

中国の不動産バブルと恒大ショック

福井県立大学 客員教授 中島 精也
丹羽連絡事務所 チーフエコノミスト

中国の不動産大手「恒大集団」の資金繰り悪化から、恒大が発行したドル建て社債の債務不履行（デフォルト）を巡ってマーケットが戦々恐々としている。恒大の負債総額は約2兆元（約33兆円）と巨額であり、破綻すれば融資をしている銀行、そして株式、社債、理財商品を保有している投資家に大きなロスが生じることになる。また、恒大は数十億ドル規模の簿外債務も抱えていると指摘されており、進展次第では中国経済ばかりか世界経済にも影響が及びかねない。

恒大集団は創業者の許家印が1996年に「恒大」を設立、2009年に香港で上場を果たした。不動産価格上昇を見込んで銀行融資、証券の発行で調達した資金で土地を購入し、更に保有株式、不動産を担保に借入金を増やして土地を追加購入するなどバランスシートを使った拡大路線で突っ走ってきた。不動産価格が上がれば保有資産の評価額は上がるし、売却益も増えるというビジネスモデルになっている。最近では経営の多角化も進めており、サッカークラブの所有、飲料、観光、インターネット、保険、ヘルスケア、電気自動車（EV）などにも参入している。

今回の恒大集団の経営危機を引き起こした要因は2020年8月の「三条紅線（3本のレッドライン）」という当局の融資厳格化の方針である。三条紅線とは不動産業者を負債対資産比率、純負債対資本比率、現金対短期債比率の3指標で色分け（緑、黄、橙、赤）し、指標が悪化した企業は融資制限を受けることになるが、恒大の指標は赤で新規の負債増加が認められないほど悪化しているようだ。更に

人民銀行は不動産バブル抑制を目的に昨年末、銀行融資に占める不動産融資と住宅ローンに上限を設けることを決定した。これは日本のバブル崩壊の引き金となった総量規制（1990年3月大蔵省銀行局長通達「土地関連融資の抑制について」）のイメージと重なる。

恒大のドル建て社債がデフォルトとなれば、他の中国企業の外貨調達に支障が生じるであろうし、他の不動産業者への負の連鎖も懸念される。恒大危機に対して中国政府の対応が注目されるが、習近平国家主席が唱える「共同富裕」の観点からは不動産バブルで踊った企業を救済するのは理屈に合わない。さりとて金融危機を招くリスクがあれば背に腹はかえられない。恒大救済に踏み切るか否か習近平政権はジレンマに立たされている。

文化大革命終了後の1978年に決定された改革開放と市場経済への移行から40年が経過するが、これまでも国有企業の過剰債務、銀行の不良債権、シャドーバンキングなど不動産絡みの問題が繰り返し発生してきた。恒大ショックはその一連の流れの延長線上にあると思われる。改革開放は、①地方分権、②市場経済への移行、③企業の経営自主権拡大、④海外資本と技術の導入、などの方針の元に進められてきた。要は地方を改革開放の推進拠点として、市場メカニズムにより資源の効率的配分を図り、企業に利益拡大のインセンティブを与えて、成長要因として絶対的に不足している資本と技術を海外から導入することで、豊富な国内労働力と併せて経済発展を図ろうとするものである。

改革開放路線によって、中国経済は1980～

2010年の30年間に実質GDPで18倍、年平均成長率は10%を記録するなど驚異的な経済発展を遂げたが、その影で今日まで不動産バブルが繰り返し発生し、社会問題化しているのは周知の事実である。不動産価格は経済発展に伴い、上昇傾向を続けたが、特に1995年に地方財源として「土地出讓金」が認められたことが不動産バブルの起点になったと考えられる。中国では土地は公有（国有か集団所有）であるが、土地の使用権を民間不動産業者に譲渡することは認められており、その使用権の譲渡益が「土地出讓金」である。

それまでは地方分権推進の目的から中央との間で取り決めた一定の請負額（上納金）を納めれば、収入の残りは地方政府が自由に処分できる「地方財政請負制度」が採用されていた。成長が加速すれば、地方政府の取り分は増加して、地方の裁量権が高まることになる。「地方財政請負制度」がインセンティブとなって、地方政府は高い成長目標をおき、野心的な設備投資プロジェクトを管理下にある国有企業に指示して推進させた。

しかし、「地方財政請負制度」のもとでは成長が加速するにつれて、中央と地方の税収バランスが崩れ、中央財政能力が低下して、中央の国家統制に支障が生じかねないリスクが出てきた。そこで、1994年に「分税制」という中央と地方の税収配分の見直しが決定されたが、税収減となる地方政府に新たな財源を認めないと投資が抑制されてしまう。そこで新しい財源として「土地出讓金」が認められることになった。これで「土地出讓金」という自主財源を元に地方政府主導の大規模な開発計画が可能となる仕組みが出来上がった。更に2000年代に入って土地使用権譲渡を促進する規制緩和が進み、地方政府は一段と不動産開発にのめり込んでいった。

この動きを加速したのが2008年リーマンショック後の4兆元の大型財政刺激策の発動である。4兆元の歳出はインフラ整備1.5兆元、

四川地震復興対策1兆元、住宅開発4000億元、農村部対策3700億元、技術開発・産業調整3700億元、環境保護2100億元、医療・福祉・教育1500億元からなるが、その分担は中央が1.18兆元に対して地方が2.82兆元と地方に大きく依存する中身となっていた。4兆元の景気対策のお陰で中国経済は大きく減速することなくリーマンショックを乗り越え、2010年になると中央政府は景気の加熱を怖れて、人民銀行も貸出増加額規制に踏み切るなど正常化を模索するようになった。しかし、インフラ投資は長期投資であり、景気循環という短期的視点で政策を転換されても困るとというのが地方政府の本音であった。

金融政策が抑制方向に向かえば、インフラ投資継続のためには別のルートで資金を調達しなければならない。そこで地方政府の資金調達機関として設立された地方融資平台が大きな役割を果たすことになり、編み出された錬金術が理財商品をベースとしたシャドーバンキングである。融資平台は地方政府が実施する不動産開発物件を裏付けとして債券を発行し、引き受けた銀行や信託会社はこの債券を組み込んだ理財商品を投資家に販売することにより、地方政府の不動産開発資金が潤沢に調達可能となった。

理財商品は投資信託に類似した商品であり、大きく分けて銀行が扱う銀行理財と信託会社が扱う信託商品がある。銀行は小口の理財商品を幅広く個人投資家に販売して、国債や株式で自主運用するだけでなく、運用を信託にも委託したが、信託は信託商品販売で得た資金と銀行からの委託分を合わせて融資平台に流すことで不動産開発投資の資金需要に応えることができた。このように直接的な銀行融資の形を取らずに、迂回路の融資平台を通して地方政府に資金が回ることからシャドーバンキングと言われた。

2010～2013年当時の銀行理財や信託商品の利回りは5～8%と預金金利3%よりも高い利

回りを提示していた。銀行理財の規模は2010年の4兆元から2013年には9兆元に、信託商品は3兆元から10兆元へと短期間に急増したが、正に高利回りを求める個人投資家と不動産開発を引き続き積極的に推進したい地方政府の思惑が一致したことで大規模な不動産開発の継続が可能となったのである。しかし、「共産党員が中央で出世するためには地方首長のポストを任された時、管轄する地域のGDPを出来る限り押し上げなければならない」と言われる中国では、地方政府による成長重視の採算を度外視した無秩序な建設投資も目立ち、完成した巨大なショッピングモールや高層マンションで「鬼城」と言われるゴーストタウン化した例が各地で散見された。

不動産の販売が不調で資金回収の見込みが立たないと、融資平台が発行した債券はデフォルトとなり、その債券を裏付けに組成された理財商品の元本割れは避けられない。事実、一部で元本割れという事態も発生したが、個人投資家への事前の商品リスクについての説明が不足していたのか、投資家の無知が招いたのか分からないが、銀行へ押しかける投資家も多く、メディアでも連日大きく報道された。そこで、社会混乱に進展するのを恐れる当局の指導もあってか、地方政府や金融機関の多くは損失補填を行うことで事態を沈静化させた。その資金は各種資産運用商品を一括管理する資金プールから拠出されたと伝えられている。

しかし、別の運用商品のお金で損失補填を行うという「どんぶり勘定」の不健全性は言うまでもなく、その後、当局はシャドーバンキングの規制強化に動くことになる。2013年「理財業務投資運用有關問題的通知」で銀行理財の裏付け資産を金融市場や証券市場で取引される適格商品に限定し、それ以外の商品の組み込みを制限することにした。これにより銀行が信託に委託して投資家の資金を融資平台に流すルートが閉じられてしまい、理財

商品の伸び率も2016年になると減速が顕著になった。しかし、投資家の高利回り金融商品への需要は根強く、一方で中国の金融自由化の進展もあり、今度は社債市場が不動産投資の資金源として登場してくる。

中国の社債発行残高は2010年4兆元、2013年9兆元、2016年17兆元、2020年25兆元と拡大の一途を辿っている。企業の資金調達の高利回り化と市場メカニズムを活かした効率的な金融システムを求める中国政府の意向が反映されているからだ。社債利回りは預金金利よりも高く投資家ニーズに合っているので資金調達は容易だ。恒大集団など民間不動産業者は従来の資金調達源である銀行融資、株式、理財商品に加えて社債の大型発行により不動産ビジネスを展開していく。

これら民間不動産業者は、地方財政を支える「土地出讓金」の存在から不動産価格の下落が政策的に容認できないこと、不動産価格の上昇を見込んで一般市民による住居用住宅以外の投機的な住宅需要が大きいことを与件として、競って不動産開発プロジェクトを展開していった。しかし、不動産バブルにより格差が拡大するのは共産党一党独裁体制の危機につながりかねない。不動産バブルが起きるとリスク回避のために規制を導入するのはこれまで繰り返されてきた事であり、今回の「三条紅線」の導入や総量規制もその一例である。

こう見てくると、1995年の「土地出讓金」を地方財源に認めて以降、繰り返し発生した不動産バブル、金融規制、そして金融問題は起こるべくして起こったと言わざるを得ない。中国政府が不動産バブルを回避して、不動産市場の安定を求めようとするならば、まずは地方独自の収入である「地方本給」の4割を占める「土地出讓金」に依存する地方財政を改めて、地方分権の見直し、中央と地方の役割分担と財政構造の改革という大問題に取り組むしか解決策はないものと思われる。