

# 6%成長とバランスシート調整



津上 俊哉

日本国際問題研究所 客員研究員  
現代中国研究家

2019年第3四半期の中国GDP成長率が6.0%だったと発表され、1991年に今の統計を取り始めて以来最低の数字だと報じられた。

## 実態は6.0%よりさらに悪い？

それどころか、中国ではこの数字についても「水増し」を疑う声が強い。たしかに図1をみると、貿易戦争の影響を受けている製造業だけでなく、サービス業も落ち込んでいるし、需要面でもこれまで中国経済を支えてきた家計消費支出が減速している（後述するように、固定資産投資も減退が顕著）。しかもこれらの落ち込みは、貿易戦争がまだ序の口だった昨年後半から始まっている（図1参照）。

また、10月14日李克強総理が一部省の省長を集めて開いた経済情勢座談会で、一部の地方指導者が「我が省はマイナス成長だ」と、もの申したという未確認情報もある（新華社電は「一部の地方は発展動力が不足」と報道）。

## 固定資産投資減退が経済減速の主犯

この「中国経済減速」について、トランプ大統領がしかけた米中貿易戦争がもたらした影響はもちろん否定できないが、もっと影響が大きいのは固定資産投資の減速だろう。

図1 各種指標の悪化

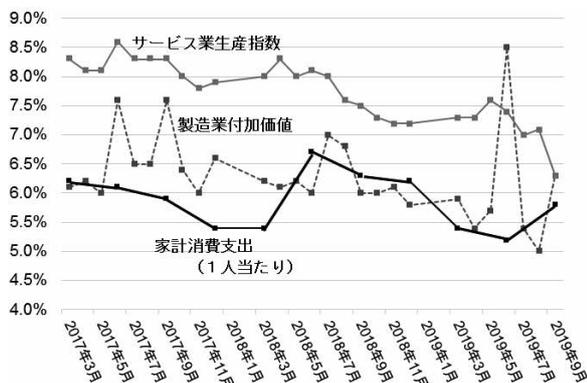
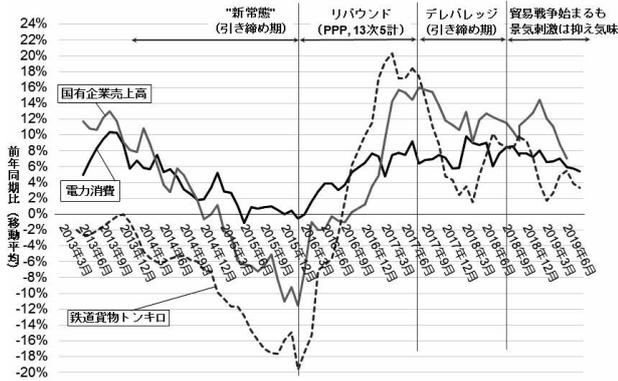


図2 構造改革と景気浮揚の間を揺れ動く中国の経済運営



出所：財政部、鉄道総公司、電力企業連合会

平政権は発足の当初から、この軌道修正を試みては挫折して、を繰り返してきた。

オールドエコノミーの景況感をよく反映する指標の推移（移動平均）である図2をみると、習近平政権が「新常态」「デレバレッジ」といった標語を掲げては、投資・借金頼みからの脱却を目指してきたこと、しかし景気が悪くなると、また地方政府などが投資アクセルを踏んで挫折、の繰り返しであったことがみてとれる。

### バランスシート調整の必要性

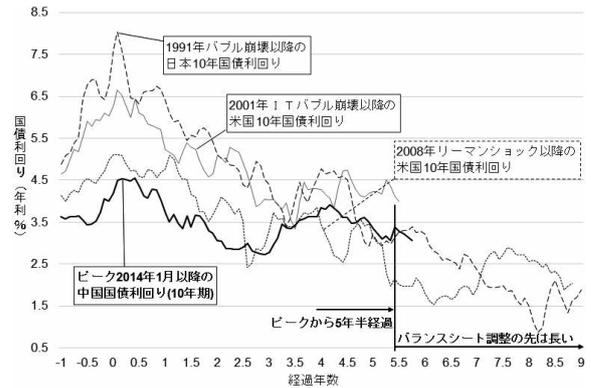
投資・借金頼みからの脱却が必要なのは、過去10年で446兆元（≒7000兆円）もの固定資産投資が実行されたためだ。効率の高い投資案件は払底し、負債を償還する力の乏しい、本来借金でやってはいけない投資までが実行された（特に地方政府の手で）。

この結果、簿価ほどの値打ちのない不良資産と、償還できそうにない潜在的不良債務がバランスシートの両側に積み上がった。国全体のバランスシートの毀損である。

投資バブルの後には「バランスシート調整」と呼ばれる経済の調整期が来る。過剰投資をした企業は、投資を削り最大限のキャッシュフローを負債の償還に回して、債務不履行や倒産を避けようとする。同時にマクロからみると、投資の急減により経済全体が「バランスシート不況」と呼ばれる厳しい不景気を経験、企業経営がいつそう苦しくなる悪循環も起きる。この結果、バブルのピークが去ると、資金需要が急減し、金利のダダ下がりの方が長く続く…図3で日米のバブル崩壊後の長期金利の推移を眺めると、そんな共通パターンがみてとれる。

過去中国では、国有企業や地域経済にとって重要な事業向けの融資は、たとえ債務不履行を起こしても、

図3 中国もバブル後のバランスシート調整期に



出所：中証指数有限公司 <http://www.csindex.com.cn> (中)、セントルイス連銀 <https://research.stlouisfed.org/> (米・日)

関係政府が救済措置を講じる慣行が維持されてきた。この結果、ポストバブル期につきものの企業破綻はあまり起きていない。しかし、そうした救済は、借金を返す力のない貸付先が借り換えを繰り返して延命することを許すことになる。

そうしてバランスシートの資産・負債の両側に累積した瑕疵を損失処理によって除去することを避けた場合、本来利息や配当などのリターンをもらう資格のない金融債権が半永久的に受益し続けて資源と資金の配分をゆがめ、貧富の格差を拡大し続ける結果を招く。その先に待つのは「中所得国の罌」のような事態だ。

この慣行は経済の安定にとっては有用だが、反面この慣行への信頼があるせいで（人によっては「信仰」とさえ呼ぶ）、何時まで経っても投資や負債の過剰にブレーキがかからない。

しかし、図3をみると、中国も日米が辿ったのと同様の軌跡を辿ろうとしているように見える。人の身体にたとえれば、暴飲暴食をした後には胃腸を休めるいつが必要であり、そこで無理を重ねると、いかに鉄の胃袋（強大な政府の隠れた保証という慣行）をもつといえども、最後は救急車の世話になる羽目になるということだ。

中国経済の減速は米中貿易戦争というより、以上のような中国の内生的な経済周期によって起きている側面の方が大きい。言葉を換えれば、中国経済は米中貿易戦争が起きる前に4%台くらいの中低速成長の軌道に移行し、その「新常态」に慣れておくべきだった。だから、いま経済減速が起きていることは怪しむに足りない。ここでさらに無理な背伸びを続ければ、その後に来るバランスシート調整は、比類なき強大さを誇る中国政府の経済支配力をもってしても制御困難な激烈なものになる恐れがある。それはかえって「中国の体制を転換しよう」と考えている米国の対中最強硬派が手を叩いて喜ぶような事態を招くだろう。