

国有企業の社債デフォルト急増

日本総合研究所 関辰一

中国を読む

中国では、国有企業の社債デフォルト（債務不履行）が増えている。2020年通年の社債（コマーシャル・ペーパーなど短期債券を含む）のデフォルトは累計で77件と、19年の16件から大幅に増加した。20年10月に独BMWと合併を組む華晨汽車集団、11月には半導体製造大手の紫光集団、12月には繊維大手の山東如意科技集団の社債もデフォルトとなった。

19年16件から4倍超

こうした事態を受けて、市場ではリスク回避の動きがみられる。石炭関連企業や資金繰りが苦しいとみられる国有企業の社債価格が急落している。米国のムーディーズが出資している中国の格付け最大手、中誠信国際は国有石炭企業、永媒集団の格付けをAAAとしていた。それにも関わらず同社の社債がデフォルトしたことを投資家はネガティブ・サプライズと捉え、他のAAA格付けの国有企業に対しても疑念を持つようになっていく。

21年、中国では国有企業のバランスシート調整や再編による

紫光集団が昨年、北京国際科技産業博覧会で展示した半導体チップ（中国新聞社）



景気下押し圧力の増大が不可避とみられる。国有企業といえども、今後、財務改善のために事業再編や人員リストラに取り組む必要が出てくるためである。華晨汽車集団だけでも傘下に160社余りの子会社・関連会社を抱えており、債権者からはその整理を求められる可能性が高い。

他方、連鎖破綻といったシステムリスクが生じるほど、現時点で深刻な状況に陥っているわけではない。中国経済および企業収益は、日米欧に比べて目覚ましい回復をみせている。中国金融当局が単発的なデフォルトを認めつつも、金融危機につな

がるような「デフォルトの連鎖」は回避する姿勢を示したことで、市場金利の急上昇も免れている。

社債デフォルトが増えている背景として、中国経済が新型コロナウイルス禍からの回復軌道に乗ったことで、中国政府が国有企業の資金繰り支援を縮小しつつあることが指摘できる。華晨汽車集団の債権者によると、遼寧省政府と地元金融機関は、社債デフォルトを回避するための資金を同社に融資することについて協議していた。しかし、中国政府の意向により、その融資は実現されなかったとみられる。



せき・しんいち 2006年早大大学院経済学研究科修士課程修了。08年日本総合研究所入社、19年から調査部主任研究員。拓殖大学博士（国際開発）。専門分野は中国経済。著書に「中国経済成長の罫」。39歳。中国上海出身。

これまで中国では、利払いに窮した国有企業に対して中央・地方政府が全面的に資金支援してきたため、国有企業にはいわゆる「暗黙の政府保証」があるといわれてきた。暗黙の政府保証により、国有企業は返済能力に見合わないほど債務を拡大し、過剰債務状態に陥った。国有企業は仮に利払いに窮しても最後は政府が助けてくれるだろうと、返済能力を上回る規模の債務を背負いやすくなる。銀行や保険会社など資金の出し手も政府の支援を期待して、融資や投資を行うにあたり事業の将来性や返済能力を十分に審査しなくなる。

暗黙の政府保証是正

こうしたなか、中国政府は過剰債務・不良債権問題への対応の一環として、社債のデフォルトを14年から試験的に容認し始めた。同年3月に李克強首相が「金融商品のデフォルトは望まないものの、回避できないケー

スもある」と述べた。16年5月19日付の人民日報では、習近平国家主席とみられる「権威人士」が「どのような銘柄に投資しても、元本の償還と利息の支払いは固く守られる状況を打破しなければならない」と主張した。

その結果、14年に中国で初めて社債デフォルトが発生し、その後件数は増加傾向にあるものの、事例を見ていくとほとんどが民間企業であった。一部の例外を除いて、政府は国有企業の債務に対して引き続き暗黙の保証を付けてきたのである。

このように、中国国有企業の社債デフォルトが増えている状況は、国有企業の再編などを通じて21年の景気押し下げ要因となる。その一方で、システムリスクを回避しながら一部国有企業への政府支援を減らしていることを鑑みると、長年の懸案である「暗黙の政府保証」の是正という構造改革の前進と捉えることもできる。