

「投資依存」と訣別するとき

——羽目を外した「国家資本主義」に
ペナルティ請求——



津上 俊哉

津上工作室
代表

2003年夏、銀行融資の伸びが加速、さまざまな業種で投資が急増したとき、「これは全面過熱か、局部過熱（特定業種に限られた過熱）か」という論争があった。

結果的には「全面過熱」説に軍配があがったのだが、政府は2004年初から「マクロ・コントロール」の名のもとで、特定業種の投資抑制指導、公共プロジェクトの延期・取り消し、土地利用規制の強化、銀行融資の絞り込みなど、ミクロな過熱対策を打ち出すのみだった。「経済が過熱している」と判断するなら、なぜ金利を上げないのか？ 首をかしげたものだ。

当時よくいわれたのは、過熱防止のために金利を上げると、海外からホットマネーを呼び込んでしまう、それで人民元高になるのを防ぐために為替介入すると、今度はマネーサプライが膨張して、別の経路で経済が過熱してしまう、ということだった。

しかし、金利を上げない理由はほかにもあった。銀行から大量の金を借りている国有セクターの反対である。この最大最強の既得権益の反対は、容易なことでは突破できない。この10年間あまり、中国は経済が過熱しても、社会問題に発展する物価上昇に波及しないかぎり、金利を引き上げられずにきた。

そういう低金利時代が続いたせいで、過度に投資に依存した経済成長モデル、資本集約的な産業が異常に発達する産業構造が生まれてしまったように思う。中国では「要素価格の歪曲が経済を歪める」弊害がよくいわれるが、金利は歪曲された価格の最たるものだ。

1. 二重金利体系がもたらした「国進民退」

金利の「歪曲」は、低金利だけに終わらなかった。中国の銀行業は、4大国有商業銀行が預金シェアの6

割近くを占める。その貸出相手は国有企業が中心である。コネもない普通の民営企業は、4大銀行にはまず相手にしてもらえない。とくに金融が引き締め期に入ると、これらの企業は民間高利貸に頼らざるを得なくなり、数十%の金利を支払う羽目になる。

特権や市場独占に守られた国有企業のほうは、「銀行借入金利を私営企業の金利水準まで引き上げたら、国有企業の利潤はほとんど消える」といわれている。「市場金利」ほどの利益も出せないでいるのだ。

このように、中国では優遇される国有企業向けと銀行融資にあずかれない私営企業向けに、二重の金利体系が存在してきた。言い換えれば、中国の銀行システムは、国有セクター向けに低コストの資金を大量・安定的に供給するための仕組みとして機能してきたといえる。

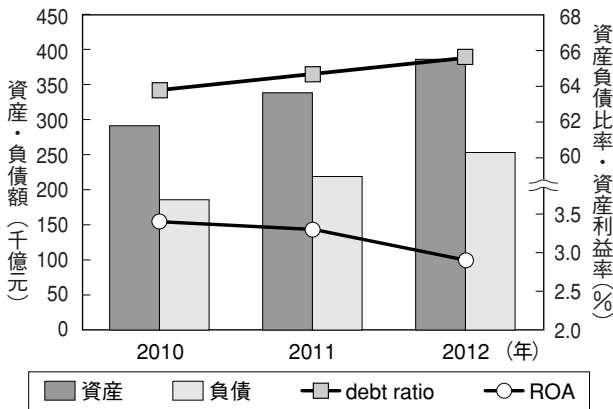
民営企業より有利な条件で競争できる国有企業の経営範囲に制約を設けなければ、国有セクターがどんどん膨張する結果（「国進民退」）を招くのは当然だ。われわれは2009年以降の国有企業の「投資の暴走」によって、この歪曲効果の大きさ如何ばかりかを改めて知った。

2. 過剰投資の後遺症

しかし、ここへきて、ようやく歪曲に対する「矯正」の力が働き始めたようにみえる。

4兆元投資の後遺症として、金融市場にシャドウ・バンキング（影子銀行）の急膨張という変化が現れたことは、前号で触れた。マネーサプライ（M2）がGDPの1.9倍もある資金ジャブジャブ状態のはずなのに、高金利のシャドウ・バンキングの借入が急増するさまは、過去数年の大量かつ不効率な投資のせいで、中国の資金循環が悪化、いわば大量の資金が「フリー

図 中央国有企業の財務の推移 (合算値)



出所：国有資産管理監督委員会

ズ」してしまったことを示唆するものだ。

後遺症は企業財務にも現れてきた。中央直轄国有企業約800社を集計すると、2010年から2012年にかけて、負債／資産比率は63.8%から65.6%に上昇し、資産利益率（ROA）は3.4%から2.9%に下落した（図参照）。

過去数年、大量投資に伴う有利子負債の急増で「企業」の負債比率が上昇する一方、投資した事業の効率は悪く収益が追いついていないので、資産利益率が低下しているのである。

いま新規借入の過半が高利のシャドウ・バンキングに置き換わっている以上、総体としての金利水準は、銀行基準金利の引上げがなくても上昇していくだろう。上記中央国有企業の2012年の負債合計は25兆3000億元、純利益は1兆1000億元である。仮に負債コストを金利で代表させれば、金利が1%上昇するだけで、利益は25%減少することになる。今後さらなる負債の増加や金利の上昇が起これば、国有企業の利益率はさらに低下することになる。

不景気で企業利潤は好転しない、金利コストは上がっていく……膨大な資金を借り入れてきた国有セクターは「冬の時代」を迎えるだろう。経済論壇では、国有企業が軒並み赤字に転落した「1998年の再来」を取り沙汰する向きも出てきた。

3. 「投資依存」と訣別せよ

そのようななか、5月13日李克強総理が「国务院機構職能轉換動員會議」という物々しい電話会議で講話をしたことが報じられた。ひと言で言えば、経済を活性化するために、規制緩和や権限委譲のハッパをかけた講話だが、中国経済の現状見立てが重い。いわく、

目下の経済情勢は錯綜し、複雑で、経済下ぶれの圧力は相当大きい。

一部業種の能力過剰の矛盾はまたも突出し、財政金融領域にもさまざまなリスクが潜在する。

4月の鉄道貨物量などの経済指標は決して楽観を許さず、製造業PMIは先月比▲0.3%を記録した。財政収入の伸びは緩慢で、中央財政に至ってはマイナスだ。マネーサプライはストックがすでに非常に大きいなかで、M2増加の速度はそうとう高かった。

今年の成長目標を達成するために経済刺激、政府の直接投資に頼ろうにも、その余地はもう大きくない（「空間已不大」）。やはり市場メカニズムに頼らなくてはならない。

昨秋に底入れしたはずの中国経済が、今年に入って再び息切れしている。「成長維持」のためには、投資のアクセルをいま一度踏むべきところだが、李克強総理は「その余地はもう大きくない」と言うのである。

ブレーキを踏んで投資水準が対前年横ばいになるだけで、これまでの8%成長の半分をけん引してきた投資のGDPけん引力は大きく減退する。今後数年間の（真実の）成長率は5%にも達しなくなるだろう。しかし、それを嫌がって投資の減速を躊躇えば、企業負債はいよいよ増大、資金のフリーズもますます拡大する。

投資依存の成長維持政策は、ついに限界にきた。痛みを覚悟したうえで、訣別を選んだのであれば、国务院は正気を保っている、ということだ。ようやく市場メカニズムが「歪曲」を矯正する日がきたと期待したいが、地方政府や国有企業の抵抗も強まるだろう。どこまでブレーキを踏めるかは、依然予断を許さない。

最新著
好評発売中

発行元◎日本経済新聞出版社
発行年月◎2013年1月
総ページ数◎276ページ
価格◎935円(税込)

