

# 「権威人士批判」考党と 国務院の対立を解く鍵



津上 俊哉  
津上工作室  
代表

5月9日付の人民日報が「権威人士」という筆名で李克強総理率いる国務院の経済政策をあからさまに批判するインタビューを載せたことは、日本でも大きく報じられた。「権威人士」は習近平の経済ブレーンとされる劉鶴中央財経領導小組弁公室主任だというのがもっぱらの観測だから「おおごと」であり、「権力闘争の始まりか」といった見方が出てくるのは当然だ。

確かに大きな政治問題の幕開けを予感させる事件なのだが、その後の経済統計が発表されるにつれて、権威人士が辛辣な批判を展開したことにはそれなりの理由があったことが浮かび上がってきた。というわけで、今回は「権威人士の国務院批判」問題の経済的分析をしたい。

## 第1四半期の経済リバウンド

「第1四半期は『稳增长』だったというのが、手法は相変わらずの投資依存だ。そのせいで一部地方の財政収支は大きな圧力を受けており、経済リスク発生の確率が高まっている」

「今後のわが国にU字型や、ましてV字型の経済回復はない。来るのはL字型の経済、しかもそれは1年や2年では終わらない」

「今後は供給サイドの改革がメインで、需要サイ

ドの投資が度を過ぎてはならない」「短期的には『稳增长』と構造改革の間に矛盾も生まれるが、それを恐がっていたら事態はますます悪化する」

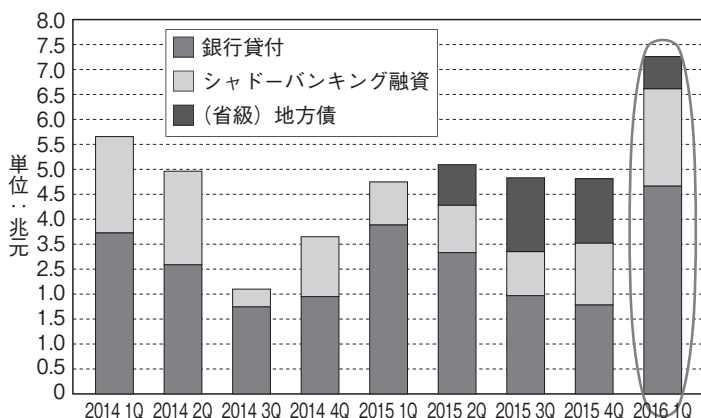
権威人士のこの怒りは、第1四半期に何が起きたのかを正確に理解しないときちんと伝わってこない。日本ではこの期のGDP成長率が6.7%に下がったことに焦点を当てた報道が多かったが、中国の報道は「予想を上回った」という論調だった。経済は落ち込まなかったどころか、大都市における不動産価格や下がる一方だった鉄鋼相場が大反騰するといった意外な現象を招いた。

それは国務院がレバレッジのアクセルを踏んだ、つまり銀行融資やシャドーバンキングを増やす政策を採ったせいだ。

図1を見ると、銀行融資、シャドーバンキングともに、第1四半期にレバレッジ（信用供与）のアクセルが再び踏み込まれたようすが一目瞭然だ。しかし、それで実体経済にカネが回ったかと言えば否、不動産価格のような資産価格、鉄鋼のような相場商品の価格が大反騰、要するにマネーゲームにカネが回ったきらいが強い。原因からみても結果からみても、第1四半期のリバウンドは決してよい徴候ではなく、権威人士が辛辣に批判したのももっともだったのである。

注：人民銀行の社会融資総量の統計には、役割を増しつつある省級地方債の数字が含まれていないので、これを足してある。

図1 社会融資総量の推移（四半期、地方債分補正後）



出所：人民銀行、China Bond

## 省級地方債の恩恵を「食い逃げ」?

特に問題だったのは、省級地方債制度を発足させたとき、代わりに止めていくことになったはずの融資プラットフォームによる資金調達まで第1四半期に再開されてしまったことだ。

省級地方債は、地方政府の財政難を打開するため上級政府の信用力を動員して、地方政府に低利・長期の資金を調達させる制度だ。財政状況が悪い地方政府まで含めて、国債並みの

低金利、長期（5～10年が過半）の資金が調達できるようになったのは、省政府が発行母体となることによって、傘下の地方政府の債務を省政府が保証するのと同じ意味を持つ仕組みだからだ。

さらに経済状況が特に悪い東北地方などでは省級地方債の信用も限界があり、今後、今のような低金利では地方債の引き受け手がいなくなる事態も予想される。その場合、中国政府はさらに上の中央財政の信用力を前面に出して、調達金利の上昇を防ごうとするだろう。

つまり、省級地方債は上級政府の隠れた財政負担の増大という代償を以て初めて可能になった仕組みである。そこには「これで金利負担や借り換えの苦労を軽くしてやるから、今後は債務の圧縮に努めるように」という意味が込められていたはずだった。

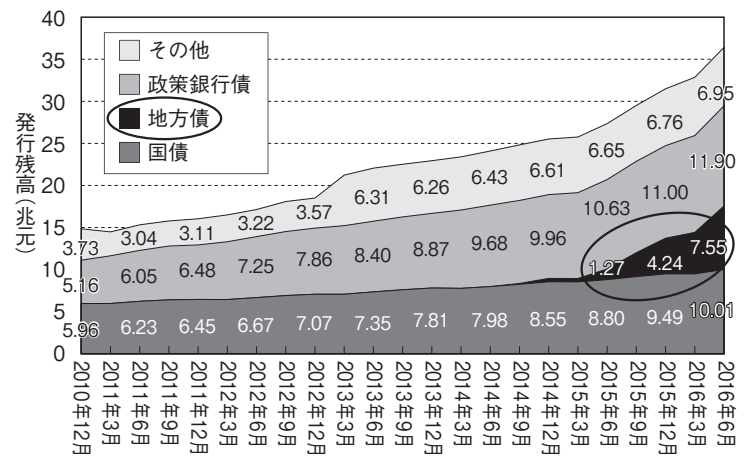
それなのに、である。国家発展改革委の認可によって発行される地方企業債の発行量を調べてみると、省級地方債が始まった昨年第2四半期、続く第3四半期こそ前年同期比7割減、67%減と大幅な減少をみたが、第4四半期に至ると前年横ばいまで戻し、第1四半期には126%増の1886億元が一気に発行されて「完全復活」した。省級地方債と融資プラットフォームの「ダブル・ポケット」で負債を積み上げる……これでは何のために上級政府の財政負担を増大させて省級地方債制度を発足させたかわからなくなる。

### 省級地方債は「第二財政」に

権威人士はこうして再びレバレッジのアクセルに足をかけた李克強総理と國務院を手厳しく批判したが、李総理も國務院もそれで「恐れ入る」気配はない。李総理はその後も「第1四半期は平穏でよい滑り出しだった」「狙いを絞ったマクロ調整措置で経済下振れを緩和したが、強い刺激策はとっていない」「民間投資を回復させる有力な措置が必要だ」「今後も長期に中高速成長を維持していく自信がある」と、真っ向から反駁するような発言を繰り返した。それだけでなく、発展改革委は最近、地域的には東北地方、分野的には交通インフラを中心に、4兆7千億元以上の投資計画まで発表した。

どうも減速が続く経済に対して、政府はどのくらい下支えをするべきかについて、習近平主席お膝元の党中央と李克強総理の國務院の間で根深い対立があるようだ。党中央側は「不効率投資のせいで金融（特に企業や地方政府）がおかしくなりかけている」という危

図2 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

機感が強いが、國務院側には「経済現場は深刻な状況なのだ」あるいは「この状況のままで平均6.5%以上の成長を達成することなど不可能だ」という危機感があるのだろう。

脆弱な企業会計に負債を積み上げる國務院のやり方は問題だが、他方で李総理がいまも「元気」なのは、「権威人士のL字路線もまた行きすぎだ」という声が有力なためではないか。

あちら立てればこちら立たずの難題を解く鍵は、省級地方債制度の運用にかかっていると思う。図2に示す通り、省級地方債は地方政府の借り換えニーズを一手に引き受けて発行残高が急激に増えている。今年の発行予定額が5兆元、来年、国債発行残高を上回るのは確実だ。かつて日本で財政投融资を「第二財政」と呼んだが、省級地方債も中国の「第二財政」になっていくと思う。

ゾンビ淘汰などにより局地的に強い経済下振れ圧力がかかるときは、地域のチームを絞った公共工事投入も必要になるだろう。そうした下支えの財源を融資プラットフォームではなく省級地方債に求めれば、脆弱な地方財政からより強靱な上級政府、究極的には中央財政に財政負担を「バードン・シフティング」することができる。

財政、特に債務管理の視点が欠落している発展改革委が勝手にインフラ投資案件を積み上げて、財政的な尻ぬぐいを省級地方債制度に押しつける式では、たちまち行き詰まるだろう。しかし、景気下支えの観点から、どこにあるいは国全体として今年、来年どれくらいの公共工事を投入する必要があるかは、それぞれ中央財經領導小組で討議して決めて、そのための負担は省級地方債制度で面倒をみるような仕組みにすれば、党と國務院の対立も多少緩和できるはずだ。