



フィオナ・チャン  
グローバル・エマージング債券  
リサーチヘッド

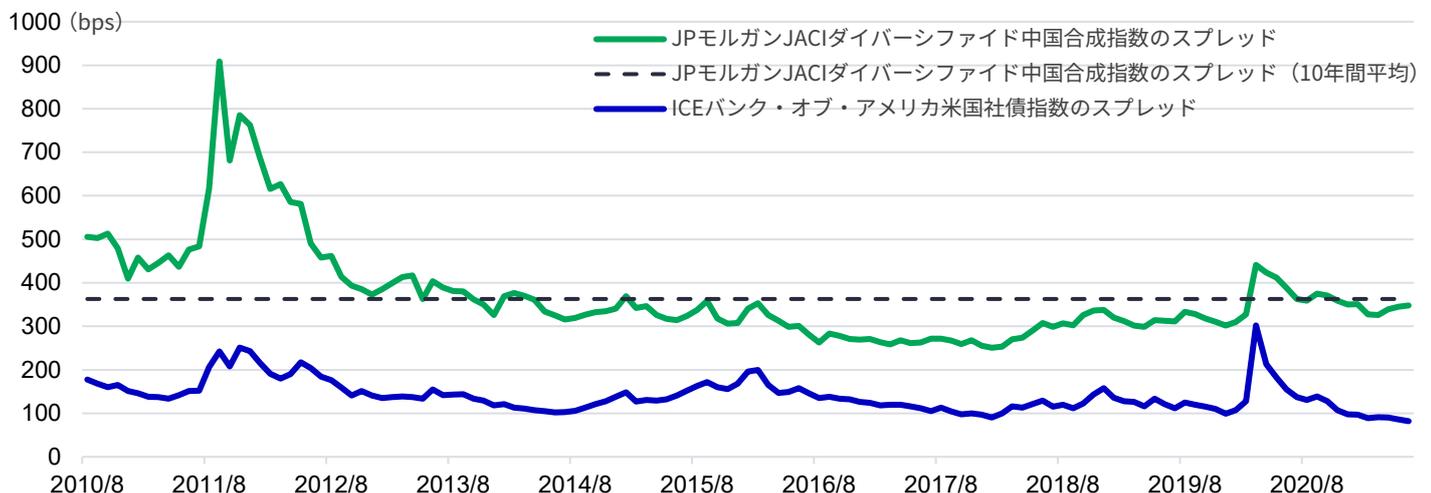
経済指標に回復の兆候が現れる一方で、債務不履行や滞納のニュースが相次いで報道され、投資家が中国クレジットの状況をやや不安視するのも無理はありません。しかし、こうした動向は長期的に見ると最終的には望ましい結果をもたらすと思われれます。中国当局はこうした事象を、長年の懸案に対処して長期的な成長を見据えた持続可能な社債市場の発展を促す好機ととらえています。

## 中国債券市場の債務不履行（デフォルト）の意味を理解する

### 主なポイント:

- 中国当局は債券デフォルトの増加を容認していますが、秩序あるデフォルトが望まれています。国有企業（SOE）のデフォルトは、戦略的重要性が低いか、ファンダメンタルズが脆弱な企業が大半を占めることになります。
- 中国当局は市場原理に基づく SOE の債務処理を推進する意向です。
- 新たな「国有企業改革 3 年計画」はオンショア債券市場の発展に重要な役割を果たすと見られます。
- 中国のオフショア米ドル建て債券のデフォルト・リスクは制御可能と考えられます。
- 先般強化された中国の不動産開発企業に対する資金調達規制は住宅市場のリスク管理を目的としています。
- マニユライフ・インベストメント・マネジメントは、現地の情報にアクセスできる中国オンショアおよびオフショアの両方にリサーチ拠点を有し、各発行体について多角的視点から分析・調査した詳細な情報を提供しています。

図 1：中国の米ドル建てクレジットは米国の社債と比較してスプレッドが大きい



出所：ブルームバーグ、マニユライフ・インベストメント・マネジメント、2021年6月30日現在

足もとではクレジット・イベントが増加しているものの、利回り追求の観点から見ると中国社債への投資妙味は依然として大きいと考えます。私たちは中国社債のデフォルト問題については、慎重な銘柄選択を行えば、同国のクレジット市場は投資家にとって今後も有望な投資機会となる可能性があると考えています。中国の経済と市場は耐性が高く、先進国債券市場に対する利回りスプレッドの優位性もあることから、中国社債市場は世界でも類を見ない独自の位置づけにあります（図1<sup>1</sup>を参照）。

## 概観：

### 足もとのクレジット・イベントと続く債務整理

2021年上期にオンショアおよびオフショア市場におけるクレジット・イベントの件数は増加し、オンショア債券の年初来のデフォルト件数はすでに2020年の年間総発生件数の50%を上回って<sup>2</sup>います。中国政府は「問題を先延ばしする」代わりにこの2~3年間に実施した債務整理を継続し、秩序ある債券デフォルトの増加を容認する姿勢を取ると考えられます。こうした動きは、特に不動産企業やSOEをはじめとする社債セクターの財政健全化に寄与すると見られます。2020年第2四半期以降、中国経済の持続的回復が顕著になる中で、政策当局には現在、デフォルトを容認できる余地が大きくなっています。同時に、債権者に損失負担を促す意向も示しており、政府は破綻した金融機関の債券保有者を救

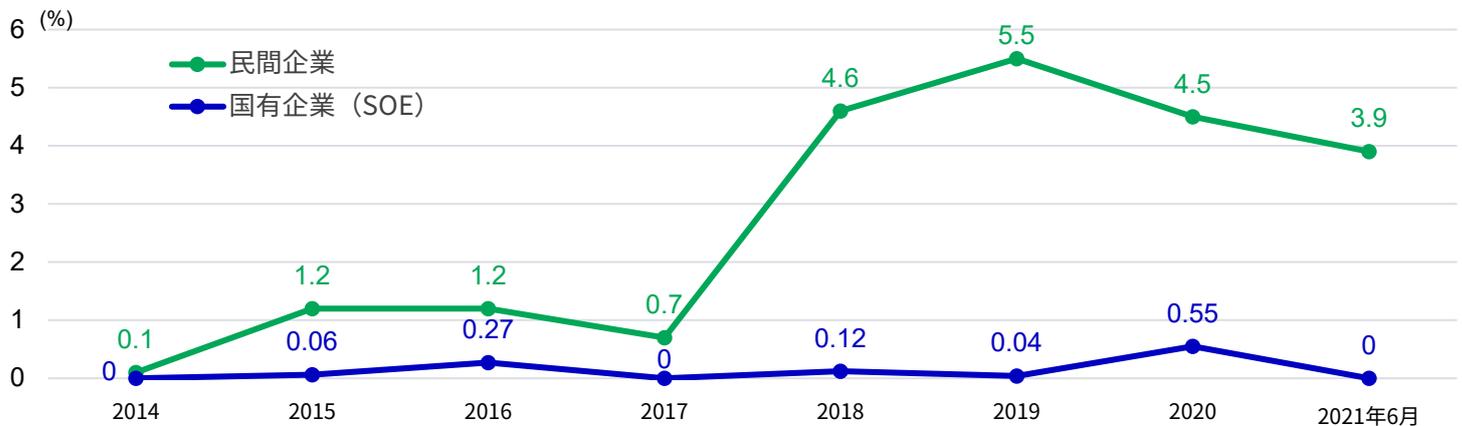
済するというかつての発想から転換していると見られます。これまでよりも市場原理に基づく、秩序あるデフォルトは社債のファンダメンタルズをより明確に反映した信用リスクのプライシングにつながると思われま

す。こうしたデフォルトは市場の不安とクレジット・スプレッドの拡大を招く恐れがありますが、当チームの基本シナリオは、債務不履行に陥るSOEは戦略的重要性が低いか、ファンダメンタルズが脆弱な企業であり、システミック・リスク発生の要因になることはないと考えています<sup>3</sup>。大手有名SOEのデフォルトが相次ぐ最近の動向は、基本的な信用分析と銘柄選択の重要性を明確に示していると考えます。特に社債がほとんど差別化されておらず、政府の支援が当然と見なされている中国のオンショア債券市場では極めて重要です。マニユライフ・インベストメント・マネジメントのアジア債券チームは、厳密なクレジット・プロセスと国内外の拠点を基盤として、実践すべきことを確実に実践し、上述した中国社債のデフォルトをすべて回避しています<sup>4</sup>。

### オンショア債券のデフォルトが増加する中でのSOE改革

市場の力学は、結果的により健全で持続可能な社債環境をもたらしますが、オンショア債券市場の発展で政府の改革が果たす役割もますます不可欠になっ

図2：発行体のデフォルト時におけるオンショア債券名目総発行残高（年初の社債総発行残高に対する割合）<sup>7</sup>



出所：ゴールドマン・サックス、2021年6月25日現在

<sup>1</sup> ブルームバーグ、マニユライフ・インベストメント・マネジメント、2021年6月30日

<sup>2</sup> ゴールドマン・サックス、2021年6月21日

<sup>3</sup> これまでの中国国有企業のデフォルト率は（中国オンショア社債発行残高の）1%未満で、世界の他の債券市場と比較して低い水準にと

どまっています。中国当局はこれまで、影響波及リスクを回避するために支援と市場の信頼回復の大胆な措置を講じる意向を示してきました。

<sup>4</sup> マニユライフ・インベストメント・マネジメント、2021年7月26日現在

ています。2020年6月、習近平国家主席は新たな改革3年計画を承認しました<sup>5</sup>。これを契機に鉄鋼やインフラストラクチャーなどの分野で中央および地方レベルのSOE間の合併と資産再編が活発化しています。この計画は、SOEの競争力強化と市場原理の導入を後押ししながら、SOEに対する中央政府の影響力を確固たるものとし、ひいては2060年までのカーボン・ニュートラル達成といった国家目標達成を目指す戦略的業界へのSOEの影響力を高めることを目的としています<sup>6</sup>。

中国における新型コロナウイルス感染状況は安定化し、経済は広範囲にわたって回復基調にあります。オンショア債券のデフォルトは緩やかに増加する可能性があります。直近のガイダンスによると、中央政府はより市場原理に基づいたSOEの債務処理を進めることを目指し、支払不能に陥った地方政府の資金調達事業体である融資平台(LGFV)のデフォルトを容認する姿勢を強めています。このプロセスは段階的に進むと予想されるものの、いわゆる「ゾンビ」SOEとLGFVがデフォルト予備軍となる可能性があります。「ゾンビ企業」の特徴としては、ファンダメンタルズが極めて脆弱であること、戦略的重要性が低いこと、石炭採鉱など汚染度の高い業界へのエクスポージャーを持つことが挙げられます。とはいえ、全体的なデフォルト率は1%未満で<sup>7</sup>、地方政府が地域の資金調達チャンネルに連鎖的な影響を与えることのないよう、プロセスの円滑な遂行に尽力していることから、SOEのデフォルト・リスクは制御可能な状況にあると思われます。私たちは、健全な信用力と一貫した財務方針を持ち、「フォーリン・エンジェル」となるリスクを管理しながら、様々な景気サイクルを乗り切る能力を備えたSOEの発行体に投資機会があると考えています。また、明確な戦略的重要性を持つ発行体には、その政策上の役割に起因するファンダメンタルズの脆弱性を相殺するような政府支援が保証されると考えます。

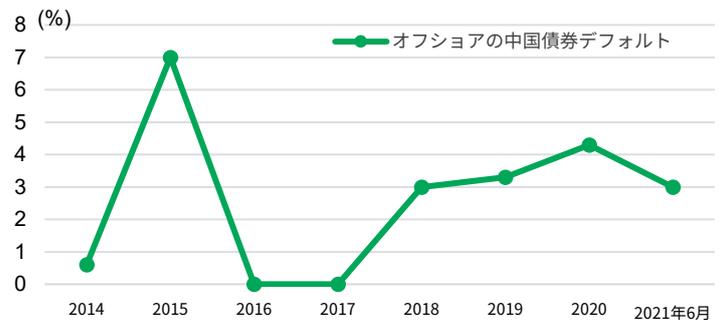
ポスト・コロナの景気回復が進む中、事業環境の改善と幅広いコモディティ価格の回復により民間企業

への圧力は幾分和らぐと予想しています。相対的に脆弱な民間企業はすでに債務不履行に陥っていることを考えると、デフォルト率は2019年の記録的な高水準から低下するものと思われます。

## オフショアのクレジット： 引き締め策が不動産開発企業の統合を促進

中国のオフショア・ハイイールド債市場は地域の不動産開発企業が圧倒的多数を占めている<sup>8</sup>ことから、一般的にオフショアの米ドル建て債券のデフォルト・リスクは制御可能であると考えています(図3を参照)。中国政府は引き続き、同セクターのシステマティック・リスクを積極的に管理するアプローチを取っているため、急激な信用悪化や広範囲にわたるデフォルトの発生はないと予想しています。経済への貢献や国民の富の貯蔵といった点での不動産の重要性を考えると、同セクターの健全かつ持続可能な発展を促進することは、急激な価格調整やデフォルトの急増を招きかねない突然の介入を行うよりも中国の利益にかなっていると考えます。実際にシングルB格<sup>9</sup>の開発企業のデフォルトはすでに若干増加しています。

図3：中国ハイイールド債市場のデフォルト率  
(発行残高により加重)



出所：ゴールドマン・サックス、2021年6月17日現在

中国の不動産開発企業に対する足もとの資金調達規制は、過熱の様相を呈しつつある住宅市場のリスクを抑制することを目的としています。この引き締め

<sup>5</sup> チャイナ・デイリー “SOE reforms to drive economic development”、2020年6月5日：李克強首相は2020年5月22日に政府活動報告を提出し、その中で中国は国有企業改革3年行動計画を開始し、国有資本規制制度を改善し、国有企業の混合所有制を強化することを発表しました。

<sup>6</sup> フィナンシャル・タイムズ “China pledges to be ‘carbon neutral’ by 2060”、2020年9月23日

<sup>7</sup> ゴールドマン・サックス、2021年6月25日：中国のオンショア社債総発行残高に対する割合で見ると、世界の他の債券市場と比較して低い水準。

<sup>8</sup> JACI 中国ハイイールド債セグメントの約46%を占めています。

<sup>9</sup> 信用リスクが高いため投機的と見なされます。

政策により、資金調達手段が限られ、財務の柔軟性が乏しい脆弱な開発企業は必然的に厳しい課題に直面することになります。しかし、同セクターの全般的なデフォルト・リスクは制御可能であると思われます。「3つのレッドライン」規制<sup>10</sup>に基づき、過剰債務を抱える開発企業は拡大を抑制し、成長の質の改善に注力する必要性に迫られますが、長期的にはそれが開発企業の信用力向上につながると考えます。さらに、財務の柔軟性と資金調達手段を持つ大手開発企業は今後数年間にわたって業界再編に重要な役割を果たすと考えています。これによってセクター内の二極化が進み、中長期的に業界再編を加速させる可能性があります。

様々な市場サイクルを乗り越えるのに十分な規模と財務的な余力を備えた開発企業が注目されます。こうした企業は全国または主要な経済圏（自社が有力な地位を占める地域）に豊富な土地を保有する傾向があります。さらに、オンショアとオフショアの両市場に分散した資金調達が可能な開発企業は有利な立場にあると思われます。これは開発企業の流動性ポジションと長期的な成功に不可欠だと考えています。

## 中国オンショアとオフショアの両方にリサーチ拠点を持つ、マニユライフの優位性

中国のクレジット市場はすでに世界第2位の規模を持ち、今も拡大しています<sup>11</sup>。中国のオンショアおよびオフショア債券市場は発展し続けており、一定の情報ギャップが生じています。マニユライフ・インベストメント・マネジメントは、上海と北京の専任クレジット・アナリストを含むオンショア、オフショア両リサーチ拠点によるボトムアップのファンダメンタルズ・リサーチに強みを有しています。地方や中央のSOEの信用力を評価する際、地方政府または中央政府の視点から見た役割とオンショアおよびオフショアでの資金調達手段を評価することが不可欠です。オンショア市場の動向はオフショア拠点を通じて検証できることが多く（逆も同様です）、そうすることで微妙なニュアンスを理解することができます。したがって、現地の情報にアクセスでき

るオンショアとオフショアの両方に拠点を持つことにより、各発行体の質について追加的な詳細情報が得られ、情報ギャップを解消できます。中国市場における現地に根差した運用体制および情報ネットワークが、魅力的な投資機会の特定を可能にすると考えます。

<sup>10</sup> 中国人民銀行と住宅都市農村建設部は2020年に、不動産会社に対する新たな資金調達規制法案を起草したと発表しました。借り換えを希望する開発企業は3つの閾値、すなわち資産に対する負債の比率は70%を上限とすること（契約に基づいて売却したプロジェクトの前

受金を除く）、資本に対する正味負債は100%を上限とすること、短期負債に対する現金の比率を1倍以上とすることという基準に基づいて評価されます。

<sup>11</sup> 国際決済銀行、2021年6月23日

## ディスクレーム

■本資料は、海外グループ会社の情報を基にマニユライフ・インベストメント・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。■本資料で使用してい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。

マニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 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