引き締め政策で中国景気は下降する

津上　俊哉
津上工作室
代表

足元は好調だが、昨秋から引き締めに転換

中国経済は、昨2016年前半に再び景気アクセルを踏み込んだ結果、素材産業が反発、建機なども好調、と顕著なリバウンドを示した。この余韻は、今年第１四半期も持続している。

しかし、①不動産投機がさらに進んだ、②金融機関のデレバレッジが進んでいない、など、景気アクセルの副作用も目立ってきたため、2015年春から購入（在庫処理）促進策をとってきた不動産が昨年10月に再び投機抑制策に転じた。

それだけでなく、同じ頃から日々の金融調節を通じて金利を高めに誘導し始めた。当初は人民元安が進行するのを防ぐために、米国の利上げと軌（き）を一（いつ）に金利を誘導しているのかと思ったが、それだけでなく、資金コストを引き上げて、金融機関のこれ以上のリスクテークを抑止する別の目的も隠れていたようだ。

去る４月25日に共産党政治局集団学習会が開催されて、習近平主席が「金融の安全を擁護せよ」と強調する重要講話をしたが、実は習近平はこの講話に先立って、昨年10月下旬にも講話をしていた。講話の場所は昨年10月21日の政治局常務会議、テーマは前３四半期の経済情勢についてだ。主要部分を引用すると「経済金融リスクが増大している。不動産バブルや金融債務不履行のリスクが増大し、資本流出が依然として続いていることなどだ……直面するリスクの中でも最も突出しているのは２つの問題だ。企業のレバレッジ（負債依存）が高すぎ、銀行の不良債権が増大していることがひとつ。もうひとつは不動産バブルの拡大だ。この２つの問題は経済の平穏で健康な発展の全局を揺るがしかねない大問題であり、必ず『高度に重視』しなければならない……」と言葉遣いが厳しい。

参考までに、不動産価格の推移を見てみよう（図１）。昨年後半に値上がりが加速したこと、10月以降の引き締めは、いったんは効果をあげたものの、今年に入ってから価格が上昇する都市が再び増えていることがわかる。引き締めは十分な効果があがっていないということで、北京などでは「これでもか、これでもか」式に規制が厳しくなりつつあるという記事も見かけた。

企業、金融のレバレッジが高すぎる

最近IMFが刊行した“Modernizing China”という本が目下の中国のレバレッジ問題を分析している。内容はかなり深刻で、

○理財産品（WMP: Wealth Management Product）増加の勢いが止まらず、残高は控えめに見積もっても25兆元に近い（注：金融総資産の約15%？）。

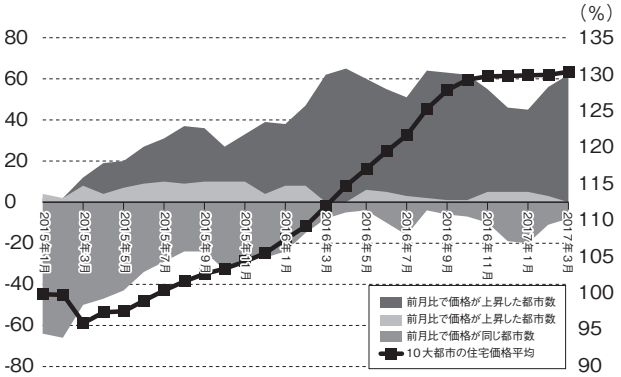
○資金はインターバンク市場で取り入れられて、債券や株式だけでなく売掛債権などにも投資されているが、地方政府のインフラ事業、設備過剰業種、不動産業など、融資を受けにくい借り手向けの融資が「金融テクノロジー」によって投資にリパッケージされる例が多い。

○銀行は売掛債権への投資など換金性の低い投資財産の主たる保有者になっており、銀行の総資産の約３分の１、16兆元分の資産がこのような「非標準資産」で占められ、ほかにオフバランスの資産もある。

○理財産品の組成の仕方は、信用度の高低に応じて「トランシェ」を切り分けて投資商品にするなど、米国のサブプライム商品で使われたようなテクニックが中国に入り込んでいる。

たしかに、リスキーな借り手がリスキーな資金調達

図１　70都市の住宅価格騰落



出所：国家統計局

に手を出し、金融機関も短期で借りて長期で貸す危うい経営が目立っているようだ。負債が溜まっているのは、主に地方政府も含めた国有セクターだが、「お上の信用」をまとったこういうセクターで、金融リスクが「煮詰まり」つつある印象だ。

最近「銀行、証券、保険という金融業態を横断的、統一的に監督する仕組みが必要」という議論が盛んなのも、いまのタテ割り行政で金融機関のハイリスク経営が監督しきれないことに危機感が募っているからだ。

金融のリスクテークを退治

習近平主席の厳しい口調の講話を受けて、いよいよ金融機関のリスクテークを懲罰する動きも加速したようだ。一方で金融監督を強化したり、規定違反を犯していた金融機関幹部を厳しく処罰し始めた。

もう一方では、金融調節がいよいよ絞られて図２に示すように金利の上昇、資金市場のタイト化が加速し始めた。これにつれて、金融市場からは悲鳴があがり始め、2013年６月に起きたインターバンク市場での金利暴騰事件の再来を懸念する声もあがっている。怖いトップの号令一下、引き締めが一気に加速して、信用収縮を招かないか、心配なほどだ。

中国景気は年後半に腰折れ？

筆者は習近平政権が二期目の天下分け目、政治局トップ人事を今年秋に控えているので、秋までは高めの経済成長を維持する「安定第一」が続くと予想していたが、どうやら見方を変える必要が生じたようだ。

足元の景気を支えてきた不動産を引き締め、金利を半年で１％以上引き上げれば、景気は今年後半、まさに党大会の頃に失速してしまう恐れが強い。コモディティ価格や株価が最近急落したことは、市場がそのリスクを織り込み始めたということではないか。

年後半に景気が失速したら秋の人事に差し障りが出るのでは？　と心配だが、習近平の厳しい口調はいまや人事前の「良好な雰囲気づくり」よりも深刻化する副作用を抑えこむことが優先だという判断を示唆（しさ）している。

いま世界経済は米国や中国の景気回復を好感して「陽が射してきた」印象だが、中国経済に起きているこのような異変を織り込めていないのではないか。

昨年の景気アクセルの罪

それにつけても思うのは、この１年の中国経済運営のドタバタぶりだ。

2015年末の経済工作会議は「供給側改革」と題して、過剰設備、余剰人員の整理、不良債権・ゾンビ企業の処理などデフレ色の強い政策を前面に打ち出した。

ところが、国務院と地方政府は同じ頃に大型の景気アクセルを踏み込んだ。第13次五カ年計画の初年度で、計画事業が一斉にスタートする時期だったことも与（あずか）った。銀行融資のほか、債券発行による資金調達も大量に行われた。これで景気指標は軒並み反騰した。昨年５月頃の李克強は、これによる景気好転を誇るが如く、だった。

この高め成長維持の慣性は夏も続く。７月26日の党政治局会議は「適度に総需要を拡大し、積極的な財政政策と穏健な貨幣政策を実行し……供給側構造改革のために良好なマクロ環境をつくり出す」と、まるで供給側改革の推進は高め成長の維持が大前提であるかのような書きぶりだった。

しかし、その傍らで冒頭に記した副作用がどんどん顕在化し、３カ月後には、習近平の厳しい講話（前述の10月講話）が出たのだ。

そして、改めて「権威人士」が国務院の景気アクセル政策を手厳しく批判した投稿を思い出す（人民日報2016年５月８日付、本誌同年７月号参照）。「権威人士」は、習近平の経済ブレーンだとうわさされたが、今起きている副作用を見て「だから言ったではないか」という思いだろう。

国務院各省庁や地方政府は、大多数の人が「景気アクセル派」だ。あの投稿も内容は衝撃的だったが、１年前の時点で経済運営の方向を変える力はなかった。しかし今思い返すと、今年秋の人事に備えて、景気アクセル政策の責任の所在を記録に留めておく意味はあったかもしれない。景気アクセルを踏んだ国務院のトップの責任を、である。

図２　各種債券（５年物）の利回り推移

出所：中証指数公司