

中国における債務問題について

日興アセットマネジメント
中国・アジア マーケットスペシャリスト
山内裕也

ポイント

- ・政府による支援がある限り、最悪の事態は回避され、融資平台の問題は先送りされる。
- ・金融リスク管理の観点から、現政権が問題解決に乗り出す局面があるかに注目。

今日の中国経済を巡っては、不動産に関する議論が非常に活発だが、これと並んでしばしば取り上げられるのが、中国の地方政府の債務問題である。そしてその焦点は、地方政府の傘下にある「融資平台」と呼ばれる投資会社の債務だ。



※写真はイメージです。

融資平台の問題とはどのようなものなのか

融資平台の問題は、債務規模の大きさ、拡大の速さ、政府の不透明な後ろ盾を前提とした債券発行、不動産市況低迷による資金繰り懸念、に集約できる。「大きさ」は、2023年にはGDP対比で53%に達すると推計され、国と地方の債務合計に近づく。「不透明な」とは、政府が融資平台に債務保証を与えることは既に禁止されているのに、実際には「暗黙の保証」が想定されていることを指す。

「不動産」との関係では、融資平台の後ろ盾となる地方政府の収入が不動産企業向けの土地売却であり、ここに問題が生じると融資平台の資金繰りも怪しくなる。不動産市況の悪化で、多額の借り入れに依存した事業が回らなくなるというストーリーは、不動産企業と同じだ。

融資平台の問題は古くからあるが、改めて注目されるのは、経営危機が既に現実のものだからだ。貴州省の融資平台では、ついにどうにも回らなくなり、最終的に中央政府まで介入して債務繰り延べを図った。債務問題が行き詰まる結果、最も影響が懸念されるのはその債券だ。貴州省に限らず、多くの融資平台は債券を発行しており、経済的に苦しい地域の債券利回りには10%超となるものもある中で、利払いに関する懸念も出てきた。これまで政府の後ろ盾で本格的なデフォルトはないと見られてきたが、改めて心配されるのも、もっともな話なのだ。とはいえ、デフォルトが本当に起きるかと問われると、まだだ、という声が多数派だ。問題は、もはや融資平台がどうこうというより、政府やその影響下の金融機関が、デフォルトを看過するか否かにある。そして、デフォルトを看過することへのハードルは、低くない。

■当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

ハードルの第一は、市場規模の大きさだ。融資平台の発行する債券残高は、2022年末時点で約13.5兆元。これは中国の非金融社債市場の約4割に相当すると言われる。中国の社債のデフォルトは、もはや珍しくないが、融資平台に関して全く同様の事態はまだ起きたことがない。その影響は、これまでの不動産企業などのケースの比ではないだろう。

ハードルの第二は、その役割だ。融資平台は財政制約の大きい地方政府に代わり、市中で資金調達し、必要な支出を肩代わりしてきた。ここに問題が生じると、地方政府の投資や雇用にも影響が及ぶ。融資平台の中には財務基盤が健全なものもあるが、デフォルトが生じれば、これらの資金調達にも影響が及ぶだろう。経済が減速傾向の中で、これは政府にとって大きなプレッシャーだ。

融資平台の問題は、これまでのモデルが回らなくなり、問題ある主体を退出させる必要があるという点では不動産企業と同じだ。実際、経営が厳しい融資平台は、さすがに資金調達が難しくなり、市場でのプレゼンスも下がりつつある。とはいえ、既に債券のデフォルトや株式の上場廃止が頻発し、市場からの退出が起こりつつある不動産企業の状況にはまだ相当に遠い。結局のところ、「安全に市場から退出させられる」という先例が示されない限り、政府も銀行も、なかなか最後のトリガーを引けないのだ。中国の投資家は、政治的な強い意志が働かない限り、この問題は根本的には解決されず、まだ先延ばしも可能なことを良く知っている。だから、融資平台の資金がひっ迫して地方のインフラ投資が滞ることは懸念しても、その債券がデフォルトしたり潰れたりという懸念は、ほとんど持っていない。

とはいえ、これは問題の先送りとリスクの累積にほかならず、中国経済にとって宜しくないことは皆わかっている。7月に中国共産党が債務問題への政策パッケージを打ち出すと示した際は、市場では好意的に捉えられた。過去を振り返ると、一部地域では、地方政府が事態打開の意図を示すと、融資平台が発行した債券のスプレッドが縮小する動きも見られたようだ。デフォルトはない、先延ばしできると言ってみても、心の中ではやはり心配で、政府が動いてくれないかと思っているのだろう。

金融リスク管理の観点から、現政権が 問題解決に乗り出す局面があるかに注目

現体制では、金融リスクが何より忌み嫌われる。今年の3月には党と政府の機構改革が行なわれたが、目玉は金融監督機能の強化であり、党内部にも専門の委員会が新たに設置された。今年は5年に1度行なわれる金融工作会議の年でもあり、金融分野の今後5年の施策が示されるはずだ。前回の重要なテーマは、フィンテックやシャドーバンキングの規制強化であり、その結果は良く知られるとおりである。何かと統制を好む現体制はあまり市場の評判は良くないが、こと本件に関しては中央の強い政治意思がなければ解決はない。先送りが続くこの問題に、現体制が切り込む姿勢が見られるかが注目される。

PDFファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。
また、facebookやツイッターで発行をお知らせいたします。
www.nikkoam.com/products/column/china-insight