



CHINA REPORT

JBIC 中国レポート

株式会社 国際協力銀行 (JBIC)

INDEX

新公布法令・改正法令情報 2

投資関連制度情報 11

北京証券取引所の新設について

コラム - 名古屋外国語大学 教授 日立総合計画研究所 リサーチフェロー 真家陽一 18
恒大集団問題から中国バブルの本質を検証する

コラム - キャストグローバルグループ代表 弁護士・税理士・香港ソリシター 村尾 龍雄 31
— 中国不動産業の関連政策と法令の変遷を踏まえて見る恒大集団問題の本質 —

新公布法令・改正法令情報

主な新公布法令【1】

(2021 年 6 月から 2021 年 9 月までの期間にて公布された新法令のうち、特に重要と思われるものについて会社設立・M&A、税関管理、外貨管理、税務・会計、その他の項目別にとりまとめたもの。)

・ 会社設立・M&A

法令名：	浦東新区の高水準の改革開放を支持し社会主義現代化建設先導区を構築することに関する中共中央及び国務院の意見		
公布部門：	中共中央・国務院	文書番号：	—
公布日：	2021 年 7 月 15 日	施行日：	—
概要等：	税関特殊監督管理区域の建設を推進し、洋山特殊総合保税區政策が条件を備えた浦東の税関特殊監督管理区域の特定区域において適用されることを支持する。都市 5G 安全スマート頭脳を構築し、港湾及び空港の安全、大規模停電、自然災害等の事前警報メカニズムを整備し、海上危険化学品運送安全のリスク防止及び緊急対応処置を強化する。中国外貨取引センター等における人民元外貨先物取引試行の展開を検討・模索する。上海先物取引所が場内に全国的な大口商品倉庫証券登録登記センターを確立して先物保税倉庫証券業務の展開を模索することを支持し、併せて付帯するクロスボーダー金融及び租税政策を付与し、又は具体化する。		
法令名：	「海南自由貿易港クロスボーダーサービス貿易特別管理措置（ネガティブリスト）（2021 年版）」		
公布部門：	商務部	文書番号：	2021 年第 3 号令
公布日：	2021 年 7 月 23 日	施行日：	2021 年 8 月 26 日
概要等：	「海南自由貿易港クロスボーダーサービス貿易特別管理措置（ネガティブリスト）（2021 年版）」以外の分野では、海南自由貿易港内において境内外のサービス及びサービス提供者の待遇が一致するという原則に従い管理を実施する。		

¹ 本来、法令の公布は、中央性法規については国務院の、地方性法規については地方人民代表大会常務委員会の承認を経てなされる。本レポートでは、かかる公布手続きを経たことが確認できない法令、規範性文書（法令以外の文書）についても、便宜上、その発出日を公布日として表記。施行日については、規定により確認可能であるものについてのみ、表記している（「—」は未確認の意）。また一部法令については、遡及施行されている。

例) 企業所得税法に基づき制定された税務通達

公布日：2009 年 7 月 1 日、施行日：2008 年 1 月 1 日（遡及適用）。

また、文書番号の文字部分は、法令公布部門を表す。

法令名：	国務院の印刷発布による自由貿易試験区の貿易投資利便化改革イノベーションの推進にかかる若干の措置に関する通知	
公布部門：	国務院	文書番号：国発[2021]12 号
公布日：	2021 年 8 月 2 日	施行日：－
概要等：	産業チェーン又は産業クラスターの高価値特許ポートフォリオを基礎として、基盤となる知的財産権資産を構築し、知的財産権が既に権利確定されており、かつ、安定したキャッシュフローを生み出すことができるという前提の下、条件に適合する自由貿易試験区において知的財産権証券化モデルを規範的に模索する。	
法令名：	中共中央及び国務院の印刷発布による「前海深港現代サービス業合作区における改革開放の全面的深化にかかる方案」	
公布部門：	中共中央・国務院	文書番号：－
公布日：	2021 年 9 月 6 日	施行日：－
概要等：	実体経済へのサービスを指向する金融業態を育成し、金融機関、金融市場、金融商品及び金融監督管理・イノベーションを積極的かつ安定的に推進し、消費、投資、貿易、科学技術イノベーション等のため全方位で多層的な金融サービスを提供する。	
法令名：	サービス貿易イノベーション発展全面的深化試行地区において、関係する行政法規及び国務院文書規定を暫定的に調整・実施することに同意することに関する国務院の回答	
公布部門：	国務院	文書番号：国函[2021]94 号
公布日：	2021 年 9 月 15 日	施行日：－
概要等：	近日より 2023 年 8 月 1 日まで、サービス貿易イノベーション発展全面的深化試行地区において「旅行社条例」、「商業フランチャイズ経営管理条例」、「特許代理条例」、「技術輸出入管理条例」等の関係規定を暫定的に調整・実施することに同意する。	

・ 税関管理

法令名：	全国の税関においてクロスボーダー電子商取引企業対企業輸出監督管理試行を複製・普及させることに関する公告	
公布部門：	税関総署	文書番号：公告 2021 年第 47 号
発布日：	2021 年 6 月 22 日	施行日：2021 年 7 月 1 日
概要等：	既存の試行税関を基礎として、全国の税関においてクロスボーダー電子商取引 B2B 輸出監督管理試行を複製・普及させる。クロスボーダー電子商取引企業、クロスボーダー電子商取引プラットフォーム企業、物流企業等のクロスボーダー電子商取引 B2B 輸出業務に参加する境内の企業は、税関の通関申告単位の備案に関係する規定により、所在地の税関に対し備案をしなければならない。その他の関係事項については、税関総署公告 2020 年第 75 号及び第 92 号に従い執行す	

	る。税関総署公告 2020 年第 75 号及び第 92 号においてこの公告と一致しないものについては、この公告の内容を基準とする。	
法令名：	「税関の洋浦保税港区加工付加価値貨物の国内販売に対する租税徴収管理暫行方法」の印刷発布に関する税関総署の通知	
公布部門：	税関総署	文書番号：署税函[2021]131 号
公布日：	2021 年 7 月 8 日	施行日： -
概要等：	洋浦保税港区の奨励類産業企業が生産する、輸入材料を含み、かつ、加工の付加価値が 30%を超える貨物で、出区して国内販売するものについては、輸入関税を免除し、規則どおりに輸入増値税及び消費税を徴収する。	
法令名：	「税関登録登記及び備案企業信用管理弁法」の公布に関する令	
公布部門：	税関総署	文書番号：251 号令
公布日：	2021 年 9 月 13 日	施行日： -
概要等：	洋浦保税港区の奨励類産業企業が生産する、輸入材料を含み、かつ、加工の付加価値が 30%を超える貨物で、出区して国内販売するものについては、輸入関税を免除し、規則通りに輸入環節増値税及び消費税を徴収する。	
法令名：	「税関輸出入貨物商品分類管理規定」の公布に関する令	
公布部門：	税関総署	文書番号：252 号令
公布日：	2021 年 9 月 18 日	施行日：2021 年 11 月 1 日
概要等：	輸出入貨物の商品分類を規範化し、かつ、商品分類の正確性及び統一性を保証するため、「税関法」、「輸出入関税条例」その他の関係法律又は行政法規の規定に基づき、この規定を制定する。	
法令名：	企業グループ加工貿易監督管理モデルの全面的普及に関する公告	
公布部門：	税関総署	文書番号：公告 2021 年 80 号
公布日：	2021 年 10 月 9 日	施行日：2021 年 10 月 15 日
概要等：	企業グループ加工貿易監督管理モデルを適用する場合には、加工貿易保税材料については、グループ内の企業間で流通使用することができる。グループ内の企業間で外注加工業務をするにあたっては、税関に対し備案手続をしないものとし、そのうちのすべての工程で外注加工をする場合には、税関に対し担保を提供しない。企業は、規定に従い貨物集配記録を保存しなければならない。	

・ 外貨管理

法令名：	サービス貿易等の項目の対外支払いにかかる税務備案に関する問題に関する国家税務総局及び国家外貨管理局の補充公告	
公布部門：	税務総局・国家外貨管理局	文書番号：公告 2021 年第 19 号
公布日：	2021 年 6 月 29 日	施行日：2021 年 6 月 29 日
概要等：	境内機構及び個人が同一の契約について複数回の対外支払を必要とする場合に	

は、初回の外貨支払前においてのみ税務備案手続をすれば足る。	
法令名：	中国外貨取引センター商品指針 V3.7
公布部門：	中国外貨取引センター 文書番号：-
公布日：	2021 年 7 月 9 日 施行日： -
概要等：	通貨スワップ/外貨金利スワップの価格設定日規則、通貨スワップ/外貨金利スワップの利息計算規則、外貨借入及びレポ取引の担保品選択方式等の関連内容等を改訂した。
法令名：	現行の有効な外貨管理主要法規目録（2021 年 6 月 30 日現在）
公布部門：	国家外貨管理局 文書番号：-
公布日：	2021 年 7 月 20 日 施行日： -
概要等：	更新後の『目録』は、2021 年 6 月 30 日までに発布された外貨管理の主な法規 191 件を収録し、総合、経常項目外貨管理、資本項目外貨管理、金融機構外貨業務監督管理、人民元為替レート・外貨市場、国際収支・外貨統計、外貨検査・法規適用及び外貨科学技術管理等の 8 大項目に従い分類され、かつ、具体的な業務類型に基づき若干のサブ項目に分かれる。今回新たに追加された「目録」文書は、主として行政許可の実施、個人経常項目外貨業務、企業クロスボーダー融資マクロプルーデンス調節、銀行間外貨市場のマーケットメーカー等にかかわる。

・ 税務・会計

法令名：	パナマ共和国籍の課税船舶への船舶トン税優遇税率適用に関する財政部の通知
公布部門：	財政部 文書番号：:財関税[2021]39 号
発布日：	2021 年 8 月 10 日 施行日： -
概要等：	2021 年 8 月 15 日から 2026 年 7 月 19 日まで、パナマ共和国籍の課税船舶は、優遇税率に従い税金を納付する。2021 年 5 月 17 日から 2021 年 8 月 14 日まで、パナマ共和国籍の課税船舶が既に普通税率に基づき税金を納付している場合には、その優遇税率より多く納付した税金について、税関は企業の申請に基づき還付し、関連企業は 2021 年 8 月 15 日から 6 か月以内に規定に基づき税関に還付手続を申請する。
法令名：	研究開発費用追加控除政策の更なる具体化に関する問題に関する国家税務総局の公告
公布部門：	税務総局 文書番号： 2021 年第 28 号公告
発布日：	2021 年 9 月 13 日 施行日： -
概要等：	企業が一納税年度内に同時に複数の研究開発活動を展開する場合には、従前の各研究開発プロジェクトごとに「その他の関連費用」の限度額をそれぞれ計算することから、全部の研究開発プロジェクトの「その他の関連費用」の限度額を統一計算することに改める。

・その他

法令名：	事件にかかわる企業のコンプライアンス第三者監督評価メカニズムの構築に関する指導意見（試行）		
公布部門：	最高人民検察院・司法部/財政部・生態環境部・国務院国有資産監督管理委員会・国家税務総局・国家市場監督管理総局・中華全国工商業連合会・中国国際貿易促進委員会		
文書番号：	—		
公布日：	2021 年 6 月 3 日	施行日：	2021 年 6 月 3 日
概要等：	人民検察院は、企業にかかわる犯罪事件を取り扱う際には、企業コンプライアンス試行及び第三者メカニズムの適用条件に適合するか否かの審査に注意し、かつ、事件にかかわる企業、個人の意見を速やかに聴取しなければならない。事件にかかわる企業、個人及びその弁護人、訴訟代理人又はその他の関連単位、人員が企業コンプライアンス試行及び第三者メカニズムの適用申請を提出した場合には、人民検察院は、法により受理し、審査をしなければならない。		
法令名：	知的財産権侵害訴訟において原告の権利濫用を理由として被告が合理的支出の賠償を請求する問題に関する最高人民法院の回答		
公布部門：	最高人民法院	文書番号：	法積[2021]11 号
公布日：	2021 年 6 月 3 日	施行日：	2021 年 6 月 3 日
概要等：	知的財産権侵害訴訟において、被告が、原告が訴えを提起したことは法律に定める権利の濫用を構成し、被告の適法な権益を損なっている旨を証明する証拠を提出し、法により原告に対し、当該訴訟に起因して支払った合理的な弁護士費用、交通費、食事・宿泊費等の支出を請求する場合には、人民法院は、法によりこれを支持する。被告は、また、別途訴えを提起し原告に上記の合理的支出の賠償を請求することもできる。		
法令名：	データ安全法		
公布部門：	—	文書番号：	主席令第 84 号
公布日：	2021 年 6 月 10 日	施行日：	2021 年 9 月 1 日
概要等：	中華人民共和国の境内においてデータ処理活動及びその安全監督管理を展開するにあたっては、この法律を適用する。中華人民共和国の境外においてデータ処理活動を展開し、中華人民共和国の国の安全若しくは公共利益又は公民若しくは組織の適法な権益を損なった場合には、法により法律責任を追及する。		
法令名：	「安全生産法」の改正に関する全国人民代表大会常務委員会の決定		
公布部門：	—	文書番号：	主席令第 88 号
公布日：	2021 年 6 月 10 日	施行日：	2021 年 9 月 1 日
概要等：	プラットフォーム経済等の新興の業種及び分野の生産経営単位は当該業種及び分野の特徴に基づき、全員安全生産責任制を確立して健全化し、かつ、これを具		

<p>体化し、業務従事者の安全生産教育及び研修を強化し、この法律並びにその他の法律及び法規に定められた安全生産に関する義務を履行しなければならない。「安全生産法」については、この決定に基づき相応する改正をし、かつ、条文の順序について相応する調整をし、新たに公布する。</p>	
法令名：	海南自由貿易港法
公布部門：	— 文書番号：主席令第 85 号
公布日：	2021 年 6 月 10 日 施行日： 2021 年 6 月 10 日
概要等：	全島の関税封鎖運営の際に、増値税、消費税、車両購入税、都市維持保護建設税及び教育費付加等の税金・費用を簡便にし、貨物及びサービスの小売段階で販売税を徴収する。全島の関税封鎖運営の後に、税制を更に簡素化する。国務院の財政部門は、国務院の関係部門及び海南省と共同して遅滞なく税制簡素化の具体的方案を提出する。
法令名：	印紙税法
公布部門：	— 文書番号：主席令第 89 号
公布日：	2021 年 6 月 10 日 施行日： 2022 年 7 月 1 日
概要等：	中華人民共和国の境内において課税文書を作成し、又は証券取引をする単位及び個人は、これを印紙税の納税者とし、この法律の規定により印紙税を納付しなければならない。1988 年 8 月 6 日に国務院が發布した「印紙税暫定施行条例」は、同時にこれを廃止する。
法令名：	反外国制裁法
公布部門：	— 文書番号：主席令第 90 号
公布日：	2021 年 6 月 10 日 施行日： 2021 年 6 月 10 日
概要等：	国務院の関係部門は、前条所定の差別的な制限措置の制定、決定又は実施に直接的又は間接的に参与した個人及び組織を報復リストに組み入れることができる。いかなる組織及び個人も、外国の国が我が国の公民又は組織に対して講ずる差別的な制限措置を執行してはならず、又は執行に協力してはならない。組織及び個人が前項の規定に違反して、我が国の公民又は組織の適法な權益を損なった場合には、我が国の公民及び組織は、法により人民法院に対し訴えを提起し、当該違反した組織及び個人に侵害を停止し、及び損失を賠償するよう要求することができる。
法令名：	「重要商品及びサービス価格指数行為管理法（試行）」
公布部門：	国家發展及び改革委員会 文書番号：第 43 号令
公布日：	2021 年 6 月 12 日 施行日： 2021 年 8 月 1 日
概要等：	重要商品及びサービスの価格指数行為を規範化し、価格指数市場の健全で秩序ある發展を促進し、価格指数の信号としての役割を十分に發揮させ、かつ、市場価格の合理的な形成に役立つようにするため、「価格法」及び関係する法律法規に

<p>基づき、この弁法を制定する。</p>	
法令名：	<p>零細企業及び個人工商業者の支払手数料の引下げに関する中国人民銀行、銀保監会、 発展改革委員会及び市場監督管理総局の通知</p>
公布部門：	<p>中国人民銀行、銀保監会、発展改革委員会及び市場監督管理総局</p>
文書番号：	<p>銀発[2021]169 号</p>
公布日：	<p>2021 年 6 月 24 日</p>
施行日：	<p>—</p>
概要等：	<p>銀行口座サービス料を引き下げる。商業銀行が 1 つの口座管理費及び年会費を 免除することを基礎として、零細企業及び個人工商業者に対しすべての単位決 済口座管理費及び年会費を免除することを奨励する。</p>
法令名：	<p>インフラストラクチャー分野の不動産投資信託基金（REITs）試行業務をより一層 適切にすることに関する国家発展改革委員会の通知</p>
公布部門：	<p>国家発展改革委員会</p>
文書番号：	<p>発改投資[2021]958 号</p>
公布日：	<p>2021 年 6 月 29 日</p>
施行日：	<p>2021 年 6 月 29 日</p>
概要等：	<p>条件に適合するプロジェクトを全国インフラストラクチャーREITs 施行プロジ ェクトバンクに分類して組み入れるものとし、プロジェクトバンクに組み入れ られていないプロジェクトについては、試行参加を申告してはならない。北京・ 天津・河北の協同発展、長江経済ベルトの発展、広東・香港・マカオ大湾区建設、 長江デルタの一体化発展、海南の改革開放の全面深化、黄河流域の生態保護と高 品質発展等の国家重大戦略区域に位置し、「第 14 次 5 か年計画」の関係する戦 略規画及び実施方案の要求に適合するインフラストラクチャープロジェクトを 重点的に支持する。試行には、主として、交通インフラストラクチャー、エネル ギーインフラストラクチャー、市政インフラストラクチャー、生態環境保護イン フラストラクチャー、倉庫物流インフラストラクチャー、新型インフラストラク チャー、保障性賃貸住宅等の業種を含む。</p>
法令名：	<p>「長江デルタ地区多層階軌道交通計画」の印刷発布に関する国家発展改革委員会の通 知</p>
公布部門：	<p>国家発展改革委員会</p>
文書番号：	<p>発改基礎[2021]811 号</p>
公布日：	<p>2021 年 6 月 7 日</p>
施行日：	<p>—</p>
概要等：	<p>区域の都市・鎮空間における秩序を有する拡張、人口の合理的な分布、産業配置 の最適化等の面に対する軌道交通の基礎的サポートと先行リードを強化し、軌道 交通沿線と駅の土地総合開発を強化する。「軌道+物業」メカニズムを構築し、総 合開発の収益を通じて軌道交通の建設と運営を補助し、軌道交通と都市発展との 良好な相互作用と多方面のウィンウィンを実現する。</p>
法令名：	<p>「公正競争審査制度実施細則」の印刷発布に関する市場監督管理総局等 5 部門の通 知</p>
公布部門：	<p>市場監督管理総局</p>
文書番号：	<p>国市監反壟規[2021]2 号</p>

公布日：	2021 年 6 月 29 日	施行日：	2021 年 6 月 29 日
概要等：	公平競争審査制度を全面的に具体化し、公平競争審査メカニズムを健全化し、かつ、審査業務を規範的で有効に展開するため、「反独占法」及び「市場体系建設において公平競争審査制度を確立することに関する国務院の意見」（国発[2016]34 号）に基づき、この細則を制定する。「公平競争審査制度実施細則（暫定施行）」（発改価監[2017]1849 号）は、同時にこれを廃止する。		
法令名：	再生可能エネルギー発電企業がピークシフト能力の建設又は購入により系統連系規模を増加させることを奨励することに関する通知		
公布部門：	国家知的財産権弁公室	文書番号：	発改運行[2021]1138 号
公布日：	2021 年 7 月 29 日	施行日：	2021 年 5 月 7 日
概要等：	気候変動対応の自主貢献目標の実現に努め、かつ、風力発電、太陽光発電等の再生可能エネルギーの強力な発展と十分な消化を促進するため、再生可能エネルギーに関連する法律法規及び政策の規定により、エネルギーの生産・供給・貯蔵・販売システムの建設及び再生可能エネルギーの消化に関連する要求に従い、電力網企業が再生可能エネルギーの保障性系統連系責任を負うことを基礎として、発電企業がエネルギー貯蔵のピークシフト能力を自ら建設し、又は購入する方式を通じて、再生可能エネルギー発電設備の系統連系規模を増加させることを奨励する。		
法令名：	個人情報保護法		
公布部門：	—	文書番号：	主席令第 91 号
公布日：	2021 年 8 月 20 日	施行日：	2021 年 11 月 1 日
概要等：	重要なインターネットプラットフォームサービスを提供し、ユーザー数が巨大であり、又は業務類型が複雑である個人情報処理者は、次に掲げる義務を履行しなければならない。（一）国の規定に従い個人情報保護法令適合制度体系を確立して健全化し、主として外部成員により構成される独立機構を設立して個人情報保護状況について監督をさせること。		
法令名：	顔認識技術の使用による個人情報の処理に関連する民事事件を審理する際の法律適用にかかる若干の問題に関する最高人民法院の規定		
公布部門：	最高人民法院	文書番号：	法積[2021]15 号
公布日：	2021 年 7 月 28 日	施行日：	2021 年 8 月 1 日
概要等：	情報処理者が顔情報を処理するにあたり次の事由の 1 つがある場合には、人民法院は、自然人の人格権益を侵害する行為に該当すると認定しなければならない。（一）ホテル、ショッピングモール、銀行、駅、空港、競技場、娯楽場所等の経営場所又は公共場所において法律又は行政法規の規定に違反し、顔認識技術を使用して顔認証、識別又は分析をするとき。（二）顔情報を処理する規則を公開しないとき又は処理の目的、方式及び範囲を明示しないとき。		

法令名：	資産サポート計画及び保険私募基金登記に関する事項に関する中国銀保監会弁公 庁の通知		
公布部門：	中国銀保監会	文書番号：	銀保監弁発[2021]103 号
公布日：	2021 年 9 月 18 日	施行日：	—
概要等：	保険資産管理機構は、資産サポート計画を発起・設立し、初回申告の審査承認及 び後続商品の登録を実行する。初回申告の審査承認については、銀保監会が関連 規定により処理し、後続商品の登記については、中保保険資産登記交易系統有限 会社が監督管理規定及び登記規則により処理する。		

投資関連制度情報

北京証券取引所の新設について

2021 年 9 月 2 日、習近平国家主席が中国国際サービス貿易交易会の開幕に演説し、「中小企業のイノベーションを引き続き支援し、新三板の改革を深化し、北京証券取引所を設立する」と表明した。

中国証券監督管理委員会（以下「証監会」という。）によると、北京証券取引所は「新三板精選層の各基礎的制度を平行移動させ、証券発行登録制のテストも同時に進める。北京証券取引所の上場会社はイノベーション層から生み出し、新三板の基礎層、イノベーション層及び北京証券取引所は『順次レベルアップ』の市場を構成する」、「証券発行登録制の試行も同時に進める」と説明した。

2021 年 9 月 2 日、北京証券取引所有限責任会社が設立され、株主は全国中小企業股份転讓有限責任公司であり、資本金は 10 億元（注：1 人民元＝18 円とする場合、18 億円。以下、本稿で同レートに依拠する）、登記機関は北京市市場监督管理局である。

2011 年 11 月 15 日、中国に新設された北京証券取引所の開業式典が北京市で行われ、取引が始まった。北京証券取引所は上海、深圳に次ぐ中国本土 3 カ所目の証券取引所となる。

第一、証券取引所の組織構造

証券取引所は、証券集中取引のため場所及び施設を提供し、証券取引を組織及び監督し、自律管理を実行し、法により登記し、法人格を取得する組織である。組織構造については、会員制取引所及び公司制取引所がある。

一、上海・深圳証券取引所—会員制

上海証券取引所及び深圳証券取引所は、会員制を実行する。

「上海証券取引所定款」（2021 年）

第三条 当所は証券集中取引のため場所及び施設を提供し、証券取引を組織及び監督し、自律管理を実行する会員制法人である。

「深圳証券取引所定款」（2018 年）

第三条 当所は証券集中取引のため場所及び施設を提供し、証券取引を組織及び監督し、自律管理を実行する会員制法人である。

会員制を実行する証券取引所は、理事会及び監事会を設置する。証券取引所には、総経理 1 名を設け、國務院の証券監督管理機構がこれを任免する（証券法第 102 条）。会員制を実

行する証券取引所の財産蓄積は、会員の所有に帰属する。その権益は、会員が共同してこれを享有し、その存続期間において、その財産蓄積を会員に分配してはならない。(証券法第 101 条第 2 項)。証券取引所理事会は、7 名から 13 名により構成され、そのうち非会員である理事の人数は、理事会の成員総数の 3 分の 1 を下回らず、理事会の成員総数の 2 分の 1 を超えない。理事の各期の任期は、3 年とする。会員である理事は会員総会が選挙により選出し、非会員である理事は証監会が任命派遣する。(証券取引所管理弁法第 23 条)

二、北京証券取引所一公司制

北京証券取引所は公司制を実行する。国家企業信用情報公示システムで公開している会社情報は下記のとおりである。

会社名：北京証券取引所有限責任公司
統一社会信用コード：91110000MA04EUP75L
登記機関：北京市市場監督管理局
成立日：2021 年 9 月 30 日
種類：有限責任公司（法人独資）
資本金：10 億人民元（18 億円）
経営範囲：法に基づき証券集中取引のため場所及び施設を提供し、証券取引を組織及び監督し、証券市場を管理するサービス等の業務。
株主：全国中小企業股份転讓有限責任公司

有限責任公司制を実行する証券取引所は、株主会・理事会・総経理及び監事会を設置する。証券取引所が一人有限責任公司である場合には、株主会を置かず、株主が株主会の職権を行使する(証券取引所管理弁法第 17 条)。株主会は会社制証券取引所の最高権利機構であり、董事会は会社制証券取引所の方策決定機構である。

第二、北京証券取引所の規則

種類	規則	公布機構
発行融資	「不特定の合格投資家に対し株券を公開發行する北京証券取引所登記管理弁法（試行）」	証監会
	「上場委員会管理細則」	北京証券取引所
	「北京証券取引所証券発行上場保証推薦業務管理細則」	
	「北京証券取引所証券発行及び売出請負管理細則」	
	「北京証券取引所上場会社証券発行及び売出請負業務指針」	
	「北京証券取引所上場会社重大資産再編認可規則（試行）」	
	「北京証券取引所上場会社重大資産再編業務指針」	

	「北京証券取引所上場会社証券発行上場認可規則（試行）」	
	「上場会社が特定対象に対し優先株を発行する北京証券取引所の業務細則」	
	「上場会社が特定対象に対し転換社債を発行する北京証券取引所の業務細則」	
	「上場会社が特定対象に対し転換社債を発行する北京証券取引所の業務処理指針」	
	「不特定の合格投資者に株券を公開して発行及び上場する北京証券取引所の認可規則（試行）」	
	「不特定の合格投資者に株券を公開して発行及び上場する業務処理に関する北京証券取引所指針」	
	「不特定の合格投資者に株券を公開発行及び売出請負する業務に関する北京証券取引所の実施細則」	北京証券取引所 中国証券登記決算有限責任会社
	「北京証券取引所上場会社証券発行業務処理指針」	北京証券取引所
持続的な 監督管理 に関する 規則	「北京証券取引所上場会社持続監督管理弁法（試行）」	証監会
	「北京証券取引所株券上場規則（試行）」	北京証券取引所
	「北京証券取引所上場会社持続監督管理指針」	
	「北京証券取引所上場会社業務処理指針」	
取引管理	「北京証券取引所上場会社証券発行登記管理弁法（試行）」	証監会
	「北京証券取引所投資家適当性管理弁法（試行）」	北京証券取引所
	「北京証券取引所投資家適当性管理業務指針」	
	「北京証券取引所全国中小企業股份転讓系統交易单元業務処理指針」	北京証券取引所
	「北京証券取引所全国中小企業股份転讓系統交易单元管理細則」	全国中小企業股份転讓系統
	「北京証券取引所取引異常状況処理細則」	北京証券取引所
	「北京証券取引所取上場会社持分協議讓渡業務処理指針」	
	「北京証券取引所取上場会社持分協議讓渡細則」	北京証券取引所 中国証券登

		記決算有限責任会社
	「北京証券取引所取引規則（試行）」	北京証券取引所
	「北京証券取引所適格国外機関投資家及び人民元適格国外機関投資家証券取引実施細則」	
	「北京証券取引所適格国外機関投資家及び人民元適格国外機関投資家情報備案申請指針」	
	「北京証券取引所全国中小企業股份転讓系統証券コード・銘柄名編成指針」	北京証券取引所 全国中小企業股份転讓系統
市場管理	「北京証券取引所会員管理規則（試行）」	北京証券取引所
	「北京証券取引所自立監督管理措置及び紀律処分実施細則」	
	「北京証券取引所再審査実施細則」	
	「北京証券取引所自立管理聴聞実施細則」	
	「北京証券取引所業務費用徴収管理弁法」	
	「北京証券取引所全国中小企業股份転讓系統証券公司業務執行品質評価細則」	北京証券取引所 全国中小企業股份転讓系統

第三、北京証券取引所に上場する条件

北京証券取引所に上場する場合、主体条件・財務指標及びネガティブリスト（規制条件）は下記のとおりである。

一、主体条件

「不特定の合格投資者に株券を公開発行する北京証券取引所の登記管理弁法（試行）」（証監会令第 187 号）

第 10 条 発行人は、公開発行を申請する場合には、次に掲げる規定に適合しなければならない。

- (一) 健全かつ運営が良好な組織機構を具備すること
- (二) 持続的な経営能力を有すること、財務状況が良好であること
- (三) 直近 3 年の財務会計報告につき無限定適正意見会計監査報告が発行されていること

ること

(四) 法に基づき経営を規範すること

「北京証券取引所株券上場規則（試行）」

2.1.2 発行人は、公开发行及び上場を申請する場合には、次に掲げる規定に適合しなければならない。

- (一) 発行人は全国股份転讓系統に連続し 12 か月を公示したイノベーション層の公示会社であること
- (二) 証監会が規定する発行条件に適合すること
- (三) 直近の期末の純資産が 5000 万元（9 億円）を下回らないこと
- (四) 不特定の合格投資者に対し公開して発行する株式が 100 万株を下回らない、発行対象が 100 人を下回らないこと
- (五) 公开发行後の株式資本総額が 3000 万元（5 億 4000 万円）を下回らないこと
- (六) 公开发行後、会社株主の人数が 200 人を下回らない、公衆株主の持分比率が会社株式資本総額の 25%を下回らない、会社株式資本総額が 4 億元（72 億円）を超過する場合、公衆株主の持分比率は会社株式資本総額の 10%を下回らないこと
- (七) 市価及び財務指標は本規則が規定する標準に適合すること
- (八) 当所が規定するその他の上場条件

当所は市場の状況に基づき、証監会の認可を経て上場条件及び具体的な標準を調整することができる。

二、市価及び財務指標

上場する場合の財務指標について、北京証券取引所・上海証券取引所科創板（SSE STAR Market）・深圳証券取引所創業版（ChiNext Board）の比較は下記のとおりである。

	北京証券取引所	上海証券取引所科創板	深圳証券取引所創業板
標準	北京証券取引所株券上場規則（試行）	上海証券交易所科創板株券発行上場審査規則（2020 年）	深圳証券取引所創業板株券発行上場審査規則（2020 年）
（市価） + 純利益	市価≥2 億元（36 億円）、直近 2 年の純利益≥1,500 万元（1 億 7,000 万円）かつ加重平均純資産収益率は平均して≥8%、又は直近 1 年の純利益≥2,500 万元（4	市価≥10 億元（180 億円）、直近 2 年の純利益はいずれもポジティブであり、かつ、累計純利益≥5,000 万元（9 億円）、	直近 2 年の純利益はポジティブであり、かつ、累計純利益≥5,000 万元（9 億円）

	億 5,000 万円) かつ加重平均純資産収益率は平均して $\geq 8\%$		
市 価 + 収 入 + キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー	市価 ≥ 4 億元 (72 億円)、直近 2 年の営業収入は平均して ≥ 1 億元、かつ直近 1 年の営業収入成長率 $\geq 30\%$ 、直近 1 年の経営活動によるキャッシュフロー純額がポジティブである。	市価 ≥ 20 億元 (360 億円)、直近 1 年の営業収入 ≥ 3 億元、かつ直近 3 年の経営活動による累計のキャッシュフロー純額 ≥ 1 億元	—
市 価 + 収 入 + 研 究 開 発 投 入	市価 ≥ 8 億元 (144 億円)、直近 1 年の営業収入 ≥ 2 億元、直近 2 年研究開発への合計投入と直近 2 年の合計営業収入との比率 $\geq 8\%$	市価 ≥ 15 億元 (270 億円)、直近 1 年の営業収入 ≥ 2 億元、且つ、直近 3 年研究開発への累計投入と直近 3 年の累計営業収入との比率 $\geq 15\%$	—
市 価 + 研 究 開 発 投 入	市価 ≥ 15 億元 (270 億円)、直近 2 年研究開発への合計投入 $\geq 5,000$ 萬元 (9 億円)	—	—
市 価 + 純 利 益 + 収 入	—	市価 ≥ 10 億元 (180 億円)、直近 1 年の純利益はポジティブであり、かつ、営業収入 ≥ 1 億元 (18 億円)	市価 ≥ 10 億元 (180 億円)、直近 1 年の純利益はポジティブであり、かつ、営業収入 ≥ 1 億元 (18 億円)
市 価 + 収 入	—	市価 ≥ 30 億元 (540 億円)、直近 1 年営業収入 ≥ 3 億元 (54 億円)	市価 ≥ 10 億元 (180 億円)、直近 1 年営業収入 ≥ 3 億元 (54 億円)

三、ネガティブリスト

「北京証券取引所株券上場規則（試行）」

2.1.4 発行人は、公開発行及び上場を申請し、次に掲げる事由が存在してはならない。

(一) 直近 36 か月内に、発行人及びその株式支配株主が、横領・賄賂・財産侵奪若しくは財産流用の罪若しくは社会経済秩序を破壊する刑事罪を犯し、債券の詐欺発行・情報開示の違法又はその他の国家安全・公共安全・生態安全・生産安全・公衆健康安全等の分野に係

る重大違法行為が存在するとき。

(二) 直近 12 か月内に、発行人及びその株式支配株主・実際支配者・董事・監事・高級管理人員が、証監会又はその派出機構により行政処罰を受けた、又は法律・規範に違反し全国中小企業股份転讓系統有限責任公司、証券取引所等の自律監督管理機構により公開譴責を受けたとき。

(三) 発行人及びその株式支配株主・実際支配者・董事・監事・高級管理人員が、犯罪の嫌疑にかかわり司法機関により立件捜査、又は法律規定を違反した嫌疑にかかわり証監会及びその派出機構による立件捜査され、結論意見がなお明確にされていないとき。

(四) 発行人及びその株式支配株主・実際支配者は、信用失墜被執行人名簿に組み入れられ、状況がなお除去されていないとき。

(五) 直近 36 か月内に、「証券法」及び証監会の関係規定に基づき、各会計年度終了の日から 4 か月内に、年度報告を編成しかつ公告しない、又は各会計年度の上半期終了の日から 2 か月内に、中間報告を編成しかつ公告しないとき。

(六) 証監会及び当初が規定した発行人の安定性・直接に市場に向かって独立して持続的な経営能力に対して重大な不利影響を有し、又は発行人の利益が損害を受けることになる等その他の状況が存在するとき。

以上

一コラム 恒大集団問題から中国バブルの本質を検証する一

名古屋外国語大学 教授 日立総合計画研究所 リサーチフェロー 真家陽一

はじめに

2021 年 9 月頃から中国経済のリスク要因として大きく顕在化したのが、約 3,000 億ドルという巨額の債務を抱える不動産大手「恒大集団」の経営危機問題だ。不動産市況は急速に悪化し、不動産開発投資の伸び率は 2021 年 1~2 月期の 38.3%増から 1~11 月期には 6.0%まで低下した。同問題の背景には、過剰なまでに拡大した民間部門の債務を減らすことで、金融市場でのシステミックリスクを回避すべく、中国当局が不動産企業に対する締め付けを強化していることがある。

こうした状況の下、メディアの間では中国版バブルの崩壊を喧伝する向きもあるが、恒大集団の経営危機は、さまざまな要因が複合的に絡み合って発生したものであり、日本のバブル崩壊の連想で捉えると問題の本質を見誤りかねないことには留意する必要がある。結論からいえば、中国のバブルは日本のバブルと相当異なる。中国経済はまだ発展途上であり、発展が続く中で行き過ぎが起こったものといえる。経済がかなり成熟してから発生した 1980 年代後半の日本のバブルとは単純に比較できない。

本稿は恒大集団の経営危機問題の本質について、日本と中国のバブルを比較しながら考察することで、今後のリスク要因を包括的に検証していくことを目的とする。

1. バブルの発生要因

まず、日中のバブルの発生要因を確認しておこう。ともに金融面で過剰流動性が生じたことが要因でバブルが起こったことは同じだが、その背景は異なっている。日本ではプラザ合意後の円高不況への対応や米国との摩擦回避を目的とした内需振興のため、金融緩和政策に踏み切った側面が大きかった。

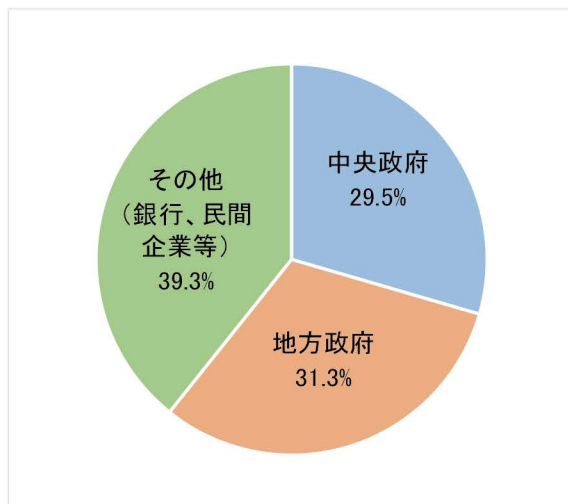
他方、中国における過剰流動性の背景にあるが、2008 年 9 月のリーマンショックを契機として、世界的な景気後退が急速に進む中、中国政府が同年 11 月に公表した 4 兆元（1 人民元＝約 17.8 円）の大型景気対策だ。同対策を通じて、中国経済はいち早く V 字型の回復を果たしたものの、その過程で発生した過剰債務は深刻な後遺症として、現在に至るまで尾を引く構造問題となっている。

（1）過剰債務のメカニズム

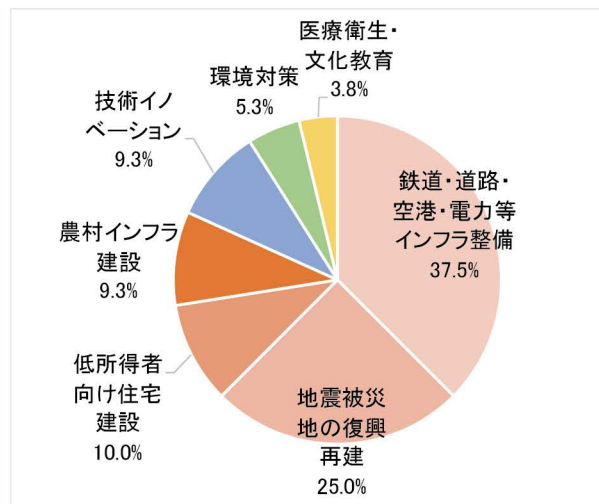
中国の 4 兆元対策を資金源の内訳からみると、中央政府は 1 兆 1,800 億元で全体の 29.5%にすぎない。資金的には、4 兆元対策が着実に実行されるためのカギは中央ではなく、70.5%

を占める地方財政と銀行融資などの民間資金が握っていた（図表 1）。

（図表 1） 4 兆元対策の資金源の内訳



（図表 2） 4 兆元対策の資金使途の内訳



（出所） 国务院、国家发展改革委员会資料を基に筆者作成

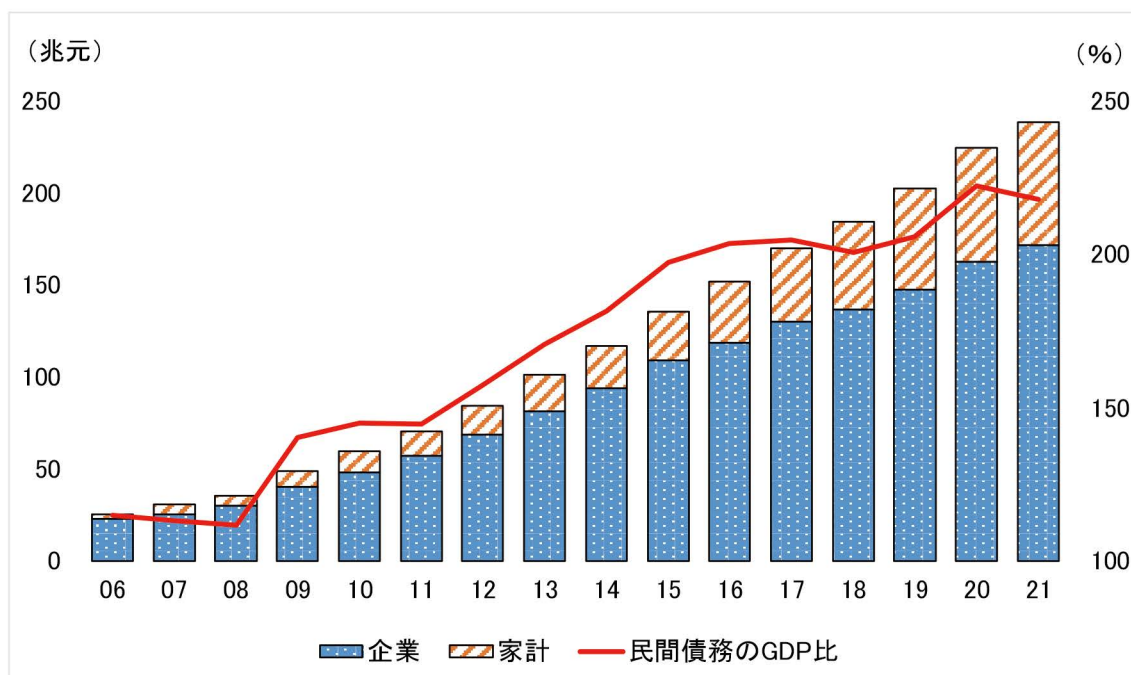
しかし、地方政府は慢性的な資金不足に加えて、銀行から直接融資を受けることが出来ず、地方債の発行も財政規律の維持を目的に原則として禁じられていた。このため、地方政府は「融資平台」と呼ばれる傘下の開発投資会社を通じて巨額の資金調達を行い、インフラ投資を推進した。

他方、資金使途の内訳をみると「鉄道・道路・空港・電力などのインフラ整備」（1兆5,000億元、シェア37.5%）、「地震被災地域の復興再建」（1兆元、シェア25.0%）向けの投資が大きく、この2つで全体の6割超を占め、これに「低所得者層向け住宅建設」（4,000億元、シェア10.0%）、「農村インフラ建設」（3,700億元、シェア9.3%）を加えると、インフラ関連投資が約8割を占めた（図表2）。

中国政府がインフラ整備を中心とした大規模投資を行ったこと相まって、原材料である鉄鋼やセメントの需要が刺激され、生産が急増した。これがその後の過剰生産能力という苦境につながった。決して企業が過剰な投資を自らの判断で行ったのではなく、中国政府が短期的な問題を解決するための政策をとったことが長期的な問題になってしまったのである。

企業と家計を合わせた民間部門の債務は増加の一途をたどり、2016年末にはGDP比で203.7%と200%を超える水準に達した（図表3）。ただ、当時は2017年秋の5年に1度の共産党大会を控え、安定成長が最優先となっていた。結果として、インフラ投資による下支えもあり、2017年の実質GDP成長率は6.9%と前年を0.1ポイント上回り、2010年以来7年ぶりに前年比で上昇に転じた。他方、過剰債務の問題は実質的に先送りされることとなった。

(図表 3) 中国の民間債務残高と GDP 比の推移



(注 1) 民間債務残高は左目盛り、GDP 比は右目盛り

(注 2) 2021 年は 6 月末現在

(出所) 国際決済銀行 (BIS) 資料を基に筆者作成【2】

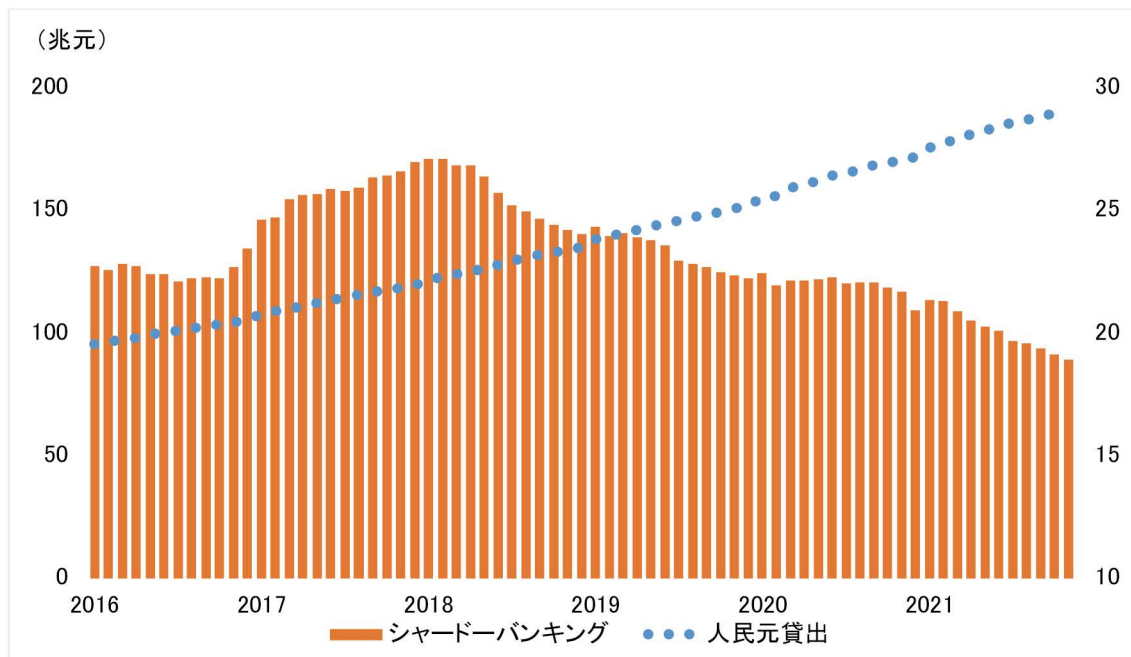
(2) 過剰債務問題への取り組みと誤算

習近平国家主席は 2017 年 10 月に開催された共産党大会において「新時代の中国の特色ある社会主義思想」を党規約に明記し、安定的な政治基盤を確立した。それを踏まえて、二期目のスタートとして、2017 年 12 月に開催された「中央経済工作会議」(共産党と政府が翌年の経済政策運営の基本方針を決定する重要会議)において、今後 3 年かけて「重大リスクの防止・解消」「的確な貧困脱却」「環境汚染防止」の 3 大堅塁攻略戦に本格的に取り組むことを表明した。

「重大リスクの防止・解消」における重点が、過剰債務問題を含む金融リスクの予防・制御であり、法律・規律違反の金融活動を断固として取り締まり、監督管理を強化するという方針を打ち出した。すなわち、習近平政権は 2018 年以降、景気減速をある程度許容しつつ、中長期的にも持続可能な成長を見据えた構造改革を断行しようとしたのだ。この結果、デレバレッジ(債務削減)を目的とした規制強化の対象となった「シャドウ・バンキング」(銀行以外のノンバンクが行う金融仲介業務)の残高が急減した(図表 4)。

² 民間債務残高の統計データは国際決済銀行のウェブサイト (https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm?m=6_380_669) より入手可能。

(図表 4) 人民元貸出とシャドーバンキングの残高の推移



(注 1) 人民元貸出は左目盛り、シャドーバンキングは右目盛り

(注 2) シャドーバンキングは委託貸出、信託貸出、銀行引受手形の合計

(注 3) 2021 年は 11 月末現在

(出所) 中国人民銀行資料を基に筆者作成【3】

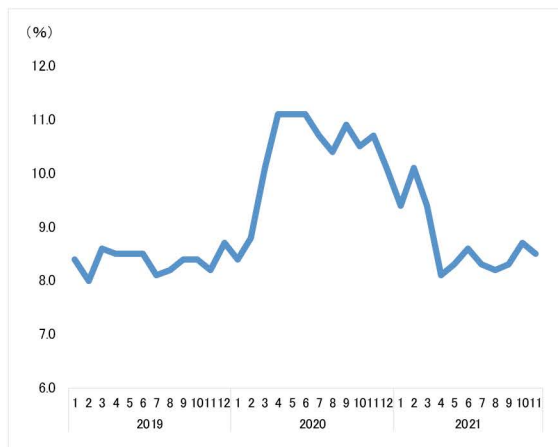
このように、いわば政策的に成長率を下げ、構造改革に取り組んでいる時に、中国政府にとって思わぬ誤算となったのが米中摩擦であった。米国は 2018 年 7 月 6 日、通商法 301 条に基づく制裁措置の第 1 弾として、中国からの輸入品 340 億ドル相当に 25% の追加関税を賦課。これに対して、中国も同日、報復措置として米国からの輸入品 340 億ドル相当に追加関税を賦課した。その後、米中両国は 8 月 23 日に第 2 弾、9 月 24 日に第 3 弾、2019 年 9 月 1 日に第 4 弾の追加関税を賦課し合い、まさに「貿易戦争」ともいえる様相を呈した。その後、米中政府は 12 月 13 日、交渉の結果、「第 1 段階の合意」に達したと発表。2020 年 1 月 15 日に米中経済・貿易協定に署名し、貿易戦争はひとまず「一時休戦」に入った。

しかし、一難去ってまた一難、新たなリスクとして顕在化したのが新型コロナウイルス（以下「新型コロナ」という。）の感染拡大だった。中国の 2020 年第 1 四半期（1～3 月）の実質 GDP 成長率は前年同期比 6.8% 減となり、四半期ベースでは統計を遡れる 1992 年以降で初のマイナス成長となるなど、顕著な落ち込みを見せた。このため、金融当局は景気を下支えすべく、大幅な金融緩和を実施。その結果、マネーサプライ（M2）や社会融資総

³ 中国の金融統計データは中国人民銀行のウェブサイト (<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/116219/index.html>) より入手可能。

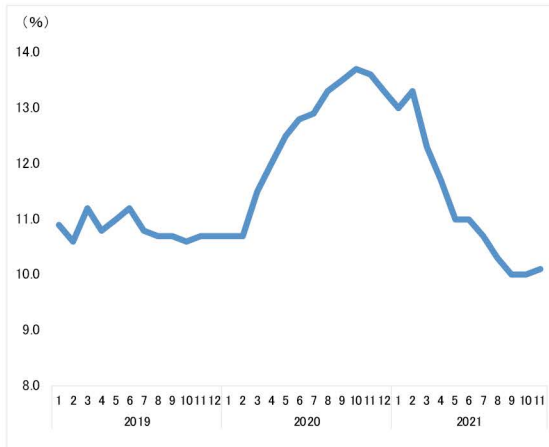
量の伸び率が急増した（図表 5～6）【4】。

（図表 5）マネーサプライ（M2）の伸び率の推移



（出所）図表 4 に同じ

（図表 6）社会融資総量の伸び率の推移



（出所）図表 4 に同じ

他方、厳しい防疫措置により、新規感染者数が減少に転じたことを受けて、実質 GDP 成長率は、第 2 四半期が 3.2%増、第 3 四半期が 4.9%増、第 4 四半期が 6.5%増と急速に回復、通年では 2.3%増と、主要国の中では唯一プラス成長を維持した。景気回復を背景に、金融当局が 2021 年に入るとテーパリング（量的緩和の縮小）に踏み切ったことで、同年半ばにはマネーサプライ（M2）や社会融資総量の伸び率がほぼ新型コロナ前の水準に戻った。

（3）「重大リスクの防止・解消」は道半ば

新型コロナの感染拡大が収束に向かう中、中国政府は「重大リスクの防止・解消」に向けて 2020 年半ばから動き出していた。住宅都市農村建設部と中国人民銀行は 2020 年 8 月 20 日、北京で重点不動産企業に関する合同会議を開催【5】。同会議を経て、不動産企業の資金調達に関して「3つのレッドライン」（①負債の対資産比率の上限: 70%、②純負債の対自己資本比率の上限: 100%、③手元現金の対短期負債比率: 100%以上）が設定され、3条件の全てに抵触した「レッド企業」には、有利子負債を増やしてはならないことが規定された。本措置は 2020 年 9 月より不動産企業大手 12 社に対して試験的に導入され、2021 年以降は一定規模以上の不動産企業に適用されている。

また、2021 年 1 月からは、中国人民銀行、中国銀行保険監督管理委員会が「銀行業金融

4 M2 が現金・預金の動向からマネーの供給量を示すのに対し、社会融資総量は銀行貸出、オフバランス貸出融資（委託貸出、信託貸出等）、直接金融（社債、株式等）を対象に、実体経済に供給されるマネーの供給量を示す中国独自の指標。

5 中国人民銀行ウェブサイト

(<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4075935/index.html>)

機関の不動産貸付集中度管理制度の構築に関する通知」を施行し、銀行の住宅ローンや不動産向け融資に総量規制が導入されるなど、不動産企業の資金調達を厳しく規制していく方針が打ち出された【6】。

2021 年 3 月に開催された全国人民代表大会（全人代、国会に相当）の「政府活動報告」では、3 大堅塁攻略戦の成果について、「的確な貧困脱却」および「環境汚染防止」は概ね達成、「重大リスクの防止・解消」については道半ばとの評価がなされた（図表 7）。

（図表 7）第 13 次 5 ヶ年計画期（2016～20 年）における 3 大堅塁攻略戦の成果

項目	成果
重大リスクの防止・解消	金融リスク対応が重要な中間成果を取得。
的確な貧困脱却	農村貧困人口が貧困から脱却し、地域的な貧困集中問題が解決し、絶対的貧困の撲滅という非常に困難な任務を完遂。
環境汚染防止	汚染対策が強化され、資源・エネルギーの利用効率が著しく向上し、生態環境が大きく改善。

（出所）全人代「政府活動報告」（2021 年 3 月）を基に筆者作成

金融当局とすれば、「重大リスクの防止・解消」に何としても道筋をつける必要性に迫られたことは想像に難くない。実際、現地では 2021 年 5 月頃から、地方政府への監督・指導や不動産企業に対する締め付けがさらに強化されたとの声も聞かれる。こうした流れの中で、巨額の負債を抱える恒大集団が資金調達に支障を来したことが、同社の経営危機問題に発展したのであった。

2. 不動産企業の資金調達

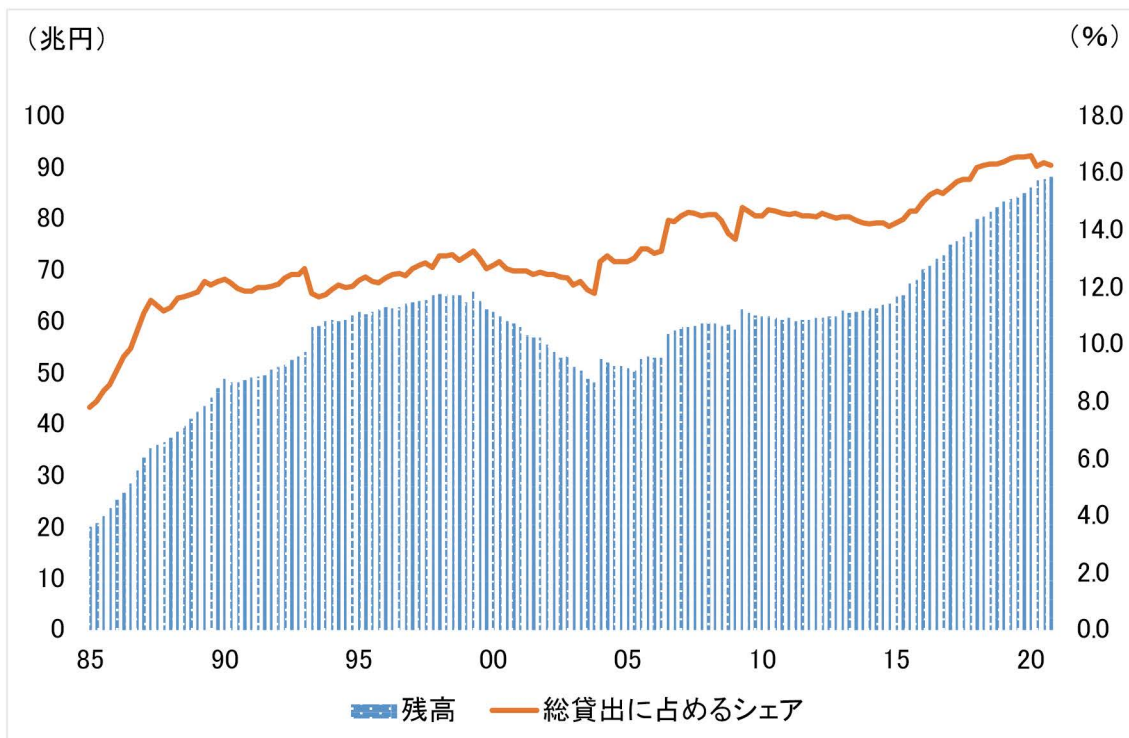
1980 年代後半のバブル経済下の日本においては、企業が金余りで手持ち資金が豊富にある中、資金の貸出先に困った銀行が不動産や株式を担保とした融資を増加させていた。

こうした状況の中で、総貸出に占める不動産業のシェアは 1985 年 3 月末時点の 7.8% から急上昇し、1986 年 12 月以降は 10% を超える 2 桁の水準で推移した（図表 8）。バブル崩壊後の 1990 年代後半以降、不動産業向け貸出残高は減少基調で推移したものの、2010 年代半ば頃からは再び増加に転じており、総貸出に占める不動産業のシェアもバブル期を上回る水準にあることが懸念される場所である。

⁶ 中国人民銀行ウェブサイト

(<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4156106/index.html>)

(図表 8) 日本の不動産業向け貸出残高と総貸出に占めるシェアの推移



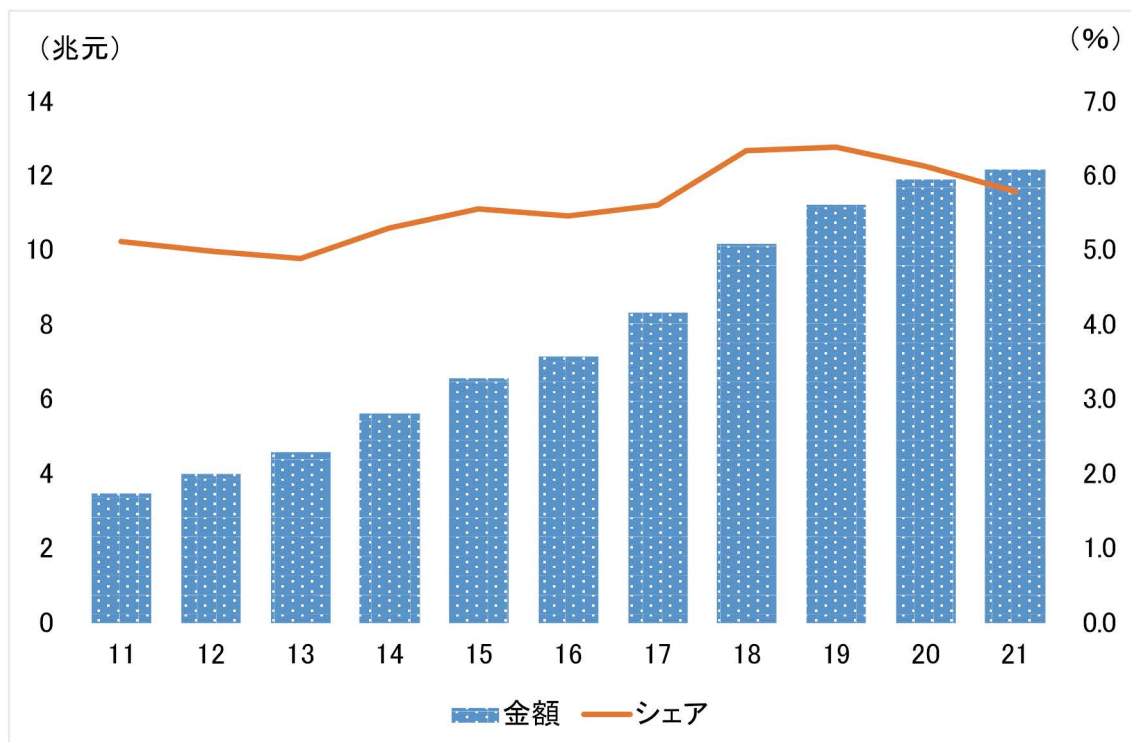
(注) 貸出残高は左目盛り、シェアは右目盛り

(出所) 日本銀行「貸出先別貸出金」を基に筆者作成【7】

中国においては、不動産業向け貸出は増加基調で推移しているものの、総貸出に占めるシェアはここ 10 年、概ね 5~6%と日本のバブル期と比較して、相対的に低い水準で推移している (図表 9)。中国は日本のバブル問題をよく研究しており、金融当局は不動産業向けの貸出が過剰に増加しないよう厳しく監視していると指摘される。

7 貸出先別貸出金の統計データは日本銀行のウェブサイト ([https://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=\\$nme_a000&lstSelection=LA01](https://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=$nme_a000&lstSelection=LA01)) より入手可能。

(図表 9) 中国の不動産業向け貸出残高と総貸出に占めるシェアの推移



(注 1) 貸出残高は左目盛り、シェアは右目盛り

(注 2) 2021 年は 9 月末現在

(出所) CEIC database を基に筆者作成

日本と比較して、中国では不動産業向け貸出が相対的に低い水準に抑制されている。従って、不動産企業の経営悪化が直ちに金融機関へのシステムリスクにつながる可能性は低いといえる。

では、留意しなければならないリスクは何なのであろうか。そのリスクを探るべく、日中不動産企業の財務構造の違いについて、恒大集団と日本の大手不動産企業である三井不動産の貸借対照表を比較しながら検証してみよう (図表 10～11)。

ちなみに、三井不動産は 2021 年 4 月 28 日、海外で初めてとなる「三井ショッピングパーク ららぽーと上海金橋」の開業を皮切りに【8】、海外における初の駅ビル商業施設「三井ショッピングパーク ららステーション上海蓮花路」の開業を予定するなど【9】、今後も中国大陸において更なる事業の拡大を目指している。

貸借対照表における資産の部を比較すると、注目されるのは、恒大集団の資産のうち、「開

8 三井不動産「ニュースリリース」2021 年 3 月 31 日
(https://www.mitsui-fudosan.co.jp/corporate/news/2021/0331_01/)

9 三井不動産「ニュースリリース」2021 年 6 月 25 日
(<https://www.mitsui-fudosan.co.jp/corporate/news/2021/0625/>)

発中不動産」が 54.7%と過半を占めていることだ。他方、三井不動産の場合、「仕掛販売用不動産」は 6.9%と 1 割にも満たない。

また、負債および純資産の部をみると、三井不動産は負債に占める「長期借入金」(46.5%)と「社債」(15.7%)のシェアが 6 割超を占め、資金繰りが安定しているのに対して、恒大集団は 2 割弱にとどまる。他方、恒大集団では「買掛金・未払金」が負債に占める割合が 42.5%と最も多く、三井不動産の「支払手形・買掛金」がわずか 1.9%であることと比較しても、その比率が極めて高い。

恒大集団は金融当局が不動産業への貸出を厳しく制限していることで金融機関からの資金調達が円滑に進まない中、取引業者への支払を遅延させることで運転資金を確保してきたことがわかる。また、資産の多くは開発中不動産であり、回収も十分にできていないことから、まさに「自転車操業」ともいえる状況の中で事業を運営しており、資金繰りに支障を来すような事態が発生すれば、直ちに経営困難に陥るリスクを抱えていたことが見て取れる。

すなわち、不動産業への貸出抑制は、直接的には金融機関の不良債権リスクを軽減したものの、不動産業が苦境に陥れば取引業者の資金繰りにも影響を及ぼし、間接的には金融機関の不良債権の増加につながりかねないリスクも孕んでいることになる。

(図表 10) 恒大集団の貸借対照表 (2020 年 12 月末現在)

資産の部	金額 (100万元)	シェア (%)	負債および純資産の部	金額 (100万元)	シェア (%)
資産	2,301,159	100.0	負債	1,950,728	100.0
流動資産	1,904,934	82.8	流動負債	1,507,253	77.3
開発中不動産	1,257,908	54.7	短期借入金	272,828	14.0
現金	180,744	7.9	1年内償還予定の社債	62,649	3.2
前払金	151,026	6.6	買掛金・未払金	829,174	42.5
販売用不動産	148,473	6.5	契約負債(前受金)	185,746	9.5
売掛金・未収金	141,706	6.2	法人税負債	156,856	8.0
その他	25,077	1.1			
固定資産	396,225	17.2	固定負債	443,475	22.7
投資不動産	165,850	7.2	長期借入金	233,896	12.0
持分法による投資	92,270	4.0	社債	147,159	7.5
不動産・工場・設備	75,731	3.3	繰延税金負債	53,142	2.7
使用権資産	18,561	0.8	その他未払金	9,278	0.5
無形資産	10,696	0.5	純資産	350,431	100.0
損益が公正価値で計上される金融資産	8,230	0.4	株主資本	146,901	41.9
営業権	7,822	0.3	資本金および資本剰余金	4,635	1.3
売掛金・未収金	7,249	0.3	その他準備金	92,786	26.5
繰延税金資産	5,943	0.3	利益剰余金	49,480	14.1
その他	3,873	0.2	非支配株主持分	203,530	58.1
資産総額	2,301,159	100.0	負債・純資産総額	2,301,159	100.0

(注) 現金には現金相当物および制限付き現金を含む

(出所) 恒大集団「2020 年アニュアルレポート」を基に筆者作成【10】

¹⁰ 恒大集団「2020 年アニュアルレポート」は同社のウェブサイト
(<https://doc.irasia.com/listco/hk/evergrande/annual/2020/car2020.pdf>) より入手可能

(図表 11) 三井不動産の貸借対照表 (2021 年 3 月末現在)

資産の部	金額 (100万円)	シェア (%)	負債および純資産の部	金額 (100万円)	シェア (%)
資産	7,741,972	100.0	負債	5,085,981	100.0
流動資産	2,455,996	31.7	流動負債	1,001,167	19.7
販売用不動産	1,080,339	14.0	短期借入金	306,860	6.0
仕掛販売用不動産	536,766	6.9	1年内償還予定の社債	56,677	1.1
開発用土地	297,576	3.8	コマーシャル・ペーパー	99,500	2.0
預金および現金	189,542	2.4	支払手形および買掛金	97,969	1.9
受取手形および売掛金	41,368	0.5	未払法人税等	50,339	1.0
その他	310,405	4.0	その他	389,822	7.7
固定資産	5,285,975	68.3	固定負債	4,084,813	80.3
土地	2,058,993	26.6	長期借入金	2,363,352	46.5
建物および構築物(純額)	1,284,152	16.6	社債	797,047	15.7
投資有価証券	1,049,085	13.6	受入敷金保証金	435,929	8.6
建設仮勘定	249,386	3.2	繰延税金負債	364,068	7.2
敷金および保証金	160,943	2.1	その他	124,417	2.4
機械装置および運搬具(純額)	59,040	0.8	純資産	2,655,991	100.0
退職給付に係る資産	50,677	0.7	株主資本	1,965,986	74.0
借地権	40,952	0.5	資本金	339,897	12.8
繰延税金資産	26,588	0.3	資本剰余金	372,293	14.0
長期貸付金	8,857	0.1	利益剰余金	1,259,715	47.4
その他	297,302	3.8	非支配株主持分	98,683	3.7
資産総額	7,741,972	100.0	負債・純資産総額	7,741,972	100.0

(注 1) 借入金および社債はノンリコースを含む

(注 2) 繰延税金資産・負債は再評価に係るものを含む

(出所) 三井不動産「有価証券報告書」を基に筆者作成【11】

3. 不動産の需給状況

中長期的な観点から懸念されるのが、年齢構成から見た不動産の需給関係だ。中国において、住宅は結婚時(30歳前後)に購入するのが一般的である。他方、日本では居住人数の変化等も勘案し、40歳前後で購入するケースが多い。例えば、国土交通省が2019年度(2019年4月～2020年3月)に住み替え・建て替え・リフォームを行った世帯を対象として行った「令和2年度住宅市場動向調査」によれば、一次取得者(初めて住宅を取得した世帯)の平均年齢は、注文住宅が38.9歳、分譲戸建て住宅が37.4歳、分譲が39.3歳となっている【12】。

こうした状況を踏まえ、中国は25～34歳、日本は35～44歳を対象として、住宅購入年齢層の人口変化を見てみると、日本では、住宅を購入する年齢層が1988年をピークに減少に転じたにもかかわらず供給が増加したことで、実需を伴わない不動産バブルが発生した

11 三井不動産「有価証券報告書」は同社のウェブサイト

(https://www.mitsufudosan.co.jp/corporate/ir/library/fs/pdf/YUHO_2103.pdf) より入手可能

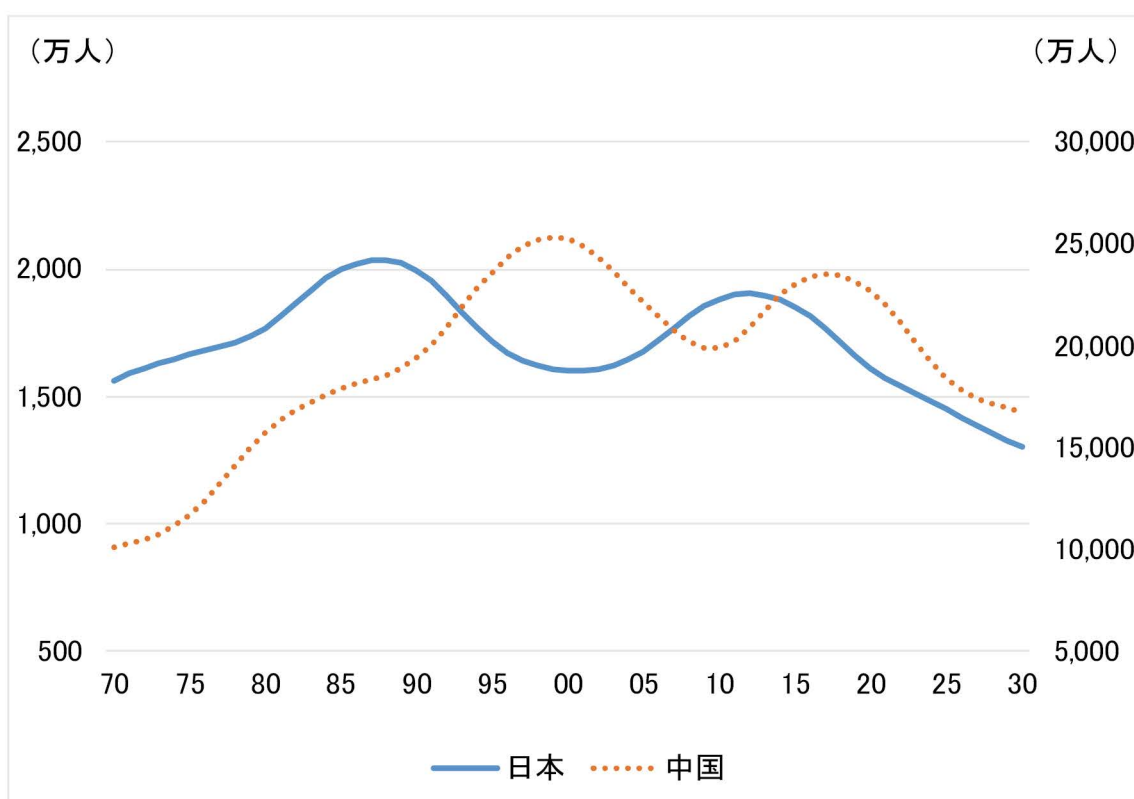
12 国土交通省住宅局「令和2年度住宅市場動向調査報告書」2021年3月

(<https://www.mlit.go.jp/common/001401319.pdf>)

(図表 12)。

他方、中国は 2010～2020 年の 10 年間で住宅購入年齢層の人口は 14.0%増加しており、必ずしも実需の伴わない不動産バブルが発生しているわけではない。ただし、中国では少子高齢化を背景に、2020～2030 年の 10 年間では逆に住宅購入年齢層の人口が 26.2%減少することが見込まれている。これまでのような住宅供給を継続していけば、過剰供給によりさらに大きなバブルを発生させてしまうリスクも懸念される。中国政府からすれば、「重大リスクの防止・解消」は待ったなしの状況にあり、まさに正念場を迎えていると言っても過言ではない。

(図表 12) 住宅購入年齢層の人口推移



(注 1) 日本は左目盛り、中国は右目盛り

(注 2) 年齢層は日本が 35～44 歳、中国が 25～34 歳

(出所) 国際連合「The 2019 Revision of World Population Prospects」を基に筆者作成【13】

4. 今後の展望～恒大問題はハードランディングを回避できるか

¹³ 「The 2019 Revision of World Population Prospects」は国際連合のウェブサイト (<https://population.un.org/wpp/Download/Standard/Population/>) より入手可能

2021 年 9 月頃から新たなリスクとして顕在化した恒大集団の経営危機に対して、中国当局は 10 月に入り、不動産セクターや金融セクターに大きく波及させることを回避し、最終的にはハードランディングさせない方針に転換している。

例えば、劉鶴副総理は 2021 年 10 月 20 日、「少数の大手企業のデフォルトリスクを適切に処理しなければならない。現在、不動産市場には個別の問題が生じているが、リスクは総じてコントロール可能で、合理的な資金需要は満たされつつあり、不動産市場の健全な発展に向けた総体的な態勢は変わらない」と表明した【14】。

また、中国人民銀行（中央銀行）の易綱総裁も同日、「恒大の現在の主なリスクは、①期限が到来した債務が返済されないこと、②一部の工事現場が停止していること、③予約販売済みの不動産が期限内に引き渡されることに不確実性があることだ。総体的に言えば、恒大リスクは個別のリスクであり、対応策としては、恒大リスクの他の不動産業者や金融セクターへの波及を回避することにある」と指摘した。

その上で易総裁は「恒大の負債は約 3,000 億ドルで、うち 3 分の 1 が金融負債で、債権者は分散し、担保もあり、総体的には恒大事件の金融セクターへの波及はコントロール可能だ。我々の恒大事件に対応する原則は、法律に規定された弁済順序を厳格に遵守し、債権者と財産権者の合法的権益を十分に尊重し、保護することである。この過程において、特に住宅を購入した消費者の合法的権益をしっかりと保護しなければならない。我々は法治の原則を堅持し、すべての債権者および利害関係者の正当かつ合法的な権益が公平に扱われることを確保する。全般的には、リスクを一定の範囲に抑え、システミックリスクの発生を回避できると自信を持っている」と述べた【15】。

さらに、広東省政府は 2021 年 12 月 3 日、恒大集団の要請に応じ、リスクを効果的に解消し、各方面の利益を保護し、社会の安定を維持するため、作業チームを派遣し、企業のリスク処理作業の推進を促し、内部統制管理を確実に強化し、正常な経営を維持するよう促すことに同意した【16】。

広東省政府の対応について、中国人民銀行の関係責任者は「これは企業がリスク処理業務を推進し、内部統制管理を確実に強化し、正常な経営を維持するよう促す強力な措置であり、支持を表明する。我々は引き続き広東省政府や関係部門、地方政府と連携し、リスク解消に取り組み、不動産市場の安定した健全な発展を維持し、住宅購入者の合法的権益を守る」とコメントした【17】。

2021 年 12 月 8～10 日に開催された「中央経済工作会議」のコミュニケにおいては、「住

14 中国人民銀行ウェブサイト

(<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4364733/index.html>)

15 中国人民銀行ウェブサイト

(<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4364458/index.html>)

16 住宅・都市農村建設部ウェブサイト

(http://www.mohurd.gov.cn/xinwen/gzdt/202112/20211204_763271.html)

17 中国人民銀行ウェブサイト

(<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4406998/index.html>)

宅は住むためのものであり、投機の対象ではないという位置付けを堅持する」という従来の基本方針が謳われた【18】。すなわち、恒大問題は個別問題であり、現在の不動産規制は緩和しない方針であることがあらためて示された。

他方、コミュニケは「期待の誘導を高め、新たな発展モデルを模索し、賃貸と購入の同時推進を堅持し、長期賃貸住宅市場の発展を加速し、保障性住宅の建設を推進し、商品住宅市場が住宅購入者の合理的な住宅需要をよりよく満たすよう支持し、都市の実情に応じた施策により不動産業の好循環と健全な発展を促進する」とも指摘。不動産企業が借金による住宅の建設・販売ではなく、賃貸などの新たな発展モデルを模索することの必要性が提起された。住宅購入年齢層の人口が今後減少に転じていくことを踏まえれば、不動産企業としてもリフォーム等にビジネスをシフトしていくことが求められるといえよう。

結びに代えて

新たなリスク要因として顕在化した恒大集団の経営危機問題に対して、中国政府は規制強化から経済安定にプライオリティをおき、ハードランディングさせない方針に転換しつつある。とはいえ、現時点では処理方法が確定したわけではなく、デフォルト問題も当面は綱渡りの状況が続くことが予想されるだけに、対応如何によっては、他の不動産企業へも波及し、引いては中国経済に影響が及ぶ可能性は否定できないともいえる。

すなわち、リスクシナリオとしては、中国では住宅を前払いで買うケースが多いが、不動産企業が倒産した場合、物件が受け取れない、あるいは大幅に遅延することを懸念して買い控えが起これ、不動産販売が停滞する事態が想定される。

こうした状況の中で、政府の対応としては本体の不動産事業を再開させることで、前払金を納めている購入者に不動産を引き渡すとともに、工事の下請業者に支払ができる状況にすることにある。ただし、事業再開には相応の資金が必要であり、①恒大に資産等を売却させる、②債権者との調整で返済猶予を設ける、③地方政府に買い取らせるといった対応を取ろうとしている。とはいえ、いずれの対応策も時間を要する部分があり、短期間での問題解決は困難といえる。

他方、こうした措置は過剰債務という構造問題を先送りすることと同義であり、そのバランスの中で、中国政府が今後、政策をいかに調整していくのかが、当面の焦点になるものと思われる。

(2021 年 12 月 20 日記)

¹⁸ 中華人民共和国中央人民政府ウェブサイト (http://www.gov.cn/xinwen/2021-12/10/content_5659796.htm)。

一コラム 中国不動産業の関連政策と法令の変遷を踏まえて見る 恒大集団問題の本質 一

キャストグローバルグループ代表 弁護士・税理士・香港ソリシター 村尾 龍雄

第一、はじめに

中国の一般市民がよくいう「衣食住行」（日本の「衣食住」より1つ多い）というのは、具体的には衣服、食事、住宅、交通のことで、生活の基本的条件であり、民生の基本的内容である。そのうち、「住宅」に関係する理想とは「居住者がその家屋を所有（又は不安定な賃貸借ではないその他の安定的権利を有する）する」ことである。「居住者がその家屋を所有する」とは、居住を必要とする人は誰も住宅を取得できることを前提としており、この前提を満たすため、不動産業の健全な発展は、中国公民の福祉に直接関係する問題である。

ところで、現在マスコミを賑わせている恒大集団（China Evergrande Group、証券コード：3333.HK、以下「恒大集団」という。）は中国の大手デベロッパーの1つで、2020年に世界ベスト500社の152位にランクインした。ところが、2021年9月8日以降、恒大集団傘下の子会社である恒大財富について、「緑野生物」という理財商品（金融投資商品）が満期になっても償還されないことが明らかになった。同月13日、恒大集団は、ウェブサイトにて公告を出し、「ネット上で最近流れている恒大の破産再編に関する記事は全く事実ではない」としたものの、「当社は、現在、未だかつてない困難に確かに直面している」とも述べ、利払いを含めたキャッシュフロー危機に直面していることを認めたのである。

同月14日、恒大集団は、香港取引所において、「本公告日現在、当集団の子会社2社は、第三者による理財商品発行のため提供した担保義務を期日通りに履行することができず、関連金額は9億3400万元（注：1元=18円とする場合、168億1200万円。以下、本稿で同レートに依拠する）である」と公告した【19】。その後、恒大集団のキャッシュフロー危機はますます悪化したようである。もっとも、近時、中国政府が国有企業を通じて優良資産や建築中の物件を購入することによりキャッシュを供給し、恒大集団及び同集団と同様の状況にあるデベロッパーの破綻を回避する方針も示されている【20】。

本稿では、恒大集団の過剰債務問題で中国の不動産に注目が集まる現在、中国の不動産の政策方針及び法令の変遷を時系列で振り返りつつ、恒大集団がいかなる政策的背景のもとで登場し、いかなる経緯で今回の苦境に陥ったのかを概観する。

19 <https://www.evergrande.com/News/Details/248975>

20 日本経済新聞 2021年12月31日朝刊一面「経営危機の不動産会社、中国が事業売却支援 恒大など念頭」参照。

第二、中国の不動産の政策方針及び法令の変遷（その 1）－都市の私有建物資産に対する社会主義改造（改革開放前）

中国建国のプロセスにおいて、私有財産を多数有する資本家階級の助力をも得た歴史的経緯から、建国（1949 年 10 月 1 日）当初には私有財産としての不動産所有が黙認される例が多数あった。それが社会主義公有制に移行開始したのは、朝鮮戦争（1950 年乃至 1953 年）が一段落した後開始した農業、手工業及び資本主義的工商業に対する社会主義改造（1953 年乃至 1956 年）^{【21】}^{【22】}を通じてであったと推測される。

この時期における不動産に関する政策方針及び法令を確認することは困難であり、論文等の収集も試みたが、筆者に参照価値があると思えるものを検索することはできなかった。唯一、相応の参照価値がある政策文書は次のとおりである。

「中共中央が中央書記処第二弁公室の『現在の都市私有建物の基本状況及び社会主義海賊を実行することに関する意見』を批准し、（全国の地方共産党に）転送する」（1956 年 1 月 18 日発布、施行）（<http://210.73.66.144:4601/law?fn=chl256s039.txt>）

中国語	日本語（仮訳）
<p>中央基本上同意书记处第二办公室“关于目前城市私有房产基本情况及进行社会主义改造的意见”，望各地参照执行。</p> <p>对城市房屋私人占有制的社会主义改造，必须同国家的社会主义建设和国家对资本主义工商业的社会主义改造相适应。这是完成城市全面的社会主义改造的一个组成部分。各级城市党委，必须予以重视。</p>	<p>中央は基本的に書記処第二弁公室の「現在の都市私有建物の基本状況及び社会主義海賊を実行することに関する意見」に同意し、各地が参照して執行することを望む。</p> <p>都市建物の私人の占有制に対する社会主義改造は、国家の社会主義建設及び国家の資本主義的交渉業に対する社会主義改造と相互に適応的であることを要する。これは都市の全面的な社会主義改造の 1 つの組成</p>

²¹ これについて共産黨員網：<https://www.12371.cn/2021/12/21/ARTI1640056047711845.shtml> 参照。

²² 中国は 1954 年、1975 年、1978 年、1982 年（現在有効なもので、1988 年、1993 年、1999 年、2004 年、2018 年の 5 回の改正を経ている）の 4 回、憲法を施行しているが、最初の 1954 年憲法前文には次の文言があった。

中国語	日本語（仮訳）
<p>从中华人民共和国成立到社会主义社会建成，这是一个过渡时期。国家在过渡时期的总任务是逐步实现国家的社会主义工业化，逐步完成对农业、手工业和资本主义工商业的社会主义改造。我国人民在过去几年内已经胜利地进行了改革土地制度、抗美援朝、镇压反革命分子、恢复国民经济等大规模的斗争，这就为有计划地进行经济建设、逐步过渡到社会主义社会准备了必要的条件。</p>	<p>中華人民共和国の成立から社会主義建設に至るまで、これは過渡期である。国家の過渡期における全体任務は、逐次、国家の社会主義工業化を実現し、農業、手工業及び資本主義的交渉業に対する社会主義改造を完成することである。我が国の人民は、過去数年内に既に土地制度改革、アメリカに抵抗し、北朝鮮を支援し、反革命分子を鎮圧し、国民経済を回復させるなどの大規模の闘争を勝利のもとに実行したが、これすなわち計画的に経済建設を実行し、逐次、社会主義社会が必要とする条件を準備することに移行したものである。</p>

<p>对城市房屋私人占有制的社会主义改造，基本上应当按照党对资本主义工商业的社会主义改造的政策的原则进行。对城市私人房屋通过采用国家经租、公私合营等方式，对城市房屋占有者用类似赎买的办法，即在一定时期内给以固定的租金，来逐步地改变他们的所有制；同时对依靠房租作为全部或主要生活来源的房东和二房东，进行逐步的教育和改造，使他们由剥削者改造成为自食其力的劳动者。在当前城市社会改造的高潮中，急取在一两年内完成这一任务，这是完全可以做到的。</p>	<p>部分である。各級都市当委員会は、重視をしなければならない。</p> <p>都市建物の私人の占有制に対する社会主義改造は、基本的に、党の資本主義的交済業に対する社会主義改造の政策の原則に従い、実行しなければならない。都市の私人の建物に対して、国家の差配、公私合弁等の方式の採用を通じてか、都市建物の占有者に対して、(国家が代価を払って資本家の占有する生産手段を国有化するための)「赎买」(と呼ばれる買取り)に類似する方法を用いて、すなわち一定期間内に固定の賃料を支払い、逐次、彼らの所有制を改変する。同時に、建物賃貸に依拠して全部又は主要な生活資金とする不動産貸主及び転貸人に対して、逐次の教育及び改造を行い、彼らを搾取者から自活する労働者に改造する。当面、都市社会改造の高まりの中、1、2 年内に取り急ぎ当該任務を完成し、これは完全に達成可能なものである。</p>
-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

これによれば、なお残存していた不動産賃貸を生活の糧を得る主要な手段としていた者は、資本家階級に属する搾取者として、1956 年、1957 年のうちに、不動産を収用又は半ば強制的に買い取られ、自活する都市労働者に改造されたであろうことが窺える。

こうして、文化大革命（1966 年乃至 1976 年）を待つまでもなく、1956 年、1957 年までに、不動産における社会主義改造の一環として、不動産を私有し、又は占有権を有し、その賃貸業で生計を立てていた資本家階級は中国において消滅し、生産手段の中核である土地の公有制（＝社会主義公有制の中核的要素としての都市部における国有及び郊外における補助的要素としての農民集団所有）のみならず、都市建物の公有化も進んだと理解される。

第三、中国の不動産の政策方針及び法令の変遷（その 2）－改革開放後の不動産に対する規制緩和（1978 年～1991 年）－住宅政策に対する資本主義経済化の容認

一、改革開放による住宅政策に対する資本主義経済化の容認

12 月の三中全会で改革開放政策が標榜された 1978 年に、第 18 期「基建調研」誌において、「住宅の商品化生産に関する構想」との文章が発表され、「住宅もまた商品」であるという観点が初めて公に提起された。もちろん、このような文章は党の指導に符合しない限り、

公表されることはないから、かかる観点はその後の党の新時代の方針の嚆矢となるものであった。これに続き 1980 年 1 月、第 2 期「紅旗」誌において、「どうすれば住宅問題を速やかに解決できるか？」という文章が発表され、その中で住宅は個人消費品であり、そしてもともと商品であったと論証された。この文章は、まもなく実施される住宅制度改革の政策的正当性を支持するための理論的根拠を探し出したものであった【23】。

住宅制度改革は、1980 年の住宅問題に関する鄧小平の講話に始まるが、当時、鄧小平は住宅問題について、「都市における住宅建築及び建物分配の一連の政策を考慮する必要がある。都市・鎮の住民個人は、建物を購入することもでき、自身で建てることもできる。新しい家売ることもでき、古い家売ることもできる。1 回で支払うこともできるし、分割で支払って、10 年、15 年で支払いを終えることもできる。住宅の売却後、賃料はおそらく調整されるだろう。住宅価格と連動して賃料を調整し、建物購入が割に合うと人々に考えさせる必要がある」と語っている【24】。これを見ると、鄧小平の住宅制度改革は、伝統的な社会主義改造と異なり、住宅政策の資本主義経済化を大胆に許容するものであることがわかる。

二、改革開放による近代工業化政策が先導した不動産全般に対する資本主義経済化

このようにして、1980 年には早くも住宅政策の資本主義経済化の方針が決定したものの、これを推進するための法的基盤が欠如していたという問題がある。中国の法制化された（2021 年 1 月 1 日施行の「民法典」に昇華される前の）最初の部分的民法であった「民法通則」が登場するのは 1986 年 4 月 12 日公布、1987 年 1 月 1 日施行であり、そもそも中国公民が享受できる住宅に関する権利は何かを法的に説明できる余地がなかったのである。

2、そこで、当初における不動産全般に対する資本主義経済化は、改革開放による近代工業化政策により先導されることとなる。すなわち、都市部における公有制の権化である旧・国营企業（全人民所有制工業企業）が資本主義国である私有制に依拠する外国企業と合弁会社設立を容認する「中外合資経営企業法」が 1979 年 7 月 1 日に公布、施行される際、公有制と私有制が混じり合った混合所有経済を体現する合弁会社が使用する土地及び建物の権利はどうするのが問題となった。しかし、同法第 5 条第 3 項は次のとおり規定し、旧・国营企業が土地使用权（及び工場建物所有権）を現物出資することが可能であると規定するのみであり、それがいかなる権利であるのかは不明のままであった。

中国合営者の投資には、合営企業のため経営期間において提供する用地使用权を含めることができる。用地使用权が中国合営者による投資の一部になっていない場合には、合営企業は、中国政府に対し使用費を納付しなければならない。

同法の細則である 1983 年 9 月 20 日公布、施行の「中外合資経営企業法実施条例」は、「第 7 章 用地使用权及びその料金」において第 44 条乃至第 50 条の 7 条を設け、ある程度詳細な権利規定を設けたが、それでも土地使用权や工場建物所有権が何であるのかという

²³ 賀勇、謝曉萍「中国に住む・1949 年以降の中国家庭の居住の変遷実録」東南大学出版社（2017）。

²⁴ 鄧小平紀年網：<http://cpc.people.com.cn/n1/2017/1219/c69113-29716039.html> 参照。

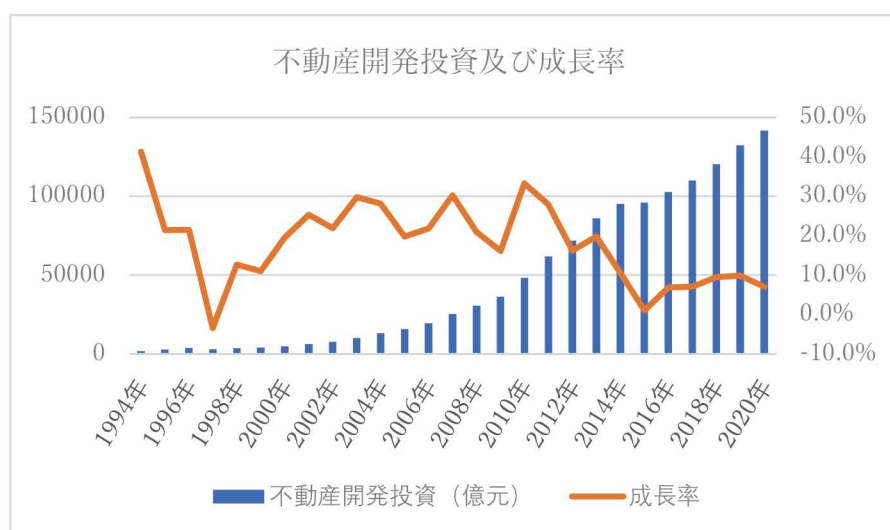
根本的疑問に明確に回答する法律は何もなかった。不動産に関する権利を語るには、必ず物権法が必要となるが、毛沢東主席存命時にはそもそも物権という私有制と容易に結びつく概念そのものに言及することが資本主義修正主義者のレッテルを貼られる危険のある行為であったから、当該権利に関する法整備が一気に進まなかった事情も理解できる（部分的民法としての「物権法」が登場したのは、82 年憲法の第 4 回改正（2004 年）で私有財産制の保障が規定された後の 2007 年 3 月 16 日公布、同年 10 月 1 日施行である）。

「物権法」こそないものの、「中外合資経営企業法」に端を発する国有土地所有権の現物出資（譲渡）や払下げ、担保提供に対する要求を理解した全国人民代表大会は 82 年憲法の第 1 回改正（1988 年）で、有限責任会社を含む私営企業（民営企業）を容認する一方、私営企業に必要な国有土地所有権の払下げ、譲渡及び担保提供を容認した。これにより、1990 年以降、国有土地所有権の払下げ、譲渡及び担保提供に関する法整備が急速に進み、第 14 期共産党大会（1992 年 10 月）で標榜された社会主義市場経済新時代において、いよいよ国有土地所有権に依拠して存在し得る住宅所有権に関する法整備も進展する素地が整ったのである。

第四、中国の不動産の政策方針及び法令の変遷（その 3）－住宅分配制度の終焉を契機とする不動産投資熱の過熱化（1992 年以降）

一、不動産産業発展の推移

改革開放後早い段階からの資本主義経済化した住宅制度改革の政策方向性に、「物権法」こそ未整備であったものの、近代工業化が牽引した国有土地所有権の払下げ、譲渡及び担保提供のための法整備がなされたことで、1992 年 10 月の社会主義市場経済のもとで不動産産業は大いに発展した。次頁の図のとおり、成長率こそ鈍化したものの、一貫して右肩上がりの構造を描いていることがわかる。



(出所) 国家统计局データ (国民経済及び社会発展の統計公報) 【25】を基に筆者作成

二、住宅分配制度 (分房) とは何か?

社会主義市場経済後、住宅制度改革の恩恵を受けて不動産業が勃興したが、1998 年上半期までは比較的緩やかな発展であった。その社会的背景として、旧・国営企業、そして 82 年憲法の第 2 回改正 (1993 年) によりそれが国有企業 (「全人民所有制工業企業法」を組織法とする旧・国営企業よりも「会社法」上の国有独資会社を含むなど、内包する組織形式が広範である) に変化した後も、長年勤務した従業員に対する福利制度として住宅分配制度 (分配) が存在したことを指摘できる。

これは旧・国営企業及びその後の国有企業 (以下「旧・国有企業等」という。) が長年勤務した従業員に対して、その居住する住宅を極めて低廉な賃料で賃貸し、そこを家族の居住する家屋として半永久的に使用することができるとする住宅福利制度であった。当該制度のおかげで、旧・国営企業等の従業員には「衣食住行」のうち「住」の不安がなかったのである。

当該制度に関する政策、法令を調査したが、明確なものはなく、旧・国営企業等の従業員福利に関する慣習として広がったものであるかもしれない (その証拠に、経済力のある大型企業は住宅分配制度のために新たな家屋を建設する一方、中小企業はそこまでの対応はできないなど、旧・国営企業及びその後の国有企業毎に当該制度の中身は大きく異なっていた)。

社会主義市場経済の登場により、日本企業を含む多数の旧・西側諸国の企業は旧・国営企業等との中外合資経営企業を設立したが、高額な賃金にもかかわらず、旧・国有企業等から中外合資経営企業に転籍することを拒否する従業員が多数存在したのは、住宅分配制度の恩恵に与る機会を喪失するからであった。中外合資経営企業の住宅福祉制度としては、早く

²⁵ <https://data.stats.gov.cn/easyquery.htm?cn=C01>

から個々の従業員の資産となる住宅積立金（住房公積金）制度と中外合資経営企業が従業員宿舎建設の財源とするなど従業員の住宅問題を解決するための財源となる会社資産である住宅基金制度の 2 つしかなかったのである（中外合資経営企業に旧・国営企業等の住宅分配制度を義務として課したならば、当該企業数は極端に減少していたであろう）。

三、住宅分配制度（分房）の終焉（その 1）－朱鎔基総理による住宅制度改革

長年にわたり存続した住宅分配制度であったが、朱鎔基総理（当時）による住宅制度改革により 1998 年 6 月 30 日限りで終焉した。1998 年 3 月の国務院総理就任当時、前年のアジア通貨危機により落ち込んだ中国経済を短期的に回復させる近視眼的政策ではなく、中長期にわたる中国経済の発展を企図して断行したいいわゆる朱鎔基三大改革は、①旧・国有企業等に対する不良債権の山のために苦しんでいた国有四大商業銀行（中国銀行、中国建設銀行、中国農業銀行、中国工商銀行）を嚆矢とする金融機構改革、②行政国家現象が横行し、その結果として肥大化し続ける組織に終止符を打った公務員制度改革、③赤貧洗うが如き状況にあった多数の国有企業の経営を改善する（改善ができなければ潰すか民営化）国有企業改革を内容とするが、③に関するそもそもの原因は生産性が低い従業員に対してまで、伝統的社會主義思想に立脚し、住宅分配制度を含む過剰な従業員福祉制度を継続し、国有企業の過剰な負担となっていたという経緯がある。なお、かかる負担を補填すべく、国有商業銀行が低利で国有企業に返済のあてのない貸金をするので、①の問題が生じるという悪循環に中国は苦しんだのである。

そこで、③の国有企業改革の内実の 1 つとして、「物から金へ」、すなわち住宅分配制度を廃止し、外資が遵守する住宅積立金制度に国有企業を含めた内資も移行する住宅制度改革が必要となったのである。

四、住宅分配制度（分房）の終焉（その 2）－関連政策の概観

住宅分配制度（分房）の終焉は唐突に降って湧いたものではない。中国の常として、時間をかけて政策を周知し、ある日それを断行するときがやってくる。「物から金へ」の朱鎔基住宅制度改革は、あくまで断行局面であったのにすぎないのである。以下、関連政策を概観する。

1991 年 11 月、国務院弁公庁は、「都市・鎮住宅制度改革を全面的に推進することに関する国務院住宅制度改革指導グループの意見」²⁶を発布した。その第 1 条では、都市・鎮住宅制度改革の全体目標に言及した。すなわち、「都市・鎮住宅制度改革は、経済体制改革の重要な構成部分であり、その根本的な目的は、住民の住宅困難を解消し、住宅条件を不断に改善し、消費を正確に誘導し、住宅の商品化を徐々に実現し、不動産業を発展させることである。社会主義計画的商品経済の要求に従い、公有建物の低賃料制度の改革から着手し、現行の公有建物の現物福利分配制度を徐々に貨幣賃金分配制度へと転換し、居住世帯が商

²⁶ http://www.gov.cn/zhengce/content/2016-10/18/content_5121083.htm

品交換（住宅購入又は住宅賃貸）を通じて住宅の所有権又は使用権を取得することで、住宅という特殊な商品を消費品市場へ参入させ、住宅資金の投入が生み出す良好な循環を実現する」と言及した。

1994 年 7 月、「都市・鎮住宅制度改革を深化させることに関する国務院の決定」【27】が発布され施行された。ここにおいて、住宅の現物福利分配という方式を労働に応じた分配を主とする貨幣賃金分配方式に変更し、住宅積立金制度を確立すること等を含め、都市・鎮住宅制度改革の基本的な内容が明確にされた。

金融政策の面では、1998 年 5 月、住宅消費を促進し、住宅産業が新たな経済成長分野となることを支持し、銀行の信用貸付資産構造を改善するため、中央銀行は、「個人住宅貸付管理弁法」（銀発（1998）190 号、1998 年 5 月 9 日施行、2011 年 11 月 5 日廃止）を発布し、貸付期間は 20 年以内、貸付限度額は最高で住宅購入代金の 70%まで可能と定めた。

1998 年 7 月、国務院は、住宅制度改革においてマイルストーンとなる意義を持つ文書、「都市・鎮住宅制度改革をより一層深化させ住宅建設を加速させることに関する国務院の通知」【28】（国発[1998]23 号、1998 年 7 月 3 日発布、施行）を発布した。ここにおいて、1998 年下半年から住宅の現物分配を停止し、住宅分配の貨幣化の段階的実行を開始するものであり、その具体的な時期、段取りについては各省、自治区、直轄市の人民政府が当地の実態に基づき確定すると宣言した【29】。

2000 年 2 月 23 日、国務院報道弁公室において開催された記者会見上で、建設部部長の俞正声が当時の住宅制度改革及び住宅建設の基本状況を説明している。俞正声は、「住宅の現物分配は既に全国範囲で停止されている」と発言した。

五、住宅分配制度（分房）の終焉がもたらした不動産投資熱

住宅分配制度（分房）の終焉は、中国にかつてない不動産投資熱をもたらした。一人っ子政策が長く続く中国において、旧・国有企業等で長年働き、住宅分配制度の恩恵を享受した両親は、自らの子もまた旧・国有企業等に勤務することで同様の利益を享受することで住宅問題を解決すればよいと楽観していたが、その設計が根底から崩壊したのだから、大慌てをするのは無理もない。

そこで、一方で旧・国営企業等から分配を受けた低賃料で居住できる家屋を住宅分配制度（分房）の終焉に伴い低廉価格で譲り受けて、自らの住宅問題を安定的に解決しつつ（低廉価格でも譲り受ける財力のない者はそのまま低賃料で居住継続できる）、他方で商品化した住宅をその子のために無理をしてでも購入するという行動に出たのである。

こうして当初は多くの場合、子の住宅確保という切実な思いから不動産投資に踏み切る者が圧倒的多数であったが、上海市等の一線都市において不動産は右肩上がりとなるはず

²⁷ http://www.gov.cn/zhuanti/2015-06/13/content_2878960.htm

²⁸ http://www.gov.cn/zhuanti/2015-06/13/content_2878960.htm

²⁹ <http://www.scio.gov.cn/xwfbh/xwfbh/wqfbh/2000/0223/Document/327920/327920.htm>

だと踏んだ温習商人が集団投資を繰り返すなどの投資行動に走ったことを皮切りに、中国における不動産投資熱が時を追うごとに加熱した。当初は子の住宅確保のために不動産投資を決断した都市部の両親は、その不動産価格があれよあれよという間に信じられないほどの価格上昇をするのを見て、借金してでも買えるだけの不動産を買うという、当初目的から大きく乖離した不動産投資に奔走することとなったのである。当時、筆者の中国の友人たちは「中国の長い歴史でも 1000 年に 1 度あるかないかの大きなチャンスの渦中に私たちは今いる」と熱く語っていたことが思い出される。

第五、中国の不動産の政策方針及び法令の変遷（その 4）－規制強化と規制緩和を繰り返す 2005 年以降の不動産政策の概観

不動産は金になる－その思いは不動産投資熱に浮かされた都市部の富裕層のみならず、地方政府にも共有された。都市部で住宅建設に向けた国有土地所有権を払い下げるだけで、巨額の払下げ金を手中にできるのだから、地方政府がこぞって不動産業の発展を後押ししようとするには理由がある。しかし、近時の習近平総書記が繰り返す「家は人が住むものであり、投機の対象ではない（房子是用来住的，不是用来炒的）」という言葉に代表されるとおり、不動産投資が過剰に加熱すれば、永久に不動産を購入できず、また高額の家賃のために便利なところに居住することができない者を多数輩出する。それは住宅政府に不満を有する中国公民数を増加させ、放置すれば中長期的未来において国家、社会の安定を棄損する原因ともなりかねない。このように不動産は金にはなるが、加熱させ過ぎてはいけないという相矛盾する要求を、時々の中国の経済情勢や政治の安定性確保などの諸事情を勘案し、金融貸付政策、租税政策、購入制限政策等の手段によるマクロコントロールを通じて、時に規制を強化し、時に規制を緩和することを繰り返してきたのが 2005 年以降の不動産政策の内実である（住宅分配制度が廃止された 1998 年上半期から 6、7 年間は政策的に放置され、国家が規制の要否を研究していたと評し得る）。以下、それをより具体的に概観する。

一、2005 年乃至 2008 年の政策抑制段階（規制強化）

2005 年 3 月、住宅価格の急騰を抑制するため、「住宅価格を適切確実に安定化させることに関する国务院令の通知」（国令発明電[2005]8 号）^{【30】} が発布され、これは「国八条」と称された。その具体的な内容は、住宅価格安定化業務を高度に重視すること、住宅価格安定化の責任を適切確実に負わせること、住宅供給構造を大いに調整し、改善すること、受動性の住宅ニーズを厳しく統制すること、住民の合理的な消費予測を正確に誘導すること、不動産市場の運行を全面的にモニタリングすること、住宅の需給を規制する各政策措置を積極的に徹底すること、及び住宅価格安定化業務に対する督促検査を真剣に組織することであった。

³⁰ http://www.gov.cn/ztl/2006-06/30/content_323694.htm

2006 年 5 月 24 日、「建設部等の部門に転送発布する住宅供給構造を調整し住宅価格を安定化することに関する意見にかかる国務院弁公庁の通知」(国弁発[2006]37 号)^{【31】}が発布され、これは「国六条」と称されるものであるが、そこで、当地の住民の自己住宅のニーズを満たす中低位価格で、中小面積タイプの普通商品住宅を重点的に発展させる必要があると言及された。

9 つの部・委員会(建設部、発展改革委員会、監察部、財政部、国土資源部、人民銀行、税務総局、統計局及び銀監会)は、次のように発表した。すなわち、「商品住宅建設において 90 平方メートル以下の住宅の面積の割合は必ず開発建設総面積の 70%以上でなければならない。2006 年 6 月 1 日から、住宅を購入して 5 年未満で転売取引をする場合には、販売時にその取得した建物販売収入の全額につき営業税を徴収し、個人が普通住宅を購入して 5 年以上で転売取引をする場合には、販売時に営業税の徴収を免除する。3 年以上空き家の商品建物については、商業銀行は、それを貸付の抵当物として受けてはならない。2006 年 6 月 1 日から、個人住宅の抵当ローンの頭金比率は 30% (自己居住住宅で生活空間面積が 90 平方メートル以下である場合にはなお頭金比率 20%の規定を執行する。)を下回ってはならず、中低位価格で中小面積タイプの普通商品住宅(経済適用住宅を含む。)及び低賃料住宅の土地供給量は居住用地供給総量の 70%を下回ってはならない。契約に約定した着工開発日が期間満了し 2 年経過しても着工開発しない場合には、土地使用权を無償で回収する」である。

2007 年 9 月、中国人民銀行及び中国銀行業監督管理委員会は、「商業性不動産信用貸付管理の強化に関する通知」(銀発[2007]359 号)^{【32】}を発布し、既にローンを利用して住宅を購入し、そのうえで 2 軒目以降の住宅の購入を申請している者に対して、ローンの頭金の比率は 40%を下回らず、ローン利率は中国人民銀行が公表する同期同ランクの基準利率の 1.1 倍を下回ってはならないと要求した。

2007 年 12 月、中国人民銀行及び中国銀行業監督管理委員会は、「商業性不動産信用貸付管理の強化に関する補充通知」(銀発[2007]452 号)^{【33】}を発布し、「家庭を単位として」住宅ローンの回数を認定することを明確にした。既に住宅積立金ローンを利用して住宅を購入している家庭もまた、商業銀行に対し住宅ローンを申請する際には、当該通知の関係規定に従い執行しなければならなかった。

この時期に注目すべきは、外資による不動産業がやり玉に挙げられたことである。すなわち、加熱する不動産投資熱の主要な原因の 1 つに外資が不動産高騰を狙って投機的投資をする「熱銭(ホットマネー)」があるとされ、外資の不動産業への参入障壁が設けられた。簡単に述べれば、まず総論として、2002 年及び 2004 年に公表された「外商投資産業指導目録」によれば、不動産業は奨励類とされていたが、2007 年(及び 2011 年)版では制限類とされた。次に各論として、当初は外資不動産業について、内資不動産業よりも自己資金(equity)と投資総額と登録資本の差額(投注差)の範囲内で実施する cross-border による

³¹ http://www.gov.cn/zwgk/2006-05/29/content_294450.htm

³² http://www.gov.cn/gzdt/2007-09/28/content_763662.htm

³³ <http://www.mofcom.gov.cn/aarticle/b/g/200803/20080305446076.html>

借入れを含めた借入れ (debt) の比率が不利益 (すなわち、自己資金比率が相対的に高く) に設定されるにとどめられたが、2007 年 6 月 1 日以降に成立した外商投資不動産企業について、投注差があっても、cross-border による借入れが全面的に禁止されるなど、外資に対して厳格な規制強化が実施された (「外債登記管理弁法」6.(1)、(2))。

中国語	日本語 (仮訳)
<p>6. 外商投資房地產企業の外債按以下原則管理：</p> <p>(1) 对 2007 年 6 月 1 日以后(含)取得商务主管部门批准证书且通过商务部备案的外商投资房地產企业, 不予办理外债签约登记手续。</p> <p>(2) 对 2007 年 6 月 1 日以前(不含)成立的外商投资房地產企业, 可在原“投注差”范围内按相关规定举借外债; 增资后“投注差”小于其增资前“投注差”的, 以增资后“投注差”为准。</p>	<p>6. 外商投資不動産企業の外債は以下の原則により管理する。</p> <p>(1) 2007 年 6 月 1 日以降 (同日を含む) に商務主管部門の批准證書を取得し、かつ、商務部を通じて備案 (届出) した外商投資不動産企業に対して、外債契約締結登記手続きを付与しない。</p> <p>(2) 2007 年 6 月 1 日以前 (同日を含まない) に設立した外商投資不動産企業に対して、もとの「投注差」の範囲内において、関係規定により外債借入れを行うことができる。増資後の「投注差」がその増資前の「投注差」よりも小さい場合、増資後の「投注差」を基準とする。</p>

二、2008 乃至 2009 年の奨励段階 (規制緩和)

2008 年 9 月 15 日のいわゆるリーマンショックに端を発する国際金融危機の影響に対応するため、内需拡大を支持し、不動産業に支援をした。

具体的には、中国人民銀行は、2008 年 10 月 27 日から、商業性個人住宅ローン利率の下限をローン基準利率の 0.7 倍まで下げ、最低頭金比率については 20% に調整することを決定した。中央銀行は、同時に個人住宅積立金ローン利率について、5 年以下のものを 4.32% から 4.05% に、5 年を超えるものを 4.86% から 4.59% に引き下げると発表した。

2008 年 12 月、「不動産市場の健全な発展の促進に関する国務院弁公庁の若干の意見」(国弁発 [2008]131 号) が出され、普通商品住宅の消費をより一層奨励するために、個人が居住条件の改善に用いる 2 軒の普通自己住宅を購入するためのローンについて緩和し、かつ、住宅譲渡段階営業税について減免を実行した。

2009 年 5 月、「固定資産投資プロジェクト資本金比率の調整に関する国務院の通知」(国発[2009]27 号) において、保障性住宅及び普通商品住宅プロジェクトの最低資本金比率を 20% とし、その他の不動産開発プロジェクトの最低資本金比率を 30% とすることを明確にし、以前に施行された最低資本金比率は、「一部の業種の固定資産投資プロジェクト資本金比率の調整に関する国務院の通知」(国発[2004]13 号、2004 年 4 月 26 日施行) に定める

35%とされた。

三、2010 年乃至 2014 年 9 月の政策抑制段階（規制強化）

2010 年に一部の都市の建物価格、地価に再び急激な値上がりの動きが出た。2010 年 4 月、国務院は、「一部の都市の建物価格の急激な値上がりを断固として抑え込むことに関する通知」（国発[2010]10 号）を發布し、さらに厳格な差別化住宅信用貸付政策を実行するよう要求した。具体的には、1 軒目の自己住宅を購入し、かつ、生活空間建築面積が 90 平方メートル以上の家庭（借入人、配偶者及び未成年の子を含む、以下同。）については、ローン頭金比率が 30%を下回ってはならず、ローンで 2 軒目の住宅を購入する家庭については、ローン頭金比率が 50%を下回ってはならず、ローン利率が基準利率の 1.1 倍を下回ってはならない、とした。また、商品住宅価格が高過ぎ、値上がりが急激で、供給が不足する地区においては、商業銀行は、リスク状況に基づき、3 軒目以降の住宅ローンの実行を一時停止すると共に、1 年以上の当地の納税証明又は社会保険納付証明を提供することができない非当地住民に対しては住宅購入ローンの実行を一時停止する、とした。

2011 年 1 月、国務院弁公庁は、「不動産市場規制業務をより一層適切にすることに関する問題に関する通知」（国弁発[2011]1 号）を發布し、差別化された住宅信用貸付政策を強化するよう要求した。具体的には、2 軒目の住宅をローンで購入する家庭については、頭金の比率は 60%を下回らず、ローン利率は基準利率の 1.1 倍を下回らない。建物価格が高過ぎ、値上がりが急激な都市においては、一定期間において、住宅購入制限措置を厳格に制定し、及び執行する必要がある、とした。また、原則として 1 軒の住宅を既に保有している当地戸籍住民の家庭、当地の一定年数の納税証明又は社会保険納付証明を提供できる非当地戸籍住民の家庭については、1 軒の住宅（新築の商品住宅及び中古住宅を含む。）の購入に制限し、2 軒以上の住宅を保有している当地戸籍住民の家庭、1 軒以上の住宅を保有している非当地戸籍住民の家庭、一定年数の当地納税証明又は社会保険納付証明を提供するすべのない非当地戸籍住民の家庭については、当該行政区域内でそれらの者に対する建物の販売を一時停止する必要がある、とした。その後、地方政府は、購入制限措置を段階的に採り始めた。

2011 年 1 月から 6 月、中国人民銀行は、人民元預金準備金率を連続して上方調整した。2012 年不動産規制政策は、総体的に相対的安定を保った。2 月及び 5 月の 2 回、預金準備金率を下方調整し、6 月及び 7 月の 2 回、利息を引き下げた。

2013 年 2 月、国務院常務会議は、5 項目の不動産市場規制を強化する政策措置を確定した。その後に發布された「不動産市場規制業務を引き続き適切にすることに関する国務院弁公庁の通知」（国弁発[2013]17 号）において具体的な細則が明確にされた。これには、投資性の建物購入への投機を断固として抑え込むこと、普通商品住宅と用地の供給を増やすこと、保障性安定居住工事規画建設を加速させること、市場監督管理及び予測管理を強化すること等の内容を含んでいた。そのうち、自己所有住宅を売却した場合は譲渡所得の 20%に

従い個人所得税を計算徴収するという関係規定が広く関心を集めた。

四、2014 年 9 月乃至 2016 年 9 月の政策奨励段階（規制緩和）

この時期は、習近平総書記（2012 年 11 月 15 日）が国家主席にも就任（2013 年 3 月）した後である。2014 年 9 月 29 日、住民家庭の合理的な住宅消費を継続して支持し、不動産市場の持続的で健全な発展を促進するため、中国人民銀行と中国銀行業監督管理委員会は、「住宅金融サービス業務をより一層適切にすることに関する通知」を連合で発布し、住民家庭の合理的な住宅ローンのニーズを積極的に支援するよう要求した。ローンで 1 軒目の普通自己住宅を購入する家庭については、ローンの最低頭金比率は 30%とし、ローン利率の下限はローン基準利率の 0.7 倍とし、具体的には銀行業金融機構がリスク状況に基づき自発的に確定するとした。1 軒の住宅を保有し、相応する住宅購入ローンの支払を終了している家庭で、居住条件を改善するため再度ローンを申請して普通商品住宅を購入するものについて、銀行業金融機構は、1 軒目の住宅ローン政策を執行する。

2015 年 3 月、財政部及び国家税務総局は、「個人住宅の譲渡にかかる営業税政策の調整に関する通知」（財税（2015）39 号）を発布し、個人が購入して 2 年未満の住宅を対外販売した場合には、全額につき営業税を徴収し、個人が購入して 2 年以上の非普通住宅を対外販売した場合には、その販売収入から購入した建物の代金を差し引いた後の差額について営業税を徴収し、個人が購入して 2 年以上の普通住宅を対外販売した場合には、営業税の徴収を免除するよう要求した。

五、2016 年 9 月以降の政策抑制（現在まで継続する規制強化）

2016 年 9 月以降、習近平政権は現在まで 5 年以上にわたり継続する規制強化を実施している。以下、詳細を記載する。

2016 年、全国の多くの場所で建物価格が驚くほど値上がりし、ホットスポット都市では規制が始まった。頭金比率を引き上げることから購入制限の再開、価格制限、貸付制限、更には建物購入資格又はローンの条件をより一層引き上げる等まで、一連の政策が次々と打ち出された。中央コントロールの考え方に転換が現れ、「都市に合わせた施策」が強調され始め、コントロールの職責を地方に下級委譲し、全く新しいコントロール段階が始まった。

2016 年 3 月 5 日、李克強総理は、「政府業務報告」において、「住民住宅の合理的消費にかかる租税、信用貸付政策を完全化し支持し、住宅の強いニーズ及び改善性のニーズに適応し、都市に合わせた施策により不動産在庫を解消し、不動産市場の安定的運行を促進する」と述べた。

2016 年 9 月、中国銀監会は、「信用リスク管理をより一層強化することに関する通知」（銀監発[2016]42 号）を発布し、信用リスク管理に対し、各銀行が「多層管理」及び「形式より実質を重んずる」ことを堅持するという原則を実行するべきことを要求し、「各銀行は実質的に銀行業金融機構が引き受けている信用リスクの業務を統一与信管理に組み入れ、

そのうち、特定目的の媒体による投資については多層の原則に従い最終債務者まで対応するべきこと」と要求した。これにより銀行資金が自由に不動産業界に入ることを防止した。

2016 年 9 月 30 日から 10 月 7 日までに、北京、天津、蘇州、鄭州、成都、済南、無錫、合肥、武漢、南京、南寧、広州、深圳、佛山、アモイ、東莞、珠海、福州、惠州、これらの 19 の都市で前後して不動産市場コントロール新政策が発表され、購入制限・ローン制限が始まった。

2016 年 11 月 11 日、銀監会は、「銀行業金融機構による不動産関連業務にかかる専門項目検査の展開に関する緊急通知」を示達し、不動産価格が急騰している 16 のホットスポット都市（北京、上海、広州、深圳、アモイ、合肥、南京、蘇州、無錫、杭州、天津、福州、武漢、鄭州、済南、成都）の銀行業金融機構に対し専門項目検査を行った。

2016 年 12 月、中央経済工作会議において、「家は住むものであって、投機対象ではない」という位置づけを堅持し、金融、土地、財税、投資、立法等の手段を総合的に運用し、国情に適合し、市場規律に適応する基礎性制度及び長期効果メカニズムの研究・確立を加速させ、不動産バブルを抑え、大幅な変動の出現を防止する必要があると提起された。マクロの観点から通貨を管理することが必要であり、ミクロの観点からは信用貸付政策により合理的な自己住宅の購入を支援し、信用貸付の流れが投機性建物購入への投資に向かうことを厳しく制限する必要がある。

2017 年 2 月、中国証券投資基金業協会は、「証券先物経営機構私募資産管理計画備案管理規範第 4 号—私募資産管理計画投資不動産開発企業、プロジェクト」を示達し、この文書において、私募資産管理計画が不動産価格の急騰している 16 のホットスポット都市の普通住宅不動産プロジェクトに投資する場合には、一時的に備案しないと定めた。この 16 のホットスポット都市には、具体的には北京、上海、広州、深圳、アモイ、合肥、南京、蘇州等を含む。協会は同時に、私募基金管理者が私募投資基金業務を展開し、不動産開発企業又はプロジェクトに投資する場合には、当該文書を参照して執行する旨を示した。

2017 年 11 月、住宅及び都市・農村建設部、中国人民銀行及び中国銀行業監督管理委員会は、「建物購入融資の規範化及び反マネーロンダリング業務の強化に関する通知」（建房[2017]215 号）を發布して建物購入融資行為の規範化を連合して手配した。これには、不動産開発企業又は不動産仲介機構による建物購入における規則に違反した頭金融資の提供を厳禁すること、インターネット金融業務従事機構又は小額貸付会社による規則に違反した「頭金ローン」等の建物購入融資商品又はサービスの提供を厳禁すること、不動産仲介機構、インターネット金融業務従事機構又は小額貸付会社による規則に違反した不動産場外融資の提供を厳禁すること及び個人総合消費貸付等の資金の建物購入への流用を厳禁することを含む。2018 年以降の不動産業の主たる規制政策は以下のとおり。

(1) 2018 年における不動産業の主たる規制政策

時期	政策	規制内容
2018 年 1 月	「商業銀行委託貸付管理法」(銀監発[2018]2 号)	委託貸付資金の資金源及び資金用途について制限をした。
2018 年 1 月	「銀行業市場の無秩序な現象をより一層深く是正することに関する中国銀監会の通知」(銀監発[2018]4 号)	2018 年における銀行業市場の無秩序な現象の是正業務の要点の一：不動産業種政策への違反を是正する。直接に、又は形を変えて不動産企業による土地購入費用の支払のため各種オンバランス・オフバランスの融資を提供し、又は自身の信用により支持又はチャネルを提供するもの、「四証」が揃わず、資本金が満額により払い込まれていない商業性不動産開発プロジェクトに対し融資を提供するもの、頭金が法令に適合しない個人住宅ローンを実行するもの、資金調達ルート又は貸付チャネル等を担う方式により直接的又は間接的に各種機構による頭金ローン実行等の行為のため便宜を提供するもの、総合消費貸付、個人経営性貸付、クレジットカード当座貸越等の資金を建物購入に用いるもの等
2018 年 3 月	全国人民代表大会及び全国政治協商会議の政府業務報告	家は住むものであり、投機するものではないという位置付けを堅持し、地方の主体责任を具体化し、差別化した規制を継続して実行し、長期的に効果のあるメカニズムを確立して健全化し、不動産市場の安定した健全な発展を促進する。 地方税体系を健全化し、不動産税の立法を着実に推進する。
2018 年 7 月	中央政治局会議	不動産市場の問題を適切に解決し、都市に基づいた施策を堅持し、需給バランスを促進し、合理的に期待を導き、市場秩序を整備し、かつ、住宅価格の上昇を厳しく統制することを決定した。不動産市場の安定した健全な発展を促進する長

		期的に効果のあるメカニズムの確立を加速させる。
--	--	-------------------------

(2) 2019 年における不動産業の主たる規制政策

時期	政策	規制内容
2019 年 4 月	中央政治局会議	家は住むものであり、投機するものではないという位置付けを堅持し、1 都市 1 政策、都市に基づいた施策及び都市政府の主体责任にかかる長期的に効果のある規制メカニズムを適切に具体化する必要がある。
2019 年 2 月	金融リスク防止攻略戦を断固として戦い抜くことにかかる記者会見を国务院報道弁公室が開催	不動産金融リスクを継続して注視する。不動産開発貸付及び個人のモーゲージローンについて周到かつ慎重な貸付標準を継続して実行する必要がある、特に、投機性の開発及び個人貸付を厳格に統制する必要がある、不動産金融リスクに大きな問題が出現することを防止する必要がある。
2019 年 5 月	「『無秩序な現象の取締り成果を強固にし法令に適合した建設を促進する』業務の展開に関する中国銀保監会の通知」(銀保監発[2019]23 号)	不動産業種の政策における無秩序な現象の取締りにかかる要点：オンバランス・オフバランス資金が直接に、又は形を変えて土地払下金の融資に用いられるもの、不動産開発企業の資質を厳格に審査せず、規則に違反して「四証」が揃わない不動産開発プロジェクトに対し融資を提供するもの、個人総合消費貸付、経営性貸付、クレジットカード当座貸越等の資金を建物購入に流用するもの、影の銀行のルートを通じて資金を規則に違反して不動産市場に流入させるもの、合併買収貸付、経営性物業貸付等の貸付管理が周到かつ慎重でなく、資金が不動産開発に流用されるもの。 信託分野のマクロ規制政策の執行における無秩序な現象の取締りにかかる要

		点：「四証」が揃わず、開発業者又はその支配株主の資質が標準に到達せず、資本金が満額により払い込まれていない不動産開発プロジェクトに対し直接に融資を提供し、又は持分投資+株主借入、持分投資+債権による劣後の引受け、売掛金、特定資産収益権等の方式を通じて形を変えて融資を提供するもの、直接に、又は形を変えて不動産企業による土地払下代金の納付のため融資を提供し、直接に、又は形を変えて不動産企業のため流動資金貸付を実行するもの。
2019 年 7 月	国家発展改革委員会の「不動産企業の外債発行による備案登記申請に対する関係要求に関する通知」（発改弁外資[2019]778 号）	不動産企業による外債の発行は、将来 1 年以内に期限到来する中長期の境外債務の置換えにのみ用いることができる。不動産企業は、外債を発行するにあたり、情報開示を強化する必要がある、募集説明書等の文書において資金用途等の状況を明確にする必要がある。

（3）2020 年における不動産業の主たる規制政策

時期	政策	規制内容
2020 年 5 月	「新時代において社会主義市場経済体制の完全化を加速させることに関する意見」	不動産税立法を安定的に推進する。
2020 年 8 月	住宅企業融資の「3 つのレッドライン」	（1）前受金を除いた後の負債構成比率が 70%を上回る（2）純負債率が 100%を上回る（3）流動比率が 1 倍を下回る 上記各ラインに触れる状況に基づいて、不動産企業は、「赤、オレンジ、黄、緑」の 4 ランクに分けられる。3 つのレッドラインの全てに触れるものは赤ランクとし、有利子負債を増加させてはならず、2 つのレッドラインに触れるものはオレンジランクとし、有利子負債規模の年増加率は 5%を超えてはならず、1 つ

		のレッドラインに触れるものは黄色ランクとし、有利子負債規模の年増加率は 10%を超えてはならず、すべて基準に達するものは緑色ランクとし、有利子負債規模の年増加率は 15%を超えてはならない。
2020 年 9 月	「小額貸付会社監督管理の強化に関する通知」(銀保監弁発[2020]86 号)	小額貸付会社による貸付は不動産市場の規則違反の融資に用いてはならない。
2020 年 12 月	「銀行業金融機構不動産貸付集中度管理制度の確立に関する通知」(銀発[2020]322 号)	「不動産貸付集中度管理」とは、銀行業金融機構(境外の支店を含まない。)不動産貸付残高の当該機構の人民元の各項目貸付残高に占める比率(以下「不動産貸付の占める比率」という。)及び個人住宅貸付残高の当該機構の人民元の各項目貸付残高に占める比率(以下「個人住宅貸付の占める比率」という。)は、人民銀行及び銀保監会が確定する管理要求を満たすべきことをいう。すなわち、人民銀行及び銀保監会が確定した不動産貸付の占める比率の上限及び個人住宅貸付の占める比率の上限を上回ってはならず、開発性銀行及び政策性銀行はこれを参照して執行する。

(4) 2021 年における不動産業の主たる規制政策

2021 年 2 月 26 日、自然資源部自然資源開発利用司責任者は、2021 年に 22 の重点都市においては住宅用地に対し「両集中」新政を実行する必要があると発表した。いわゆる「両集中」とは、払下公告の集中発布、払下げの集中組織をいい、これを「両集中」と称する。22 の重点都市とは、北京、上海、深圳、広州、南京、蘇州、杭州、アモイ、福州、重慶、成都、武漢、鄭州、青島、済南、合肥、長沙、瀋陽、寧波、長春、天津、無錫である。「住宅用地公告の発布は 3 回を超えない」とは、住宅用地については、2021 年は最多で 3 回に分けて入札募集・競売・公示公告を集中的に統一発布し、かつ、入札募集・競売・公示をすることをいう。

第六、中国不動産業の関連政策と法令の変遷を踏まえて見る恒大集団問題の本質

一、恒大集団の前身の誕生

1996 年 6 月、広州市の恒大不動産開発有限公司は、広州において設立され、その後、名称を恒大地産集团有限公司（以下「恒大地産」という。）に変更した。恒大地産は、「小面積、低価格、低コスト」の戦略で機先を制し、1997 年に開発した最初のマンションである「金碧花園」は 2 時間で完売し、売上高 8000 万元（14 億 4000 万円）を実現し、発展を目指すうえで極めて貴重な最初の大金を手に入れた。3 年の刻苦奮闘を経て、1999 年に恒大地産は 2000 社あまりある広州の不動産企業の中から頭角を現し、広州の不動産会社のベスト 10 に躍り出た。2000 年から、恒大地産は、更に発展の基盤を固め、企業ブランド及びその実力は、目覚ましく発展し、広州の不動産業において最も競争力を持つ企業ベスト 10 の第一位となった。

朱鎔基総理の住宅制度改革による住宅分配制度廃止前夜という、その後の不動産上昇の利益を一身に浴びることが可能な絶妙な時期に恒大集団の前身は誕生したといえる。

二、恒大集団の前身の発展及び恒大集団の登場

絶好のスタートを絶好の時期に切った恒大集団の前身（恒大集団と区別する一般名称として、以下「恒大」という。）は、その後、破竹の勢いで成長し、恒大集団を誕生させた。

2002 年、恒大は、深圳証券取引所 A 株に上場し、恒大傘下の広州市花都緑景房地產開発有限公司（以下「緑景地産」という。）は上場会社となった。

2002 年 8 月 22 日、海南新能源股份有限公司（証券コード：000502.SZ、以下「琼能源」という。）は、法人株の持分譲渡に関する公告を出し、海南潤達実業有限公司が、合意方式により、その保有する琼能源の法人株 41,864,466 株（総株式資本の 26.89%を占める）を、全て広州恒大実業集团有限公司に譲渡すると発表した。譲渡の完了後、広州恒大実業集团有限公司は、琼能源の筆頭株主となった。

2002 年 12 月 29 日、琼能源は董事会を招集し、「会社名称の変更に関する議案」及び「会社定款の改正に関する議案」を採決した。会社は、名称を「恒大地産股份有限公司」に変更し、その経営範囲を、「不動産プロジェクトの開発及び経営、据付工事請負及び設計、室内外の装飾・設備造作、造園設計、観光資源プロジェクトへの投資開発、ハイテク産業、工業・農業プロジェクト、海陸交通プロジェクト並びに電子商取引」に変更した。

2003 年 1 月 8 日、恒大地産は、会社名称及び株券略称変更公告を出し、名称を「海南新能源股份有限公司」から「恒大地産股份有限公司」へ、株券の略称を「琼能源」から「恒大地産」に変更し、証券コード（000502.SZ）はそのままとした。

2003 年 11 月 15 日、恒大地産は、重大資産の置換実施状況に関する公告を発表し、広州市の恒大房地產開発有限公司が保有する緑景地産の 90%の持分の恒大地産への組入れは既に実施され完了したと発表した。

このように、恒大は変則的上場をしたが、その後数年にわたり、国家は不動産に対する規制を強化し、加えて株式市場が低迷したことから、緑景地産の業績は芳しくなく、恒大は長

らく資金調達の手助けを得られなかった。2006 年、恒大は緑景地産の殻を脱ぎ、香港上場を計画した。

2006 年 7 月 20 日、広州恒大実業集团有限公司は、その保有する緑景地産の法人株 41,864,466 株（総株式資本の 26.89%）を広州市天誉房地產開發有限公司に譲渡した。持分の名義書換手続は、2006 年 12 月 27 日に中国証券登記決算有限責任公司の深圳支店で完了した。持分譲渡の完了後、広州恒大実業集团有限公司には、緑景地産の持分がなくなった。その一方で、恒大は、2006 年 6 月 26 日、ケイマン諸島で登録設立した恒大地産（証券コード：03333.HK）を全ての運営及びプロジェクト子会社の最終株式支配会社とし、同日、英領ヴァージン諸島で安基（BVI）有限公司（以下「安基公司」という。）を設立し、中間株式支配会社として、恒大の業務全てを保有させた。

同年、恒大は再編を開始した。恒大が集団内部の持分譲渡の方法を通じて、傘下で不動産及び物業管理業務に従事する子会社の持分を恒大実業集团有限公司の名のもとに集中させ、その後、安基公司が恒大実業集团有限公司から各子会社を買収した。

恒大地産の業務主体、すなわち、恒大地産が恒大に所属する持株会社となり、持株のルートは、香港株式上場会社である恒大集団が安基公司を通じて、広州市超豊置業有限公司の株を保有し、広州市超豊置業有限公司が更に広州市凱隆置業有限公司の株を保有し、広州市凱隆置業有限公司が恒大地産の株を保有するというものであった。

恒大は、2008 年に香港上場を計画していたが、国際金融危機等の影響を受け、同年 3 月 20 日に上場計画の終了を発表した。1 年後の 2009 年 11 月 5 日に、恒大は香港証券取引所の有限公司メインボードの上場に成功し、株券コードは「3333」、発行数は 16 億 1490 万株、募集価格は 1 株 3.5 香港ドルだったが、終値 1 株 4.7 香港ドルで取引を終え、発行価額の 1 株 3.5 香港ドルから 34%値上がりした。

折しも 2009 年 11 月 5 日は、フォーブス中国長者番付発表の日で、その時は BYD 董事長の王伝福が 396 億元（7128 億円）で第 1 位となり、トップ富豪の座についた。しかし、11 月 5 日の恒大地産の 1 株 4.7 香港ドルの終値で計算すると、会社董事局主席の許家印及びその妻が所有する 102 億 200 万株をもって、一家の財産は、479 億 4900 万香港ドルに達し、人民元では 422 億元（7596 億円）となり、既に王伝福を超えていた。

2013 年、恒大の契約売上額は、初めて 1000 億の大台を突破し、集団史上最高記録を打ち立てた。2013 年 11 月、恒大氷泉が正式に売り出され、恒大が多元化戦略を開始する代表的な事柄となった。恒大集団ウェブサイト上では、「多元産業+デジタル科学技術」の青写真を簡単に紹介している。これには、主業である恒大地産のほか、更に恒大新能源汽车、恒大物業、恒騰網絡、房車宝、恒大童世界、恒大健康及び恒大氷泉の八大産業が含まれ、ユーザーのため全方位サービスを提供している。

2016 年、恒大が深深房（証券コード：000029.SZ）を変則的に上場させ A 株復帰することを計画した。同年 9 月 14 日、深深房は、重大な資産再編事項により取引停止となった。同年 10 月 3 日、各当事者は、「再編・上場に関する合作合意」に署名し、深深房が人民元

普通株（すなわち、A 株）株式を発行し、又は現金を支払う方式により広州市凱隆置業有限公司の保有する恒大地産の持分の 100%を購入する予定であり、取引が完了した後に、広州市凱隆置業有限公司が深深房の株式支配株主になるとした。A 株復帰のため、恒大は、全部で 3 回の戦略的投資を呼び込み、規模は合計で 1300 億元（2 兆 3400 億円）だった。

恒大地産は、2016 年 7 月 20 日に、名称を「恒大集団」に変更し、中国語の株券略称を「中国恒大」に、英語の株券略称を「EVERGRANDE」にそれぞれ変更し、株式コード（03333.HK）はそのままとした。

15、2017 年、恒大集団の販売金額は 5000 億元（8 兆円）を突破し、通年の純利益は 370 億 5000 万元（6669 億円）に達した。同年、中国恒大は、不動産業務を分割して A 株上場を計画し、2017 年 1 月 24 日に分割上場予定方案に対する香港証券取引所の原則認可を取った。

2020 年 9 月 29 日、恒大集団は、公告で、1300 億元（2 兆 3400 億円）のうち、863 億元（1 兆 5534 億円）の戦略的投資家は既に補充合意を締結しており、買戻しを要求せず、恒大地産の権益の保有を継続することを明確にしており、155 億元（2790 億円）の戦略的投資家とは協議が完了しており、282 億元（5076 億円）の戦略的投資家とは現在協議をしていると明らかにした。2021 年 11 月 9 日、深深房は、今回の重大資産再編を終了して 2020 年 11 月 9 日の取引開始から売買を再開すると公告した。

三、恒大集団の経営危機

こうして順調に発展してきた恒大／恒大集団であるが、2020 年になり、経営危機が発覚した。その背景として、2016 年 9 月以降、5 年以上にわたり継続する規制強化が 2020 年に入り、過剰負債傾向が認められる不動産会社に対する追加融資を禁止するドラスティックな追加的規制強化により、資金流動性の確保ができなくなったという事情がある。

（1）経営危機

2020 年 8 月、中国人民銀行は、住宅・都市農村建設部と共に、不動産融資に対する制限として「3 つのレッドライン」標準を制定した。これは①前受金を除いた負債構成比率が 70%を上回ってはならない、②純負債率が 100%を上回ってはならない、③流動比率が 1 倍を下回ってはならないという 3 つの内容からなり、リスク程度に応じて、赤、オレンジ、黄及び緑の 4 つのランクを制定した。恒大集団は 3 つのレッドラインの全部に触れたため、赤ランクとなり、有利子負債をこれ以上増加させてはならないとされた。この規制強化により、恒大集団は資金流動性の確保ができなくなった。

2021 年 6 月 29 日、三棵樹（603737.SH）の公告において、恒大集団の手形が期限を徒過しており、同年 3 月 31 日時点で、振出人である恒大集団の期限を徒過した手形金額は 5137 万 600 元（9 億 2467 万 800 円）、2021 年 5 月 31 日時点での償還金額が 225 万 1200 元（4052 万 1600 円）であることが提示された。

2021 年 7 月 19 日、ネット上で「広発銀行股份有限公司宜興支店と宜興市恒誉置業有限公司、恒大地産との民事裁定書」が流れた。裁定書によると、申請人である広発銀行股份有限公司宜興支店が江蘇省無錫市中級人民法院に対し訴訟前の財産保全を申し立て、被申請人である宜興市恒誉置業有限公司、恒大地産集の銀行預金の人民元 1 億 3201 万元（23 億 7618 万円）を凍結し、又はその他の等価値財産を封印し、差し押さえるよう請求した。同月 22 日、恒大集団、広発銀行は、それぞれ声明を発表し、訴訟前の保全に関連する事項について既に和解を達成していると表明した。

冒頭紹介のとおり、2021 年 9 月 8 日、9 日に、恒大集団傘下の恒大財富について、「緑野生物」という理財商品が満期になっても償還されないことが明らかになった。恒大財富がかかわる会社は 2 社あり、恒大金融財富管理（深圳）有限公司及び恒大互聯網情報服務（深圳）有限公司である。同月 14 日、恒大集団は、公告において、「当集団の 2 社の子会社が第三者による理財商品発行のため提供した担保義務を期日通りに履行することができず、その関連金額は人民元で約 9 億 3400 万元（168 億 1200 万円）である」ことが開示されたほか、節目での流動性を高める問題についての措置も発表された。これは、「プロジェクト開発スケジュールの調整、コストの厳格な統制、販売及び代金回収の強力な促進、借入の継続及び期間延長への努力、持分及び資産（物業への投資、ホテルその他の物業を含むけれどもこれらに限らない。）の売却並びに投資家を呼び込むことによる本集団及び附属会社の株式資本の増加」等を含んでいた。

恒大集団の 2015 年の債務は 6149 億元（11 兆 682 億円）であり、2016 年の債務規模は 1 兆 1580 億元（20 兆 8440 億円）に達し、中期報告では、2021 年 6 月 30 日時点で、総負債額は 1 兆 9700 億元（35 兆 4600 億円）に達することが開示された。5 年来、監督管理政策は不動産会社の過剰債務傾向是正を模索し続けてきたが、これに反して、恒大集団の債務は一層増え続けたのである。2016 年 9 月以降、中国政府が政策方向性を明確に示していたのに、これに逆らって過剰債務を一層膨らませる誤った経営選択をしたところに、中国によくある一定の猶予期間の経過後、厳格な規制強化を断行する 2020 年の有利子負債増加禁止策に直面し、首が回らなくなったというのが真相であるように思われる。

恒大集団の資金流動性の危機はその傘下企業の経営にも負の影響が波及し、恒大汽車（証券コード：00708.HK）業績公告によると、2020 年度の赤字額は 76 億 6500 万元（1379 億 7000 万円）であった。2021 年上半期の赤字額は 48 億 2361 万元（868 億 2498 万円）であった。また、恒騰網絡（証券コード：00136.HK）の 2021 年上半期の赤字額は 24 億 5000 万元（441 億円）であった。

2021 年 10 月 15 日、中国人民銀行は、2021 年第 3 四半期金融統計データ記者発表会を開催した。そこで、中国人民銀行金融市場司司長鄒瀾は、恒大に話が及ぶと、次のように述べた。

「恒大集団の資産総規模は 2 兆元（36 兆円）を超えており、そのうち、不動産開発プロジェクトが約 60%を占め、1000 以上の会社にかかわり、これらは独立法人のプロジェクト

子会社である。近年、これらの会社の経営管理は良くなく、市場の情勢の変化に応じて周到かつ慎重な経営をすることができず、それどころか、むやみに多角化して拡張し、経営及び財務指標の重大な悪化を招き、最終的には、爆発のリスクがある。

恒大集団の総負債のうち、金融負債は 3 分の 1 に達しない。債権者も相当分散しており、単独の金融機関のリスク・エクスポージャーは大きくない。総体的に見ると、そのリスクが金融業種に対して及ぶことはコントロールできる。

現在、関連部門及び地方政府は、法治化、市場化の原則に従い、法令・規則によりリスク処置・除去業務を展開し、恒大集団には資産処分を強化し、プロジェクト建設の回復を早め、住宅消費者の適法な権益を維持保護するよう促しているところである。この過程において、金融部門は、住宅都市・農村建設部門及び地方政府に協力し、プロジェクト再開のための金融支持を適切にする。

恒大集団の問題は、不動産業種における個別の現象である。ここ数年の不動産マクロコントロールを経て、とりわけ、不動産長期効果メカニズムが確立された後、国内不動産市場の地価、建物価格については、安定を保持すると予測される。大多数の不動産企業では、経営は安定し、財務指標は良好で、不動産業種は、総じて健全である。」【34】

(2) 恒大集団問題の本質

中国ビジネスは共産党の政策が規制強化、規制緩和のいずれの方向を志向するかを機敏に読み取り、また規制強化について、比較的甘い試験的段階が何時、本格な実施段階に移行するかの流れを読み間違えると途端に窮地に陥る（逆に政策方向性を正しく読み切れば、大きな成功を享受できる）。恒大集団の失敗は、規制強化と規制緩和を交互に繰り返してきた不動産業に対する規制政策について、2016 年 9 月以降、現在でいうところの「共同富裕」の実現という大局的政策の流れを受けて、規制強化傾向が色濃くなる中、過剰債務を敢えて増加させるという逆張り姿勢を堅持した経営選択にあったのではないと思われる。2016 年 9 月以降の早い段階で、逆張り姿勢を是正し、共産党及び中国政府の政策方向性に適合的経営方針（過剰債務の縮小化）を選択していれば、現在の窮地は回避できたのではないと思われる。実際、不動産業を営む会社でも、そう行動した会社には恒大集団のような悲劇は生じていないのである。

以上

³⁴ http://www.gov.cn/xinwen/2021-10/16/content_5642964.htm

筆者紹介：1990 年 京都大学経済学部経済学科卒業。神戸市役所を経て 95 年 弁護士登録。99 年 村尾龍雄法律事務所、2000 年 キャストコンサルティング（上海）、02 年 弁護士法人キャストを設立。中国事業のコンサルティングは 20 年以上の実績をもつ。日系企業のアジア進出サポートのため、2007 年香港、2012 年ミャンマー、2013 年ベトナムに拠点を設立。2020 年合併に伴い、弁護士法人キャストグローバルに社名変更、キャストグローバルグループ創業パートナーCEO に就任。異なる 11 におよぶ専門家集団でワンストップサービスの提供を実現する。上海市に貢献のあった外国人に付与される「白玉蘭賞」を 2 度受賞。

表紙写真：黒竜江省綏化市でのコージェネレーション建設プロジェクト（2006 年事業開発等融資案件）

JBIC 中国レポート

本レポートは、株式会社国際協力銀行 北京代表処が、日系企業の皆様の中国に於けるビジネスの参考として役立ちそうな投資、金融、税制等にかかる現地の情報を集め、配信させて頂くものです。本レポートに関するご質問・ご要望等ございましたら、当代表処までご照会下さい。

また、本レポートはホームページでも御覧頂けます。

<https://www.jbic.go.jp/ja/information/reference/china.html>

株式会社国際協力銀行 北京代表処
北川 善彦

ご照会先

株式会社国際協力銀行 北京代表処

中華人民共和国 北京市建国門外大街 2 号 銀泰中心 C 座 2102 号

Tel : +86-10-6505-8989 Fax : +86-10-6505-3829

本レポートは中国に関する戦略的情報を株式会社国際協力銀行 北京代表処が皆様に無償ベースにて提供するものであり、当代表処は情報利用者に対する如何なる法的責任を有するものではありませんことをご了承下さい。

