



## 中国恒大集団のたどる道は「中国版リーマン・ショック」とは異なる



2021年9月28日



ブラッド・ギブソン

アライアンス・バーンスタイン・香港・リミテッド  
アジア太平洋債券 共同ヘッド

ジェニー・ゼン

アライアンス・バーンスタイン・香港・リミテッド  
アジア太平洋債券 共同ヘッド

中国恒大集団（エバーグランデ）の財務状態を巡る足元のニュースは、同社に対する投資家の信頼を大きく揺るがしている。また懸念の対象は他の中国不動産開発会社にも広がり、それらの会社の債券価格も下落している。今後我々は中国版リーマン・ショックを迎えるのか？ この一企業の崩壊が、システミックな金融危機を引き起こすのだろうか。

アライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）の分析の結果は「NO」だ。中国の政策立案者は、資金のひっ迫を回避し、不動産セクターに対する投資家の信頼を回復するための政策を有している。しかし、中国が信用収縮を食い止めるために取るであろう政策手段を考える前に、まずは現状を整理してみよう。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版は[こちら](#)。

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスに関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2021年9月24日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

### 中国恒大集団は財務規律のコントロールに失敗

中国恒大集団は新興国最大の不動産開発企業だ。その負債額は5,700億人民元（880億米ドル）に達し、世界で最も負債の多い企業の1つだ。

この負債の行く末は不透明だ。資産売却によって負債を大幅に削減したにもかかわらず、流動性が大幅に悪化している。同社は社債の債務不履行の危機に瀕しており、2021年9月23日に利払いが滞ってから30日後に正式な債務不履行と判断される。

中国恒大集団の信用問題は突然起こったわけではない。過去10年間、中国の不動産開発会社は、積極的な拡張計画に資金を投入するために、負債でバランス

シートを拡大してきた。セクターの債務残高が増加するに伴い、金融システムに及ぼすリスクについて規制当局の懸念も高まった。このリスクを抑えるために、政府は2020年に「Three Red Lines (3つの防衛線)」という規制を打ち出した。不動産開発業者のバランスシートの拡大を、純負債資本比率、流動比率(現金と短期負債の比率)及び負債資産比率の3つの尺度で一定の範囲内に収めることで、債務膨張の抑制を目指すものだ。

「3つの防衛線」を守るため多くの不動産開発業者は債務の削減を余儀なくされた。しかし、業界内で最も負債の多い中国恒大集団については、規制の遵守が困難な状況に直面したのだ。

### 中国恒大集団は中国版リーマン・ブラザーズなのか？

北京の政治中枢には、中国恒大集団は救済の価値がないと映っているようだ。それは、中国の巨大な経済の中で、システム的に重要とみなされる不動産開発会社は、中国恒大集団を含めて一社もないからである。

中国恒大集団は、バランスシートが巨大であるにもかかわらず、中国の住宅市場におけるシェアはわずか4%に過ぎず、破綻を許さないほどの重要性はないと考えられる。当局としては、特定のデベロッパーを救済することでモラルハザードを助長することも避けたい。さ

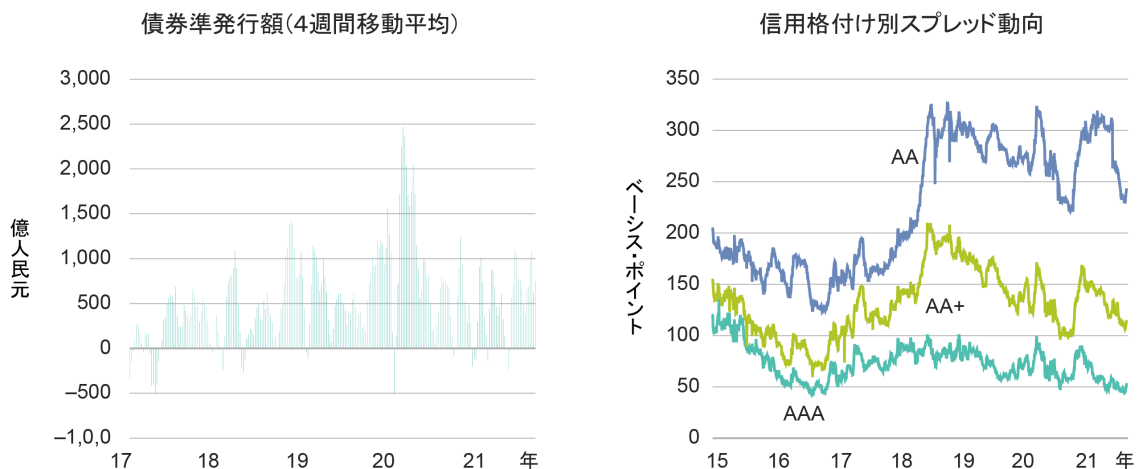
らに言えば、不健全な企業を破綻させることで、中国の社債市場全体の健全性を逆に高めるという目標を達成することができ、クレジット投資家にとっても良いことにもなる。

ただし、中国恒大集団を含むどの不動産開発企業も単体ではシステム的に重要ではないが、中国の不動産セクター全体は重要な産業である。開発業者自身と、サプライチェーンを形成する重機や建築資材のサプライヤーなどの関連企業の負債総額は101兆元に上り、中国の金融システムの35%、国内総生産(GDP)の100%に相当する。

つまり、個々の不動産開発業者の債務不履行や破綻は許容できるが、不動産業界全体が危機にさらされる事態に対しては、当局は何らかの措置を講じる可能性が高いといえる。

しかし少なくともこの段階では、そのような措置を取る必要はないと考えられる。アジアのクレジット市場の一部は投資家の懸念の影響を大きく受けているが、中国国内のクレジット市場やインターバンク市場では信用収縮の兆候は見られない。例えば、最近の中国市場で混戦が発生した局面では(2018年の貿易戦争、2020年のパンデミック)、国内債券市場で債券の新規発行が急減し、信用スプレッドが拡大したが、このような反応は現在見られていない(図表1)。

【図表1】 中国の債券市場にはシステム危機の兆候はない  
中国オンショア社債市場

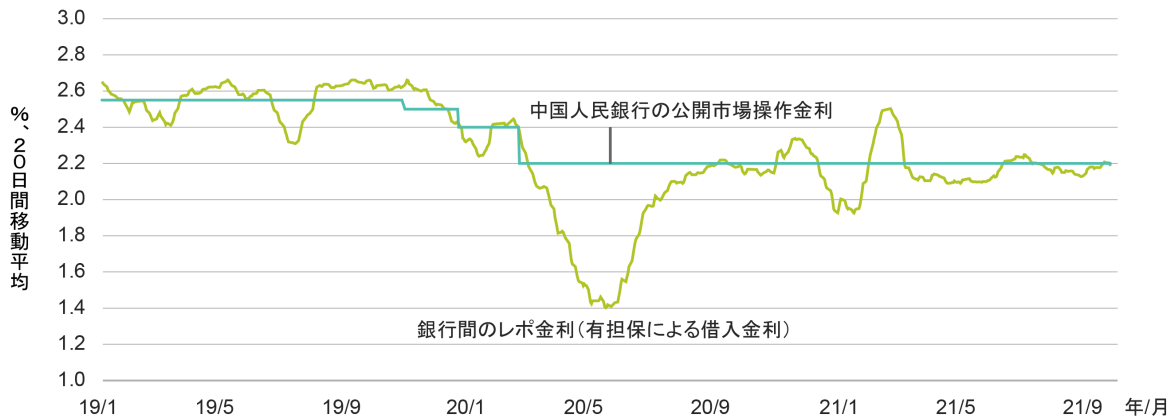


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。  
格付けはウインドの定義に基づきます。  
左図：2021年9月13日まで、右図：2021年9月22日まで  
出所：ウインド

システミックな混乱を示すもう1つの指標であるインターバンク市場も、銀行間の借入金利が中国人民銀行の公開市場操作金利に密接に連動しており、正常に推移している(図表2)。

しかし中国の政策当局は、システミックな混乱の兆候が拡大した場合には、行動を起こす準備ができていると考えられる。大手国有銀行との調整や潜在的な政策発動を通じて、不動産セクターの資金調達圧力を緩和し、投資家の信頼感を取り戻す手段が想定されよう。

【図表2】 中国のインターバンク市場に動揺はみられない  
レポ市場と政策金利



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。  
2021年9月23日まで  
出所:ウインド

### 中国不動産セクターの混乱は、むしろ投資の好機か？

ABでは、中国のほとんどの不動産開発業者は、この短期的な混乱を乗り越えることができると考えている。しかし、金融市場の懸念が実際のビジネスの危機をもたらす可能性がある。オフショア債券市場へのアクセスが低下し、不動産デベロッパーの海外での資金調達が長期間にわたって不可能になるようなケースだ。

この場合、アクティブ投資家は、長期的な市場の変動を乗り切る能力を持つ発行体を探すべきである。これは、流動性確保の手段や、必要に応じて売却可能な優良資産を保有する発行体を意味する。債券価格が低迷している局面では、潜在的な投資機会に目を向けるべきだ。

混乱と不透明感が市場を覆う局面では、企業の破綻や債務再編の可能性があるため、個々の信用状況を厳密に調査することが特に重要だ。また中国の場合は、政府が企業を破綻させる意思があるのかわからないかを見極めることも、重要な調査項目だ。言い換えれば、投資家は、中国政府がどの企業をシステム上重要だと考えているのかをより正しく予測するために、体系的なフレームワークをもって分析に臨む必要がある(以前の記事『[中国株式会社 ~中国クレジット市場のリスクを理解する~](#)』ご参照)。

中国恒大集団にばかり注目が行きがちな環境だが、投資家はニュースの裏を読んでいくことで、中国のクレジット市場におけるリスクを適切に評価し、潜在的な投資機会を見極めることができよう。

## アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】 一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／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

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

### 当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

#### + 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

#### + お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- + 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- + 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- + 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間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)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

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、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全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。

### ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。