

2020年12月8日  
No.2020-030

## 中国の社債デフォルト急増をどうみるか

調査部 主任研究員 関辰一

### 《要 点》

- ◆ 中国では、11月から社債のデフォルトが急増している。こうした動きは、「暗黙の政府保証」の是正という構造改革の前進と捉え評価できる一方、2021年の景気押し下げ要因として警戒的に見ておく必要がある。
- ◆ 現時点では、連鎖破綻といったシステムリスクにつながるような状態が生じているわけではない。これまでも中国社債市場でのデフォルトは趨勢的に増加してきたが、今回は、国有企業のデフォルトが多いという点に注意が必要である。
- ◆ 国有企業の社債デフォルト増加の背景として、中国経済がコロナ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たことが挙げられる。
- ◆ この狙いは、いわゆる「暗黙の政府保証」の是正とみられる。長い間、利払いに窮した国有企業に対して政府が全面的に支援してきたため、国有企業には「暗黙の政府保証」があった。この結果、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。
- ◆ 足許で国有企業の社債デフォルトが増えているのは、中国政府が社債市場における「暗黙の政府保証」を是正し、国有企業改革に乗り出したことを示す動きと解釈できる。
- ◆ 中国における企業収益の改善が著しいなか、現時点では、大規模なシステムリスクに至る可能性は低いものの、国有企業のバランスシート調整や再編と通じて、景気への一定のマイナス影響は避けられない。

本件に関するご照会は、調査部・主任研究員・関辰一宛にお願いいたします。

Tel: 080-4618-0167

Mail: [seki.shinichi@jri.co.jp](mailto:seki.shinichi@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/>

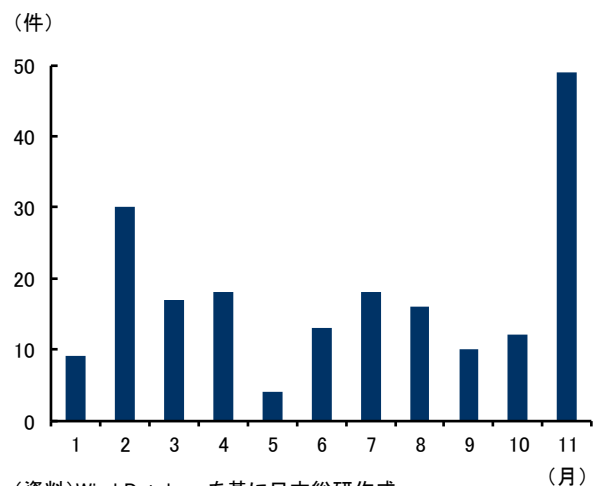
本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

## 1. 社債デフォルトが急増

中国で、社債のデフォルトが急増している。Wind Database を用いて社債（コマーシャル・ペーパーなど短期債権を含む）のデフォルト件数を集計すると、新型コロナ感染拡大による混乱が広がった本年 2 月に 30 件と 1 月から急増したものの、3 月以降は 20 件以下にとどまっていた。しかし、11 月は 49 件と 2 月を大きく上回る水準へと急増した（図表 1）。

本年 1～11 月までの社債デフォルトは 196 件と、現時点では 2019 年暦年の 237 件より少ないものの、このペースでデフォルトが増えると、2020 年暦年では過去最多となる可能性がある。

（図表 1）2020 年の社債のデフォルト件数



（資料）Wind Databaseを基に日本総研作成

## 2. 国有企業のデフォルトが多数発生

これまでも社債デフォルトの大幅増加がみられる局面はあったものの、その際はほとんどが民間企業であった。今回は国有企業の社債デフォルトが多いという点でこれまでと様相が異なる。2019 年暦年における合計 237 件の社債デフォルトのうち国有企業は 16 件にとどまるが、2020 年 1～11 月の 196 件のうち国有企業は 77 件であった。

具体的な事例をみると、10 月 23 日に独 BMW と合弁を組む華晨汽車集団の社債がデフォルトした。同社の筆頭株主は遼寧省国有資産監督管理委員会であり、グループで従業員数 4 万 7000 人、総資産 1,900 億元を擁する。中国政府による自動車産業の外資規制緩和を受けて、BMW と華晨汽車集団は 2018 年 10 月、合弁会社「華晨 BMW」の出資比率を現在の 50%・50% から 75%・25% に変更することで合意していた。華晨汽車集団が、収益の柱である「華晨 BMW」を失うことは、かねてから市場の懸念材料であったうえ、同社では過剰債務が重しとなり、資金繰りが厳しい状況が続いていた。

また、11 月 10 日には、石炭大手の永煤集団の社債がデフォルトした。同社の親会社は、河南省最大の国有企業であり、グループで従業員 18 万人擁する河南能源である。河南能源も過剰債務が懸念視されてきた。

同月 16 日には、半導体製造大手の紫光集団の社債がデフォルトした。筆頭株主は、習近平国家主席の母校でもある清華大学が 100% 出資する清華股份である。紫光集団は、政府の半導体産業育成策を追い風に、積極的な借入れで業容拡大を続けてきたものの、付加価値の高い最先端の半導体はそれほど手掛けていないとされる。

## 3. 「暗黙の政府保証」の是正に向けた前向きな動き

現時点で、中国において連鎖破綻といったシステムリスクにつながるような状態が生じているわけではない。むしろ、このところ中国経済と企業収益は回復傾向が続いている。7～9 月期の実質 GDP 成長率は 2 四半期連続のプラスとなるなど、中国経済は日米欧に比べて目覚ましい回復をみせている（図表 2）。国家統計局によると、工業企業（製造業、鉱業、電力・ガス・水道を含む）

の売上高は 1~3 月期に前年同期比▲2 割減と落ち込んだものの、7~9 月期には同+5%前後へと持ち直した。利潤総額（経常利益に相当）は同▲4 割減から+15%前後へ急回復した。とりわけ、自動車や半導体の需要拡大が顕著である。

中国における企業収益の改善が著しいなかで、社債のデフォルトが急増している背景として、中国经济がコロナ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、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と協議していた。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。

中国の社債市場では、かねてから「剛性兑付(ガンシンドイフ)」の問題が指摘されてきた。「兑付(ドイフ)」とは小切手・兌換券などを現金にすることで、「剛性(ガンシン)」とは鋼のように固いことである。社債市場では、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ということを示す言葉であり、実際そうした状況が長く続いた。

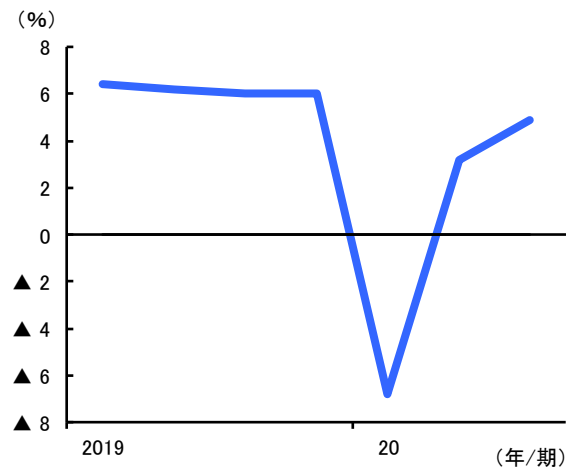
たとえば、格付けが付与された社債は 2003 年から存在するが、社債のデフォルト件数は 2013 年までゼロであった。リーマン・ショック後も、世界の社債市場ではデフォルトが急増したものの、中国社債市場では、収益が悪化した企業に対して政府が全面的に支援してきたこともあり、デフォルトはゼロであった。

本来であれば、2012 年 4 月 16 日、大手繊維メーカーの山東海龍の社債が中国の社債デフォルトの第 1 号になるところであった。同社は経営不振により債務超過に陥ったほか、財務諸表における虚偽報告が明るみに出たため、市場では約定通りの利払いについて懐疑的な見方が広がっていた。山東海龍の社債が償還日を迎える前、同社はすでに金融機関 12 社に対して借入金の利息を約定通りに支払っていなかったため、光大銀行、深セン発展銀行、中国輸出入銀行など複数の金融機関から告訴され、銀行預金口座を凍結するよう債権者である金融機関に求められていた状況であった。

しかし、山東省濰坊市政府の働きかけにより、デフォルトは回避された。具体的には、大手紙パルプメーカーの寿光晨鳴控股有限公司と大手織機メーカーの中国恒天集団に山東海龍との合併案を持ちかけたほか、濰坊市政府が担保を提供し、社債の募集と販売を行った恒豊銀行が山東海龍に対して救済融資を行った。

このように、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」があると言われてきた。暗黙の政府保証は、リスクとリターンの関係を曖昧にすることで、国有企業の資金調達構造を歪め、企業の債務問題を深刻化させる。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高を括り、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。暗黙の政府保証に加え、リーマン・ショック後の大規模な金融緩和もあいまって、国有企業は返済能力に見合わ

(図2)実質GDP成長率(前年比)



(資料) 国家統計局「国民経済計算」を基に日本総研作成

ないほどの債務を負い、バランスシートを膨らませた。

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2014年から試験的に容認し始めた。2014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、2016年5月9日付の人民日報1面に掲載された「権威人士による中国経済についての談話」は「剛性兑付」を打破しなければならないと主張した。

その結果、2014年に中国で初めて社債デフォルトが発生した。2016年や2018年の中国社債市場は、デフォルト件数が急増したため、各方面からその動きが注目された（図表3）。

もっとも、中国社債市場におけるデフォルト件数は世界的にみて依然として少ない。中国政府は民間企業の社債デフォルトを容認する一方で、国有企業は救済し続けてきたという経緯がある。社債デフォルトの事例を見ていくと、ほとんどが民間企業である。一部の例外を除いて、政府は国有企業の債務に対して依然として暗黙の保証を付けてきたのである。

今回、コロナ禍からの回復軌道に乗ったことで、政府はアクセルとブレーキを交互に踏みながら、これまでの方針を改め、国有企業の社債デフォルトも容認する姿勢に転換したとみられる。この結果、かねてから過剰債務を抱えていた国有企業を中心に社債デフォルトが広がっている。こうした流れに沿ってみれば、足許の社債のデフォルト急増は、「暗黙の政府保証」の是正に向けた前向きな動きと評価することができる。

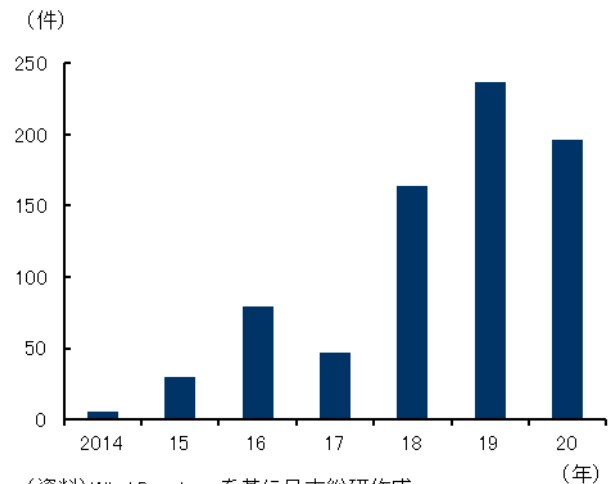
#### 4. バランスシート調整による景気押し下げ圧力に要注意

他方、デフォルト急増の結果、市場ではリスク回避の動きがみられ、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。連鎖的な企業破綻が生じるリスクも、永媒集団の本拠地である河南省で指摘されている。

足許では、金融当局が連鎖的なデフォルトを回避する姿勢を示したことで、市場金利の急上昇は免れている。中国人民銀行はインターバンク市場で資金供給を一時的に拡大したほか、劉鶴副総理が主催した11月21日の金融安定発展委員会は、社債デフォルトの増加に触れたうえで、流動性を機動的に調整し、システムリスクは決して発生させないと表明した。

この言葉の通り、システムリスクは回避できたとしても、国有企業のバランスシート調整による景気下押しは不可避とみられる。なぜならば、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。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の中誠信国際は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きている。華晨集団だけでも、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。

（図表3）社債のデフォルト件数



（資料）Wind Databaseを基に日本総研作成  
 （注）2020年は1～11月の値。2013年以前はゼロ件。

このように続発する国有企業の社債デフォルトは、今後、国有企業の再編を招くとみられる。こうした動きは「暗黙の政府保証」の是正という構造改革に資する一方、2021年の中国景気を下押しする材料として警戒的に見ておく必要がある。

以 上