



市川レポート

中国恒大集団問題について

- 恒大集団の経営環境は不動産融資規制で急変、デフォルトや経営破綻の懸念が市場に広がる。
- 銀行の総融資額のうち恒大向けは比較的小さくリーマン・ショックのような金融危機は避けられよう。
- 信用リスクの広がりには要注意だが中国当局は間接的に債務再編を支援し恒大の清算は回避へ。

恒大集団の経営環境は不動産融資規制で急変、デフォルトや経営破綻の懸念が市場に広がる

先週は、中国恒大集団の債務問題に対する懸念が強まり、主要国の株価指数が大きく下落する場面がみられました。恒大は1996年に広東省広州市で創業、その後の不動産ブームに乗り、従業員10人弱の小さな会社から国内の不動産開発大手へ急成長を遂げました。しかしながら、中国当局が2020年夏に「三道紅線」（3つのレッドライン）と呼ばれる不動産融資規制を導入したことを機に、経営環境が大きく変化しました。

3つのレッドラインとは、①総資産に対する負債比率が70%以下、②自己資本に対する負債比率が100%以下、③短期負債を上回る現金の保有、という3つの財務指針です。これらを守れない不動産業者は、銀行融資の規模などが制限されることとなります。恒大は複数の指針に抵触しているとされ、市場では融資規制による恒大の債務不履行（デフォルト）や経営破綻の警戒がくすぶっています。

【図表1：中国恒大集団の負債総額】

項目	金額（人民元）
買掛金	9,629億
借入金（債券を含む）	5,717億
契約債務	2,157億
その他	2,162億
負債総額	1兆9,665億

(注) 金額は2021年6月末時点。
(出所) 各種資料を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【図表2：中国恒大集団の社債の利払いスケジュール】

利払い日	利払い額（人民元）	利払い額（米ドル）
9月29日		4,750万
10月12日		1億4,813万
10月19日	1億2,180万	
10月30日		1,425万
11月8日		8,249万
12月28日	2億5,520万	

(出所) 各種資料を基に三井住友DSアセットマネジメント作成



銀行の総融資額のうち恒大向けは比較的小さくリーマン・ショックのような金融危機は避けられよう

恒大の負債総額は、取引先への未払い分などを含めると、1兆9,665億円（約33兆4,000億円）に達するとみられ、これは中国の名目国内総生産（GDP）の約2%に相当する金額です（図表1）。今月下旬以降、社債の利払いが集中し、年内の利払い額は社債だけでかなりの金額にのぼる見通しです（図表2）。また、2022年からは利払いだけでなく満期償還を迎える予定です。

なお、恒大の債務問題が、リーマン・ショックのような金融危機に発展するのではないかとの声も一部に聞かれますが、米格付け会社S&Pグローバル・レーティングスによると、中国の銀行総融資額のうち、恒大向けは0.3%強にとどまるとのことです。そのため、仮に恒大がデフォルトに陥っても、中国の金融システム全体が動揺する恐れは小さいと思われます。

信用リスクの広がりには要注意だが中国当局は間接的に債務再編を支援し恒大の清算は回避へ

ただ、海外の投資家は、恒大の米ドル債を約195億ドル保有している模様で、特定の社債がデフォルトとなった場合への影響が懸念されます。また、中国国内では、恒大の「理財商品」を保有する個人投資家が、償還を求めて抗議する動きもみられます。このほか、同業の不動産会社に債務問題が連鎖することも想定されるため、この先、信用リスクの広がりには注意が必要です。

なお、直近では、香港と米国の金融当局が、域内の金融機関に恒大向けの債権額を報告するよう求めたと報じられていますが、これは信用リスクの顕在化に備えた動きと思われます。当面、恒大の債務返済状況や中国政府の対応が、市場の焦点になるとみえますが、弊社は恒大について、債務再編は避けられないものの企業清算は回避され、中国当局は直接支援ではなく銀行を通じた間接支援で債務再編を支えようと考えています。

※個別銘柄に言及していますが、当該銘柄を推奨するものではありません。

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき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。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。■当資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友DSアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会