

中国不動産バブルの行方



津上 俊哉

日本国際問題研究所 客員研究員
現代中国研究家

10月18日中国の第3四半期経済統計が発表された。数字はやや持ち直しており、「今年の5%成長公約は達成可能」という見立ても聞かれる。しかし、そうしたフローの経済指標持ち直しの傍らで、不動産バブルの行方がいよいよ見えなくなってきた。

不動産は2年前と比べて、右図のとおり販売も新規着工もざっと半減した。経済成長を支えてきたエコシステムが壊れてしまった印象を禁じ得ない。

過去最も派手に事業を展開して経営危機に陥った恒大集団は、すでに6000億元の債務超過だ（会社が発表した22年末決算書）。

これまで中小不動産デベロッパーが破綻しても、ほかの企業に買収されたり、金融機関が個別に債権リストラに応じたり、と目につかない形で処理されてきたが、恒大集団のような超大手の経営危機の処理は異次元の難しさがある。

恒大集団は、代金は受け取り済みだが工事途中で買主に引き渡していない物件が2年前の時点で82万戸に上ったという。不動産大手の経営危機問題で政府が最も懸念、重視するのも、これらの未完工物件を完成させ、買主への引き渡しを済ませることだ。

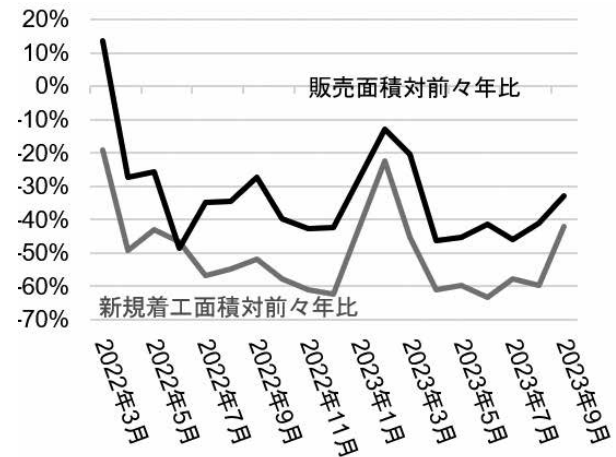
明白な債務超過会社が「破綻」の宣告を受けずに存続しているのも、この残務整理の目処が立っていないから。つまり地方政府はゾンビ会社にいま「成仏」されては困るのだ。

だが、完工・引き渡しのペースは遅々としている。会社の決算書上も、昨年末時点で72百億元分（約14兆円相当）だった「（買主に対する）契約債務」が去る6月末は60百億元と、15%強しか減っていない。

工事を完工させるには、資材の仕入や建設に必要な運転資金が必要だ。債務超過が明らかな会社に銀行から融資させるには、地元政府が債務を保証するしかないと思われるが、いまは地方政府自身が債務不履行だらけだ^{註1}。自分の債務も返せない地方政府が「債務は保証する」と言っても、銀行はおいそれと融資に応じられないだろう。

もっと根深い問題がある。販売物件を巡る残務処理

中国住宅市場（2年前との比較）



出所：統計局

が終われば買主に対する契約債務も納入業者への売掛債務も消えて、最後には金融債権と保証債務の代位債権が残る。目下の状況からみて、金融債権が満額償還されることはあり得ないが、地方政府の代位債権は金融債権に優先するのか否か…。優先弁済されるとすれば、銀行にしてみれば、保証された融資分は償還されても、その分、残る金融債権のカット率が高まるので得はない。

大手デベロッパーの破綻処理は、それに伴う損失を誰々がどのように負担するのかの方針が定まらないと進まないが、今はマンションを買った国民や建設会社、資材会社など金融機関以外の多数の関係者の債権の処理の目処すら立っていない。

こうして事態が膠着していることが不動産業を巡る先行き不透明感をさらにかき立てている。これまで恒大集団よりずっと健全とみられてきたもう1社の大手、碧桂園（カントリーガーデン社）の販売が6月以降急速に落ち込んで債務不履行が始まったことは^{註2}、悪いニュースの連鎖反応が広がっているようで、きわめて悪い報せだ。

これまで中国の経済秩序は、国民や企業が「問題が起きて、最後は政府が何とかするだろう」という信

頼感を抱いていることが大きな支えになってきたが、地方政府は深刻な財政難のせいで「何とかする」能力が低下している。

住宅の引き渡しを受けられない買主たちは、2年前住宅ローン支払の集団拒否といった形で抗議行動を起こそうとしたが、地元政府に「何とかするから騒ぐな」と説得（強要？）されて、今は大人しくしている。しかし、何時まで待っても「何ともならない」とみれば、抗議を再開するだろう。地方政府に代金を支払ってもらえない業者も、銀行から融資打ち切りを通告されたり会社の死活に関わる事態に直面すれば黙ってはいないだろうし、建設現場で働く農民工も春節が近づけば遅配賃金を払えと徒党を組むだろう。

不動産バブルの処理にせよ地方財政危機にせよ、「政府が何とかするだろう」という信頼が揺らげば、中国の経済・社会が動揺し、習近平政権が最も重視する「国家安全」に響く。事ここに至れば、中央財政が泥をかぶる覚悟を固めて、前面に立つべきだ。

ところが、昨今景気下支えや地方財政危機対策のために財政出動を求める声が高まっても、中央財政が動く気配がない。これまで中央が地方財政のために示したのは

- ①財政難が深刻な地方政府を対象に、合計1.5兆元の特別再融資地方債の発行を認める
- ②金融機関に地方政府の負債の期限繰延べや利子軽減をさせる（「化解」と称する）

の2つだ。①は銀行やシャドバンクからの借り入れの返済に充てることができ、地方債の金利や償還期間が有利な分、財政圧力を緩和する効果があるが、所詮は重債務者の借換えだ。また、②の化解は金融機関に皺寄せすることで、地方政府を救済することになる。どちらも問題の先送りでしかない。とりわけ②が大々的に推し進められると、金融機関のバランスシートを劣化させてしまう。後述するように、金融機関には不動産に絡む不良債権処理の負担ものしかかかることが予想されるだけに、今後の金融監督行政がいずれこの方向に向かうかは要注視だ³⁾。

中国は元々「財政赤字＝悪」の忌避感が強い国で、とくに中国共産党の保守派は伝統的に均衡財政論者が多いとされる。しかし、昨今中央財政が出動を渋るのはそれだけが理由ではない気がする。財政当局は「国債の増発余地は、すでにあまり残っていない」と考えているのではないか。

国債発行残高がGDPの20%（日本の十分の一）と頗る健全であることを考えると奇異な印象だが、中国は「中央銀行は国債を引き受けてはならない」と堅く

心に決めている可能性がある。

「日本は国債残高の半分を日銀が買っても平気なくらいだから心配するな」と教えてあげたいところだが、中国ではリフレ論やMMT説は全く人気がない。「世の中そんなうまい話があるわけない」というのだ。財政均衡主義の保守派だけでなく、一般国民も「国債を事実上中央銀行が引き受けるのは、輪転機を回して好きなだけお札を刷るようなもので、そうなれば、次に来るのはインフレだ」と信じているようなのだ。

だとすれば、たしかに増発余地は限られる。今7%前後の預金準備率は1%下げることによって2兆元前後の流動性を銀行に戻すことができるが、限界がある。

しかし、国債の発行を渋る一方で、地方債の発行残高はコロナ前の20年からの3年間に13兆7000億円も増えているのだ⁴⁾。財政状況の悪い地方政府が発行する地方債が優良な条件で発行できるのは、金融機関が「最後は中央政府が弁済してくれる」と信じているからだ。つまり、地方財政は中央財政に連結されているも同然なわけで、地方債の発行を続けさせる一方で国債の発行を渋るのは無意味どころか有害だ。

中国不動産バブル処理への提案

地方債にせよ国債にせよ「発行余地は乏しい」と考えているとなると、いよいよ対策の打ちようがなくなるが、お節介な提案をひとつしよう。不動産デベロッパーの未完工案件の処理を促進するために、日本が福島原子力損害賠償のために考案した交付国債⁵⁾のような仕組みを中国も創設して、省級政府が所要の額の交付国債を引き出してマンション完工引き渡しに必要な運転資金融資の担保として提供できるようにすればよいのではないか。

保証を履行する際には金融機関に国債を交付するので、地方財政を圧迫することもないし、金融機関が受け取った国債をそのまま保有すれば資金市場の流動性を圧迫することもない。

いまの中国は、不動産バブルが損失をもたらす現実にまだ向き合えずにいるが、まずは未完工物件の完成引き渡しを進めて利害関係人を金融機関に絞ることが焦眉の急であり、このアイデアはその過程がぶち当たっているボトルネックを解消するためのものだ。

次に来るのは、大手デベロッパーの不良債務処理の損失を誰にどのように負わせるかの問題だ。「中国の銀行は十分な貸倒引当金を積んでいるから、不動産デベロッパー融資が焦げ付いても大丈夫」という意見がある。では、この損失を全部銀行に負わせるか。

しかし、昨年以來銀行株指数は総合指数をはっきりと下回っている。損失を全部銀行に負わせる方針が打ち出されれば、銀行株は目先顕在化した損失分だけでなく、先々負わされる負担の総額を予感して、もっと下がるだろう。銀行への信任が揺らげば、結局株主たる国が財政を用いて資本注入しなければならなくなる。

上海総合指数と180金融指数の推移
(21年1月を100として)



出所：CEIC

中国政府は顕在化したデベロッパーの不良債務の処理を進めても、一方で国全体の不動産価値がどれだけ減価するのは、うやむやにしようとするだろう。不動産の投げ売りで価格が急落するような事態が生ずれば、地方政府は不動産取引にもサーキットブレーカーを発動して下落を防ごうとするだろう。

それでは住宅を買った家計が抱えるローンはそのままだが、含み損を顕在化しても誰も幸せにならないから、中国政府としてはバブル崩壊の現実に対して、国民に片目をつぶらせておくしかあるまい。

今のように、両目をつぶったまま問題の先送りが続ければ、損失が膨らむばかりか、経済全体がおかしくなることは避けられないが、他方で、30年前の日本のように、不動産価値が市場で急落するのに任せれば、中国経済は真性の危機に襲われ、世界経済全体にその津波が押し寄せるだろう。けっきょく、中国は目先の未完工物件処理、そして破綻デベロッパーの不良債務処理、と順々に時間をかけて「管理されたバブル処理」を目指すしかないが、それが最後まで上手く行くかは「神のみぞ知る」だ。

(2023年10月23日記)

注1：地方財政難の最近の深刻さをうかがわせるのは、地方政府が調達した物品・役務の対価が約定期限を過ぎても支払われない問題だ。これが民間企業の経営に重大な影響を及ぼしており、今年後半の経済運営方針を討議した7月23日の政治局会議が「政府の代金支払い遅延・不払い問題を解決する」と言挙げしたほどだ。

地方政府の債務不履行の全容は掴めないが、去る9月には「環境保全関連の上場企業の遅延売掛金の合計額が今年6月末時点で1718億元（≒3兆6千億円）に達した」という記事を読んだ（「地方財政压力大 环保企业应收账款上升」<https://science.caixin.com/m/2023-09-07/102101357.html>）。2016年頃から地方政府の新たなインフラ建設手法として広まった「施設は民間が整備、政府は年々の利用料を支払う」PPP方式で整備された水処理や生態保全施設の利用料の支払遅延が環境保全企業の経営を苦しめているという話だ。これは局部に過ぎないが、公共工事の下請けも状況は似たようなものだろう。たとえば、昨22年ゼロコロナで大儲けしたと言われたPCR検査試薬メーカーも代金が支払われていないという。

注2：碧桂园は10月中旬「海外債務を全ては履行できない」と会社が発表した。「中国碧桂园、オフショア債デフォルトとの見方 利払い猶予期間終了」<https://jp.reuters.com/markets/bonds/WD7VR5TLFNLGTAX2BUNK6VGGQA-2023-10-18/>

注3：10月末に開催された中央金融工作会议は地方債務リスク問題を大きく取り上げて、「リスクを防止し緩和する仕組みを設ける」と謳ったが、同時に、「金融監督官庁は必ず党中央の集中統一領導に従わなくてはならない」ことを再三強調した。以下は「邪推」かもしれないが、習近平政権は地方政府債務問題を「化解」(期限繰延べや利子の軽減)を大がかりに実行させることで切り抜けようとしているのではない。しかし、金融監督官庁は「それでは金融機関の財務の健全性が損なわれる」と抵抗する可能性が高い。そこで「黙って言うことを聞け」と抵抗を封じ込めるために「党中央の集中統一領導」が強調されたのではない。22年7月、貴州省遵義市の融資平台が156億元の銀行債務について期限を20年間延長、当初10年間は利息も支払わないという途方もない債務リストラ計画に銀行団を同意させて金融業界を唖然とさせた前歴があるだけに、以上はあながち「邪推」とばかりも言えない（IMFも去る10月に発表した国際金融安定性報告書の中で、このようなやり方が一般化するのではないかという金融界の不安を取り上げている）。しかし、本当にそうなれば、後世に禍根を残すことになるだろう。

注4：財政部の「地方政府債券发行和債務余额情况」によると、地方債発行残高は20年2月には22兆5302億元だったが、23年2月には36兆2269億元へと増加している。ちなみに、過去財政部ウェブ上で毎月発表されていたこの数字は、23年2月以降発表されていないことも気になる。

注5：交付国債とは、国が金銭の給付に代えて交付するために発行する債券で、債券の発行による発行収入金が発生しないものの総称。財務省「債務管理レポート2019国の債務管理と公的債務の現状」交付国債の項参照 https://www.mof.go.jp/jgbs/publication/debt_management_report/2019/saimu2019-2-8.pdf