

中国恒大集団の信用不安と今後のシナリオ

経済調査室

要旨

- 9月に中国の不動産開発大手、恒大集団の信用不安が顕在化した。中国政府は10年以上にわたる投資・債務の拡大是正に取り組んでおり、今回の問題の背景にも不動産市場の規制強化がある。
- 中国では近年、企業破たんが増加しており、大手民営企業でも、政府関与による破たん処理の事例がある。恒大が破たんする場合でも、債務の多くが回収されるなど、損失は軽減される可能性が高い。
- 恒大問題がリーマン危機のような金融危機に直結するとの見方は少なく、中国政府も金融危機回避が最重要との方針を示す。ただし、中国政府はデレバレッジや共同富裕を掲げて経済政策を見直しており、不動産市場の調整が深まり、中国経済が減速する場合には、世界経済への影響も避けられない。

中国の不動産開発大手である中国恒大集団に対し、外債の利払いを控えた9月20日に信用不安が広がり、新たな金融危機を想起される中でグローバルな株安が進んだ。現在は金融市場のショックは一服しているが、今後の展開を巡っては不確実性が高い。問題の背景と、今後の論点について整理を行う。

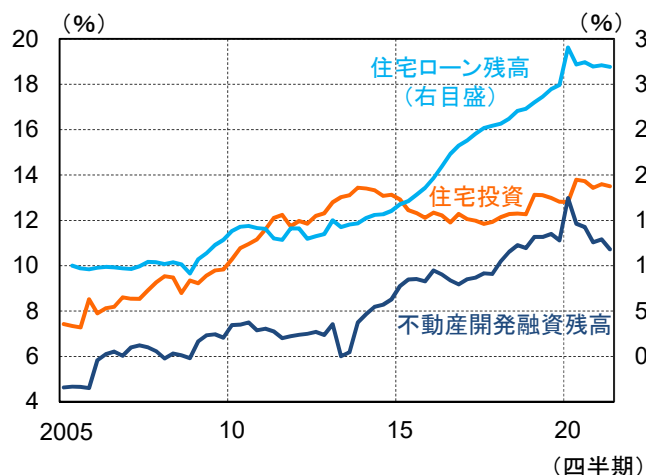
1. 過熱する中国の住宅市場

中国の住宅投資の対GDP比は、2014年にかけ10%を超えて上昇し、4%前後の日米を大きく上回る状況が続いている。この間、融資残高が積み上がり、恒大などを含む不動産開発向けの融資の

増加が続いたほか、家計の住宅ローン残高は一層大きく増加した。ただし、不動産規制が強化された2020年夏以降は、こうした動きも一服している(図表1-1)。

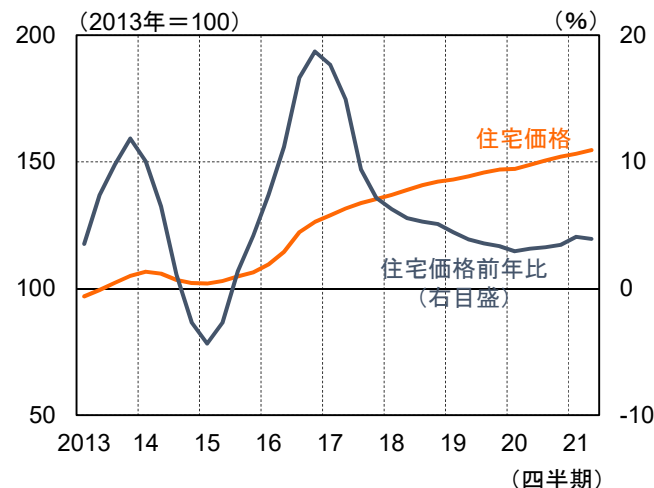
中国の住宅価格は、経済成長や都市化の進展を背景に、利殖・投機目的の需要も加わって上昇してきた。政府は価格高騰のたびに規制を強化し、これに反応して住宅価格は大きく変動してきた。近年は上昇率も経済成長率を下回るなど落ち着きが見られるが、上昇基調は変わっておらず、住宅価格は主要都市の平均で年収の10倍超、一部大都市では50倍を上回るなど、依然割高となっている(図表1-2)。

図表1-1 住宅投資と不動産向け融資残高の対GDP比



(備考) 1. 中国国家统计局、中国人民銀行 2. GDPは名目値

図表1-2 住宅価格と平均可処分所得

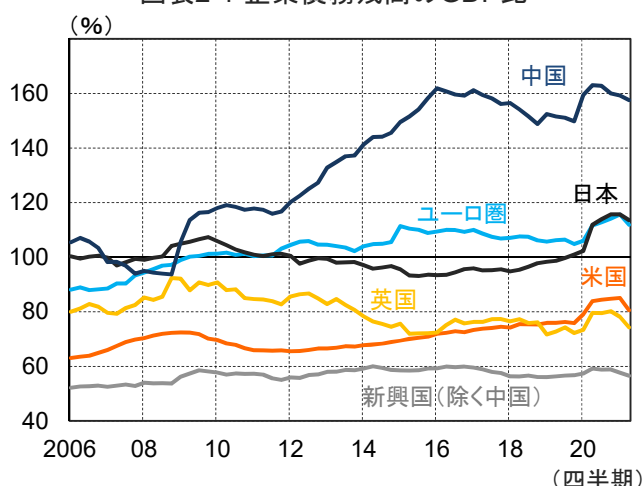


(備考) 1. 中国国家统计局 2. 住宅価格は主要100都市

2. 政府の債務削減策と恒大の現状

中国では、2008年のリーマンショック後、大規模経済対策により企業債務が大きく膨らみ、資金調達手段となった理財商品の拡大などとともに金融リスクが高まった(図表2-1)。実体面では過剰生産能力も表面化しており、政府は、2015年以降にデレバレッジ(債務削減)政策を進め、経済成長もあってGDP比の企業債務は一旦縮小した。ただし、コロナ禍からの回復が投資主導となる中で債務は再度増加した。こうした中、政府は、20年8月に不動産企業に対して三道紅線(3つのレッドライン)を示し、財務比率などに応じた借入制限を行った。今年初めには、融資の総量規制にも乗り出すなど、過剰債務の是正に取り組んできた(図表2-2)。

図表2-1 企業債務残高のGDP比



(備考) 1.IIF 2.非金融企業

こうした中、負債活用により急成長してきた中国恒大は事業見直しを迫られたが、資産の過半を占める開発中の不動産は増加が続いている。一方で現預金は減少しており、外債については9月23日以降、利払いが実行されない状態が続いている。

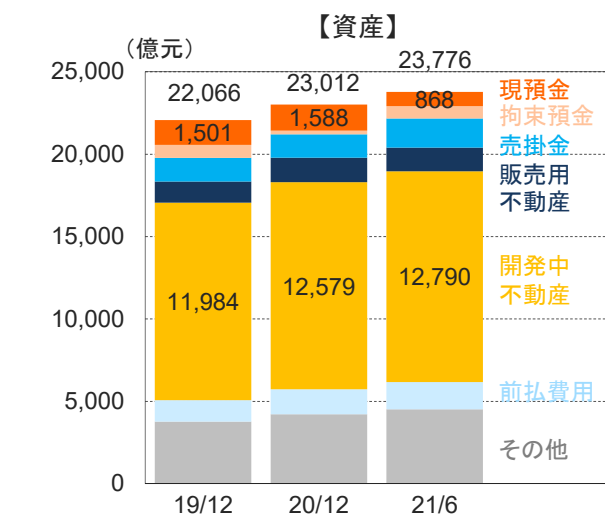
恒大の負債総額は6月末時点の約2兆元(33兆円)、GDPの2%に当たる。これは日本で最大の企業倒産の負債額5兆円をはるかに上回る。ただし、米国や日本の金融危機における損失は金融部門だけでGDP比10%以上とされている。また、有利子負債の2割弱が米ドル建社債(195億ドル)とされるが、これは欧米機関投資家を中心に少額ずつ保有されるほか、日本からの投資も一部機関投資家の分散投資であり、影響は限定的とみられる。

図表2-2 リーマンショック後の主な企業債務削減策

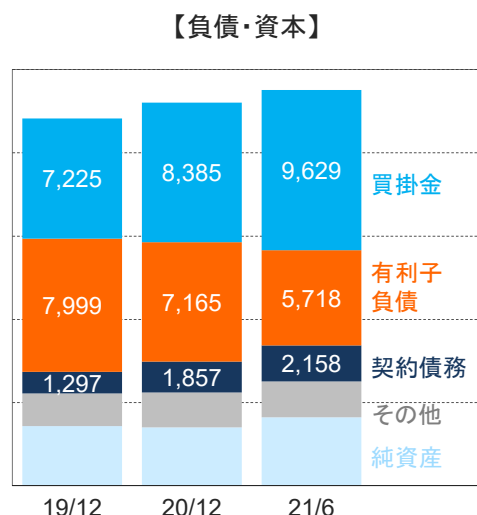
2013年	急増する銀行理財商品(貸付投資信託など)規制強化
15年	企業デレバレッジ(債務削減)・過剰供給力削減
16年	企業の過度な対外投資の規制
20年	8月 不動産企業に「三道紅線」を提示、融資拡大を制限し、全てを超えると追加融資不可に ①資産負債比率70%超 ②純負債資本比率100%超 ③現金の短期債務倍率が1を割り込む
21年	1月 不動産業に関する融資の総量規制 夏頃 ITなどの独占企業への引き締め

(備考) 各種報道資料により日本政策投資銀行作成

図表2-3 中国恒大集団のバランスシート



(備考) 恒大集団資料により日本政策投資銀行作成



負債の中身では、規制を受けて有利子負債は減少したが、代わって買掛金が増加した。建設会社、資材会社など中小を含めて数千社に上るサプライヤーとの信用取引に加えて、より一般的な商業手形の利用が拡大したとの指摘もある。また、住宅引渡前の収受である契約債務も拡大している。

恒大のプロジェクトは、既に800件以上が停止しているとされる。事業や土地の売却で資金を手当てするが、一部の監督機関や地方政府は資産売却により直接サプライヤーに支払いを行っているとも言われる。国内債の利払いは続いており、外債の利払いには30日間の猶予期間があるが、破たんに至る可能性が高い状況となっている。

3. 中国で増加する破たん事例

中国では、デレバレッジ政策を進める中で、負債依存で急成長した企業の破たんが17年頃から増加した。その多くは新興の民営企業だが、国有企業や地方政府所有企業の事例も含まれる(図表3)。

民営企業の破たんの場合、一時的に政府の管理

下で債務整理を進めるものの、最終的には支援企業に事業を移して再建するか清算しており、国有化には至っていない。恒大集団についても、政府管理下で債務処理を進め、支援企業が見つからなければ、清算に至る可能性がある。

4. 今後のシナリオ

住宅市場の過熱鎮静化や市場ルールの徹底を目指す政府は、恒大を救済しないものの、最近の破たん事例と同様に債権者保護やコア事業の存続を模索するとみられ、損失はGDP比2%に相当する負債の一部にとどまるとみられる。また、大手国有銀行などの主要取引行の体力には余力があるほか、8月の中央財經委員会(習近平委員長)では、安易な企業救済を否定する一方、金融危機回避が最重要の方針を確認しており、金融危機は避けられると考えられる。また、外債も欧米金融市場を揺るがす規模ではなく、金融危機は国内外で回避される(図表4-1)。

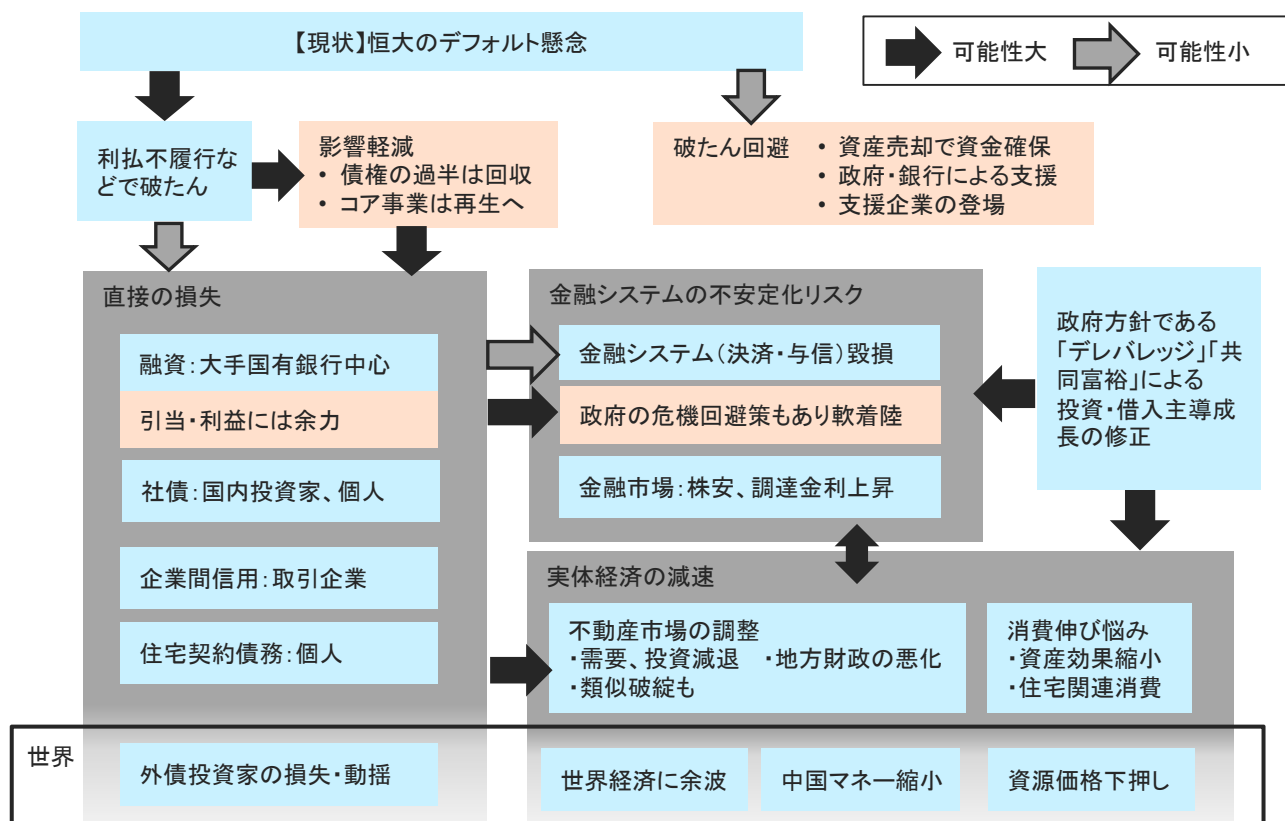
中国恒大の信用問題は、新たな金融危機への火

図表3 近年の大型企業破たん事例

	企業	政府関与	類型	背景	規模	処理状況
大手民営	海南航空	○	再建型	巨額対外投資、コロナ禍、トップら拘束	負債 1.2兆元	18年以降、海外資産の処分進めるも、コロナで自主再建断念。20年3月海南省政府管理下、21年9月中旬大手民営企業方大集団の支援が決定
	安邦保険	○	清算型	巨額対外投資 創業者逮捕	理財商品 1.5兆元	18年、政府(証券管理委員会)管理。理財商品を償還の上、20年9月破産
	明天集団	○	清算型	傘下銀行の資金不正流用など、創業者逮捕	資産 0.9兆元	19年人民銀行管理。銀行については預金が個人全額保護、企業大口1割カットの上、20年8月破産
大手国有金融	華融	△	再建型	拡大路線で巨額損失、トップ収賄で死刑	資産 1.6兆元	21年8月末中信集団(CITIC)を中心とする企業連合が資本参加
大手国有半導体	紫光集団	△	再建型	拡大路線で過度な買収や負債	負債 0.2兆元	裁判所主導で再編、アリババや複数の国有企業が救済検討
中堅不動産	泰禾	—	—	破たんには至らないが、過大債務、経営難で信用不安	負債 各0.2兆元	返済延期交渉、支援企業探すも、経営環境の悪化などで難航
	天房	—	—			

(備考) 1.各種報道資料により日本政策投資銀行作成 2.泰禾は民営企業、天房は天津市政府企業

図表4-1 恒大問題で想定される影響波及シナリオ



(備考) 各種資料をもとに日本政策投資銀行作成

図表4-2 リーマンショックと恒大問題の違い

	リーマンショック	中国恒大の信用問題
危機の発端	価格下落で住宅ローンを抱える世帯の多くが返済・借換困難に	事業急拡大で財務悪化、政府の規制強化で調整
影響の波及経路	サブプライム住宅ローン → AAA含む証券化商品 → 投資金融機関	特定企業 → 特定取引銀行・企業 → 不動産業
海外へのインパクト	英独などの外国金融機関が米国証券化商品に多く投資し、損失発生、破たんも	195億ドルは、米社債市場15兆ドルの0.1%、うちハイイールド債の0.6%に相当
当局の姿勢	危機の発端であるWall St.救済に批判	安易な救済回避も、金融システム維持を明示

(備考) 日本政策投資銀行作成

種の可能性があるとして、米欧で急速に関心を集めた。ただし、震源企業や、事業や金融の取引を通じた波及ルートが特定・限定される恒大問題は、広く金融商品の信用問題に発展し、国境を越えて世界の金融システムに影響を及ぼしたリーマンショックとは異質との見方が多い(図表4-2)。

ただし、政府の債務削減方針の強度によっては、類似企業の破たんなど、不動産市場の調整が続く可能性はある。別途でこ入れ策を講じるにしても、GDPウエートの高い不動産業の調整で中国経済が減速すれば、世界経済への影響も避けられない。

日米の中銀トップなども、恒大問題は、当該企業あるいは中国不動産業に限られるとの見方を示している。ただし、コロナ禍を経て、世界的に企業債務が増大しており、大規模金融緩和下での上昇した資産価格の調整などに影響が飛び火するリスクも皆無ではない。実体経済の悪化との悪循環で影響が増幅するという、金融危機に共通した展開には注意が必要と考えられる。

©Development Bank of Japan Inc.2021

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引等を勧誘するものではありません。

本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要ですので、当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：日本政策投資銀行』と明記して下さい。

お問い合わせ先 株式会社日本政策投資銀行 産業調査部

Tel: 03-3244-1840

e-mail(産業調査部): report@dbj.jp