



ムーディーズ社が中国の「格下げ」を決定

～短期的な影響は小さいが、中長期的な課題克服は依然困難な模様～

発表日：2017年5月24日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

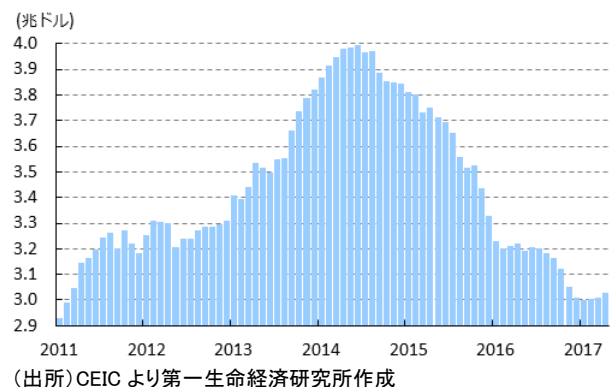
(要旨)

- 24日、米大手格付機関のムーディーズ社が中国の長期信用格付の格下げを決定して格付は「A 1」となり、7年以上に亘り維持してきた「A a 格」から転落した。同社は昨年3月に見通しを「ネガティブ」に引き下げており、その理由として政府債務の増加を挙げていた。その際に外貨準備高の減少も懸念されていたが、依然として外貨準備の規模自体が大きいことを理由に格下げには至らなかった経緯がある。
- 同社は今回の格下げについて、向こう数年のうちに財政健全性の低下が懸念される事態を反映したとしている。同社は当局による構造改革の動きに一定の評価をする一方、潜在成長率の低下が実際の成長率の低下を上回るなかで、経済全体としての債務増加が続くことで財政状況の悪化が進むことを警戒している。短期的に金融市場が悪化する事態は想定しにくい、中長期的な課題克服は極めて難しいと言えよう。

- 24日、米大手格付機関であるムーディーズ・インベスターズ・サービス社（以下、ムーディーズ社）は中国の外貨建長期信用格付を1ノッチ引き下げ、「A a 3」から「A 1」とする決定を行った。この決定に伴い、格付に対する見通しは「ネガティブ（弱含み）」から「安定的」に引き上げられた。ムーディーズ社は2010年11月に中国の外貨建長期信用格付を「A a 3」に引き上げて以降、7年以上「A a 格」に据え置く決定を行っており、主要格付機関である他の2社もほぼ同じ期間に亘って格付を据え置いてきた。ただし、昨年3月にムーディーズ社とスタンダード・アンド・プアーズ社（以下、S & P 社）は格付に対する見通しをともに「ネガティブ」に引き下げており、両社は将来における格下げ実施の可能性を示唆する動きをみせていた。なお、見直し引き下げの理由としてムーディーズ社は、過去数年に亘る財政拡大による景気刺激策の影響に伴う「政府債務の増加」に加え、「資本流出に対応するための外貨準備高の減少」などを挙げていた。また、信頼性の高い効果的な構造改革が行われなければ、債務負担の高さが設備投資を抑制するとともに、人口動態の一段の悪化も予想されるなかで、中長期的な中国の経済成長率は大幅な鈍化が避けられず、結果的に政府債務は「現時点の予想に比べて大幅に増加する」可能性を指摘していた。さらに、構造改革の動向についても、実施状況が不完全であるほか、方針が途中で変更されるものもあるなど「政策責任者に対する信認が問われる」など、厳しい指摘もなされていた。その上で、依然として潤沢な外貨準備高を有していることから、「構造改革の実現に必要な時間的猶予はある」として格下げは行われなかった。

- 今回の格下げ決定について、ムーディーズ社は「向こう数年のうちに同国の財政に対する健全性の低下が懸念される事態を反映したもの」としている。同社は、①支出に占める投資比率の低下を受けて資本蓄積の低下が避けられず、②人口動態の悪化が急速に進み、③過去数年における追加投資によっても潜在成長率の低下に歯

図1 外貨準備高の推移



止めが掛からない、という3つの理由で向こう5年のうちに中国の潜在成長率は5%程度まで低下するとの見方を示している。ただし、政府公表ベースの経済成長率目標及びその実績は過去数年に亘って引き下げられているが、そのペースは潜在成長率の低下より緩やかなものに留まっており、同国政府は財政出動などによる景気刺激策を打ち出すとみられ、結果的に経済成長率の鈍化ペースも緩やかなものに留まる可能性があるとしている。その上で、先行きの潜在成長率は一段と低下するにも拘らず、経済全体としての債務は引き続き増加することで「今後数年のうちに財務的な堅牢さが一部で弱まる可能性がある」とした。なお、足下で当局による構造改革に進展の動きがみられるとして「時間とともに経済及び金融システムが変革される可能性は高い」と好感する姿勢をみせているものの、政府部門のみならず、家計部門や非金融関連の企業部門などをはじめとする経済全体での負債増大に伴い「政府部門の偶発債務拡大の回避は困難になる可能性が高い」としている。年明け以降の中国の金融市場を巡っては、当局は金融政策を「穏健中立」とやや引き締めスタンスにシフトさせるなか、短期金融市場を通じて金融機関に対するレバレッジの圧縮を求める姿勢を強めているが、その反動として資金需給がひっ迫するなかでシャドーバンキング（影の銀行）が再び拡大する動きもみられる。また、昨年以降の資金流出懸念を受けた資本規制強化の動きは、国内金融市場における「カネ余り」を助長させる一因になった可能性がある。先行きにおいては、国有企業改革や過剰生産能力の削減といった構造改革の前進は、その背後にある債務再編の動きを通じて金融市場を巡る動きに影響を与えることも考えられる。中国金融市場を取り巻く環境が短期的に急速に悪化する事態は想定しにくいものの、中長期的な課題克服の道のは極めて厳しいものになることは避けられないであろう。

以 上

図2 公的債務残高のGDP比の推移

