

## 第677回: 中国の「房地產泡沫」

今年の中国経済の MVP は、“債務不履行危機”で漢土の地を騒がせている不動産開発大手・中国恒大集団(03333/HK)で決まりだろう。もちろん MVP とは Most Valuable Player ではなく、Most Valueless Player のことだ。不安の種は尽きないが、結論として恒大集団の債務危機がトリガーを引き中国の金融システムや不動産業界が壊滅的打撃を受ける可能性は少ないだろう。その理由を以下に述べる。

同社に限ったことではないが、中国の不動産開発業者は少ない資本で借金を膨らませる高レバレッジと、手付金・中間金などを多用した自転車操業をお家藝にして急激な業容拡大を遂げてきた。

ところが風向きが変わり、金の流れが止まると、状況は一変し、資金の返済に窮するようになり、これまで恒大は這這の体で利払い資金をかき集め、融資や債券のデフォルトを回避してきたが、来年の3月以降、更に多額のドル建て債の支払いを迫られることになることから、海外の格付け会社などは同社がデフォルト(債務不履行)に陥る可能性が極めて高いとの意見を出すようになった。

長いこと北京や上海に駐在した経験のある筆者が断言するが、いま中国の不動産バブルは空前絶後の規模にまで膨れ上がっており、バブル破裂は時間の問題となっている。阿漕な地上げなどで懐を肥やしてきた不動産開発業者にとって、これは nightmare だが、合理的な価格水準で自分の家を買いたいと願いつつ、(とても手が出ないので)半分不貞腐れている中国の(例えば30代の)若者にとって悪い話ではない。

いま北京や上海の新築マンションの平均価格が、邦貨換算で6~7千万円だと云う。冗談じゃない!

ちょっと大雑把な計算だが、日本の一人当たり GDP が約4万米ドル、中国が約1万ドルだから、彼我の所得差はざっと4倍だ。もちろん中国の数値は(貧しい)農村部まで含めた平均所得ではあるが、中国では、「上位20%が下位20%の10倍余りを稼ぐ」、あるいは「中国で上位1%の富裕層が持つ富は全体の30%超を占めている」などと云われるように、貧富の格差は極めて大きく、日本どころの比ではない。

庶民層に限って云えば、新築マンションを買おうとする日本人と中国人の所得格差は(見かけ上は4倍だが)統計値以上に開いている。つまり中国人が上海市内の7千万円のマンションを買うことは、東京都内で働く日本人が3億円のマンションを買うのに等しいことになる。これがバブルでなくて何だろうか。

ハナシはまだ終わらない。筆者のような外国人にとっても、上海人にとっても、いわゆる「上海市内」とは、旧租界地から半径6~7キロの円内に収まる範囲のことを指す。このエリアに限れば、いま新築マンションは邦貨換算で2億円くらいするというから、更にイヤになる。

富裕層でもない上海の一般庶民は、どんなに頑張っても(新築マンション平均価格の)6~7千万円くらいの物件しか買えないので、市内から脱出し、地下鉄とバスを乗り継いで郊外を目指すことになる。

例えば、自動車レースで有名な「上海国際サーキット」のある(北西)嘉定区や、曹孟徳が左慈に天下の美味「松江の鱸(スズキ)」を求めたと云う(南西)松江区、上海の“ゴルフ銀座”(西)青浦区などの郊外しか手が出ない。上海市内から30~40キロ、地下鉄/電車が整備されつつあるとはいえ1時間は優にかかる遠隔地だ(乗ればわかるが日本の地下鉄の1時間は我慢できるが、上海地下鉄の1時間は地獄だ)。

ついでに云えば、中国のマンションは、廊下・階段など専有部分に属しない建物の付属物も含めて面積が表示されており、また日本と違って使い勝手の悪い設計が多く、日本流で80平米級のマンションが欲しければ、120平米くらいの大きさが必要となる。また中国のマンションは内装工事を行わず「スケルトン販売」で引き渡されるので、内装や家具等を含めると、更に多額の出費となる。

---

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。

中国のマンションを保有しているのは経済学的に言えば「家計」と「企業」。前者は居住用と投資用、後者は投資目的で保有している。「家計」を構成するのは富裕層と中間層の一部で、(富裕層はともかく)中間層は父・母・祖父母・親類縁者などから金を掻き集めないことには、普通のサラリーマンでは手が届かない。

中国政府はこの膨れ上がったバブルを、「潰せる最大限度まで」潰す覚悟で臨んでおり、中国恒大集団のような不動産開発業者には、「三条紅線(3つのレッドライン)」と呼ぶ「総負債比率」や「純負債資本比率」などの厳守を求め一方、商業銀行に対しては(住宅ローンを含む)不動産融資に総量規制をかけている。

そんなことをすれば不動産開発業者の開発インセンティブは落込み、消費者の購入意欲も減退し、住宅価格は下落に向かう。そして、ここで初めて不動産バブルは下火となる。これは高度な技を要する経済政策だ。締め付け過ぎて、健全な開発業者の連鎖倒産まで容認してはならないし、もし住宅価格が一気に暴落すれば、「土地財政」に依存する地方政府の財政を直撃する可能性がある。

でも、冒頭に書いたとおり、恒大集団の債務危機がトリガーを引き中国の金融システムや不動産業界が壊滅的打撃を受ける可能性は少ないだろう。

なぜならば、「土地財政」の主役は地方政府であり、地価が大きく下がれば、地方政府の財政部門が打撃を受け止め、これがバッファとなり、中央財政には及ばない仕組みとなっているからだ。もちろん地方財政がホントに破綻すれば、中央政府にも累が及ぶが、不動産バブルが破裂寸前まできているのは、北京市、上海市、深圳市、広東省など全国でトップ級の“リッチな都市/省”であり、なんとかなるだろう。

中国の商業銀行の貸出金債権に関する統計には疑問点も多いのだが、仮に統計の2倍の不良債権があると仮定して再計算しても、不良債権比率や、貸倒引当金の引当率はまずまずの水準を維持しており、当面銀行の耐久力に懸念は少ない。

むしろバブル崩壊で痛手を蒙るのは「シャドーバンキング」部門だろう。投資家は事業法人、富裕層、一般庶民など多岐に亘っているが、最悪の事態が発生した場合、中国政府は富裕層や、国有系の法人投資家を切り捨て、個人の利益を優先保護して社会不安の醸成を食い止めようとするだろう。

そんなわけで、中国経済を揺るがす大金融危機が発生する可能性は極めて低いと思われるが、しかしながら不動産市場が未曾有のマグニチュードを受けることは不可避だ。中国GDPで(それぞれ)7%程度を占める不動産と建設業が不振に陥れば、経済成長の鈍化は避けられない。

中国語で「雨後地面変硬(=雨降って地固まる)」と云うとおり、バブル崩壊による不動産価格の下落が、個人投資家の育成に寄与することを期待する。習近平さんも時に良いことを云う。「住宅は住むものであり、投機の対象ではない」と。タイトル「房地產泡沫(Fangdichan Paomo)」とは「不動産バブル」の意です。(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)12月2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。