

# 地方財政改革にみる 中国のデレバレッジ

津上 俊哉  
津上工作室  
代表



株バブルの崩壊や「元切り下げ」騒ぎなど世間を騒がせることの多かった中国経済だが、2015年のいちばん大きな出来事は、本格的なデレバレッジが始まったことだったように思う。

過去経済成長の過半を投資の増大に頼って成長してきた中国経済が投資と負債の膨張に歯止めをかけようとするれば、当然景気は悪くなる。中国では2014年夏、景気が悪くなる一方なのに、今までのように投資刺激のアクセルを踏もうとしない習近平政権をみて、大方が「新常态」の意味するところを察した。しかし、海外の認知にはどうしてもタイム・ラグが発生する。「そのうち底打ちするのでは?」「大型景気刺激策を打ち出すのでは?」そういう楽観的な見方が根底から修正を余儀なくされたのが2015年だった。バブルは中国の不動産でだけ起きていたわけではなかったということだ。

「経済成長が金看板」でやってきた中国共産党にとって、目標成長率を引き下げることには人一倍不本意だろうが、それでもやるのは「引き下げないと大変なことになる」と悟ったからだ。

## 地方財政改革——債務圧縮への大きな一歩

先頭を切って「大変なことになり」かけたのが地方財政だった。この5、6年間、中国地方政府は「都市化」幻想に浮かされて10年、15年分の公共投資を数年でやってしまった。そのために積み上がった莫大な

負債は「土地を売ればどうにでもなる」式の楽観で問題とされなかった。ところが2014年春、不動産が全国的に不況期に入ると、その土地が売れなくなった。「このままでは、2015年には債務不履行に陥る市政府が続出する」という危機感が高まった同年夏に地方財政改革は始動した（本誌15年1月号拙稿参照）。

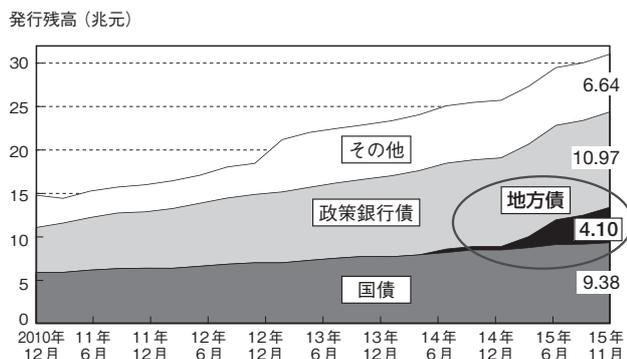
「地方財政改革」は、そこからわずか半年強の間に実行に移された。ひと言でいえば、「融資プラットフォーム」が銀行から融資を受けたり、社債を発行したりして野放図に積み上げてきた市政府以下の地方債務を、省政府の発行する低利・長期な地方債に置き換えていくものだ。これで地方政府は借り換えに四苦八苦する多重債務者の境遇から脱出できるが、代償として管財人のような中央財政部から債務リストラの進捗について厳しい詮議を受ける。

驚かされたのは、その発行量と発行条件だ。新しい地方債の発行が始まった5月からわずか半年で3兆6000億元の省級地方債が発行された（図1参照）。日本円で70兆円近くになる。国債の発行残高がやっと9兆円強だから、半年でその3分の1の量を発行した勘定だ。地方債務の借り換えは今後も続くから、再来年には地方債の発行残高が国債を抜くだろう。しかも発行条件は、期間は1～10年だが長期の比重が高く、発行利率は国債よりわずかに高い程度（7～10年もので3%半ば）、つまり「準国債」の扱いなのだ。

財政危機が懸念された地方政府の債券が国債に準ずる好条件で発行できる理由は2つある。第1は上級政府の暗黙の保証だ。傘下の市政府以下の債務をまとめて地方債の発行を受けもつ省政府の連帯責任は最初からビルトインされているし、万が一、省政府が償還困難に陥れば中央政府が出動することになる。財政部は表向き否定するだろうが、少なくとも市場はそう受け取っている。

もうひとつの理由は、国が国有銀行に対して発した「徳政令」だ。地方政府はこれまで銀行から6～7%の金利で借りてくれた上得意だったのに、代わりに地方債を買っても半分の3%台の金利しかもらえない。国は銀行に半ば強制的に利幅半分カットを吞ませてし

図1 各主要債券発行残高



出所：中国債券（China Bond）情報網、2014年以前の地方債は財政部代理発行分

まった。本誌2015年7月号拙稿でも論じたように、2015年春、国と銀行界はこの条件をめぐって揉めて、初度の発行は1カ月遅れた。「金利は低い、流動性も低い、ではあんまりだ」との銀行界の不満を容れて、この地方債を人民銀行再貸出のための適格担保にする妥協が成立した結果、地方債はいよいよ「暗黙保証の準国債」に接近した。

## デレバレッジは進むのか

この地方債制度によって、中央や省など上級政府の負担と責任は格段に重くなった。今後も大量の発行予定が控えていることを考えると、発行済み地方債の信用をきちんと維持しないと、債券の値下がりで購入した銀行の資産に含み損が生ずる恐れもある。

これだけ重い代償を払うのだから、代わりに市級以下の地方政府にはさぞかし厳しいリストラを迫るのだろうと思っていたら、止めたはずの融資平台経由の資金調達をリスタートさせるかのように読める発改委通達が5月に出た（本誌2015年7月号拙稿参照）。

犠牲を払って地方債で救済してやったのに、地方政府は融資平台経由の資金調達も続けたいという……そんな虫のいい話を通るとしたら、習近平政権の改革が逆行してしまったサインではないのか……。筆者はいつかそう恐れたが、この発改委通達後も地方政府の投資が急増することはなかった。これは新旧制度の端境期に地方政府の資金繰りが逼迫したので、その穴を埋めるための臨時措置だった可能性が高い。もし、これで地方投資がもち直していれば、2015年の中国経済がここまで減速することもなかったはずだ。

## 荒療治の功と罪

筆者はこの顛末を見届けて、中国のデレバレッジがどうやら定着したという感触を得た気がした。この地方債制度によって、最も期近に迫っていた「大変なこと」である地方財政危機はひとまず回避された。

正味では優に20兆元を超えるといわれる地方債務がすべて低利の地方債に置き換われれば、銀行業界は年間7千億元（10数兆円）以上の利鞘を失う計算になる。経営基盤が弱体な地方中小行は生き残れなくなり、上位行が救済合併することになるかもしれない。共産党と国务院は「それでも地方政府の連鎖的デフォルトが起こるよりずっとマシだ」との判断だろう。利益分配をこれほどドラスチックに変更する改革は、「平時」なら銀行の反対をととても押し切れなかっただろうが、新

図2 各種債券（5年物）の利回り推移



出所：中証指数公司

制度づくりに要した時間はわずか半年、ここにも習近平政権がもつ危機感の強さと「反腐敗」で抵抗勢力を脅し上げる強面ぶりが垣間見える。

この地方財政改革は、シャドーバンキング問題にも転機をもたらした。地方政府が地方債制度に移行する結果、不動産業界と並ぶシャドーバンキングの最大口ユーザーのひとつが消えたからだ。日本では依然として「中国はシャドーバンキング問題が深刻」と唱える識者が多い。たしかにデフォルトは今後増えるだろうが、それはデフォルトさせるわけにいかない地方財政問題にケリがついたから、とみることもできる。民間企業の社債など残るシャドーバンキングでは、実態に即してデフォルトを容認して「暗黙の保証」慣行を希薄化させる環境が整ったから、と見るわけだ。これも地方財政改革のもうひとつの効用である。日本では、この改革が果たした重要性の認識が足りない。

こうしてみると、中国共産党のプラグマティックさがあらためて印象に残る。習近平が総書記に選出されたころは、まだ能天気な高成長持続論が支配的だったが、そこから3年を要したとはいえ、巨艦は座礁する手前で何とか舵を切ること成功したようだ。

とはいえ、地方財政危機が回避できたのは中国経済の最後のよりどころたる上級政府の信用を投入したからだ。この資源は危機回避の代償としてかなり費消された。また、舵を切ったとはいえ、今後果敢なデレバレッジが進められるとも思わない。それも中国共産党のもつ別の特徴、バランス感覚のなせる業である。中国の金利はポストバブル期としては、まだ高すぎる（図2参照）。これではデレバレッジにかかる時間はさらに長期化し、経済がなかなか底打ちしないことになるが、これ以上急進的なデレバレッジは中国共産党のとりどころとならないだろう。