

〈3〉不動産不況が揺るがす中国の地方財政と補助金政策の行方

日本経済新聞社 編集委員 川瀬 憲司

政策主導の不動産不況が、中国の地方政府の財政基盤を揺さぶっている。外貨建てを含む一連の債務不履行（デフォルト）や住宅販売の不振に直結している昨今の不動産不況は、それ自体が中国経済全体に影を落とす大問題なのだが、開発業者が競って資金を投入してきた各地の土地使用権の売れ行きが激しく落ち込み、それをあてにしてきた地方政府を直撃している。

そもそもは、不動産業界の過剰債務の是正や、投機の横行による住宅価格高騰の抑制を目論んだ政策調整のつもりだったのかもしれないが、昨年後半以降、中国恒大グループをはじめとする数多くの開発業者が経営危機に追い込まれた。一方で、最大の独自財源である土地使用権の売却収入が一気に収縮したことで、ただでさえ苦しい地方財政は窮地に追い込まれている。

さらに、経済首都・上海のロックダウンに象徴される、習近平国家主席主導の過剰ともいえる「ゼロコロナ政策」も、事態に追い打ちをかける。年初に掲げた5・5%成長達成を危ぶむ声が強まる中、中央政府が打ち出す景気浮揚策も、地方政府に新たな財政支出を強いる。

地方政府は企業への補助金の有力な担い手だ。その財政余力の如何によっては、企業への財政支援の行方も左右する可能性がある。現時点で大きな影響はみられないものの、2021年に中国国内の上場企業が受け取った補助金の総額はリーマン危機以来

となる、12年ぶりの前年割れとなった。約束されたはずの補助金が地方政府から支払われないといった事案もみられ、大きな意味で中国の産業政策にも関わってきかねない問題も孕んでいる。

経済の変調そのものが、習氏にとって極めて重要な今秋の党大会を控えた主要な波乱要因となりつつあるが、本稿ではその重要な要素の1つである、不動産不況とそれが露わにした地方財政の脆弱性、さらにその先に潜む企業への補助金について論じてみる。

◆相次ぐデフォルト

6月20日午後。香港最大のビジネス街、中環（セントラル）の中心部で100年以上の歴史を持つ高層オフィスビルの一室で、上海市政府系の不動産大手、緑地控股が債権者集会を開いた。議題はその5日後の同25日に迫った、5億ドル（約675億円）の米ドル建て3年債の償還期限の延長を巡るものだ。

会社側の提案は、一部買い入れていた分を除く4億8800万ドル分について、表面利率を6・75%で据え置く一方、新たな償還期日を翌2023年6月25日に変更するという内容。投資家にとっては償還が先送りされるうえ、足元の米ドル金利上昇も反映しないなど不利な条件にみえたのだが、96・76%の同意を得て成立。会社側は1年間の支払い猶予を勝ち得た。

不動産市況が悪化した昨年後半以降、このような

会社側に有利な債券の償還条件変更が、中国の不動産開発業者の間で相次いでいる。投資家も条件悪化に納得している訳ではない。とりわけ、海外の投資家の不満は大きい。

スイスプライベートバンク、ロンバー・オディエのアジア債券部門を束ねるディラジ・バジャジ氏は6月7日にシンガポールで開かれたシンポジウムで、中国の不動産会社のこうした行動について「コーポレートガバナンスがこの程度なので、真っ当な債務のリストラクチャリングが行われず、このような結果になってしまう」と批判。さらに、本来は返済の優先順位が高い「シニア債」として発行されたにもかかわらず、償還までの間に順位の低い「ジュニア債」にさせられてしまっている実態を指摘。中国の不動産会社の支払い能力が急低下する中、「海外の投資家は債券が大量に『ジュニア化』することを受け入れざるを得ない状況に追い込まれている」と解説する。

企業側が償還条件を変更するのは、実際に現金が足りないという事情に加え、正式なデフォルト（債務不履行）認定を回避する狙いもあるのだが、主要な格付け会社はこのような行為をデフォルト、もしくはそれに等しい行為とみなすのが一般的だ。

米S&Pグローバル・レーティングは6月22日、緑地控股の格付けを「CC」から「SD」に引き下げた。「選択的債務不履行」を意味する「Selective Default」のことで、事実上のデフォルト認定だ。

今回の償還条件の変更についてS&Pの香港在住アナリスト、劉卓謙氏は「デフォルトと同等」としたうえで、「緑地控股には全額を期限通りに償還するだけの経営資源や資金調達のオプションはなかった」としている。当該債券の期限は延ばせたものの、今後1年間で計24億ドルの外債の償還を控えており、資金繰りは綱渡りが見込まれる。

習氏が押し通す厳格な「ゼロコロナ」政策も、同社の今後に影響を落とす。緑地控股は償還期限延長を投資家に求めた5月末の声明で、2カ月以上に及んだ上海市のロックダウンにより「複数の案件や契約が止まった」としたうえで、上海以外でのロックダウンや様々な行動制限により、その時点で「中国国内の販売拠点の約50%が営業を停止している」ことも明らかにした。同社は月次の販売契約額のデータを開示しておらず1～3月期が最新となるが、30

8億元と前年同期比で56%減った。4月以降もさらに悪化した恐れがある。

米バンク・オブ・アメリカ傘下のBofA証券が6月17日にまとめたレポートによると、緑地控股を含めた中国の不動産会社による年初からのデフォルト総額は276億ドルに達するという。

◆マイナス幅拡大、歯止めかからず

中国政府の公式統計も、不動産業界の苦境を色濃く映し出す。国家統計局が6月15日に発表した今年1～5月の分譲住宅の販売面積は5億0738万平方メートルで、前年同期比で23.6%減った。販売総額は31.5%減の4兆8337億元で、1～4月からマイナス幅はそれぞれ2.7ポイントと2.0ポイント悪化した。額の落ち込みが面積よりも大きく、単価の下落も進む。

さらに、全国の不動産開発会社が1～5月に調達した資金の総額も6兆0404億元と、前年同期比で25.8%少ない。約3分の1を占める頭金などの預かり金が4割近く落ち込むとともに、個人住宅ローンからの収入も27%減った。国内金融機関からの借り入れも26%削られた（図1）。

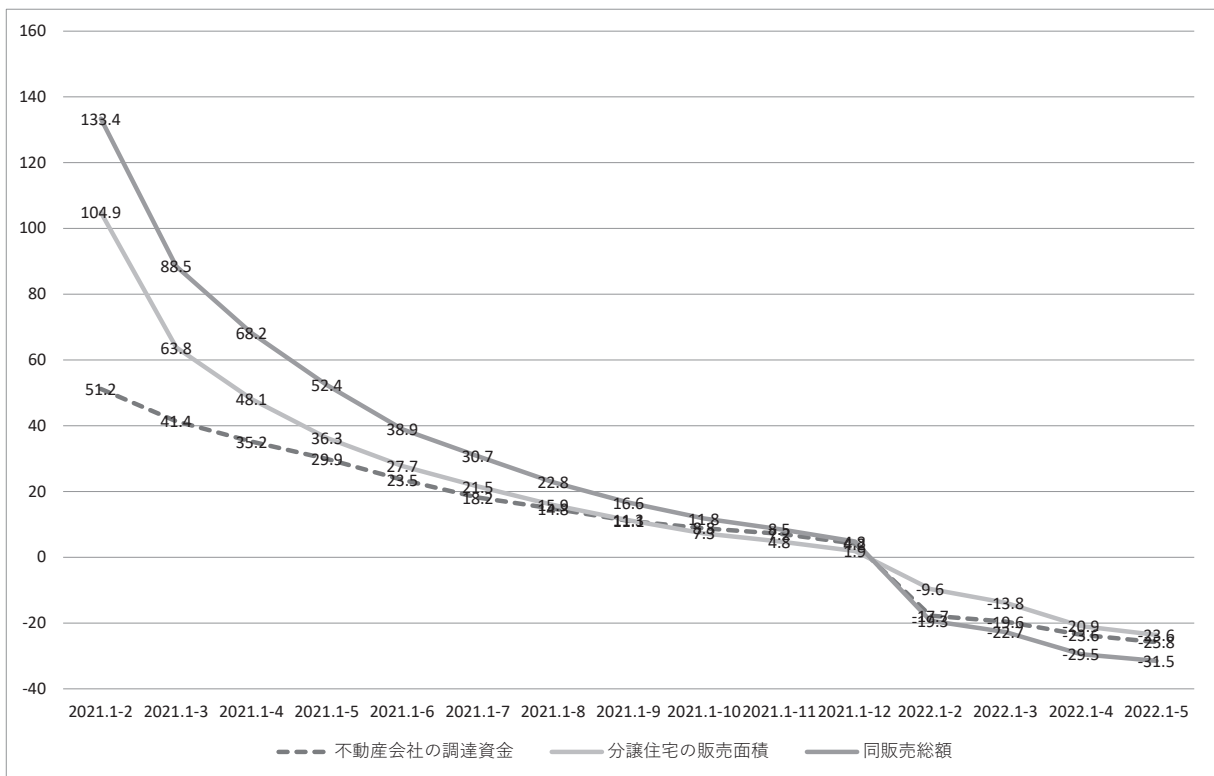
グラフにあるように、中国の不動産開発業者を取り巻く経営環境は急変した。分譲販売も資金調達も、とりわけ昨年半ば以降は月を追うごとに勢いを失い、年を越してからは前年同期を割り込むようになった。その後はマイナス幅の拡大に歯止めがかからない状況だ。

◆要員不足、決算もまとめられず

筆者の独自集計でも、不動産業界の低迷ぶりが鮮明に浮かび上がる。変調を来す前の2020年通年の販売契約額が年1000億元を超えた中国の上場不動産43社のうち、5月の月次販売データを開示した32社全てで前年同期比2桁の落ち込みだった。このうち24社は半減かそれ以上で、とりわけ上海を拠点とする中堅の新力控股集团は2億1500万元と98%減に見舞われた。

香港に上場する同社の月次販売契約額については1月以降、9割を超す落ち込みが続いているうえ、昨年9月に国内社債の利払いができなくなって以

図1 中国不動産開発業者の住宅販売も資金調達も急降下



出典) 中国国家统计局。数値はいずれも前年同期比で%。

降、深刻な資金繰りの危機に直面し、株式も売買停止の状態が続く。昨年6月の定時株主総会で2020年の業績に対する約5億元の配当金を昨年9月末までに支払うと決議したが、実現していない。

さらに、香港の上場規則で3月末までに開示が義務付けられていた2021年12月期本決算の開示すらできていない。同社の張園林董事長は6月17日の香港取引所への開示資料の中で、財務部門を中心に幹部社員の退職が年初から相次ぎ、その補充がままならないと訴えた。「今は要員不足で、財務諸表を作成する部署が正常かつ有効に運営できていない」という。上場企業としての体を成しているのかどうかも疑わしくなるような現状を明かした。

もっとも、これは新力に限った話ではない。むしろ、月次の販売契約額の開示を続けているだけまだ「マシ」な部類で、市場や投資家に対する一定の誠意も感じられるのだが、中国の不動産不況が世界の耳目を集めるきっかけとなった中国恒大グループをはじめ、香港上場の佳兆業グループ、深圳上場の金科地産グループや陽光城グループなどは突然、月次データの発表を止めてしまった。恒大は6月21日の香港取引所への開示で「7月末までには初歩的な再建策を発表した

い」とする意向を改めて示したが、新力と同様、昨年の決算すら開示しておらず、上場企業であるにも関わらず、基本的な経営実態すら外部からは分からなくなってしまった。昨年の決算すら未発表の中国不動産会社はほかにもいくつかあり、直前まで健全経営とされた世茂集団控股もその1つだが、同社も7月3日が期限だった10億ドルの社債を償還できなかったことを明らかにした。



かつては香港で積極的に記者会見を開いていた中国不動産会社だが、昨年後半以降、業績だけでなく情報開示も大幅に後退している。写真は世茂集団控股(当時は世茂房地產)の創業者、許榮茂主席(右端)が息子で副主席の許世壇氏(中央)を引き連れ、2018年8月に香港で開いた中間決算発表。同社は直近の決算