

2014年7月8日 全6頁

アジア新興国の低格付け債券等に流入するマネー

中国不動産セクターの債務返済能力への懸念

金融調査部 兼 経済調査部
研究員 神尾 篤史

[要約]

- アジア新興国・地域でドル建て債券の発行が過去最高のペースで進んでいる。このような中で、低格付け、もしくは格付けの付されていない債券の発行割合が上昇している。
- 債券発行のうち、大きな割合を占めるのは中国の金融、不動産セクターである。不動産セクターは、以前は調達した資金を設備投資など将来への投資に使用する割合が高かったが、足元では債務の借換え、償還資金に使用する割合が高くなっている。
- 中国では不動産価格の調整が始まっている。不動産企業の業績落ち込みで将来的な債務返済能力に疑問符が付く可能性も否定できない。
- 債務返済に疑義が生じた場合、その影響が債券を保有する機関に及ぶ。データの制約から全容は明らかではないが、中国の不動産セクターの発行したドル建ての低格付け債券等を保有するのは、主には欧米の運用会社（証券会社、独立系運用会社、保険会社の子会社など）と考えられる。

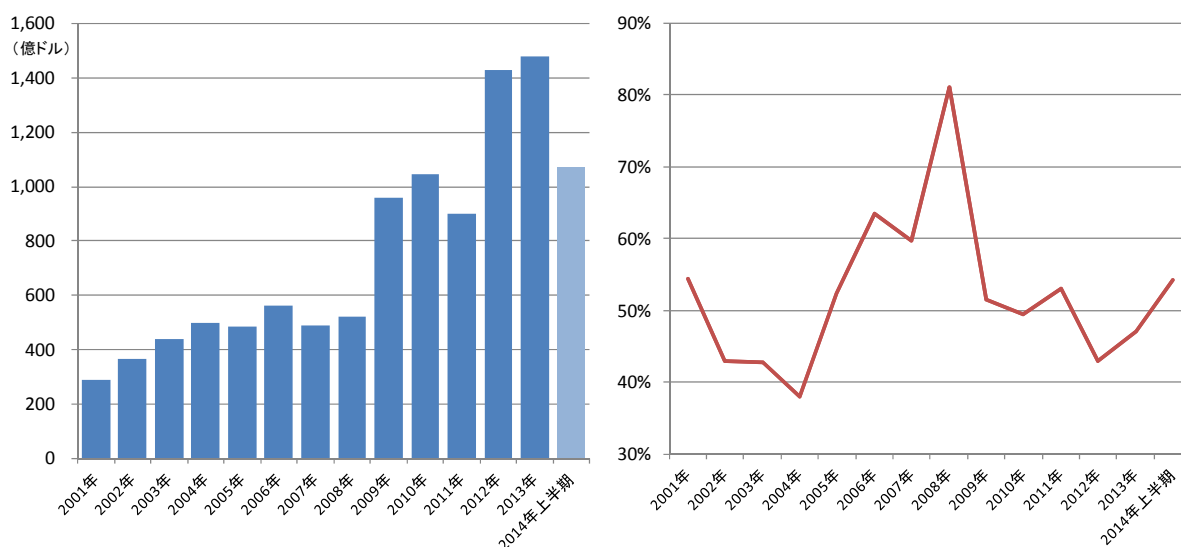
過去最高の発行ペース

アジア新興国・地域¹でドル建て債券の発行が過去最高のペースで進んでいる。年ベースで過去最高額を記録したのは2013年の約1,480億ドルで、今年（2014年）は6月30日時点で約1,069億ドルとなっている（図表1）。7月以降も同様のペースで発行が進めば、過去最高額となる。

このような中で特に興味深いのは、低格付け（投資不適格）、もしくは格付けの付されていない債券²（以下、低格付け債券等）の発行割合が上昇していることだ（格付けはS&P*による）。最近10年で債券発行額に対する低格付け債券等の発行割合が最も高まったのは2008年の81%であった。その割合は、リーマン・ショックを境に低下していたが徐々に上昇し始め、今年（2014年）は現時点で54%となっている。この水準をリーマン・ショック前の期間に照らし合わせると、2005年と2006年間の水準にある（図表2）。

*スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービスは金融商品取引法第66条の27の登録を受けておりません。末尾の「無登録格付に関する説明書」をご参照ください（以下同様）。

図表1 アジア新興国・地域 ドル建て債券発行額 図表2 低格付け債券等の発行割合



(注) 1. アジア新興国・地域を最終親会社とする企業による債券の発行が対象。
2. 格付けはS&P*による。

(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

低格付け債券等の発行増加の背景には、発行側では先進国の大規模な金融緩和による低金利環境を利用して、コストの低い資金を調達したいという事情がある。また、今まで資金調達を銀行からの借入や自社の内部留保等（自己金融）などによって行っていた企業が、債券発行によって資金調達を行えるようになったというケースもあるかもしれない。この意味では好まし

¹ 本稿では、中国、香港、韓国、台湾、インド、ASEAN をアジア新興国・地域としている。

² 格付けが付されていない債券には、高格付け会社の子会社や国営企業の子会社によって発行された債券も含まれる。格付けが付されていない高格付け会社の子会社による債券には、親会社から保証が付されているものもある。

いことである。

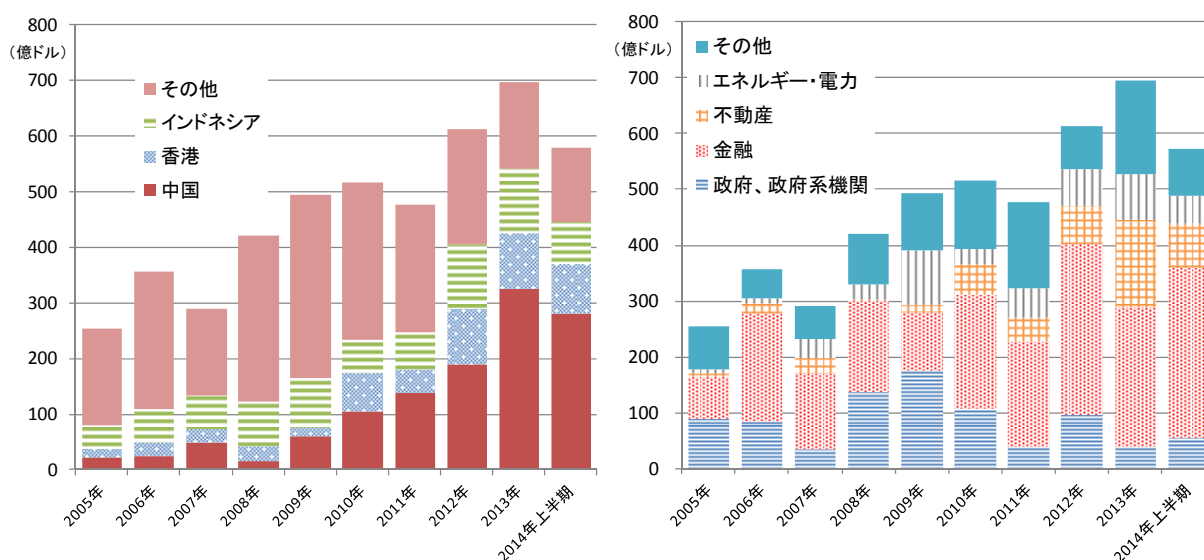
投資家側では低金利環境の中で、少しでも国債等のベンチマーク債券に対してスプレッドの大きい債券に投資したいという事情がある。いわゆる、「search for yield」と言われる動きである。金融緩和によって生み出された資金が低格付け債券等に流れ込んだ格好だ。もっとも、低格付け債券等を発行する企業は債務返済能力が低いケースがあるため、慎重にその動向を見る必要がある。特に、景気拡大局面では一般的に企業の売上高や収益は増加する傾向にあるが、景気後退局面に入ると売上高や収益は減少する傾向となる。景気の転換点を予測することは現時点では困難だが、景気拡大局面が永続することはない。景気後退が深刻となる場合には、企業のデフォルトが発生し得る。そして、この債券を保有する投資家にも影響が及ぶことになる。

中国の金融・不動産セクターの発行が多い

低格付け債券等を発行国別でみると、足元では中国の発行額が大きくなってきている（図表3）。セクター別では政府・政府系機関が徐々に発行額を減少させており、代わりに金融や不動産セクターによる発行が大きくなってきている（図表4）。

図表3 アジア新興国・地域 発行国別 ドル建て低格付け債券等発行額（左図）

図表4 アジア新興国・地域 セクター別 ドル建て低格付け債券等発行額（右図）



(注) 1. アジア新興国・地域を最終親会社とする企業による債券の発行が対象。

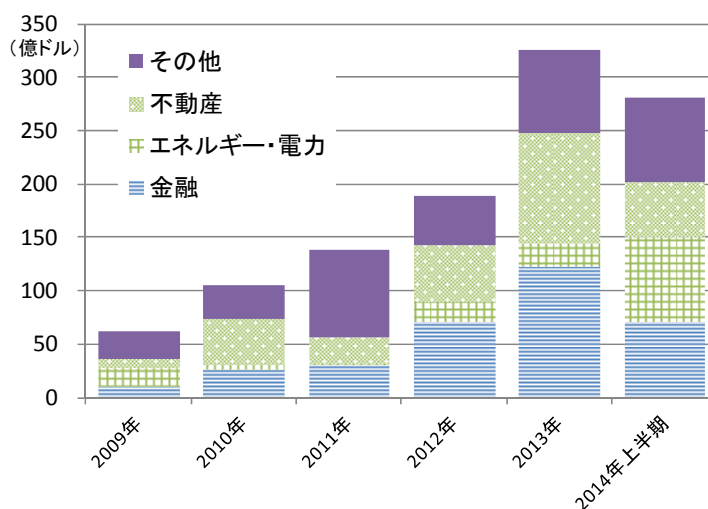
2. 格付けはS&P*による。

(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

中国の低格付け債券等について、セクター別にみると、2014年はエネルギー・電力セクターによる発行が多くなっている（全て国営企業の子会社による発行）が、時系列でみると金融と不動産セクターの発行が徐々に増えていることが分かる（図表5）。

金融と不動産セクターの直近の動向について個別案件を見ると、金融セクターは国有企業の子会社による発行が2013年は全体の80%程度、2014年は70%程度を占める一方で、不動産セクターは民間企業による発行となっている。発行した債券で得た資金の主要用途は、金融セクターは明らかになっていないものが多い(図表6)。一方で、不動産セクターでは2012年は将来への投資(設備投資、将来の買収資金、建物資金)が借換え・償還資金よりも大きかったが、2013年、2014年になると借換え・償還資金の方が大きくなったことが特徴的である(図表7)。

図表5 中国のドル建て低格付け債券等発行額(セクター別)

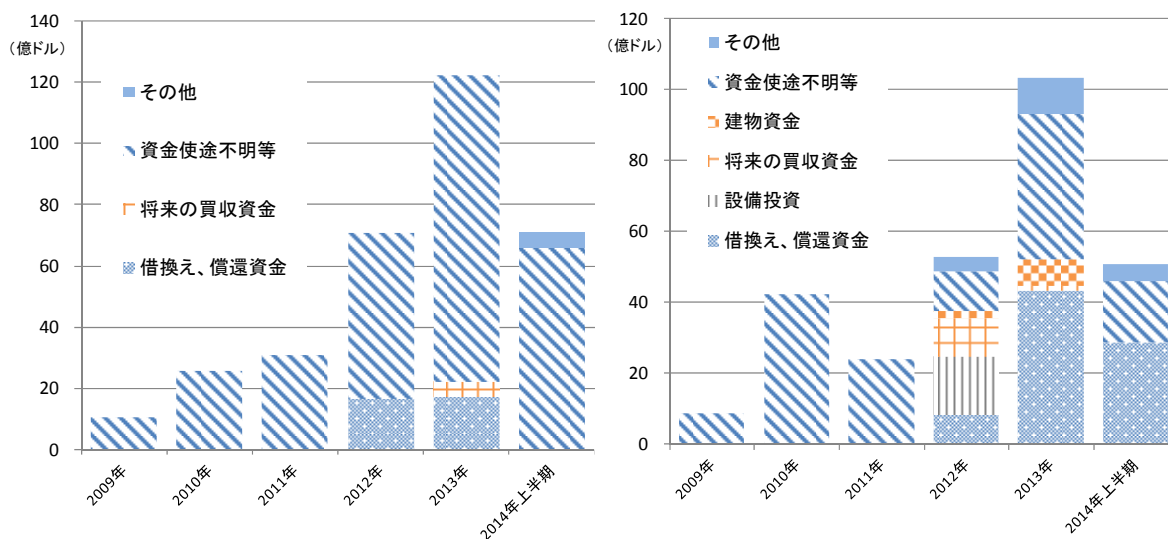


(注) 1. 中国を最終親会社とする企業による債券の発行が対象。
2. 格付けはS&P*による。

(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

図表6 中国 金融セクターのドル建て低格付け債券等の資金用途

図表7 中国 不動産セクターのドル建て低格付け債券等の資金用途



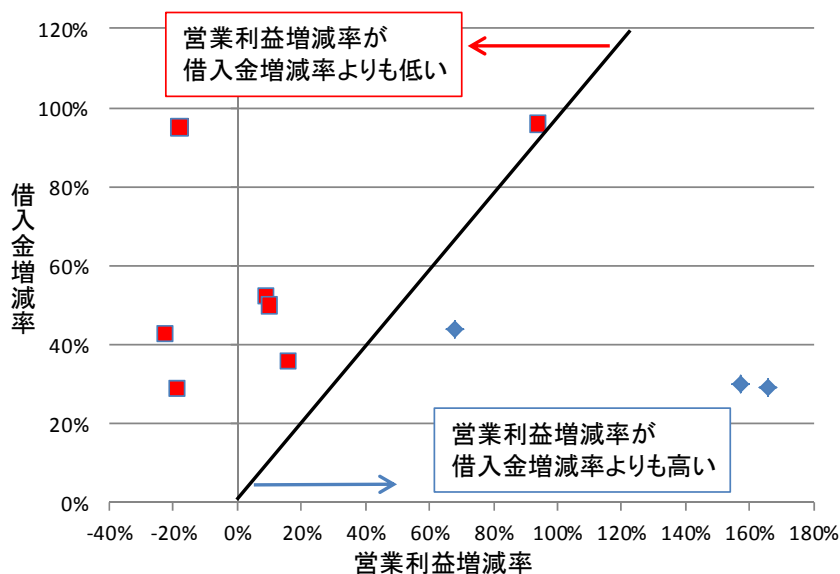
(注) 1. 中国を最終親会社とする企業による債券の発行が対象。
2. 格付けはS&P*による。

(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

上述のように、不動産セクターが債券で調達した資金を、債務の借換え・償還資金として使用する理由として、利益よりも借入金の伸び率が高いということがあると考えられる。2014 年上半期に債券を発行した不動産企業について、借入金と営業利益の状況を見たものが図表 8 である。この図は、縦軸に借入金の増減率（2012 年から 2013 年への変化率）、横軸に営業利益の増減率（同）をプロットしたものであるが、多くの企業で営業利益の増加率より借入金の増加率の方が高くなっていることが分かる。このことから、債務の増加を抑えるために、借換えを行うことで利子負担の軽減に取り組んでいると考えられる。このほか、短期で借り入れていた資金を長期資金に借り換えるということもあろう。

また、一部の企業では債務の返済をキャッシュフローで賄えなくなっている可能性がある。中国では不動産価格が下落、もしくは伸び率（前年比）が鈍化しているため、先行きの不動産企業の業績に懸念が持たれる。今後の債務返済能力に疑問符が付く可能性も否定できない。

図表 8 中国不動産企業の借入金と営業利益の増減率（2012 年と 2013 年の比較）



(注) 1. 2014 年上半期に債券を発行した企業が対象。

2. 1 社だけ 2012 年と 2011 年の比較がある。

(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

誰が債券を保有しているのか？

最も気になることはこのような債券を誰が保有しているかであろう。債務返済に疑義が生じた場合、その影響が債券を保有する機関に及ぶためである。発行された債券全てについて、保有者を詳細に調べることは困難であるが、情報を取得できた債券について保有者を地域別、機関別に集計したものが図表 9、10 である。図表 9、10 での債券の集計条件は以下の通りである。

- ・企業の親会社が中国の不動産企業

- ・ドル建て
- ・格付けが低格付け等（S&P＊）

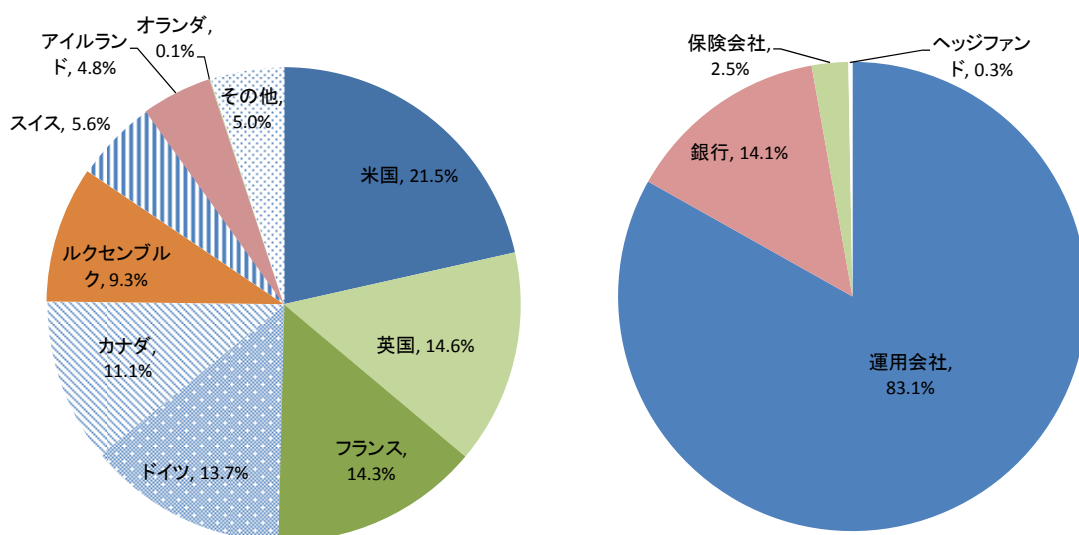
この結果、17銘柄が抽出され、そのうち保有者データが一部でも明らかになった銘柄は8つである。この8銘柄の発行額は約44億ドルである。このうち、保有者が明らかになったのは全体の約9%のみである³。

この9%の内訳を地域別でみると、米国が21.5%、英国が14.6%と大きな割合を占め、次いでフランス（14.3%）、ドイツ（13.7%）、カナダ（11.1%）となっている。機関別では運用会社⁴（証券会社、独立系運用会社、保険会社の子会社など）が83.1%と大きな割合を占め、次いで銀行（14.1%）となっている。データの制約から全容は明らかではないが、上述した債券を保有するのは主には欧米の運用会社ということができよう。

以上のように、アジア新興国・地域の企業が発行したドル建て債券の発行状況を見てきたが、低格付け債券等の発行割合が増加してきたことは慎重に見ていく必要があるだろう。特に、中国の不動産業による発行が増加しており、中国の不動産市場の状況と考え合わせれば、ことさらだろう。また、日本とEUの金融緩和が続き、米国も早期の利上げの可能性が低いことから、中国以外の資金の流入先にも留意すべきだろう。

図表9 中国 不動産業 低格付け債券等 地域・国別保有者（左図）

図表10 中国 不動産業 低格付け債券等 機関別保有者（右図）



（出所）Bloomberg より大和総研作成

³ 図表9、10で集計したデータと図表5、6、7、8で集計したデータカバレッジは若干異なる。図表9、10はBloombergで集計を行っており、図表5、6、7、8はThomson Reutersで集計を行っているためである。

⁴ 集計に利用したBloombergでの項目名は運用会社ではなく、インベストメント・アドバイザーである。

無登録格付に関する説明書 (スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービス用)

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

○格付会社グループの呼称等について

格付会社グループの呼称：スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービスズ（以下「S&P」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.standardandpoors.co.jp>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（<http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered>）に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

S&P の信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&P は、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P は、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査・デュー・デリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

以 上

この情報は、平成 26 年 2 月 7 日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。