



中国による一帯一路政策に伴う債務問題が意味するもの： 6つの疑問点

ガーウィン・ベル, PhD, アジア地域リード・エコノミスト, グローバル・マクロ経済リサーチ

ジャンカルロ・ベラッソ, アフリカ地域リード・エコノミスト, グローバル・マクロ経済リサーチ

中国の一帯一路政策（Belt-and-Road Initiative：以下 BRI）は、同国が世界的な存在感を誇示するための最重要政策の1つに位置づけられており、アジア、アフリカ、中東、さらには欧州にわたる約 60 カ国を対象に 2,000 億米ドルにのぼるインフラ投資が実施されている。しかしながら、BRI によって相対的に貧しい多くのフロンティア諸国は、巨額で、経験したことのない高水準の債務を抱え込んできた。これらフロンティア諸国の多くが足元で対外債務の返済負担に苦しむなど、BRI に伴う債務問題が表面化し始めており、幾つかのケースにおいて中国は債務再編を行うことが必要となる可能性が高い。以下の Q&A は、BRI に伴う債務が投資にどのような影響を与えるか、我々の見方を示したものである。

1. BRI に伴う対中国債務の特徴とは？

中国は、BRI とは開発援助における魅力的なアプローチ方法であり、BRI によって中国が自負する大規模なインフラ投資での経済的成功を再現できるとの楽観的な考え方を持っている。その結果、債務の多くは個別の大型インフラ・プロジェクトの建設を担う中国の建設業者向けであり、多くの場合、資金は中国の銀行から融資されている。その際、融資契約には担保条項が盛り込まれていることが多い。通常の場合、資金の借り手はその国の政府と密接な関係にある。

しかし、このような BRI 融資に係る青写真には、2 つの重要な要素が欠けていた。1 つは借り手のマクロ経済環境であり、もう 1 つはプロジェクトのガバナンス上の問題である。これらの問題は、中国における事実上の破綻している地方政府と地方政府に属する金融機関が救済されてきたこと、問題のあるプロジェクトも大した反対もなく承認されてきたことを背景に、中国ではこの 2 つの問題がインフラ・プロジェクトには付きものであると考えられてこなかった。しかし、中国以外の国では状況は異なっている。そのため、中国は、現在、BRI に関連する持続不可能な債務を再編することが必要になっている。

様々な意味で、中国の債務再編に向けたアプローチは、1970 年代および 1980 年代に起こった新興国の債務危機の後に最終的に先進国によって採択された債務再編と似たような様相を呈し始めており、当時と同じことが繰り返されている。例えば中国がパリクラブ（主要債権国会合）に参加しないとしても、時間の経過とともに中国の債務再編に向けた最終的なアプローチは先進国による債務再編と酷似したものとなり、包括的かつ合理的な透明性を伴う債務再編が実施されると我々は予想している。その中には、債務国のマクロ経済政策の調整を条件とした債務再編も幾つか含まれると考えられる。

しかし、現在のアプローチ方法には改善すべき点も多い。入手可能な情報によれば、中国が実施した初期の債務再編は、単に返済期間の延長と利払いを先送りするに留まり、債務者のひずみを増幅させ、正味現在価値で計算した債務者の負担が増加する可能性がある。さらに、中国によるスリランカのハンバントタ港の運営権獲得後に国際的な反発が見られたように、担保の差し押さえも論争の火種となる可能性がある。こうした現況を踏まえると、中国による今後の融資はより選別的なものになると我々は予想している。

2. 中国からの二国間融資は、エマージング債市場におけるシステミック・リスクなのか？

我々は、中国からの二国間融資が、エマージング債市場に対するシステミック・リスクだとは考えていない。問題のある融資の大半は、エマージング市場全体の発行体に分散しているのではなく、フロンティア諸国に集中している。さらに、マレーシアやタイのように、対中国債務が過剰になる可能性がある場合には、国家が非常に合理的な対応を行うようなケースも見受けられる。しかし、一方で我々はパリクラブによる債務支払猶予イニシアチブ（DSSI）において公的債権者および多国間の債権者が誤った判断をしないかに注意を払っている。この点で誤った対応が行われた場合は、間接的に中国にも影響を及ぼし、エマージング債市場全体にわたって更に大きなリスクをもたらす可能性がある。

3. 各国のファンダメンタルズ分析をする際に、対中国債務を考慮しているか？

幾つかのデータは正確性を欠くとは言え、対中国債務が信用力に及ぼす影響は、我々のファンダメンタル分析において重要な要素となっている。幸いなことに、借入国の透明性は高まっており、また特にアフリカ諸国など BRI 関連の債務を抱える多くの国は、足元で借入を大幅に減らしている。

4. 対中国債務について懸念すべき国は？

対中国債務は、多くの低所得国の債務負担全体において重要な部分を占めている。多くのフロンティア諸国は DSSI の一環で債務を減免されているが、こうした債務減免の最大の受益者である**アンゴラとパキスタン**が、対中国債務の再編によって最も大きな恩恵を受けたことは特筆すべきである。フロンティア諸国に対する中国からの一層の協力が重要である。

アフリカでは、**エチオピア**が同地域第2位の対中国債務国であるが、昨年いくつかの債務が小幅に減免された。これまでのところ、エチオピアは債務の元利返済を続けているが、中国からの借り入れ条件の大部分は依然として不透明なままとされている。**カメルーンとコンゴ共和国**も、同様に中国から多額の資金を借り入れている。

ザンビアは最近、対外債務の不履行に陥ったが、そのうちの大部分（約 1/3）は対中国債務が占めている。中国の銀行は自行を正式な貸し手とは認めておらず、アンゴラでも同様の立場を取っていたが、対中国債務が DSSI の協議対象から外されることはなかった。しかし、ザンビアが債務不履行に陥った原因は、中国の貸し手の問題というよりも、むしろ同国の不適切な国内政策や「無用な」プロジェクトにある。実際に、中国輸出入銀行は既にザンビアに対して債務返済の猶予を与えていた。

ザンビアのケネス・カウ ندا国際空港は、中国の建設会社であるチャイナ・チャンシー・インターナショナルによって建設された



出所：ジャンカルロ・ペラッソ撮影。

中国はケニアのモンバサ・ナイロビ鉄道の敷設および内陸への路線拡張において大きな役割を果たしてきた。融資条件は依然として不明であるが、同路線が商業的に成功していないことから、債務の元利返済は困難な状況にある。本件に関する公式な発表は行われておらず、交渉も予定されていない。引き続き当事者間の緊張は高い状態が続いている。

5. 中国が一部の債務国に、中国以外の債権国に対する債務の再編を迫るリスクはあるか？

あり得なくはないが、可能性は低いと我々は考えている。これまでの様々な問題によって中国の地政学的な評判は悪化しており、よって中国当局は債務返済を無理強いすることによる更なる国際的な信用失墜を避けようとするだろう。しかし、中国は債務再編の条件として IMF の関与を追加するなど、債務返済問題に対して協調的な解決手法を求めることで、暗に中国以外の債権者に対する債務の再編を促すようなアプローチを取る可能性がある。例えば、IMF による融資を伴わないスリランカとの債務再編の議論に対して、足元で中国が難色を示した（インドも、同様にスリランカとの債務再編交渉において IMF 融資を前提として求めた）ことに目を向ければ、これらが今後の中国の対応を示している可能性があるだろう。

6. 中国による債務再編は、民間の債権者の債権回収率にどのような影響を及ぼすのか？

これは未知の領域であり、今後の推移は平坦ではない可能性がある。中国の銀行が正式な債権者の立場を取りたがらないことが、より秩序ある中国債務の再編の妨げとなってきた。中国の金融機関を正式な債権者と位置付けるといふ IMF からの圧力が、アンゴラの足元の IMF 融資プログラムの条件となっていると伝えられるなど、本件に関しては事態が進展している兆しも見られるが、中国が自動的に他の融資問題にまで同様の対応を行う可能性は低い。

中国の金融機関が正式な債権者としての立場を認めないことによるリスクとして、債務再編時に中国の債権者銀行が他の民間の債権者も同様の条件を受け入れるよう主張する可能性が挙げられる。これは民間の債券・債権市場全体に衝撃を与える可能性があり、最終的には、市場を揺るがすような衝撃を緩和するために、中国の中央政府当局が関与することになるかもしれないが、当局が乗り出すのはこのような危機に見舞われた後になるかもしれない。

本資料は 2020 年 11 月 18 日現在の執筆者の見解を反映したものであり、情報提供または教育のみを目的として作成されたものです。データの出所（特に断りのない限り）：PGIM フィクスト・インカム。

留意事項 1

PGIM フィクスト・インカムは、1940 年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社である PGIM インクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIM フィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点の PGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点の PGIM ネーデルラント B.V. (iii) 東京拠点の PGIM ジャパン株式会社（PGIM Japan）、(iv) 香港拠点の PGIM（香港）における債券運用部門（PGIM Hong Kong）、(v) シンガポール拠点の PGIM（シンガポール）における債券運用部門（PGIM Singapore）。米国のブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするブルーデンシャル社、あるいは M&G plc の子会社であり英国を本拠とするブルーデンシャル・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものではありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているものではありません。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見および提言について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下していただきません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

利益相反: PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV 第2A 部をご覧ください。

欧州経済領域（EEA）では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラントが第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II)で定義されているプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR. PGIMリミテッドは英国の金融庁(FCA)からの許可・規制を受けており（登録番号：193418）います。PGIMネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)により、MiFIDのトップ・アップ・サービス能力を有するオルタナティブ・インベストメント・ファンド・マネージャーとして認可されています。（登録番号：15003620）PGIMリミテッドとPGIMネーデルラントは、EEAの様々な法域でサービスを提供あるいは正式な営業権に基づき事業することが認められています。本資料は英国金融行為規制機構（FCA）の行為規制ソースブックを目的として、第2次金融商品市場指令 (MiFID II) の 2014/65/EU に定義されている適格機関投資家に対してPGIMリミテッドが提供する資料です。アジアの一部の国では、シンガポール金融管理局（MAS）に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM（シンガポール）Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM（香港）リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。オーストラリアでは、PGIM（オーストラリア）Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、（豪州2001年会社法で定義されている）販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり（登録番号：193418）、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。南アフリカでは、PGIMインクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。（ライセンス番号：49012）

© 2020 PFI and its related entities.

留意事項 2

資料はPGIMフィクト・インカムが市場動向に関する情報提供としてプロの投資家向けに作成した“SIX QUESTIONS ON THE IMPLICATIONS OF CHINA’S BELT-AND-ROAD DEBT”をPGIMジャパン株式会社が翻訳の上でレポートにしたものです。

本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

本資料に記載されている市場動向等に関する意見等は本資料作成日時点でのPGIMフィクスト・インカムの見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。

本資料は、PGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を保証するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC 登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関ブルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国ブルーデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号
加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会
PGIMJ77366