



中国の不動産問題とアジア・ハイ・イールド債券

Wai Mei Leong

債券運用部門、ポートフォリオ・マネジャー、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

多くの投資家が中国の不動産セクターやアジアのハイ・イールド債券市場に対する想定リスクを見直す動きを強める中、賢明な投資家にとっては投資機会が到来しているとみています。

私たちは短期的にはポートフォリオの銘柄選定に引き続き注力していきますが、中国の不動産開発企業がデレバレッジ（債務削減）を行う意欲はかつてないほど強まっており、長期的には同セクターのファンダメンタルズ（基礎的条件）は徐々に改善されていくものとみています。

昨今、中国の大手不動産開発会社である中国恒大集団（China Evergrande Group）の債務危機に対する不安が、アジアの債券市場、特にアジアのハイ・イールド債券市場に波紋を投げかけています。

アジアのハイ・イールド債券市場を国別にみると中国が50%を占めており、セクター別では中国の不動産セクターが大きな割合を占めていることを考えれば、これは驚くべきことではありません。短期的には、中国恒大集団を取り巻く状況が、同市場に対する投資家心理を悪化させる可能性があります。

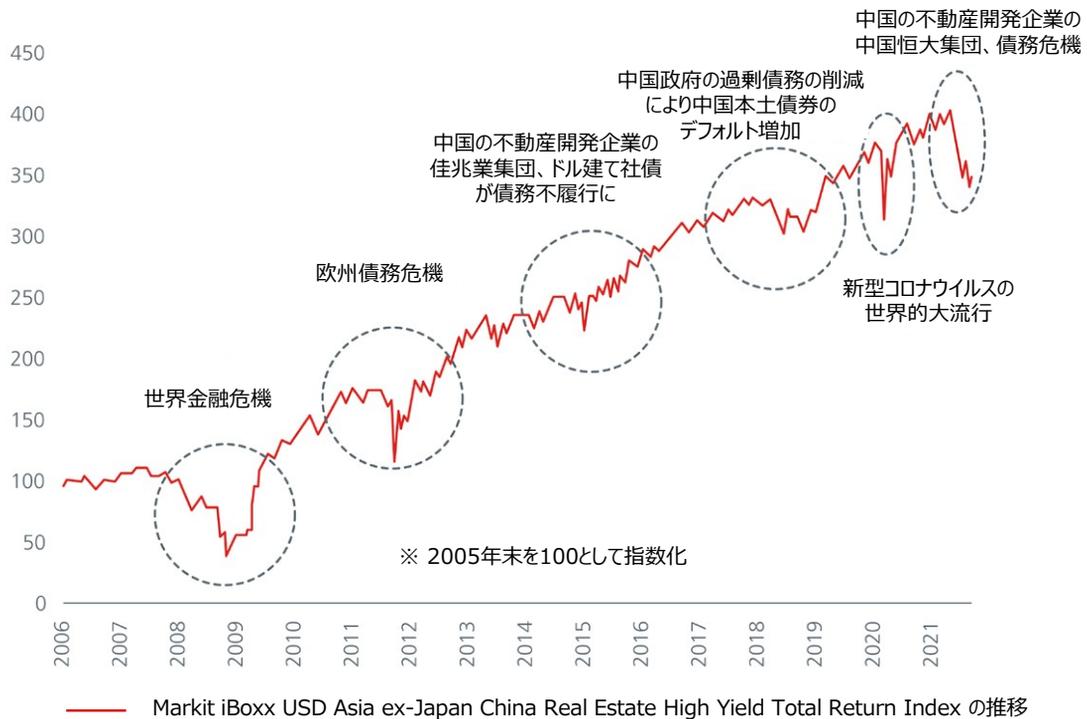
アジアのハイ・イールド債券市場、特に中国不動産セクターはボラティリティ（価格変動性）が高いことで知られていますが、これまで長期的には投資家にプラスのリターンをもたらしてきました。（図表1参照）

この点を考慮すると、今回の中国恒大集団の債務問題は、投資家に長期的な影響と教訓を与えるものと言えます。

想定リスクが見直される中国不動産セクター

投資家は、中国不動産セクターのハイ・イールド債券に対する想定リスクを高める可能性が高くその結果、債券利回りの上昇（価格は低下）とスプレッド（上乗せ金利）の拡大が予想されます。中国政府は不動産セクターに対するデレバレッジ（債務削減）政策を継続するため、信用格付けがシングルBランクの発行体や流動性の低い企業は、資金調達ますます困難になることが予想されます。

図表 1: 中国不動産セクターのハイ・イールド債券はリスクイベントに伴うボラティリティの上昇はあるものの長期的にはプラスのリターンを達成



出所：Markit、HSBC のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

ここ数か月間、中国当局は、初めて住宅を購入する人に対する住宅ローンの承認や借入金利に介入し、都市部の賃貸料の上昇ペースを抑え、不動産開発企業が土地取得に際して国（地方政府）に支払うコストを引き下げていました。

2021年上半期、住宅ローン政策の厳格化により、不動産会社の現金回収が滞ったほか、住宅価格の上限設定や土地コストの上昇により、利益率が低下する傾向にありました。

一方、中国の不動産セクターにおける過度な借入金などを抑制するために導入された新たな規制「三条紅線（3つのレッドライン）」*政策の達成に向け、今年6月までに負債比率の改善が進展した企業もありましたが、投資家は、その改善が一方で商業手形や少数株主持分の増加といった犠牲の上に成り立っていないか、改めて確認する必要があります。

* 不動産開発企業を負債水準などで分類し、レッドラインに抵触した場合は融資枠を制限する規定

このように、中国の不動産セクターにおける想定リスクが見直されることで、投資家や企業の間には規律が生まれることが予想されます。投資家はより慎重になる必要がある一方で、多くの不動産開発企業が追求してきた「高成長・高レバレッジ」のアグレッシブなビジネスモデルは、徐々に過去のものとなっていかもかもしれません。

後者の動きは、中国政府の目標である“不動産セクターのデレバレッジ（債務削減）の推進、住宅の購入しやすさの向上、先進的な製造業、テクノロジー、再生可能エネルギーなどの他の戦略的に重要なセクターに資源を振り向けること”と一致しています。

不動産セクターの健全化を望む中国政府

中国不動産セクターは、歴史的には政策の変化に振り回されてきましたが、現時点では依然として中国経済の重要な牽引役であることに変わりはありません。実際、同セクターは2020年の中国固定資産投資の27.3%を占め、多くの地方政府の重要な収入源となっています。したがって、中国政府は、広範なシステミックリスクに発展する可能性のある大規模な債務不履行（デフォルト）が複数発生することは望まず、不動産セクターが健全であることを望んでいます。

中国の不動産開発企業の多くは、2021年上半期にプラスの収益成長を遂げており、年初来の8か月間の契約販売実績も決して悪いものではありませんでした。不動産在庫もかなり妥当な水準となっていることもポジティブな材料として挙げられます。

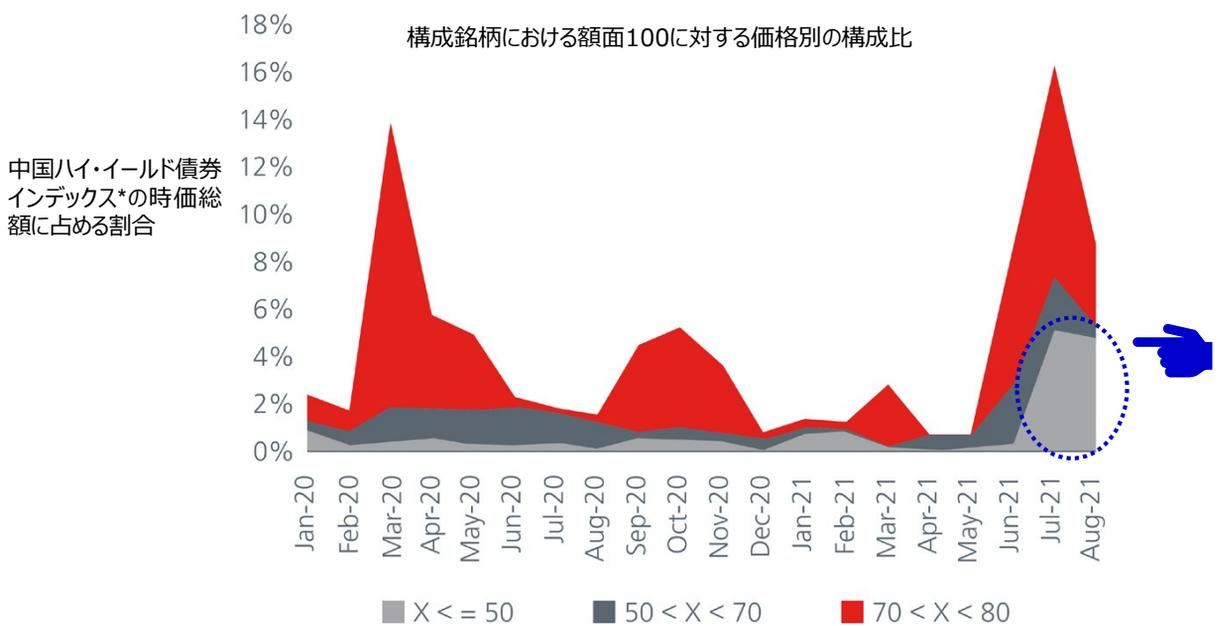
また中国の不動産開発企業の多くは、2021年上半期に不動産の取得ペースを減速しましたが、これは同市場の流動性が逼迫する市場環境下で企業が現金を節約するのに役立ちました。本年上半期は、利益率の低下を受けて財務健全性の指標の一つであるEBITDA有利子負債倍率がわずかに悪化したものの、純負債自己資本比率および負債資本比率は、2020年末の水準比でわずかな低下に留まり、概ね安定していました。

長期的には、中国の中産階級の増加、都市化、中国のメガシティ（人口1,000万人以上の都市）開発が、引き続き不動産セクターの収益を支えていくものと思われれます。また、中国の同セクターのデレバレッジは、最終的に市場の規律を強化し、不動産セクター全体のクレジット・ファンダメンタルズを改善することになるでしょう。

賢明な投資家にとっては好機到来

アジアのハイ・イールド債券市場では、今後、デフォルト率の上昇が予想されますが、賢明な投資家にとっては投資機会があると私たちは考えています。中国のハイ・イールド債券市場では、額面100に対して50以下の価格で取引されている債券の割合が、ここ数ヶ月で急増しています。（図表2参照）。これはある意味、市場がデフォルト率の上昇を織り込んでいることの表れと言えます。私たちは短期的にはポートフォリオの銘柄選定に引き続き注力していきますが、中国不動産開発企業のデレバレッジ（債務削減）を行う意欲がつかないほどに強まっていることに注目しています。中国の不動産セクターのファンダメンタルズ（基礎的条件）が徐々に改善されていく中で、これらの企業が発行する債券の調査を行っている忍耐強いアクティブ運用の投資家は自身のリスク許容度に見合った十分な投資妙味が期待できるでしょう。

図表 2: 市場は中国ハイ・イールド債券のデフォルト率上昇を織り込んでいる



出所：Bloomberg L.P.、Morgan Stanley Research のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

*Asian Broad Bond Index - China, High-Yield (ABBI - China, HY) を使用。

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。