

中国のソブリン債務リスクの一瞥見

Taking a Glance at China's Sovereign Debt Risk

甘 長青

【要 約】

近年、中国における地方政府絡みの債務問題が深刻で、負債残高の国内総生産（GDP）比が2010年末時点で最高で35%にも達する。政府が進めている金融引き締めや住宅購入制限などの価格抑制策により、不動産が急落すれば、土地使用権譲渡収入への依存度が高い地方政府の債務返済が滞り、大量の融資を行っていた銀行の不良債権問題に発展しかねない。不動産投資は2010年のGDPの約13%、固定資本形成全体の4分の1を占めているため、内外の観測筋・投資家の間では、中国経済の高度成長の行方に対する懸念も広がりつつある。中国は11年の世界全体の経済成長の40%以上を担う見通しからすれば、同国のハードランディングのリスクについて人々が不安になるのも無理はないだろう。中国自身も諸外国での景気減速を感じており、当局は高成長を維持する能力について心配し始めている。

また、08～09年の世界金融危機に対応するために、中国政府は国債増発等の手段によってインフラ投資等を拡大してきた。もし銀行や地方の救済が必要になった場合、それに伴う公的債務の急増により政府の負担能力は大丈夫かとの危惧の念をも呼び起こしている。

このように、世界経済を牽引する中国の財政の持続可能性についてかつてない関心が集まっている。本稿では、「国家債務比率」という概念を用いてこの問題を検討してみる。

キーワード：住宅高騰、地方債務、不良債権、金融引き締め、国家債務、政府間財政調整

1. はじめに

中国経済は「危険なバブル状態にある」と指摘されて久しい。とどまるどころを知らない住宅価格の高騰は、2011年夏頃まで何年も続いていた。その背景には、強引なやり方で住民から土地を二束三文で買い上げ、デベロッパーに高値転売することでぼろ儲けしてきた地方政府がある。仮に物価上昇等と戦うための当局の金融引き締め政策のせいでバブルが弾ければ、不動産関連収入が頼みの綱の地方財政には大きな穴が開きかねない。

また、商業銀行が抱えている地方政府系企業や不動産デベロッパー等向けの巨額なエクスポージャー（投融資残高）が不良債権化すれば、金融システムを破壊するとの警告も、内外から発せられ、デフォルトリスクが真剣に議論されている。最近、この議論に国際通貨基金（IMF）も新たに

加わり、11年11月14日に中国の金融システムに関するはじめての評価報告書を公開した。

その中で、IMFは09～10年の間に急ピッチで進められた金融緩和により生じた余剰資金がいくつかの分野に無秩序に投入されたことで、特に住宅用不動産の高騰を引き起こし、銀行の収益力と財務毀損のリスクが高まっていると指摘した。

特に問題視したのは、地方政府関連の融資の急増である。IMFによれば、10年6月末時点の貸出残高は推定で7兆7000億元に達し、銀行が抱える地方向けの簿外取引も大幅に拡大したという。

中国では、地方政府が予算法の規定により均衡財政を義務付けられているため、従来では、地方絡みの債務がグレーゾーンにあった。しかし、今回ばかりは事態の深刻さを認識してか、国家審計署（会計検査院）が11年3～5月に初めて本格的な調査に乗り出した。その報告書によれば、10年末

時点で地方債務は10兆7200億元に上り、うち8兆4700億元（全体の79%）を銀行融資が占めた。

それまでの「大本営発表」を大幅に超える地方債務が明るみに出た昨年6月末から間もなく、主要都市の住宅価格の平均は前月比でダウンし始めた。これを受け、一部の海外メディアを中心に、バブルが弾け始めたと言いつつ、世界経済のリスク要因にならないかと警鐘を鳴らした。まるでパブロフの犬の如く、「住宅価格の下落→不動産バブルの崩壊→不良債権急増→大幅な景気後退」という条件反射の世界にいるようにも映る。

しかしなぜそう決めつけたのか。中国の経済や社会の本質について、どれだけ深く考えているのかは判然としない。不動産の高騰をもたらした当初の原動力は、言うまでもなく2008～09年の金融危機時に導入された4兆元の景気刺激策であった。他方、住宅の暴落をもたらした最大の要因は、中国政府が庶民の手が届かないところまで上昇した住宅価格を引き下げするために、実施している金融引き締めを始めとする価格抑制策である。その結果、住宅への投資が急速に枯渇していた。

いま思えば、中国の住宅バブル崩壊について、2年余り前から時計の針は既に真夜中の1分前を指していると盛んに言われていた。だが、60秒間のカウントダウンはなかなか始まらなかった。それが2012年の春ごろになると、ふたたび時計の針がチクタクと秒を刻み始めるのだろうか。

スペインや、アイルランドなどがそうだったように、住宅価格が暴落すれば、損失が滝のようになって金融システムを襲うパニックの契機になる可能性がある。場合によっては、ソブリン債務危機にもつながってしまう。本稿では、中国を代表する経済学者の樊綱氏が十年前に公開した「なぜ中国は『金融危機』にならなかったのか—『国家債務比率』による示唆」（関志雄訳）というタイトルの論文において提示した「国家債務比率」という概念を用いて、住宅バブルの崩壊が喧伝される中国のソブリン債務リスクを一瞥してみたい。

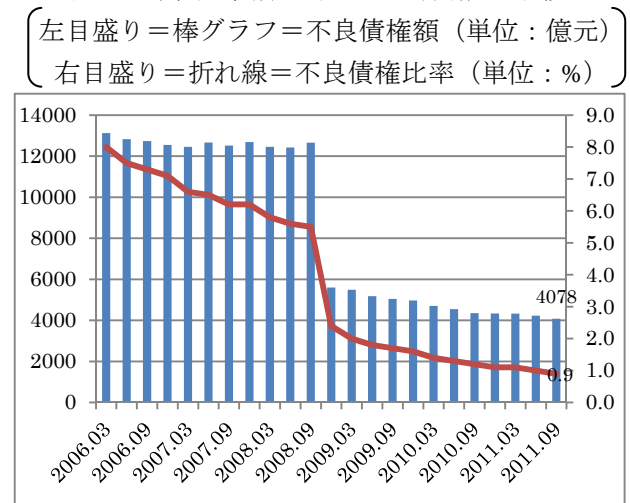
2. 銀行システムの不良債権と国家債務

(1) 統計上の不良債権残高と比率が低下傾向

中国にとって、銀行の資産劣化問題は今回が初めてではない。国有大手商業銀行の不良債権比率は、1990年代末の一時期に40～50%にも上ったとの試算がある。中国政府の資本注入およびその後の経済成長による貸し出し需要の増加、さらに2007年のサブプライム住宅ローン危機による欧米の金融システムの自滅などにより、中国の銀行の世界における存在感は飛躍的に向上してきた。

銀行監督当局の銀行業監督管理委員会（銀监会）が商業銀行の不良債権関係データを公表し始めた2006年以降、不良債権の残高と比率がともに低下し続けている。11年9月末現在の不良債権残高と比率はいずれもこれまでの最善水準を記録し、それぞれ4078億元、0.9%になった（図1）。不良債権問題の処理が順調に進んできたように見える。

図1：中国の商業銀行の不良債権の推移



出所：中国銀行業監督管理委員会統計より作成

(2) 新たな不良債権懸念で融資の抑制に転換

もっとも、商業銀行はこれまで新規融資を大幅に増やしてきたため、不良債権比率（貸出金等の総与信の額に対する不良債権額の割合）の低下は貸出残高の拡大が寄与した面も大きい（表1）。

とりわけIMFが指摘した2009～10年の融資急増ぶりには、目を見張るばかりのところがある。

例えば、08年の新規融資額4兆1700億元は、前年の3兆6400億元より5300億元増にとどまっているのに対し、09年の新規融資額は、一気に08年の2.3倍に相当する9兆6300億元に急拡大した。

表1：中国の金融機関の貸出統計（単位：億元）

年/月	貸出残高	年間新規融資額
2002/12	131293.93	18979.23
2003/12	158996.23	27702.30
2004/12	177363.49	18367.26
2005/12	194690.39	17326.90
2006/12	225285.28	30594.89
2007/12	261690.88	36405.60
2008/12	303394.64	41703.76
2009/12	399684.82	96290.18
2010/12	479195.55	79510.73
2011/12	547946.69	68751.14

出所：中国人民銀行統計より作成

リーマン・ショックの直後、中国政府は大幅に落ち込んだ対欧米輸出を内需の拡大で補おうとして、国有大手商銀等に対して貸し付けの拡大ならびに融資条件の緩和などを奨励したためである。

だが、09年秋以降、住宅価格の高騰とインフレ懸念の拡大が全土で見られるようになった。人民銀行と銀監会は、信用拡大を主体とする景気刺激策によって生み出された膨大な過剰流動性の直接的な結果だった、とはっきり認識していた。

人民銀行の統計によれば、中国のM2（市中に流通する現金と銀行預金の合計額）は08年12月から11年12月までの3年間で、47兆5166億元から85兆1590億元へと、約8割も増加した（表2）。年平均12兆5475億元もの資金が新たに市場で流通していたら、物価が上がるのも無理はないだろう。

そこで、当局は必要以上に成長を抑えてしまうことを警戒しながら、主に市中銀行に貸し出しを減らすよう命ずる形で経済の中で利用可能な信用を減らそうとした。しかし、多くの銀行は09年末頃から簿外勘定などを使って貸し付けを増やし続けた。一向に止まらない住宅高騰を受けて、2010秋以降、銀監会の融資規制がいつそう強化された。

今では、国有大手商銀および同銀らが裏口融資の際に利用していた信託会社という、「影の銀行システム」はほぼ当局の指示通りに住宅関連融資等を制限している。その結果、11年12月末現在の融資残高は、約54兆7946億元と前年末より6兆8751億元強の増加にとどまっている（表1）。11年の年間新規融資額は、前の年を1兆759億元も下回っている。

表2：中国のM2（広義貨幣）統計（単位：億元）

年/月	M2 残高	前年末より純増額
2007/12	403401.30	57823.39
2008/12	475166.60	71765.30
2009/12	610224.52	135057.92
2010/12	725851.79	115627.27
2011/12	851590.90	125739.11

出所：中国人民銀行統計より作成

(3) 景気悪化も簡単に緩和できない与信基準

不動産への貸出も、2011年に入ってから、与信基準が大幅に厳格化された。中国人民銀行によると、11年12月末の国内主要金融機関の人民元建て不動産関連貸出残高は、前年同期比13.9%増の10兆7300億元となり、増加率は前年末に比べて13.5ポイントも下がった。11年の年間新規融資額は前年末より7704億元少ない1兆2600億元となって、同年の金融機関の新規貸出額に占める割合は17.5%と、前年に比べて9.4ポイント低下した。

金融引き締めにより、住宅市況が下降に向けた調整期に入り、銀行や市場に負の連鎖反応が起きることが懸念されている。不動産投資全体の伸びも弱含んでおり、開発業者の資金繰りが苦しい。

もし銀行の信用縮小で経済成長が失速すれば、その影響は銀行の収益悪化へ跳ね返ってくるだけで済まない。地方債務不安の拡大で、地方政府向けに含み損を抱えた銀行は、新規の融資をほぼ停止している。資金の出し手を失った地方では景気悪化懸念や財政不安が増幅すれば、銀行の含み損が更に広がりかねない。当局はこうした負の連鎖には警戒を強めているが、景気の減速状況にもかかわらず、うかつに融資を緩和した場合、不良債権が先行き積み上がるリスクも危惧されている。

(4) 持ちつ持たれつの関係にある政府と銀行

今の中国は、沿海部の輸出産業を中心に欧州危機の打撃が大きい。内需に頼る銀行業への影響はこれまでのところ、殆ど表れていない。しかも中国の銀行と政府は、他のどの国よりも持ちつ持たれつの関係にあり、銀行経営が大幅に悪化した場合、政府の支援を得られる可能性が大きい。

その最大な理由は、銀行が中国国債のほか、地

方政府向けのエクスポージャーを大量に保有していることで、政府部門と銀行部門は相互依存の循環に引きずり込まれているということである。

他の新興国よりも中国の長期金利水準が相対的に低いのも、主に政府が低く抑えているためである。2005年以降の中国工商銀行、中国銀行、中国建設銀行、中国農業銀行、および中国交通銀行の国有大手商銀5行の上海・香港の両証券取引所での上場から何年も経過し、今では中国政府は大手銀の株式の一部だけを保有することにとどまっている。しかし、政府が銀行部門をほぼ完全に支配していることには、変わりはないように思える。

(5) 好調な業績も隠し切れない不良債権懸念

2011年8月26日付の中国証券報が伝えた国有大手商銀5行の11年6月中間期決算によれば、5行の純利益合計は前年同期より3割以上増え、不良債権の残高と比率は5行いずれも低下したという。

ただ、同じ日付の英フィナンシャル・タイムズ (FT) は、「中国の銀行を巡ってこの一年間、史上最高の業績という事実と、過去の過剰融資が不良債権を生み出すのではとの市場の根強い疑念の間で評価が真っ二つに割れている。投資家は好調な業績の裏側にある経営基盤の亀裂に注目しているように見える。焦点は2008年以来の融資急増である。中央政府が国有銀行を通じて信用供与主導の景気刺激策を採ったことが主因だが、その政策の副作用が最近表れ始めた。当局が、地方向けの融資の把握と、最終的な貸し倒れ額の推定に向けて本腰を入れたことが理由である」と伝えた。

これに対し、銀監会はウェブサイトで「力強い資本基盤は、銀行が先般の金融危機からの打撃を回避するとともに、金融部門の安定的な業績を保証するために強固な基盤を築いてきた」と評価した。ただ、「銀行貸し出しが近年急増するなかで、融資は特定のセクターに過度に集中し、中長期ローンの占める割合も高まっている。これはシステミック・リスクを増大させる可能性があり、軽視すべきではない」と警戒を呼び掛けている。

なお、銀監会によれば、11年6月末時点の国内銀行全体の自己資本比率の加重平均値が12.2% (うち中核的な自己資本比率は9.9%) であり、

同年3月末時点の11.8%からは上昇した。今後、銀監会から中核的な自己資本の増強を促される銀行は、まず自力増資や資産売却で同比率の引き上げを目指すことになるが、目下の不安定な金融市場では増資が簡単でない。一部の大手銀は、資産を圧縮するため、中小企業向け融資を一時凍結している。自己資本比率を計算する「分母」を減らすためである。追随する動きが広がれば、貸し渋りや貸しはがしが横行する事態になりかねない。

(6) 千載一遇の好機じゃなかった08年の危機

リーマン・ショックの時、中国では、「民族の再興に千載一遇の好機」などと言いはやされた。インフラ支出や国有企業による投資、住宅建設を増やす景気刺激策が奏功したように見えた。しかし、危機対応の後遺症に地方債務問題が起きた。

IMFが指摘したように、地方政府絡みの融資が焦げ付けば、不良債権比率が再び急上昇する可能性がある。本稿では、これまでの情報の中で最も厳しい、米格付け会社のムーディーズ・インベスターズ・サービスが2011年7月5日に公表したレポートにおいて指摘した地方政府の負債総額が最大で14兆2200億元 (10年末現在) に達する推計を採り、その2割が不良債権化すると仮定する。

その場合、地方政府の不良債務 (2兆8440億元) は、銀行全体の10年末の人民元貸出残高 (47兆9195億5500万元) の5.9%に達する可能性がある。

(7) 銀行部門の不良債権は国家の債務リスク

2011年8月12日付のFT紙によれば、ある国の債務状況を評価するとき、格付け機関は通常、「一般政府の負債総額」という概念を用いる。これには、中央と地方政府の各種債務のほか、社会保障基金の支払い義務も含まれる。先進国の債務比率は大抵このような方法で計算されているという。

これに対し、樊綱の言う「国家債務」には銀行の不良債権も含まれる。「中国では、国有銀行は言うまでもなく、たとえ私有の銀行であっても、経営破綻すれば経済に甚大な影響を与えるため、不良債権の処理費用は結局のところ、全国民が負担することになり、国家権力の運用 (徴税、国債・貨幣の発行、財政投融资など) に依存せざる

を得ない面がある」というのがその理由である。

では、渦中の鉄道省の負債はどう扱うべきか。

行政上の機能だけでなく、建設や運行など現業部門をも抱える同省は、歴史的に軍との結びつきが強い。自前の警察組織まで保有し、政府の影響力が届き難い「独立王国」的存在とされる。

2011年7月に温州市で起きた高速鉄道事故を受け、行政と現業が一体化する鉄道省のあり方に厳しい視線が向けられた。しかし、鉄道省は実質上全国最大の国有企業であり、仮に鉄道省が自身の営業収入で債務と利子を返済できねば、中央政府は責任を持ってその救済に当たるべきだろう。

樊綱によれば、仮に国有経済がなくても、個人や外資系などの民間企業と私有や外資系の銀行の間で発生する「不良債権」も同様に、「負の外部性」（外部不経済）と「公共性」を持っている。なぜならば、銀行の「不良債権」の処理に起因する「銀行破綻」「金融危機」などは、一国全体の経済や社会の安定にとって、大きなダメージを与えうる。そのため、政府は先頭に立って対応にあたる必要があるという。このように、銀行の不良債権と地方の債務は、何れも国全体の財政負担と考えるべきであろう。その規模の膨張は、一国のソブリン債務リスクが高まったことを意味する。

樊綱は、また、「経済の金融危機への対応力から見ると、銀行の不良債権と政府債務とを関連付けて考える必要がある——。銀行の不良債権比率が高い場合、仮に政府の債務比率も高ければ、政府の危機対応能力は低下する。逆に、政府の債務比率が低い場合、一旦危機に陥った時に、銀行救済により経済の不安を鎮めるのに一役買える。このように、一国の債務リスクの高低は、その国の公的債務比率だけではなく、金融システム全体の健全性にも大きく左右される」と指摘する。

（8）既に銀行への援護射撃を始めた中国政府

住宅と地方債務を巡る最近の緊張は、銀行救済が必要となった場合、中央政府が新たな資金負担にえられるのかとの懸念を引き起こしている。

国家がどこまで債権者（銀行）の不良債権損失を補填するかが大きな政治決断になるが、過剰債務と同じぐらい貸し過ぎも問題となっているこの

緊張において、銀行および銀行に融資の拡大を指示した中央政府は、間違いなく責任の一端を担っている。銀行と政府の責任をごまかす一番の近道は、増資である。事実、ここ二年、大手銀は相次いで香港市場での大幅増資に乗り出している。

最近、中国政府も大手銀を援護射撃し始めた。

国営の新華社通信が2011年10月10日に、政府系ファンドの中国投資（CIC）の子会社で、国内事業担当の中央匯金が中国工商銀行など四大国有商業銀行の株式を、市場を通じて購入し始めたことと報じた。これを受け、当日の香港・上海両株式市場は引け際に急速に値を戻し、翌11日、両市場何れも本土の銀行株が急伸した。株買い増しについて中央匯金は、国有重点金融機関の安定した経営と発展を支援するためのもので、国有商業銀行の株価を安定させるための措置だと説明したという。

一方、2012年2月6日付の中国証券報によれば、中央匯金は同3日に、中国工商銀行、中国銀行、中国建設銀行の3行の業績に対する配当性向を5%引き下げて35%とすると発表した。アナリストの話として、この5%引き下げで、同3行は合計263億5600万元の利益を手元に残すことができる。また、業界関係者によると、配当性向の引き下げは、これら大手行の手元資金を増やし、資金調達への圧力を和らげるのに役立つという。

3. 地方政府の債務問題がなぜ起きたのか

（1）「上に政策あれば下に対策あり」の柔軟さ

中国では、地方政府が事業を運営し、その収入を財政資金に入れることで、各種の社会資本や行政サービスを確保している事例は多い。しかし、ビジネスチャンスが少ないところでは、収入源が限られているため、必要なカネを確保することが困難となるうえ、民間の投資に期待することも難しい。そこでついつい借金に手を出したくなる。

ただ、法律上、地方政府は直接に銀行融資を受けることができないため、多くの地方政府は傘下の投資会社を介した銀行借入を重ねてきた。これら投資会社の存在は、まさに「上に政策あれば下に対策あり」というこの国の諺を体現している。

なぜ中央政府が地方の財源を保障しないのか。

(2) ギリギリのタイミングで何とか足りる量

中国における中央・地方政府間の財政関係において、中央政府の行動パターンは「ギリギリのタイミングで、何とか足りる量を地方政府にやる」ことが一種の戦略になっているとの解釈もできよう。この点は、債務危機中のユーロ圏におけるドイツと重債務国との関係に似ている。ドイツはギリシャ等に惜しまぬ援助をしたら、これらの国は自助努力をすることなく、再び無駄遣いをするのではと不信感が強い。中国の中央政府も、地方政府の必要財源を全部保障すれば、予算の乱費を続けるのではないかと疑う。実際にも国家審計署が毎年取り上げたように、地方レベルでは、政府予算が適切に使われていないケースが数多くある。

地方政府の債務問題が悪化して一部がデフォルトしてしまうような事態は、もちろん容認できないが、財政を悪化させた地域が歳出削減の努力を怠るほど多額の支援は与えない、というのが中央政府の考えなのだろう。「ギリギリのタイミングで何とか足りる量」は、実際に少なすぎ、遅すぎたりする。かつては一部小さな貧しい地方の財政難だったものが、今では全国に広がっている。

(3) 地方政府の負債問題は、財政制度の産物

今のところ、中央政府が抱く信念は、地方政府の財政違反行為が債務問題の原点だというものだろう。もちろん、中央政府にはそう考えるだけの理由がある。だが、もし中央政府が真実を受け入れたら、自らがこの不幸な結果を招くのに大きな役割を果たしたことを認めざるを得ないだろう。

地方政府が深刻な負債を抱えた背景には、まず財政制度の欠陥が考えられる。1994年の分税制改革以降、税収の約55%が中央政府に集中する一方で、地方政府は支出の約8割を担わされてきた。

産業振興、インフラ建設、都市開発等における省・市・県レベルの地方政府の投資需要は強い。確かに中央から地方へ税収の一部が移転支出されているが、現状ではそれが全く足りないでいる。やむを得ず、地方政府は法律上の抜け穴を潜って直接、または間接的に銀行の融資を受けてきた。

そうした中、08年の金融危機の対応を巡って、一層の歳出拡大を中央政府から命じられた地方政

府は、傘下の投資会社を通じて銀行からの借り入れを大幅に拡大した。ちなみに地方は銀行融資を受けるのに際し、国有地の使用権を担保にした。

中国財務省によると、2010年の地方政府の歳入（決算ベース）に対する土地使用権譲渡収入は、同省が同年3月に全国人民代表大会（全人代）に示した1兆3655億1700万元の2.2倍に上り、3兆108億9300万元に達した。譲渡収入は地方政府の正式な予算に組み込まれることのない、日本の特別会計にあたる「地方政府性基金収入」に計上され、個々の地方政府の自由裁量によって自在に使用できる投資資金である。その規模は、地方政府の税収その他収入4兆600億元（10年の決算ベース）の約74%にも相当する。これに対し、11年の予算では、財務省は中央政府の規制による地価下落等の要因を考慮したのか、地方政府の土地使用権譲渡収入を1兆9753億4100万元と見込んでいる。一気に税収の4分の1にあたる1兆元超の歳入減となると、地方財政は深刻な打撃を受けるだろう。

このように、地方政府の負債、すなわち銀行の潜在的な不良債権の多くは、実質上中央政府の負担が転嫁された結果だと言える。税収の多くを財政制度によって中央政府に集中させる一方で、地方政府に十分な財源を与えずに分不相応の仕事をさせる以上、地方政府側で大量の債務、さらに地方政府に融資した銀行側に大量の不良債権が発生することは、むしろ当然の成り行きであろう。これは今の財政制度に内在する論理的帰結である。

(4) 地方政府債務あつての中央財政上の余裕

中国では、ここ10数年の間、家計部門、企業部門および政府部門という三つの経済主体のうち、家計部門も企業部門もずっと資金余剰の状態を続けてきた、しかもその規模が膨らむ一方である。

他方、1978年に改革開放路線に転じて以来、外国からは何十年も変わらず直接投資の形で資本供給が続いている。結局、国内の余剰資金を吸収するのに政府部門が最後の借り手になるしかない。

1980～93年の間、地方政府が徴税を請け負い、税収の一部を契約に基づいて中央に納付する「財政請負制」という分権的な財政制度の下で、赤字基調の中央政府は黒字の地方政府のお裾分けに頼

らざるを得なかった。この苦い経験から、中央政府は、地方側の反対意見を抑え、94年に中央と地方間で税収を分ける「分税制」を導入した。中央に有利な税収の分け方をしたこの改革（地方側から見れば「改悪」）以降、中央政府は一貫して財政黒字（地方への移転支出の前）を続けてきた。当然、地方は赤字続きで、中央からの移転支出というお施しに頼らざるを得ない。しかし、お施しは一貫して足りておらず、国全体の支出の大半を担う地方政府側の財源不足は膨らむ一方である。

今の中国では、政府部門が全体として黒字になるには、企業部門の支出（すなわち投資）を増やすしかない。これは先進国では必要かもしれないが、既にGDPの約5割を占めるほど過剰投資している中国なら、危険だろう。中国にできるのは、中央政府の借金を増やして地方政府の赤字を賄うことである。外国に公共サービスを提供するわけではないのだから、中央政府は地方政府と一心同体のはずである。中央が地方の税収を取り上げすぎたから、地方が赤字に陥ったのであって、地方の赤字を避けたければ、中央が財政赤字を選べばよい。自らの赤字を避けたいが、地方が債務を積み上げる事態をも避けたい、それでは自分で作ったワナに自分で引っかかることになりかねない。

（5）問題の背景にある歪んだ中央・地方関係

このように、「分税制」の導入という財政制度改革以降の中国では、中央政府は財政上の余裕を享受できたのは、歳入の多くを中央政府にむしり取られ、大幅な赤字を強いられた地方政府側という「被害者」あったからできたことである。

分税制の前に歳入不足に苦勞したせいからか、中央は赤字を出したがる。これでは、GDPの三つの需要項目のうち、最終消費（政府消費＋民間消費）と総資本形成（＝投資。設備、住宅、公共投資を含む）が変わらないならば、外国に対して貿易黒字を増やさない限り、地方の負債を減らすことはできない。既存のローエンドの製造業は既に世界市場で大きなシェアを占めている現状からすれば、輸出を伸ばす余地は限られている。発展モデルを転換し、イノベーションなどによって産業のグレードアップを実現する必要がある。

しかし、何より中央政府自身が、必要な財源を与えずに地方政府に歳出の拡大を指示した。地方政府の犠牲（負債急増）を和らげるには、中央政府も少し痛みを分かち合えばよいだろう。そのために必要な資金なら、中国国内で十分調達できるはずである。中国人民銀行によれば、2011年末時点で中国の家計貯蓄残高は、35兆3536億元に上っており、10年末より5兆円余り積み増している。

2008年秋の世界金融危機への対策は、地方政府債務の大量発生と持続の両方を助長した。景気の刺激を狙った大規模な財政出動に始まる経済の過熱は、未曾有の住宅高騰を招いただけでなく、金融緩和策の導入は金利を急低下させ、地方政府が短期間で巨額の借入れを行う素地をも作ってしまった。ここでは、無謀な貸し手（国有銀）は最初のうち、中央政府の了解下で大量な信用供与を始めたという事実は認めた方がいいだろう。中央と地方の双方に非があることが理解されれば、後は双方が共に調整に努めねばならない。一方的な調整を地方政府側に強いてもうまくはいかない。

中央政府は、大規模な救済策は地方政府の行動意欲を鈍らせ、新たな危険を生み出すという、二重の意味で非生産的だと主張するかもしれない。中央と地方の格差を是正する仕組みをつくり、中央政府が地方の債務を引き受けたり、あるいは地方債を導入し、地方政府が共同でリスクを担うことになったりする場合、信用できない一部の地方政府は更なる浪費に走るかもしれない。地方政府を救うことはできるが、真の救済は、地方が財政赤字を削減し、債務を返済し、競争力を強化するための個々の行動を通じて成されなくてはならないというのが中央政府の標準的な意見に見える。

確かに、中央が無条件に救済すれば、財政悪化した地方が実施すべき政策から目を背けることにつながりうる。中央政府は依然として、今一部の地方政府を責任から解放すれば、それほど財政状況が悪くない一部の地方政府は、自分たちが最悪の事態を逃れられると思うだろうと恐れている。

要は、支援を提供することで地方政府に誤ったインセンティブを与えてしまい、地方政府に改革を実行させる圧力が弱まり、モラル・ハザードが生じるという懸念は中央にはあるかもしれない。

(6) 地方債務解消に政府間財政力調整が必要

財政力が強い中央政府が地方債務問題の本質を認めることを拒むなら、債務危機を打開する見込みもなければ、危機の再来を防ぐ見込みもない。短期的には、明らかに支払い能力がない地方政府の債務の減額などして、問題を取り繕うための中央政府の介入は不可欠であるように思える。最終的には、中央・地方政府間の財政調整こそが不可欠となる。それが行われない場合、脆い地方政府に課される債務削減及び均衡措置は、長期にわたる深刻な景気後退及び住民サービス低下を招く。ひとたび政府間財政調整の役割が認識されれば、核心的な問題は、中央と地方の財政力変化が求められる。財政が豊富な中央政府が地方政府への税源移譲、地方債務の引受、そして何よりも信頼関係の構築といった抜本的な改革が必要になる。

政府間財政関係の再構築がない場合、地方債務危機の再発はほぼ確実になる。中国のような規模が大きく、閉ざされた経済圏内の財政不均衡を是正するためには、黒字主体、赤字主体の双方における調整が不可欠になる。この真実を見誤ったままでは、いつまでも「不動産高騰」と訣別できない。したがって国家の債務リスクを推定する時、地方政府の債務問題も併せて考慮すべきである。

すなわち、地方政府の銀行に対する不良債務を公的債務とみなし、そして、地方政府絡みの「公的債務」と「中央政府の公式債務」を一緒に「国家債務」に算入すべきである。この前提を整えることによって、なぜ中国の公式の政府債務比率は低いままなのか（2010年末現在、中央政府の債務残高のGDP比は17%程度）、そして、金融機関の地方政府向け融資の潜在的な不良債権の比率（前節が試算した5.9%）はなぜ高いのか、という二つの疑問に同時に応えられるはずである。

4. 中国の対外債務と国家債務比率の試算**(1) 外債残高は増加中も GDP 比率は低下傾向**

一国の債務リスクを試算する際、もう一つ考慮する必要がある要素は、「対外債務」である。

現在進行中のユーロ圏債務危機から得られる教訓の一つは、たとえ対外債務の多くは民間部門に

よるものであっても、政府部門の民間救済等により、それが結果的にソブリン債務に転変し、国民全体で負担せざるを得ないということである。

大きな国有部門を抱える中国にとって、政府本体の対外債務でなくても、国有企業や国有銀行等によるものであれば、国家は最終的に返済責任を負わねばならない。したがって中国が抱える「対外債務」の全てを国家の債務に算入し、ソブリン債務リスクを最大限に推定した方が無難である。

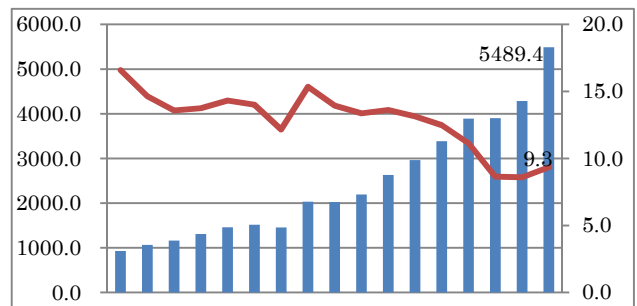
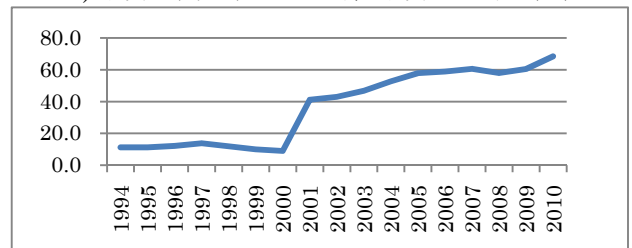
中国で外貨の運用を担当する国家外為管理局によると、1994年以降、同国の外債残高は増え続け、10年末には過去最大の5489億4000万ドルに達した。そのうち、登録対外債務残高は3377億3800万ドル、貿易信用残高は2112億ドルであった。債務の償還期限をみると、残余期間が1年以下の短期対外債務の残高は、3756億9500万ドルで、対外債務全体の68.4%を占めている。

なお、GDPに対する対外債務残高の比率は、低下傾向を辿っているが、外債残高に占める短期外債の比率はほぼ一貫して伸びてきた（図2）。

図2：中国の対外債務状況（1994~2010年）

a) ドル建て外債残高および同GDP比の推移

〔左目盛り＝棒グラフ＝外債残高（億米ドル）〕
〔右目盛り＝折れ線＝外債のドル建てGDP比（%）〕

**b) 外債残高に占める短期外債の比率 (%)**

出所：中国外為管理局統計より作成

（2）対外債務の5倍強を誇る外貨準備残高

1980年以降ほぼ毎年のように国際収支黒字を出し続けてきた中国は、外国資産の保有高を増やしている。国家外為管理局によれば、2010年末に中国の企業、家計、政府が保有する対外金融資産が前年末比19.3%増の4兆1260億ドルに上り、これら経済部門の対外金融負債を差し引いた対外純資産は1兆7907億ドルとなった。他方、中国人民銀行によると、同時点の外貨準備残高は2兆8473億ドルに上り、対外債務残高の約5.2倍にあたる。中国は既に、これまで積み上げてきた外貨準備高で巨額の差損が発生するリスクを抱えている。この外貨準備の積み上がりは、貿易黒字の維持を目的とした公的資金の流出にほかならないだろう。

国際通念上、一国の外貨準備は対外債務償還のベースで返済能力を保証するものと考えられる。対外債務の元利払いをするために国外に流れる富が少ないほど、課税できる富が多く国内に残ることになる。これを支えている民間部門の健全な貯蓄率は、債券市場での資金調達に代わる手段として、政府によって利用される可能性がある。

今、中国の外貨準備は、主に先進国の国債への投資に使われている。必要があれば、先進国企業の買収に振り向けたり、通貨切り下げやデフォルトから自国を守ったりするのに使えるだろう。

（3）対外債務の安定性をもっと高めるべき

1980年代のラテンアメリカの債務危機、90年代のメキシコとアジアの金融危機、および現在進行中のユーロ圏債務危機のいずれも、短期対外債務の制御不能が引き金になったものと考えられる。

短期外債は、一般的には1年以内に元本に利子を加えて返済することが求められる。その規模が大きいと返済圧力が高まり、対外債務の安全性に影響を及ぼす。ただ、中国の短期外債比率、すなわち短期対外債務のGDP（10年実績5兆8800億ドル）に対する比率は、まだ9.3%と低い上、短期の対外債務（同3756億9500億ドル）の半分強を、対外債務の安全に影響を与えることはほぼない貿易信用残高（同2112億ドル）が占めている。

このように、短期外債リスクは低いように思える。不動産等への乱脈投資等により大量の不良債

権を抱えて、1998年秋に経営破綻した地方大手ノンバンクの広東国際信託投資公司（GITIC）のように、国家外為管理局に正式に登録されていない短期対外債務、いわば「闇外債」をも計算に入れて、短期外債比率を10%と見積もっておこう。

（4）中国の国家債務比率は最大で63%程度か

これまでに述べてきた、①公的債務（中央政府と地方政府の債務の合計）、②銀行部門の不良債権、および③対外債務は債務危機を引き起こしうるソブリン債務リスクの主な要素と考えられる。

樊（2001）に基づけば、以上の三項目を総合的に勘案すると、「国家債務比率」が得られる。

$$\text{国家債務比率} = (\text{中央・地方政府債務} + \text{銀行の政府向け不良債権} + \text{対外債務}) / \text{名目GDP}$$

こうして算出する国家債務比率は、中国のソブリン債務リスクを評価する総合指数になりうる。

以下では、この総合指数を用いて、中国のソブリン債務リスクを分析してみることにしよう。

①中国のソブリン債務リスクの大きさ

一国で債務危機が起こるかどうかは、多くの要因によって大きく左右される。いかなる「総合的な」指数であっても、一国の経済が債務危機に陥るリスクを正確に判断することができない。しかし、ある程度「総合的な」ものなら、単一の個別的な指標よりも明らかに効果的である。このような指標を用いて国際比較を行うことにより、多くの問題に対して理解を深めることができよう。

中国経済の大きな特徴は、地方政府絡みの債務と銀行の潜在的な不良債権は多く、中央政府債務と対外債務は相対に少ないことである。地方政府や銀行セクターは様々な問題を抱えているため、各種リスクを最大限に見積もった場合、10年末時点の国家債務比率は69.36%¹である。樊綱がほぼ同様な方法で計算された1997年と98年の同比率はそれぞれ47.07%、50.53%だったことに比べてみると、国家債務比率は大幅に伸びたと言えよう。

¹ 国家債務のうち、中央財政の国債発行残高が6兆7548億元、地方政府債務残高を14兆2200億元（S&P推計）、銀行の政府向けの不良債権を2兆8440億元（本稿の仮定）、そして対外債務のGDP（約40兆1200億元）比を、最大10%と見積もる。

②先進国よりはまだ低い中国の国家債務比率

表3から見て取れるように、2010年の69.36%という国家債務比率は、IMFが公表した中国の一般政府債務比率のおよそ2倍に相当する。この数値は、新興国の一般政府債務比率の平均値の1.7倍に相当するが、本稿と似たような方法で計算した場合、ほぼ全ての新興国の債務比率は表3に示されたIMFの統計よりは高くなるだろう。

表3：2009～12年の財政指標（単位：%）

〔上段＝一般政府単年度財政収支のGDP比〕
〔下段＝一般政府累積の債務総額のGDP比〕

	2009	2010	2011	2012
全世界	-6.7	-5.5	-4.5	-4.1
平均	65.9	70.0	70.1	70.9
先進国	-9.0	-7.6	-6.6	-5.7
平均	93.7	99.7	103.5	107.6
米 国	-13.0	-10.5	-9.5	-8.0
	89.9	98.5	102.0	107.6
ユーロ圏	-6.5	-6.3	-4.3	-3.4
	79.4	85.3	88.4	91.1
日 本	-10.8	-9.3	-10.1	-10.2
	216.3	219.0	233.4	241.0
新興国	-4.8	-3.6	-2.6	-2.7
平均	36.7	40.8	37.8	36.4
中 国	-3.1	-2.3	-2.0	-2.0
	17.7	33.5	26.6	23.3
スペイン	-11.2	-9.3	-8.0	-6.8
	53.6	60.8	70.1	78.1

出所：IMF“Fiscal Monitor Update”, January 2012

注：2010-11年は推定。2012年は見通し

今のところ、中国の国家債務比率水準は世界の一般政府債務比率の平均値と大差がなく、ほとんどの先進国より負担が軽い。日米欧など主要国では、08年のリーマン・ショック後、巨額の財政支出によって景気を下支えした影響で財政赤字のGDP比が上昇している。例えば、渦中のユーロ圏の2010年平均は85.3%、米国は98.5%に達しており、日本に至っては219%に上るほどである²。

この点を考えれば、中国は地方政府の隠れ債務

や銀行セクターの不良債権など、債務危機に陥った先進国に比べても遜色ないほど多くの問題を抱えているにも関わらず、なぜ高度経済成長が実現されてきたという疑問が簡単に解けるだろう。

他方、ユーロ圏重債務国の多くが債務危機に陥ったのは、本稿と似たような方法、すなわち銀行部門の政府向け融資の不良債権化の可能性および対外債務を考慮に入れて国家債務比率を計算し直した場合、ほとんどの国の負債比率は大幅に上昇するためである。つまり、ある国のソブリン債務リスクを考える場合、一般政府部門の負債だけでなく、もっと総合的な観点から一国全体で負担せねばならない潜在債務をも念頭に入れるべきである。たとえば、一般政府の債務状況だけをみれば、スペインの状況は決して悪くないが、しかし非政府部門の銀行の不良債権と短期対外債務を合せて考えると、結論は大きく違ってくるだろう。

(5) 中国の経済や税財政構造が先進国と違う

膨大な政府債務を抱え、軒並み財政再建に取り組んでいる先進国の場合、ひとたび景気が後退すれば、企業や家計への通常の銀行融資が焦げ付くケースが増え、投資家は銀行への融資にいつそう消極的になる。さらに失業率が上昇していくと、税収が減る一方で、社会保障給付の総支給高が増えてくるため、政府が赤字を減らし、自ら設定した財政目標を達成することが益々難しくなる。これを受けて、債券市場はこれまで以上に各国政府の支払い能力を疑問視するようになってしまう。

これに対し、中国の家計貯蓄率は約30%と高水準にあり、景気後退に襲われても、所得と支出の間のクッションが厚いことを意味している。その上、家計の貯蓄残高は世界のトップクラスにあり、しかも二桁のペースで毎年増えているため、政府や銀行への資金供給の枯渇はありえない。

また、たとえ景気後退で失業率が大幅に上昇しても、中国の税収は主に消費課税によるものだから、それほど減らない。社会保障給付水準が低いため、政府支出もそれほど増えることはない。

さらに、中国は膨大な外貨準備、巨額な政府財産、安定した対外ポジションなど十分だとは限らないが、ショックを乗り越える力を備えている。

² ただ、中国と違って先進国では、政府が銀行の貸出業務には基本的に介入しないため、不良債権に対する責任は大きくない。

5. 結びに代えて：本稿の大まかな結論

(1) 中国のソブリン債務リスクは高くない

IMFを始めとする海外からの警告は、中国経済全体に残るリスクへの懸念を強める恐れがある。

しかし、逆説的ではあるが、それは必ずしも悪いことばかりではない。中国の政策当局者はこうした懸念に急き立てられ、自国が直面する長期的な課題に取り組む上でより責任を持ち、より賢明に行動するようになるかもしれないからである。

ただ、主要な経済指標という点では、中国は依然、世界で最も良好な国の1つに数えられる。中国のバブル崩壊に対する一部の論者の期待は、少なくとも当面は、打ち砕かれる可能性がある。

この意味では、可能性の低いシナリオを過度に重視している意見には一定の不備がある。チャイナ・ウォッチングをするには、欧米流の自由主義の見地だけでなく、複眼的な視点が欠かせない。

一部のマスコミや投資家が、蓋然性の低いシナリオを過度に喧伝した予言は、結果的に「自己否定的」になるかもしれない。中国はそうした予言を認め、それを覆すべく奮起することもあるが、予言が結局実現することはないという訳である。

(2) 中国には、積極的な財政政策の余裕あり

現在、中国経済は外需の低迷と内需の不振に直面している。金融引き締めにより、局地的には、もはやバブル経済の崩壊としか形容しようがない風景が広がりつつある。ただ、次の2四半期は、中国に課題と機会の両方がもたらされるだろう。

課題は、良いニュースと好調な経済に慣れっこになった国民の不満をどう和らげるかである。

機会とは、懲罰的なほど高い中国の預金準備率を低下させることで経済の勢いを再び上向かせる可能性があることである。人民銀行は既に世界経済の見通しの悪化を理由に警報ボタンを押し、昨年12月に0.5%の預金準備率引き下げによって金融引き締め策を反転させた。現状を乗り越えるには、更なる拡張的な経済財政政策が重要であろう。

ただ、問題は採りうる選択肢の中から、如何に最も有効かつ副作用が少ない政策を選ぶかということである。ほかの要素が変わらないという前

提で国家債務比率を分析したところ、銀行の融資残高が急速に増えており、中央政府の債務は少ない中国経済にとって、最大のリスクは銀行融資の不良債権化であることがわかった。世界経済が深刻な景気後退に陥った場合、中国は、3年前に採用したように信用拡大で賄う投資の激増により悪影響を相殺することがもはやできないだろう。

現在の最も適切なポリシー・ミックスは、貸出を引き続き制限する一方で、より積極的な財政政策を採用することかもしれない。IMFは今年2月6日発表した中国経済の見通しでは、欧州の債務危機が最悪の事態を迎えた場合、今年のGDPは4%台に落ち込むと予想した。「世界的な需要の減退で中国の企業や金融部門のバランスシート（貸借対照表）が傷み、更なる投資の削減につながる」と警告し、「GDP比3%規模の財政出動で景気を下支えする準備に入るべきだ」と指摘している。

住宅の下落で不動産開発投資の伸びが鈍っている上、昨年7月の事故で高速鉄道建設も減っている。業種別で最大規模の設備投資を実施している発電会社の削減が加わり、中国経済を牽引してきた投資が上向く要因は見あたらないからだろう。

他方、中国財務省の今年1月20日の発表によれば、2011年の中央政府の財政赤字は前年より約1600億元減の5190億元となり、政府が当初予算で見込んだ9千億元をかなり下回った。好調な企業業績等による歳入増で、財政赤字の対GDP比は前年の1.7%から1.1%に低下し、2%程度としていたGDP比目標の半分に抑えられたほどである。

(3) 今の中国に、国債増発は恐れるに足りず

2012年2月現在、中国政府は、マイナスの実質金利（インフレ調整後の金利）で国債を発行できている。景気減速の今、最も有効な経済政策を考えた場合、財政赤字（国債増発）は恐れるに足りない。その簡単な論理は、以下のようになる。

マクロ経済全体で考えれば、家計、企業、政府そして海外部門を合計した資金バランスは、ゼロにならねばならない。そのため、家計部門の貯蓄（黒字増）は、他の部門の赤字を増やすことになる。しかし、今、企業部門も海外部門も黒字を続けており、当面赤字になることは見込めない。

こうやって消去法ですべてを除去していくと、景気減速の状況下で家計部門の黒字を吸収できるのは、政府部門の赤字だけということになる。

仮に政府部門（地方政府）が一夜にして債務を帳消しにしようとするなら、民間部門（家計、企業）もゼロに戻さなければならない（あるいは海外とのバランスを素早く大シフトさせるか）。

中国では、家計が貯蓄を増やそうとし、企業が投資を削減している、つまり貯蓄を増やす中で、財政赤字の削減なんてそもそも無理なのである。

民間部門が貯蓄を増やしている時に政府部門が財政赤字を削減するという選択肢は、結局合成の誤謬に陥る。経済の全部門が同時に収入より支出が少ない状態になるのは、あり得ない話である。

要するに、民間部門の過大貯蓄を財政赤字の増加で処理せねばならない。それが深い不況と、大量破産のような混乱を避ける唯一の道でもある。

(4) 中国のさらなる発展の障害は国内にある

中国で国債と銀行のデフォルトが相次ぎ、恐ろしい世界的余波をもたらす事態を防ぐ防火壁が厚い。総合的に考えると、中国は債務の罫から逃れられるだろう。中国が今、直面している最大の課題は、間違いなく経済的というよりは、むしろ社会的な問題である。今の中国社会を考えれば、富の分配が著しく偏在しており、権力の中心からの距離によって社会における位置づけがはっきりと分かれる。富の分配に直接かかわる者は、いつも最も有利な立場に立つ。それに対して、権力と無縁の低所得層は完全に不利な立場に置かれる。

また、中国という国は、世界標準と足並みのそろわないシステム（共産党の一党独裁）で統治されていることに対する向かい風は、これまでよりも強力なものになっている。高成長がなければ、共産党の独裁も確実に過去の遺物になるだろう。

多くのチャイナ・ウォッチャーは、中国の更なる経済発展の主たる障害は、海外ではなく中国内にあることを既に認識している。明らかな制約には、都市と農村の「二元社会」、「官製資本主義」の膨張、一向に進まない政治体制改革、「一人っ子政策」による人口動態など、多岐にわたる。これらの問題の多くは、経済産業省で日中経済関係

を担当した津上俊哉氏の『岐路に立つ中国』（日本経済新聞出版社、2011）で述べられている。

台頭する中国の経済社会、政治、国民意識が今後解決せねばならぬ課題を「7つの壁」として整理した津上氏の主張に異論を唱えるのは難しい。

中国における、民サイドより官側に都合良く機能する経済システム、都市と農村間の格差や共産党幹部・役人の腐敗などによる極端な所得格差、不公平かつ積み立て不足の公的年金システム、子どもの個性や創造力を抑圧する教育などは今に始まった問題ではない。何れも解決にはほど遠い。

さらに、中国でも、高齢化による社会保障費増大に伴い、近い将来、歳入の自然増だけでは対処不能な状況に陥るだろう。財政の中長期的な持続可能性、健全性を確保するための信頼できる道筋を作っていく必要がある。その意味では、今回の欧州の信用危機は中国にとって良い教訓になる。

【引用文献】

- 甘 長青 2010. 「中国の地方財政は『黒字』なのか」九州情報大学学術研究所編『九州情報大学学術研究所ジャーナル』第5号 pp.1-13
- 甘 長青 2011. 「『還暦』を迎えた中国における地方財政調整の新動向」九州情報大学編『九州情報大学研究論集』第13号 pp.35-55
- 中国国家審計署 2011. 「全国地方政府性債務審査結果」審計結果公告 2011 年第 35 号
- 中国人民銀行（中央銀行）
- 中国銀行業監督管理委員会
- 中国財務省（財政部）
- 津上俊哉 2011. 『岐路に立つ中国』日本経済新聞出版社
- 樊 綱「なぜ中国は『金融危機』にならなかったのか—『国家債務比率』による示唆—」（2011/10/22 掲載）
<http://www.rieti.go.jp/users/china-tr/jp/011022kaikaku.htm>
- IMF [2011a] “*International Financial Statistics Yearbook 2011*”
- IMF [2011b] “*World Economic Outlook*”, September 2011.
- IMF [2011c] “*Global Financial Stability Report*”, September 2011.
- IMF [2012a] “*World Economic Outlook Update*”, January 2012.
- IMF [2012b] “*Fiscal Monitor Update*”, January 2012.
- ほかに、中国証券報、日本経済新聞、JB press（日本）、Financial Times（英）、The Economist（英）など