

2023 Outlook シリーズ: 中国社債市場



ジュディ・クオック
中国債券
リサーチ・ヘッド



ロナルド・チェン
中国債券
リサーチ・ディレクター

過去2年、中国の不動産セクターは前例のない高いボラティリティを経験しました。多数のデフォルトや信用格下げが米ドル建て債券の急落を招きましたが、昨年11月以降は、中国政府による政策が力強いリバウンドを牽引しています。しかしながら投資家は、一層の好転は期待できるのか、もし期待できるのであればどのセグメントが最も魅力的なのか、との疑問を抱いているでしょう。本稿では、中国債券リサーチ・ヘッドのジュディ・クオックと、同ディレクターのロナルド・チェンが、中国社債市場について、今後も険しい道のりは続くものの、厳選すべき投資機会は依然として存在しているとの見通しをご説明します。現在の市場環境においては、銘柄選択とバリュエーション評価に対する厳格な考察がますます重要になっています。

中国不動産セクターの行方

中国の不動産セクターは、規制の枠組みの変化と経済環境の悪化を背景に、苦痛に満ちた2年間を経験してきました（付表参照）。2020年8月の中国政府による（非公式の）「3つのレッドライン¹」政策推進以降、不動産開発企業は資金調達において新たな厳しい運営環境に置かれています。2021年暮れには、当時最大の開発企業の一角であった中国恒大集団が、将来の売上や流動性が不透明ななか、レバレッジ縮小を余儀なくされ、デフォルトに陥りました²。

そのような政策の失敗は悪循環を生みました。資金調達に苦しむ不動産開発企業は、既存のプロジェクトを休止、新たなプロジェクトはキャンセルされ、キャッシュフローが制限されることになりました。一方、不確実性が高まり経済成長が鈍化するなか、消費者の間では、不動産価格が下落したことで様子見の姿勢が強まりました。

そこに追い打ちをかけたのが過去3年に及ぶゼロコロナ政策で、突然のロックダウンや経済活動の休止が、既に脆くなっている消費者センチメントを一層低下させました。その結果、2022年は当セクターにおいて

一連のデフォルト³、格下げ⁴、格付けの取下げ⁵が見られました。

全体を、JPモルガン・アジア・クレジット指数（JACI）の中国不動産指数（トータル・リターン）で見ると、2021年5月から2022年11月の期間で71.4%の損失となりました⁶（図1参照）。これに対して、中国政府は窮地に陥った当セクターを支えるため、2022年の終わりにかけて多くの新しい政策⁷を発表しました。

中国人民銀行（PBoC）と銀行保険監督管理委員会（CBIRC）は、当セクターの流動性を引上げ、未完成の不動産プロジェクトを着実に完工させるため、11月に「16の政策措置」⁸を発表しました。それらの政策は劣悪な資金調達環境を改善し、全体的なデフォルトリスクを低下させています。

政策トーンの明瞭な変化と、予想以上に迅速なゼロコロナ政策からの脱却は、市場の急速な回復を呼び、JACI中国不動産指数は、2022年11月初頭から2023年1月下旬にかけておよそ100%リバウンドし、2021年5月からの損失をほぼ40%回復しました。しかし、危機以前にはまだほど遠い水準です⁹（図1参照）。

¹ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-10-08/what-china-s-three-red-lines-mean-for-property-firms-quicktake>

² 正式には、同社は債券の利息未払いに対する猶予期間が終了した2021年10月23日にデフォルトしました。

³ <https://www.scmp.com/business/china-business/article/3185718/china-bond-defaults-hit-us20-billion-2022-more-double-last>

⁴ <https://www.cnbc.com/2022/06/17/moodys-china-real-estate-troubles-sent-debt-indicator-to-record-high.html>

⁵ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-10-14/a-slew-of-china-builders-gets-ratings-dropped-as-crisis-worsens#xj4y7vzkg>

⁶ ブルームバーグ。JACI中国不動産指数トータルリターン。山：2021年5月26日、谷：2022年11月3日。

⁷ <https://www.reuters.com/world/china/chinas-property-shares-jump-regulators-outline-new-financing-package-2022-11-14/>

⁸ <https://www.cbirc.gov.cn/en/view/pages/ItemDetail.html?docId=1083000&itemId=981>

⁹ ブルームバーグ。JACI中国不動産指数トータルリターン。2022年11月3日から2023年1月31日まで。

図1：中国不動産セクターの急落とリバウンド



出所：ブルームバーグ、JACI指数/中国/不動産/累積トータルリターン指数、2023年1月31日現在。Y軸：JACI指数の水準。指数に直接投資することはできません。

反騰の後に来るものは？

最近の強靱なパフォーマンスの回復を見て、投資家は次のような疑問を抱くかもしれません。— 中国社債市場にまだ投資機会は存在するのか。もし存在するならば、どのセグメントが魅力的なのか。

マニユライフ・インベストメント・マネジメントでは、再び中国の不動産セクターが 2021~2022 年のような急落に見舞われることはないと考えています。経済活動の再開とあわせて、近ごろ公表された政策が、広範囲にわたり市場を下支えする可能性が高いとみられるためです。

とは言え、最近の市場の動きにより、中国社債市場の投資機会は狭まったとも考えています。実際のところ、質の高い米ドル建てのハイイールド市場は選別が難しく、パフォーマンスに寄与する銘柄とそうでない銘柄を区別するには、厳格なクレジットリサーチが不可欠です。

どこに潜在的な投資機会があるかを理解するために、まずは中国社債市場全般が依然として直面している課題を見る必要があります。

2023 年：不透明な経済に課題は残る

2023 年は、投資適格銘柄にとっては全般的に安定した調達環境になるものの、一部の脆弱なハイイールド銘柄にとっては、困難な状況が続くとみえています。実際に、経済回復は緒に就いたばかりで、不動産セクターでは依然として混乱が続いており、オフショア市場でのデフォルトは引き続き発生する可能性があります。しかし、2021~2022 年のような、市場への大きな悪影響は無いと考えています。

恐らくより重要な点として、不動産セクターベースでの政策イニシアティブと共に、2023 年はマクロ経済の回復がより重要な役割を果たす可能性があると考えています。2022 年は、政府による政策が、投資家の冷えたセンチメント回復に非常に重要な役割を果たしました。しかし、政府は現状の政策に対する市場の反応を当面検証する可能性が強く、3 月初旬の全国人民代表大会後に、現在のイニシアティブを更に強化するため、一層の政策措置を発表するかもしれません。

政府は現時点では、不動産セクターでのシステミック・リスクの発生回避に注目しており、経済成長の停滞が続くようであれば、さらなる介入もあり得るでしょう。2023 年は、信用力の一層の改善に経済成長と消費者センチメントの回復が主要な要因となると考えています。

住宅販売は持続的な景気回復と上向きつつある 消費者センチメントに依存

供給側には政府の政策による進展が見られていますが、不動産に対する需要面は依然として課題です。実際に、新築住宅販売は大きな変動が続いており、数カ月及ぶ連続的な上昇はなく、回復の兆候は強いとは言えません（図2参照）。中古住宅販売ではポジティブな変化も見られますが、それらの取引は主に既存の住宅保有者の利益になるもので、不動産開発企業の利益にはなりません。

総じて、少なくとも 2023 年後半までは、新築住宅販売の持続的な回復は望めないと私たちは考えています。と言うのも、住宅購入のセンチメントは概ね消費者センチメントと結び付いており、それは 2022 年終盤の経済活動再開で回復し始めたばかりだからです。

小売売上高は 3 ヶ月連続の減少で 2022 年を終え、依然としてコロナ前の水準をはるかに下回ったままです¹⁰。さらに、失業率の水準は、主に若い労働者の間で、過去の平均と比べて高止まりしています。しかしながら、春節の期間では、ポジティブなセンチメント回復

の兆候がみられ、今後、景気は緩やかに回復するものと思われます。

新築不動産販売は、政府の政策が広く消費需要の刺激を狙ったもので、センチメントも上向いていることから、少しずつ安定に向かうとみています。

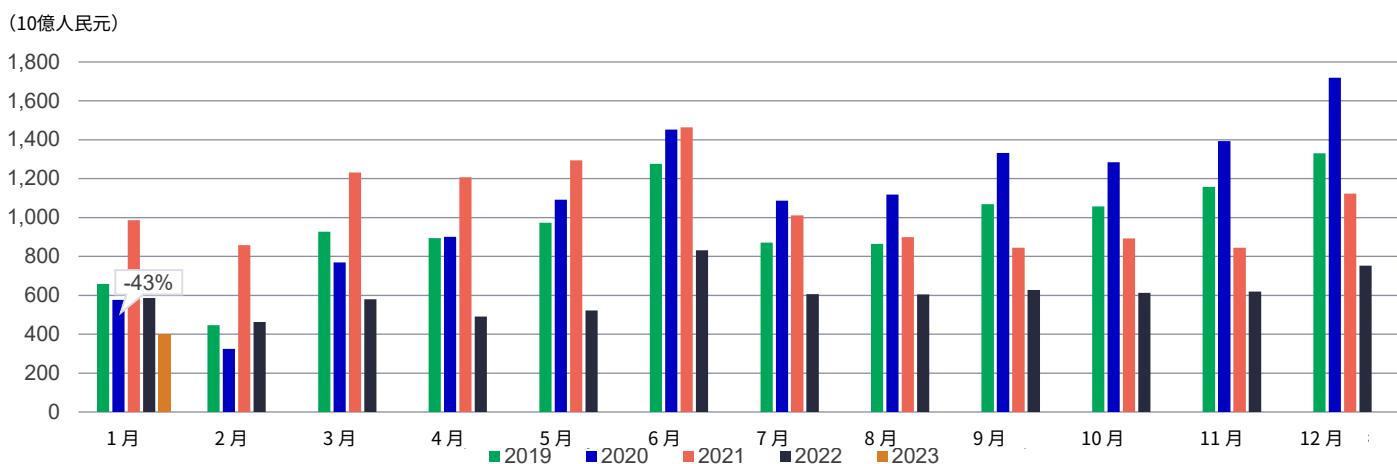
マニユライフ・インベストメント・マネジメントでは、不動産市場全体としても住宅販売に限っても、総じて以前の水準に戻るとは予想していません。中国 GDP のおよそ 20~30% を占めた不動産セクターの豊かな日々は遠い過去のものになっています。とは言え、持続的な回復は、出遅れている不動産開発企業の債券価格には大いに効果があるはずですが。2023 年の不動産セクターの魅力な投資機会はそこにあるとみています。

脆弱ながらもディストレストではない銘柄の中に厳選すべき投資機会が

私たちは、中国社債市場の潜在的なクレジット投資機会を以下の 3 つのカテゴリーに分類して考えています。

- 1) 投資適格債を多く含むクオリティー銘柄は主に大手の不動産開発企業で、既に政府の刺激策の恩恵を受けています。投資家は、それらの企業は長期的に生き残ると考えているため、昨今の回復により、既に大半は適正価値の水準にあると私たちは考えています。不動産セクターにおいて、新築販売の持続的な回復がみられない限り、このグルー

図2：不動産開発企業上位 100 社の総契約販売額（10 億人民元）、2019~2023 年



出所：CRIC (www.cricchina.com) およびマニユライフ・インベストメント・マネジメント、2023 年 1 月現在。注：-43%とは、2019 年から 2022 年までの 4 年分の 1 月分の平均に対する、2023 年 1 月の契約販売額の減少率。

¹⁰ 中国国家统计局、2022 年 12 月 31 日現在

プの企業がさらに上昇するような投資機会は限られているでしょう。

- 2) **ディストレスト銘柄**は、既にデフォルトした、あるいは資金的にディストレスト状態で、近い将来のデフォルト危機に直面している企業です。このグループのバリュエーションは、その企業固有の債務再編や資産流動化の状況に左右されることになるでしょう。このタイプの企業への投資は長い期間を要し、回復の成果は不透明なことから、中国社債市場のなかには、これよりリスク対リターンが魅力的な投資機会はあると考えています。
- 3) **脆弱ながらもディストレストではない銘柄**は、ハイイールド債券市場において疲弊した不動産開発企業で、生き残る可能性があり、不透明性が高いことから、依然としてバリュエーションが魅力的な企業です。ただし、資金の再調達ニーズが発生した場合、これらの企業は特定の資金調達手段に大きく依存しており、企業ごとに様々な状況にあることから、銘柄の選択には厳格なクレジットリサーチが必要です。

このような脆弱ながらもディストレストではない銘柄を識別するために、マニユライフ・インベストメント・マネジメントでは主に2つの要因を注視しています。

- 1) **契約販売額の推移**は、債務返済義務遂行のための適度なキャッシュフローを測るための代替となる指標です。
- 2) **二次的な資金調達源**には、債務の弁済（義務の履行）のためのオンショアのクレジットライン利用、資産処分、既存プロジェクトの売却などが含まれます。資金再調達の選択肢は限られています。中国政府は昨今、不動産開発企業数社のオフショア市場での資金調達を確保するため、銀行を支援して対外的な保証の提供を確保しましたが、それらは大きな資産を持つ比較的大手の開発企業に限られています。

総合的な資金調達源は、不動産開発企業が発行した債券の満期状況と比較されます。2023年償還の債券を発行している企業もあれば、2～3年先の満期まで猶予がある企業もあります。

まとめ

2023年の中国不動産セクターの道のりは平坦ではないものの、最近の大きな市場回復を受けて、ハイイールド債券市場には厳選すべき投資機会が存在しているとみています。新築住宅販売の持続的な回復を含めた一層力強い経済成長が、このクレジットグループのアウトパフォーマンスの重要な判断材料になる可能性があります。ボラティリティの高いこの市場環境において、アウトパフォーマンス銘柄を識別、選択するには、引き続き厳格なクレジットリサーチが肝要となるとの考えに変わりはありません。

付表: 中国ハイイールド市場のスプレッドの推移



出所：マニユライフ・インベストメント・マネジメント、2023年2月6日現在のICE BAML エマージング市場中国ハイイールド最低スプレッド指数。PBoCは中国人民銀行。

ディスクレーマー

■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