

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～

武者リサーチ 代表 **武者 陵司**



武者 陵司氏

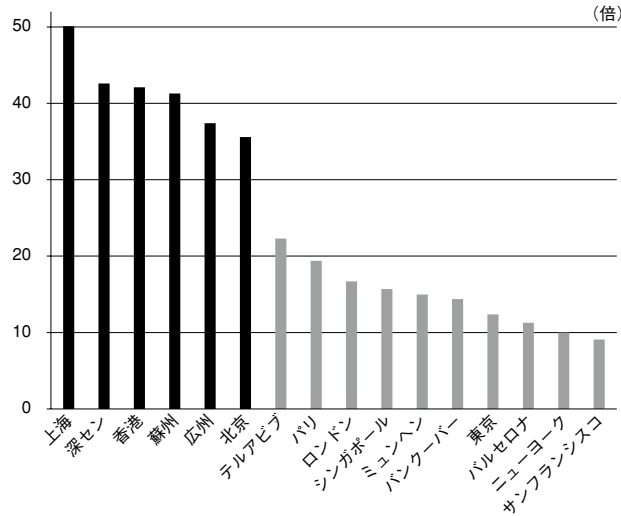
中国不動産バブル崩壊は世界経済の最大懸念の一つとなった。不動産バブル崩壊は日本の失われた30年に帰結したが、中国が日本のたどった道を後追いつめるのか、関心が高まっている。以下日中の不動産バブルを比較すると、中国の日本以上の深刻さが浮かび上がる。日本の場合政策の誤りにより、バブル崩壊（資産価格の過剰値上がりの是正）のみならず負のバブルの形成（本源的価値以下までの株価、不動産価格の低下）があり、経済へのダメージが増幅された。よって政策対応次第では、中国が日本の後をそのままトレースするとは限らないが、中国バブルのスケールの大きさを認識しておくことは重要である。

(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。

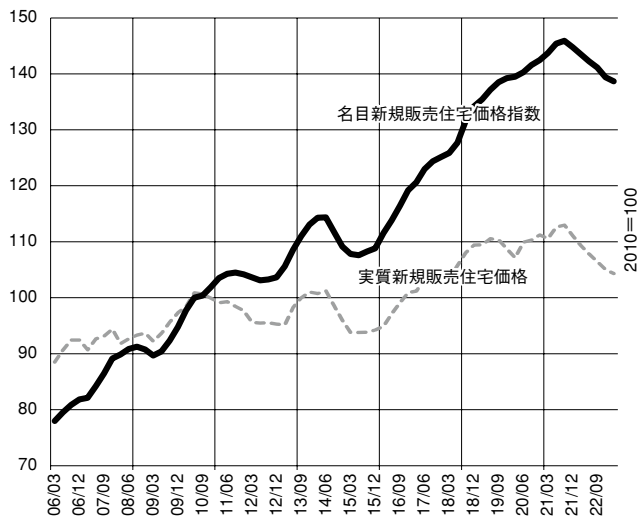
第一に中国において、近年世界が経験したことがない不動産価格の異常な値上がりが起きたことが指摘される。不動産価格の水準を年間所得との比較で見ると、上海50倍、深圳43倍、香港42倍、広州37倍、北京36倍（2023年NUMBEO調べ）と、歴史的な水準に達している（東京は12倍、NY10倍）。バブル期の東京の同倍率が15であったことと比較すると、中国の深刻度は明らかである。また住宅価格を年間家賃との比較で見ても東京やNYの25倍に対して、中国は全国中央値でも58倍（中国不動産協会2023年）と著しく高い。住宅所有が結婚の条件という中国で、若年失業率が20%超と言う環境下での、この価格は異常で

(図表1) 世界主要都市住宅価格年収倍率 (NUMBEO)



(出所) Numbeo、武者リサーチ

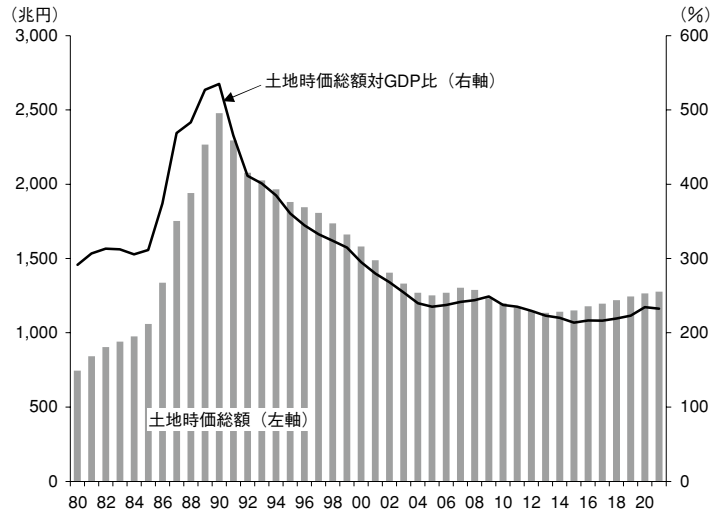
(図表2) 中国名目/実質新築住宅販売価格推移



(出所) BIS 武者リサーチ

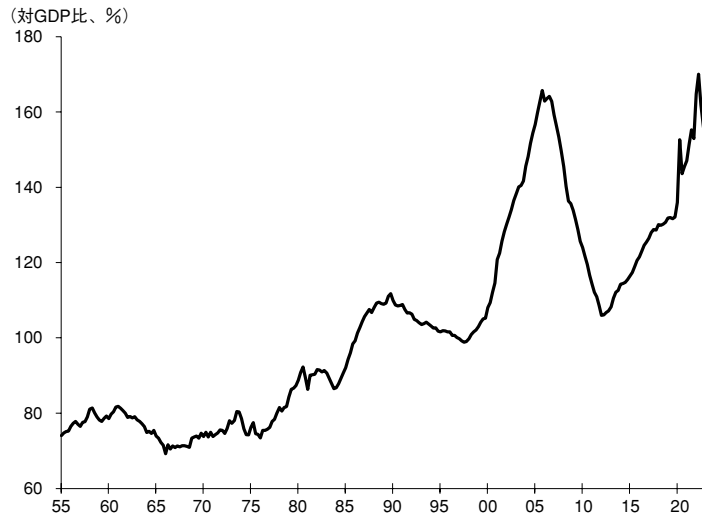
ある。結婚できない若者が続出し社会的不安が高まり、政権はそれを無視できなくなった。「住宅は住むためのものであり、投機の対象ではない」という習主席の言葉は、1990年頃の日本と同様に、イデオロギーというより、国民の強い不満に対する対応と理解するべき

(図表 3) 日本の土地時価総額と対GDP比推移



(出所) 内閣府、IMF、武者リサーチ

(図表 4) 米国住宅時価 (家計保有) と対GDP比推移

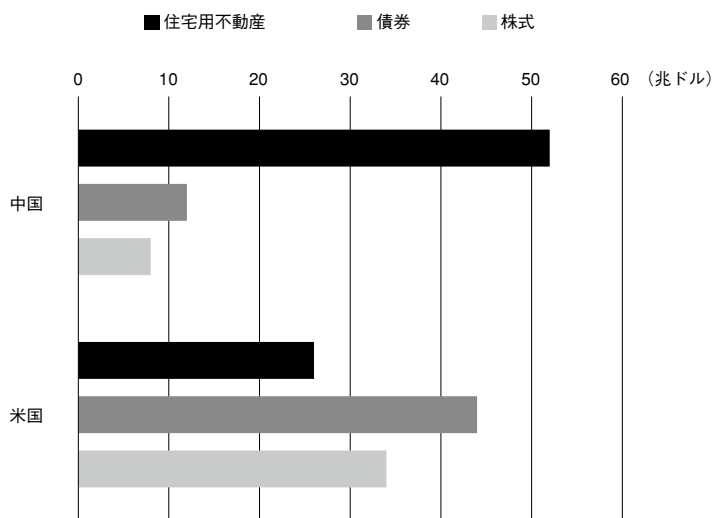


(出所) FRB、ブルームバーグ、武者リサーチ

であろう。

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)

(図表 5) 米中住宅・株・債券の時価総額比較 (2019年GS調べ)



(出所) WSJ、元データ：Goldman Sachs

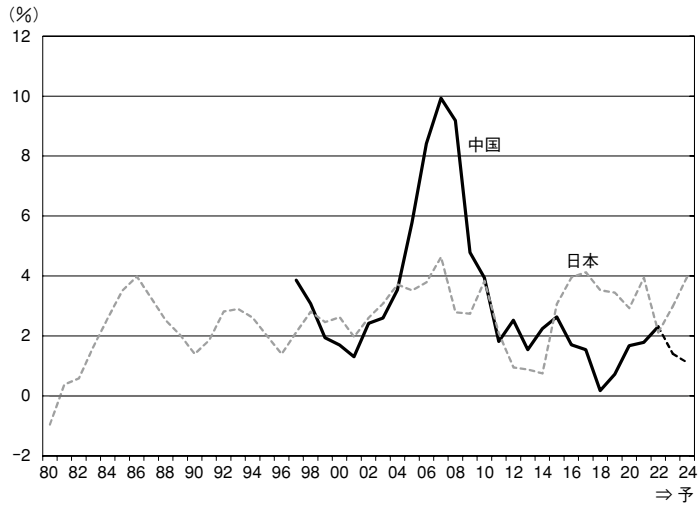
と推移してきた。ピーク1990年の対GDP比は581%であった。これに対して中国は2017年住宅時価総額430兆元 (Kenneth Rogoff, Yuanchen Yang (2020), "Peak China Housing") という試算がある。GDP79兆元として計算すれば、対GDP比は544%と、ほぼ日本のバブル時に匹敵することがわかる。

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、日本と中国のバブルはやはりけた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本質的原因において、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。日本は1980年代以降GDP比3~4%の経常黒字が積みあがった。中国は北京オリンピックを挟んだ2006~2010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2016~7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米中共通の、バブル原因である。

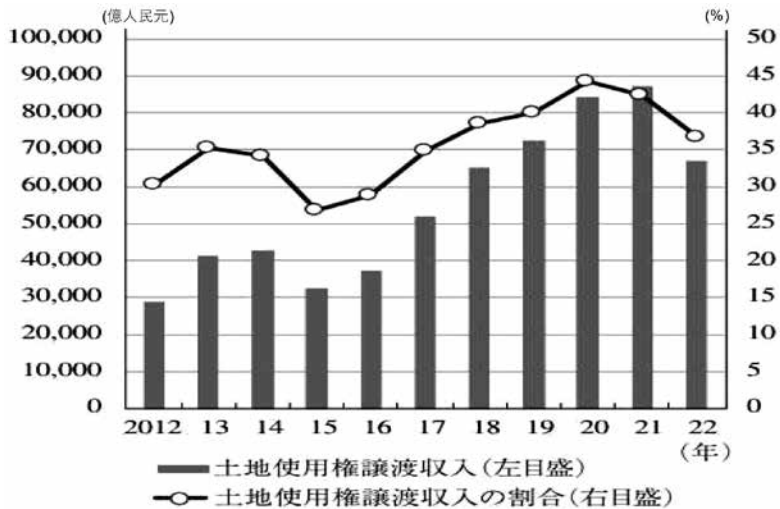
日米共通の受動的バブル形成に対して、中国には政策が能動的にバブルを引き起こした

(図表 6) 日本と中国の経常収支対GDP比率



(出所) IMF、武者リサーチ

(図表 7) 地方政府土地売却収入と総歳入比 (日本総研調べ)



(出所) 日本総研

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

(図表 8) 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	23	50	89	115	80
(b) / (a)	13%	18%	22%	22%	20%
(b) / GDP	9%	15%	19%	21%	15%

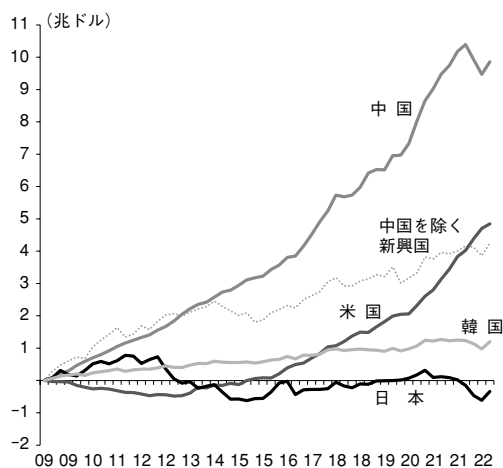
(出所) 日銀、武者リサーチ

(図表 9) 中国地方融資平台 (LGFV) 債務残高と対GDP比推移

	債務残高 (兆元)						債務残高 / GDP (%)					
	2018	2018	2020	2022	2022	2023	2018	2018	2020	2022	2022	2023
非金融セクター債務	227	252	285	315	348	380	248	254	278	277	291	306
政府債務	74	85	101	115	132	151	80	86	98	101	112	121
一般政府債務	33	38	47	53	61	69	36	39	45	47	52	55
中央政府	15	17	21	23	26	29	16	17	20	20	22	23
地方政府	18	21	26	30	35	40	20	22	25	27	30	32
“隠れ”債務	41	47	54	62	71	82	44	47	53	54	60	66
LGFV	35	40	45	50	57	66	38	40	44	44	48	53
政府引導基金	6	7	9	12	14	16	6	7	9	10	12	13
民間セクター債務	153	166	184	199	215	228	167	168	180	175	180	184
家計	48	55	63	71	73	75	52	56	62	62	61	61
企業	105	111	121	128	142	153	115	112	118	113	119	123

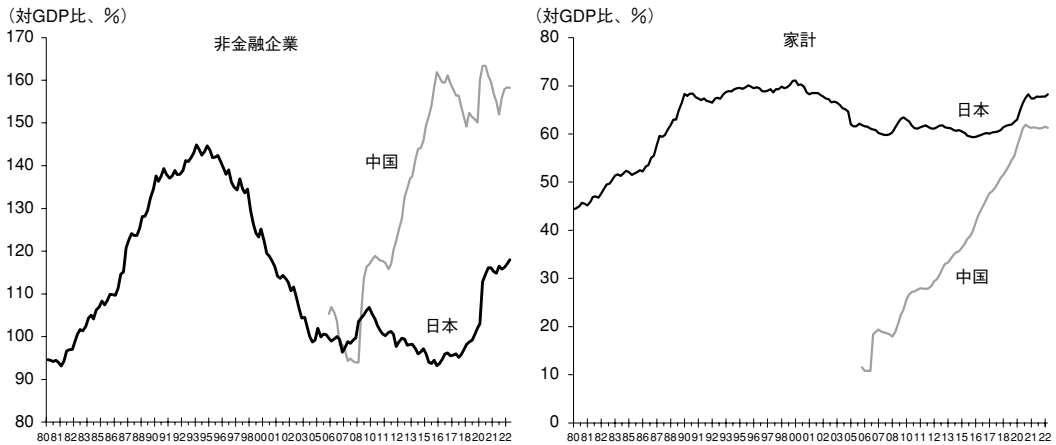
(出所) IMF、日本総研、武者リサーチ

(図表10) 米中韓日の家計債務の変化



(出所) BIS、武者リサーチ

(図表11) 日中企業と家計債務対GDP比推移



(出所) BIS、武者リサーチ

土地利用権を売却し巨額の収入を得続けた。その威力は2008年のリーマンショック時世界経済を助けたといわれた4兆元の経済対策時や、2015年のチャイナショック時に発揮された。地方政府による土地利用権売却収入は2020、2021年と8兆元を超えたが、それはGDP比7%と巨額なものである。

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とらえてよい。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29%)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。

それに対して中国の場合融資平台だけで債務総額、2018年35兆元(対GDP比38%)、2023年57兆元(対GDP比53%)と推移し、IMFの見通しでは、2027年102兆元(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12) 不動産大手11社のバランスシート (日経新聞)

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 億円	買掛金	2兆5955 億円
		契約負債	3兆3983 億円
その他	5兆9836 億円	その他	4兆3535 億円
		資本	1兆9858 億円

負債

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元（GDP比数10%）存在していると推測される

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”）。

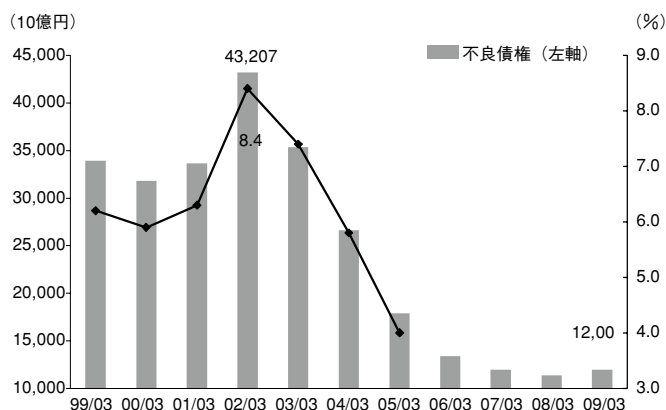
以上のように検証すると、すでに形成された不動産バブルのスケールは、1980～90年代にかけての日本のそれよりはるかに大規模なものであることが分かる。

(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、日本の推移と比較しバブル崩壊の初期日本でいえば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。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（ブルームバーグ）、仲介業者データではすでに高値から15～25%

(図表13) 日本の銀行不良債権額と対総貸付推移 (全国銀行)



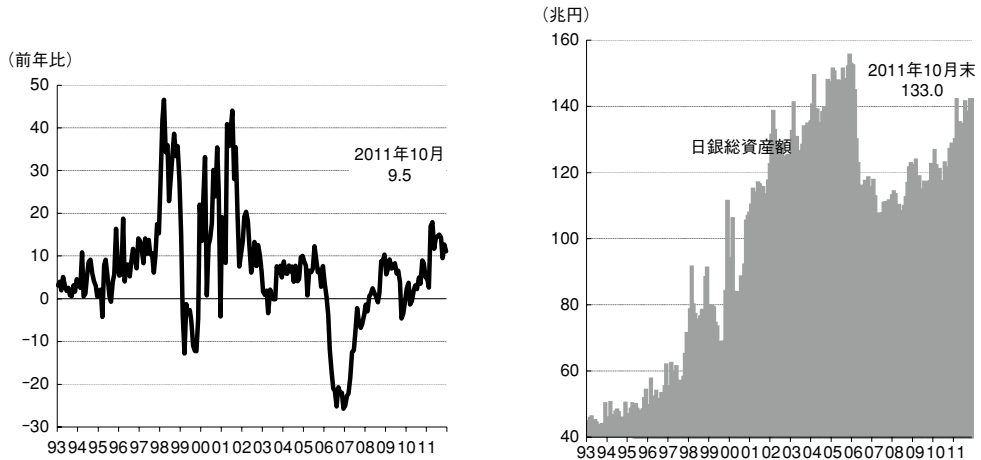
(出所) 金融庁、武者リサーチ

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。

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。「主要11社の6月末のバランスシートは資産総額が約12兆3,300億元（対GDP比10%）に対し、負債総額が約10兆3,400億元。差し引き約1兆9,900億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。」しかし総資産内開発用不動産以外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等を考えれば、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か。

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90～100兆円程度、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90～100兆円増加した。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とを比較すると、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14) 日銀総資産推移



(出所) 日本銀行、武者リサーチ

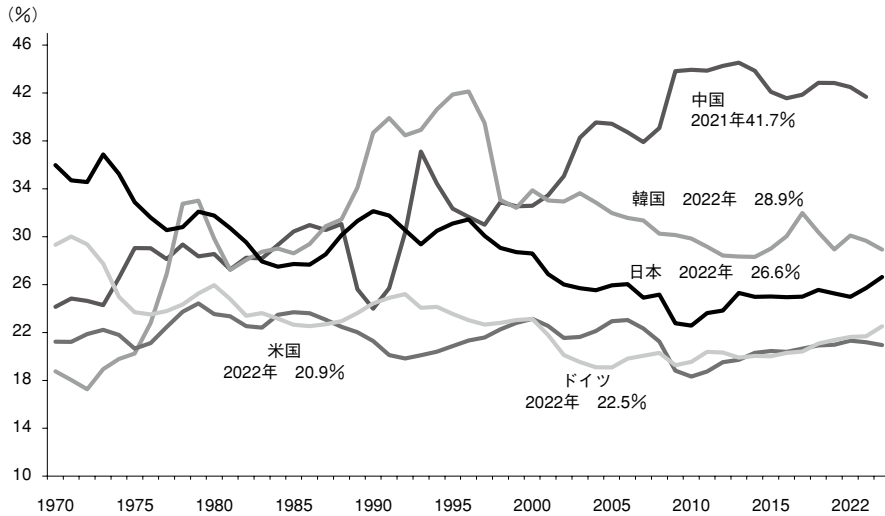
(3) 不動産バブル崩壊がバランスシートリセッションに止まらないのか

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。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。そのリスクに無頓着な、資本増殖に全く無知の共産主義者が主導したことから暴走が始まった。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あ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。

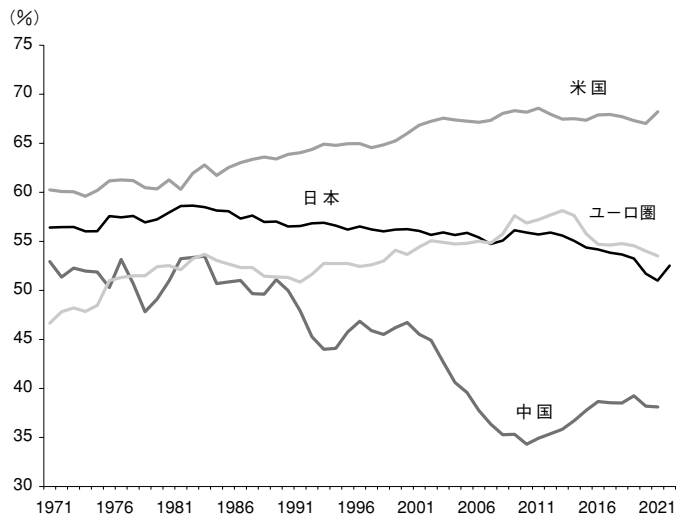
投資とは逆に過去40年間に消費対GDP比は53%から38%へと15%低下し、消費が投資を下回り続けたことも異例である。投資の落ち込みは消費の増加でカバーするしかないが、バブル崩壊と習近平政権の奢侈を非難するイデオロギーは家計の防衛的貯蓄の引き上げに

(図表15) 主要国総固定資本形成/GDP (名目)



(出所) OECD、IMF、ブルームバーグ、武者リサーチ

(図表16) 個人消費/GDP (名目)



(出所) 世界銀行、武者リサーチ

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。

本質的には米国型の消費主導経済に移行しなければならないが、それは体制的困難を伴うだろう。米国はリンカーンの奴隷解放以降、労働者に購買力を与え生活水準を向上させることで需要創造にまい進してきた。過去40年間に米国の消費対GDP比は中国とは逆に60%から68%へと8%も上昇した。

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、その処理は時間をかけて完遂された。しかし中国の根本問題は、実物資産の作りすぎ、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。

