

中国恒大集団をめぐる市場の反応

中国政府は格差拡大の解消など国内問題への対応として不動産市場への規制を強めてきました。そのような中、中国不動産大手の中国恒大集団の経営危機が世界の金融・株式市場を揺るがしています。今後の展開を占う上で中国当局の姿勢が重要と見られますが、当局の方針は今のところ不明確です。そこで市場の動向から今後のポイントを探ります。

中国恒大集団：中国の大手不動産開発業者の債務返済懸念を受け株式市場が動揺

中国の不動産大手、中国恒大集団の債務問題を受けて2021年9月21日の香港株式市場は中国不動産セクターの健全性を巡る懸念が波及し、香港株の指標であるハンセン指数はマイナス3.3%と大幅に下落しました。これに呼応する形で欧米日の株式市場も下落しました。

なお、中国の信用力の尺度（中国国債保証料率）であるCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）も急上昇し信用力の悪化が示唆されました（図表1参照）。

どこに注目すべきか：中国恒大集団、債務問題、格下げ、利払い

中国政府は格差拡大の解消など国内問題への対応として不動産市場への規制を強めてきました。そのような中、中国不動産大手の中国恒大集団の経営危機が世界の金融・株式市場を揺るがしています。今後の展開を占う上で中国当局の姿勢が重要と見られますが、当局の方針は今のところ不明確です。そこで市場の動向から今後のポイントを探ります。

まず、中国恒大集団の負債規模を確認すると、6月末時点の負債総額は1兆9665億元（約33兆4000億円）と見られます。内訳は半分程度が買掛金、残りの半分程度が社債などを含めた借入金、残りは顧客への物件の引渡し義務などの契約債務や、その他債務と見られます。

中国銀行保険監督管理委員会によれば、足元で中国の商業銀行の貸倒引当金残高は5兆4000億元あり、一丸となれば、対応できない規模ではないようにも映ります。中国のCDSが急上昇（信用力悪化）したとはいえ、新型コロナウイルスや米中貿易戦争などの時期の水準を下回っています。しかし、中国恒大集団に万一、簿外債務があった場合や、市場が次はどこが危ないと連鎖的な反応をした場合は別の展開も想定されます。また今後の不動産売却も想定されます。CDSは今後の動向を必ずしも予想せず、現段階の目安程度と解釈すべきでしょう。

次に中国恒大集団の社債について振り返ります。中国恒大集団に関連する社債は主に外国人を対象とするドル建て債（図表2参照）が13本で約195億ドル、人民元建て債が3本と見られます。

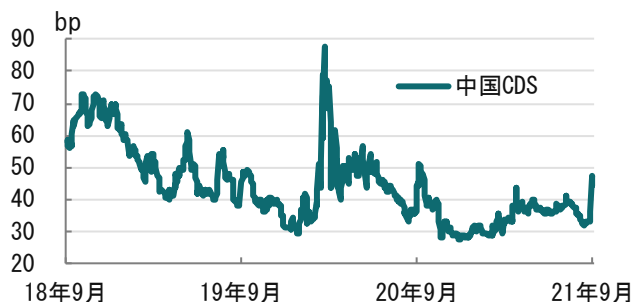
ドル建て債について、利払い期日が近い2銘柄（22年3月償還、利率8.25%と24年3月償還、利率9.5%）の価

格動向を見ると昨年9月ごろから24年債は価格が軟調です。中国当局が不動産開発業者の負債に上限を設定した「三条紅線（3本のレッドライン）」の時期にあたります。

中国恒大集団の社債価格は今年6月頃から下落しています。これに連動する格好で格付け会社は中国恒大集団を格下げしています。足元の格付けは、ある種の債務不履行（デフォルト）を織り込んだ水準です。社債の市場価格も同様の解釈と思われます。そこで格下げの理由を見ると、共通するのは中国恒大集団の返済能力が足元著しく悪化したことです。中国恒大集団の社債価格から想定される利回りは数百%で、資本市場からの資金調達は事実上不可能です。このような場合、資産売却、または新たな借入先の確保が求められますが、資産売却は進まず、一部借入れは不払いを起こしたと報道されています。そのため中国当局の何らかの関与が今後の展開を占う上で重要と見られます。

目下の注目は社債の利払いです。23日にドル建てと人民元建て債各1本ずつ利払い日を迎えます。中国恒大集団が利子を支払うか、それとも別の展開となるのかに注目しています。なお人民元建て債の利払いは不確実ながら返済意思が表明されましたが、ドル建て債は待ちの状態です。

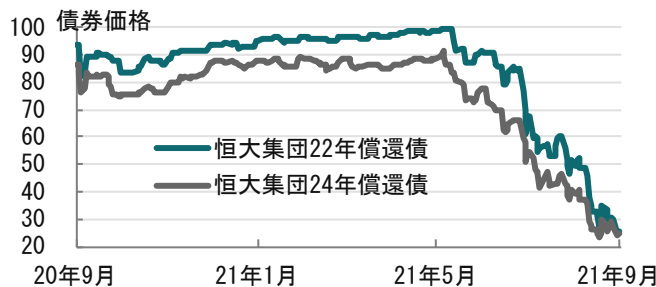
図表1：中国のCDSスプレッド（5年物）の推移
日次、期間：2018年9月24日～2021年9月21日、bp=0.01%



※CDS(クレジット・デフォルト・スワップ):信用リスクを対象としたデリバティブ商品のことでスプレッド上昇(低下)は信用力悪化(改善)の目安

図表2：中国恒大集団のドル建て社債価格の推移

日次、期間：2020年9月22日～2021年9月21日、ドル建て債券価格



出所：ブルームバーグのデータを使用してピクテ投信投資顧問作成

記載された銘柄はあくまでも参考として紹介したものであり、その銘柄・企業の売買を推奨するものではありません。

※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。

ピクテ投信投資顧問株式会社 | 「当資料をご利用にあたっての注意事項等」を必ずお読みください。

ピクテ投信投資顧問の投資信託をご購入する際の留意事項

1. 投資信託に係るリスクについて

- (1) 投資信託は、値動きのある有価証券等（外貨建資産に投資する場合は、為替変動リスクもあります）に投資いたしますので、基準価額は変動します。したがって、投資者の皆さまの投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- (2) また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては目論見書や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

2. 投資信託に係る費用について（2021年8月末日現在）

ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。

- (1) お申込時に直接ご負担いただく費用：申込手数料 上限3.85%（税込）
 ※申込手数料上限は販売会社により異なります。
 ※投資信託によっては、追加設定時信託財産留保額（上限0.6%）をご負担いただく場合があります。
- (2) ご解約時に直接ご負担いただく費用：信託財産留保額 上限0.6%
- (3) 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用：信託報酬 上限年率2.09%（税込）
 ※ファンド・オブ・ファンズの場合、ここでは投資対象ファンドの信託報酬を含む実質的な負担を信託報酬とします。
 ※別途成功報酬がかかる場合があります。
- (4) その他費用・手数料等：監査費用を含む信託事務に要する諸費用、組入有価証券の売買委託手数料等、外国における資産の保管等に要する費用等は、信託財産から支払われます（これらの費用等は運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を記載することはできません）。ファンド・オブ・ファンズの場合、投資先ファンドにおいて、信託財産に課される税金、弁護士への報酬、監査費用、有価証券等の売買に係る手数料等の費用が当該投資先ファンドの信託財産から支払われることがあります。詳しくは、目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

当該費用の合計額については、投資者の皆さまがファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、ピクテ投信投資顧問株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する各費用における最高の料率を記載しています。投資信託に係るリスクや費用は、各投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前によく目論見書や契約締結前交付書面をご覧ください。

ピクテ投信投資顧問株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第380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 日本証券業協会



ピクテ投信投資顧問株式会社

【当資料をご利用にあたっての注意事項等】●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。