

2021 年 6 月 17 日
No.2021-014

中国社債市場において 「暗黙の政府保証」が抱えるジレンマ ～ 中国華融資産管理の信用不安 ～

調査部 金融リサーチセンター 副主任研究員 谷口 栄治

《要 点》

- ◆ 中国では、近年、社債のデフォルトが増加傾向にあり、足元ではこれまで該当が少なかった国有企業や外貨建て債券のデフォルトが相次いで発生。過剰債務という構造問題を抱えるなか、中国債券市場においてデフォルトは今後も増加する見込み。
- ◆ 2021 年 4 月には、国有銀行の不良債権処理を目的に設立された金融資産管理会社（Asset Management Company）の 1 つである中国華融資産管理の債券価格が急落するなど、信用不安問題が表面化。
- ◆ 中国華融資産管理は、2019 年末時点で約 200 億ドルと、多額のドル建て債を発行しており、その信用リスクに対する海外投資家からの注目度も高い。今後は、中国政府・当局が同社の救済に動くかが最大の焦点に。
- ◆ 仮に中国華融資産管理のデフォルトを容認した場合、「暗黙の政府保証」の否定につながり、政策運営の透明性向上、将来の金融リスクの軽減につながる一方、海外投資家をはじめ中国債券市場への投資意欲が減退するリスクが存在。
- ◆ 他方、同社の救済に踏み切れば、金融市場の混乱収束、海外からの投資資金の流入持続といったメリットはあるものの、不透明な政策決定プロセスや過剰債務といった構造的な問題は温存され、中期的な市場や経済の発展を阻害。
- ◆ 中国債券市場の将来性や中国における金融リスクを見極める観点からも、中国華融資産管理の信用不安問題に対し、中国政府・当局がどのような政策判断を下すか、今後の動向を注視していく必要あり。

本件に関するご照会は、
調査部 金融リサーチセンター 副主任研究員・谷口栄治宛に
お願いいたします。

Tel: 080-4377-3420
Mail: taniguchi.eiji@jri.co.jp

日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」はこちらから登録できます。
<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがあります。本資料の情報に基づき起因してご閲覧者様及び第三者に損害が発生したとしても執筆者、執筆にあたっての取材先及び弊社は一切責任を負わないものとします。

1. はじめに

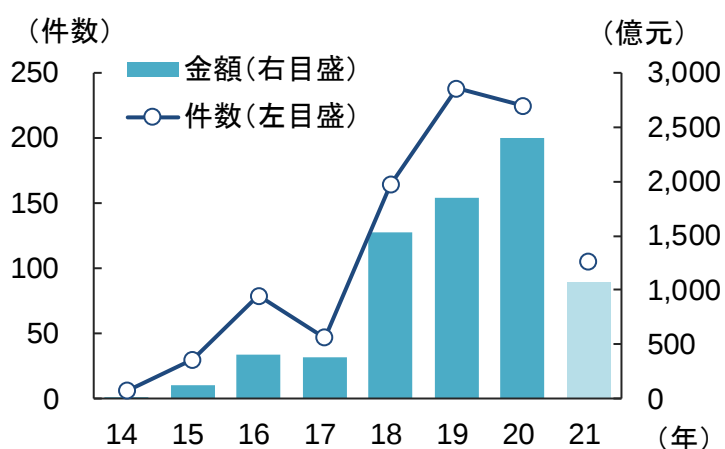
中国では、ここ数年社債のデフォルトが拡大傾向にあり、足元では国有企業や外貨建て債券のデフォルトも増加している。こうしたなか、多額のドル建て債を発行している中国国有の大手不良債権受け皿会社、中国華融資産管理（China Huarong Asset Management）の社債利回りが足元で急騰するなど、同社の信用不安に対して金融市場からの注目度が高まっている。そこで本稿では、中国社債市場の今後の行方を左右する大きなポイントとなる中国華融資産管理の信用不安について概観するとともに、金融市場に及ぼす影響等について考察する。

2. 中国社債市場におけるデフォルトの増加

中国社債市場では、2013 年までデフォルトが発生していなかったが、その背景には、政府による金融支援、いわゆる「暗黙の政府保証」が存在していた。もっとも、企業の過剰設備や過剰債務への対応が重要な政策課題として挙げられるなか、中国政府は社債のデフォルトを容認する方針に転じており、2018 年以降、デフォルト件数や金額が著しく増加した（図表 1）。とりわけ足元では、これまで事例の少なかった国有企業や外貨建ての債券でもデフォルトが生じている。例えば、2020 年 12 月には国有の半導体大手の紫光集団が発行する約 25 億ドル規模のドル建て債が債務不履行となった。

今後を展望しても、中国が過剰債務という構造問題を抱えるなか、ドル建て債も含め、社債のデフォルトが増加していくと見られており、市場参加者の警戒感が高まっている。

（図表 1）中国社債市場のデフォルト件数・金額



（資料）Wind Database

（注）2021 年は 5 月末までの数値。

3. 中国華融金融資産会社の概要

（1）金融資産管理会社の設立

こうした状況下、中国の債券市場における新たなリスクとして注目されているのが、中国華融資産管理の信用不安である。

中国華融資産管理は、1999 年、アジア通貨危機等によって不良債権が増加した中国国有銀行の財務健全化を目的に、中国政府によって設立された金融資産管理会社（Asset Management Company）の 1 つである。同社は、中国工商銀行の不良債権を買い取ったが、その

（図表 2）中国の大手金融資産管理会社

資産管理会社	対象国有銀行
華融資産管理	中国工商銀行
信達資産管理	中国建設銀行
東方資産管理	中国銀行
長城資産管理	中国農業銀行

（資料）各社ホームページより日本総研作成

他の四大国有銀行である中国建設銀行、中国銀行、中国農業銀行の不良債権処理にあたっても、それぞれ信达資産管理、東方資産管理、長城資産管理という金融資産管理会社が設立された（図表2）。

金融資産管理会社は、設立時にそれぞれの対象となる銀行から切り離された不良債権を買い入れたうえで、直接回収や担保資産の競売、債務の株式転換（Debt Equity Swap）、外資企業等への売却、といった手法を用いて不良債権処理を行った。2004～05年にかけては、従来の対象銀行以外の不良債権購入も可能となり、事業を拡大させていった。

（2）ビジネスモデルの転換（株式公開、事業多様化）

中国経済の堅調な成長を受けて、不良債権処理が比較的順調に進むなか、2007年に開かれた全国金融工作会议¹において、金融資産管理会社の株式会社化や事業の多様化を進めていく方針が示された。例えば信达資産管理では、2012年に全国社会保障基金（National Council for Social Security Fund）²、中信キャピタル（CITIC Capital）といった国内機関投資家に加え、スイスのUBS、英Standard Charteredといった海外金融機関からも出資を受け、翌2013年には金融資産管理会社として初めて香港証券取引所に上場した。同様に華融資産管理も2012年に株式会社化され、2015年に香港市場に上場した。

事業の多様化については、合弁会社の設立やM&A等を通じて、様々な事業領域に参入している。例えば、華融資産管理では、傘下に銀行、証券、リース、信託、消費者金融、先物取引等を手掛ける金融子会社を保有している（図表3）。

（図表3）中国華融資産管理傘下の主な金融子会社

機能	傘下金融子会社	設立・法人化
銀行	華融湘江銀行	2010年10月
証券	華融証券	2007年9月
リース	華融金融租賃	2001年12月
信託	華融国際信託	2002年8月
消費者金融	華融消費金融	2016年1月
先物取引	華融期貨	1993年9月

（資料）当社ホームページ、当社Annual Reportより日本総研作成

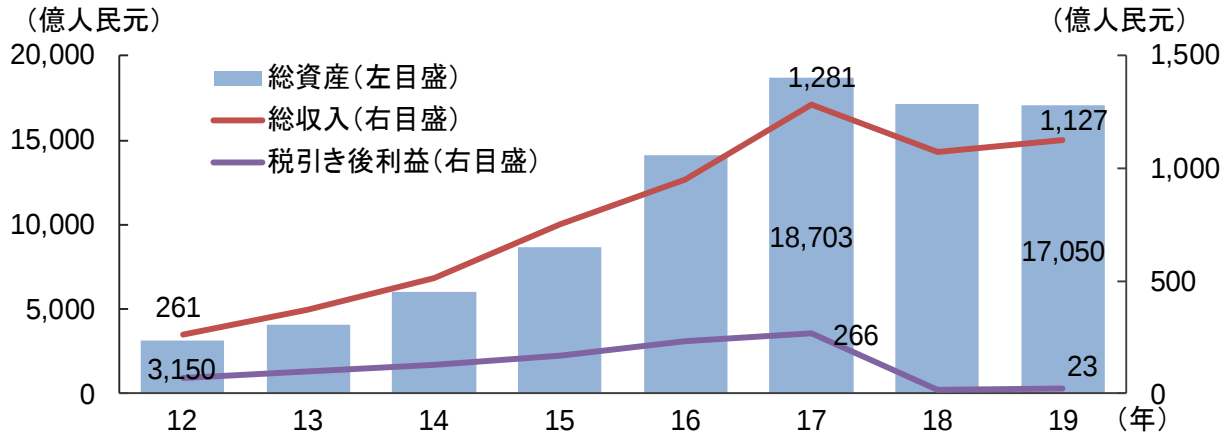
（3）海外事業の急拡大とその後の業績低迷

中国華融資産管理は、株式会社化した2012年以降、不良債権のさらなる買い取りや事業多様化等によって業容を拡大し、2012年から17年にかけて、同社の資産規模は約3,000億元から1兆8,000億元に、トップライン収益は261億元から1,281億元にと、それぞれ6倍近く増加した（図表4）。

¹ 金融関連の政策に関する中期的な方針を決定する会議。初開催はアジア通貨危機直後の1997年であり、その際に四大金融資産管理会社の設立が決定された。その後は5年ごとに開催されている（直近は2017年）。

² 中国中央政府の年金基金。

(図表 4) 中国華融資産管理の総資産・総収入・ボトムライン収益



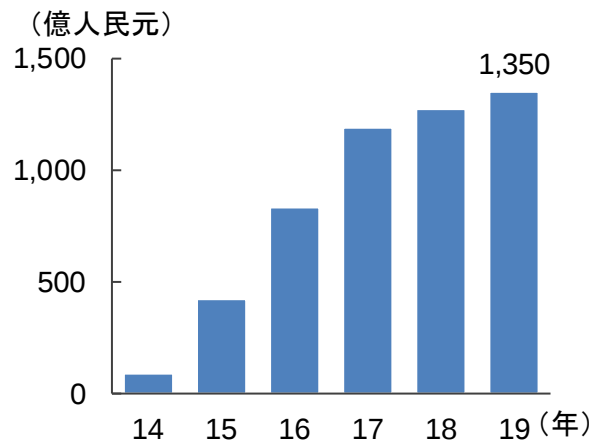
(資料) 当社 Annual Report

とりわけ、2012年に頼小民氏が会長（董事長）に就任して以降、同社は資産運用・管理事業において海外事業を積極的に拡大させていった。具体的には、外貨建て債券（主にドル建て）を発行し、それを元手にドル建ての資産に投資するというビジネスモデルであり、同社のドル建て債は2015～17年の間に急増した（図表5）³。実際にどのような資産に投資されていたかは、Annual Report等で開示されておらず、不透明な点も多い。

その後、頼氏が2018年に収賄等の罪で逮捕・失脚⁴してからは、華融資産管理はこれまでの積極的拡張路線から、中核ビジネスである不良債権事業への回帰や資産運用・管理部

門をはじめとする不採算部門の圧縮など、経営の合理化を進める方針に転換した。実際、資産管理・資産運用部門の収益シェアが、2017年の25%から2019年には12%へ半減している（図表6）。このように経営合理化を進めているにもかかわらず、2019年の資産運用・管理事業の税引き前利益をみれば、135億元の赤字を計上するなど、同社の経営上の重石となっている状況は変わっていない（図表7）。

(図表 5) 中国華融資産管理のドル建て債の発行残高

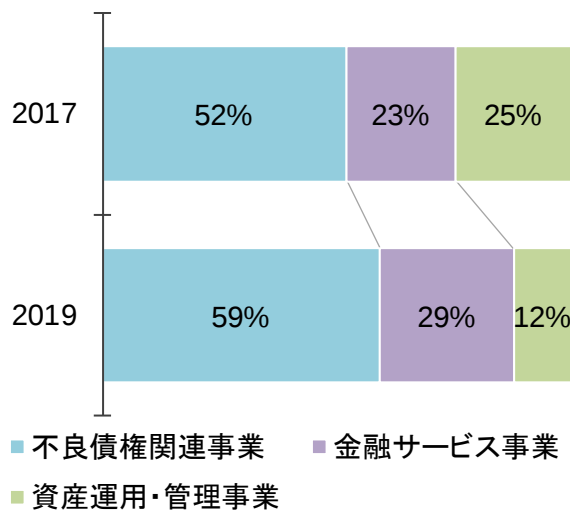


(資料) 当社 Annual Report

³ グループ内で海外事業を手掛ける子会社として、中国華融国際（Huarong International）が存在しており、基本的に同社や同社の傘下企業がドル建て債等の外貨建て債券を発行している。

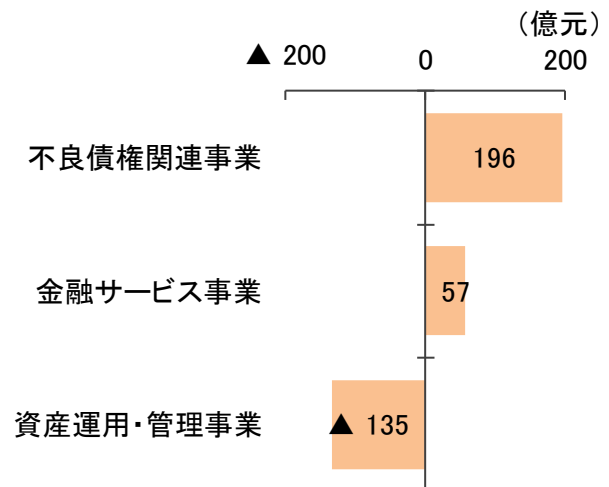
⁴ 地元メディアから過去最悪の収賄事件と非難されるなか、2021年1月、頼氏に対して経済事件としては異例とも言える死刑判決が下され、翌月、刑が執行された。こうした厳しい措置の背景には、反腐敗運動を強力に推し進める習近平指導部の意向があったとされている。

(図表 6) 中国華融資産管理の事業別の
収益シェア



(資料) 当社 Annual Report

(図表 7) 中国華融資産管理の事業別の
税引き前利益 (2019 年)



(資料) 当社 Annual Report

4. 中国華融金融資産会社における信用不安

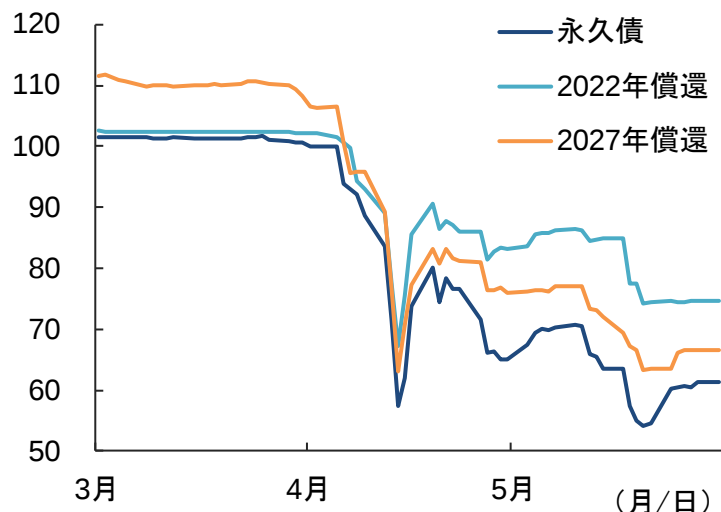
(1) 信用不安に至った経緯

このように苦しい経営環境に置かれるなか、本年4月、中国華融資産管理が予定されていた決算発表を延期したことをきっかけに信用不安が顕在化した。

具体的に、2021年4月1日、同社は会計監査に時間を要するとして2020年12月期の決算発表を延期するとともに、香港証券取引所における同社株式の取引を停止すると発表した。一連の動きを受けて、投資家の間で不安心理が高まったことから、4月13日、同社のドル建て債の価格が急落した(図表8)。同月16日、金融当局である銀行保険監督管理委員会(銀保監会)が、同社には潤沢な流動性があるとの声明を出したことによって、社債価格は上昇したものの、4月下旬には月末までに行うとしていた決算発表を再度延期すると発表したことや、大手格付会社のフィッチ・レーティングスが華融資産管理の信用格付を「A」から「BBB」へ3段階格下げしたこと等を受けて、社債価格は再び下落に転じた。

(図表 8) 中国華融資産管理のドル建て債の価格

(セント/額面1ドルあたり)



(資料) Bloomberg L.P.

（２）中国華融資産管理の信用不安に対する見方 ～ 「暗黙の政府保証」

中国華融資産管理の信用不安のきっかけとなったのが決算発表の遅延について、一部報道では、同社が当局等と不採算部門の売却等の財務再編を協議しており、評価額の確定等に時間を要していることが決算発表遅延の原因になったと指摘されている。前述の通り、中国華融資産管理は、2019 年末時点で約 200 億ドル（1,350 億元）のドル建て債を発行しており、その大半は海外投資事業と密接に関わっているとされる。仮に不採算部門として同ビジネスの整理が性急に進められた場合、同時にドル建て債も含め、一定の債務整理が行われるのではないかと、この懸念が信用不安の背景にあったと推察される。

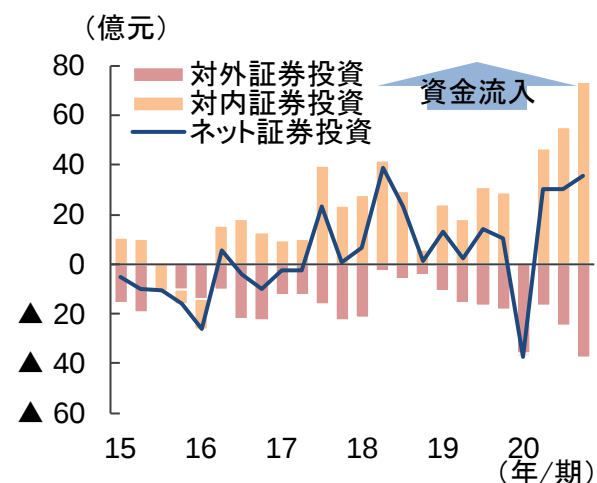
同社の信用不安問題について、今後の最大の論点は、政府からの支援がどの程度あるか、である。同社は、前述の通り国策として設立された企業であり、株式公開しているものの、今でも政府が 6 割程度出資する国有企業である⁵。そのため、中国政府による「暗黙の政府保証」を期待した投資家が相応に存在すると指摘されている。実際、中国当局は銀行に対して華融資産管理に対する融資を継続するよう要請したとされており、4 月末に期限を迎える外貨建て債券について、自身のルーツとも言える中国工商銀行から償還資金を調達したと報じられている。

もっとも、中国当局は同社に対する支援を明言しておらず、信用不安に対する市場参加者の懸念が払しょくされていないというのが現状と言えよう。

5. 中国華融資産管理の信用不安問題における中国政府・当局のジレンマ

中国の証券投資収支をみれば、コロナ危機による市場の混乱のあった 2020 年 1～3 月期を除けば対内証券投資の流入が続いており、足元にかけて加速している（図表 9）。この背景には、2017 年 7 月にスタートした「債券通（ボンドコネクト）」によって海外投資家が香港経由で中国の債券を購入できるようになるなど、中国政府による金融市場の対外開放が進んでいることがある。また、先進国で低金利環境が長期化するなか、相当の金利水準が期待できる中国の債券市場の魅力が高まっていると言えよう⁶。

（図表 9）中国の証券投資収支



（資料）中国国家外貨管理局

（１）中国政府・当局の選択肢 ～ デフォルトを容認するか、救済するか

このように国際金融市場において中国市場のプレゼンスが拡大するなか、一連の中国華融資産管理のデフォルトを容認するか、それとも救済するか、中国政府・当局は極めて難しい判断

⁵ 2019 年末時点の中国華融資産管理の主な株主構成は以下の通り：中国財務省…61.4%、ウォーバーグ・ピンカス・グループ（米プライベート・エクイティ投資会社）…10.54%、全国社会保障基金…6.3%、中国人寿保険（China Life Insurance）…4.2%、中央匯金投資（Central Hujin Investment）…4.4%等。

⁶ 2021 年 3 月、英指数算出会社の FTSE ラッセルが、代表的な国債指数である「FTSE 世界国債インデックス（WGBI）」に中国国債を段階的に組み入れると発表したことも、中国の債券市場のプレゼンスが高まっている 1 つの証左と言える。

が求められるが、大別すれば、2つの選択肢が存在する（図表 10）。

1 つめが、「デフォルトを容認するケース」である。その場合、財務状況が悪化した企業はデフォルトするという金融資本市場の基本的な原則に基づいた措置となるため、政策運営の透明性が向上するほか、過剰債務問題にも対応することで、将来の金融リスクの軽減にもつながる。一方、同社のドル建て債の約 200 億ドルという規模感等を踏まえれば、国際的な金融システム上の問題となる可能性は低いとみられるが、米国の金融政策の動向等を巡り、ボラティリティが増大している金融市場にとっては、中国社債市場の混乱は新たなリスクファクターとなるだろう。加えて、「暗黙の政府保証」を認めないという中国当局の政策スタンスがより鮮明となることで、海外投資家をはじめ中国債券市場への投資意欲が減退するリスクもある。

2 つめが、「デフォルトを阻止するケース」である。その場合は、中国社債市場における混乱は一旦収束し、海外からの投資資金の流入が続くとみられる一方、不透明な政策決定プロセスや過剰債務といった構造的な問題は温存され、中長期的により深刻な経済・金融危機につながるリスクも存在する。

（図表 10）中国華融資産管理の信用不安問題への対応策のメリット・デメリット

政府・当局の 選択肢	メリット (効果)	デメリット (課題)
デフォルト 容認	✓ 市場原理に基づく政策判断 (政策運営の透明性向上) ✓ 過剰債務問題への対処を通じた 将来の金融リスクの軽減	✓ 金融市場が更に混乱 ✓ 海外投資家をはじめ、 中国債券市場への投資意欲の減退
デフォルト 阻止 (救済)	✓ 足元で生じている社債市場の 混乱収束 ✓ 中国債券市場への資金流入が持続	✓ 「暗黙の政府保証」の存置による (不透明な政策運営) ✓ 将来の金融危機のリスクの温存

（資料）日本総研作成

（２）想定されるメインシナリオ ～ 当局はバランスのとれた解決策を模索

今後のメインシナリオを想定するうえで、重要なファクターになると考えられるのが、①中国華融資産管理の本業である不良債権事業、②中国の資本市場の対外開放策、である。

過剰債務問題を抱える中国経済では、不良債権処理を専門的に担う金融資産管理会社果たすべき役割は大きい。実際、華融資産管理の不良債権関連事業は堅調であり、本業に集中させるために不採算部門の切り離しを早急に進めるなかで、一定のドル債デフォルトを容認する可能性はあるが、それによって本業に影響が及ばないよう留意しながら進めると想定される。

また、資本市場の対外開放も中国にとって重要な政策の 1 つであり、海外投資家の投資意欲を削ぐような無秩序な事態に陥ることは回避しようとするだろう。これまでのところ、当局からの指示もしくは容認のもと、中国工商銀行からの支援を受けて社債の償還に応じていることも、その証左とも言える。

こうした点を踏まえれば、中国政府・当局がデフォルトを容認するとしても、金融市場や中

国経済に甚大な影響が及ばない、バランスのとれた解決策を模索するとみられる。

このように、短期的な金融市場の混乱だけでなく、中国債券市場の将来性や中国における金融リスクを見極める観点からも、今回の中国華融資産管理の信用不安問題に対し、中国政府・当局がどのような政策判断を下すかは、重要な試金石になる。わが国の金融機関や当局においても、その動向を注視していく必要があるだろう

<参考文献・資料>

- 中国華融資産管理会社 Annual Report
(<http://www.chamc.com.cn/en/InvestorRelations/RegularReports/index.shtml>)
- 中国信達資産管理会社 Annual Report
(<http://www.cinda.com.cn/en/investor/regular/list.shtml>)
- 中国東方資産管理会社 ホームページ (<http://www.coamc.com/>)
- 中国長城資産管理会社 ホームページ (<http://www.gwamcc.com/>)
- 関 辰一 [2020]. 「中国の社債デフォルト急増をどうみるか」 日本総研 Research Focus No. 2020-030 (2020 年 12 月 8 日)