

ストラテジーブレティン (340号)

日中不動産バブルの比較と中国 Japanification の可能性

～日本のバブルは帳簿価格の膨張、中国のバブルは投資の膨張～

中国不動産バブル崩壊は世界経済の最大懸念の一つとなった。日本の不動産バブル崩壊は失われた 30 年に帰結したが、中国が日本の辿った道を後追いつけるのか、関心が高まっている。以下、日中の不動産バブルを比較すると、中国の日本以上の深刻さが浮かび上がる。日本の場合、政策の誤りによりバブル崩壊(資産価格の過剰値上りの是正)のみならず、負のバブルの形成(本源的価値以下までの株価、不動産価格の低下)があり、経済へのダメージが増幅された。他方中国は土地バブルを原資として過剰投資を積み上げたという、日本にはない深刻さがある。

株式会社 武者リサーチ
代表

武者 陵司

E-mail: musha@musha.co.jp
www.musha.co.jp

〒108-0075

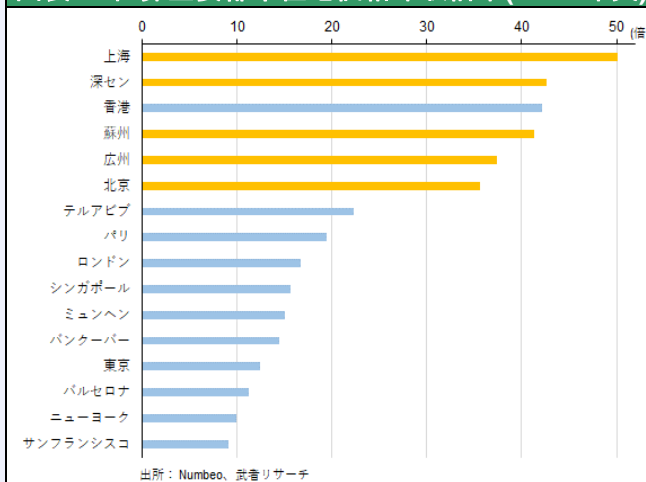
東京都港区港南 2-16-7

(1) 日中不動産バブルの規模の検証

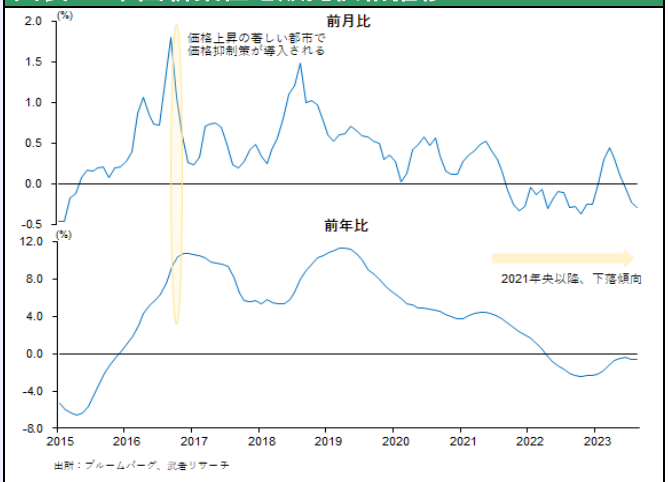
中国バブルが日本以上に深刻な現実(FACTS)を 4 点にわたって検証する。

まず第一に、中国において、近年世界が経験したことがない不動産価格の異常な値上がりが見られたことが指摘される。不動産価格の水準を年間所得との比較で見ると、上海 50 倍、深圳 43 倍、香港 42 倍、広州 37 倍、北京 36 倍(2023 年 NUMBEO 調べ)と、歴史的な水準に達している(東京は 12 倍、NY10 倍)。バブル期の東京の同倍率が 15 倍であったことと比較すると、中国の深刻度は明らかである(図表 1)。また住宅価格を年間家賃との比較で見ても東京や NY の 25 倍に対して、中国は全国中央値でも 58 倍(2023 年中国不動産協会調べ)と著しく高い。住宅所有が結婚の条件という中国で、若年失業率が 20%超の環境下で、この価格は異常である。結婚できない若者が続出し社会的不安が高まり、政権はそれを無視できなくなった。「住宅は住むためのものであり、投機の対象ではない」という習主席の言葉は、1990 年頃の日本と同様に、イデオロギーというより、国民の強い不満に対する対応と理解すべきであろう。

図表 1: 世界主要都市住宅価格年収倍率(2023 年央)

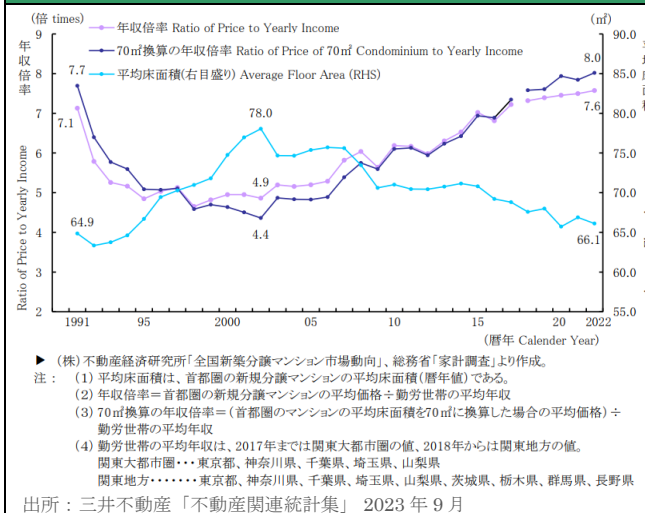


図表 2: 中国新築住宅販売価格推移

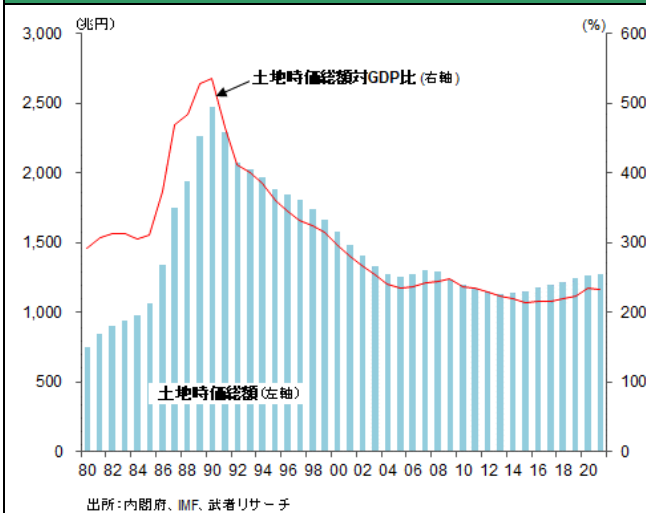


では、不動産バブルのマクロ的規模はどれほどか。日本の土地時価総額は、1980 年(745 兆円)、1990 年(2,477 兆円)、2005 年(1,252 兆円)、2013 年(1,135 兆円)、2021 年(1,276 兆円)と推移してきた。ピーク時 1990 年の対 GDP 比は 581%であった(図表 4)。これに対し、2017 年の中国の住宅時価総額は 430 兆円 (Kenneth Rogoff, Yuanchen Yang (2020), "Peak China Housing") という試算がある。GDP 79 兆円として計算すれば、対 GDP 比は 544%と、ほぼ日本のバブル時に匹敵することがわかる。

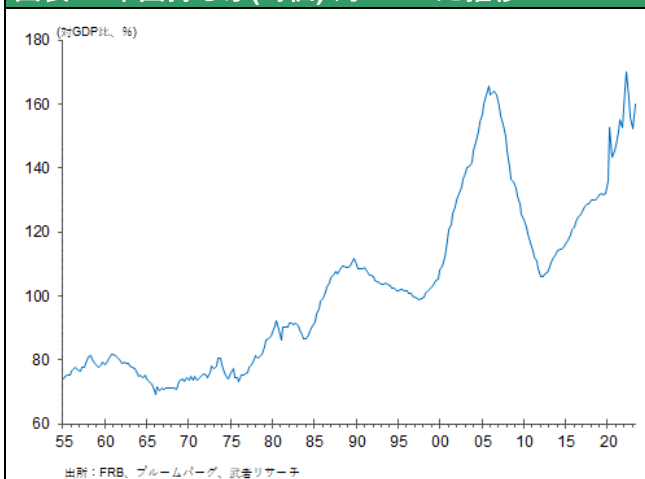
図表 3: 首都圏マンションの価格と世帯年収の比率



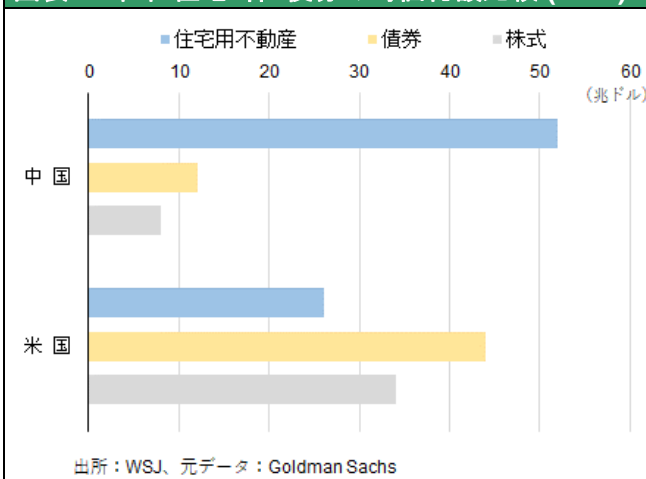
図表 4: 日本の土地時価総額と対 GDP 比推移



図表 5: 米国持ち家(時価) 対 GDP 比推移



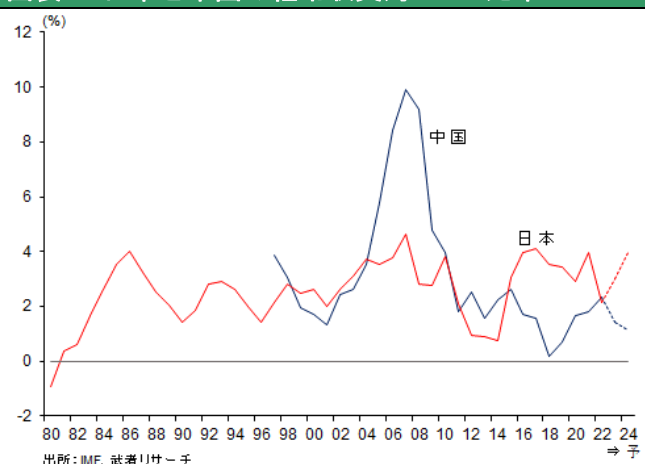
図表 6: 米中 住宅・株・債券の時価総額比較 (2019)



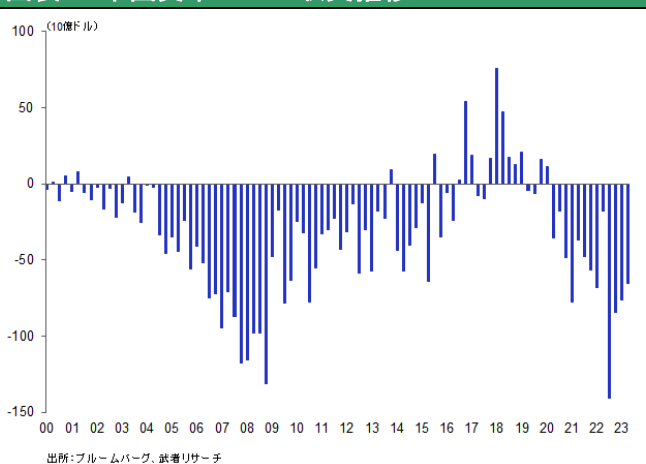
ちなみに FRB による米国の住宅時価総額(家計保有)はバブルピーク 2007 年でも 26 兆ドル(対 GDP 比 180%)、2011 年 20 兆ドル(対 GDP 比 129%)、2022 年 45 兆ドル(対 GDP 比 177%)となっており(図表 5)、日本と中国のバブルはやはり桁外れに大きかったことがわかる。

第二に、不動産バブル発生の根本的原因において、中国には日本にはなかった能動的要因がある。日中のバブル原因には共通点と相違点がある。日中ともに不動産バブルは、ニクソンショック後のドル垂れ流しの国際分業進展の下で、対米輸出の急増で経常黒字が大きく積みあがったことに端を発する。日本では 1980 年代以降 GDP 比 3~4%の経常黒字が積み上がり、中国は北京オリンピックを挟んだ 2006~10 年にかけて、GDP 比 5~10%の巨額黒字を出し続けた。それは即、国内通貨の過剰供給に繋がり、不動産バブルの形成の原動力になった。また中国では 2015~16 年の金融危機・人民元安危機に対応し資本輸出規制を再導入したため、過剰貯蓄が国内に封鎖され 2016~17 年の不動産狂乱を引き起こした。このように対外黒字と過剰通貨発行は日中共通のバブル原因である(図表 7,8)。

図表 7: 日本と中国の経常収支対 GDP 比率



図表 8: 中国資本フロー収支推移



図表 9: 地方政府土地売却収入と総歳入比 (日本総研)



日中共通の受動的バブル形成に対して、中国には政策が能動的にバブルを引き起こしたという、大きなバブル形成の誘因があった。中国国家財政は地方が支出の85%を担うという構造になっているが、地方の財政収入の4割が土地利用権売却益によってねん出する仕組みとなっている。地方政府は規制・周辺インフラ整備・金融支援込みで魅力度を高めた土地利用権を売却し巨額の収入を得続けた(図表9)。その威力は、2008年のリーマンショック時の世界経済を助けたといわれた4兆元の経済対策や、2015年のチャイナショック時に発揮された。

こうしたことから第三に、不動産金融において、中国の不動産関連負債は日本に比べて突出したレベルとなっている。日本の不動産金融はもっぱら銀行部門の過剰融資であった。それに対して中国は地方政府の別動隊であり公共インフラ整備資金の調達を担う地方融資平台(LGFV)の債務が急拡大してきた。

日本の不動産金融の規模は、1990年の総量規制の対象となった3業種(建設、不動産、ノンバンク)に対する銀行融資と捉えてよい。3業種向け貸し付けは1980年33兆円(総貸出に対する比率13%)、1985年50兆円(同18%)、1990年89兆円(同22%)、1997年115兆円(同22%)と急増しバブル形成の主燃料となったが、そのGDPに対する比率は1985年15%、1990年19%、1997年21%であった(図表10)。

図表 10: 日本の不動産向け貸付額と貸付比率、対GDP比推移

	1980	1985	1990	1997	2005
総貸付 (a)	173	275	408	513	399
不動産	11	24	48	65	53
建設	10	16	21	32	17
ノンバンク	2	10	20	18	10
上記3セクター小計 (b)	23	50	89	115	80
(b)/(a)	13%	18%	22%	22%	20%
(b)/GDP	9%	15%	19%	21%	15%

図表 11: 中国地方融資平台債務残高と対GDP比推移 (IMF, 日本総研)

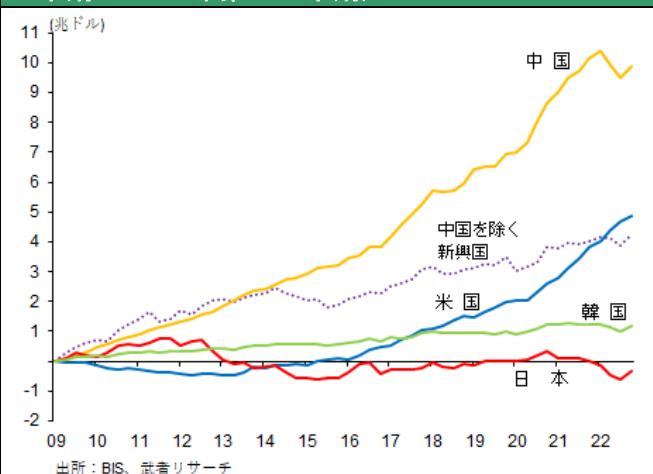
借入主体	兆円							対GDP比、%						
	2018	2018	2020	2022	2023	2023-2018	2018	2018	2020	2022	2023	2023-2018		
非金融セクター債務	227	252	285	315	348	380	153	248	254	278	277	291	306	58
政府債務	74	85	101	115	132	151	77	80	86	98	101	112	121	41
一府政府債務	33	38	47	53	61	69	36	36	39	45	47	52	55	19
中央政府	15	17	21	23	26	29	14	16	17	20	20	22	23	7
地方政府	18	21	26	30	35	40	22	20	22	25	27	30	32	12
"隠れ"債務	41	47	54	62	71	82	41	44	47	53	54	60	66	22
LGFV	35	40	45	50	57	66	31	38	40	44	44	48	53	15
政府引当基金	6	7	9	12	14	16	10	6	7	9	10	12	13	7
民間セクター債務	153	166	184	199	215	228	75	167	168	180	175	180	184	17
家計	48	55	63	71	73	75	27	52	56	62	62	61	61	9
企業	105	111	121	128	142	153	48	115	112	118	113	119	123	8

それに対して中国の場合、融資平台だけで債務総額は2018年35兆円(対GDP比38%)、2023年57兆円(対GDP比53%)と推移し、IMFの見通しでは、2027年102兆円(対GDP比では60%以上)となっており、日本の比ではないことが分かる。IMFはこれらを政府の隠れ債務と呼び、それを加えれば中国の政府債務残高は2027年にはGDP比149%と日本に次ぐ高債務国になると予想している(図表11 日本総研三浦有志氏「中国経済の新たなリスクに浮上した地方融資平台」より)。

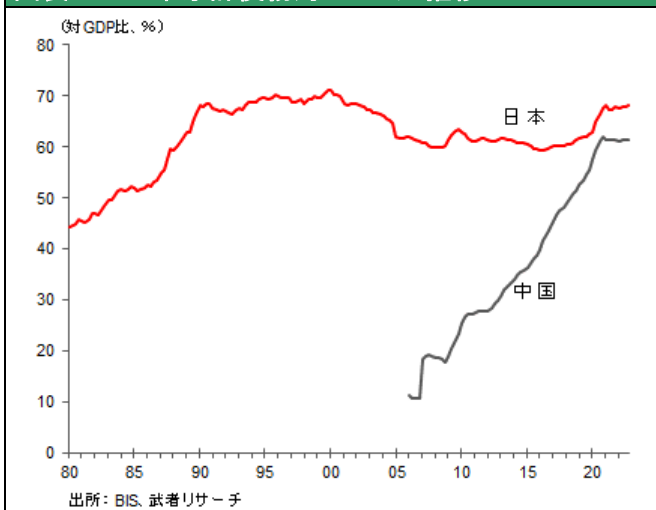
加えて、日本のバブル崩壊時には存在しなかったシャドウバンキング(貸付信託、受託債券、受取手形、信用状、収益権等)によるデベロッパー等の資金調達も数十兆円(対GDP比10%以上)存在していると推測される。

また家計債務対GDPを比較すると、日本のバブル期(1980~1990年)で45%から68%へと23ポイントの上昇だったのに対して、中国は2010年の26%から2020年の62%まで36ポイントと急上昇しており、中国の家計債務の脆弱性が推測される(図表12,13)。

図表 12: 米中韓日の家計債務の変化 (2009年第4四半期→2022年第4四半期)



図表 13: 日中家計債務対 GDP 比推移



第四に、不動産バブルの経済への影響において中国の比重は大きい。バブル関連産業を建設業と不動産業と定義し両者の産業別 GDP を合計すると、日本の場合 1990 年 GDP 比 21.0%(建設 10.1%、不動産 10.9%)、2021 年同 17.4%(建設 5.5%、不動産 11.9%)と推移してきた。それに対して中国は 2016 年 29%(建設+不動産)と推定されている (Kenneth Rogoff, Yuanchen Yang (2020) , "Peak China Housing")。

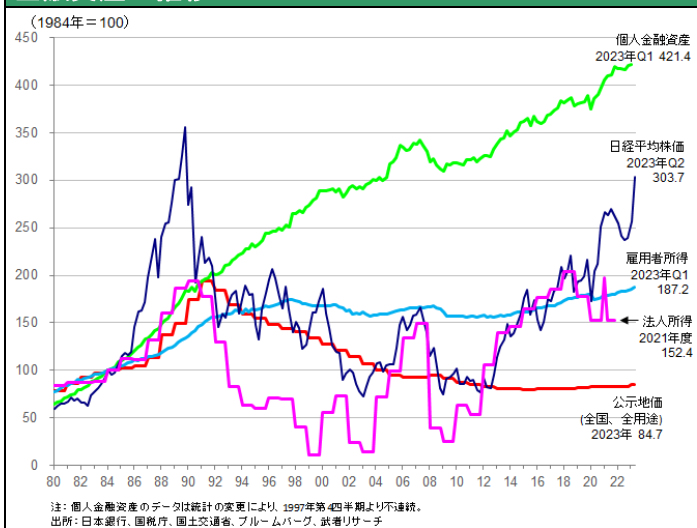
以上のように検証すると、すでに形成された不動産バブルのスケールは、1980～90 年代にかけての日本のそれよりはるかに大規模なものであることが分かる。

(2) 中国不動産バブル崩壊はまだ序の口

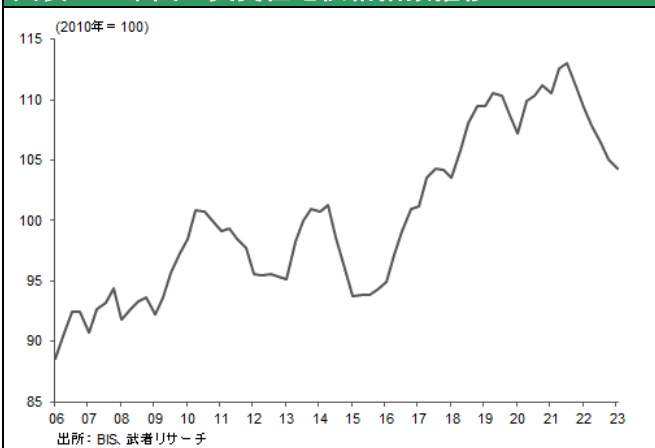
ではバブル崩壊の現状はどうかだが、中国はバブル崩壊の初期、日本の推移と比較すると 1990 年代前半に相当する、と言えるのではないか。日本の 6 大都市市街地価指数 32.5(1971)、67.8(1980)、285.3(1991)、68.6(2005)、67.8(2013)と推移してきた。11 年で 4.2 倍となった後、バブルの高値からは 13 年間で 75%低下し底入れをした。

他方、中国の不動産価格下落は今始まったばかり、当局の公表値は数%の下落に過ぎない(図表 2)。しかし、アリババ本社近くの中古物件、21 年終盤の高値から 25%安になったとのメディアの報道がなされており(ブルムバーグ)、仲介業者データではすでに高値から 15～25%下落したと推測されている。むしろ、現在最も大きく変化しているのは中国の不動産販売の激減である。大手 100 デベロッパーの販売額はピーク 2021 年比 7 割減で推移しまだ底入れしていない。また家計の住宅ローンも激減している。

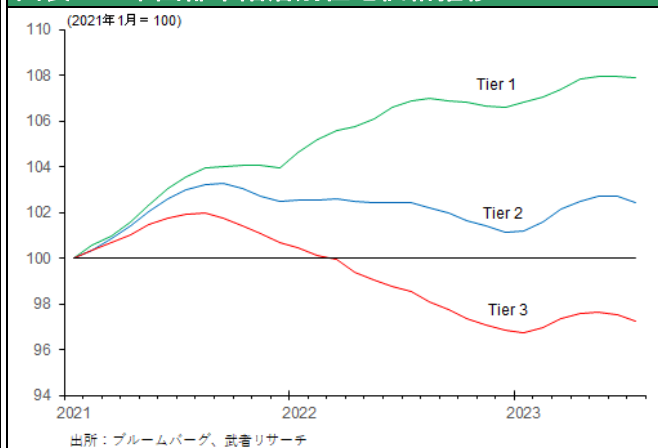
図表 14: 日本の地価・株価・法人所得・雇用者所得・個人金融資産の推移



図表 15: 中国の実質住宅価格指数推移



図表 16: 中国都市階層別住宅価格推移



ということは、不良債権の発生と処理も今の中国はほんの入り口に過ぎないということである。日経新聞(8月31日)は、中国不動産デベロッパー11社のバランスシート合計値を発表した(図表17)。「主要11社の6月末のバランスシートは資産総額が約12兆3300億元(対GDP比10%)に対し、負債総額が約10兆3400億元。差し引き約1兆9900億元が資本となっている。総資産のおよそ半分を占める開発用不動産の評価が仮に32%下がれば、資本不足で債務超過に転落する計算だ。」しかし、開発用不動産以外の資産もバブル崩壊で評価が大きく下落するだろうこと、価格下落はこれからが本番、大幅な評価減は不可避であろうこと、を考えれば、ほぼ全社が債務超過に陥ることは避けられないのではないのか。

図表 17: 不動産大手11社のバランスシート
(日本経済新聞)

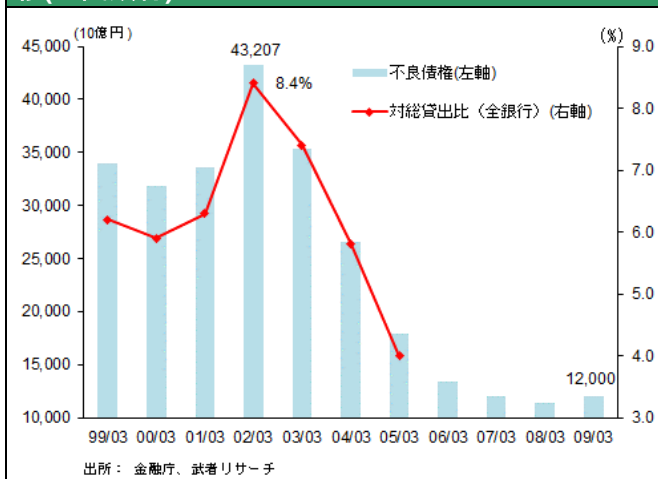
開発用不動産は資本の3倍超
(主要11社計の貸借対照表、23年6月末)

資産		負債・資本	
開発用不動産	6兆3495 億元	買掛金	2兆5955 億元
		契約負債	3兆3983 億元
		その他	4兆3535 億元
その他	5兆9836 億元	資本	1兆9858 億元

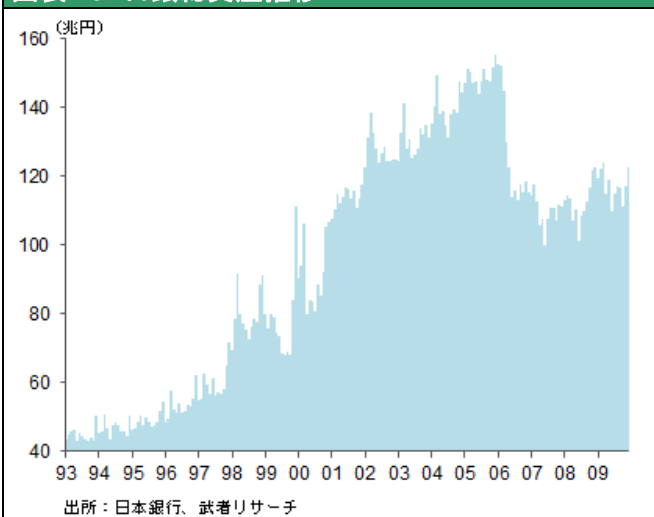
負債

日本の場合、全国銀行の不良債権のピークは2001年の43兆円、累計の銀行処理額は80兆円程度、GDP比20%程度に上ったものと推定される。日銀は銀行の不動産処理による損失に対して巨額の量的金融緩和で対応した。損失処理が進展した1998年から2005年にかけて、日銀総資産はほぼ80兆円増加した(図表18,19)。これは銀行の処理額はまるまる日銀信用によって補填され、銀行のバランスシートの収縮は避けられたことを意味する。このように日本の不良債権処理の過程を振り返ると、未だ中国では不良債権の処理すら始まっていない段階と言える。

図表 18: 日本の銀行不良債権額と対総貸出比率推移(全国銀行)



図表 19: 日銀総資産推移



(3) 不動産バブル崩壊がバランスシートリセッションに止まらないのか

中国は固定資本形成の GDP 比 40% 超という歴史上例のない投資主導経済を 20 年にわたって続けてきた(図表 20)。この投資主導経済の実態はコスト先送りによる需要創造である。投資とは会計的には支出し(=需要を創造し)、コストを資産計上によって先送りするという危険な行為である。建設された設備や構築物が有効に活用できないものであれば、不良資産の山を作り続けることになり、非常に大きなリスクを伴う。共産党主導の地方政府は、そのリスクに無頓着で、成長競争のみにこだわる投資暴走を続けてきたのだ。2 年余りでアメリカ 100 年分のセメントを消費したといわれるほどの天文学的投資資産の多くが、価値を生み出す健全資産とは考えられず、潜在的不良資産が積み上がっていると推測される。

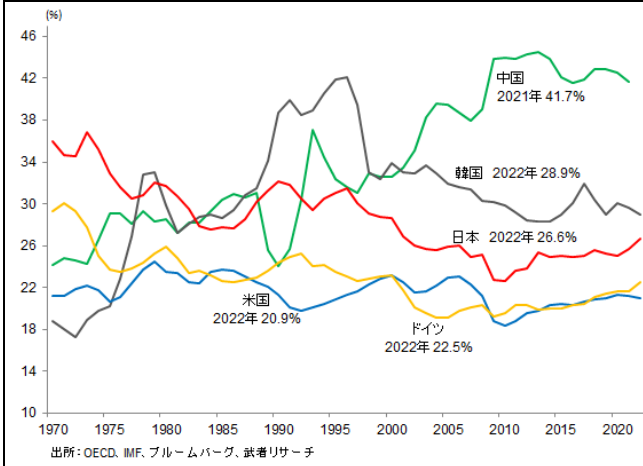
固定資産投資による経済成長を続けてこられた背景には、土地の錬金術があった。地方政府が土地利用権を売り、その売却代金が地方政府の収益の四割を占めたことで、地方政府は極めて収入が潤沢になった。そうした潤沢な資金をインフラ投資やハイテク企業への支援に向けることができた。この成長パターンは、バブルが崩壊し、地方政府による土地利用権売却収入が止まると維持できなくなる。そして、今その崩壊が実際に始まったのである(図表 9)。

投資とは逆に、過去 40 年間に消費対 GDP 比は 53% から 38% へと 15% 低下し、消費が投資を下回り続けたことも異例である(図表 21)。今後予想される投資の落ち込みは消費の増加でカバーするしかないが、バブル崩壊と習近平政権の奢侈を非難するイデオロギーは、家計の防衛的貯蓄の引き上げに結び付き、一段と経済活力を奪っていくことが想定される。短期的困難を、①バブル崩壊の先送り、不良債権の隠ぺい、追い貸しなどの弥縫策、②家計に対する減税などの消費支援で、糊塗するだろうがその効果は短命であろう。

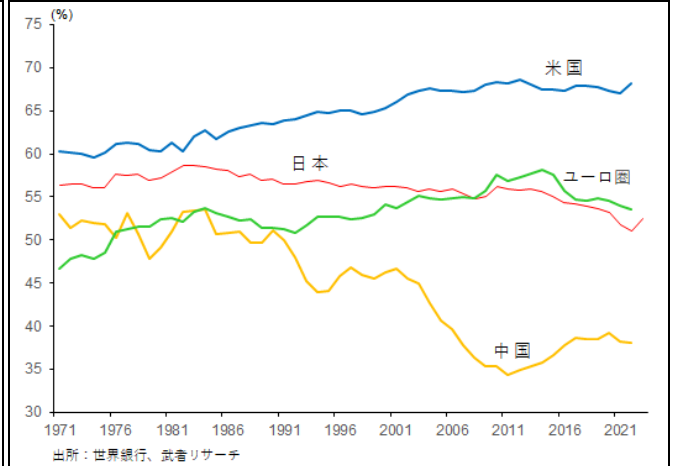
中国の困難はかつて日本が陥ったバランスシート不況とは異なる。日本の BS 不況は、資産価格下落による金融上の損失の発生であり、時間をかけてその処理が完遂された。しかし中国の根本問題は、実物資産の作り過ぎ、過剰住宅・過剰設備・過剰インフラにある。そこからの脱却は実物経済の急収縮をもたらす。深刻な大恐慌型の経済困難がありえる。

ということは、中国が日本化(Japanification)するかどうか、という問いは甘すぎる。より深刻な将来が待っていることを念頭に置くべきである。

図表 20: 主要国総固定資本形成対 GDP 比 (名目)



図表 21: 主要国家計支出対 GDP 比 (名目)



著作権表示©2023 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見直しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。