

大膨張する中国の地方債務 改革圧力にしたい政府の苦悩

昨年末、ついに中国政府が地方政府債務の総額を明らかにした。わずか2年半で倍増した原因は何か。制御可能なのか、崩壊の予兆なのか。

かなもり
俊樹
(大和総研常務理事)

昨

年末、中国審計署（日本の会計検査院にあたる）が政府債務の実態を公表した。正規の銀行を介さない影の銀行の取引急拡大が懸念される中

で、審計署は昨年8月初に調査を開始、11月の党三中全会の前後にもその結果が公表されるのではないかと予想されていたが、12月末にずれ込んだ。市場関係者の間では、把握された地方債務額が中央政府の想定していた規模をはるかに上回ったため

ではないかとの臆測が飛び交った。

GDP比で50%超に

発表によると、2013年6月末、政府が直接返済義務を負っている債務総額は207兆元（約350兆円、対GDP比40%）、政府が支払いを保証しているもの、問題が生じた場合におそらく政府が救済する必要がある債務を含めると30兆元強で対GDP比50%を優に超える。

うち地方債務は17・9兆元、11年に審計署が発表した10年末の数値は10・7兆元であったので、ここ2年半で倍近く増加したことになる。

今回地方政府の調査対象範囲が拡大されており、必ずしも両数値に連続性はないが、いずれにしても急拡大していることは間違いない。

中国の政府債務の推移 (兆元)

	債務の形態	2010年末	12年末	13年6月末
中央政府	直接債務	6.8	9.4	9.8
	保証等の間接債務	-	2.5	2.6
	計	6.8	11.9	12.4
地方政府	直接債務	6.7	9.6	10.9
	保証等の間接債務	4.0	6.3	7.0
	計	10.7	15.9	17.9
合計債務		17.5	27.8	30.3

(出所)中国審計署、中債資信より作成

い。地方債務17・9兆元のうち、地方政府が資金調達のため設立した投資目的会社である地方融資プラットフォームを通じてものが約7兆元（債務全体の39%）、おそらくプラットフォームが閉鎖され、その債務が国有企業の債務に振り返

えられていることから、10年末（5兆元、46%）に比しシェアは下がっているものの、依然としてプラットフォーム最大の資金チャネルだ。調達された資金の大半は収益性の乏しい公共インフラ建設や不動産開発に振り向けられており、ある程度の収益が見込まれる交通運輸関連は全体の25%程度に過ぎない。14年中に期限の到来する債務が全体の20%の3・6兆元、その後15年に16%、16年に11%が償還期限を迎える。なかでも地方政府が直接返済義務を負っている債務の60%以上は今後3年以内に償還期限を迎える（14年に全体の22%、15〜16年に同40%）ことから、地方政府に対する当面の返済圧力は強い。

世界比では低い水準

ただ、中国の政府債務は、以下の点からなお必ずしも政府が破綻状態にある、またはそのリスクが目前に迫っていることを示すものではない。

第一に、国際比較で見した場合（IMF統計）、中国の一般政府債務の対GDP比は13年22・9%で、欧米先進国（平均108%）はもとより、ブラジル（68%）やインド（67%）といった他の新興国と比べてもなお十分低い。IMF統計は政府が直接

返済義務を負っている債務を中心に国際比較したものと思われるが、審計署の数値で見てもなお国際的に低い水準だ。

第二はフロー面だ。地方政府の歳入を見ると、14年全国財政収入見込み14・4兆元のうち約半分強の7・5兆元が地方分となり、これに地方政府性基金収入（土地収用に伴う出讓収入が大半）を3兆元と堅めに見積もり（10年以降の最低値は3・2兆元）、さらに中央からの移転収入を仮に13年と同じ4・5兆元と仮定すると、歳入合計は15兆元、14年に償還が到来する3・6兆元の4・2倍の収入が見込まれる（以上の数値は1月2日付『新浪財經』による）。

第三にストック面、すなわち政府の資産面も見必要がある。12年末時点の中央・地方政府全体の保有資産は178兆元、流動性の低い土地資源を除いても128兆元、地方政

府分は不明だが、傘下の金融・非金融部門の国有企業には約38兆元の資産がある。これら企業の負債22・8兆元を上回る数値だ（以上の数値は13年12月30日の豪ANZ銀行リサーチ推計による）。

このように国際比較、フロー、およびストックの数値を見る限りでは、地方政府債務はなお十分制御可能な水準にあり、部分的・地域的に流動性リスクが発生する可能性はあるものの、直ちに全面的なデフォルトが起こるような話ではない。

想定すべきは短期リスク

ただし、各種数値上は以上の通りとしても、あり得るリスクと問題の根源は十分認識しておくべきだろう。まず短期的には金利の動向だ。中国では昨年6月、インターバンク市場で「**銭荒**」（マネーが不足）と呼ばれる資金の逼迫から短期金利が急騰したが、年末にも再び同様の状況が生じるなど、全般的に流動性に対し市場が敏感になり、金利上昇圧力が続いている。

短期金利の代表的指標である7日物レポ金利で見ると、昨年1〜6月初は平均3・3%だったが、6〜7

月は6・6%に上昇、その後やや落ち着いたが、7〜12月を通して見ると4%を大きく超える水準にある。人民銀行の公開市場操作や昨年1月から導入された短期流動性オペ（SLO）も一時的に金利上昇を抑える効果しか見られず、オペを停止すると再び金利が上昇する構図が続いている。マネーサプライ（M₂）は、13年末残高で110・65兆元（前年比13・6%増）と年目標値の13%を上回る高い伸びを続けているにもかかわらず、市場で「**銭荒**」の声が絶えないのは何故か。

①6月、12月は、四半期ごと、および年末に、銀行が各種指標基準を満たすため資金需要を増加させたという季節的要因、②一般的にインターバンクでの資金の取り入れと貸し出しに期間の「**錯配**」（ミスマッチ）があり、これが銀行の流動性に対する脆弱度を高めている、③通常の公開市場操作の対象は48行であるのに対し、SLOの対象は現在、基本的に資金繰りに余裕のある大手12行に限られている、④インターバンク市場での金利が高いほど、資金の出し手である大手行は収益が上がる仕組みになっており、むしろ金利上昇を好む傾向があること——などが指摘できる。

現在、預金準備として人民銀行に預けた資金の金利は1・62%、預金

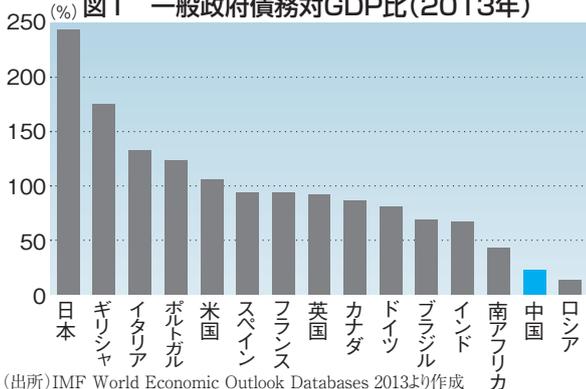
金利コストは2・5%と銀行から見れば逆ざやで、このロスをインターバンク金利の上昇で補う形だ。

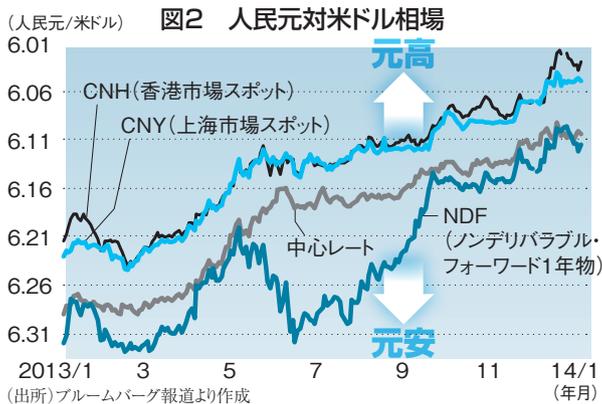
短期金利上昇はいずれ長期金利に波及し、景気を政府の想定以上に減速させる恐れがある。また内外金利差が一層拡大し外からの資金流入が加速、人民元にさらに上昇圧力がかかることも、景気にとっては悪材料だ。

緊縮も緩和も怖い

しかし、より根本的には、現下の「**銭荒**」、とそれによって生じている金利上昇は、地方債務問題の裏側で生じている現象であることに注意する必要がある。

図1 一般政府債務対GDP比(2013年)





地方債務急増の背後には、大量の資金が融資平台などを通じて効率が悪くリスクも高い不動産関連に向かつてバブル的状況を発生させており、マネーが金融体系の中でいわば空回りし、实体经济を押し上げる力となる企業、特に中小企業に向かつていないという事情がある。

バブル的な状況下では収益期待が高く、したがって融資金利も上昇気味となり、それに合わせ理財商品の利息も高めに設定される。融資平台や地方政府も高い金利に鈍感になり、銀行も金利上昇の過程で利益確保のためリスク志向が強くなる。

金融当局からすると、金融リスクを抑えるためには緊縮策が必要であり、また金利の市場化を進めると金

利上昇が加速し、**「銭荒」**が悪化する恐れがあるが、他方で積極的に流動性供給に動く金融リスクを拡大させてしまうというジレンマがある。

国务院（日本の内閣にあたる）は昨年12月、「107号文」と呼ばれる文書を中央・地方の各部門に通知し、地方債務急増の大きな要因である影の銀行抑制に対する当局の強い姿勢を示した。金利上昇は、中国金融当局に対し、改革を通じて金融をより正常な形にし、真に金融が实体经济に貢献するような仕組みを構築していくことを催促している。

その意味で「107号文」も政策としては正しい方向だが、これが実施されてくると、当面タイトな資金需給、金利上昇圧力が持続する可能性が高い。それは、地方政府の資金調達コストの上昇、地方債務のリスク増大を意味することになる。

地方こそ改革のカギ

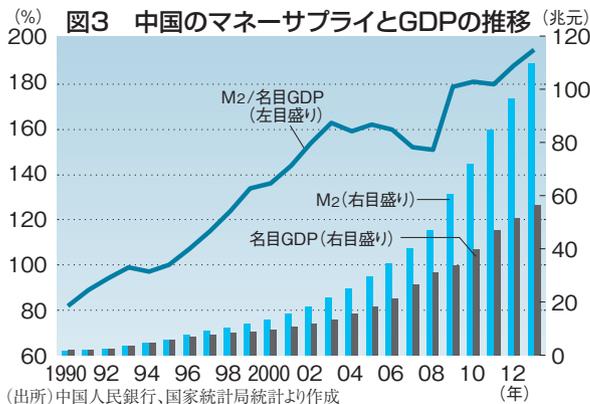
より中期的・構造的観点から重要なことは、地方債務問題が、中国经济の構造転換の鍵を握る現象の一つである、ということだ。

地方債務の急増は、成長志向の強い地方政府が、環境面への配慮を欠いたまま大規模なインフラ・プロジェクトを推進して、無計画に都市化を進めてきた結果でもある。

周知の通り、08年のリーマン・ショックを受けて、中央政府が決定した4兆元の大型景気対策の大半が、地方政府が行う大規模再開発事業や産業誘致のための開発区立ち上げとして実行された。

そもそも原則地方債の発行が認められていないことなどから歳入基盤の弱い地方政府は、再開発目的で農民から土地を収用し、開発業者に転売、土地価格が上がるほど歳入が増える仕組みになっており、そうであるからこそ、大規模再開発に熱心であるという事情もある。

大型景気対策の実行のため、さらに財源調達のために迫られた地方政府は融資平台を設立、他方で、10年以降、高インフレ・不動産バブルへ



の対応で金融が引き締められる中で融資平台に影の銀行の高利資金が流れ込み、地方債務が積み上がってきた。

昨年の三中全会（今後10年の政治・経済・社会の方向を決める中国共産党の重要会議）では「全面深化改革」の方針が示された。この方針に基づいて、金融や環境保全などのあらゆる面で改革を深め、より質の高い持続的な成長に転換させていくことができるかどうかは、地方債務急増をもたらした地方政府・官僚の行動・意識の変革ができるかどうかにか大きく依存している。

中央政府が地方債の発行解禁や影の銀行に対する管理強化を打ち出すほか、多くの地方政府が1月中旬から始まっている二つの重要な会議（地方全人代と政協協商会議）で、14年の成長率目標を下げる動きを強めるなど、一部変化の兆しは見られ始めている。直接的には13年に各々の成長率目標が達成できなかったという要因が大きいですが、中央で「役人の成績評価基準は成長率だけではない」とされたことも影響していると思われる。中央と地方双方が地方債務問題を「圧力」として、「全面深化改革」に勢いをつけることができるのかどうか注目していく必要があるだろう。