

第837回：二つの揺るがず

3月5日から11日にかけて北京で開催された全国人民代表大会(=国会)で、李強首相が「本年の実質GDP成長率目標を5%前後」と公表した。長引く経済不況に危機感を抱く習近平政権は目標達成に向けて、積極財政と緩和的金融政策を打ち出した。全人代で公表された主要経済指標は概ね以下のとおり。

項目	25年目標	24年目標
実質GDP成長率(前年比)	5.0%前後	同左
インフレ目標	2%前後	3%前後
失業率(都市部の調査失業率)	5.5%前後	同左
財政赤字のGDP比限度	4.0%前後	3.0%前後
超長期特別国債	1.3兆元	1兆元
地方政府発行のインフラ債(専項債)	4.4兆元	3.9兆元
金融政策	適度に緩和的	穏健

中国政府は米トランプ政権による対中追加関税が自国に与える影響等に備えて、財政出動などを通じた内需拡大で下支えを図る方針。ゆえに、全人代では国債増発や財政赤字拡大などが政策に盛り込まれた。

財政赤字にカウントされない特別国債は昨年(1兆元)から1.3兆元に増額となった。内3000億元は、電気自動車(EV)や家電製品など庶民の耐久消費財の買替補助金などへ充当する考えのようだ。だが、単なる補助金であれば、需要の“先食い”としての効果しか期待できないので、更なる一工夫が必要となる。

また、中国政府は(超長期国債とは別枠で)5000億元の国債を発行し、国有大手銀行に公的資金を注入し、(不動産融資を中心とする)本格的な不良債権処理に着手し始めた。李強首相が3月5日に全人代で、政府活動報告を行った直後に、香港株式市場で不動産株が上昇した所以である。

中国で不動産不況の影響を強く受けているエリアが、つい最近まで業界首位だった中国恒大集団の本拠地・広東省。中国最大級の経済圏を擁する広東省は、20世紀末にも金融破綻処理で苦労した経験がある。当時広東省は改革開放政策の窓口として、本土と香港に投資会社を2社持っていた。即ち、本土には広東国際信託投資公司(GITIC)、香港には粵海企業(集団)公司を保有し、ここに邦銀など、世界各国の銀行が争うように短期資金を貸し込んでいた。資金用途は(国が編成する“計画PJ”ではなく)、“計画外”PJが大半だった。ところが、この「計画外」が曲者で、地元の政治家、軍人、御用商人、その一族が結託する私利私欲のカタマリのような胡乱な案件が生まれ、野放図な投融資PJが徐々に不良債権化するようになった。

まずGITICが1995年、147億元(17.7億米ドル)の債務超過で破綻した。実はそれより遥かに大きな債務超過であった上、中国の当時の外貨準備は1000億米ドル程度しかなかった。もしGITICの対外債務を安易に中国政府が肩代わりすれば、上海、天津、福建、山東などの投資会社も一斉にデフォルト宣言し、これがドミノ現象となり、外貨準備が一気に底をつくのではと、当時の江沢民指導部は懸念した。

そんなわけで、98年に入り中国政府は、広東省政府に王岐山副省長(元・中国建設銀行総裁、後の国家副主席)と、武捷思省長助理(元・中国工商银行深圳支店長)を送り込み、タスクフォースを設置した。成長

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。

著しいとはいえ、単なる発展途上国だった中国だが、当時金融界には有能で実行力のある経済官僚がいた。武捷思博士「粤海重組実録(経済科学出版社)」によると、リストラに際しては、“屋上屋を架す”複雑怪奇な関連企業群を洗い出して一気にフラット化させ、ゴールドマンサックスなど外資系金融機関の協力も得つつ、中国政府の支援総額を固めた上で、最終的に解決すべき債務総額を①切り捨て、②返済、③株式転換に分類し、外資系銀行、国内銀行、その他の債権者らの譲歩引き出しに成功した。最終的に広東省は傘下の2つのノンバンクの内のGITICは破綻させるかわりに、粤海投資有限公司(カントン・インベストメント00270.HK)を再生させ、リストラの任務を結了した。

この広東省のバブル破裂と重組(リストラ)は中国政府にとって貴重な教訓となったはずだが、残念ながら、後の歴史を回顧すると、中国ではその後も10年毎に大きな金融混乱や危機が発生しており、その主な原因は危機管理やリスク対応の仕組みが、うまく継承されていないことにあるようだ。

当面の中国の課題は、25年に経済の本格的回復が進むか否か。不良債権処理が進展すれば中国経済は軌道に乗り始めるだろうが、不動産価格の下落基調が続いているのが気がかりだ。中国の2月の新築の住宅価格指数は、主要70都市の内、45都市で1月から下落し、下落した都市の数は1月から3都市増え、全体の64%余り。不動産価格の低迷が長引いていることから分かるように、不良債権処理に特効薬はなく、時間がかかる。2月の中国の消費者物価指数は前年同月比0.7%下落し、デフレ圧力は高まっている。

中国の頼みの綱は、従来当局が規制を無理強いしてきた(アリババ、テンセントなど)民営企業の活性化だろう。最近中国共産党は「**兩個毫不动摇(二つの揺るがず)**」なる少し前のプロパガンダを、しきりに流すようになった。このスローガンは「国有企業のみならず民間企業への揺るぎない支援」、中国経済にとって、国有経済と民営経済はどちらも重要だという意味だ。中国政府が20年ころから始めたITプラットフォームや学習塾サービスに対する規制強化が民営経済の萎縮を招いた反省から、近年あらためて強調されるようになった。これは国家管理と市場原理は両立可能か?と微妙な政治問題に触れる問題だが、指導部は背に腹はかえられないとして、民営企業保護にも力点を置き始めたようだ。

扱、東洋証券に17年連載してきた拙稿は今回が最後です。ご愛読ありがとうございました。新たな掲載場所を準備中で、いまのBarrackからはfade awayしますが、擱筆するわけではありません。(了)

文中の見解は全て筆者の個人的意見である。

2025年(令和7年)3月19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。