

今回のテーマ

# 中国の国債増発は「日本化」の予兆か？

## ポイント

- ・国債増発は、「日本化」の兆し、そして今後の財政拡大の予兆か。
- ・中央金融工作会議の前向きな側面に注目。

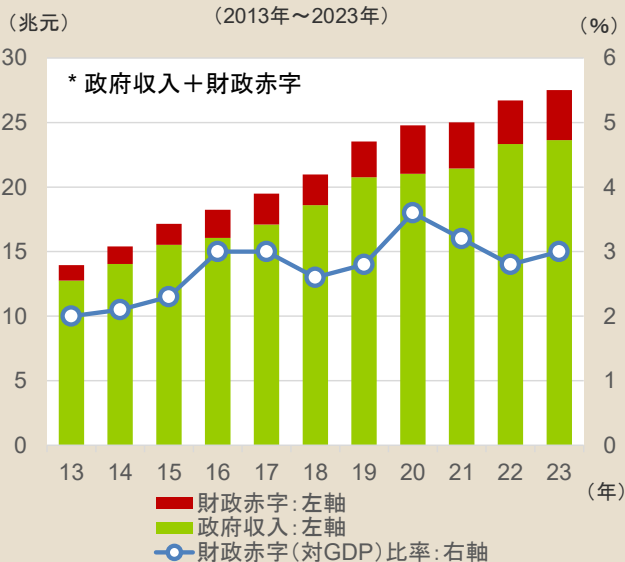
10月下旬、中国の経済政策を巡り、中国国内で注目されたニュースが2つあった。一つは特別国債の発行の承認について、もう一つは金融分野に関する共産党の重要会議の開催についてだ。いずれも、来年以降の金融政策に影響を与えそうなイベントだ。

## 今回、従来 of 制約を突破して増発が承認された国債

増発が承認された特別国債の発行規模は1兆元、主として災害復興に使用される。1兆元といえば邦貨で約20兆円、日本の今年度予算と比べれば、その2割弱の巨額だが、2023年の一般会計支出が27.5兆元の中国にとっては、その3.6%程度の規模にとどまる。より重要なのは、今回の発行で、従来財政赤字規模の上限とされていた水準を超えたことだ。

中国政府は、長らく単年度の国債発行限度をGDP対比3%の水準としており、コロナ禍など特殊な時期を除き、超えたことがなかった。今回の発行によりこの水準は3.8%に達するとみられ、従来の制約を突破することとなる。また、タイミングも重要だ。中国の財政赤字規模は毎年3月に枠が決定される。今回のように年度内に変更して増発することは極めて稀と言える。

中国政府の財政規模\* (一般会計、当初予算ベース)



(信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントが作成)

※上記は過去のものであり、将来の市場環境などを保証するものではありません。

特別国債の発行そのものが、過去3回しかなく、アジア通貨危機や新型コロナ対応など、いずれも特別なケースだった。今回の災害対策という理由はもっともらしいが、中国の災害は毎年のことだから、この程度の理由なら、これは、今後も同様の規模の国債発行が行なわれることを示唆する。背景には、これまで中国の公共事業の中心を担ってきた地方政府が、不動産不況で資金不足に陥っていることがある。一部の地方政府は借金返済もままならず公共事業は力不足、そこで中央政府が負担することになったのだろう。

■当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

思えばかつての日本も、不動産バブル崩壊後の低成長局面で国債発行が大きく拡大した。中国の「日本化」は今流行りの概念だが、国債発行の拡大という点でも中国が日本を追う予兆かもしれない。しかし株式市場は、これを政府が成長をテコ入れする兆しとして、前向きに受け取った。年度途中に予算を組み替えるという異例の行動に出たのも、足元、更には来年の経済成長を高めなければいけないという政府のこだわりを伺わせるものでもある。特別国債発行承認が伝わった後、上海総合指数は連騰し、節目の3,000ポイントを回復した。

## 限定的ながら成長支援姿勢がみられた 中央金融工作会議

もう一つのイベントは中央金融工作会議だ。これは5年に一度行なわれる、金融分野の長期方針を決定する会議である。1997年に、当時不良債権比率が30%超にも上った国有銀行の危機を打開すべく開催されたのがその第1回であり、その後も、国有商業銀行の上場推進、ソブリンウェルスファンドの設立、地方政府債務の規制等、重要な決定がなされてきた。前回の2017年の会議では、政府がフィンテック企業やシャドーバンキングに対する規制強化へ転じる契機となり、この影響が今日にも繋がっている。中国の金融市場において、節目で役割を果たしてきた会議だ。

第6回となった今回の会議のポイントは2つ。一つ目は、限定的ながらも成長支援姿勢がみられたこと。今回も前回と同様、金融リスク抑制には注力しているが、前回よりやや前向きな要素が多い。例えば、不動産に関しては、「金融と不動産の健全な（資金の）循環」を作り、国営民営を問わず不動産企業の資金需要に応える、とした。「3つのレッドライン」で不動産企業への資金供給を締め上げた過去とは、明らかに異なっている。都市再開発や公共住宅建設など、公的な建設事業を支援する旨にも触れており、全体として、金融が「広義の」不動産建設のサポート側に回った印象だ。地方政府債務についても、中央と地方の債務負担を改善する、とした。これは、地方政府の不動産事業という「打ち出の小槌」にはだんだん頼れなくなり、中央の負担を増やすと読める。上段の特別国債発行に通じるものだろう。前回あった「デレバレッジ」という言葉が消えたことも象徴的だ。

二つ目は、党指導の強化だ。習近平体制は何でも党指導の強化だが、こと金融分野では地方の中小金融機関で問題が多かったから、共産党というだけでなく、中央の統制をもっと利かせるという趣旨かもしれない。今年3月の機構改革でも、共産党に金融分野を統括する委員会の創設が発表されていたから、この流れは現在進行形で進んでいるものだ。

党指導という（かつてのIT企業規制で見られたような）成長への阻害要因となることが懸念され、その意味では、一つ目の成長支援姿勢とはやや反対の方向にも感じられる。銀行の資本充実を図る、一流の投資銀行を育成する、等からも抑制一色ではない面もあるが、恩恵を受ける中心は大手国有金融機関であり、民間金融機関が恩恵を受ける余地は限られよう。

今回の特別国債の発行と中央金融工作会議は、今後とも減速が見込まれる中国経済を見越して、過去20年余りの慣例を打ち破ってきた新たな施策と言えるかもしれない。日本化、規制強化という言葉が先行するが、市場へのプラスの影響も忘れずにチェックしていきたい。

PDFファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。  
また、facebookやツイッターで発行をお知らせいたします。  
[www.nikkoam.com/products/column/china-insight](http://www.nikkoam.com/products/column/china-insight)