

中国恒大と中国全体の債務問題の整理

Topics

- ▶ 本稿では、中国恒大集団の債務問題を整理し、中国全体の債務問題の振り返りと再整理を試み、今後の中国経済の展望を論じます。
- ▶ 恒大集団1社に限れば、国内外の金融システムに大きな影響を与えるような債務規模ではなく、足元では市場もいったん沈静化。一方で、不動産部門の活動停滞と景気への下押し圧力には要注意。
- ▶ 中国の民間部門債務は既にGDP比で日本のバブル崩壊前と同水準に。日本型の長期不況発生のリスクもあり、当局の不動産政策の動向を注視。

エコノミスト 須賀田 進成

中国恒大集団の債務問題を整理

中国の大手不動産デベロッパー恒大集団の財務悪化を受け、同社のデフォルト懸念が市場で大きな注目を浴びました。本稿では、同社の財務問題を整理したうえで、改めて中国全体の債務・不動産問題を再整理したいと思います。

まず、恒大集団の債務総額は21年4-6月期時点で約2兆元（名目GDP比約2%弱）あり、巨額の債務がデフォルトした場合に国内外の金融システム危機に至るとの懸念が市場の動揺を引き起こしたとみられます。

恒大集団の債務は大きく分けて、①銀行からの融資、②社債、③買掛金および契約済みの負債で構成されます。この内、直接金融システム不安につながるのは①および②ですが、同社の公表資料によれば銀行からの融資額と社債の発行額は約5,700億元と、中国銀行部門の融資額全体と比較すると小規模です。また、中国国内の銀行部門は5兆元超の貸倒引当金を積んでいることから、恒大1社の問題で中国国内の金融システム危機に至る可能性は低いと考えられます（図表1）。

また、9月17日以降、中国人民銀行が銀行間短期金融市場へ流動性を注入していることも、国内金融システム不安懸念の後退に寄与しました。こうした当局の動きを受けて市場では、恒大集団を巡る懸念は後退しつつあります。

なお、恒大集団の債務に占める割合は、上記③が最大です。この項目にはサプライヤーへの支払いや物件購入者による前払い金が含まれ、仮にサプライヤーへの支払いがなされない場合や住宅購入者が住宅を受け取れない場合には影響が広範に広がる可能性があります。しかし、当局は金融システムの安定と同様に消費者・サプライヤーの救済を重視しているもようです。報道によれば、当局は、恒大集団の資産の査定のために専門家集団を派遣するなど、同社の無秩序なデフォルト回避を目指しているとみられます。同社が存続するか否かは不透明なものの、無秩序なデフォルトが回避されれば、中核となる不動産事業は継続される見通しです。

目線は中国の不動産市場へ

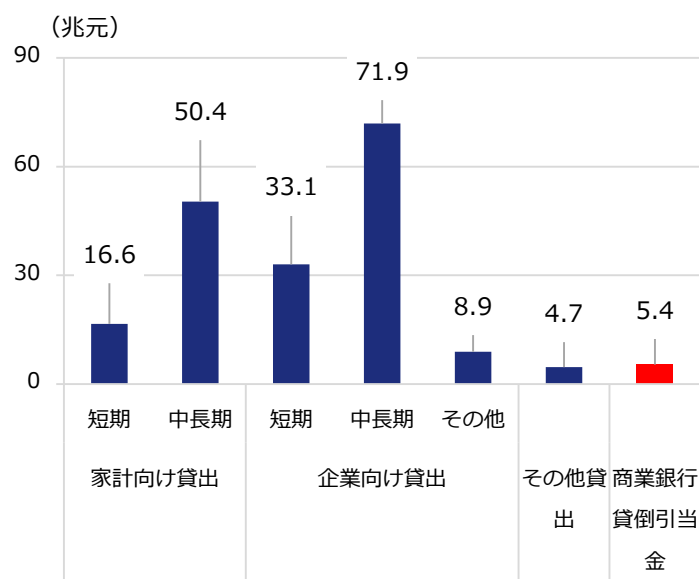
市場では恒大集団が大きく注目されたものの、こうした財務上の苦境は他の不動産デベロッパーも同様です。中国不動産デベロッパーは、当局が昨年8月に制定した3つのレッドラインと呼ばれる財務目標および21年初に制定された不動産向け融資の総量規制を背景に資金繰りが悪化し、住宅の新規着工が前年比マイナスの伸びとなるなど不動産投資の鈍化が続いています（図表2）。

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用および注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

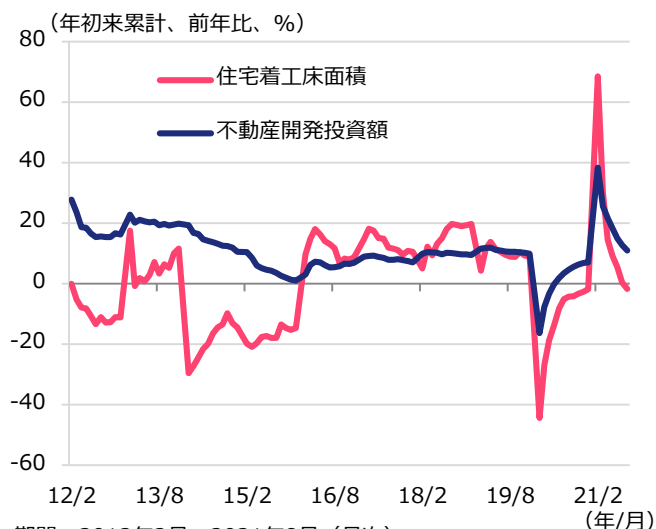
図表1 中国銀行部門の貸出および貸倒引当金



期間：2021年6月時点、なお商業銀行貸倒引当金は2021年4-6月期時点

出所：中国人民銀行および中国銀行保険監督管理委員会のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2 中国不動産開発投資の推移



期間：2012年2月～2021年8月（月次）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

こうした不動産投資の減速は、恒大の件を受け、銀行部門が他のデベロッパー向けの融資態度を厳格化することや、デベロッパーが新規投資を手控えることで当面続くと見られ、不動産価格への波及が懸念されます。また、これは建築活動も含めればGDPの14%程度を占める不動産部門への大きな下押し圧力にほかならず、中国景気全般に下押し圧力が強まる可能性があります。

1990年代の日本のような長期停滞に陥る可能性も

不動産セクターに端を発した不況としては、日本のバブル崩壊後の失われた10年とも呼ばれる長期不況や米国サブプライムローン問題およびリーマン・ショック後の不況が挙げられます。筆者は、本件がリーマン・ショックのような事態に発展するとは考えていませんが、状況としては日本のケースに近く、同様に長期的な不況へと陥る可能性もあると考えています。

中国の状況を、信用の積み上がりの推移と共に見ていきます。図表3は国際決済銀行（BIS）が公表する民間非金融部門の信用の残高（≒債務の残高）を名目GDP比で見たものです。また、図表3内の面グラフは信用/GDPギャップと呼ばれ、信用のGDP比のトレンドと実績の乖離を示します。この値が高いほど、経済の実態以上の速度で信用が積み上がっていたことを意味します。

中国における信用は、リーマン・ショック後の2008年末に4兆元の景気対策が公表された後、積み上がりペースが急加速しました。2010年に一旦は落ち着きますが、それでも経済の実態以上のペースでの積み上がりが続いていました。そして、2012年以降は信用の積み上がりペースがさらに加速し、この間、中国では不動産のバブル化とその崩壊が発生しました。その後の金融緩和による過剰流動性が株式市場などに流入し、2015年のチャイナ・ショックへとつながっていきます。チャイナ・ショック後、中国当局はデレバレッジ政策を開始し、レバレッジ拡大の解消という方針の下、信用の拡大ペースは急激にペースダウンし、2018年ごろにはほぼトレンド並みの伸びへと戻りました。コロナ禍の緊急対応により、2020年には一時的に早いペースでの拡大が見られましたが、2021年1-3月期時点では再び拡大ペースは落ち着きを取り戻しています。

一方で、民間部門への信用の総額はGDP比220%を超えています。日本のバブル期のピークが同約220%弱、米国のリーマン・ショック前が同170%弱であったことを踏まえると、中国の民間部門は比較的高水準の債務を抱えていることとなります。通常、債務の裏側には資産があります。資産の詳細な統計はないものの、金融機関の貸出残高の27%程度が住宅ローンであることや、この間に不動産投資が増加していたことを考慮すれば、資産の相当の部分が不動産である可能性が示唆されます。

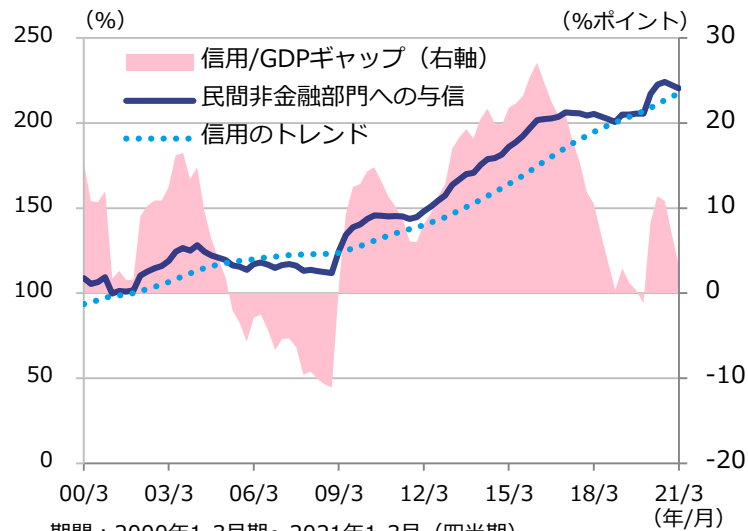
日本のバブル崩壊後の長期不況は、一般にバランスシート調整型の不況と言われます。企業と家計部門が債務を積み重ねた状況で、政府主導の引き締めにより資産価格（不動産）が下落し、経済成長の低下もあってデフレが進行、バランスシート上で債務超過の状況へと陥りました。極端な例でいえば、ローンで1億円の住宅を購入した直後に住宅価格が5千万円に急落したが、1億円分のローンがそのまま残っている、という状況でした。こうした状況下、銀行部門の不良債権処理も遅れ、企業部門が新規の設備投資を手控えたことなどが不況の長期化に繋がりました。

（右、図表4下へ続く）

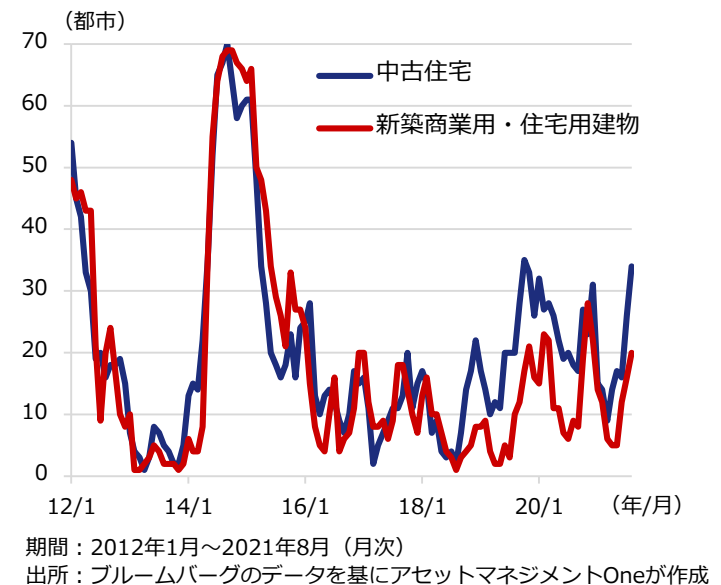
※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表3 GDP比で見た信用残高とトレンドとの乖離の推移



図表4 70都市中の不動産価格が前月比下落した都市数の推移



日本の例を踏まえると、中国においても今後、住宅価格が下落し、経済全体がデフレ化する場合、バランスシート調整型の不況および長期停滞に陥る可能性があります。依然として新築住宅価格は上昇を続けていますが、足元では前月比下落に転じる都市が増え続けているなど危険の兆候も垣間見えます（図表4）。なお、足元では一部都市における中古住宅の販売時に値下げが事実上制限されるなど不動産価格下落に対する抑止策が採られています。

前述の通り、不動産価格は2014年にも下落に転じており、その際の景気の悪化に対応するための金融緩和がチャイナショックの遠因となった過去があります。今次局面においても、利下げを中心とした金融緩和ツールが残されており、不動産セクターを引き締めつつ金融緩和で対応するという方針が採られる可能性はあります。しかし、これは問題の先延ばしに過ぎず、いずれ何らかの調整が発生するリスクは残ります。

『中国当局は日本のバブルをよく研究している』というのはよく囁かれる言説ですが、当局が日本の例を研究し尽くして得た解答を知ることができる日はそう遠くないかもしれません。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。

● 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。

● 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

● 投資信託は、

1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。