

欧米の金融システム不安は対岸の火事なのか？ 中国の景気回復の裏でくすぶる金融リスク

Topics

- ▶ ウィズコロナへの移行で中国景気回復見通しが強まるなか、当局は金融リスクの防止と解消を今年の目標に盛り込みました。不動産開発業の債務問題と地方政府の債務拡大に対して言及しました。
- ▶ 加えて、今年から3年間はドル建て社債の償還が多い時期が続きます。金融業を除けば、不動産業や建設業の社債の割合が多く、こうした業種はドル調達コストの上昇の影響を受ける可能性があります。
- ▶ 中国の経済・金融リスクを誘発しやすい不動産関連業が、国際的な金融市場の混乱の影響を受ける可能性に留意すべきと考えます。

エコノミスト 須賀田 進成

経済の回復が確認された中国

中国では、ウィズコロナへの移行とともに景気回復が続いています。1-2月の主要経済統計は昨年12月からいずれも改善し、中でも外食などサービス消費の急回復が顕著でした。また、経済活動が再開され、先行きへの不透明感が払しょくされたことにより、企業と消費者のセンチメントが大きく改善しています（図表1）。

昨年10月の党大会で習近平総書記の一強体制が確立して以降、党による企業活動への統制強化や国有企業が優遇されるいわゆる国進民退への懸念が強まっていました。同時期に感染再拡大とロックダウンもあり、民間企業が多くを占める中小・零細企業の景況感は急速に悪化していました（図表2）。ウィズコロナ移行が始まった昨年12月を底に、中小・零細製造業企業のセンチメントが急回復しました。こうした状況下、当局は3月の全人代にて、民営企業の発展奨励を主要工作任務の一つとして設定しました。民間企業は多くの雇用を抱える主体であるため、当局としては民間企業のセンチメントの改善を持続させ、雇用や新規投資を促す狙いがあるとみられます。

OECD（経済協力開発機構）やIMF（国際通貨基金）などの国際機関は、今年の中国経済が回復し、実質GDP成長率が昨年の+3.0%から5%超へ加速する見通しを示しています。ウィズコロナへの移行と、当局による景気下支え姿勢を受け、中国景気回復シナリオがコンセンサスとなっています。筆者も、中国景気回復シナリオに同意しますが、一方でいくつものリスクについては軽視されていると考えます。本稿では、全人代（全国人民代表大会）で言及された経済・金融リスクと、国際的な金融環境の影響を受けやすいドル建て社債についてまとめました。

当局は経済・金融リスク予防を目標に設定

全人代で公表された今年の政府活動報告において、主要工作任務の1つとして、『経済・金融リスクの防止・解消』が盛り込まれました。同目標は、金融監督・管理を強め、地域性のリスクやシステミックな金融リスクを回避するというもので、大手不動産企業の経営危機への対処や、地方政府債務リスクの予防が言及されました。今年は景気回復を支えるとともに、当局としてはリスクの予防にも力を入れるとみられます。

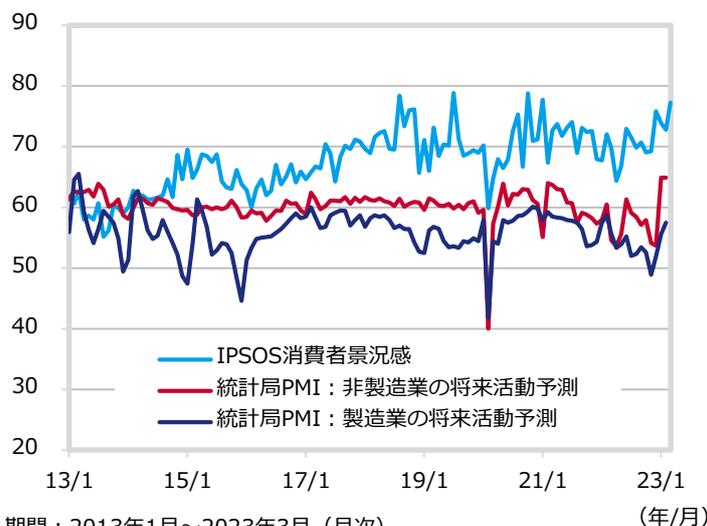
全人代では、国務院と党の組織改革が公表されました。党と国務院の直下にそれぞれ金融監督組織を設け、共産党の金融分野への影響力を強めるほか、金融リスクに対する監督体制を強化する方針です。

次ページへ続く

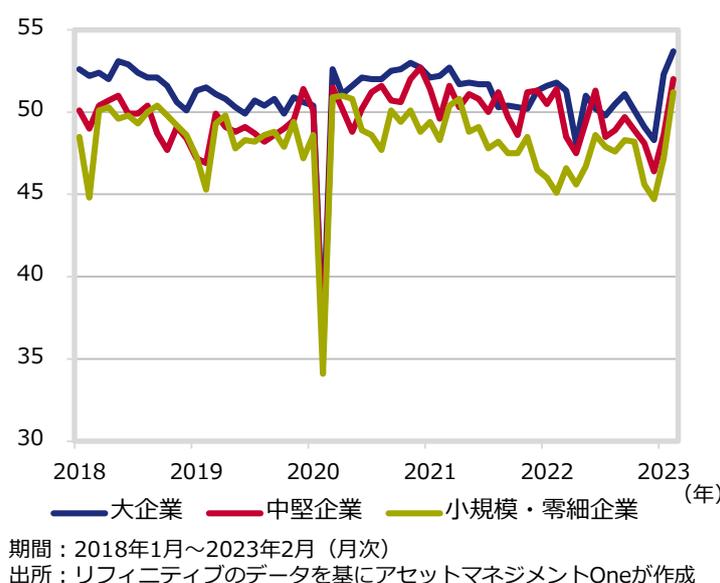
※巻末の投資信託に係るリスクと費用および注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表1 企業と消費者センチメントの推移



図表2 統計局版の製造業企業規模別PMIの推移



くすぶり続ける不動産リスク

当局による不動産規制を受け、不動産開発業者は資金調達が難しくなりました。中国では前払いで住宅を購入する事が多く、資金繰りに陥った開発業者が工事を中断したため、住宅ローンを抱えるものの住宅に住むことができないという状況が発生し、購入者の住宅ローン不払い問題に発展しました。この状況を重く見た当局は、不動産開発企業の資金調達規制を緩和しました。その後、ゼロコロナ政策もあり市場は低迷していましたが、1-2月には不動産市場でも底打ちの兆しが出ています(図表3)。

当局は、財務の健全な大手不動産企業に対して、財務上脆弱な同業者の開発プロジェクトの取得を要請し、住宅の建設再開を目指しています。同方針や融資規制緩和により、住宅建設の停滞懸念は後退しましたが、不動産開発業の内部で債務を付け替えているに過ぎず、不動産開発業の債務問題が解決したわけではありません。前払い販売や社債の発行で得た資金を収益性の高いプロジェクトへ投資するという不動産開発業のビジネスモデルは、不動産投機の厳格化と人口減という環境下では持続不可能になっている可能性が高いと考えられます。こうした環境の変化により、不動産開発業の財務を巡るリスクは当面くすぶると考えます。

また、地方都市では不動産市場の調整が深く、同地域の不動産開発業者の財務リスクの増大と、融資を行っている地方銀行の不良債権増加への懸念も残っています。

地方政府の財務と債務リスク

中国では、2017年以降、インフラ投資に利用される地方政府特別債の巨額の発行が常態化しています。当時は5年程度の満期で発行されるケースが多く、2018年ごろに発行された特別債の償還が今後始まります(図表4)。

地方政府の特別会計歳入の大半を占める国有土地の利用権譲渡収入は昨年大幅に減少しましたが、今年の予算案にて、同収入は昨年と同程度の水準に設定されました。これは地方政府の財政が厳しい状況が当面続くことを示唆しています。不動産税導入などにより地方財政を改善することが望まれますが、不動産市場に下押し圧力を掛ける可能性が高いことから、当局は同税の導入を延期しています。

こうした環境下、今後は地方特別債の償還が増加しますが、地方債の発行年限を長期化し、金利負担を低下させる形で借り換えるという対応が続くと考えます。現状、特別債も含め地方債の多くは国内商業銀行が保有しており、地方政府債務リスクの増大は金融リスクにもつながるため、当局は監督を強め、円滑な借り換えを目指す方針です。

欧米の金融システム不安は対岸の火事か？

上記2つが、当局が今年に目標に設定した防止・解消すべきリスクですが、筆者は、これらの金融リスクに加え、中国企業のドル建て社債の償還に注意をすべきと考えます。

中国のドル建て社債のうち、建設業と不動産業の残高は2月末時点で約2割程度を占めます。今年のドル建て社債償還が顕著に多い訳ではありませんが、今後3年間は毎年1,600億ドル超のドル建て社債が満期を迎えます(図表5)。

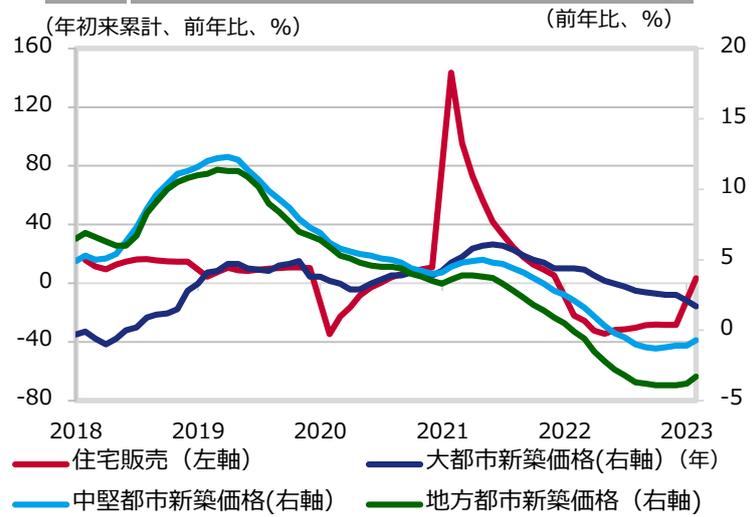
足元では欧米の金融システム不安に伴い、ドルの調達コストが上昇しており、ドル建て社債の償還や借り換え時に、企業の負担が増加する可能性があります。

中国の経済・金融リスクと密接に関係する不動産関連業が、国際的な金融市場の混乱の影響を受ける可能性がある点を留意しておくべきと考えます。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表3 中国不動産価格と住宅販売の推移

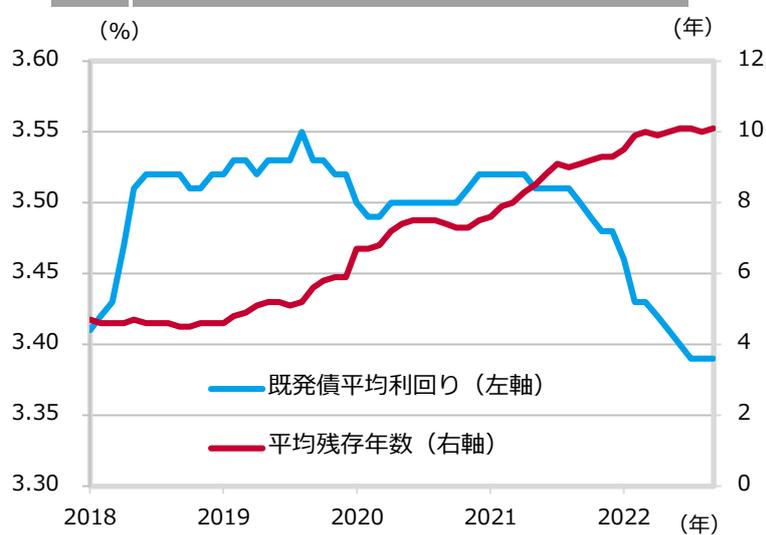


期間：2018年1月～2023年2月(月次)

ただし、住宅販売の毎年1月の数値は非公開

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

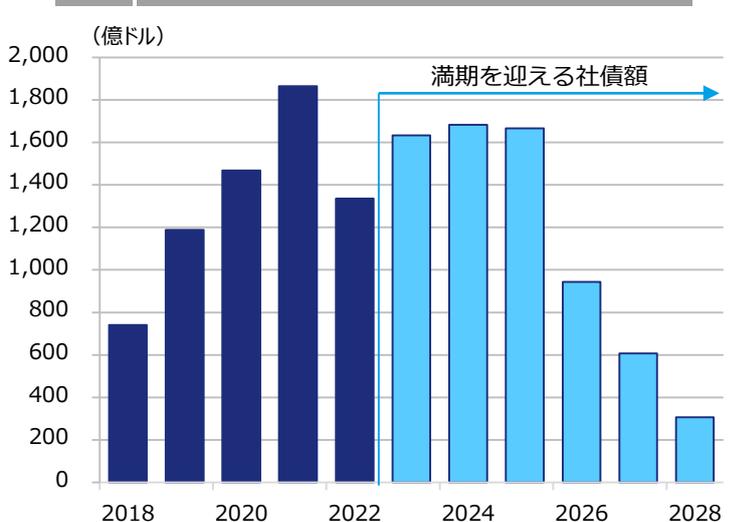
図表4 中国地方政府特別債の利回りと平均残存年数の推移



期間：2018年1月～2023年1月(月次)

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表5 中国ドル建て社債満期償還額の推移



期間：2018年～2028年(年次)

2022年までは実績。2023年以降は満期を迎える社債総額 (年)

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は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。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[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。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 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、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
 1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
 2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
 3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。