

# 中国のデレバレッジは進んでいるか

津上 俊哉  
津上工作室  
代表



10月19日、中国国家统计局は7～9月のGDP成長率が6.9%だったと発表した。公式GDP成長率が7%を割り込むのは2009年第1四半期以来のことだ。

中国経済がめっきり減速したのは、投資・負債頼みの成長が限界に達したからだ。2009年から去年までの6年間に中国が実行した産業の設備投資、不動産投資、インフラ投資の額を公式統計で足し上げると、200兆元（約3800兆円）にのぼる。その裏側では企業負債も急増した。これだけ野放図に投資を続けられ、優良案件は底をつき、不採算投資の山を築く。

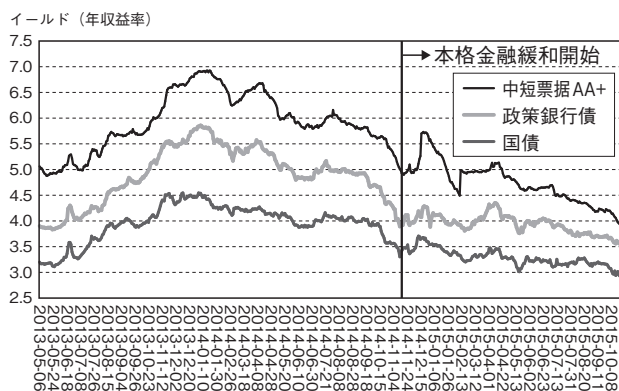
不良な資産・負債のこれ以上の積み上がりを止めなければ、中国のバランスシートはやがて破綻してしまうから、投資と借金を抑制して、過大な債務の圧縮（デレバレッジ）や傷ついたバランスシートの修復を進めることが、今中国経済のいちばん大切な課題である。

ただ、抑制しすぎると経済成長が一気に落ち込んでしまうため、最低限の景気下支えは必要だが、下支えをしすぎると、今度はバランスシートの修復が進まなくなるのがつらいところだ。この「あちら立てればこちら立たず」の苦しいかじ取りは、あと何年も続くだろう。

## 長期金利の動きがバロメータ

この難しいかじ取りは、今よい方向に向かっているのだろうか。本欄2014年11月号でもあげた債券利回り（長期金利）の推移をあらためてみると、不動産

図1 各種債券（5年物）の利回り推移



注：中短票据 AA+ は格付け AA 格の中短期手形  
出所：中証指数公司

が全国的に不況期入りした2014年第1四半期以降、金利は下降トレンドが変わらず続いている。

これは経済全体に投資機会が乏しく資金需要が弱いということだから、悪い徴候のようだが、ポストバブル期を人の身体にたとえれば、暴飲暴食がたたって、しばらく絶食を強いられるような時期だ。つらくても金利が低下するいつきをくぐり抜けないと、バランスシートの修復は進まない。逆にいえば、2013年後半のように金利が上昇すれば、不良債権予備軍の負債は「雪だるま」式に増殖するだろう。それはバランスシートの毀損がいよいよ「最終局面」を迎えようとする兆しだと覚悟したほうがよいということだ。

金利を下げることは、マクロ経済全体をバブル後遺症から脱却させるためだけでなく、ミクロの企業業績を回復させるためにも必要だ。特に景気減速につれて、生産者物価（PPI）は対前年同期比マイナス5%前後のデフレ基調が続いているため、金利をもっと下げないと実質金利が上昇して、不況に苦しむ企業をいよいよ苦しめてしまう。

## 金融緩和を連発する割には下がらない金利

長期金利は低下傾向にあるとはいっても、金融当局は不動産投機が沈静化したとみた2014年11月以来、何度も金融緩和措置を講じている。先日の第3四半期GDPの発表から間もない10月24日にも、利下げと預金準備率の引き下げを同時に行う「双降」が発表された。14年11月の利下げ以降、これで利下げを6回、準備金比率引き下げを5回と、ならせば毎月のように金融緩和を行っている勘定だ。

ところが、図1のグラフをみると、その割にはこの1年近く金利があまり下がっていない、特に国債の金利が下がっていないように見えるのが気がかりだ。

### 理由1：潜在不良債権の積み上がり

いくつか理由があると思う。大きな背景は、不効率な投資のために投じられた負債が積み上がっていることだ。そういう負債は、投資の収益では弁済ができず

に、借り換えをして債務不履行<sup>まぬが</sup>を免れている潜在的な不良債権である。借り換えをして負債を償還しても、実体上は「貸した金が返ってこない」と同じだから、こういう負債が積み上がると、金回り（マネーの総量×回転速度）が悪化してしまう。こういう背景で行われる金利や準備率の引き下げは、金融を緩和するというより、むしろ放っておけば金利が上昇しそうになるのを食い止めるものになる。

### 理由2：元安防止為替介入の影響

2つめの理由は、これまで資金市場に流動性を供給する大きなルートだった為替市場介入（元高防止のための外貨買い・元売り介入）が昨年春から急速に減少し、昨秋からはむしろ逆転、外貨を売って市場から人民元の現金を吸い上げる介入が増えていることだ。

この変化が起きたのは、過去数年の成長低下や物価の（隠れた）上昇などをみた中国の企業や個人が、「元は先安」と判断して、元から外貨保有へと資産をもち替えている（ドルで受け取った輸出代金を両替に回さない、外貨建てでした借金は早めに繰り上げて弁済する、機会があれば外貨で預金したり、外貨建て金融資産をもととする）ためだ。

図2のグラフはこの変化をみたもので、簡単にいえば、<sup>かげ</sup>陰を付けた部分が上に伸びるときは「元先高」感が優勢で、市場は外貨→元へシフト、下に伸びるときは逆に「元先安」感が優勢で、元→外貨へのシフトが起きる。この図から、不動産が不況入りした昨年春以降、元→外貨シフトの傾向が強まっていることがわかる。

特に人民元為替レート制度変更をきっかけに元安を狙った投機が起きた8月以降は、元安の進行を防ぐために、大がかりな元買い・ドル売り為替介入を迫られている（恐らくそのせいで、中国の外貨準備高は8月940億ドル、9月も430億ドルと大幅に減少した）。

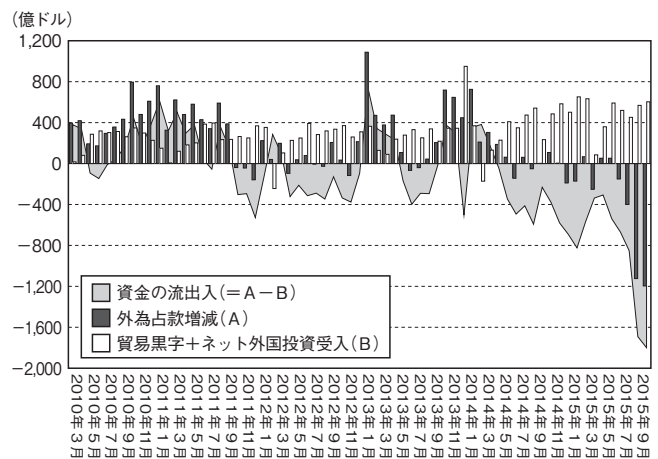
準備率の引き下げといった金融緩和を行っても、その傍らで元買いを行えば、市中から元の現金を吸い上げることになるから、緩和効果は相殺<sup>そうさい</sup>されてしまうわけだ（むしろ、為替介入をせざるを得ないので、相殺のために金融を緩和している感がある）。

### 理由3：地方債発行の急増

3つめの理由は、社会融資総量や銀行貸出の統計には出てこないのを見落としがちだが、今年始まった地方財政改革により、5月以降大量の地方債が発行され始めたことだ。

本欄2015年7月号で触れたように、地方債の発行は発行条件をめぐる混乱で遅れたが、その後本格化

図2 資金の流出入（昔言われた「ホットマネー」の推移）



出所：人民銀行、商務部等の資料から筆者作成

し、9月時点ですでに2兆4500億元分が発行され、年末までには今年の発行枠3兆2000億元が発行される見通しだ。今の国債発行残高9兆1600億元の3分の1に当たる規模をわずか半年で発行する計算になる。地方債の発行残高が国債を上回る日も遠くないだろう（数字出所は中央国債登記決算公司）。

この地方債は中央財政の保証があるのか否かが曖昧だ。保証がないとなれば発行金利は大幅に上昇、というより財政状況の悪い省は地方債を発行できないだろう。その地方債が今国債と大差ない金利で発行できていることは、市場は「中央財政の暗黙の保証がある」と期待していることを示す。

昨今国債金利が下げ渋るもうひとつの理由は、中央財政が無関係ではいられない地方債の発行が累増して国債の需給に影響し始めたからではないか（ただ、地方債の発行金利は、これまで地方が銀行から借りていた借入の半分だ。この低利の地方債で金利の高い銀行借入を償還できるわけだから、多少金利が上がってもデレバレッジには総体としてプラスに働くわけだが）。

### 地方政府はなお投資する構え？

事態は悪化の方向には向かっていないとはいえ、気になる動きもある。地方債のおかげで地方財政は危機を脱したと思ったら、地方政府の融資プラットフォームが新たな投資プロジェクトの資本金を捻出できない事例が多いため、国家開発銀行が代わって出資するための特別基金を造成（郵儲銀行引き受けの債券を発行、利息は中央財政が補てん）するという（財新網10月20日報道）。

資本金に事欠くほど財政状況が悪い地方政府になお投資をさせるつもりだろうか。中国経済のデレバレッジが進み始めたと安心するのはまだ早いようだ。