

2021年12月21日 全12頁

2022年の日本経済見通し

+4%成長を見込むも、変異株、米国金利高、中国不動産市場等に警戒

経済調査部	シニアエコノミスト	神田 慶司
	エコノミスト	久後 翔太郎
	エコノミスト	小林 若葉
	エコノミスト	鈴木 雄大郎
リサーチ本部		矢田 歌葉絵

[要約]

- 2022年における日本の実質 GDP 成長率は+4.0%と、欧米並みの高成長を見込んでいる。経済活動の再開や、岸田文雄政権が取りまとめた経済対策の効果もあって個人消費や設備投資の成長率が高まる一方、政府消費はコロナ危機対応策の必要性が低下することで伸び悩む見通しである。
- ただし、景気の下振れリスクは小さくない。最大のリスク要因は新型コロナウイルスの変異株である。仮にオミクロン株が国内で流行し、感染予防率が30%pt低下すると、2022年に3回の行動制限の強化を余儀なくされる。同年の実質 GDP は全国ベースで10兆円減少し、成長率は1.8%pt低下するだろう。また新たな変異株が出現する可能性もあり、とりわけ重症化予防効果を引き下げるタイプのものには警戒が必要だ。
- 米国ではインフレ懸念が強まっているが、足元で前年比+7%近いCPI上昇率は2022年10-12月期で同+3.0%まで低下する見込みである。だが、インフレが想定以上に加速し、米国国債市場が変調をきたす可能性は否定できない。仮に米国の長期金利が5%まで上昇すると、世界経済の成長率は5%pt低下する。世界経済への悪影響が2022年中に全て発現すれば、同年の世界経済はマイナス成長に陥るほどのインパクトがある。
- 中国の不動産市場は停滞感が強まっている。民間部門の債務残高対GDP比は、バブル崩壊を経験した日本、米国、スペインのピーク時を超えている。政府の政策余地の大きさもあり、当面のバブル崩壊リスクは限定的とみているものの、その動向には注意が必要だ。上記3カ国のバブル崩壊後の価格推移を機械的に中国に当てはめると、不動産価値の減少額は最大280兆元（可処分所得の4倍程度）に上る。中国でリスクが顕在化した場合、負の資産効果を通じて個人消費が大幅に抑制されることは避けられないだろう。

1. 2022 年の実質 GDP は米欧に並ぶ+4%成長へ

2021 年は前年に続き、新型コロナウイルスに翻弄された一年だった。8 月 20 日には 1 日あたり新規感染者数が過去最多の 2 万 5,975 人を記録したが、その後はワクチン接種率の上昇や感染症対策の継続もあって急速に減少し、緊急事態宣言（以下、宣言）等は 9 月 30 日をもって全面解除された。人出が増加する中でも感染状況は落ち着いており、景気の回復基調は強まった。

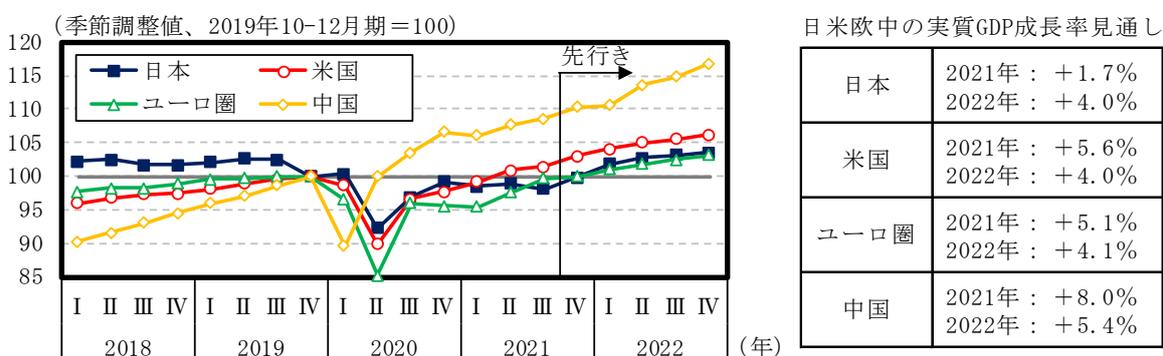
だが、オミクロン型の変異株が世界で急速に広がっている。また、米国などではインフレの加速を背景に金融政策の修正が迫られている。中国では不動産市場に対する警戒感が強まっている。先行きの不確実性が大きい中、2022 年の日本経済はどのような姿が見込まれるだろうか。

安定した感染状況の下、2022 年の実質 GDP 成長率を+4.0%と見込む

当社のメインシナリオでは、2022 年の実質 GDP 成長率を+4.0%と見込んでいる（**図表 1**）。2021 年は+1.7%の見込みであり、2020 年の落ち込み（▲4.5%）の半分も埋められなかったとみられる。だが 2022 年は経済活動の再開や、岸田文雄政権が取りまとめた経済対策の効果もあって個人消費や設備投資の成長率が高まる一方、政府消費はコロナ危機対応策の必要性が低下することで伸び悩む見通しである。今後の個人消費のポイントや、家計向けの経済対策の効果などについては「[日本経済見通し：2021 年 11 月](#)」で検討している。

輸出は 2021 年 10-12 月期に持ち直した後、2022 年末までの予測期間を通じて増勢を維持する見込みである。7-9 月期は東南アジアでの感染拡大により、工業製品の部品調達難や追加的な半導体不足が生じたが、こうした状況は徐々に改善しつつある。大和証券の自動車セクターのアナリストは 2022 年度中に自動車向け半導体の供給制約が収束すると予想している。そのため 2022 年は自動車を中心に電気機器や一般機械などでも挽回輸出が見られるだろう。他方、低迷が続いているインバウンド需要（サービス輸出に計上）は 2022 年に持ち直すとみている。

図表 1：日本と主要国・地域の実質 GDP 成長率見通し



(注) 海外経済見通しは大和総研の各国担当者の予測に基づく（左図の中国は前年比ベースの予測値から作成）。
(出所) 各国・地域統計、Haver Analyticsより大和総研作成

感染状況については、ワクチンの効果を維持するための追加接種が適宜実施され、マスクの着用などの感染症対策が継続されることで、2021 年 8 月に経験したような感染爆発は回避されると想定している。オミクロン株が国内で流行するリスクについては **2 章 (1)** で取り上げる。

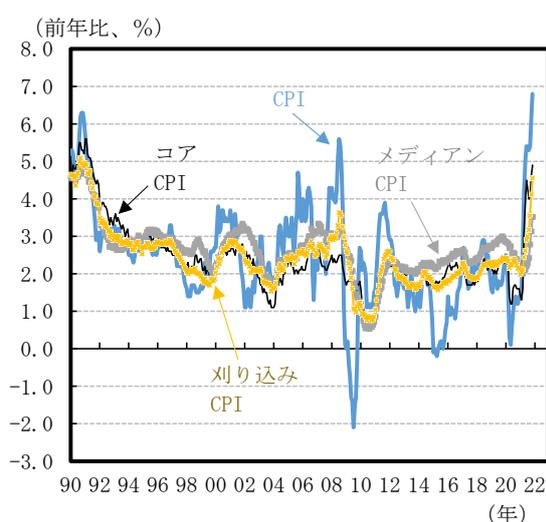
米欧中経済の 2022 年の見通し ～米国のインフレは年後半にかけて減速する見込み

海外経済の想定は当社の各国担当者の見通しに基づく（12月21日時点）。メインシナリオにおける 2022 年の実質 GDP 成長率は米国で+4.0%、ユーロ圏で+4.1%、中国で+5.4%と見込んでいる（**図表 1**）。詳細については各国の経済見通しレポートを参照されたい。

米欧は潜在成長率を大幅に上回る高成長率が続く見通しだ。米国の景気回復ペースは前年（+5.6%の見込み）にこそ見劣りするものの、個人消費や設備投資がけん引する形で景気が拡大しよう。ユーロ圏では感染状況がいずれ落ち着き、家計の外出・消費行動が徐々に積極化することで、個人消費主導で景気が回復するとみられる。中国では感染拡大前の 2019 年を下回る成長率となる見込みである。政府が引き締め策を実施した不動産開発投資の増加ペースの減速や資源高などの影響が懸念されるが、政策対応余地が大きいこともあり、財政・金融政策が下支えすることで景気の拡大基調は継続するとみている。日本にとって比較的良好な輸出環境が 2022 年も続くことは景気回復の追い風となろう。

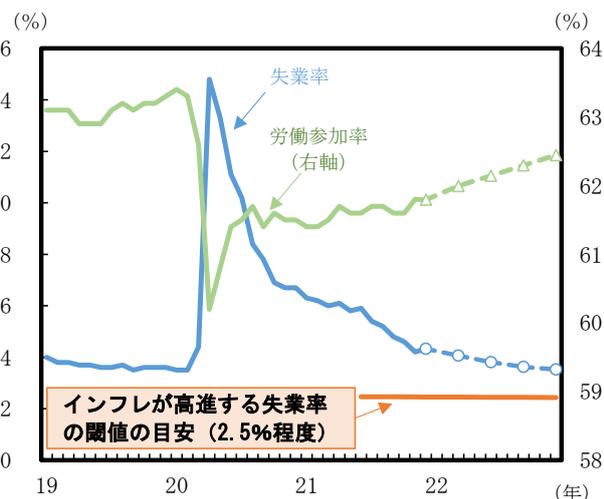
米国や欧州ではこのところインフレへの懸念が強まっている。2021 年 11 月における米国の CPI は前年比+6.8%と、約 40 年ぶりの高い伸びとなった。物価の基調を判断する指標である「中央値（メディアン）CPI」や「刈り込み CPI」（価格上昇率・下落率が特に高い品目を除いて集計した CPI）も加速している（**図表 2**）。メディアン CPI に先行する傾向のある雇用コスト指数は上昇し、価格引き上げに対する企業スタンスも積極化しており、当初は一部の品目に偏っていた価格上昇がより広範な品目へと広がりつつある。

図表 2：米国の CPI 上昇率の推移



(出所) BLS、クリーブランド連銀、Haver Analyticsより
大和総研作成

図表 3：米国の失業率と労働参加率の見通し



(注1) 白抜きは米国担当者の見通しに基づく。
(注2) 「失業率ギャップとインフレの関係が非線形となる閾値の目安」の詳細は久後翔太郎他「米国のインフレ進行懸念と長期金利上昇リスク」（大和総研レポート、2021年5月31日）を参照。
(出所) CB0、Haver Analyticsより大和総研作成

当社のメインシナリオでは、米国の労働参加率は感染状況が落ち着いても、高齢者の早期退職が進んだことなどにより感染拡大前の水準には戻らない。労働供給が制約される中で労働需要が拡大し、失業率は 2022 年 10-12 月期で 3.5%と見込んでいる（**図表 3**）。オイルショック期を

除く 1960 年以降のデータを基に、インフレ率と労働需給（失業率ギャップ）との関係を分析すると、インフレが高進する失業率の閾値は 2.5%程度が目安と推計される¹。当社の失業率見通しはこの閾値を下回らず、名目賃金とインフレがスパイラル的に急上昇する事態は回避されるとみている。結果として CPI 上昇率は 2022 年後半にかけて低下し、10-12 月期で前年比+3.0%と見込んでいる。

だが、こうした見通しはこれまでの経験に基づいたものであり、新型コロナウイルスのパンデミックや異例の財政・金融政策などによる実体経済・金融市場への影響は一定の不確実性を伴う。インフレが想定以上に加速し、米国国債市場が変調をきたす可能性は否定できない。これについては **2 章 (2)** で取り上げる。

2. 2022 年の景気下振れリスク

前述のように、当社のメインシナリオでは 4%程度のプラス成長が日米欧で見込まれるという比較的明るい姿を描いているものの、景気の下振れリスクは小さくない。

その最大のリスク要因は変異株である。多くの先進国ではワクチンの追加接種が行われている一方、新興国の中にはワクチン接種率が低位にとどまる国も少なくない。オックスフォード大学のデータベースによると、低所得国（1 人あたり GNI（国民総所得）が 2020 年で 1,045 ドル以下の国）でワクチンを少なくとも 1 回接種した人の割合は 2021 年 12 月 20 日時点で 7.6%である。当面はオミクロン株の動向に細心の注意が必要だが、その後もワクチンが十分に普及していない新興国などで新たな変異株が出現し、世界的に流行する恐れがある。

このほか、世界的な金利上昇や中国の不動産市場の調整局面入り、資源高・半導体不足の長期化、米中摩擦の激化、中東での地政学的リスクの高まりによる原油高騰、といった可能性も考えられる。そこで以下では、(1) オミクロン株の国内での流行、(2) 米国の長期金利の急上昇、(3) 中国の不動産市場の大幅な調整、の 3 つのリスクについて検討する。

(1) オミクロン株の国内での流行

オミクロン株の詳細は本稿執筆時点で明らかではないが、ワクチンの感染予防効果が低下する可能性が報告されている。そこで感染予防効果に関する 4 つのシナリオを作成し、当社のモデルで試算した結果が **図表 4** である²。なお、このモデルでは東京都の実効再生産数を 2 週間前の人出、気温、ワクチン接種完了率、変異株（アルファ株、デルタ株）ダミーの 4 つの変数で説明する推計式に基づいており、将来の人出などの想定を置くことで、東京都の感染状況を将来推計している。

¹ 詳細については、久後翔太郎・佐藤光・山崎政昌・鈴木雄太郎「[米国のインフレ進行懸念と長期金利上昇リスク](#)」（大和総研レポート、2021 年 5 月 31 日）を参照。

² 詳細については、神田慶司・鈴木雄太郎・小林若葉「[オミクロン株流行による感染状況と経済への影響](#)」（大和総研レポート、2021 年 12 月 14 日）を参照。

図表4：シミュレーションの結果（シナリオ②～④は1月中にオミクロン株に置き換わり）

	感染予防率 (現状では最高95%)	感染状況	人出 (感染拡大前=100)	22年の実質GDP成長率	
				GDPへの影響額	
シナリオ①	変化なし (流行せず)	◎ (現状を維持)	100	+4.0%	(メインシナリオの見通し)
シナリオ②	▲10%pt	○ (新規感染者数は最大400人/日程度)	90 (現状並み)	+3.3%	▲4.0兆円
シナリオ③	▲20%pt	× (感染爆発)	75 (感染爆発時)	+2.7%	▲7.4兆円
シナリオ④	▲30%pt	× (同上)	65 (同上)	+2.2%	▲9.9兆円

(注) 感染状況と人出は東京都内。シナリオ①の実質GDP成長率は当社のメインシナリオの予測値。実質GDPへの影響は東京都以外の地域も同様の感染状況に陥ったと仮定した全国ベースの金額。

(出所) 内閣府、日本銀行、厚生労働省、Google、OECD、気象庁より大和総研作成

シナリオ①は水際対策や感染症対策の継続などにより、オミクロン株の市中感染を抑えた場合である。当社のメインシナリオの想定に近い。東京都の人出が感染拡大前と同水準まで回復しても、新規感染者数は現在と同様に低水準で推移する。2022年1月以降は追加経済対策に盛り込まれたGo Toキャンペーンが実施されるなど、サービス消費の本格回復が見込まれる。

シナリオ②～④ではワクチンの感染予防効果がオミクロン株によって10～30%pt低下するとした（オミクロン株への置き換わりは2022年1月中に進むと想定）。厚生労働省によると、ワクチンの現在の感染予防効果はファイザー製で約95%、モデルナ製で約94%とされている。ファイザー製であれば、オミクロン株によって感染予防効果が65～85%程度に低下することを意味する。

試算結果を見ると、ワクチンの感染予防率が10%ptの低下にとどまり、人出が現状並みで推移するシナリオ②では、感染が再拡大するものの東京都における1日あたり新規感染者数は最大400人程度で推移する。感染予防率が20%pt以上低下すると感染爆発が発生し、30%pt低下するシナリオ④では2022年中に3回の行動制限の強化を余儀なくされる。2022年の経済損失は全国ベースで10兆円程度、実質GDP成長率はシナリオ①の+4.0%から+2.2%へと低下する見込みだ。

ファイザーはオミクロン株に対応した新たなワクチンを2022年春にも提供できるとしている。モデルナは新たなワクチンの使用許可を2022年3月にも米当局に申請する準備を整えることができるとの見通しを明らかにした。日本で新たなワクチンの接種が早期に始まれば、図表4で示したシミュレーション結果は大幅に改善するだろう。

もっとも、新たなワクチンが普及するまで、とりわけ2022年前半はオミクロン株によって感染爆発が再び発生する可能性が小さくないことをシミュレーション結果は示唆している。また、オミクロン株を抑え込んだとしても、また新たな変異株が出現する可能性があり、とりわけ重症化予防効果を引き下げるタイプのものには警戒が必要だ。

(2) 米国の長期金利の急上昇

米国の国債市場は今のところ安定しており、当社のメインシナリオでは長期金利が 2022 年 10-12 月期で 2%程度まで緩やかに上昇すると見込んでいる（FF レートは 2022 年中に 3 回の利上げを想定）。だが、何らかのきっかけでインフレや財政などへの懸念が強まれば、長期金利は急上昇しかねない。

米国はグローバルマネーフローの「扇の要」のような役割を持つ。米長期金利が上昇する局面では、米国に資金が引き寄せられ、米国から新興国など海外への資金供給は減少する傾向が見られる。これを基に推計すると、米長期金利 1%pt の上昇は、中国を除く新興国の実質 GDP 成長率を 0.6%pt 低下させるとみられる。新興国の経済混乱や債務不履行に発展すれば、債権を多く保有し、多額の直接投資を行う米国やスペインなどの先進国に更なる悪影響が及ぶ。

米長期金利が急上昇すれば、米国の株式市場も大きく調整するだろう。これは他国の株式市場にも伝播し、負の資産効果を通じて米国など多くの国で個人消費を減少させる。また、米国の住宅投資は半年前の実質金利（10 年物インフレ連動債利回り）との連動性が非常に高く、住宅投資の変化は遅行的に住宅価格に影響を及ぼす傾向が見られる。住宅投資の減少それ自体が経済の下押し要因となることはいままでの間もないが、金利上昇による住宅価格の急落が家計や金融機関のバランスシート調整圧力となり、実体経済を下押しする可能性にも注意が必要である。

こうした複数の経路を考慮し、マクロ計量モデルを用いて米金利上昇のシミュレーションを行った結果が**図表 5**である³。ここでは 2022 年に米長期金利が 3%、5%、7%にまで上昇したケースを想定し、世界経済への悪影響が 2022 年中に全て発現するとしている。世界経済の実質 GDP 成長率はベースラインの+4.9%（直近の IMF の世界経済見通しに基づく）から大きく落ち込み、それぞれ+2.7%、▲0.3%、▲2.9%に低下するという結果が得られた。ベースラインでは感染拡大による悪影響からのリバウンドとして高めの成長が見込まれているにもかかわらず、5%の金利水準で世界がマイナス成長に陥るといふことは、金利上昇の影響がいかに大きいものであるかを示している。

なお、**図表 5** の試算には政策対応は織り込まれていない。実際に再度の景気悪化が懸念される場合には、当局による積極的な金融緩和や財政支出などの何らかの政策対応が予想されるため、現実的にはここまでの景気悪化は起こらないと考えられる。しかしそれでも、金利上昇がもたらすインパクトは非常に大きくなる可能性は高いだろう。

³ 詳細については、末吉孝行・佐藤光・橋本政彦・鈴木雄大郎・瀬戸佑基「[米金利上昇が世界経済に与える影響](#)」（大和総研レポート、2021 年 8 月 24 日）を参照。

図表5：米国金利上昇が世界経済成長率に与える影響試算

米国金利が上昇した場合の実質GDP成長率（2022年）
（単位：％）

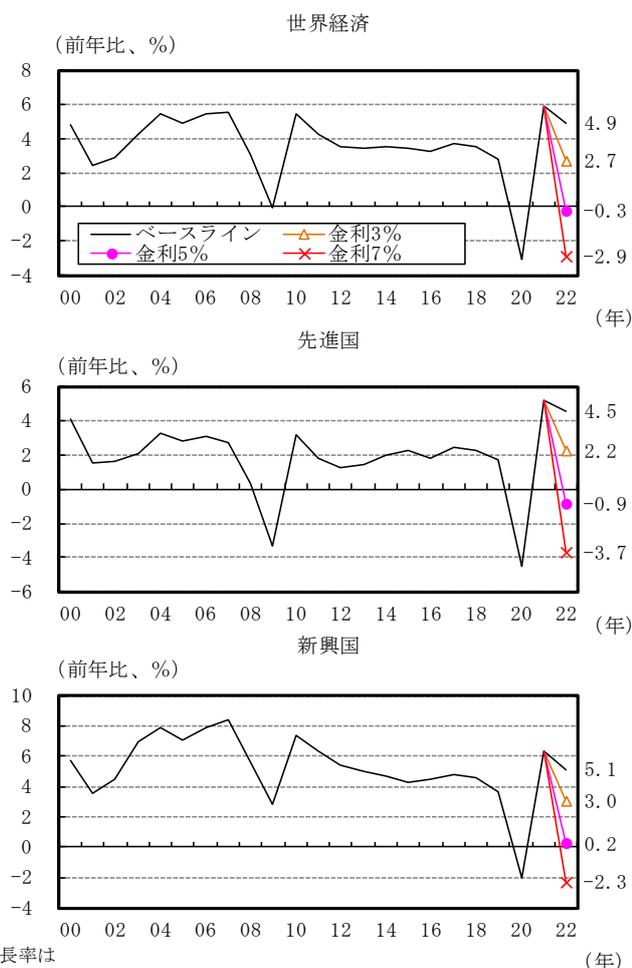
	2022年の米国長期金利の水準		
	3%	5%	7%
世界経済	2.7	-0.3	-2.9
先進国	2.2	-0.9	-3.7
米国	2.9	-0.1	-2.8
ユーロ圏	1.8	-1.6	-4.8
日本	1.7	-0.4	-2.2
新興国	3.0	0.2	-2.3
中国	4.3	2.6	1.1
中国以外	2.4	-1.1	-4.1

ベースラインとの差

（単位：％pt）

	2022年の米国長期金利の水準		
	3%	5%	7%
世界経済	-2.2	-5.1	-7.8
先進国	-2.3	-5.4	-8.2
米国	-2.3	-5.3	-8.0
ユーロ圏	-2.5	-6.0	-9.2
日本	-1.5	-3.6	-5.4
新興国	-2.1	-5.0	-7.5
中国	-1.3	-3.0	-4.5
中国以外	-2.5	-6.0	-9.0

（注）経済モデルを用いた試算値。ベースラインとなる経済成長率はIMF見通し（2021年10月）を用いており、大和総研の予測と異なる。
（出所）IMF、BEA、Eurostat、内閣府、Haver Analytics等より大和総研作成



(3) 中国不動産市場の大幅な調整

中国恒大集団の債務不履行問題に象徴されるように、政府による規制強化などの影響を受けて中国の不動産市場は停滞感が強まっている。

2021年12月8～10日に開かれた中央経済工作会議では、2022年の経済政策運営の重点項目の筆頭に安定・有効なマクロ政策を掲げ、マクロ経済の安定を何よりも重視するとした。不動産については、「住宅は住むためのものであり、投資・投機用ではないとの位置付けを堅持し、新たな発展モデルを模索し、賃貸・購入を並立させ、長期賃貸市場の発展を加速し、（比較的安価な）保障性住宅の建設を推進する」ことなどが盛り込まれたが、重点項目の標題には据えられなかった⁴。5年に一度の中国共産党大会を秋に控える2022年は経済成長の重要性がとりわけ高まるため、景気の下振れを伴い得る不動産市場の改革を断行する機運は低下するだろう。その結果、不動産市場が持ち直す可能性もある。

現在の中国の金融面での過熱感ほどの程度なのだろうか。日本銀行「金融システムレポート」

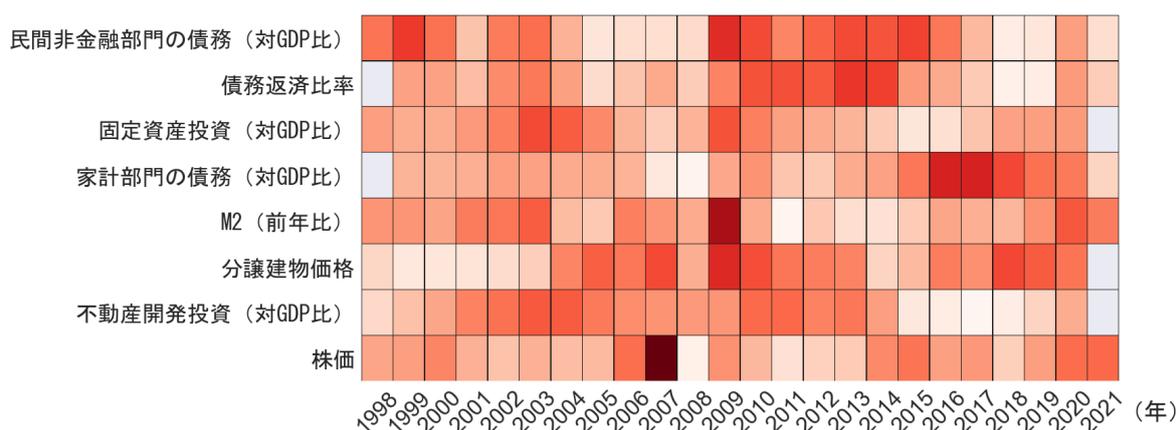
⁴ 齋藤尚登「中国経済見通し：22年は党大会効果で5.4%に」（大和総研レポート、2021年12月20日）

では、国内金融活動の過熱による金融面の不均衡を早期に把握する観点から、1980年代後半のバブル期にトレンドからの乖離度合いが大きくなった金融活動指標の動きを点検している⁵。さらに須藤他（2021）⁶では、17カ国を対象に各国データを用いて日本と同様の金融活動指標を作成し、それぞれの国での「銀行危機」への予測力を分析している。

ただし、須藤他（2021）では中国について公表していないため、ここでは**図表6**のように8指標のトレンドからの乖離度合いを色付けしたヒートマップを簡便的に作成した。ヒートマップの色が濃くなるほど、金融活動が過熱感を帯びている状態にあり、その後のバブル崩壊のリスクが高いことが示唆される。なお、中国で公表されている指標は限られており、日本銀行と同様に分析することができないため、試算結果は幅を持って見る必要がある。

2019年から2020年にかけてはいくつかの指標で色が濃くなっており、過熱感が強まった様子が見て取れる。ただし、2021年に入ると景気減速もあり、過熱感は和らいでいる。当面は中国でバブル崩壊のリスクは小さいように見えるが、今後、安定・有効なマクロ政策の実施などにより過熱感が再び強まる可能性には注意が必要である。

図表6：中国における金融面での過熱感



（注1）各変数のトレンドを片側 HP フィルターで除去することで抽出した変動成分を基に作成。

（注2）色が濃いほど過熱感が強いことを示す。グレー部分は欠損値。採用した指標は伊藤他（2014）や須藤他（2021）を参考にした。データの制約により先行研究とは一部異なる指標を採用している点には留意が必要。

（出所）CEIC、BIS、Haver Analytics、伊藤雄一郎・北村富行・中澤崇・中村康治（2014）『『金融活動指標』の見直しについて』、須藤直・法眼吉彦・平野竜一郎（2021）『金融活動指標の予測力— 海外諸国の銀行危機の事例を用いた分析 —』より大和総研作成

バブル期の米国・日本・スペインを超える中国企業の債務残高 GDP 比

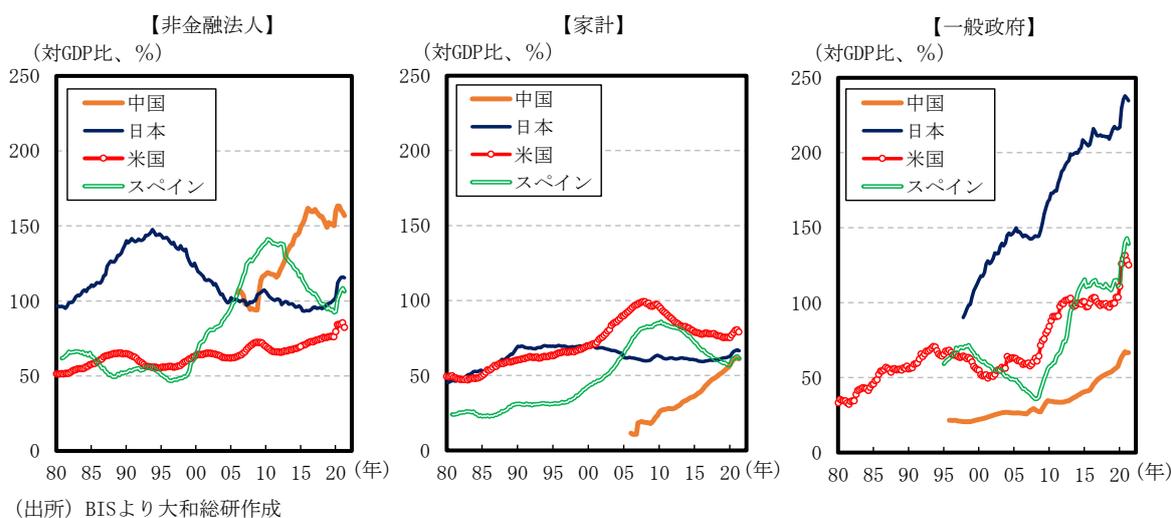
中国の民間非金融部門（企業＋家計）の債務残高対 GDP 比は直近の2021年4-6月期で218%であった。過去に資産バブルの崩壊を経験した日本、米国、スペインのピーク時をすでに上回る。経験則に照らせば、中国はいずれ大幅なバランスシート調整を余儀なくされる恐れがある。

⁵ 金融活動指標については、伊藤雄一郎・北村富行・中澤崇・中村康治（2014）『『金融活動指標』の見直しについて』（日本銀行ワーキングペーパー、No. 14-J-7、2014年4月）を参照。

⁶ 須藤直・法眼吉彦・平野竜一郎（2021）『金融活動指標の予測力— 海外諸国の銀行危機の事例を用いた分析 —』、日銀レビュー、2021-J-11、2021年10月

バブル期の日本、米国、スペインの債務残高を企業と家計に分けて見ると、各国で異なる動きが見られる（**図表 7 左・中央**）。日本では企業債務が大幅に増加した一方、家計債務の増加は緩やかであった。これと対照的なのが米国で、家計を中心に債務が増加した。スペインでは企業と家計の双方で債務が増加した。足元の中国の債務状況を確認すると、前述したように企業債務対 GDP 比は日本や米国、スペインのピーク時を上回った一方、家計債務も 2010 年代に入り対 GDP 比で急速に上昇している。ただし、その上昇ペースは米国やスペインのバブル期に近いものの、水準は直近の日本やスペイン並みにとどまる。

図表 7：中国・日本・米国・スペインにおける部門別の債務残高の長期推移



中国のバブルの崩壊がいつ始まるのかを予測することは困難であるが、一般政府の債務残高対 GDP 比は上記 3 カ国よりもかなり低く、政策対応の余地は大きい（**図表 7 右**）。だが政策対応によってバランスシート調整を先送りすれば、家計債務の増加が続き、バブル崩壊時にはスペインのように企業と家計の双方のバランスシートに調整圧力がかかる。他方、仮に 2022 年中にバブルが崩壊した場合には、企業を中心とした日本型の調整が進む可能性が示唆される。

中国でバブルが崩壊すれば負の資産効果で消費が大きく抑制される可能性

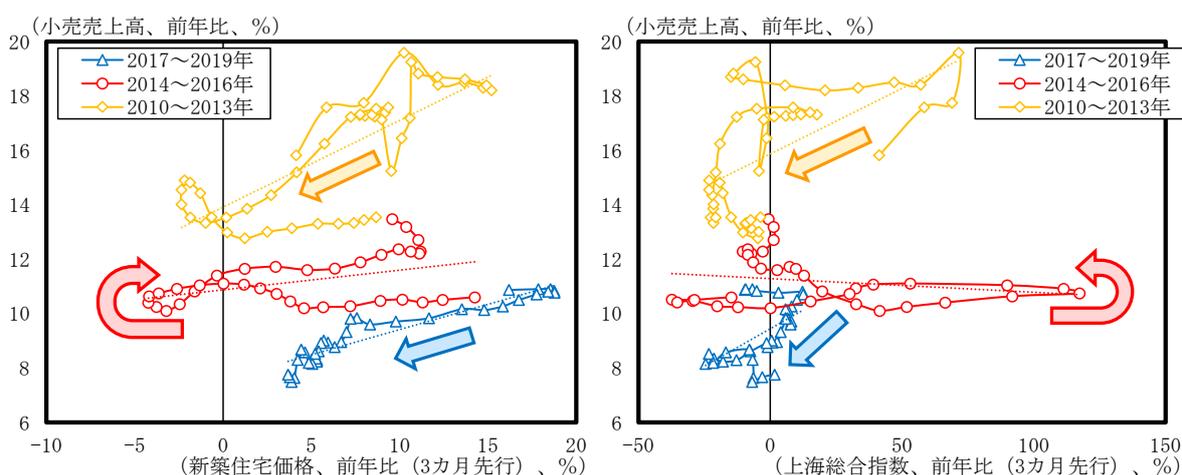
日本ではバブル崩壊後に不動産価格と株価の下落傾向が長期的に継続し、個人消費を停滞させる一因になった。中国においても同様の事態に直面すれば、日本経済のみならず世界経済に対しても大きな影響を及ぼす。

中国における資産効果の度合いを確認するため、**図表 8** では横軸に実物資産価値（新築住宅価格、**左**）、もしくは金融資産価値（上海総合指数、**右**）の前年比を、縦軸に個人消費（小売売上高）の前年比を取ることによって、資産価格と個人消費の関係を示している。2010 年代の動きを 3 つの時期に分けると、2014～16 年は両者の相関は見られず、不動産価格や株価が変動する中でも小売売上高の伸び率は横ばい圏で推移した。

背景には、同時期の不動産価格と株価が逆相関の関係にあったことが考えられる。中国政府が2013年3月に「国5条」と呼ばれる不動産規制強化策を打ち出したことなどにより、不動産価格は2014年末～2015年央にかけて下落したが、その間の株価は金融緩和策も相まって堅調に推移した。2015年に発生したチャイナ・ショック時は株価が急落したが、不動産市場は反対に持ち直した。このように不動産価格と株価が逆相関の関係にある場合は、資産価値の変化が相殺され、負の資産効果が表れにくい。

他方、2010～13年、2017～19年は不動産価格、株価と小売売上高にそれぞれ正の相関関係が見られ、不動産価格と株価の伸び率がともに低下した局面では負の資産効果を通じて小売売上高の伸びが抑制された。今後、不動産価格と株価がともに下落した日本型のバブル崩壊が中国でも発生すれば、2010～13年、2017～19年に観察されたように、負の資産効果が強く働くことで消費が下押しされるとみられる。

図表8：中国の新築住宅価格（左）、上海総合指数（右）と小売売上高の関係



(注) 全て3カ月移動平均の前年比。新築住宅価格は100都市平均。

(出所) 中国国家统计局、上海証券取引所、China Index Academy、Haver Analyticsより大和総研作成

中国で不動産バブルが崩壊した場合、不動産価値の減少幅は最大 280 兆円

資産効果の大きさを測る上で重要となる、中国の家計の不動産価値⁷（土地・住宅の価値、大和総研による試算）の可処分所得比を確認すると、2007～13年で5pt程度低下し、その後は安定的に推移している。同時期の不動産価値、可処分所得はともに増加したものの、後者の増加率が前者のそれを上回った（図表9）。このことは、日本、米国、スペインで同倍率が低下した際に不動産価値が減少したこととは対照的だ。

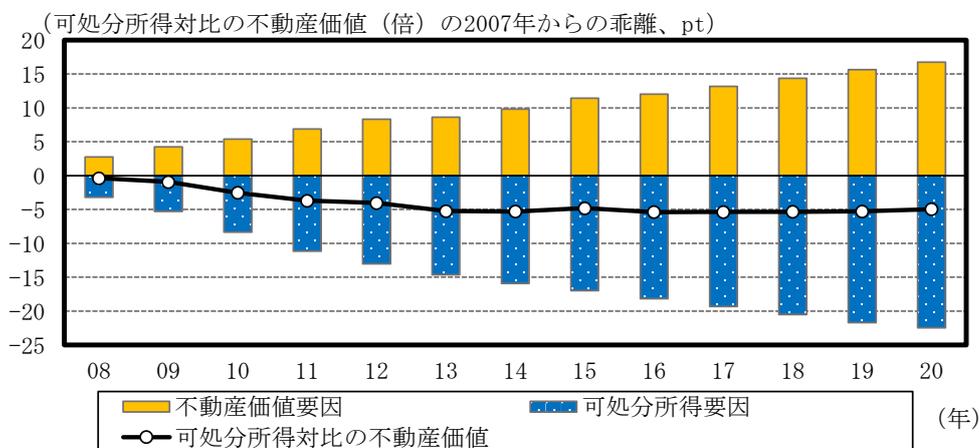
仮に、中国の不動産価格が大幅に調整した場合、同価値はどの程度減少する可能性があるだろうか。上記3カ国を参考にすると、米国の不動産価値はピークからボトムまで5年で25%減少し、スペインでは6年で32%減少した（図表10左）。日本では22年で42%減少したが、最初

⁷ 中国の土地は全て国有または集団所有であるが、土地使用権の代金を支払うことで土地を使用することができる。住宅価格には建物の価格のほか、この土地使用権の価格が含まれる。

の5年で19%減少しており、米国やスペインの調整速度に近かった。

これらの事例を機械的に中国に当てはめた試算結果が**図表 10 右**である。シャドーで示した部分は上記 3 カ国のバブル崩壊後の不動産価値の減少率の最大値と最小値の範囲を、破線は同 3 カ国の不動産価値の減少率の平均値を表す。このとき、不動産価値の調整開始 6 年後の落ち込み幅が最大となり、減少額は 170~280 兆元（2020 年対比で 19%~32%）に上る。これは 2020 年の家計可処分所得の 2.5~4 倍程度に相当する。政府の政策余地の大きさもあり、当面はテールリスクとみているが、中国でリスクが顕在化した場合、負の資産効果を通じて個人消費が大幅に抑制されることは避けられないだろう。

図表 9：中国における家計可処分所得対比の土地・住宅資産価値の変化とその要因



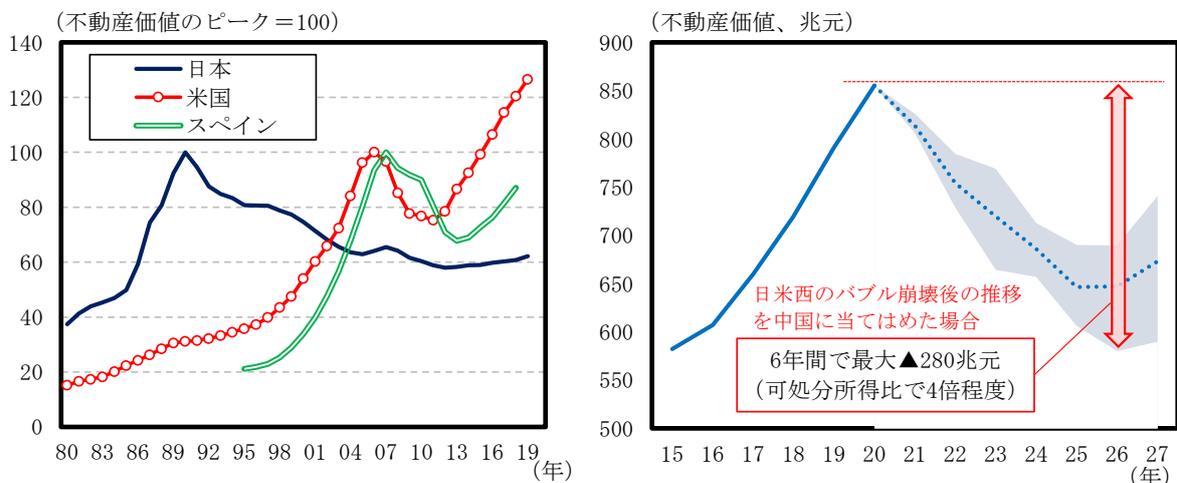
(注1) 不動産価値は「前年の1人あたり居住面積×前年の人口×前年の面積当たり中古住宅価格×(1-減価償却率)+当年の住宅販売金額」で算出。減価償却率は4%を仮定。データの欠損部分は線形補完した。

(注2) 可処分所得をW(基準の2007年はW0)、不動産価値をH(同H0)とすると、

$$(\Delta(H/W))/(H0/W0) = (\Delta H)/H0 - (\Delta W)/W0 \text{ より } \Delta(H/W) = (\Delta H)/H0 \times H0/W0 - (\Delta W)/W0 \times H0/W0$$

(出所) 中国国家统计局、中国房地产业協会、Haver Analytics、CEICより大和総研作成

図表 10：日本・米国・スペインの不動産価値(左)と中国における不動産価値の調整リスク(右)



(注1) スペインの不動産は対家計非営利団体の保有分も含む。

(注2) 右図のシャドーは日本、米国、スペインにおけるバブル崩壊後の不動産価値の減少率の最大値と最小値の範囲を、破線は同3カ国における不動産価値の減少率の平均値を示した。

(出所) 各国統計、OECD、Haver Analytics、CEICより大和総研作成

図表 11：日本経済見通し＜第 211 回日本経済予測（改訂版）（2021 年 12 月 8 日）＞

	2020			2021				2022				2023	2020	2021	2022
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	年度	年度	年度
国内総生産(実質、前期比年率、%)	-28.5	22.1	9.6	-2.9	2.0	-3.6	7.6	8.2	3.7	1.4	1.4	1.6			
＜実質、前年同期比、%＞	-10.1	-5.4	-0.9	-1.8	7.3	1.2	0.7	3.5	3.9	5.2	3.6	2.0	-4.5	3.1	3.7
民間消費支出(実質、前期比年率、%)	-30.6	21.8	9.3	-4.3	2.4	-5.1	11.9	11.9	2.8	0.7	0.3	0.2	-5.5	3.3	4.1
民間住宅投資(実質、前期比年率、%)	-0.3	-17.9	0.2	3.7	4.1	-6.2	2.8	3.6	2.6	2.0	2.0	1.8	-7.8	-0.1	2.0
企業設備投資(実質、前期比年率、%)	-25.1	-1.5	4.9	1.7	8.4	-8.8	6.6	9.1	7.8	5.7	4.5	2.8	-7.5	2.5	5.7
政府消費支出(実質、前期比年率、%)	1.5	8.6	3.4	-2.5	2.9	4.1	0.4	0.6	-1.2	-5.5	-3.2	1.2	2.5	2.0	-1.3
公共投資(実質、前期比年率、%)	18.2	6.7	2.5	-5.9	-10.0	-7.8	6.1	4.1	3.2	2.8	1.2	1.2	5.1	-3.7	2.6
輸出(実質、前期比年率、%)	-55.1	39.4	52.6	9.3	10.4	-3.5	6.3	7.9	8.6	7.3	6.2	5.4	-10.5	12.4	6.6
輸入(実質、前期比年率、%)	-6.1	-24.3	21.7	13.5	16.5	-4.1	8.0	8.8	4.9	2.8	2.0	1.9	-6.6	8.0	4.4
国内総生産(名目、前期比年率・前年度比、%)	-27.0	22.2	7.2	-3.0	0.2	-4.1	8.9	8.5	3.7	1.8	1.8	2.3	-3.9	2.3	4.0
GDPデフレーター(前年同期比、%)	1.4	1.1	0.2	-0.1	-1.1	-1.2	-0.3	-0.2	0.3	0.5	0.3	0.4	0.7	-0.7	0.4
鉱工業生産(前期比、%)	-16.8	9.0	5.7	2.8	1.2	-3.7	1.3	4.3	1.5	0.7	0.4	0.4	-9.5	7.1	5.3
コアCPI(前年同期比、%)	-0.1	-0.3	-0.9	-0.5	-0.6	-0.0	0.3	-0.1	0.6	0.8	0.9	1.0	-0.5	-0.1	0.8
失業率(%)	2.7	3.0	3.0	2.8	2.9	2.8	2.8	2.7	2.7	2.6	2.5	2.4	2.9	2.8	2.5
貿易収支(兆円、年率)	-5.9	4.9	9.7	5.7	4.0	1.8	1.5	1.2	2.0	3.0	3.9	4.6	3.9	2.3	3.6
経常収支(兆円、年率)	6.8	14.5	23.7	18.5	18.9	14.9	14.8	14.5	15.3	16.3	17.5	18.4	16.3	16.2	17.3
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	28.0	40.9	42.7	58.1	66.2	70.5	76.3	69.5	69.5	69.5	69.5	69.5	42.4	70.6	69.5
為替レート(円/ドル)	107.6	106.1	104.5	105.9	109.4	110.1	113.5	113.5	113.5	113.5	113.5	113.5	106.0	111.6	113.5

(注) 網掛け部分は大和総研予想。

(出所) 大和総研