

# 中国恒大集団への懸念と株式相場

シニア・ストラテジスト 石黒英之



## ポイント① 中国不動産開発大手が経営危機に

9月20日の株式市場は、NYダウが一時970米ドル超下落するなど世界的な株安となりました。背景には、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ことがあります。債務への懸念から、同社株は年初来で80%超下落。今後の状況次第で中国の金融システム全体に緊張が高まるとの見方から、ハンセン総合指数も下げが加速しています（右上図）。

恒大は中国の不動産市場の拡大を背景に、急成長してきましたが、その一方で、積極的な投資により巨額の負債が積み上がっていました。実際、2020年の同社の売上高は2010年と比べ11倍に拡大しましたが、負債総額（20年末時点で1兆9,507億元、円換算30兆円超）は同23倍にまで膨らむなど、負債の拡大で成長してきたことがわかります。こうした中、足元で中国当局が不動産会社への融資規制を行ない不動産業界への圧力を強めていることで、同社の経営は急速に悪化しています。

## ポイント② 市場への悪影響に要警戒も

ここに来て、格付会社による恒大の債務格付の引き下げが相次いだことにより、同社の債務への懸念が高まっています。こうした動きにより、2008年のリーマン・ショックを想起する投資家も多いとみられます。今後は①中国当局が介入する形で秩序だったデフォルト（債務不履行）になるのか、②一部デフォルトを容認しつつ、自立再建を促すのか、③中国当局が一切介入しない無秩序なデフォルトになるのか、が焦点となりそうです。世界株の動きをみると、リーマン・ショック時は、世界的に信用不安が高まっていたこともあり、リーマン・ショック前から株価は下落基調でしたが、今回は株価が最高値圏で推移して

## 恒大集団株価とハンセン総合指数/不動産・建設株指数



期間：2020年末～2021年9月20日、日次  
・2020年末終値 = 100として指数化  
(出所) Bloombergより野村アセットマネジメント作成

## リーマン・ショック前後52週と今回の世界株



期間：(リーマン・ショック前後) 2007年9月14日～2009年9月11日、週次  
(今回) 2020年9月18日～2021年9月20日、週次  
・(リーマン・ショック直前週) 2008年9月12日  
・(中国恒大集団デフォルト懸念直前週) 2021年9月17日  
・世界株：MSCI All Country World Index  
(出所) Bloombergより野村アセットマネジメント作成

\*本資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。

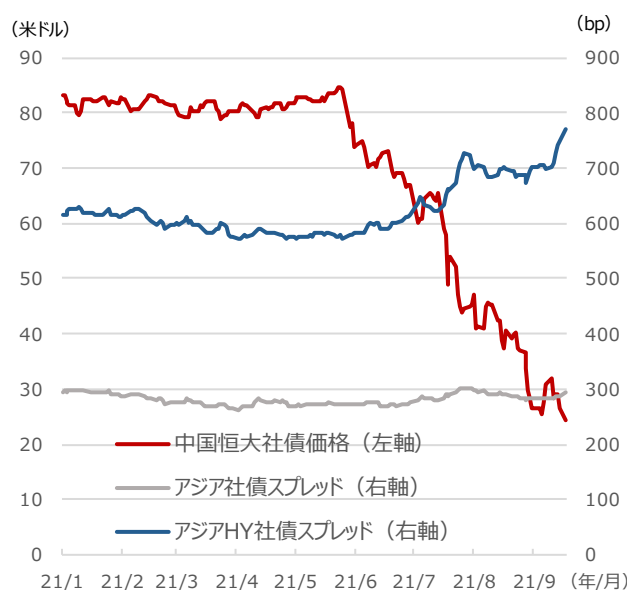
当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認ください。

おり、世界の株式市場は、恒大のデフォルトリスクを十分に織り込んでいる状況ではないとみられます（1ページ目右下図）。恒大は9月23日以降、発行した社債の利払い日が相次ぎ到来するため、市場の波乱が続く可能性があります。②、③のパターンとなった場合、世界の株式相場が一段と不安定になるリスクは意識しておく必要があるとみられます。日米欧の輸出全体に占める中国向け比率（2020年）は、米国が9.6%、EUが4.9%、日本が26.1%となっています。中国発の信用不安を背景に、中国経済が一段と減速するようだと、貿易面で中国との関係性が高い日本株にとって逆風となりそうです。一方、恒大を含むアジアのクレジット市場に目を転じると、ハイ・イールドセクターに対して慎重な姿勢が続く可能性はありますが、恒大の社債価格が示す通り、デフォルトに対するリスクは概ね市場に織り込まれており、クレジット市場全体への追加的な影響は限定的とみられます（右上図）。

### ポイント③ 金融市場の環境は悪くない

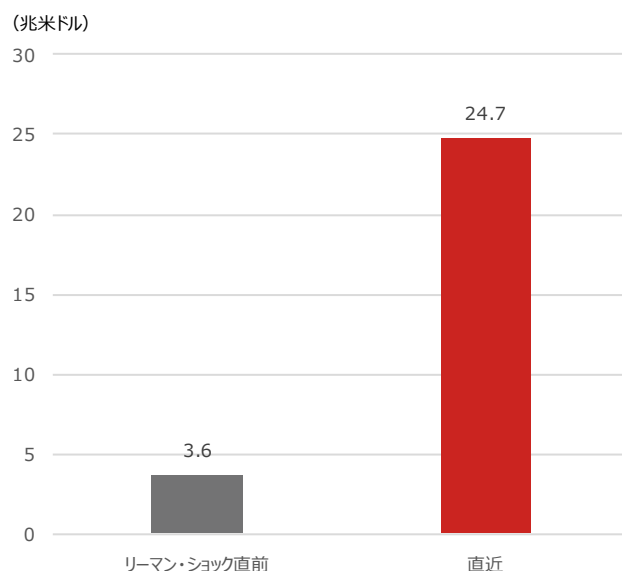
中国の金融機関の不良債権比率は、今年6月末時点で1.76%と2005年の10%前後と比べ大きく低下しており、信用リスクに対する耐性があるとみられることは支援材料といえるでしょう。また、日米欧の中央銀行の総資産はリーマン・ショック前の3.6兆米ドルから、直近は24.7兆米ドルにまで積み上がるなど、世界的なカネ余り環境が続いていることも、株式をはじめとしたリスク資産が下落したときの防波堤的な役割を果たすものと考えます（右下図）。加えて、恒大リスクが高まった今年9月以降も、中国本土株へ海外マネーの流入が続いていることはプラス材料といえます。短期的には恒大リスクにより市場が不安定になる場面が想定されますが、市場環境が良好なことを考えると世界株への悪影響は限られるとみられます。

### 恒大社債価格とアジア社債市場スプレッド



期間：2021年1月4日～2021年9月20日、日次  
 (中国恒大社債) 中国恒大集団2025年6月28日償還社債  
 (アジア社債スプレッド) J.P.Morgan JACI Blended Spread  
 (アジアハイイールド社債スプレッド) J.P.Morgan JACI Non-Investment Grade Blended Spread  
 ・bp=ベースポイント (1bpは0.01%)  
 (出所) Bloombergより野村アセットマネジメント作成

### 日米欧の中銀総資産のリーマン・ショック直前と直近比較



期間：(リーマン・ショック直前) 2008年8月末時点  
 (直近) 2021年9月20日時点  
 (出所) Bloombergより野村アセットマネジメント作成

\*当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一の見解ではないものもあります。

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認ください。