

不動産業界の過剰債務問題への中国当局の本格的介入の行方 — 中国恒大集団の流動性問題は長期化も —

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. 2021年12月3日、不動産大手の中国恒大集団（以下、恒大）は、外貨建て債務の返済に問題が生じているとの声明を発表し、その直後、同社の本部がある広東省政府がワーキンググループを恒大に派遣することが決まった。中国人民銀行等の金融当局も広東省政府等と協力するとの声明を出し、恒大の流動性問題に中国当局が本格的に介入することとなった。
2. 2021年6月末時点で、恒大の流動資産1.95兆元のうち現金が868億元であるのに対し、流動負債1.97兆元のうち1年以内に返済を迎える有利子負債は2,400億元で、当面、同社は保有資産の売却によって既存の負債返済に必要な現金の手当を続けざるを得ない。また、恒大の外貨建て債務の返済ピークは2025年であり、新設されたリスク管理委員会が策定する債務返済案を注視する必要がある。
3. 中国の不動産業界は、近年、総資産負債比率が上昇し、流動比率の改善も必要な財務状況となっている。このため、中国当局は2020年8月に「三つのレッドライン」と呼ばれる負債伸び率上限の設定を業界に対して行った。続いて、中国の金融当局は、2021年1月から不動産企業向け貸付残高及び住宅ローン残高の人民元総貸付残高に対する各割合の上限設定、いわゆる中国版不動産融資総量規制を導入した。
4. 中国での不動産向け貸出残高の伸び率は徐々に低下し、また金融機関のオフバランス業務を通じた不動産向け投資残高も減少傾向にある。中国の金融当局は不動産企業の負債圧縮を進める一方、建設業者の工事代金受け取りや住宅購入者への物件引き渡しを確実にするため、2021年12月から民営企業や国有企業による不動産プロジェクトの買収も誘導している。
5. 恒大の流動性問題について、市場参加者の関心は、同社のデフォルトの有無より債務返済案の中身に移っているとされる。今後、恒大を含む不動産企業全体の資金繰りの悪化が継続し、銀行の抱える不良債権処理能力に限界が生じ、金融機関にもバランスシート問題が発生し、市場参加者の不安が高まるかどうか、金融危機発生の際の鍵を握ろう。運転資金動向の把握のためにも、企業の流動比率に関する統計整備が課題である。

野村資本市場研究所 関連論文等

・関根栄一「中国・資産管理業界への包括的・横断的な規制導入の動き」『野村資本市場クォーターリー』2018年秋号（ウェブサイト版）。

I 中国恒大集団の流動性問題への当局の本格的介入

1. 広東省政府によるワーキンググループ派遣

2021年12月3日、同年9月以来、投資家から外貨建て債務履行など流動性が不安視されていた中国恒大集団（以下、恒大）が、上場先の香港証券取引所において、①現在の財務状況に鑑み、恒大は外貨建て債務の再編案を作るために債権者と協議に入ること、②本日、債権者から2.6億ドルの保証履行請求通知を受け取ったが、恒大が保証を履行できない場合、債権者から返済の繰り上げを要求される可能性があること、を発表した¹。

本件発表を受け、恒大の本部がある広東省政府は、同日21時過ぎに、①恒大トップの許家印董事局主席と面談したこと、②恒大の求めに応じる形で、同社内に経営監督・指導のためのワーキンググループを派遣することに合意したこと、③同グループの派遣によって、恒大のリスク処理や内部管理体制強化につなげ、正常な経営を維持すること、を発表した²。恒大の外貨建て債務再編案への地方政府の関与によって、同社の流動性問題のステージが変わることとなった。

2. 金融当局も本格的に関与へ

恒大の流動性問題については、2021年8月19日に、中国人民銀行と中国銀行保険監督管理委員会（銀保監会）の関係者が恒大の経営陣と面談し、「恒大は不動産業界のトップとして不動産市場の安定的かつ健全な発展に関する中央政府の戦略的取り組みを実行し、経営の安定性の維持に努め、債務リスクを積極的に解消して不動産市場と金融の安定を維持すべき」とした上で、重要事項の正確な開示を求めたものの³、投資家からの恒大の流動性問題への不安は解消されずに至っていた。前述の広東省政府のワーキンググループの発表直後には、中国人民銀行も同日に声明を出し、広東省政府や関係部門、その他地方政府と協力し、問題解決に努めるとした⁴。

また、同じ12月3日には、銀保監会も声明を出し、広東省政府等の地方政府や関係部門と協力し、恒大の抱えるリスク解消を適切に秩序立てて進めるとしている⁵。同日の中国証券監督管理委員会（証監会）の声明では、中国国内の証券取引所債券市場でのデフォルト率は約1%レベルで、恒大の流動性問題は個別案件であることを強調している⁶。翌12月4日には、住宅・都市農村建設部も声明を出し、広東省政府によるワーキンググルー

¹ <<https://doc.irasia.com/listco/hk/evergrande/announcement/ca211203.pdf>>

² <http://www.gd.gov.cn/gdywdt/gdyw/content/post_3693340.html>

³ <<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4321397/index.html>>

⁴ <<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4406998/index.html>>

⁵ <<https://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=1021947&itemId=915>>

⁶ <http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202112/t20211203_409372.html>

プの派遣は、恒大の（建設中の）物件引き渡しや不動産購入者の権利保護に有利であるとしている⁷。

3. 恒大の外貨建て債務一部不履行の背景

恒大の外貨建て債務一部不履行の背景には、不動産業界への銀行融資や、金融機関の集団投資スキームを通じた資金調達規模が金融当局によって制限され、物件の工事完成や購入者への引き渡しによって、物件の販売代金が恒大に入ってくるまでの運転資金を、外貨建て債務、具体的には香港発行債で賄うことができなくなってきたことがある。恒大が、直近で香港発行債を発行したのは、2020年1月の2020年1月の3年物と4年物、それぞれ10万ドルの計20万ドルの公募債であるが、同年8月から実施された後述の「三つのレッドライン」規制により、恒大は負債規模の伸び率をゼロにせざるを得なくなり、金利負担分を外貨建て債務の借り換えにより賄うことも難しくなった。恒大の流動性問題は、中国当局による規制強化によって生じた問題でもあり、決して突発的に生じたものではない。

不動産市場の面では、2020年は新型コロナウイルス（以下、新型コロナ）感染拡大による景気悪化が発生したものの、住宅・オフィス等の不動産の販売面積の伸び率（前年比）は2019年の0.05%増から2020年には2.6%増、同じく販売金額は2019年の6.8%増から2020年には8.7%増に高まる一方で、一平米当たりの販売単価は2019年の6.7%増から2020年には5.9%増に低下し、不動産価格の下方調整が発生した。

2021年に入ってから不動産の販売面積の累計伸び率（前年同期比）は、春節（旧正月）を挟んだ1～2月の104.9%増から1～11月には4.8%増に低下、同様に販売金額の累計伸び率は1～2月の133.4%増から1～11月には8.5%増に低下している。販売面積が伸びても、販売単価が低下し、販売金額もその分だけ減少する傾向が続いていると言えるのではないかと。このため、不動産企業各社も、工事の完成や購入者への引き渡しを急ぎつつ、完成済の物件（自社所有分）や保有資産の売却によって、流動資金の不足に備えているものと思われる。本稿ではこれらの背景を規制面や金融仲介の実態に焦点を当てながら順に追っていくが、次章で短期的な流動性問題を抱えている恒大のケースと社債デフォルト時の枠組みを見ていく。

II 恒大の発行社債とデフォルト・破綻に対する枠組み

1. 恒大の発行社債の実態

1) 恒大の外貨建て債務の返済ピークは2025年

香港証券取引所に上場している恒大の開示資料（未監査ベース）によると、2021年6月末時点の恒大の総資産は2.38兆元、流動資産は1.95兆元で、流動資産のうち現

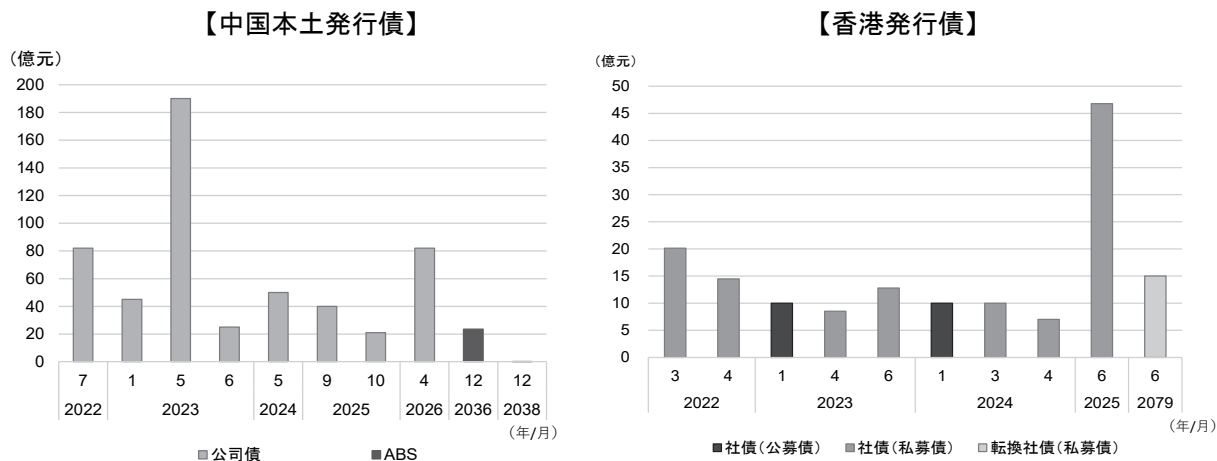
⁷ <http://www.mohurd.gov.cn/xinwen/gzdt/202112/20211204_763271.html>

金は 868 億元となっている。同様に負債は 1.97 兆元、流動負債は 1.57 兆元で、流動負債のうち 1 年以内に返済を迎える有利子負債は 2,400 億元となっている。恒大は、後述の「三つのレッドライン」の中で、「レッド」に分類され、2021 年の有利子負債の増加率はゼロに設定されたと言われており、既存の有利子負債の返済に必要な現金の手当を、保有資産等の売却によって続けざるを得ない状態が当面続くこととなろう。

また、恒大の中国本土発行債・香港発行債（社債）の償還スケジュールを 2021 年 9 月 26 日時点でのデータベース（Wind 資訊）に基づき見てみると（図表 1）、第一に、恒大の中国本土発行債（公司債、ABS）の償還金額は、2038 年 12 月までで合計 559 億元となっている。そのうち、償還金額が最大となるのは、2023 年 5 月に返済期限を迎える公司債（2 銘柄）の 190 億元となっている。中国本土で発行した社債のデフォルトが仮に発生した場合は、後述の通り、金融当局が整備したデフォルト時のルールに従って処理されていくこととなろう。第二に、恒大の香港発行債の償還金額は、2025 年 6 月までで合計 140 億元である。そのうち、償還金額が最大となるのは、2025 年 6 月に返済を迎える社債（私募債）の 47 億元である。そのほかにも、2079 年 6 月に償還を迎える転換社債（私募債、15 億元）がある。

このように恒大は、短期的な流動性問題以外に、中長期的な債務返済の問題も抱えている。2021 年 12 月 6 日には、恒大は「リスク管理委員会」を設置すると発表した。同委員会は 7 名から構成され、主席には、恒大創業者で董事局主席の許家印氏が就任した（図表 2）。共同主席に広東省政府系企業の粵海控股集团副総経理の劉志鴻氏が就く。また、他に、不良債権処理会社である中国信達資産管理の幹部や弁護士らも参加する。

図表 1 恒大集団・社債償還スケジュール



(注) 2021 年 9 月 26 日時点でのダウンロード。

(出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

図表 2 恒大集団の「リスク管理委員会」構成

名前（敬称略）	職務	所属
許家印	主席	中国恒大集团公司董事局主席、同執行取締役
劉志鴻	共同主席	粵海控股集团副總經理
潘大栄	委員	中国恒大集团公司財務總監、同執行取締役
趙立民	委員	中国信達資産管理股份有限公司副總裁
李鋒	委員	広州越秀集团股份有限公司首席資本運営官
陳勇	委員	国信証券股份有限公司コンプライアンス總監
赫瀚	委員	北京市中倫弁護士事務所パートナー

（注） 2021年12月6日発表。

（出所）中国恒大集団より野村資本市場研究所作成

2) 恒大の外貨建て債務の取り扱い

恒大の債務返済のうち、外貨建て債務の扱いが国際金融市場の投資家から見た最大の焦点となる。

2021年12月9日、欧州系格付け会社のフィッチ・レーティングスは、恒大の格付けを一部デフォルト（債務不履行）を示す「※RD」に引き下げた⁸。恒大が、同年11月6日に米ドル建て社債の計8,249万ドルの利払いを行わず、30日間の猶予期間も切れたためである。同年12月17日には、米格付け会社S&Pグローバルも、恒大の格付けを「※ダブルC」から「※選択的債務不履行（デフォルト、SD）」に格下げしたと発表した。（※は無登録の格付け業者が付与した格付け。）

中国では、国家外為管理局が制定する「外債登記管理弁法」に基づき⁹、返済期間1年以内に到来する対外債務を「短期外債」、返済期間が1年を超える対外債務を「中長期外債」と呼んでいる。また、中資（中国資本）系企業や同企業が支配する海外子会社が発行する中長期外債（債券を含む）は、国家発展改革委員会に登録する仕組みとなっている¹⁰。

恒大の流動性問題に関し、2021年12月9日、中国人民銀行・易綱総裁は、「香港の国際金融センターとしての役割と展望」と題したオンラインフォーラムの中で、グローバル投資家に向けて、以下のメッセージを発している¹¹。第一に、個別の不動産企業にリスクが生じているが、中長期的には市場における正常な資金調達機能には影響しない。第二に、中国人民銀行は、終始、公平な市場環境を構築し続けており、関連する企業とその株主が、法律及び市場のルール要求に従って、自分自身の債務問題を適切に処理し、各債権者の利益を法に基づき公平に保護するよう監督し促してい

⁸ 中国の発行体の外貨建て債券のデフォルトは、1998年10月に閉鎖清算された広東国際信託投資公司（GITIC）のサムライ債のケースを想起させる。このケースでは、最終的に内外の債権は平等に扱われ、債権回収率は著しく低下したとさせる。（参考文献）梅村賢二「第五章 広東国際信託投資公司（GITIC）の破産」（服部健治・丸川知雄編『日中関係史 1972-2012 II 経済』（2012）東京大学出版会）。

⁹ <<http://m.safe.gov.cn/safe/file/file/20170726/fbab6658b5fb46dd87320abc933e5afd.pdf>>

¹⁰ <http://www.gov.cn/xinwen/2015-09/16/content_2932877.htm>

¹¹ <<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4410613/index.html>>

る。第三に、恒大の市場での事件については、市場化及び法治化の原則に基づき適切に処理し、債権者及び投資家の権利を法に基づき保障する。

恒大の対外債務も、国家発展改革委員会に登録されているものと思われるが、登録自体は、債権者や投資家への債務返済を保証するものではない。2021年10月26日、国家発展改革委員会（外資司）は、国家外為管理局と「重要な業界」の企業を集めた会合を開催し、「外貨建て債務の構成の見直しや市場ルールの順守を求め、外貨建て債務の償還や利払いの準備を自発的に進めるよう要請した」と発表している¹²。

3) 恒大・リスク管理委員会による債務返済案を要注視

外貨建て債務に関する金融当局の方針を受け、恒大に新設されたリスク管理委員会が、同社の資金繰りを支えながら、外貨建て債務を含む中長期の債務返済案の策定を担っていくこととなろう。同委員会は、2021年12月22日、①同委員会としては、現在、広範囲な資源を動員し、債権者との意思疎通を積極的に保っていく、②同集団の抱えるリスク軽減に取り組み、各方面の権利と利益を守る、という声明を発表し、今後、債務返済交渉に本格的に取り組む姿勢を見せている。香港発行債の利払いの一部デフォルト認定を受け、中国本土の債権者と海外の債権者との間で、どのような債務返済案が作られるのか、中国本土の債権者に比べ海外の債権者が劣後することはないのか、株主の損失負担はどのようになるのか等、今後の債務返済案とステークホルダーとの交渉状況が注視される。

その後、同年12月26日、恒大は、同社幹部が出席する定例会議で、「全国で展開しているプロジェクトの再開率は91.7%に上っている」との声明を出した。また、恒大は、同年12月だけで3万9,000戸の住宅の引き渡しができるよう作業を進めていると説明し、同年9～11月に提供できた住宅数は月1万戸に満たなかったといい、事業再開が加速していることを強調した。最後に、同社トップの許家印氏の発言として、「恒大の誰一人として横たわって（諦めて）はならない」と社内関係者を叱咤している。

2. 中国本土での社債デフォルト時の制度的枠組み

1) 中国本土での社債のデフォルト状況

恒大がもし中国本土で社債のデフォルトを起こした場合の制度的枠組みを見ておく。中国本土には、証監会が管理する証券取引所債券市場と、中国人民銀行が管理する銀行間債券市場がある。両市場において、社債が発行されている。

中国本土市場における社債デフォルトは、データベース（Wind 資訊）によると、2017年までは年間数十件で300億元程度の規模だったが、2018年から急増し、2019年には191件・1,568.41億元と、件数ベースで過去最高を記録した。社債デフォルト

¹² <https://www.ndrc.gov.cn/fzggw/jgsj/wzs/sjdt/202110/t20211026_1300964.html?code=&state=123>

は、2020年は155件・1,757.72億元と金額ベースでは過去最高を記録し、2021年は144件・1,526.93億元が発生している。原因からみて、デフォルトの増加は二つの段階に分けられよう。第1段階である2017年以降の社債デフォルトの急増は、脱レバレッジのための規制強化によるもので、金融機関の資産管理業務を通じた借り換えが困難となり、発行体（特に民間企業）の資金調達環境が悪化したためと言えよう。一方、第2段階である2020年以降のデフォルト案件は、地方国有企業の割合が高く、従来の地方政府による暗黙の保証が外れたこと、かつ新型コロナ流行による景気悪化・運転資金の調達難が原因にあるためと言えよう。

中国の金融当局は、第2段階に入る前の第1段階で、社債デフォルト時に関する受託管理人と社債権者集会の役割を明記したルールを整備し、新型コロナの流行が続いていた2020年7月1日に施行していた。恒大については、これまで中国本土での社債デフォルトは発生していないものの、受託管理人による同社経営状況のモニタリングの下、仮に利払いや償還に問題が生じそうな場合は、後述の通り受託管理人と社債権者集会が中心となって、債務リストラ案を策定していくこととなる。

2) 社債デフォルト時に関するルール

(1) 受託管理人制度の試行

2019年12月27日、（銀行間債券市場の自主規制団体である）中国銀行間市場交易商協会（NAFMII）は、「銀行間債券市場における非金融企業債務融資手段（社債）の受託管理人業務手引き（試行）」を公布した（2020年7月1日施行）。

同手引きでは、発行体は、受託管理人として、①引受主幹事、②金融資産管理公司、③信託会社、④弁護士事務所から1社を選択する。また、受託管理人の職責として、①担保の管理・処理、②社債保有者を代表しての債務リストラへの参画、③社債保有者を代表しての財産保全申請、訴訟または仲裁の提起、④社債保有者を代表しての破産手続きへの参画等が設定されている。

(2) デフォルト時の手引きの通知

2019年12月27日、NAFMIIは、「銀行間債券市場における非金融企業債務融資手段のデフォルト及びリスク処理手引き」を公布した（2020年7月1日施行）。

同手引きは、第一章・総則、第二章・発行体の職責、第三章・仲介機関の職責及び社債保有者の権利、第四章・処理プロセス、第五章・附則、から構成されている。また、社債デフォルト後、発行体が確実に支払い不能となった場合、受託管理人は、社債保有者とともに、社債権者集会を通じて、債務リストラ案を策定することとなる。

(3) 債券市場全体に対するデフォルト時処理指針の通知

2020年7月1日の上記両手引きの施行の前の同年6月15日、中国人民銀行、国家発展改革委員会、証監会は共同で、「社債デフォルト時の処理に関する通知」を公布

した（同年 8 月 1 日施行）¹³。同通知は、証券取引所債券市場と銀行間債券市場共通の処理指針を策定したものであり、社債デフォルト時に、受託管理人と社債権者集会に中核的な役割を担わせる内容となっている。

同通知では、第一に、引受主幹事と受託管理人による発行体の経営状況・財務状況に対するモニタリング及び分析を強化する。第二に、重大訴訟、重大資産リストラ、資産売却、株主変更等、発行体の償還能力に影響のある点をフォローし、デフォルトに関する早期発見・早期識別・早期処理を行う。

3. 企業破綻時の枠組み

社債のデフォルトが続き、債務超過に陥った場合、2006 年 8 月 27 日、全国人民代表大会常務委員会が公布した「企業破産法」に基づく破綻処理の枠組みがある（2007 年 6 月 1 日施行）。

同法では、企業の破産を、「企業法人が期限の到来した債務を弁済できず、かつ資産が全ての債務の弁済に不足し、または明らかに弁済能力が不足している場合」と定義している。また、同法では、申立・受理手続き、管財人の選定、債権の届出、債権者集会の開催、破産手続きを規定している。

人民法院（裁判所）が、債務者の破産を宣告した後、債務者は破産者と称され、債務者の財産は破産財団と称される。破産財団は、破産費用及び共益債務を優先的に弁済した後、①未払い賃金及び個人口座に振り込むべき未払い保険料（年金・医療）、②左記以外の未払い保険料・税、③一般破産債権、の順に弁済する。弁済要求に不足する場合は按分して配当する。

同法は、破産手続き以外に、和議と会社更生に関する手続きも、一つの法令の中で網羅している。後者の会社更生の場合は、第 8 章に、人民法院への更生の申立及び更生期間、債務者または管財人による更生計画の作成及び人民法院による認可、債務者による更生計画の執行の規定が設けられている¹⁴。

恒大に関しては、外貨建て債務に一部不履行が発生しているが、企業破産法の破綻認定の段階まで進んでいるわけではない。広東省政府による指導の下、恒大内部には既にリスク管理委員会が発足し、債務返済案の策定作業に入っている。今後、恒大の流動性問題が、一足飛びに企業破産法に基づく破綻処理に入ることは考えにくく、債務返済に向けた国内法令上の各プロセスを注視していく必要がある。2022 年 1 月 5 日、恒大のグループ会社である恒大地産集団有限公司は、深圳証券取引所の公告を通じ、7~10 日にオンライン形式で、2020 年 1 月 8 日に発行した人民元建て社債 45 億元（適格投資家向け公募債）について、受託管理人（中信建投証券）を通じて社債権者集会を開くと発表した。同社債の発

¹³ <<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4048483/index.html>>

¹⁴ 海南航空を運営する海航集団や、半導体大手の紫光集団は、同法の会社更生手続きに従って、経営再建が進められている。

行期間は3年（表面金利6.98%）で、発行後2年後から、投資家が恒大に繰り上げ償還（買い戻し）を請求できる権利が付いており、この繰り上げ償還期日を従来の1月8日から7月8日に6ヶ月延期することなどが議案となる。同社債を保有する過半数の投資家が同意した場合、議案は可決となり、債務不履行事由には抵触しないこととなる見通しである。

Ⅲ 不動産業界の負債調達制限と財務指標の推移

1. 借り手としての不動産業界に対する負債伸び率上限の設定

1) 不動産金融に対する座談会の開催

中国の不動産業界は、国家統計局の統計によると、2020年末時点で10万3,262社から構成され、そのうち、中資系企業が9万9,150社、香港・マカオ・台湾企業が2,759社、外資系企業が1,353社となっている。同年末の平均従業員数は約290万人で、総資産は106兆2,327億元、総負債は85兆7,044億元となっている。

中国では、2017年10月の中国共産党第19回党大会の後の同年12月の中央経済工作会議において、2018年から2020年までの3年間に、貧困リスク、環境リスク、金融リスクの三大リスクの解消に重点的に取り組む方針を示していた。金融リスクの解消のうち、借り手の過剰債務問題に対する中国政府の取り組みとして、2020年8月20日、住宅・都市農村建設部、中国人民銀行は、恒大を含む主要な不動産企業を集めた「座談会」という名の行政指導の場を設けた¹⁵。中国人民銀行の発表によれば、①不動産市場の長期的に効果のある運行メカニズム¹⁶を更に一歩着実にするため、②不動産向け金融に対するマクロプルーデンス制度を実施するため、③不動産企業の資金調達に対する市場化・ルール化・透明度を高めるため、同行と住宅・投資農村建設部は、他の関係部門とともに事前に幅広く意見を聴取した上で、重点不動産企業の資金モニタリング及び融資管理規則（以下、新融資規則）を形成したとしている。

また、座談会では、新融資規則は、第一に、不動産企業にとって安定的な金融政策の予測を形成させ、経営活動及び資金調達行為を合理的に設定し、企業自身のリスク抵抗能力を高めるのに有利であるとしている。第二に、不動産業界の長期的・安定的運営の推進や、不動産業界が抱える金融リスクの発生防止・解消、不動産市場の持続的・安定的・健全な発展の促進に有利であるとしている。

同座談会には、他に、銀保監会、証監会、国家外為管理局、NAFMII等の責任者も参加している。国家外為管理局の参加は不動産企業の外貨建て債務に関わる課題、NAFMIIの参加は不動産企業の中国本土で発行された社債に関わる課題を、2020年8月の時点で政府全体が既に意識していたことを示している。

¹⁵ <<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4075935/index.html>>

¹⁶ 不動産市場の「長期的に効果のある運行メカニズム」とは、「持続可能な成長サイクル」と読み替えられる。

2) 「三つのレッドライン」の設定

新融資規則の詳細な内容は、本稿執筆時点で、中国人民銀行や住宅・都市農村建設部から正式には公表されていない。しかし、中国本土の大手格付け会社の一つである聯合資信が、上記座談会で、政府からいわゆる「三道紅線」（三つのレッドライン）が12社の大手不動産企業に伝えられたとしている¹⁷。

3つのレッドラインとは、①（前受金控除後の）総資産に対する総負債比率が70%以上、②自己資本に対する負債比率（純負債比率）が100%以上、③現金に対する短期負債比率が1倍以上、という3つの財務指針から構成される（図表3）。同ラインの達成状況によって、不動産企業は、①レッド、②オレンジ、③イエロー、④グリーンの4段階に分類される。具体的には、以下の通りとなる。

- ① レッド：三つのレッドラインのすべてに抵触する場合、有利子負債をこれ以上増やすことができない。
- ② オレンジ：三つのレッドラインの二つに抵触する場合、有利子負債規模の年間伸び率上限が5%まで設定される。
- ③ イエロー：三つのレッドラインの一つに抵触する場合、有利子負債規模の年間伸び率上限が10%まで設定される。
- ④ グリーン：三つのレッドラインに全く抵触しない場合、有利子負債規模の年間伸び率上限が15%まで設定される。

聯合資信のレポートでは、三つのレッドラインの設定によって、①異なる規模・経営・財務戦略の不動産企業の信用リスクが分かれていく、②不動産業界への融資がきつくなり、各資金調達ルートは安定的な経営をする企業に偏っていく、と分析している。

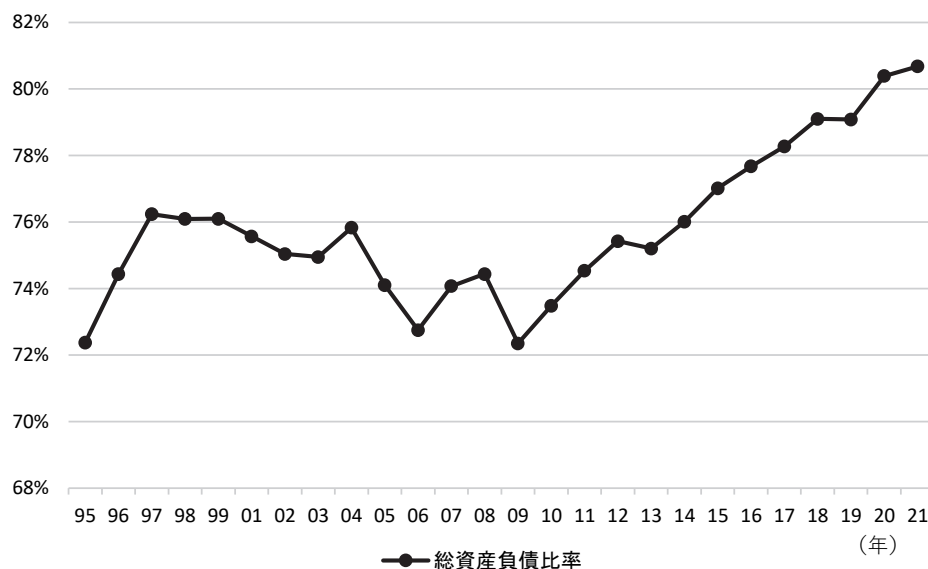
図表3 「三つのレッドライン」の内容

段階	条件①	条件②	条件③	有利子負債の増加スピード
レッド	総資産に対する 総負債比率が70%以上	自己資本に対する 負債比率が100%以上	現金に対する短期 負債比率が1倍以上	有利子負債をこれ以上増やす ことができない
オレンジ	○	○	-	年間5%上限
	○	-	○	
	-	○	○	
イエロー	○	-	-	年間10%上限
	-	○	-	
	-	-	○	
グリーン	総資産に対する 負債比率が70%以下	自己資本に対する 負債比率が100%以下	現金に対する短期 負債比率が1倍以下	年間15%上限

（出所）聯合資信より野村資本市場研究所作成

¹⁷ <https://pdf.dfcfw.com/pdf/H3_AP202012311445795629_1.pdf?1609442675000.pdf>

図表 4 中国・不動産業界の総資産負債比率の推移



(注) 総資産負債比率＝総負債÷総資産

(出所) 国家統計局、CEIC より野村資本市場研究所作成

2. 不動産業界の財務指標の推移

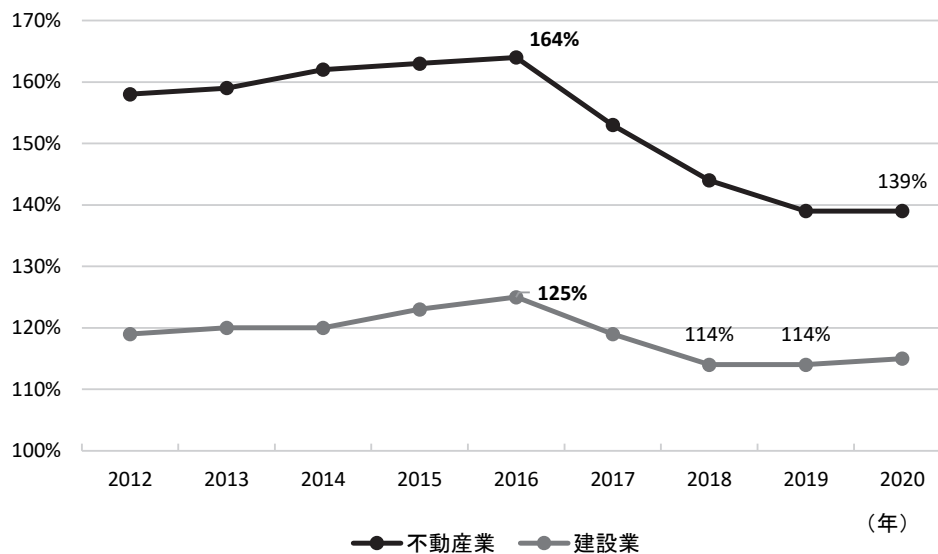
1) 上昇する不動産業界の総資産負債比率

「三つのレッドライン」のうち、前受金の数値は出ていないが、国家統計局が発表している不動産業界の資産及び負債から、総資産負債比率を算出してみた(図表4)。同比率は、グローバル金融危機が発生した2008年の72.3%を底に上昇を続けており、2020年末時点では80.7%にまで達している。前受金を総資産から除くと、同比率はもっと高いものと思われ、レッドラインの一つ目は、不動産業界全体の負債規模を圧縮していく方向に作用する可能性が高いことが分かる。

2) 改善が必要な不動産業界の流動比率

また、レッドラインの三つ目の指標につながる業界全体の統計はないが、上場会社(A株)の流動比率をデータベース(Wind 資訊)から抽出してみると、不動産業の場合、2016年の164%から、2019年、2020年には139%にまで低下してきている(図表5)。現金保有を含めた流動比率の改善が必要な状況にあることが分かる。

図表 5 中国・不動産業界の流動比率の推移



(注) 1. 2021年12月7日付ダウンロード。
 2. ダウンロード時点の不動産業の対象企業は132社、建築業の対象企業は101社。
 (出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

IV 不動産業界に対する銀行融資と規制の動向

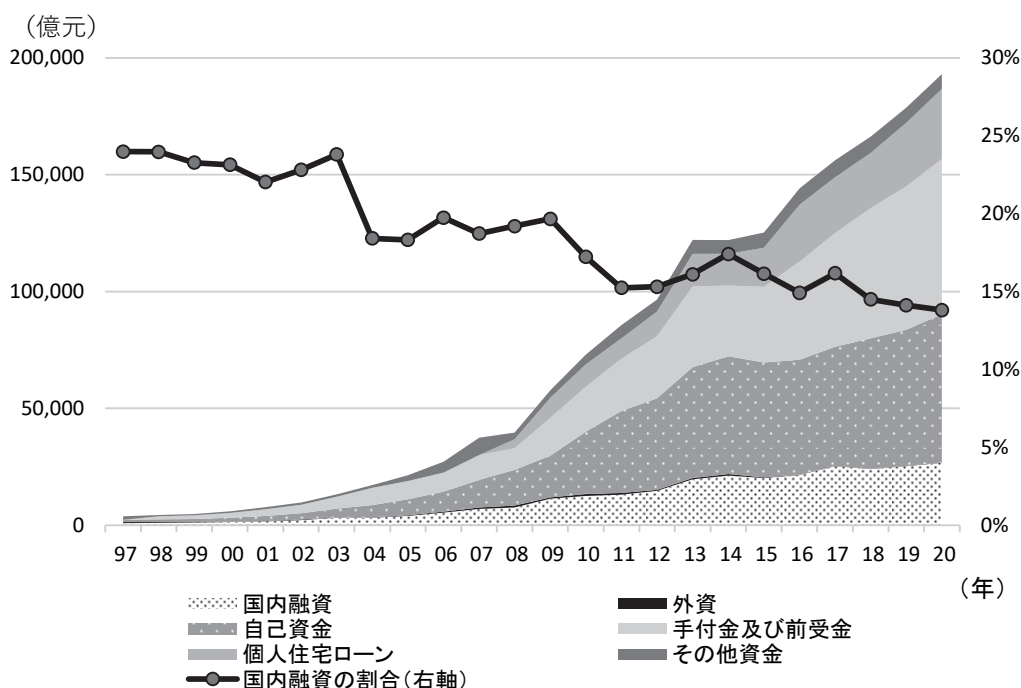
1. 不動産業界の投資金額に占める銀行融資の割合

中国の国家統計局は、不動産企業が実際に使用したフローとしての投資金額とその内訳を1997年から公表している(図表6)。

2020年の投資金額は19兆3,115億元で、その内訳は、国内融資が2兆6,676億元(投資金額全体の13.8%)、外資が192億元(同0.10%)、自己資金が6兆3,377億元(同32.8%)、手付金及び前受金が6兆6,547億元(同34.5%)、個人住宅ローンが2兆9,976億元(同15.5%)、その他資金が6,348億元(同3.3%)となっている。

内訳のうち、外資の占める比率は、過去に遡れる統計で、1997年の12.1%から、段階的に0.1%を切る水準まで低下しており、外資の流入によって開発資金が支えられている業界ではないことが分かる。また、国内融資の割合は、2003年に23.8%に達してから、徐々に低下してきている。

図表6 中国・不動産投資金額と資金源の推移



(出所) 国家統計局、CEIC より野村資本市場研究所作成

2. 貸し手に対する規制（中国版不動産融資総量規制）の発動

中国人民銀行及び銀保監会は、借り手に対する負債の規制の発動後、貸し手に対する規制として、2020年12月31日、「銀行業金融機関の不動産向け貸付の集中度管理制度構築に関する通知」を公布した¹⁸。同通知では、銀行業金融機関を5つのカテゴリーに分類した上で、不動産企業向け貸付残高の人民元総貸付残高の割合の上限、及び住宅ローン残高の人民元総貸付残高に占める割合の上限を、それぞれカテゴリー別に設定している（図表7）。例えば、中資（中国資本）系大型銀行の場合、前者は40%が上限、後者は32.5%が上限、にそれぞれ設定されている。

図表7 銀行の不動産貸付集中度管理制度（5つのカテゴリー）

分類	不動産企業向け貸付残高の割合上限	住宅ローン残高の割合上限
中資系大型銀行	40%	32.5%
中資系中型銀行	27.5%	20%
中資系小型銀行、市・区レベル以上の農村銀行・農村協同組織金融機関	22.5%	17.5%
県レベルの農村協同組織金融機関	17.5%	12.5%
村鎮銀行（新規設立農村金融機関）	12.5%	7.5%

(注) 各割合の分母は、人民元総貸付残高。

(出所) 中国人民銀行、中国銀行保険監督管理委員会より野村資本市場研究所作成

¹⁸ <<http://www.pbc.gov.cn/tiaofasi/144941/3581332/4156267/index.html>>

また、同通知は、2021年1月1日から施行されたものの、移行期間として2年間で設定されている。特に、各上限を2ポイントを超えている場合は、移行期間として4年間で設定されている。

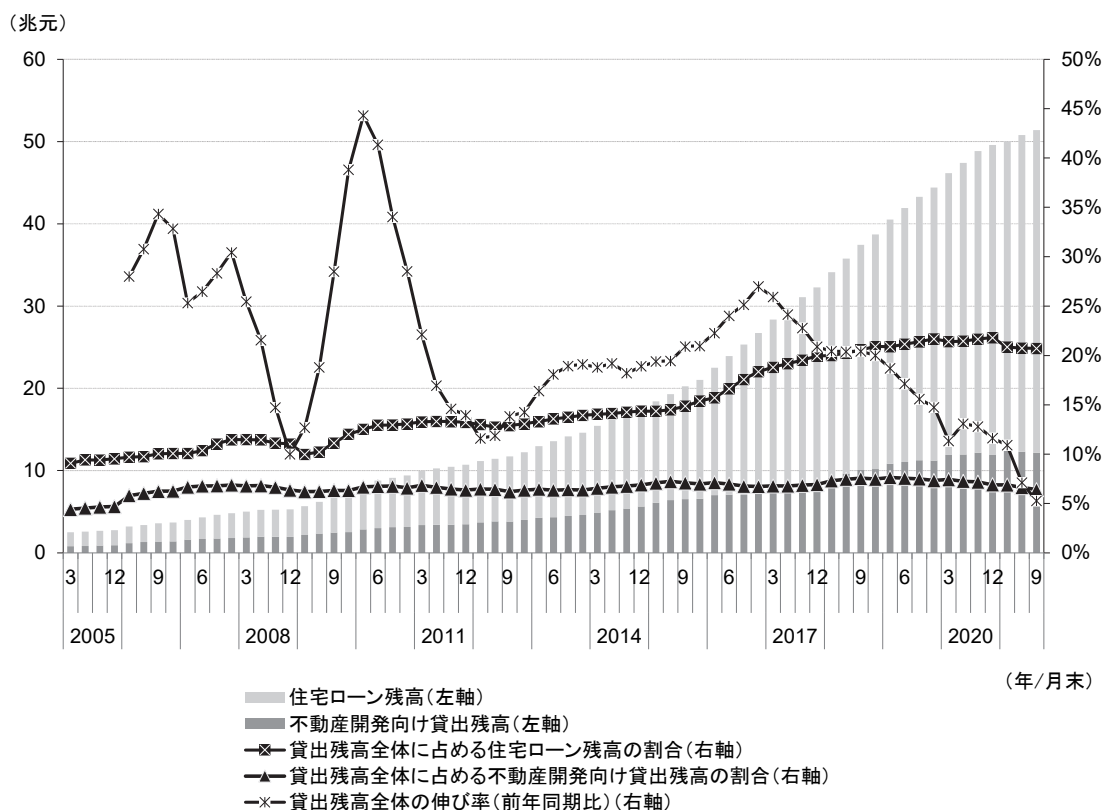
3. 貸し手側からみた金融仲介の実態

1) 不動産向け貸出残高の伸び率は徐々に低下

データベース（CEIC）によると、中国の不動産向け貸出残高は、2021年9月末時点で51兆4,000億元となっている。そのうち、不動産開発向け貸出残高は12兆1,600億元、住宅ローン残高は39兆2,400億元となっている（図表8）。

また、同時点の中国全体の人民元貸出残高は189兆4,591億元で、不動産開発向け貸出残高の割合は6.4%、住宅ローン残高の割合は20.7%となっている。同割合は平均値であるが、前掲図表7の銀行の不動産貸付集中度管理制度から見ると、住宅ローン残高の割合上限で、中資系大型銀行と中資系中型銀行は同残高を減少させていかなければならないことが分かる。なお、不動産開発向け貸出残高は、2021年3月末時点の12兆4,200億元をピークに減少を始めている。不動産向け貸出残高全体の伸び率は

図表8 中国・不動産向け貸出残高の推移



(出所) CEIC より野村資本市場研究所作成

(前年同期比)、2021年6月末時点で7.1%増と、一桁台に入り、同年9月末時点では5.3%増へと低下している。

なお、2021年9月末時点の不良債権2兆8,335億元、要注意先債権3兆7,813億元に対し、貸倒引当金は5兆5,818億元、コア Tier1は19兆714億元、自己資本比率は14.8%となっている。銀行セクター全体として、潜在的な要注意先債権も含め、同時点で不良債権処理の原資は確保されてはいる。

2) オフバランス業務による不動産向け投資残高も減少傾向へ

不動産業者の調達資金には、金融機関のオフバランス業務での投融資スキームである集団投資スキームからの調達も含まれている。

同業務のうち、全て不動産向け投資となるわけではないが、銀行理商品の投資先で、事実上の銀行貸出に相当する「非標準化債券型資産」は、2020年末時点の3兆1,500億元(投資資産全体の10.89%)から、2021年6月末時点では3兆7,500億元(同じく13.08%)へと、6,000億元増加している。

一方、複数の投資家または単一の投資家から受託した資金信託の不動産向け投資残高は、2019年6月末時点の2兆9,293億元(資金信託残高全体の15.4%)をピークに減少し始め、2021年9月末時点では1兆9,465億元(同12.4%)となっている。「三つのレッドライン」により、不動産業界の負債圧縮の流れの中で、集団投資スキームの発行残高もさらに減少していく可能性が高い。

4. 不動産業界に対する流動性支援策の発動

2021年12月3日の広東省政府による恒大へのワーキンググループ派遣決定と同日の中国人民銀行の声明に続き、2021年12月21日付中国証券報によれば¹⁹、中国人民銀行と銀保監会は「重点不動産企業のリスク処理プロジェクトの買取りへの金融サービス実行に関する通知」を公布し、①資金繰りが悪化している不動産開発会社が保有するプロジェクトの買収向け融資を積極的に行うよう要請するとともに、②資金繰りが悪化している不動産開発会社向け融資の縮小・引き上げを控えること、③資金繰りに問題がない不動産開発会社に対しては、不動産プロジェクト買収のために社債を発行することを奨励し、金融機関にもかかる社債への投資を求めること、を盛り込んでいる。

本件通知の背景に関し、2021年12月30日に行われた中国人民銀行の記者会見で、金融市場司・鄒瀾司長は、以下の通り見解を示している²⁰。第一に、不動産企業が抱えるプロジェクトの買収は、不動産業界のリスクの解消につながる。第二に、中国の不動産業界は市場化の進展が比較的高い業界であり、この数年のデータを見ると、約10万社の不動産会社のうち、毎年500社近くが破産・リストラされ、淘汰が進んでいる。第三に、流動性

¹⁹ <https://www.cs.com.cn/xwzx/hg/202112/t20211221_6229288.html>

²⁰ <<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4436065/index.html>>

問題を抱えた不動産企業の優良なプロジェクトや優良な子会社の株式・資産に対して、業界内の少なからぬ優良な民営企業や、国有企業が買収意欲を示しており、M&A に関連するアドバイザー業務・融資業務・債券発行業務といった合理的な融資サービスニーズを生み出している。第四に、買収等の市場化された手法に基づく不動産市場の構造調整を進めることは、①過剰債務を抱えた不動産企業の資産・負債のリストラにつながると同時に、住宅購入者の法に基づく権利の保護にとって有利であり、②市場参加者がプロジェクト自身のリスク評価・管理をより重視するよう導く上で有利であり、③不動産市場の新たな発展モデルを形成し、不動産業界の好循環サイクルと健全な発展を促す上で有利である。

恒大の工事物件に限られるものではないが、不動産プロジェクトの完成を促すことで、短期的には、住宅購入者や建設業者の権利を保護し²¹、資金繰りの悪化している不動産会社の流動性問題を少しでも緩和する狙いがあるものと思われる。銀行に対しても、2021年12月に入り、預金準備率や貸出金利の引き下げといった支援策が行われている²²。

V 中長期的には銀行のバランスシートへの問題波及を要注視

2021年9月下旬以降に顕在化した恒大の流動性問題について、同年12月9日付日本経済新聞は、デフォルトの可能性があるにも関わらず、なぜ市場が動揺しないかについて、「市場参加者の関心はデフォルトの有無から債務再編の具体的な中身に移りつつ」とあると伝えている²³。同年12月3日及び4日の声明においても、中国当局は恒大の問題は、あくまで個別企業の経営上の問題であり、不動産市場や金融市場の安定と切り離して処理を進める方針を示している。

過去の中国市場で、中国当局が包括的な市場支援策を打ち出したのは、2015年夏と2018年10月の株価暴落時で、株式担保融資のデフォルトが、銀行・証券会社のバランスシートを痛め、短期金融市場から危機が発生するのを防止するためであった²⁴。恒大を含む不動産企業全体の資金繰りの悪化が継続し、銀行の抱える不良債権処理能力に限界が生じ、金融機関にもバランスシート問題が発生し、市場参加者の不安が高まるかどうか、今後、金融危機発生原因のポイントとなっていくのではないかと。その場合、過去の株式市場危機のケースのように、中国当局から危機の原因に応じた支援策が出される可能性も高い。

²¹ 国家統計局の統計によれば、2020年末時点の建設業企業は11万6,722社、従業員は5,367万人（そのうち恒大集団の本部がある広東省は約342万人）であり、建設工事の遅延や中断による景気や雇用への影響を配慮している措置とも思われる。

²² 2021年12月6日、中国人民銀行は、銀行の預金準備率を15日から0.5%引き下げると発表した。2021年7月以来年2回目の引き下げとなる。引き下げ後の加重平均準備率は8.4%で、市場への長期流動性の供給規模は1兆2,000億元となる。続いて同年12月20日、中国人民銀行は、銀行の最優遇貸出金利（LPR）1年物を、3.85%から3.80%に引き下げた。LPRの引き下げは、2020年4月以来1年8か月ぶりとなった。

²³ 「中国恒大デフォルトの可能性 市場、なぜ動揺せず？「個別のケース」受け止め、債務再編軟着陸探る」日本経済新聞、2021年12月9日

²⁴ 関根栄一「中国政府による株式市場対策の発動－短期的対応と長期的改革の視点から－」『野村資本市場クォーターリー』2019年春号参照。

将来的な金融危機発生の芽を摘むためにも、不動産業界の流動性問題の解決の傍ら、中長期的には債務削減を進めていくほかないだろう。また、前者の流動性問題の実態を正確に把握するために、企業の流動比率の統計が未整備であることが課題である。現在、公開されている経済統計のうち、①不動産分野では流動資産・流動負債の数値は無く、②工業分野では流動資産の数値は公表されてはいるものの、流動負債の数値は見当たらない。不動産業界に限られるものではないが、流動比率の把握は、金融機関の運転融資の検討・判断をする上で重要である。不動産業界の流動性支援策とともに、今後の企業の流動比率の動向も注視される。