

2022年2月25日 全9頁

中国の不動産バブル崩壊のリスクと影響

急速に悪化するリスクは小さいものの、崩壊時の影響には留意

経済調査部 シニアエコノミスト 佐藤 光
研究員 永井 寛之
エコノミスト 小林 若葉
研究員 和田 恵

[要約]

- 中国では不動産市場に調整局面入りの兆しが見られる。日本のバブルなど過去の他国の不動産バブル時と現在の中国を比較すると、不動産市況や債務残高、人口動態等に類似性がある一方、融資の動向や政策などでは相違点もあり、現時点で中国経済が急速に悪化するリスクは小さい。
- 仮に中国の不動産バブルが崩壊する場合、産業面では建設業の低迷から製造業への波及に注意が必要となるほか、地域別ではEU、日本、韓国等への影響が大きくなる。さらに、中国の社会融資総量と経済成長率・純輸出の関係からは、中国の実質 GDP 成長率がクレジットクランチを通じて▲3%pt 前後低下する可能性がある。

本稿では、中国の不動産バブルに関するリスクについて検証する。昨年来で報じられている中国不動産開発大手、中国恒大集団の経営危機問題に代表されるように、不動産価格の継続的な上昇を前提としたような中国の不動産開発の過熱には、行き詰まりの兆しが見られる。そこで本稿では、まず中国でのバブルの現状を評価した上で、やはり不動産市場の過熱が主な背景であった日本のバブル崩壊時との比較を行う。そして、当面の注意点とともに、仮にバブルが崩壊した場合の経済面の影響について考察する。

1. 中国バブルの現状

不動産市場は停滞感が強まるものの、他市場への波及は限定的

本章では中国での現状について、過去にバブル崩壊を経験した国々と比較しながら分析する。まず不動産市況については、既に政府による規制強化が実施された影響などから、中国の住宅価格は停滞感が強まっている。短期的な動向を示す「中国主要 70 都市新築住宅価格」の前月比では、2021 年 9 月に約 6 年半ぶりに下落に転じたことが話題となった。

過去の他国におけるバブル崩壊では不動産以外の資産関連価格の急落も見られたことから、それらの推移も確認したい。株式市場では、上海総合指数はコロナショック後の回復傾向に大きな変化は見られない。水準面でも 2015 年の高値や 2007 年の高値（過去最高値）を大きく下回っていることから、バブルの懸念は相対的に小さいとみられる（**図表 1**）。また、人民元については元高/ドル安傾向が続いている。元高は中国企業のドル建ての債務の返済負担を軽減させる効果がある。

図表 1：上海総合指数と人民元の推移



一方、金融市場では、中国のハイイールド債が 2021 年 5 月以降急落しており、2008 年の米国リーマン・ショック時と類似している。当時の米国のハイイールド債はショック発生から 6 カ月後には底を打っていたのに対し、足元の中国市場は明確には下げ止まっておらず、影響がやや長期化している可能性がある。

債務残高の積み上がりには注意

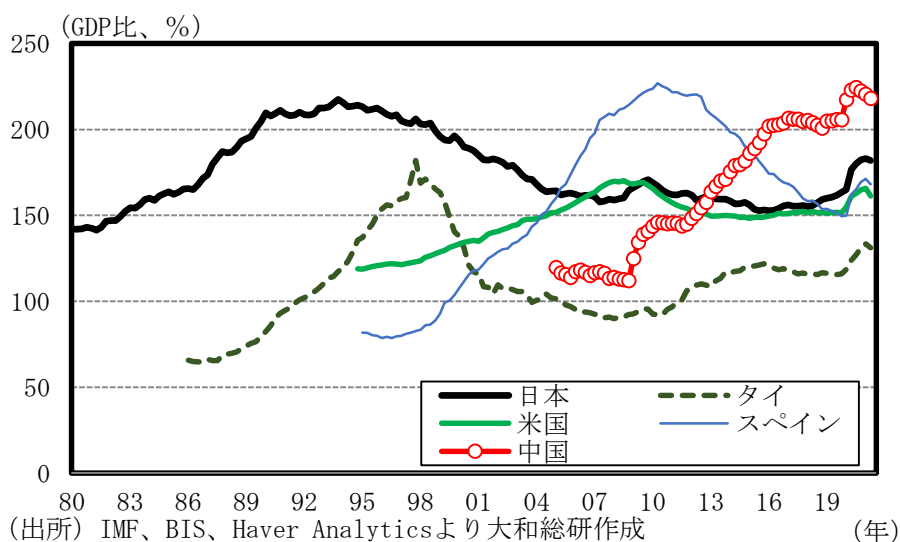
高水準の債務残高も大きな課題となる。BISによると、中国の民間非金融部門（企業+家計）の債務残高対 GDP 比は直近で 200%を超えており、過去に資産バブルの崩壊を経験した日本、米国、スペインのピーク時を一時上回った（**図表 2**）。民間債務残高に対する不動産関連の寄与は各国でまちまちだが、住宅ローンの割合が高いとみられる家計部門の債務残高対 GDP 比でみると、中国は直近で 61%台となっており、過去 10 年間で 2 倍以上に急上昇している。この水準は、日本のバブル崩壊直前である 1989 年 10-12 月期の 67.7%に接近してきている。

また、民間非金融部門の元利払い費が所得に占める比率であるデットサービスレシオ（**図表 3 左**）は、過去 20 年間右肩上がり推移してきたが、コロナショックの 2020 年初頭に大きく上昇し 20%を超えた。2020 年 9 月をピークに足元ではやや低下しているが、引き続き高水準にある。スペインの住宅バブル時のピーク水準には達していないものの、中国の民間部門は全般的に金利上昇に対して脆弱な状況であるといえよう。

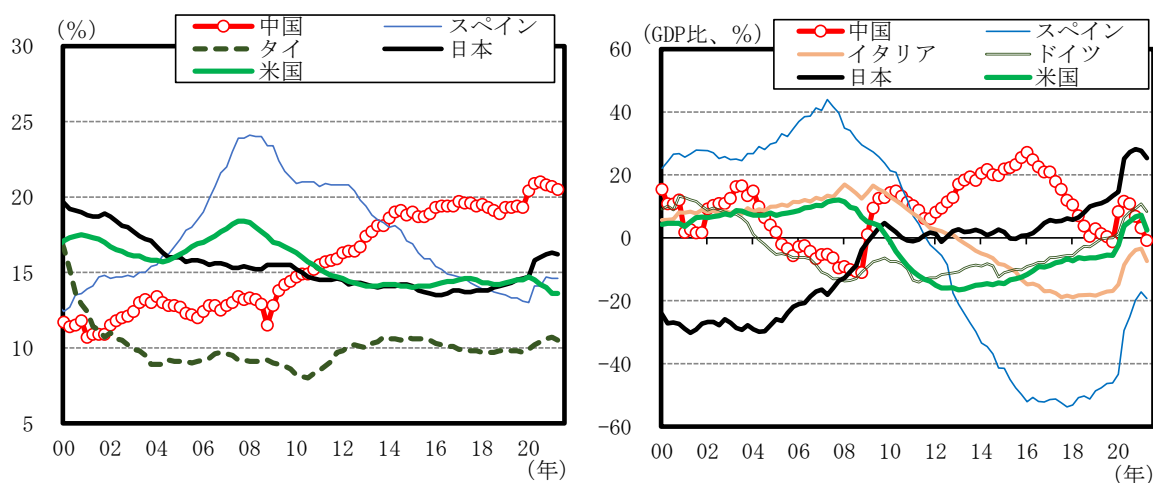
さらに民間非金融部門の信用ギャップ（**図表 3 右**）を見ると、2020 年 4-6 月期、7-9 月期には BIS が警戒水準の目安とする 9%を上回っていた。ただし、足元では再び低下して 2021 年 4-6 月期にはマイナス圏に転じていることから、この点では過熱が抑制されている。

以上、現時点での中国に関して、市況や債務状況等については直近で比較的落ち着いた推移となっているものが多く、危機に直面しているとはいえない。ただし、過去の各国でのバブル発生時と類似した脆弱性も一部で観測されることから、引き続き注意が必要となろう。

図表 2：民間非金融部門の債務残高（過去の危機との比較）



図表 3 : 民間非金融部門のデットサービスレシオ (左)、同・信用ギャップ (右)



(注) 信用ギャップは、債務残高とその長期トレンドとの乖離幅。
 (出所) BIS、Haver Analyticsより大和総研作成

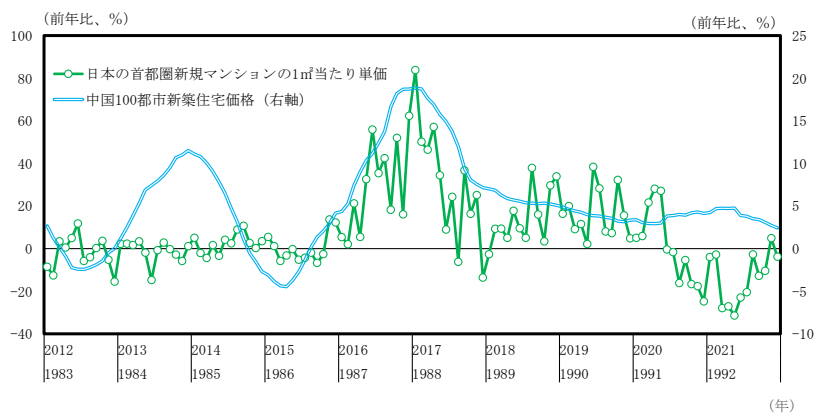
2. 日本のバブル期との比較

不動産市況の全般的な落ち込みは見られないものの、潜在的なリスクには注意

本章では、中国と日本のバブル期を比較することによって、中国における将来のバブル崩壊のリスクの蓋然性やその経路について点検したい。

まず、いずれも 1 m² 当たりで算出されている中国の 100 都市の新築住宅価格と日本のバブル期の首都圏新規マンション価格の推移を比較したものが図表 4 である。日本では 1987 年頃に上昇率のピークを迎え、その後も高水準で推移したが、1991 年には前年比でマイナスに転じた。一方、中国では、2017 年に上昇率がピークアウトして以降、直近でも前年比は小幅なプラス圏を維持している。中国政府の住宅政策が奏功している面もあるとみられるが、過去の日本の例からは価格下落に転じてもおかしくないタイミングでもあり、目先の動きには注意が必要となる。

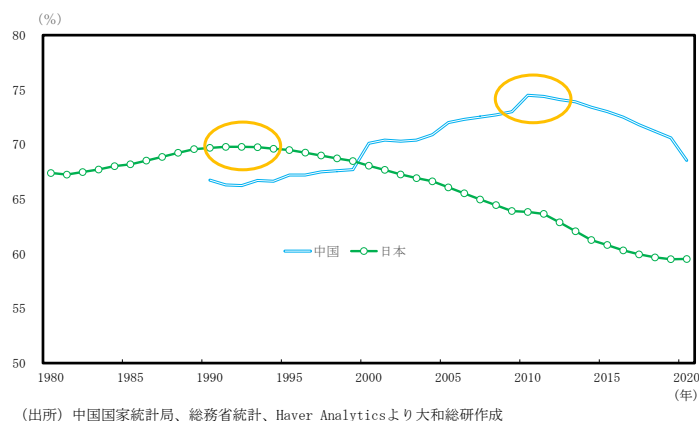
図表 4 : 日中の住宅価格前年比の推移



(注) 1983~92年は日本、2012~21年は中国。
 (出所) (株) 不動産経済研究所、中国指数研究院、Haver Analyticsより大和総研作成

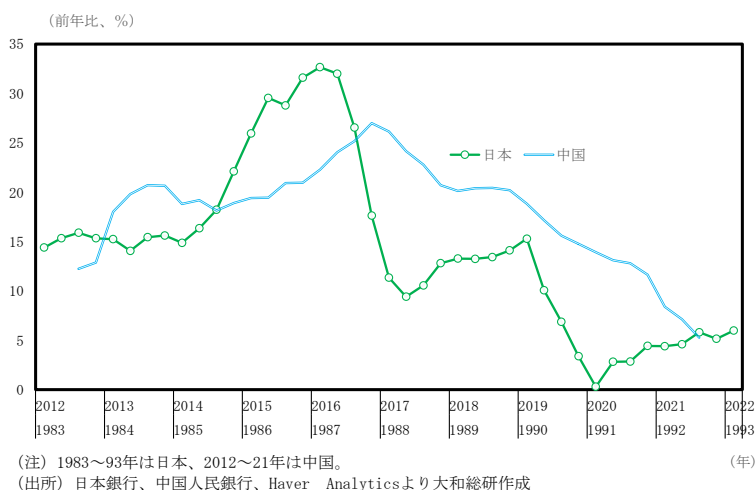
不動産や住宅価格を決めるファクターには様々なものがあるが、需要の動向は重要な役割を果たす。例えば、**図表 5** は中国と日本の生産年齢人口比率の推移を示したものである。不動産取得の主な年齢層である生産年齢人口の比率は、日本ではバブル崩壊時の 1990 年代半ばにピークアウトしたが、中国は 2010 年頃を境にピークアウトしている。このような比率の減少は、それ自体が不動産価格調整のトリガーとなる蓋然性は低いものの、不動産需要を構造的に減少させる要因となることから、価格面での下押し要因になる可能性がある。

図表 5：日中の生産年齢人口比率の推移



金融面では、不動産融資の急減がバブル崩壊のトリガーとなる可能性がある。日本では 1987 年に不動産融資の伸び率がピークとなったが、その後の土地取引規制等で急速に鈍化した。加えて 1990 年に不動産融資への総量規制が実施されると、減速に拍車が掛かった。融資の急減速が地価下落を招き、結果的にバブル崩壊につながったといえる (**図表 6**)。直近の中国での推移をみると、不動産融資の伸び率は既にピークアウトしているものの、減速は相対的に緩やかだった。また 2022 年に入り、不動産融資の規制は一部で緩められた。ただし、過去の日本と同様に不動産関連の政策対応を誤れば、不動産市場を一段と低迷させる恐れはある。融資残高が高水準であることから、何らかのショックを契機に企業の破たんや債務のデフォルト等の連鎖に至れば、金融システムが毀損し実体経済を悪化させる可能性には注意が必要だ (次章も参照)。

図表 6：日中の不動産融資前年比の推移

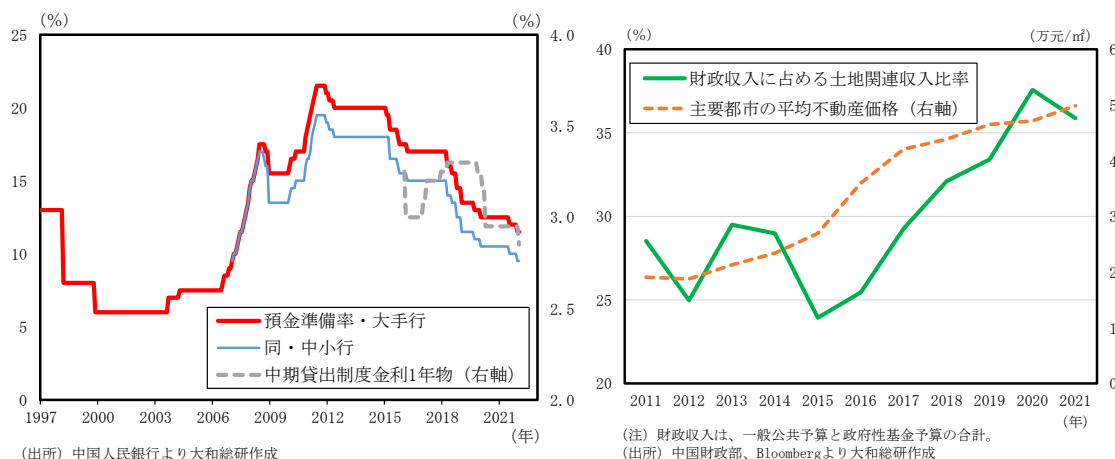


政策対応の余地は金融面に偏る可能性

不動産市況に関しては、政策対応で支えられる余地があるという指摘がある。金融政策面からは、中国の政策金利の水準は先進各国よりも高く、未だ金融緩和の余地があると考えられる（**図表7左**）。実際、中国では昨年以降、預金準備率や政策金利の引き下げが再開されている。中でも、預金準備率については約10年間にわたり引き下げ傾向が続いているが、それでも2000年前後の水準と比べれば、まだ5%ポイント以上高い水準である。

一方で、経済全体の需要を支えるための財政政策に関しては注意が必要となる。政府の歳入に占める土地関連収入の比率は近年増加傾向にあり、足元では40%弱となっている（**図表7右**）。不動産関連の各種の税収と、土地使用権の売却収入が主な財源である。これらの多くは地方政府の収入として配分されるため、地方の開発機運の高まりとともにシェアが拡大してきたといえる。しかし、仮に不動産価格が下落に転じた場合、歳入の減少に伴って機動的な財政支出が難しくなる恐れがある。不動産価格と政府歳入の関係の大きさを考慮すると、これまでとは逆のスパイラルに陥る可能性についても意識しておく必要がある。

図表7：中国の政策金利等（左）、中国の財政収入に占める土地関連収入（右）



3. バブルが崩壊する場合の影響測定

本章では、仮に中国の不動産バブルが崩壊した場合の影響について、複数の観点から考察する。まずは、生産や投資、および消費が急減する場合について、国際産業連関表を用いた国・地域別や産業別での影響を分析する。続いて、クレジットクランチに至った場合の経済全体への影響について試算を行う。そして、現在の中国のような世界のGDPシェア上位国で経済不振が発生した場合の、世界経済全体へ及ぼす影響についても取り上げる。

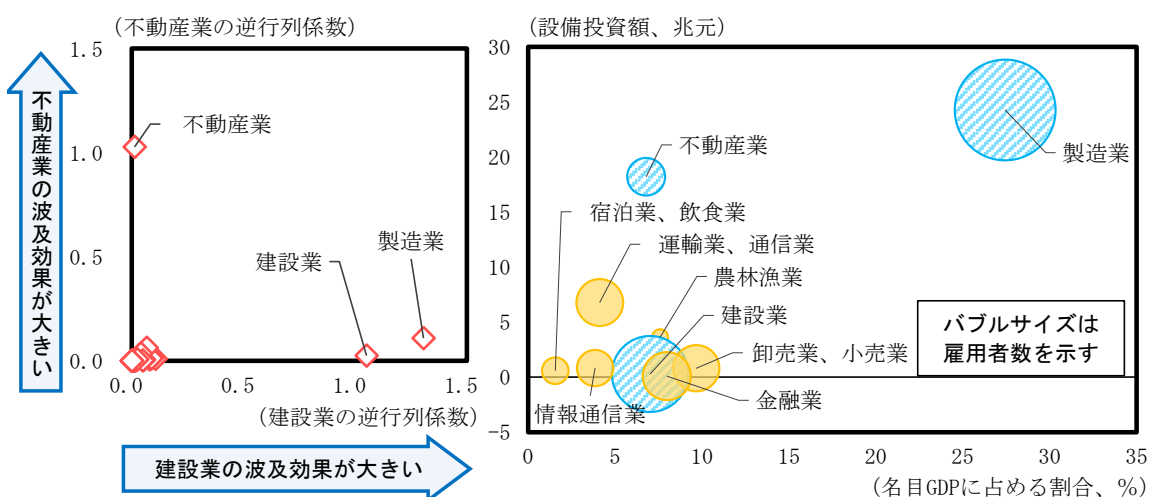
中国不動産市場の低迷は製造業への波及を通じ、EU、韓国、日本に悪影響をもたらす

まず、国際産業連関表を用い、中国の不動産市場が低迷した場合の国内外への波及経路を分析する。不動産市場の変化は、不動産業のみならずその建設を請け負う建設業の業況も直接左右

するだろう。**図表 8 左**では、中国の建設業・不動産業の逆行列係数（不動産業・建設業の生産がそれぞれ 1 単位増加したときの中国国内の他産業の生産への影響）を示した。これを見ると、不動産業は中間財の投入が少ないことから、他の産業への波及効果は極めて小さい。一方、建設業では鋼材・非鉄金属資材を多く利用するため、そうした建設資材メーカー等を含め、製造業への波及効果は大きく、建設業自身の生産額の増分を上回る計算となる。

製造業の GDP が中国経済全体に占める割合は約 3 割と不動産業や建設業の 7%程度に比べて大きいいため、不動産市場低迷の影響が製造業へ波及すれば、中国経済全体を大きく押し下げる圧力になる（**図表 8 右**）。また、設備投資額はとりわけ製造業や不動産業で大きく、雇用者数は製造業や建設業で多い。こうしたことから、設備投資や、雇用・所得環境の悪化を通じて個人消費といった内需にも悪影響が生じるとみられる。

図表 8：中国の建設業・不動産業の波及効果（左）、中国の各業種の名目 GDP に占める割合、設備投資額、雇用者数（右）



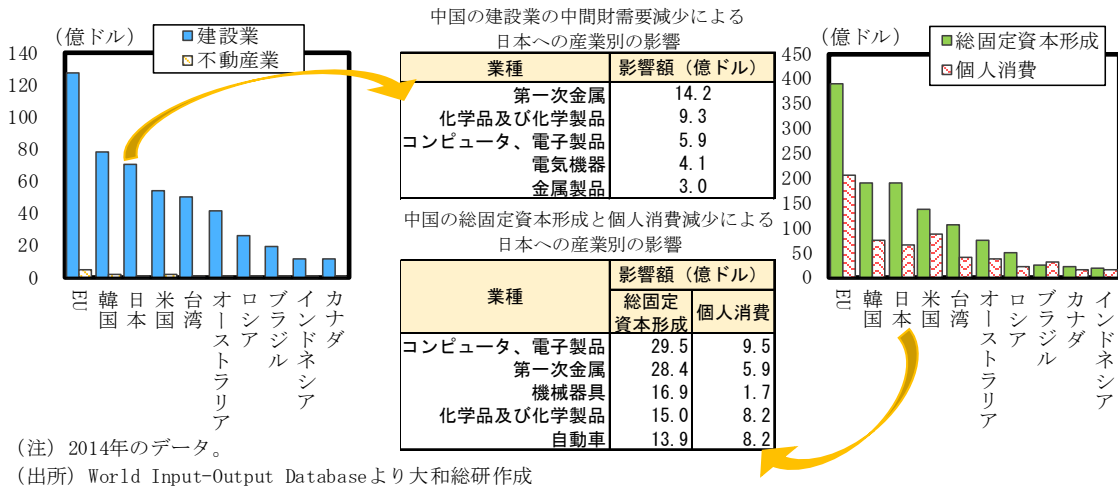
(注) 左図は2014年のデータ。右図の名目GDPに占める割合、設備投資額は2021年、雇用者数は2020年のデータ。
(出所) 中国国家统计局、World Input-Output Databaseより大和総研作成

中国における不動産市場低迷の影響は、多様なサプライチェーンを通じて諸外国の生産にも波及し得るが、中国国内と同様、波及効果は不動産業よりも建設業の方が大きい。国・地域別では貿易上の結びつきが強い EU への影響が特に大きく、地理的に近い韓国、日本がそれに続く（**図表 9 左**）。

加えて、不動産市場低迷の影響は製造業に波及しやすいことから、中国国内の設備投資や個人消費の押し下げ圧力が強まると考えられる。中国の総固定資本形成や個人消費が 10%減少した場合、国・地域の生産への影響についてもやはり EU や韓国、日本が大きいですが、総固定資本形成の減少の影響は個人消費のその 2 倍程度と、特に前者の影響が大きいことが分かる（**図表 9 右**）。

日本の産業別の影響に目を向けると、中国の建設業の中間財需要が減少した場合は「第一次金属」「化学品及び化学製品」「コンピュータ、電子製品」といった業種への影響が大きくなっている。これらは中国の総固定資本形成や個人消費が減少した場合に影響を受けやすい業種でもあることから、こうした業種に悪影響が偏ることには注意が必要だろう。

図表 9：中国の建設業・不動産業の中間財需要（左）、総固定資本形成と個人消費（右）が10%減少した場合の各国・地域の生産への影響

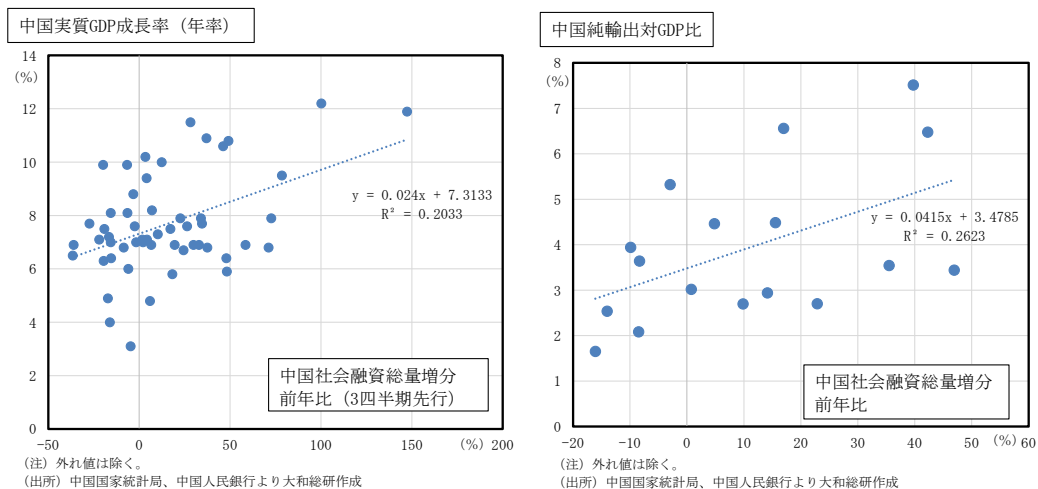


仮にクレジットクランチに至る場合、中国の成長率を3%pt 前後押し下げる恐れ

1990年代の日本では、資産バブルの崩壊が金融システムに影響してクレジットクランチを招いたことで、経済への悪影響が長引いた。以下では当時の日本のような資産価格下落と信用収縮のスパイラルが、中国でも起きると仮定した場合の経済全体への影響を考察する。

中国での信用状況を測る目安としては、中国独自の統計である社会融資総量が用いられることが多い。同統計は銀行融資に加え、ノンバンクや、いわゆるシャドーバンキング等も含み、中国の信用状況を網羅的に把握しているとされる。実際に、社会融資総量の増加分の推移は、ファンダメンタルズと一定の関係を持って推移してきた。四半期ベースでは実質 GDP 成長率との連動性があるほか（図表 10 左）、年次ベースでは純輸出の増減との連動性も認められる（図表 10 右）。これらの関係からは、仮に社会融資総量の残高が前年比横ばいまで減速する場合、中国の GDP 成長率を 2.4~4%pt 程度押し下げる恐れがあると試算される。

図表 10：中国の社会融資総量と、経済成長（左）・純輸出（右）の関係

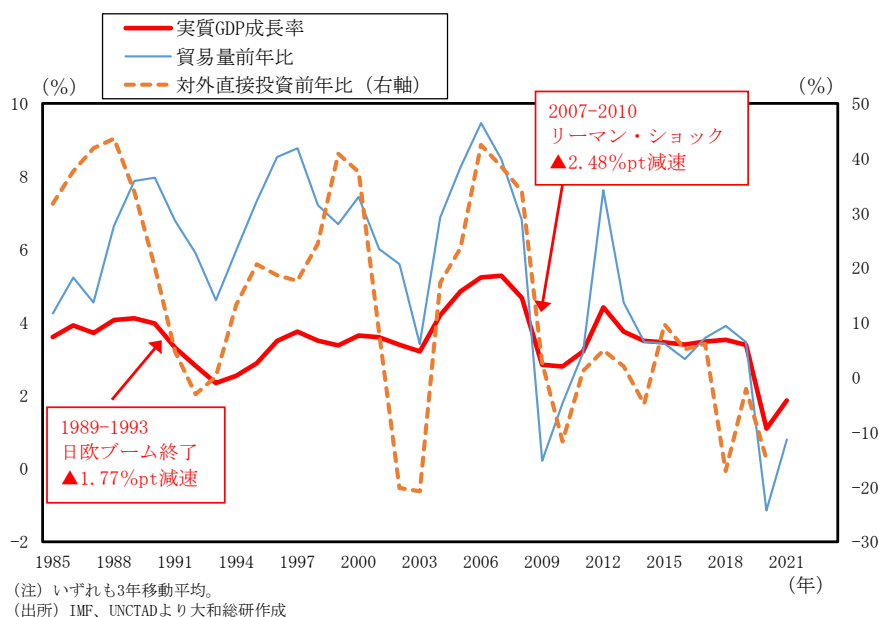


ただし、この試算には留意しなければならない点もある。信用状況の変化と経済成長率との関係性は、先進各国では比較的明確にみられるものの、中国での関係は相対的に弱い。これは、経済の発展段階の差に加え、金融面でも国が関与する割合が高く、市場原理の及ぶ分野が限定的であることなどが影響していると考えられる。よって、前記の成長率への影響についても、ある程度の幅を持って見る必要があるだろう。

GDP シェア上位国のバブル崩壊の余波にも注意

世界経済の観点からは、中国のような大国の経済が急速に落ち込む事態が発生する場合、貿易や投資の減少を通じて他国の経済にも連鎖的な影響を及ぼす恐れに注意が必要となってくる。近年では、2008年前後の米国発のリーマン・ショックに加えて、1990年前後に日本のバブル崩壊、英国の不動産ブーム終焉、ドイツの統一ブーム終焉が重なった時期が代表例といえる。このような時期の世界のGDP成長率や貿易量、対外直接投資の推移を見ると、いずれも数年単位での落ち込みが見られた。世界のGDP成長率を見ると、ショック後の3~4年で2%pt前後低下していたことが確認できる（図表11）。1990年頃の日英独合計のGDPシェアや、リーマン・ショック前の米国のGDPシェアは、いずれも25%程度であった。直近の中国のGDPシェアも18%程度であることから、前記の例に匹敵するような影響力があってもおかしくないと考えられよう。

図表11：世界の成長率、貿易量、対外直接投資の推移



これまで述べたように、中国のバブル崩壊のリスクについては、広範囲かつ大規模な影響をもたらす可能性を意識しておく必要がある。一方で、現時点では決定的な状況悪化の兆しは見られないほか、金融緩和等の余地は残されている。中国政府は世界の過去のバブル崩壊の例に学んでいるとも評されていることから、その政策手腕には引き続き注目したい。