財政支出を行い、特に賦課方式の年金制度の不備を改善し、世代間の資源移転を改善するべきだ、という政策的なインプリケーションが得られるであろう。◀

ていることも見過ごせない。第三に、度重なるバブルの発生によっても動学的に非効率な状況は基本的に解消されておらず、ティローのモデルにおいて想定されていた、資本の過剰蓄積を解消させるような働きが生じていなかったことが指摘できる。

このようなことから、合理的バブルをもたらした中国経済における資本の過剰蓄積が解消に向かう中、不動産市場がハードランディングし、広範囲における経済の混乱を招くことを避けられるかどうかは、いまだ不透明な状況にあるといわざるを得ない。

資本の過剰蓄積が解消され、これまで続けてきた成長率が金利を上回るような状況が終焉すれば、不動産市場において生じてきた合理的バブルも持続不可能になることは、経済理論の上からも明らかだ。そうなったとしても、例えばバブル崩壊後の日本で生じたように、低金利の国債を広く国民が保有するか、あるいは都市の正規雇用者しかカバーしていない賦課方式の公的年金を、全国民に拡充するなどの手段で世代間の資源移転を図れば、しばらくは低金利の下で人々の不満を抑えつつ、一定の経済成長を実現することは可能である。

そこで、もう一つの懸念となるのが、地方財政をめぐる状況である。もともと地方政府の財政は、地方政府が収容した農地などの土地所有権の売却益に多くを支えられてきた。その収入が、本稿で述べたような動産市場の締め付けによって大きく落ち込むこととなり、多くの地方政府の財政状況が大きく悪化した。中には、黒竜江省鶴崗市のように、職員採用計画を取り消し、財政再建計画を実施することを公表し事実上「財政破綻」したと伝えられる地方政府も現れた。中国の一部の経済学者は、このような地方財政のひっ迫の背景にはそもそも中央財政が十分な財政支出を行わず、地方政府に過度な負担を押し付けているという制度的な問題があることを指摘している<sup>6</sup>。

## 2. 求められる財政制度の見直し

低迷が続く中国経済の先行きに注目が集まる中、2024年3月に開催された全国人民代表大会では、2024年の実質経済成長率目標を2023年と同水準の5%前後とした。また、政府活動報告では積極的な財政政策を柔軟に行うと述べる一方で、24年の財政収支の赤字を国内総生産（GDP）比3%に保つことを強調し、均衡財政の原則を維持する姿勢も見せた。

同時に、1兆元の特別国債を数年にわたって発行する方針も明らかにされた。ただし、これは一般予算の財政赤字としてはカウントされず、特別会計に

---

<sup>6</sup> たとえば、中国社会科学院金融研究所が7月に発表した報告書『中国マクロ金融分析』では、2023年の財政赤字を1兆3000億元（約25兆円）以上拡大し、家計や中小企業への補助金給付のほか、一部の地方政府の債務を国債発行に置き換えることを提言している（中国社会科学院金融研究所宏観金融分析団、2023）。また清華大学経済管理学院の白重恩は2023年9月に、巨額の債務に苦しむ地方政府の負担を軽減するために、コロナ禍により生じた4兆元の債務に限りそれを特別国債の発行によって補填することを提言している（程、2023）。

あたる基金予算に算入された。基金予算に算入される特別国債は、2020年にコロナ感染対策に目的を限定し、やはり一兆元規模発行された抗疫特別国債と同じく、財政赤字には計上されず、政府による独自の事業収益などで償還することが定められている。このため、景気に対しては中立的な性格のものだと考えたほうがよいだろう。

もっとも、3月の政府活動報告で発行が決定された特別国債は、期間が10年以上の超長期債とのことなので、ある程度の景気浮揚効果を持つことは間違いない。それにしても、増税とセットで国債発行するよりは財政赤字を増やしたほうが、景気拡大効果は大きかったはずで、それをしなかったのは、財政赤字を3%以内に抑えなければいけないという縛りが非常に強かったからだと考えられる。

いずれにせよ、本稿で検討してきた、不動産市場における「合理的バブル」の状況からのソフトランディングを図るならば、当面の経済成長率を維持しつつ、低金利政策を続けながらも為替の急落を抑え、その間に不動産価格の下落に伴う社会不安の拡大に備えた社会保障制度の拡充と整備を行う必要がある。この点からも、これから少子高齢化の深刻化が予想され、政府の財政負担の拡大が予想される中、現在のように社会保障の提供から景気対策に至るまで、多くを地方政府に「丸投げ」している現行の財政制度の見直しも必要になるだろう。そのようなきわめて困難な経済政策上かじ取りが三期目を迎えた習政権に果たして可能なのか、という点も含め、ここしばらくは中国の不動産市場、そして地方財政の動向から目を離せない展開が続くだろう。

## 【参考文献】

### （日本語）

- 片山ゆき（2018）「中国の年金制度について（2017）」『ニッセイ基礎研所報』Vol. 62
- 斎藤淳子（2023）『シン・中国人—激変する社会と悩める若者たち—』ちくま新書
- 櫻川昌哉（2021）『バブルの経済理論：低金利、長期停滞、金融劣化』日本経済新聞出版
- 露口洋介（2020）「新型コロナウイルスに対処する金融政策」『Science Portal China』2020年2月28日、  
[https://spc.jst.go.jp/experiences/tsuyuguchi/tsuyuguchi\\_2002.html](https://spc.jst.go.jp/experiences/tsuyuguchi/tsuyuguchi_2002.html)、2023年5月19日アクセス。
- 二神孝一（2012）『動学マクロ経済学』日本評論社
- ブランチャール、オリヴィエ（2023）『21世紀の財政政策』、田代毅訳、日本経済新聞出版
- リサーチ&アドバイザリー一部中国調査室（2022）「中国は金融面の不動産支援政策を打ち出す～不動産市場の冷え込みに警戒」『MUFG バンク（中国）経済週報』574期、2022年11月22日。

### （英語）

- Ge, Jinfeng and Yangzhou Yuan. (2022). “Bubble into reallocation: How bubbles improve capital allocation in China.” *China Economic Review* 75, 101823.
- Rogoff, Kenneth, and Yuanchen Yang. (2021). “Has China’s Housing Production Peaked?” *China & World Economy* 29:1-31.
- Rogoff, Kenneth, and Yuanchen Yang. (2022). “A Tale of Tier 3 Cities.” *NEBR Working Paper* 30519.
- Tirol, Jean. (1985). “Asset Bubbles and Overlapping generations.” *Econometrica* 53:1499-1528.
- Wei, Shangjin, Zhang, Xiaobo, and Yin Liue. (2017). “Home ownership as status competition: Some theory and evidence.” *Journal of Development Economics* 127:169-186.
- Wu, Jing, Yongheng Deng and Hongyu Liu. (2012). “House Price Index Construction in the Nascent Housing Market: The Case of China.” *IRES Working Paper Series*, IRES2011-017.

### （中国語）

- 程思煒（2023）「白重恩：疫情直接增加地方赤字4万億元：建議發行特別國際補缺口」『財政網』2023年09月22日、<https://economy.caixin.com/2023-09-22/102111450.html>、2024年5月6日アクセス。
- 易綱（2021）「中国人民銀行中国的利率体系与利率市场化改革」『金融研究』2021年第9期
- 中国社会科学院金融研究所宏觀金融分析団隊（2023）『中国宏觀金融分析』2023年第二季度、中国社会科学院金融研究所。