



フィオナ・チャン
アジア・クレジット・ヘッド[®] (除く日本)

中国天津市政府が保有するコモディティ商社、天津物産集団 (Tewoo Group) は2019年11月25日、12億5,000万米ドル相当の社債に関する債務再編計画を発表しました¹。この計画は債券保有者に最大64%の損失を受け入れるか、返済の遅延を認めるか、いずれかの選択を提案するものです。この発表により、同社は中国国有企業 (SOE) としてオフショア・米ドル建て債券市場において1998年以降初の事実上の債務不履行となりました²。本稿では、天津物産集団の事実上のデフォルトが意味することを解説し、アジア・クレジットの投資家に与える幅広い影響について、アジア・クレジット・ヘッド (除く日本) のフィオナ・チャンが考察します。

中国クレジット・ウォッチ: 中国 SOE がオフショア市場において 1998 年以降初の事実上のデフォルト

天津物産集団の事実上のデフォルトは3つの要因が重なった結果によるものと当チームでは見ています。その要因とは、(1) 同社は負債比率 (レバレッジ) が高く、単独ベースでの信用力が低いこと、(2) 天津物産集団のコモディティ取引事業は戦略上の重要性が低いこと、(3) 天津市政府はその他の中国の1線都市 (Tier1) と比較して債務水準が高いことです。

天津物産集団の単独ベースの信用力が低いということは、同社が存続するには政府の救済措置に頼らざるを得ないということです。しかし、天津物産集団の事業は政府にとって戦略上の重要性が低く、天津市自体も多額の債務を抱えていることから、市政府が支援に乗り出す動機は低く余力も限られています。

持続不可能なほどの低いデフォルト率

中国のクレジット市場におけるデフォルトの可能性について、投資家の注目が集まっています。中国の SOE は負債比率 (レバレッジ) が高いにもかかわらず、この2~3年、中国国内市場 (オンショア市場) のデフォルト率は0.3%未満にとどまっています³。こうした低水準のデフォルト率を支えている

のは主に暗黙の政府支援です。当チームでは、足もとの低いデフォルト率の水準は長期的には持続不可能な水準であると見ています。中央および地方両政府は今後、特に経済成長が低迷する局面では、財政難に陥った SOE の救済をより選別的に行うと思われるかもしれません。当チームの厳格な信用調査プロセスにおいては、政府による保有や暗黙の支援は当然に認められるものであるとは捉えていません。

SOE の数の多さを考えると、政府の支援は今後一層選別的になると当チームでは考えています。当局は、モラル・ハザードを考慮して、経営難もしくは成長が見込めない企業の破綻を容認し、投資家に損失を受け入れさせる傾向を強められると思われれます。

政府による SOE 支援の根拠となる要因

政府による暗黙の支援の可能性を評価する際、当チームでは2つの基本的事項を検討します。SOE の事業が中国経済にとって戦略上重要であるかという点と、デフォルトがシステミックな影響をもたらす可能性があるか、もしくはデフォルトの影響が大きく波及する可能性はあるかという点です。また、企業の財務全般の健全性と、中央および地方両政府に支援する意思と能力があるかという点についても評価を行います。当チームでは、競争環境が激しい業界、コモディティ化が進む事業分野、金融サービス関連分野で事業を展開する企業よりも、基幹産業や極めて重要なサービスを提供する SOE を選好します。

¹ ブルームバーグ、2019年11月25日

² ブルームバーグ、2019年11月26日

³ ゴールドマン・サックス、2019年10月18日現在

ディスクレーマー

■本資料は、海外グループ会社の情報を基にマニユライフ・アセット・マネジメント株式会社（以下「当社」といいます。）が作成した情報提供資料です。■参考として掲載している個別銘柄を含め、当社が特定の有価証券等の取得勧誘または売買推奨を行うものではありません。■本資料は、信頼できると判断した情報に基づいておりますが、当社がその正確性、完全性を保証するものではありません■本資料の記載内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更される場合があります。■本資料のいかなる内容も将来の運用成果等を示唆または保証するものではありません。■本資料に記載された見解・見通し・運用方針は作成時点における当社の見解等であり、将来の経済・市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。■本資料で使用する指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、その開発元または公表元に帰属します。■本資料の一部または全部について当社の事前許可なく転用・複製その他一切の行為を行うことを禁止させていただきます。

商 号：マニユライフ・アセット・マネジメント株式会社

登 録 番 号：関東財務局長（金商）第 433 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 一般社団法人第二種金融商品取引業協会

※マニユライフ・インベストメント・マネジメントは、マニユライフ・ファイナンシャル・コーポレーションにおける資産運用ビジネス部門の新しいグローバル・ブランドであり、従来のブランド名であるマニユライフ・アセット・マネジメントから変更しております。また、各国拠点の社名についても順次変更を行っております。