

基礎研
レポート不動産バブルの日中比較と
中国経済の展望

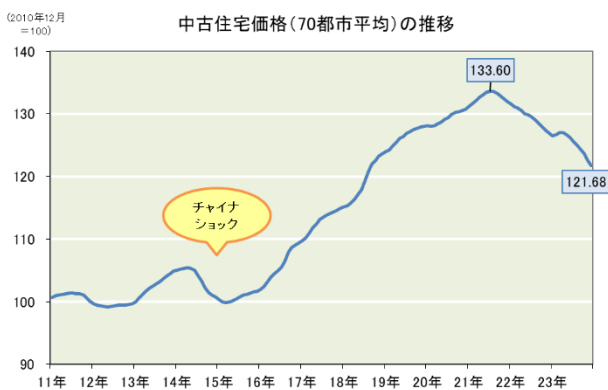
経済研究部 上席研究員 三尾 幸吉郎
(03)3512-1834 mio@nli-research.co.jp

1——低迷を続ける中国の不動産市場

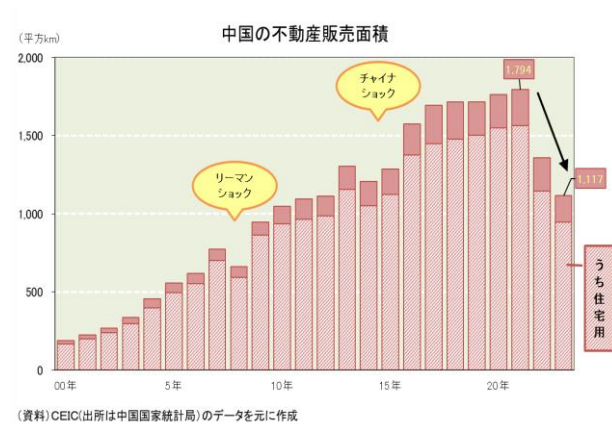
中国では不動産不況になかなか歯止めが掛からない。そして住宅価格はじりじりと下落している。図表-1は国家统计局が毎月公表している70都市の中古住宅価格を基に、2010年12月を基準(=100)として、その後の推移を示したものだ。これを見ると、2021年7月の133.60をピークに下落し始め、2023年12月には121.68と1割弱の下落となった。チャイナショックに見舞われた2014年後半から2015年前半にかけても5%ほど下落したことはあったが、今回はそれを超える下落幅となっており、しかも底打ちする兆しすらない。

その背景には販売の不振がある。2023年の不動産販売(面積)は1,117平方kmと、直近ピーク(2021年)の6割ほどに減少した。過去を振り返ると(図表-2)、リーマンショック(2008年)やチャイナショック(2014~15年)の時にも販売は1割ほど減少したものの、数年後にはそれぞれショック前のレベルを回復し、その後も販売は右肩上がりで増えたので、当時は大問題とはならなかった。

[図表-1]



[図表-2]



しかし、今回の落ち込みは格段に大幅である。それに加えて、不動産販売(面積)の8割超を占める住宅

部門において在庫(含む仕掛かり在庫)の積み上がりが見られる。現在のような販売低迷が続くとすれば、在庫処分だけで数年を要する計算となる。

不動産業はかつて中国経済の牽引役だった。国内総生産(GDP)を見ても、不動産の実質成長率は1990年代が年平均10.3%増、2000年代が同10.7%増と、2桁成長が当たり前だった。しかし、2010年代には同4.7%増とその勢いは鈍化、2022年には前年比3.9%減、2023年には同1.3%減と、2年連続でマイナス成長となってしまった(図表-3)。そして不動産デベロッパーの多くが経営不安に直面する事態となった。中国政府は2022年11月に「16条措置¹」を発表し、その金融支援に乗り出したものの、その効果は一時的にとどまり、不動産関連融資は現在も失速気味である(図表-4)。

こうした不動産不況は、日本が1990年代に経験した不動産バブル崩壊と類似した面がある。そこで本稿では、日本と中国の不動産バブルを比較分析した上で、中国における不動産バブルの行方を探ってみたい。

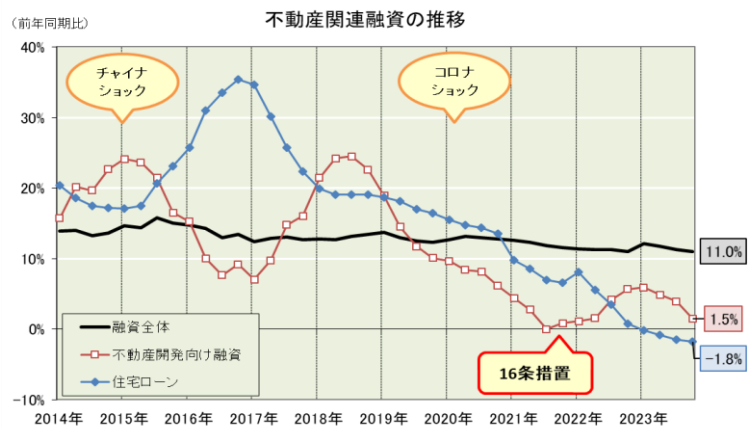
[図表-3]

産業別の実質成長率 (単位: %)

	2022年	2023年
国内総生産	3.0	5.2
第1次産業	4.2	4.1
第2次産業	2.6	4.7
製造業	1.7	4.4
建築業	2.9	7.1
第3次産業	3.0	5.8
交通・運輸・倉庫・郵便業	0.7	8.0
卸小売業	2.5	6.2
宿泊飲食業	▲2.8	14.5
金融業	3.1	6.8
不動産業	▲3.9	▲1.3
情報通信・ソフト・ITサービス	12.2	11.9

(資料)CEIC(出所は中国国家统计局)のデータを元に作成

[図表-4]



(資料)CEIC(出所は中国人民銀行)のデータを元に作成

2——日本における不動産バブル「形成」とその「崩壊・後始末」

中国における不動産バブルを見る前に、日本における不動産バブルを振り返っておきたい。不動産バブルとは一般に、不動産価格が説明のつかないほど値上がりすることを指し、それが泡の膨らむ状態に似ていることから「バブル」と呼ばれる。本章では、不動産価格が高騰しバブルが膨らんでいくプロセスを「形成」段階、そのバブルが崩壊して不動産価格が急落し、それに伴って不動産デベロッパーが経営破綻したり銀行が不良債権を抱えたりして、その対応に追われるプロセスを「崩壊・後始末」段階と形容して、それぞれ簡単に整理しておこう。

1 | 不動産バブルの「形成」段階

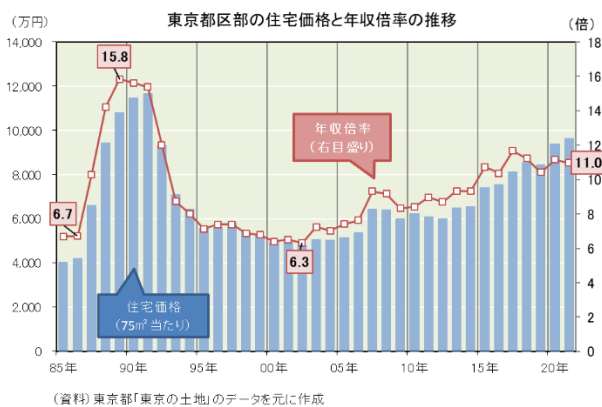
日本で不動産バブルが形成され始めたのは1987年頃だった。東京都発行の「東京の土地」によれば(図表

¹ 中国人民銀行と中国銀行保険監督管理委員会は2022年11月11日に「金融による不動産市場の安定的で健全な発展のサポートを徹底する通知」を発表し、不動産開発企業に対する融資の安定化や、住宅の確実な引き渡しを保証する特別融資の提供、資産管理会社による資金難の不動産開発企業に対する支援の奨励、住宅ローン利用者の権益保護など6分野・16項目の支援策を発表した。

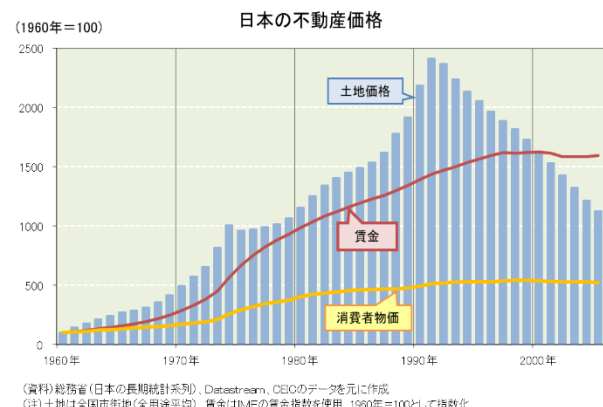
-5)、1986年の東京都区部のマンション75㎡当たり価格は4,185万円(年収倍率は6.7倍)に過ぎなかった。それが1987年には6,608万円(同10.3倍)、1988年には9,420万円(同14.2倍)、1989年には10,785(同15.8倍)と、まさに不動産価格が説明のつかないほどに値上がりしていった。

その背景には土地価格は必ず上昇するという「土地神話」があった。1985年の「プラザ合意」後、日本は急激な円高に見舞われた。そして日本企業は海外現地生産を進めたり、合理化・省力化でコスト削減に努めたりして円高適応力を高めることとなった。さらに円高不況で外需依存から内需主導への構造転換が必要となったため、日本銀行は公定歩合を5回に渡り引き下げた。こうして低金利となった日本では「財テク」ブームが起こった。その投資対象として注目を浴びたのが不動産である。特に日本の土地価格は、その歴史的推移を見ると(図表-6)、何度か下落したことはあったものの、数年後には回復するなど長い目で見れば右肩上がりの上昇を続けており、消費者物価や労働で得られる賃金の水準を恒に上回る伸びを示していたので、「土地神話」が信憑性を高めることとなった。そして不動産デベロッパーは先行的に不動産投資を増やし、一般企業も不動産取得を活発化し、個人の間でも借入金によるマンション投資が流行り、金融機関もそうした投機行動をファイナンス面から支えることで不動産バブルを謳歌することとなった。こうして日本全体が高値警戒心を失い、不動産は説明のつかないほどの高値まで上昇していった。

[図表-5]



[図表-6]



2 | 不動産バブルの「崩壊・後始末」段階

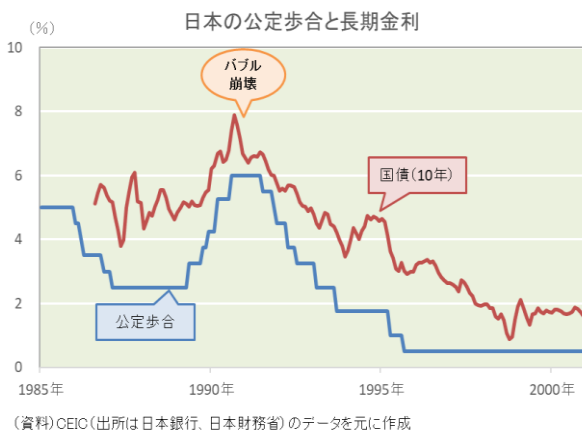
こうして形成された不動産バブルも1990年前後に転機を迎え、前述した土地価格・マンション価格は1991年をピークに下落に転じた²。その背景には1989年以降に実施された、①公定歩合の引上げとそれに端を発する長期金利の上昇(図表-7)、②土地基本法が成立して以降に行われた税制の見直し、③不動産業向け貸出(公的な宅地開発機関等に対する貸出を除く)の増勢を総貸出の増勢以下に抑制する「総量規制」があった³。そしてひとたび価格が下落し始めると、沈む船から逃げるネズミのように、不動産デベロッパーも一般企業・個人も続々と撤退していった。そして土地価格・マンション価格は2000年前後にバブル形成前(1986年)の水準に戻り、日本の不動産バブルはついに崩壊した。

² 土地価格下落の時期は地域間で異なった。東京で下落に転じた1988年前後、大阪や名古屋などの大都市や地方圏ではむしろ上昇傾向を強めた。東京に比べて割安感があった地域に資金が流入していったからである

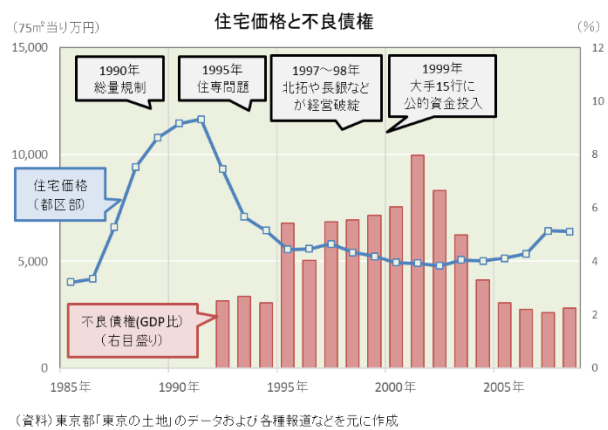
³ 経済企画庁「平成5年年次経済報告バブルの教訓と新たな発展への課題」、平成5年7月27日

その後の日本は不動産バブルの後始末に追われることとなった。金融機関は総量規制の下で不動産業向け貸出を抑制、金融機関からの借入金を元手に不動産投資を増やしていたデベロッパーは、資産サイドでは不動産価格の下落、負債サイドでは金利上昇によるコスト高に見舞われ、投げ売り(コスト割れで売却)で得た資金で借金を返済するバランスシートの両建て解消に動き出した。レバレッジ投資(金融機関からの借入金を元手とした投資)をしていた一般企業・個人もほぼ同様の動きを示した。こうして投げ売りを余儀なくされた不動産デベロッパーは次々に倒産、レバレッジ投資していた一般法人の中には本業が黒字なのに倒産した会社が現われ、借金返済に追われ自己破産する個人も少なくなかった。そして金融機関の不良債権は急激に増加し、経営不安に直面した金融機関は「貸し剥がし」に奔走、信用収縮を招いた(図表-8)。

[図表-7]

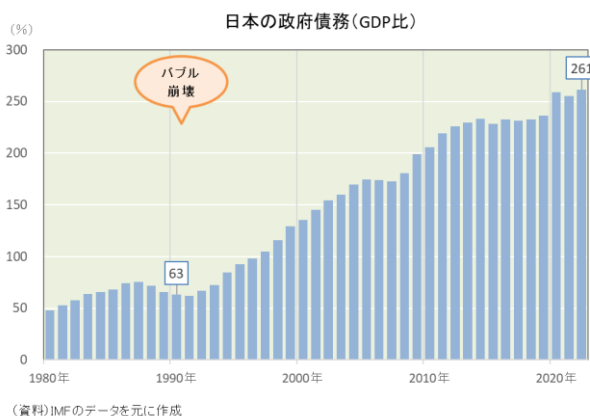


[図表-8]

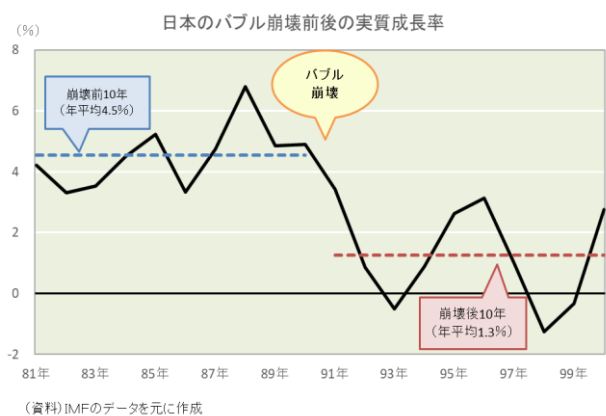


こうした金融機関の経営不安を解消しようと、日本政府は金融機関に公的資金を注入、それまで減少傾向にあった政府債務(GDP比)は1990年63%を底に増加に転じた(図表-9)。さらに悪化した景気を建て直すようと大規模な景気対策を実施したため、政府債務はさらに拡大していった。なお、住むために住宅を購入した個人の投げ売りは目立たなかったものの、高金利の住宅ローンを抱えて消費意欲を減退させた。そして不動産バブル崩壊後(1991~00年)の実質成長率は年平均1.3%増と、その前10年(1981~90年)の同4.5%増から3.2ポイントも低下することとなった(図表-10)。

[図表-9]



[図表-10]



3—バブル崩壊前後の日本と中国の類似点・相違点

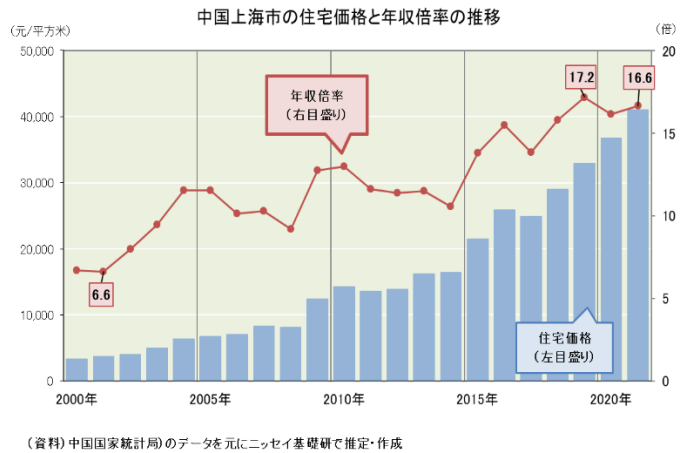
1 | バブルの度合い

バブル期の日本では、前述したとおり東京都区部の住宅価格が説明のつかないほどに値上がりし、一般庶民の手に届かないものになっていたが、中国ではどうなのだろうか。

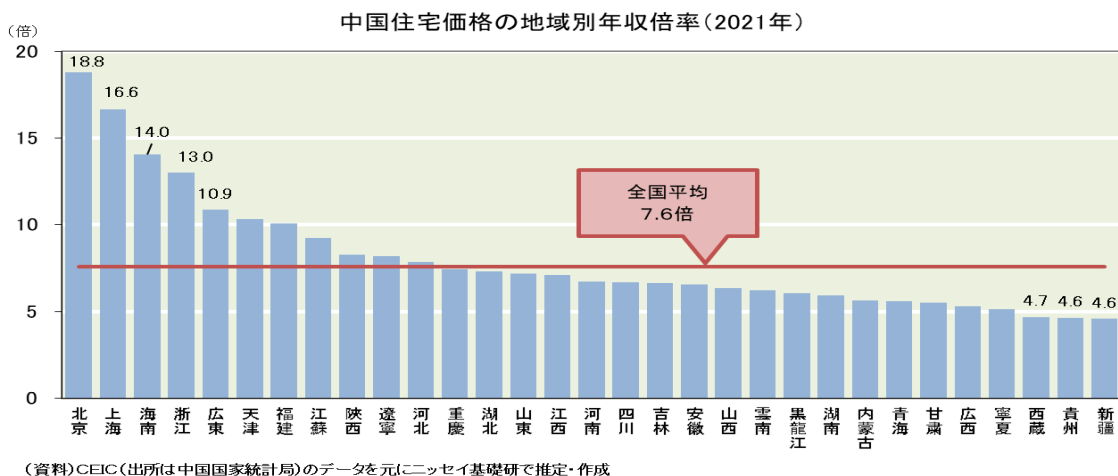
それを知るため上海市の年収倍率を推計してみた。上海市の年収を表す統計としては中国国家统计局が発表している平均賃金(年間)があり、2021年は19万1844元だった。また、1世帯当たりの就労人数は1.45人(2012年)なので、これらを掛け合わせた1世帯当たりの年収は27万8174元と推定される。一方、上海市の住宅価格は平方メートル当たり4万974元で、一人当たり住宅面積(都市部)は39.8平方メートル(2021年)、1世帯当たりの構成人数は2.84人(2012年)なので、これらを掛け合わせた1世帯当たりの住宅価格は463万1404元と推定される。以上の推計値を基に年収倍率を計算すると16.6倍となる(図表-11)。これは前述の東京都区部の15.8倍(1989年)とほぼ同水準であり、上海市の住宅価格が説明のつかないほどに値上がりしていることが分かる。ちなみに国際的には年収倍率4~6倍が合理的水準とされている。

なお、同様の計算で上海市以外の年収倍率を見ると(図表-12)、西藏自治区、貴州省、新疆ウイグル自治区は合理的水準(4~6倍)の範囲内にあるものの、北京市では18.8倍と上海市よりさらに割高で、全国平均でも7.6倍とやや割高である。中国は国土が広大なこともあって地域格差が大きいものの、北京市・上海市といった大都市の住宅価格は明らかに割高であり、そのバブル度合いは極めて高いと言えるだろう。

[図表-11]



[図表-12]



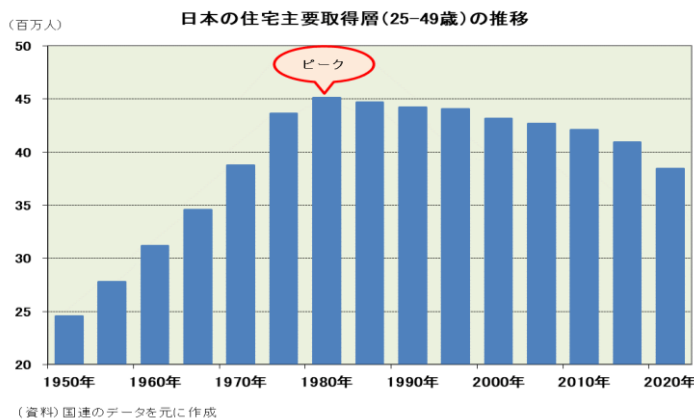
2 | 住宅需要の動向

バブルが崩壊し始めた時の日本では、少子高齢化が進むとともに、それまで右肩上がりだった住宅主要購入層(25~49歳)の人口が1980年頃をピークに減少し始め、それがバブル崩壊の遠因となっていた(図表-13)。それでは中国ではどうなのだろうか。

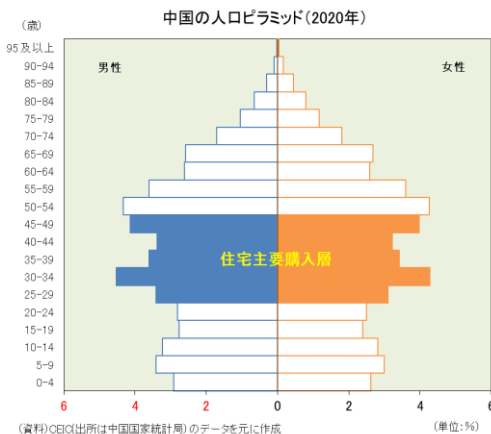
現在の中国でも少子高齢化が進み始めており、住宅主要購入層の人口は2012年頃をピークに減少に転じている。中国の人口ピラミッドを見ると(図表-14)、住宅主要購入層の予備軍となる24歳以下の人口がこれまでより少ないため、今後は住宅購入ブームなどで一時的に盛り上がることはあったとしても、長続きせず趨勢的には減少傾向を辿るものと見られる。

一方、農村から都市へと人口が移動する都市化はまだ進展途上にある。中国の総人口に占める都市人口の比率(都市化率)は66.2%(2023年)と、約77%だった1990年の日本よりも低いからである。但し、前述の通り24歳以下の人口が少ないため、都市化の進展ピッチはこれまでより鈍化しそうだ。また、農村から都市へ人口が移動すれば大都市での住宅需要は増えるものの、農村部では減ることになる点には注意が必要だ。

[図表-13]



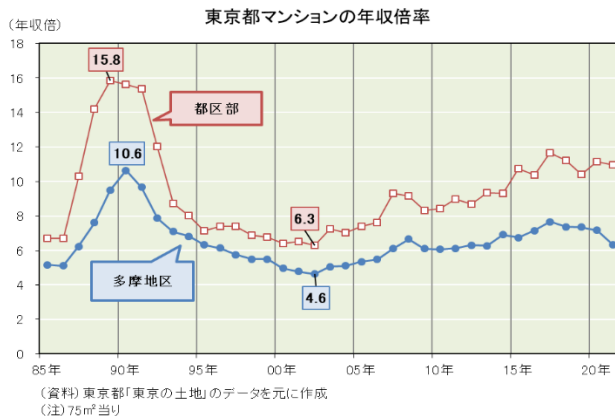
[図表-14]



3 | 住宅価格の変動性

日本のバブル崩壊前後の住宅価格は、ピークまでの上昇率もその後の下落率も、東京、大阪、名古屋といった大都市の方が地方都市より大きかった。東京の場合を見ると(図表-15)、都区部の住宅価格はもともとやや割高だったが、それが1987年以降のバブル形成で一気に上昇し、その崩壊とともに一気に下落することとなった。多摩地区でもほぼ同様の動きを見せたが、その変動率は都区部のそれより小さかった。

[図表-15]



それでは現在の中国はどうなのだろうか。新築

住宅価格は政府統制の影響が色濃いので、ここでは中古住宅の値動きを確認してみたい。それを見ると(図

表-16)、ピークまでの上昇率が最も大きかったのは深圳市(広東省)だった。起点とした2010年12月の3倍近くに値上がりしており、北京市や上海市といった大都市でも軒並み2倍に上昇している。そして深圳市では2021年4月にピークを付け、その後は値下がりしているものの、下落率は8.9%にとどまっており、バブル崩壊というほどの下落率ではない。

一方、ピークからの下落率が最も大きかったのは牡丹江市(黒龍江省)だった。最高値を付けた2011年4月からの下落率は36.6%である。中古住宅価格の推移を見ると、牡丹江市では2014~15年にかけてのチャイナショックで15%ほど下落している(図表-17)。その後は中国全土でバブル形成が始まったこともあってやや持ち直したものの、チャイナショック前のレベルを回復するには至らず、2019年6月には再び下落に転じ、それからの4年半ほどの間に3割ほど下落、バブルは崩壊したと言えるだろう。ちなみに、牡丹江市のある黒龍江省の年収倍率を見ても6倍と、合理的水準の範囲内に低下している(図表-12)。

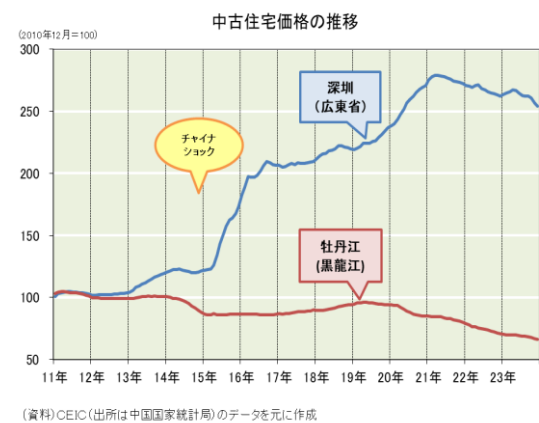
このように日本では数年で一気にバブルが形成され数年で一気に崩壊したが、中国では一部の地方都市でバブルが崩壊したものの、大都市(北京、上海、広東省)の下落率は小幅で、年収倍率も10倍を超えるなどバブル度合いはまだ高い(図表-11)。中国の大都市でバブルが崩壊するとすれば、それはこれからだろう。

[図表-16]

ピークまでの上昇率(トップ10)			ピークからの下落率(トップ10)		
順位	都市名	上昇率	順位	都市名	下落率
1	深圳 (広東)	178.9%	1	牡丹江 (黒龍江)	-36.6%
2	北京	124.0%	2	温州 (浙江)	-22.8%
3	広州 (広東)	107.9%	3	錦州 (遼寧)	-19.8%
4	上海	100.0%	4	安慶 (安徽)	-18.6%
5	合肥 (安徽)	81.3%	5	ハルビン (黒龍江)	-18.5%
6	廈門 (福建)	71.2%	6	鄭州 (河南)	-17.8%
7	無錫 (江蘇)	70.5%	7	北海 (広西)	-17.6%
8	南京 (江蘇)	70.5%	8	宜昌 (湖北)	-17.5%
9	武漢 (湖北)	59.2%	9	吉林 (吉林)	-17.0%
10	杭州 (浙江)	53.2%	10	貴陽 (貴州)	-15.6%

(資料)CEIC(出所は中国国家统计局)のデータを元に作成
 (注)ピークまでの上昇率の起点は2010年12月として筆者推計

[図表-17]



(資料)CEIC(出所は中国国家统计局)のデータを元に作成

4 | 金融面—マネーサプライ、金融機関が抱える不良債権

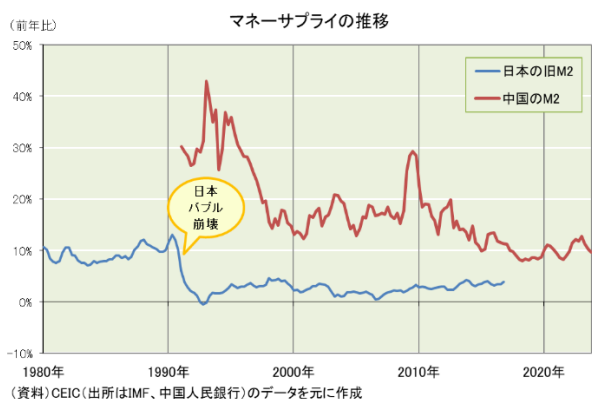
バブルが崩壊したあとの日本では、前述したように不動産デベロッパーだけでなく、一般企業・個人も一斉に投げ売りに走り、それまでの金融引き締め措置の効果が一気に顕在化して(図表-7)、マネーサプライの伸びは急減速(図表-18)、経済活動は停滞して金融機関が抱える不良債権は急増(図表-8)、日本は金融システム不安に直面することとなった。

それでは現在の中国はどうかだろうか。経営不安に陥った不動産デベロッパーや投機対象として不動産を購入していた個人の投げ売りは見られるものの、政府統制もあって大都市の価格下落は小幅にとどまりバブル崩壊に至っていないこともあって、マネーサプライの伸びは前年比10%前後を維持(図表-18)、金融機関が抱える不良債権は増えたとはいえ、GDP比で3%程度にとどまっている(図表-19)。

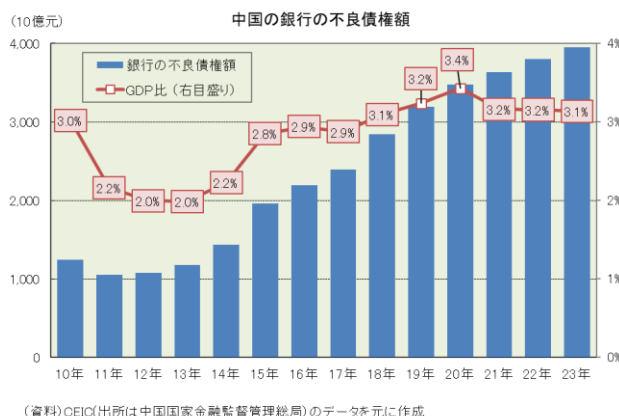
このまま大都市でバブルが崩壊しなければ、日本が経験したような金融システム不安は避けられるとも考えられる。しかし、大都市でバブルが崩壊しないと断定できるだけの証拠もない。確かに中国の商業銀行の不良債権はそれほど多くなく、債権総額に占める不良債権の比率は1%台にとどまり、GDP比で見ても3%強

と、バブル崩壊後の日本に比べると銀行の経営は健全と見られる。しかしその背景には、中国の銀行が 2020 年以降 3 年連続で 3 兆元ほどの不良債権処理を続けてきたことがある。では、銀行のバランスシートから外された不良債権はどこに行ったのか、その行方が問題となる。その行方は明らかでないものの、不良債権処理会社(AMC)に移された可能性も排除できない。現時点では大都市のバブルが崩壊していないので大問題となっていないが、もしそうした事態となれば AMC の経営状態は要注意だ。中国が金融システム不安に陥るというリスクは少なからずあるだろう。

[図表-18]



[図表-19]



5 | その他の特筆すべき点

その他、日本のバブル崩壊と中国のそれを比較する時、筆者は以下 4 点に留意すべきと考えている。

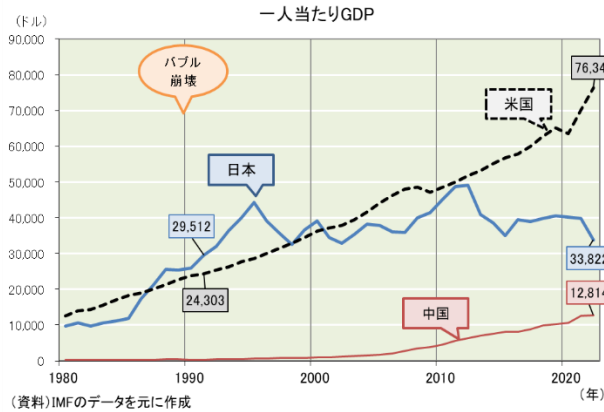
第一に一人当たり GDP のレベルである。不動産バブルがピークを付けた 1991 年、日本の一人当たり GDP は 29,512 ドルと米国のそれ (24,303 ドル) を上回っていた (図表-20)。さらに当時は日米貿易摩擦の最中でもあった。したがって、当時の日本にとって、不動産バブルが崩壊し内需がダメージを受けても、外需依存に回帰する道のハードルはとても高かった。一方、現在の中国も米中対立の最中だが、一人当たり GDP は 12,814 ドルと米国のそれ (76,348 ドル) の 6 分の 1 ほどに過ぎない。したがって、中国産品の国際競争力のポテンシャルは当時の日本より高いと考えられる。

第二に有望な輸出先の有無である。当時の日本には将来の発展が確実視された「中国」という極めて有望な輸出先があった。実際、バブル崩壊後の日本は中国への輸出を拡大していった (図表-21)。一方、現在の中国にもインド、ASEAN、アフリカといった将来の発展が確実視される国・地域がある。実際、中国は「一帯一路構想 (Belt and Road Initiative)」を掲げて、その取り込みに奔走している。但し、その筆頭格であるインドと中国は国境紛争を抱えており、欧米先進国と競合することもあって、当時の日本が中国に期待したほどには輸出を増やせそうにない。

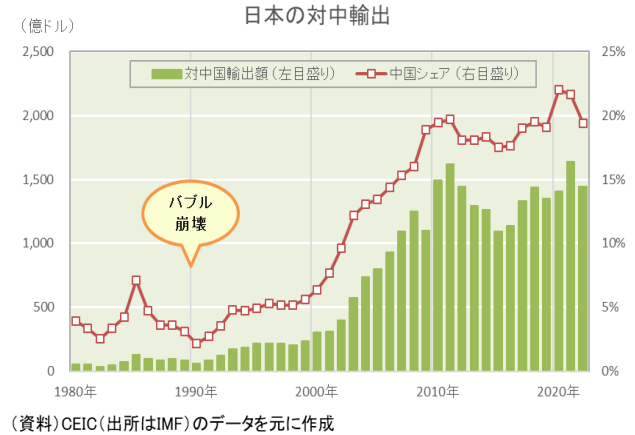
第三に株式バブルの有無である。日本で不動産バブルが崩壊した時、それとほぼ同時に株式バブルも崩壊したため、経済への打撃が大きかった (図表-22)。一方、現在の中国でも不動産不況による業績低迷で株式市場が低迷しているものの、株価収益率 (PER) は 12 倍、株価純資産倍率 (PBR) は 1.2 倍とバブル度合いは低い (図表-23)。さらなる業績低迷で下落することはあっても、そもそもバブルでないので崩壊することもない。この点では当時の日本よりも経済への影響が小さくなると思われる。

第四にデベロッパーの負債構成である。日本の不動産デベロッパーは自己資金・借入金で不動産に投資することが多いが、中国では契約者から預かった前受金（購入代金）を元に建設することが多い。例えば碧桂園の場合を見ても、開発中の物件が資産の半分を占める一方、その負債は前受金が44%を占めている（図表-24、25）。こうした日本と異なる商慣習の影響にも注意する必要があるだろう⁴。

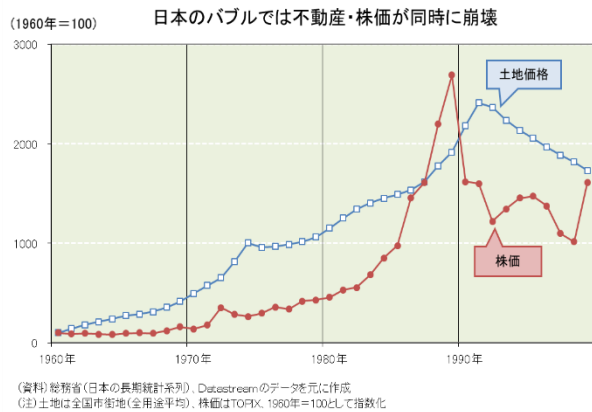
[図表-20]



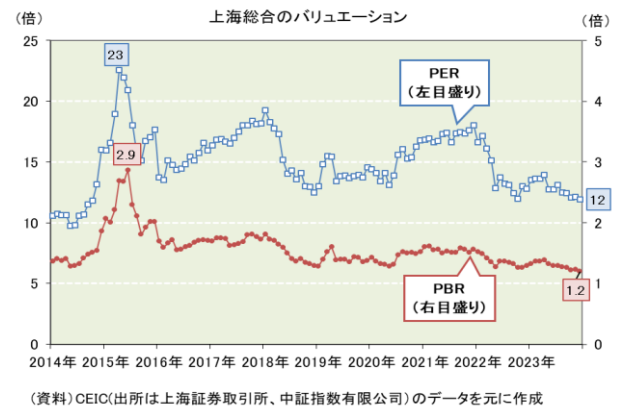
[図表-21]



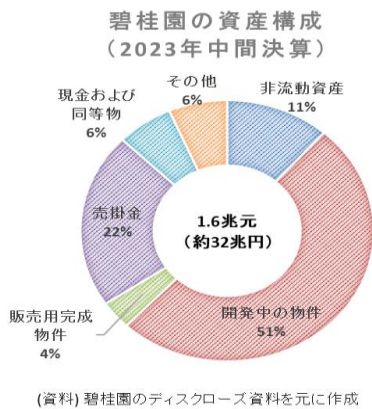
[図表-22]



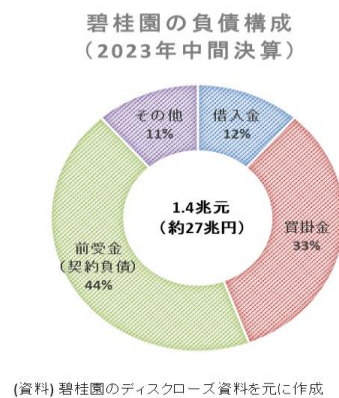
[図表-23]



[図表-24]



[図表-25]



⁴ 「[中国の不動産バブルー日本のバブル崩壊の経験だけで類推するのは危険](#)」、ニッセイ基礎研究所、研究員の眼、2023-12-25

4—中国経済の展望

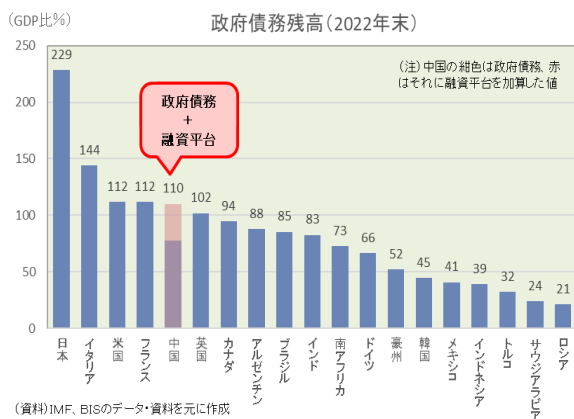
以上の不動産バブルの日中比較を踏まえて、今後の中国経済を展望してみたい。

メインシナリオとしては、中国の大都市では不動産バブルがまだ崩壊していないとはいえ、現在の住宅在庫は積み上がっており、今後も住宅需要は減少傾向を辿ると見られるため、不動産業の不振が中国経済全体の成長率を押し下げる状態は長期化すると予想している⁵。さらに中国は少子高齢化など人口問題を抱えており、財政発動の余地もそれほど大きくないことから、経済成長率はじりじりと鈍化し、10年後には先進国並みの2%台になると見ている。そして景気対策として財政を発動する度に中国の政府債務残高（GDP比）は上昇し、日本のそれに近づいていくことになるだろう。

但し、経済成長率がマイナスに陥ったとしてもそれは一時的だろう。そうした事態となれば、財政発動する余地はまだそれなりに残っているからだ。中国の政府債務残高は隠れ債務（融資平台）を含めてもGDP比で110%程度とまだ日本のそれを大きく下回っている（図表-26）。また、中国の一人当たりGDPのレベルは米国の6分の1ほどに過ぎないので、EV自動車や動力電池など新エネ関連の輸出は堅調と見られ、情報通信・ITサービスも生成AIの活用などで2桁成長を維持すると見られるため、経済成長率を押し上げる要因もある（図表-27）。ちなみに日本のバブル崩壊後の経済成長率を見ても（図表-10）、マイナスに陥ったのは一時的で、1990年代の年平均が1.3%増だった。

とはいえ不動産バブルがハードランディングに陥るリスクは覚悟しておく必要がある。経営破綻した不動産デベロッパーの処理方法を誤れば社会不安を招く恐れがあり、上海など大都市でもバブルが崩壊すればAMCの経営不安を招く恐れもあるからだ⁶。しばらく中国の不動産市場から目が離せない状況が続きそうである。

[図表-26]



[図表-27]



⁵ なお経済発展に伴う所得水準の上昇で住宅価格の年収倍率が合理的水準（4～6倍）に戻るソフトランディング（軟着陸）の可能性は極めて低い。所得の伸びだけで年収倍率を合理的水準に戻すには少なくとも10年はかかるからだ。上海市の場合、住宅価格が横這いで、年間所得が10年に渡り年平均10%で伸びたととしても、年収倍率は6.4倍になる程度である。

⁶ 格付け会社フィッチ・レーティングスは2024年1月3日、中国の不良債権管理会社4社（中国信達資産管理、中国東方資産管理、中国華融資産管理、中国長城資産管理）の格付けを引き下げた。いずれも投資適格「BBB以上」を維持したが、財務状況の変化には要注意。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。