

バブル後遺症克服の今後

津上 俊哉
津上工作室
代表



今、中国経済が抱える最大の経済問題は何か。本欄で幾度となく論じてきたが、2009年以降の投資バブルの後始末をつけること、なかならず今なお続く債務の膨張に歯止めをかけて、真正バランスシート危機の到来を未然に防ぐことだ、というのが筆者の考えだ。

投資は2014年の「新常态」宣言以降、新規案件が抑制され始めた印象があるが、負債のほうはなかなか膨張にブレーキがかからない（特にGDP比）。

グラフにみるとおり、総債務/GDP比（折れ線）は、「4兆元投資」とその財源対策として空前の金融緩和が行われた2009年に跳ね上がったが、10～11年には増大ペースが低下した。これは、投資バブルを察知した政府が新規貸出の抑制に努めるようになったことに加えて、この時期の名目GDP（分母）が17～18%という高率で伸びたためである。

ところが、2012年以降は総債務/GDP比が再び上昇を始めて今日に至っている。これは名目GDPの成長が急速に鈍化したことに加えて、新規の投資案件が減ったのに負債が膨張し続けているためである。負債の膨張が続いているのは、経済全体で儲けを生まない不効率投資が膨大な量積み上がった結果、負債の償還が進まず、むしろ利息も含めた借り換えや追い貸しで残高の膨張が続いているからだと思われる。

地方政府はシャドバンキングから省級地方債市場に引越す

2009年以降の投資・負債バブルで金を借りまくった主犯は、特権のおかげで金が借りやすかった地方政府や国有企業など「官」のセクターだろう（地元政府の後押しを受けた私営企業も一部含まれる）。

中国はこのうち地方政府（直系のインフラ企業や不動産開発商を含む）について、昨年地区級市以下の地方政府の（借換分を含む）資金調達を、所在省政府が発行する地方債で一括して代行調達するという果敢な対策を講じた（本誌2016年1月号（「地方財政改革にみる中国のデレバレッジ」）で既報）。

その仕組みの本質は、信用状況の悪い下位の地方政府に対して、上級（省）政府が信用を貸す（裏保証する）ことで債務不履行を未然防止するが、それで既往貸出の償還が保全されるメリットを受ける銀行に対しては、国債並みの低金利で地方債を引き受けると求めることにある。

この地方債は、発行が始まった昨年5月以降の半年で、国債発行残高の3分の1強に相当する3兆6千億元分が発行された。今年3月の全人大の会期中、楼继偉財政部長は、「今年も5兆元の発行を予定している」と発言した。2017年に地方債が国債の発行残高を抜くのは確実だろう。

地方政府は借金償還の頼みの綱にしていた土地収入が急減するなか、一部は借金の借り換えも難しくなりつつあったので、この措置のおかげで債務危機が未然防止されたといえる。後は「喉元過ぎれば」式に、借金を再び膨らませないように、よく監督することだ。

また、債務不履行を起こさせるわけにいかない大口ユーザーだった地方政府がこの地方債制度によって、シャドバンキングを使わなくなることで、後に残ったシャドバンキング市場の債務不履行問題の処理に自己責任原則を導入する余地が生まれたかもしれない。

ゾンビ淘汰や債転株

地方財政の危機が回避されると、残る課題は（産業系）国有企業の債務問題だ。年初から国家指導者が「ゾンビ企業」と「過剰設備」を淘汰せよと強調し始め、3月下旬には過剰債務削減のための「債転株」（債務の株式転換）も取り上げられた。遅きに失したとはいえ、これで投資バブル後遺症対策の「ミッシング・ピース」がやっと嵌まった印象だ。

ただ、不思議なことに、昨年9月の「国有企業改革に関する国务院ガイドライン」でも、10月の「第13次5カ年計画」原案でも、投資バブル後遺症の後始末の問題は「スルー」に等しい扱いだった。「ゾンビ」も「過

剰設備」も「債転株」も何の記載もなかったのが、わずか数カ月で国家指導者の優先事項へと、急に振り子が振れた印象があるのだ。

これは習近平政権の性格から来るものかもしれない。以下は単なる仮説だが、習近平政権は体制が存亡の危機に遭遇した結果、「右」の改革派から「左」の保守・既得権勢力まで、水と油ほど考え方が異なる党内諸勢力が（西側流に喩えて言えば）「救国大連立」したように見えることがある。だから「強い政権」になったが、一方で個々の政策の推進に当たっては、左右の連立パートナーのどちらにも目配りをしなければならないので、「振り子が振れる」ように見えるのだ。

ミッシング・ピースが出揃ったことはよい報せだが、上記の「振り子の振れ」から判断して、共産党や国務院の中にも、ゾンビ淘汰や不良債権処理に消極的な声が残っているかもしれないので、まだ楽観はできない。

また、ゾンビ淘汰については、全人大の前後に「鉄鋼について、5年間をかけて1.0～1.5億トンの余剰生産能力を淘汰する」との発表がなされた。「鉄鋼、石炭等で180万人の余剰人員整理を行い、そのために1000億元の予算を用意する」とも。

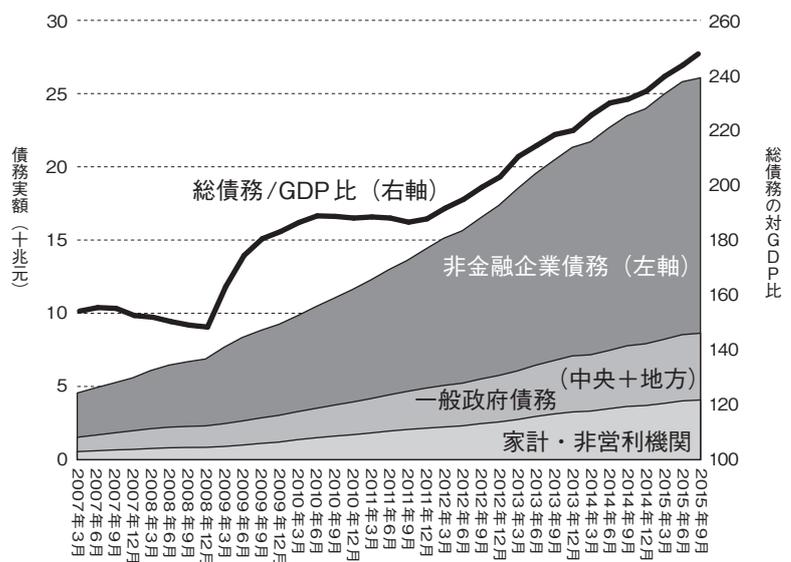
しかし、鉄鋼の余剰設備の規模は1.0～1.5億トンでは済まず、3～4億トンは余剰だといわれる。「それ以上淘汰すると失業問題が大きくなりすぎて、企業城下町の社会の安定が保証できない」と言われたのではないか。失業の痛みの重大さはよくわかるが、だからといって処理を先送りすれば、ゾンビ設備が経済に毒を流し続けることになる。

余剰人員整理のための予算についても、「本気でやるなら1000億元では到底足りない」という声がある。それに、中央の姿勢は、「やれ」と命じながら、どこか「省（政府）任せ」だ。

改革の実が拳がるか

1970年代の石油ショック後に設備過剰に陥った鉄鋼や化学などの産業構造調整を経験した日本からみれば、失業する労働者への給付金優遇や職業訓練措置、整理によって大きな影響を受ける地域経済に対する公共事業の重点配分など、ゾンビ淘汰に伴う社会的コストを軽減する措置をもっと大胆にとらないと、ゾンビ

図表 中国の総債務とGDP比率の推移



出所：国際決済銀行（BIS）

淘汰も結局口先だけに終わる恐れがある。

「債転株」も運用次第で毒にも薬にもなる措置であり、世上の論議を聞いていると不安になる。たとえば「最大の効果は利払いコストの低減」だという。赤字経営なら配当は払わなくてよいという理解なのだろう。しかし、当分配当が見込めない転換株の資産価値はいくらか。元々の貸出債権額の何分の一でしかないはずであり、本来なら株式転換によって、銀行には大きな損失が生ずるはずだ。

実際には銀行のバランスシートは、評価替えを待たずに大きく傷付いている。そのことは銀行株のPER（株価収益率）が業種別にみても最低レベルの5前後に落ち込んでいることにも表れている（他の業種は最低2桁）。市場は公表される不良債権比率（2%前後）を信じておらず、銀行の自己資本は既にかかなり毀損しているとみているということだ。

債転株の資産価値は既存株主の持ち分をどう始末するかでも大きな影響を受ける。銀行（預金者）に不良債権の損失を被らせるときは、経営に責任のある既存株主が「減資」でより重い責任を負うべきだが、減資を求められた国有企業の既存株主（主管部門）は「国有資産の流失」を理由に抵抗するだろう。

債転株は厳しい現実と正面から向き合うことが重要だ。莫大なロスが発生したことを明るみに出すことは、共産党の統治や信認を揺るがせるかもしれないが、批判を受けることを嫌がって不良債権の実態を隠蔽するようなことを続けたら、いつまで経っても経済に活気は戻ってこない。日本が約20年前に学んだ教訓はそうということだった。