

みずほマーケット・トピック(2021 年 9 月 22 日)

恒大問題の現状整理～2 つのポイントで理解する今後～

中国恒大集団(以下恒大)の問題を理解するポイントは①中国政府が恒大を公的救済する意思の有無、②同社債務の拡散度合い。中国版リーマンショックという仰々しいフレーズが飛び交っている理由は①に関し、中国政府は救済意思がないと伝わっていることに由来。所得再分配方針を打ち出している中で富裕層を救済できない立場は理解するが、97 年の三洋証券破綻、08 年のリーマンショック破綻は安易な自己責任論が危機に繋がった事例であり、市場の恐怖心もその経験に根差している。もっとも、②に関して言えば、多くの債権が国内に散在している上、恒大の総債務が不履行になっても中国の銀行部門で吸収可能という情勢。中国版リーマンショックという煽りに乗るは控えたい。但し、こうした基本認識は「恒大 1 社で破綻が済めば」という話。三洋証券の破綻、リーマンショックの破綻、そして国家で言えばギリシャの破綻。歴史を踏まえれば、今後想定される展開はほぼ見えており、システミックなショックには至らないにせよ、中国経済の減速は必至だろう。資産価格見通しの立場からは、FRB の出方を見極める局面。

～恒大問題を理解する 2 つのポイント～

金融市場は引き続き、中国の不動産大手、中国恒大集団(以下恒大)の債務問題に神経質な相場が続いている。昨日の米国市場ではそれまでの大幅株安に歯止めはかかっているものの、軟調地合いは変わっていない。現在入手可能な情報を総合する限り、本問題を理解するポイントは①中国政府が恒大を公的救済する意思の有無、②同社債務の拡散度合いに尽きる。

今回、中国版リーマンショックという仰々しいフレーズが飛び交っている理由は①に関し、中国政府は救済意思がないと伝わっていることに由来する。中国政府の意思を強く反映する共産党系メディア「環球時報」の胡錫進編集長は SNS に「国が産業の構造を変えようとしている時は、いくら企業の問題が深刻だからといって、国がその企業を保護することはない」と投稿している。既報の通り、中国政府は格差拡大と社会不安の因果関係を重く見ており、今夏から「共同富裕」と謳い、所得再分配政策に軸足を置く方針を宣言している。「富裕層から貧困層への所得移転」が公言されている最中に「恒大を救う」ことが何を意味するのかが重要になる。この点、恒大は不動産開発の資金調達手段として国内の富裕層(投資家や住宅購入者など)に対して高利回りの金融商品を販売してきた経緯がある。要するに、恒大救済は富裕層救済と同義であり「共同富裕」の否定となってしまう。

とはいえ、恒大問題は既に金融市場に動揺をもたらしている。中国政府の面子に照らして、従前の国内公約を一旦棚上げするのか、金融市場の混乱収束を優先するのかを天秤にかける状況にあるが、金融市場はあくまで前者のシナリオで走ることを想定しているということになる。1997 年の日本における三洋証券破綻、2008 年の米国におけるリーマンショック破綻は「破綻は制御可能なので自己責任で処理せよ」という行政の判断が瞬く間に市場参加者間の疑心暗鬼を生み、金融危機へと発展した事案である。双方のケースは今では明らかな失政と認識されることが多いものの、今

回も同じ過ちになるのではないかとその恐怖心が市場にはあると考えられる。

～中国の銀行部門で損失吸収は可能の公算～

だが、「瞬く間に市場参加者間の疑心暗鬼を生み、金融危機へと発展」するかどうかは②同社債務の拡散度合いに依存する。この点、恒大の有利子負債の多くは中国の銀行部門ないしノンバンクに散っているとの見方が多い。8月中旬に中国銀行保険監督管理委員会が発表した2021年4～6月期の銀行業主要監督管理指標によると、6月末時点の貸倒引当金残高は5.4兆元(≒92兆円)である。これに対し、現在報じられている恒大の総債務は約2兆元(≒34兆円)だ(※1元17円換算)。恒大の総債務が全て不履行になっても中国の銀行部門で吸収可能である。中国国外の大手機関投資家が同社社債を保有しているとの報道もあるが、その規模も(現在明らかにされている分に限れば)国際金融システムを瓦解させるほどではない。例えばロイターは昨日、米ブラックロック社が1～8月に同社の社債を3130万口購入したことを報じているが、これは総額17億ドルのアジア・ハイ・イールドボンド・ファンドの1%だという。リーマンショックを引き起こすには桁が足りない。

今のところ、恒大の話だけでリーマンショック時のように金融取引が全て停止してしまうような事態は考え難く、「中国版リーマンショック」という扇動に乗ることは控えたいところである。そもそも恒大は不動産開発会社である。そのような、いち事業法人の破綻が、金融商品の販売を通じて世界的に露出を拡げやすい金融機関の破綻と同等のショックをもたらす経路は元より考えにくい。

～今後予想される展開～

もちろん、怖さは残る。上述のような基本認識は「恒大1社で破綻が済めば」という話だ。三洋証券の破綻もリーマンショックの破綻もその後は同業他社の経営不安に延焼した。欧州債務危機もギリシャに始まり南欧全土に広がった。その過程では相対的にリスクの低い企業や国まで火が及ぶ。例えばスペインやアイルランドは債務危機の当事者だが、元々財政黒字国であり、統計を詐称するような杜撰なギリシャの財政と横並びで議論されるような国ではなかった。それでも延焼が始まってしまえば鎮火には時間がかかる。こうした事態に伴う金融機関の与信能力低下、実体経済における消費・投資意欲低下はいずれ物価低下に繋がり、これに対応するための金利低下を促すだろう。このように破綻行政の怖さは誤った初手により自己実現的に猜疑心が市場で膨張していくことにある。「取引相手が信じられないから金を出さない」という行為が各所で同時多発すれば実体経済の心臓である金融システムは停まってしまう。企業や国家は赤字で破綻するわけではない。必要な流動性が獲得できなくなった時点で破綻するのである。極論すれば、安定的に黒字を出しても流動性(資金調達)が止まれば破綻はあり得る。そうした不慮の事故のような展開を避けるためにも、まずはシステミックなリスクに及びそうな事案は公的救済で処理するというのが最善の策ではある。

今後、中国で心配されそうな展開は第二、第三の恒大が現れることだろう。恒大以外の同業他社や周辺業種で同じような高利の金融商品を提供しているなどを市場は血眼になって探すことになる。本来、そうなる前に完全に鎮火し、恒大などなかったことにしてしまうのが最善だが、「共同富裕」の旗印がそうはさせないという面倒な状況にある。

～恒大破綻と個人消費～

恒大が直接的に実体経済にもたらす悪影響も想定される。金融市場と実体経済への影響は分けて整理し、理解する必要がある。既に9月20日の社債利払いはスキップされているが、今後も利払い期日は順次到来する(本稿執筆時点では明日23日が注目されている)。未だ取引銀行が同社のデフォルトを宣言するには至っていないが、これは正式に同社からローン期限延長の申し出があるかどうかを待っている状態との見方が多い。これは金融市場における問題である。

だが、そうした問題とは別に、不動産開発会社として資金が枯渇している以上、仕掛り中の計画は頓挫するはずである。例えば購入したマンションが引き渡されないという事案も十分考えられる。中国では個人金融資産の多くを住宅に費やす傾向も知られており、恒大破綻がストレートに個人消費を直撃する経路も想定される。また、既に述べたように、恒大問題がリーマンショックのようなシステミック事案にならなくても、それ自体が中国の銀行部門を毀損する話になるとすれば、日常的な経済活動における与信環境の悪化には直結する。それ自体は景気を冷やす話だろう。こうして順を追って考えると、「中国版リーマンショック」という触れ込みは大袈裟に過ぎるとしても、中国経済の減速を約束するイベントとしては確度が高いように思われる。

資産価格の見通しを考える立場からは、同問題がとりわけFRBの基本姿勢にどの程度の修正を迫るかが注目されるだろう。まずは量的緩和の段階的縮小(テーパリング)を謳い上げる場になるはずだった今週のFOMCがどのような情報発信を行うのかを見極めたいところである。

市場営業部兼金融市場部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2021年9月21日	ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～
2021年9月17日	週末版(実質実効為替相場(REER)の国際比較～過去1年で割安感が加速したのは円くらい～)
2021年9月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年8月分)
	日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～
2021年9月14日	70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味
2021年9月13日	接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」
2021年9月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～)
2021年9月8日	米消費者心理と米国の所得・消費環境について
2021年9月7日	世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず
2021年9月6日	米8月雇用統計を受けて～当面の3つのシナリオ～
2021年9月3日	週末版(ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～)
2021年9月1日	ECB政策理事会プレビュー～にわかに出口モード～
2021年8月30日	ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の様相～
2021年8月27日	週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガイダンスを巡って議論紛糾～)
2021年8月26日	混沌極めるドイツ総選挙～真実味帯びる「CDU/CSU」下野～
2021年8月24日	銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か？
2021年8月23日	ECB政策理事会プレビュー～「静観が吉」しかない情勢～
2021年8月20日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～)
2021年8月19日	迫るメルケル退場～欧州の未来を問う選挙～
2021年8月17日	本邦4～6月期GDPを受けて～完全復元は23年以降に～
2021年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年7月分)
	メインシナリオの障害～米消費者マインドの動揺～
2021年8月13日	週末版(「異形の経済」が修正されるドイツ～アフター・メルケル時代へ)
2021年8月11日	世界に範を示す英国の金融政策運営
2021年8月10日	米7月雇用統計～実現に近づくウォラー想定～
2021年8月6日	週末版
2021年8月3日	「雇用の最大化」に近づく米国経済
2021年8月2日	アフターコロナを捉えた米欧の4～6月期GDP
2021年7月30日	週末版
2021年7月29日	FOMCを終えて～「著しい進展」が視野に～
2021年7月28日	「人負け」が鮮明となっている日本の経済・金融情勢
2021年7月27日	「米国買い」をテーマとする金融市場の現状
2021年7月26日	ECB政策理事会を終えて～歴史的な修正～
2021年7月21日	週末版
2021年7月20日	変化の兆候を感じる円相場～需給・物価要因に変調～
2021年7月19日	気候変動オベを受けて～バランスに配慮した素案～
2021年7月16日	週末版(「ドル安見通し」の内情を探る～「需給」でドル安の真実味～)
2021年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年6月分)
2021年7月14日	米インフレ率の騰勢とノイズ化するドットチャート
2021年7月13日	気候変動対策に動き出したECB～戦略修正を受けて～
2021年7月12日	猜疑心強まる民間部門～緊急事態宣言と貯蓄～
2021年7月9日	週末版(ECB、18年ぶりの戦略修正の中身～ハト派修正であることは確か～)
2021年7月8日	米金利低下でも買われない円。理由はどこに
2021年7月6日	想定される3つのシナリオ～BIS年次報告②～
2021年7月5日	Pandexitと格差拡大～BIS年次報告～
2021年7月2日	週末版(2021年上半期の為替相場レビュー～下半期はワクチンから金融政策へ～)
2021年7月1日	世界の外貨準備動向～21年3月末時点～
2021年6月28日	22年Q1に完全回復を見込むECB。「次の一手」は？
2021年6月25日	週末版(ワクチン相場の賞味期限とリスク～「ワクチン接種先進国のつまづき」に怯える局面～)
2021年6月23日	やはり無理が開始した北アイルランド国境管理
2021年6月22日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その②～
2021年6月21日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その①～
2021年6月18日	週末版
2021年6月17日	FOMCを終えて～前倒しで進む正常化シナリオ～
2021年6月16日	新たな安全資産の誕生～ハミルトン・モーメントか否か～
2021年6月15日	イングランド行動制限延長も構図は変わらず
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年5月分)
2021年6月14日	ビットコイン法定通貨化に関する考察
2021年6月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPのその先を考える～)
2021年6月9日	ワクチン追い風に盛り返すドイツ与党～最後の前哨戦～
2021年6月8日	試され始めた「双循環」～元高容認に変調～
2021年6月4日	週末版(米5月雇用統計を前に～どうあれドル/円相場の行く先は変わらず～)
2021年6月3日	「蚊帳の外」感の強まる円相場～細る取引高～
2021年6月2日	着実に進むユーロ圏の日本化とユーロの堅調
2021年6月1日	米インフレ基調の現状と正常化プロセスへの考察
2021年5月28日	週末版(BOE早期利上げ観測の傍らで浮上する英国リスク～試されるワクチンの力～)
2021年5月26日	30年連続「世界最大の対外純資産国」の背後にドイツあり
2021年5月25日	「量」を意に介さないユーロ相場の騰勢
2021年5月24日	「コロナの終わり」で再認識する暗号資産の虚栄
2021年5月21日	週末版
2021年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年4月分)
	FOMC議事要旨～テーバリングが必要なのは財政政策？～
2021年5月19日	ECBのテーバリングはあるのか？
2021年5月18日	鮮明になる円に対する低い関心
2021年5月17日	円相場の基礎的需給環境～Q1を終えて～
2021年5月14日	週末版
2021年5月13日	インフレ懸念で米金融政策は動きそうか？
2021年5月12日	連動が戻り始めた米株価と米消費者心理
2021年5月11日	スコットランド独立を巡るQ&A～現状と展望～
2021年5月10日	最近の為替市場に見る「正常化の胎動」
2021年5月7日	週末版(FRBの対話を阻害してしまうイエレン長官の存在～避けたい「院政」状態～)
2021年5月6日	明暗が鮮明になった「米国 vs. ユーロ圏 & 日本」
2021年4月30日	週末版
2021年4月27日	「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるか？
2021年4月26日	年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」
2021年4月23日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月、テーバリングと曲解されるリスクを警戒～)
2021年4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～
2021年4月20日	調整色が強まってでもワクチン相場の核心は変わらず
2021年4月19日	為替政策報告の読みから～イエレン長官の思惑は～