

2021年9月21日 全10頁

中国：恒大集団の経営危機をどうみるか

景気減速要因だが、金融危機につながらず。21年の見通しを下方修正

経済調査部 主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 中国不動産開発大手の中国恒大集団（以下、恒大）が経営危機に直面している。不動産市場は明らかに変調をきたしているが、今回の騒動によって金融システムが大きく動揺したり、毀損する可能性は低い。ただし、景気下振れ要因としてしっかりと留意する必要がある。
- 中国経済には、資源・コモディティ価格の急上昇、不動産に対する引き締め強化、半導体の供給不足、新型コロナウイルスデルタ株への警戒による接触型消費の不振など、いくつかの下振れ要因がある。特に、不動産市場の調整懸念は大きく高まっている。これを踏まえて、大和総研は2021年の中国の実質GDP成長率予想を従来の前年比8.8%（以下、変化率は前年比、前年同期比）から8.4%に引き下げた。2021年7月～9月は5.5%（従来は6.5%）、10月～12月が4.5%（同5.0%）と想定した。
- 一方で、ワクチン接種の普及による集団免疫獲得の可能性や、預金準備率のさらなる引き下げなど政策対応余地の大きさは中国経済の強みである。2022年秋には5年に一度の最重要会議である党大会の開催を控え、景気を上向かせようとのインセンティブが働こう。2022年の成長率見通しは6.0%で据え置く。

中国恒大集団の経営危機は景気減速要因だが、金融危機にはつながらず

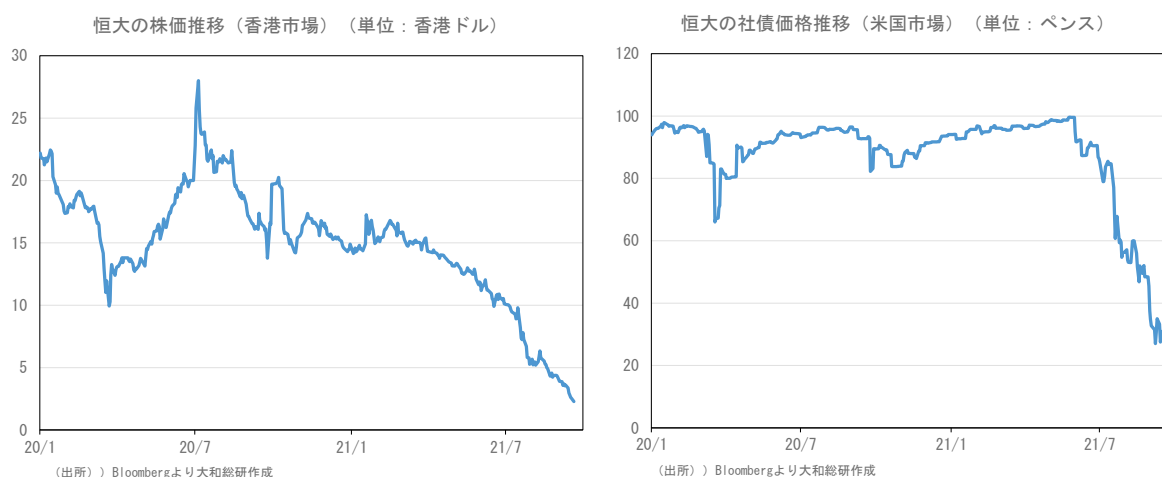
中国不動産開発大手の中国恒大集団（チャイナ・エバーグランデ・グループ。以下、恒大）が経営危機に直面している。香港市場上場の同社株価や米国、中国で取引される社債価格は暴落。同社のデフォルト懸念が高まり、中国の金融システムが不安定化し、中国、ひいては世界経済が動揺するとの思惑から、9月20日の欧米の株価指数は大きく値を下げた。恒大問題について、事ここに至る経緯は以下の通りである。

恒大は1996年に従業員数人で創業された民営企業であり、当初は低価格の小型マンションの開発を足掛かりに急成長し、全国各地で不動産開発を手掛けるようになった。経営トップの許家印氏の強いリーダーシップの下、2020年には売上高5,070億元（約8兆円）、従業員は20万人を数える大企業となった。経営の特徴は積極的な投資による多角化であり、同社は不動産開発を主力としつつ、海外の有力選手も所属したプロサッカークラブ広州FC（旧広州恒大）の運営や電気自動車の開発、映画製作、ヘルスケアなどの分野にも進出した。しかし、その発展の原資が過大な負債であったことなどが、問題視された。

2020年8月19日には、中国人民銀行と中国銀行保険監督管理委員会が恒大に対して、経営の安定維持に努めること、債務リスクを積極的に取り除くこと、不動産市場と金融の安定を維持すること、法に基づいて重大事項や真実の情報を開示すること、事実ではない情報は放置せず、しっかりと訂正すること、などを指導した。金融当局が監督対象ではない不動産開発業者に対して個別に行政指導を行うのは異例であり、それだけ同社の債務問題が深刻であったことの証左であろう。

ほぼ同時期に、中国人民銀行と住宅・都市農村建設部が、重点不動産開発業者に対して、負債にかかわる「3つのレッドライン」と融資管理とを結び付ける厳格な監督管理を開始した。「3つのレッドライン」とは、超えてはならない一線であり、具体的には、①前受金控除後の総負債比率（総負債÷総資産×100）が70%以上、②純負債資本比率（有利子負債から現・預金を控除し

恒大の株価（香港市場、左）とドル建て社債価格（米国市場、2022年3月22日償還）の推移



たもの÷資本×100)が100%以上、③現金短期負債比率(現・預金÷短期負債×100)が100%以下で基準に抵触し、評価が下がることになる。3つとも抵触した高リスク企業は赤に分類され、翌年(2021年)は新たに有利子負債を増やすことはできないとされた。恒大はこれに該当したのである。

不動産開発業者の負債関連の3つのレッドライン抵触状況と融資規制

レッドライン抵触数	表示	リスク	年間の有利子負債増加率
ゼロ	緑	リスク小	15%以内
1	黄	↑ ↓	10%以内
2	橙		5%以内
3	赤		0%以内

(注) 3つのレッドラインとは、①前受金控除後の総負債比率(総負債÷総資産×100)が70%以上、②純負債資本比率(有利子負債から現預金を控除したもの÷資本×100)が100%以上、③現金短期負債比率(現・預金÷短期負債×100)が100%以下、であり、これを超えてはならないとした

(出所) 各種報道より大和総研作成

こうした中、恒大の負債に過度に依存した経営は見直しを余儀なくされた。同社は物件の大幅値引きにより現金化を急ぎ、出資先株式を売却するなどして負債の圧縮を図った。これにより、2021年6月末の有利子負債は5,718億元(約9.8兆円)と、2020年3月末のピークからは3,000億元ほど圧縮された(純負債資本比率は100%未満となり、レッドライン抵触数は2つになったとされる)。その一方で、恒大の資金繰りは急速に悪化し、取引先による代金未払いの告発や、銀行による同社預金の凍結、工事の中断など、経営危機を想起させる事例が相次ぐこととなった。

恒大問題は、今後どのような展開が想定されるのであろうか。まず、同社は大手であるが民営企業であり、中国政府にとって、どうしても救済しなければならない対象ではない。ただし、予約販売によって既に物件を購入済みの人も多く、事業が完全にストップすると社会不安などの面でも弊害は大きい。このため、大胆なリストラを実施した上で、恒大に事業を継続させるか、他社が同事業を引き継ぐことが想定されよう。その過程で、ある程度の貸出の貸し倒れや社債のデフォルトの発生は避けられないかもしれない。

かといって、この問題によって、中国の金融システムが大きく動揺したり、毀損するといった懸念は杞憂であろう。既述したように、恒大の2021年6月末の有利子負債は5,718億元であり、銀行融資、ノンバンクからの調達、国内外の社債(社債のうちほぼ7割が海外)から構成される。それに対して、2021年6月末の中国の商業銀行の貸倒引当金は5.4兆元、2020年の純利益は1.9兆元であり、恒大問題で一部の貸出が不良債権化しても十分に処理が可能である。また、社債のデフォルトを回避すべく、第三者が損失補填をすれば、強烈なモラルハザードが発生することとなり、その方が弊害は大きい。ちなみに、2020年7月以降、泰禾集団、天房集団、三盛宏業など不動産業者のデフォルトが相次いだり、救済はされていない。

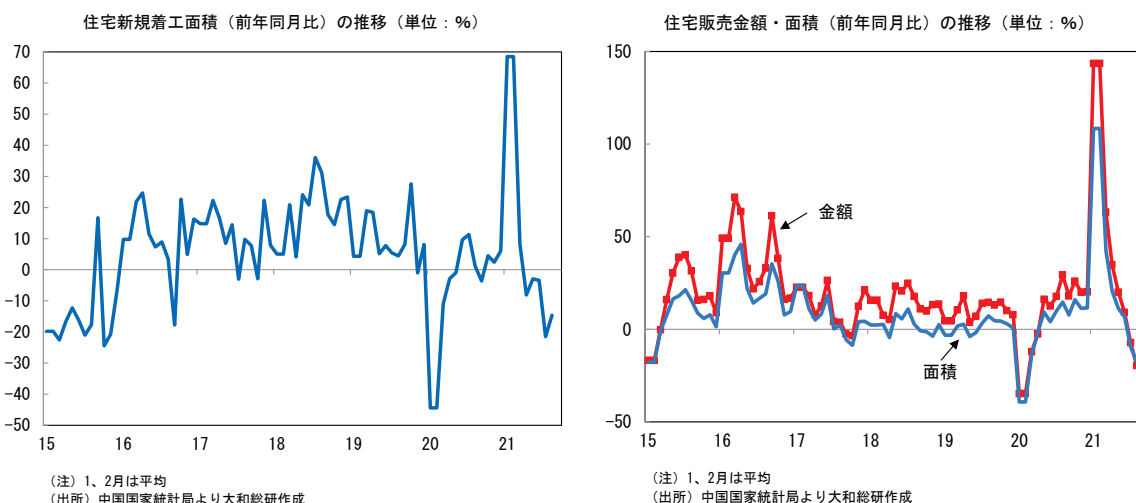
次の問題は巨額の負債を抱える他の不動産開発業者への波及であり、これは程度の差はあれ、株価や債券価格の下落といった形で既に顕在化している。その一方で、金融当局が8月下旬に、

健全な経営を行っているデベロッパーに対しては銀行がしっかりと融資を行うように指示を出すなど、影響が業界全体に大きく波及しないよう、手立ては講じられつつある。

最後に、不動産関連データを確認すると、2021年4月以降前年割れが続いていた住宅新規着工面積は8月も前年同月比14.6%減（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）とマイナスが続き、住宅販売金額は7月に前年割れとなった後、8月は19.7%減を記録した。デベロッパーの開発意欲と、消費者の購入意欲はともに減退しており、家電など関連消費や不動産開発投資の先行きにも暗い影を落としている。

以上をまとめると、恒大問題もあり、中国の不動産市場は明らかに変調をきたしている。それが金融システムを大きく動揺させたり、棄損させるリスクは低いですが、景気下振れ要因としてはしっかりと留意する必要があるということであろう。

住宅新規着工面積（前年同月比）（左）と住宅販売金額・面積（前年同月比）（右）の推移



景気は一段と減速

2021年8月（1月～8月）の主要経済指標は、貿易以外は軒並み悪化した。8月の鉱工業生産は5.3%増（7月は6.4%増）、小売売上（名目）は2.5%増（同8.5%増）、1月～8月の固定資産投資は8.9%増（1月～7月は10.3%増）であった。一方、8月の輸出（ドル建て、以下、貿易はドル建て）は25.6%増（7月は19.3%増）、輸入は33.1%増（同28.1%増）と、輸出入とも伸び率がやや加速した。

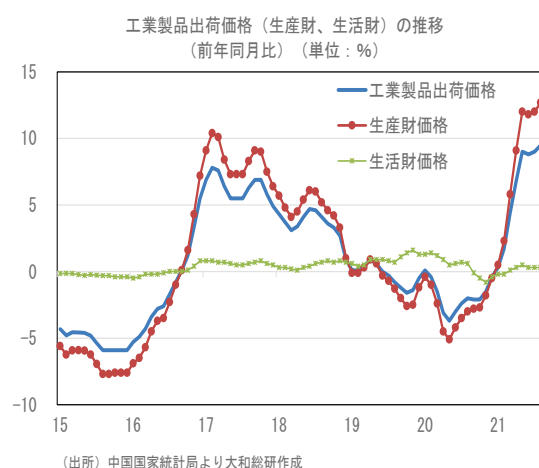
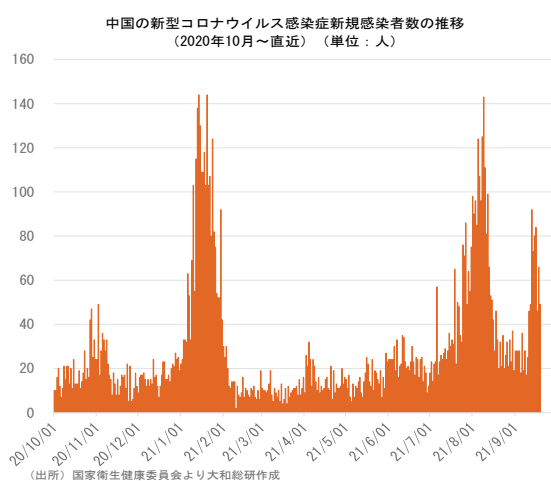
内需の減速については、①新型コロナウイルス感染症の変異株感染者の拡大、②エネルギーやコモディティ価格の上昇の影響が引き続き大きい。

①について、新型コロナウイルス感染症の1日当たりの感染者数は7月中旬以降、増加傾向を強め、江蘇省（南京市の空港から感染が各地に拡散したといわれている）、河南省、雲南省、湖南省の一部都市などで移動制限が実施された。感染者数は8月中旬に抑制されつつあったが、

9月中旬に福建省で感染者が急増するなど、気を抜けない状況が続いている。行動制限は一部都市でかつ局所的に実施されたにとどまるが、感染症対策は全国規模で実施されており、飲食や観光など接触型消費に広く悪影響を与えた。

②のエネルギーやコモディティ価格上昇の悪影響は継続している。2021年8月の工業製品出荷価格は+9.5%（7月は+9.0%）、工業製品購入価格は+13.6%（同+13.1%）と伸び率は一段と加速した。一方、価格競争の厳しい川下分野で価格転嫁が難しい状態は続いており、一部で生産調整が始まっている可能性がある。企業の業績悪化⇒所得の伸び悩み⇒消費の抑制、のほか、企業の設備投資抑制は景気の下押し要因となる。

新型コロナウイルス感染症新規感染者数（左）と工業製品出荷価格（右）の推移

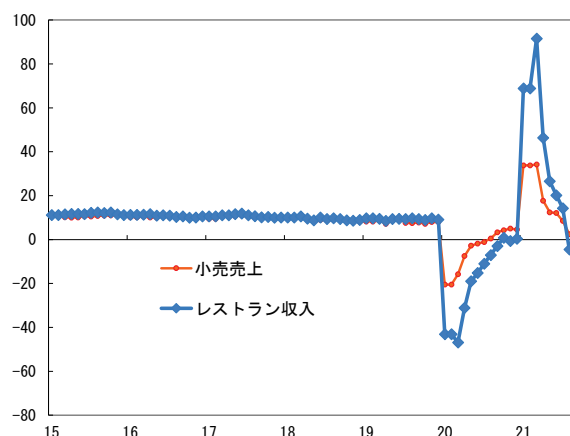


2021年8月の小売売上は2.5%増に失速

2021年8月の小売売上は2.5%増（7月は8.5%増）と「失速」というべき状況となった。うちレストラン収入は4.5%減（同14.3%増）であった。前年同月の2020年8月も7.0%減のマイナス成長であり、足元の飲食業は深刻な不振に陥っていることが分かる。既述したように、中国国内のデルタ株は、江蘇省南京市の空港を起点に、全国に拡散したといわれており、感染者数が少ないところを含めて、全国的に感染症対策が強化された。北京市のレストランでも間隔を空けて座るように指示され、一部の映画館など娯楽施設がクローズされた、という話を聞いた。

デルタ株の世界的流行は、車載半導体の供給不足に拍車を掛けた。特に主な輸入元であるマレーシアでの感染拡大が響いている。8月の自動車販売金額は7.4%減となり、7月の1.8%減からマイナス幅を拡大させた。8月の自動車生産台数は18.7%減（7月は15.5%減）、完成車在庫は30.9%減（同31.2%減）を記録した。

小売売上とレストラン収入の推移（前年同月比）（単位：％）

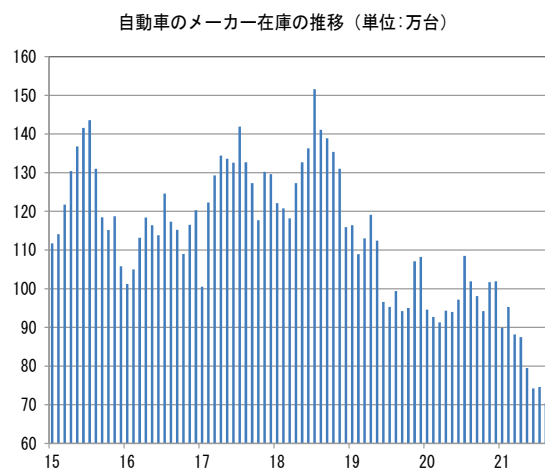


(注) 1-2月は平均
(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

自動車生産台数伸び率（左）と自動車のメーカー在庫（右）の推移



(出所) 中国汽車工業協会より大和総研作成



(出所) 中国汽車工業協会より大和総研作成

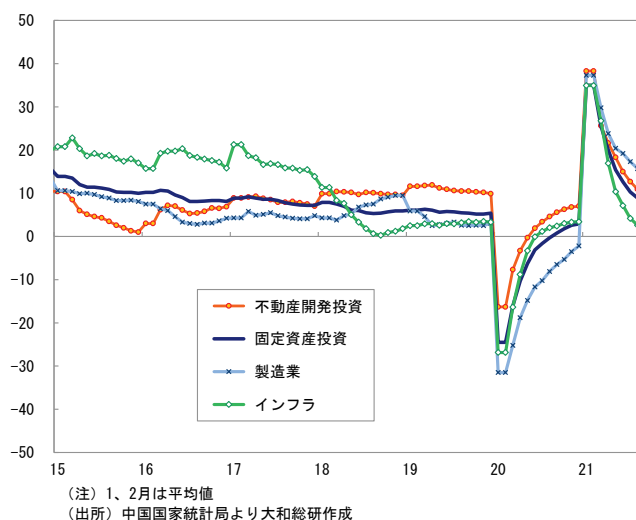
2021年1月～8月の固定資産投資は8.9%増

2021年1月～8月の固定資産投資は8.9%増（1月～7月は10.3%増）であった。

分野別には、1月～8月の製造業は15.7%増（1月～7月は17.3%増）、不動産開発投資は10.9%増（同12.7%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資が2.6%増（同4.2%増）であった。製造業が比較的堅調であり、米中ハイテク覇権争いのさなか、ハイテク製造業向け投資の高成長が続いていること（1月～8月は25.8%増）が、これを支えている。

一方で、インフラ投資の伸び率は大きく鈍化している。今後は、固定資産投資を下支えするために、地方政府特別債券発行の進捗を加速させたり、預金準備率の引き下げによって増加した貸出余力の一部をインフラ投資に傾斜させることなどが考えられよう。

固定資産投資（1月から累計の前年同期比）（単位：％）



2021年の成長率見通しを下方修正

これまで見たように、中国経済にはいくつかの下振れ要因がある。具体的には、資源・コモディティ価格の急上昇、不動産に対する引き締め強化、半導体の供給不足、デルタ株への警戒による接触型消費の不振などである。特に不動産市場の調整懸念は大きく高まっている。これを踏まえて、大和総研は2021年の中国の実質GDP成長率予想を従来の8.8%から8.4%に引き下げた。2021年7月～9月は5.5%（従来は6.5%）、10月～12月が4.5%（同5.0%）と想定した。

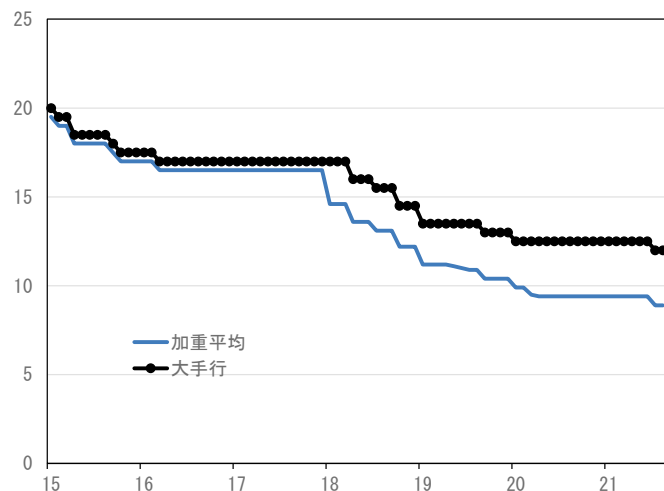
一方で、上記のうち、不動産関連を除くと、影響軽減の兆し、もしくは期待が見えている。例えば、資源・コモディティ価格は、中国や主要先進国の景気減速が価格の抑制要因となり、半導体については、主要生産国のひとつであるマレーシアで新型コロナウイルスの感染拡大に歯止めが掛かり、供給体制が復旧する見通しとなっている。さらに、中国ではワクチン接種の普及に伴う集団免疫の獲得が射程に入りつつあり、接触型消費の底打ち・回復も期待されよう。ワクチン接種については、2021年9月中旬に人口の8割に2回接種が終了した。3回接種の場合でも年内で終了することになる。

さらに、金融緩和余地も大きい。中国人民銀行は2021年7月15日に、預金準備率を0.5%引き下げた。これによって、預金の約1兆元（約17兆円）分が「解凍」され、貸出等に充当することが可能になった。現時点の預金準備率は加重平均で8.9%、大手行は12.0%と高水準であり、引き下げ余地は大きい。主目的は、中小・零細企業の資金繰りサポートとなるだろうが、インフラ投資、あるいはグリーン（エコ）発展、科学技術（イノベーション）など重点項目の貸出に充てることも可能である。

このように、政策対応余地の大きさは中国経済の強みである。2022年秋には5年に一度の最重要会議である党大会の開催を控え、景気を上向かせようとのインセンティブが働こう。2022

年の成長率見通しは6.0%で据え置く。

預金準備率の推移（単位：％）



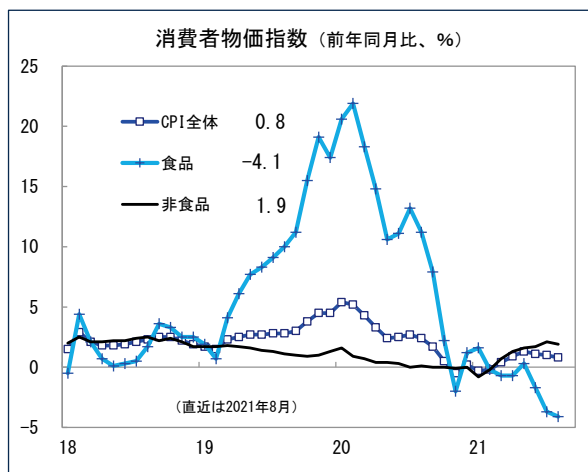
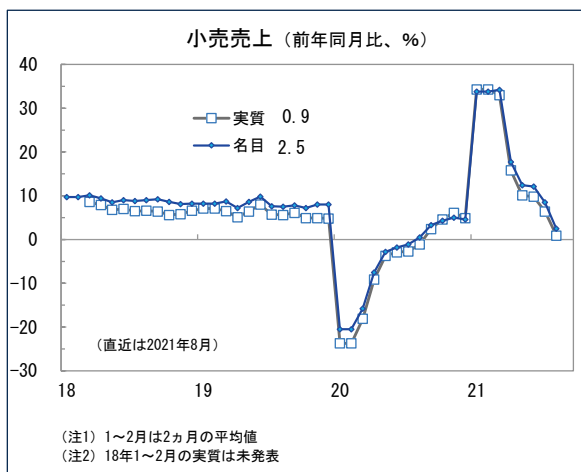
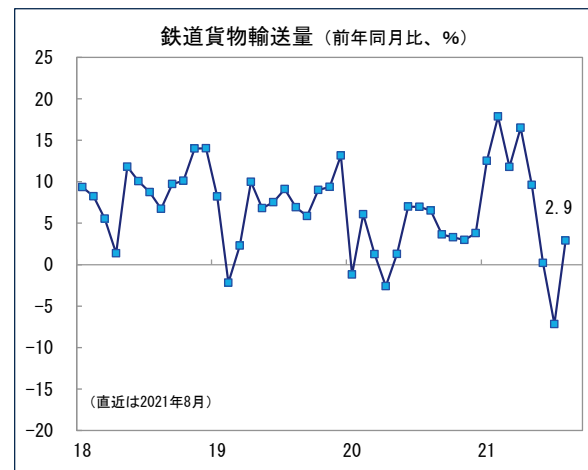
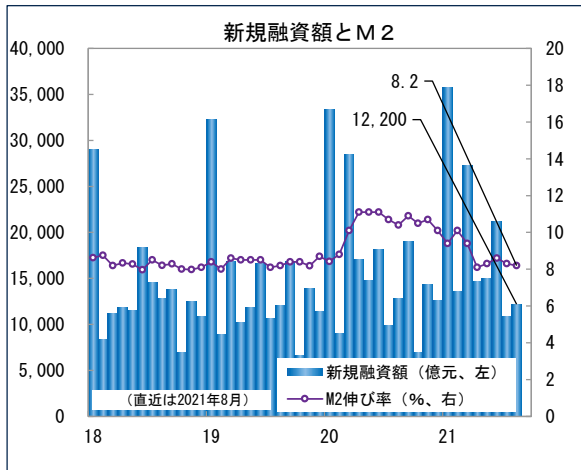
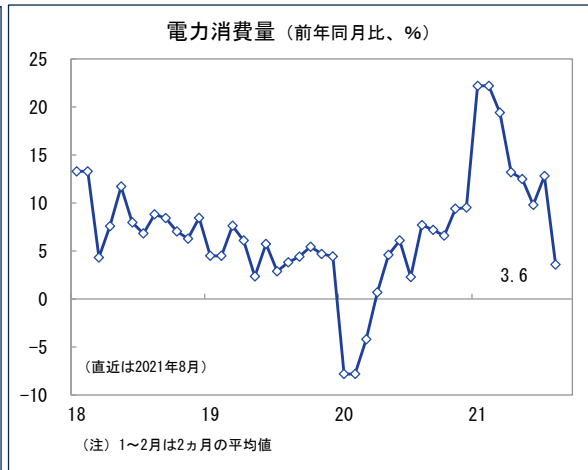
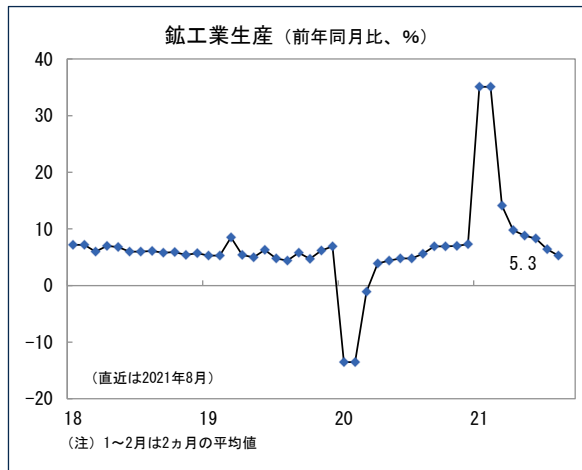
（出所）中国人民銀行より大和総研作成

主要経済指標一覧

	2020年9月	10月	11月	12月	2021年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、％）	4.9	-	-	6.5	-	-	18.3	-	-	7.9	-	-
鉱工業生産（前年同月比、％）	6.9	6.9	7.0	7.3	35.1		14.1	9.8	8.8	8.3	6.4	5.3
電力消費量（前年同月比、％）	7.2	6.6	9.4	9.5	22.2		19.4	13.2	12.5	9.8	12.8	3.6
鉄道貨物輸送量（前年同月比、％）	3.6	3.3	3.0	3.8	12.5	17.9	11.8	16.5	9.6	0.2	-7.2	2.9
固定資産投資（前年累計比、％）	0.8	1.8	2.6	2.9	35.0		25.6	19.9	15.4	12.6	10.3	8.9
不動産開発投資（前年累計比、％）	5.6	6.3	6.8	7.0	38.3		25.6	21.6	18.3	15.0	12.7	10.9
小売売上 名目（前年同月比、％）	3.3	4.3	5.0	4.6	33.8		34.2	17.7	12.4	12.1	8.5	2.5
実質（前年同月比、％）	2.4	4.6	6.1	4.9	34.3		33.0	15.8	10.1	9.8	6.4	0.9
消費者物価指数 全体（前年同月比、％）	1.7	0.5	-0.5	0.2	-0.3	-0.2	0.4	0.9	1.3	1.1	1.0	0.8
食品（前年同月比、％）	7.9	2.2	-2.0	1.2	1.6	-0.2	-0.7	-0.7	0.3	-1.7	-3.7	-4.1
非食品（前年同月比、％）	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.8	-0.2	0.7	1.3	1.6	1.7	2.1	1.9
工業製品出荷価格指数（前年同月比、％）	-2.1	-2.1	-1.5	-0.4	0.3	1.7	4.4	6.8	9.0	8.8	9.0	9.5
工業生産者購入価格指数（前年同月比、％）	-2.3	-2.4	-1.6	0.0	0.9	2.4	5.2	9.0	12.5	13.1	13.1	13.6
新規融資額（億元）	19,000	6,898	14,300	12,600	35,800	13,600	27,300	14,700	15,000	21,200	10,800	12,200
M2伸び率（％）	10.9	10.5	10.7	10.1	9.4	10.1	9.4	8.1	8.3	8.6	8.3	8.2
輸出（前年同月比、％）	9.4	10.9	20.5	18.0	60.4		30.5	32.2	27.8	32.2	19.3	25.6
輸入（前年同月比、％）	13.4	4.8	4.5	7.5	23.7		38.7	43.4	51.0	36.7	28.1	33.1
貿易収支（億米ドル）	354.5	573.6	744.0	759.6	491.2		125.8	419.5	452.0	515.5	585.9	583.3
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、％）	3.8	4.2	2.4	2.3	2.9	3.4	3.6	4.5	4.3	4.9	5.4	4.9
上海（前年同月比、％）	4.5	4.4	4.1	4.2	4.4	5.0	5.3	4.9	4.5	4.6	4.5	4.3
商用不動産 着工面積（前年累計比、％）	-3.4	-2.6	-2.0	-1.2	64.3		28.2	12.8	6.9	3.8	-0.9	-3.2
完工面積（前年累計比、％）	-11.6	-9.2	-7.3	-4.9	40.4		22.9	17.9	16.4	25.7	25.7	26.0
不動産販売 面積（前年累計比、％）	-1.8	0.0	1.3	2.6	104.9		63.8	48.1	36.3	27.7	21.5	15.9
金額（前年累計比、％）	3.7	5.8	7.2	8.7	133.4		88.5	68.2	52.4	38.9	30.7	22.8

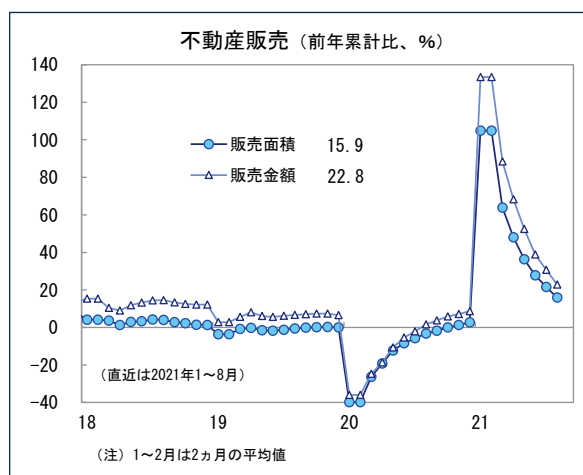
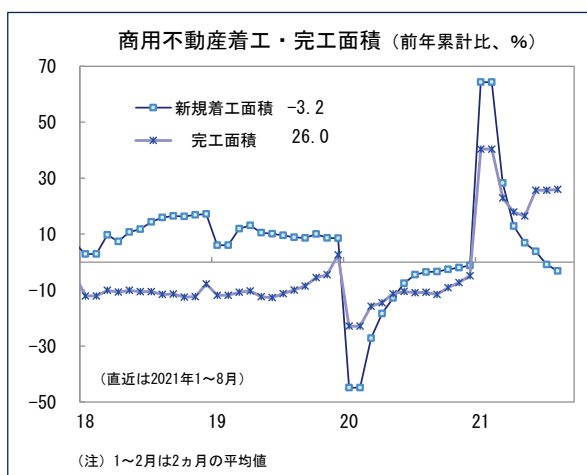
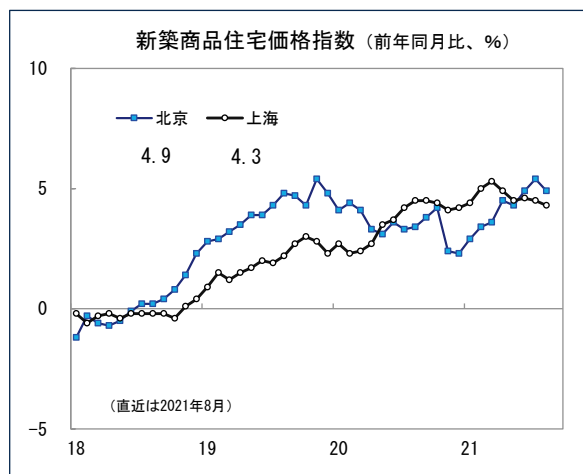
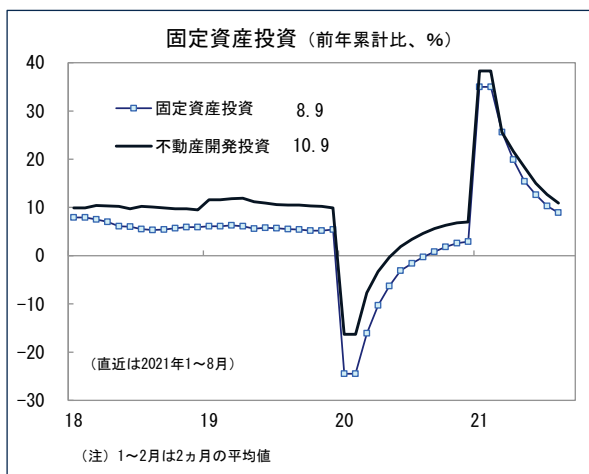
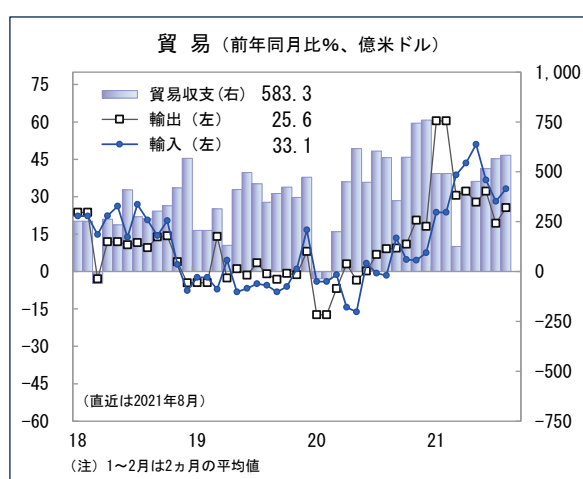
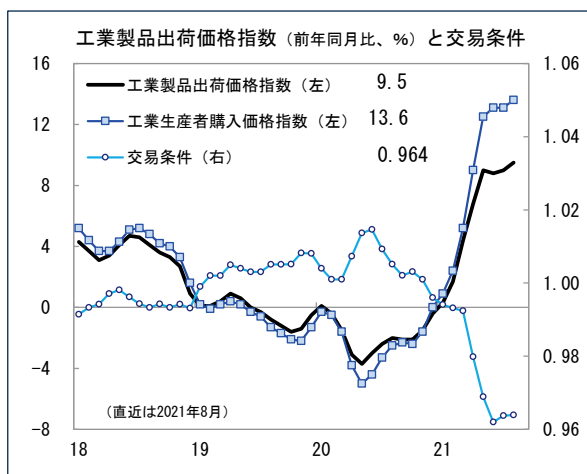
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEICより大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEICより大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成