



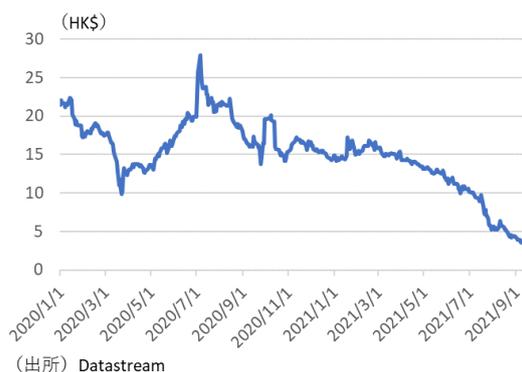
2021年9月14日

## 恒大グループのリストラと中国の進路

公益財団法人 国際通貨研究所  
開発経済調査部 上席研究員 梅原直樹

中国最大手の不動産ディベロッパーである恒大グループ（Evergrande Group）の経営及び債務返済の見通しが悪化し、国際金融市場は経営破綻と債権カットの可能性を織り込む動きとなっている。香港株式市場における同社株や海外ドル建て債の価格が下落し（図表1、2）、ブルームバーグやウォールストリートジャーナルのコラムでも幾度も取り上げられ、風評悪化が顕著である。

（図表1）株価推移



（図表2）米ドル建債の価格推移



中国政府が発する経済運営のシグナルには様々なものがある。2017年以降、供給側構造改革が本格化し、金融リスクの防止が強調され、2020年前半、新型コロナウイルス感染症による一時中断はあったが、債務削減の政策すなわちデ・レバレッジが政策基調に戻ってきた。その一方で、国内不動産市場は、実需に加えて価格の継続上昇を見込んだ投資資金が流入し続け、2016年以降、都市ごとに規制強化が行われたものの、金融当局として不動産に端を発したリスクを看過できなくなり、2020年後半、強い業界規制に乗り出した。当局は「3本のレッドライン<sup>1</sup>」と呼ばれる財務諸表上の比率を大手不動産開発業者と銀行に課し、これらをクリアしているか否かを次年の資金調達上限枠に連動させた。また、銀行には、融資残高に対する不動産業界向けの残高上限を規模別に設定し（大手40%、中型27.5%等）、最短2年での達成を求めている。

恒大グループは、こうした規制強化の流れの中で、2020年3月には戦略の見直しに

<sup>1</sup> 資産負債比率70%超、純負債資本倍率（ネット Debt Equity レシオ）100%超、手元資金の短期債務倍率が100%を割り込むこと、の3つの基準。中国語では「三条紅線」、「三道紅線」と呼ばれる。

取りかかり、負債積み上げによる業務拡大路線を一旦脇に置き、有利子負債削減に取り組み始めた。グループを束ねる許家印氏は立志伝中の人物で、富豪ランキングにも名を連ねると同時にグループ内共産党委員会のトップも務める。足元では本業の不動産開発において規制に端を発した半強制的とも言える資産・債務リストラを進める。多角化事業では、当局を刺激したと見られる盛京銀行の持ち株売却に動き始め、社会的注目度の高いEV（電気自動車）事業も売却を迫られる可能性があるが、まだ持ち堪えている。こうしたリストラ過程で資金繰り懸念が度々伝えられ、それが株式・債券市場を揺さぶっている。今後、経営の決定権を党と政府に明け渡す可能性もあるが、それでも、当局から確実な支援を得られる保証はない。先行きは経営当事者にも見通せず、海外債券投資家にはさらに不透明な状況にある。仮にハードランディングとなれば、国内の社会情勢を揺るがせ、影響は不動産市場に留まらない可能性がある。

習近平指導部は2020年9月、アント・グループの上場を阻止し、年末には「資本の無秩序な拡大防止」を掲げた。そして、本年7月から8月にかけて、ITプラットフォーム企業、教育関連企業、オンライン・ゲーム産業、芸能界に次々と規制をかけ、ニューヨーク市場等の中国関連企業の株価は急落し、投資家を慌てさせた。ジョージ・ソロス氏は8月下旬、複数の国際経済紙に投稿し、習近平指導部が進める国家戦略の転換に関して投資家に警鐘を鳴らした。こうした背景にはバイデン政権登場後も悪化したままで、一向に改善の兆しが見えない米中関係が横たわっている。

習近平指導部は、質の高い成長を掲げ、安定、安全を重視するはずが、続けざまの規制強化により企業家を不安にさせ、中国経済の健全さを損ねつつある。このままでは「共同富裕」も一部富裕層への半強制的な所得再分配キャンペーンに終わり、掲げた理想は絵に描いた餅となり兼ねない。8月の「北戴河会議」では党指導部とOBらが第20回党大会までに固めるべき指導体制や国家戦略の方向性をめぐり議論を行ったと見られ、そうした政治的な難題と比較すれば恒大グループのリストラは小事かも知れないが、国内経済を揺るがすだけでなく、国際金融界に衝撃を与え、中国への資金流入を鈍らせる切欠となり、経済の潜在力を削ぐことになる。秋の6中全会（中国共産党第19期中央委員会第6回全体会議）に向けて政治的に微妙な時期に入った中国だが、経済を安定的に保つことの重要性は高い。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2021 Institute for International Monetary Affairs（公益財団法人 国際通貨研究所）

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話：03-3510-0882（代）

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <https://www.iima.or.jp>