

## 第664回:脱虚向実

金融界のよどみに浮ぶうたかたとでも云うべきか。中国では「脱虚向実」が近年、かつ消えかつ結びては、浮沈を繰り返してきたが、「恒大危機」即ち中国の不動産大手・中国恒大集団(03333/HK)の苦境が世界の株価に影響を及ぼすような局面で、いま再び注目を集めている。(以下同社を「恒大」と略す)

習近平党総書記(兼国家主席)は、2016年12月に開催された党と政府の重要会議「中央経済工作会议」において「房子是用来住的、不是用来炒<sup>㊦</sup>的(=家は住むためのもので、投機するためのものではない)」と言明し、以後、このスローガンによって、不動産価格の抑制策を続けてきた。

㊦ 中国語で「炒飯」は、チャーハンのように、ご飯を炒める意だが、「炒股」が“株式投機”を意味するように、「炒」には“投機”の意味もある。

中国政府は翌17年、不動産価格の抑制策を更に進めるため、「脱虚向実」なるスローガンを打ち出した。「虚業を排除し、実業に向かえ」。当時の中国政府は、伸び盛りの不動産業を「虚業」の代表として狙い撃ちする一方、奨励・振興の対象とした「実業」が製造業であった。

習近平主席はむかしから製鉄、機械、自動車などの製造業が好きで、金融やITなど目に見えない産業は苦手のような。中国政府が不動産抑制策を打ち出すと、その成長をファイナンス面から支えてきた、一連の「理財商品(後述)」まで、「不動産バブル鎮静化の妨げ」として敵視するようになった。

たしかに、非実体経済に過度の余剰資金が集中すると、何かのきっかけで市場に(リーマン・ショックのような)激震が走ったとき、一気に金融機関の脆弱性を高めることになる。中国政府が「脱実向虚」を警戒して、「脱虚向実」を目指すことに一定の理があったのは事実だ。

だがこの5-6年間、抑制方針下の中国不動産業はしぶとかった。一つには庶民(と云うか富裕層/中間層)の旺盛な住宅投資需要に支えられていたこと、もう一つの要因は、中国の地方政府が財源確保や債務返済などにおいて、土地の使用権譲渡収入に過度に依存していたことが挙げられる。

どこの国でも地方政府の主要な収入源は「予算収入」であり、これには地方政府自体の収入(税金など)と、中央政府からの交付金(補助金、税金の返還など)によって構成されている。だが、近年著しい高度成長を遂げてきた中国では、予算収入のみでは地方財政を支えることができず、そこで地方政府が頭をひねり、プロパーの財源を編み出した・・それが「土地財政」である。

地方政府の使用権譲渡収入(土地売却価格)は、当然のことだが地元の不動産価格と連動する。しかし中国にも(むかしの日本のように)最近まで「地価は下落しない」という不動産神話が存在した上、これまで地方政府は、中国独特の「土地国有制度」によって供給をコントロールし、ある程度不動産価格を管理することが可能であった。そんなわけで、地方政府による土地財政が、中国の不動産価格の下支えとなり、成長を支えてきた側面は間違いなくあった。

特に近年、中国では良好な資金調達環境に支えられ、製造業のような実体経済のみならず、非実体経済にも巨額のマネーが流入し、いつの間にも、「脱虚向実」が換骨奪胎し、「脱実向虚」の様相を呈するようになってきた。その立役者が「理財商品」と呼ばれる金融商品を設計する信託会社と窓口販売の銀行。

彼らは地方政府や不動産会社などと共同で開発した「理財商品」を、中間層/富裕層に大量販売した。資金使途は企業や開発PJへの投融資。対象PJには、大手国有銀行からの融資が困難な民営系の不動産

---

最終ページに重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。

1/3

ディベロッパーや、石炭開発会社等が多く含まれていた。

「元本保証」とは書かれていないが、中国工商銀行や中国建設銀行など国有銀行の窓口で売られている商品に、安心感を求めて飛びついた個人投資家は多かったようだ。

不動産関連理商品品の予想利回りは、リスクが高い分、債券市場や短期金融市場等で運用する“安定型の理商品”よりも高く、預金金利が規制され、株式市場も安定しない中国の金融市場で、よく売れてきた。売れ筋の「不動産理財」だが、富裕層の投機目的に合わせ設計された商品だったことに問題があった。

いま足元の中国経済は景気の減速感が強まっており、統計局が9月15日公表した8月の主要統計は、工業生産が前年同期比+5.3%に止まるなど、生産・投資・消費の伸びが軒並み鈍化、市場予想も下回った。COVID-19感染再拡大による移動制限や国際物流の停滞等が主たる原因だが、中国政府が「共同富裕」のスローガンを掲げ、注力しているIT・教育・不動産業界などに対する「締め付け強化」の影響も大きい。

その中で、中国政府が最優先で進めている「締め付け政策」が、不動産業界の整理統合であることは、「恒大」の苦境と政府の対応から見て明らかだ。

中国の不動産は「恒大」、万科企業(02202/HK)、碧桂 HD(02007/HK)がBIG3。「恒大」と「碧桂」は民営オーナー企業、「万科」のみが国有系。広東省を中心に全国展開しているところが3社の共通点で、中国でマンションを複数購入する富裕層が最も多い地域は広東省であることがよくわかる。

「恒大」の債務は3000億米ドル超、「膨大な負債を抱えたまま破綻すれば、不動産市場がバブル崩壊となる可能性が高い。よって最終的には中国政府が救済する」との見方もあるが、楽観は禁物だ。

恒大は最近のプレスリリースで「現在複数の投資家と協議し、不動産や関連企業の資産売却を検討中」、「中国人民銀行(中央銀行)や銀保監会の指導を仰ぎながら、市場安定化と健全な成長に努力する」として、状況の鎮静化に懸命となっている。

習主席にとって中国を支える「実業」とは製造業であり、強気の主席が「虚業の代表『恒大』は切り捨てる、その代わりに、製造業の保全・救済に中国政府の持てる全経営資源の全てを投入する」と考えているのは、間違いないだろう。

主席がその信念を貫徹するか否かは、国内外の動向次第だが、幸か不幸か、中国の国有銀行は政府の手厚い規制に保護され、この程度の痛みに堪える体力は残されている。

中国では9~10月は「金九銀十」と云われて、商売繁盛の書き入れ時なのだが、不動産業界にとっては、いまはむかしとなってしまった。(了)

文中の見解は全て筆者の個人的意見である。

2021年(令和3年)9月21日

## 筆者プロフィール

杉野光男

東洋証券株式会社 主席エコノミスト

一橋大学商学部卒、三菱信託銀行(現三菱UFJ信託銀行)入社、上海華東師範大学へ留学

同行北京駐在員、上海駐在員事務所長、理事中国担当部長を経て、2007年より現職

著書 日本の常識は中国の非常識(時事通信社)、中国ビジネス笑劇場(光文社)等

---

最終ページに重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。

2/3



東洋証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第121号

日本証券業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会 加入  
本社所在地 〒104-8678 東京都中央区八丁堀 4-7-1 TEL03-5117-1040

## ご投資にあたっての注意事項

### 外国証券等について

・外国証券等は、日本国内の取引所に上場されている銘柄や日本国内で募集または売出しがあった銘柄等の場合を除き、日本国の金融商品取引法に基づく企業内容等の開示が行われておりません。

### 手数料等およびリスクについて

#### ①国内株式等の手数料等およびリスクについて

・国内株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.2650% (税込み) の手数料をいただきます。約定代金の 1.2650% (税込み) に相当する額が 3,300 円 (税込み) に満たない場合は 3,300 円 (税込み)、売却約定代金が 3,300 円未満の場合は別途、当社が定めた方法により算出した金額をお支払いいただきます。国内株式等を募集、売出し等により取得いただく場合には、購入対価のみをお支払いいただきます。国内株式等は、株価の変動により、元本の損失が生じるおそれがあります。

#### ②外国株式等の手数料等およびリスクについて

・委託取引については、売買金額 (現地における約定代金) に現地委託手数料と税金等を買いの場合には加え、売りの場合には差し引いた額) に対して最大 1.1000% (税込み) の国内取次ぎ手数料をいただきます。外国の金融商品市場等における現地手数料や税金等は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。

・国内店頭取引については、お客さまに提示する売り・買い店頭取引価格は、直近の外国金融商品市場等における取引価格等を基準に合理的かつ適正な方法で基準価格を算出し、基準価格と売り・買い店頭取引価格との差がそれぞれ原則として 2.50% となるように設定したものです。

・外国株式等は、株価の変動および為替相場の変動等により、元本の損失が生じるおそれがあります。

#### ③債券の手数料等およびリスクについて

・非上場債券を募集・売出し等により取得いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、元本の損失を生じるおそれがあります。外国債券は、金利水準の変動等により価格が上下するほか、カントリーリスクおよび為替相場の変動等により元本の損失が生じるおそれがあります。また、倒産等、発行会社の財務状態の悪化により元本の損失を生じるおそれがあります。

#### ④投資信託の手数料等およびリスクについて

・投資信託のお取引にあたっては、申込 (一部の投資信託は換金) 手数料をいただきます。投資信託の保有期間中に間接的に信託報酬をご負担いただきます。また、換金時に信託財産留保金を直接ご負担いただく場合があります。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なるため、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。

・投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該金融商品市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、元本の損失が生じるおそれがあります。

#### ⑤株価指数先物・株価指数オプション取引の手数料等およびリスクについて

・株価指数先物取引には、約定代金に対し最大 0.0880% (税込み) の手数料をいただきます。また、所定の委託証拠金が必要となります。

・株価指数オプション取引には、約定代金、または権利行使で発生する金額に対し最大 4.400% (税込み) の手数料をいただきます。約定代金の 4.400% (税込み) に相当する額が 2,750 円 (税込み) に満たない場合は 2,750 円 (税込み) の手数料をいただきます。また、所定の委託証拠金が必要となります。

・株価指数先物・株価指数オプション取引は、対象とする株価指数の変動により、委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

### ご投資にあたっての留意点

取引や商品ごとに手数料等およびリスクが異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をご覧ください。

最終ページに重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。