

# 暗雲が垂れ込める中国不動産市場 ～想定すべき最悪の展開は？～

- 「中国不動産リスク」への懸念は香港市場の波乱要因となる可能性も
- 中国不動産企業の資金繰り難の背景に「三つのレッドライン」
- 憶測が飛び交う不動産大手企業の今後の展開

## 膨らむ「中国不動産リスク」への懸念

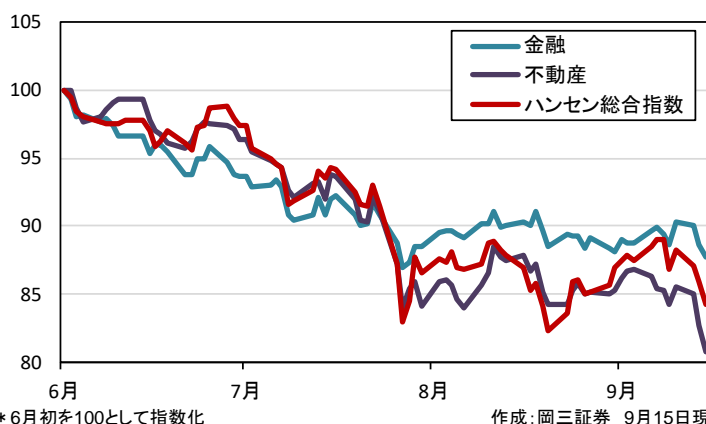
- 「中国不動産リスク」は香港市場の波乱要因に？

中国の不動産分野への融資を巡るリスクへの懸念が急速に強まっている。香港市場では不動産株や金融株の下落が目立っており、投資家のセンチメント悪化につながっている。中国共産党の機関紙「経済日報」は9月14日、大部分の銀行で不動産業向け融資の不良債権残高が増えている、と伝え警鐘を鳴らしている。「中国不動産リスク」が香港市場の波乱要因になる可能性に注意しておきたい。

香港市場投資家の目下の関心事は、資金繰り難に陥っている中国不動産大手の中国恒大集団（チャイナ・エバークラウド、以下「恒大」、岡三証券非取扱い銘柄）の行方だ。恒大を巡っては、取引先への代金未払いや、子会社の銀行預金凍結など資金繰りの厳しさを伝える報道が相次いでおり、大手格付け会社が相次いで大幅な格下げを明らかにした。インターネット上では破産や再編の噂が流れるほどだ。これを受けて恒大は9月13日、「全く事実ではない」と否定した。しかし同時に、未曾有の困難に直面していることは認め、正常な経営への復帰に注力する一方、顧客の合法的権益を全力で保障するとした。

- 目立つ不動産株の軟調

### ハンセン総合指数と不動産・金融指数の推移



開発業者の経営不安に関する報道は、消費者の不動産購入意欲も削ぐ。恒大は9月の不動産販売額が6-8月に続いて大きく減少する見通しを示しており、資金の回収状況は悪化の一途を辿っている。中国全体でも不動産価格が下落する都市が増えており、先行きに不透明感が強まっている。

## 背景に「三つのレッドライン」

### ■ 不動産企業の苦境の背景に規制の強化

不動産企業の資金繰り懸念が急激に高まっている背景には、中国当局が2020年8月に打ち出した不動産開発業者の負債に上限を設定する新基準「三条紅線（三つのレッドライン）」の影響があると指摘されている。この基準を判断材料として銀行融資に上限を設ける規制であり、不動産企業に対する過剰融資リスクの軽減を図るものだ（下図）。新たな基準に満たない企業は急に融資条件が厳しくなり、苦境に陥っているというわけだ。

恒大の株価とドル建て社債価格は共に直近3ヵ月で7割超下落した。市場では「次の恒大」探しも始まっており、香港市場では不動産株が大きく売られている。R&Fプロパティーズ（2777）やカントリーガーデン（2007）などもレッドラインに引っかかるような財務基盤の弱さが指摘されており、恒大と同様の問題に発展しかねないと投資家は疑心暗鬼に陥っているようだ。また、不動産各社への融資が不良債権化するリスクが指摘されていることから、一部銀行株にも売りが及んでいる。

### 不動産企業の融資条件「三つのレッドライン」

### ■ 三つのレッドラインと企業の分類が重要ポイント

レッドライン①	総資産に対する負債（前受け金を除く）比率は70%を超えてはならない
レッドライン②	自己資本に対する負債比率は100%を超えてはならない
レッドライン③	短期負債は保有する現金を上回ってはならない

レッドライン超過	企業分類	債務規模
3つ超過	レッド	有利子負債を増やしてはならない
2つ超過	オレンジ	有利子負債の増加ペースを年5%以下に
1つ超過	イエロー	有利子負債の増加ペースを年10%以下に
超過なし	グリーン	有利子負債の増加ペースを年15%以下に

出所：各種報道 作成：岡三証券

## 憶測が飛び交う今後の展開

### ■ 政府が取り仕切る「管理下での倒産」に現実味

恒大の今後の展開については様々な憶測が飛び交っており、先行きが見通せない状況だ。2兆元（約34兆円）近い負債を抱える恒大は、資金繰り難を解決するための財務アドバイザーを起用し、デフォルト（債務不履行）リスクも警告している。

最も悲観的な見方としては、ここ数年の中国で最大規模の経営破綻が起こり、混乱を引き起こして金融システムにも影響を及ぼすとの見方だ。とはいえ、一部で囁かれるリーマンショック級の世界的金融危機を引き起こすとの論調には懐疑的な見方が大勢となっている。政府が取り仕切る「管理下での倒産」によって、理財商品保有者など小口の債権者を守る措置が取られるとの見方が現実的とみられる。広東省の当局は恒大に財務調査チームを派遣し資産査定を開始した模様で、債務再編への地ならしともとれる動きが伝わっている。

他方、楽観的なものとしては、中国当局が救済するケースが挙げられる。ただ、これまで当局が整理を急いできた過剰債務の不動産企業を全面的に救済するとは考えにくい。また、不動産価格がある程度下落することに関しては、「共同富裕（※）」社会の実現のためには歓迎すべきことと捉えることもできる。価格高騰で上がった不動産取得のハードルは非婚化・晩婚化・少子化の主な要因の一つとされるためだ。

とはいえ、急激な混乱を緩和させる「介入」に動く可能性はありそうだ。実際、中国当局は恒大が銀行やほかの債権者らとの支払期限を巡る再交渉を行うことを認めており、一時の猶予が与えられた格好となっている。

（※）「共同富裕」とは、貧富の格差を縮小し、社会全体で共に豊かになる、という中国共産党が掲げるスローガン

## 香港株式市場は引き続き不安定な展開となろう

### ■ 下値リスクに要警戒

香港株式市場では「中国の規制リスク」が懸念要因として燻っているなか、急速な「不動産リスク」の高まりが更に投資家のセンチメント悪化につながっている。また、中国では中秋節（9月19-21日）や国慶節（10月1-7日）の連休も控え、持ち高を減らす動きも見込まれる。大手不動産企業を巡る動向が「波乱要因」となる可能性は高く、目先は下値リスクを想定しておく必要があるだろう。

ただ、上述の悲観的な展開が訪れた場合でも、中国経済や他セクターに対する影響は一時的なものに留まると考える。大きく下落した局面では、中長期的な視点で中国の政策に沿った環境関連や消費関連の優良株の下値を拾うスタンスで臨みたい。

## 重要な注意事項

### 免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ (<https://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

### 地域別の開示事項

#### 【日本】

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

#### <有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

#### <株式>

- ・株式(株式・ETF・J-REITなど)の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・REITは、運用する不動産の価格や収益力の変動、発行者である投資法人の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により価格や分配金の変動し、損失が生じるおそれがあります。

#### <債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。

・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

#### <個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ではありますが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

#### <転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

#### <投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。  
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))  
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))  
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)  
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

#### <信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

### 岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、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

#### 【香港における本レポートの配布】

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いいたします。

#### 【米国内における本レポートの配布】

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみには配信されたものです。本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。

本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有しておりません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

### 【その他の地域における本レポートの配布】

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2021年8月30日改定)