経済政策のダッチロール再び

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

中国のマクロ経済運営については、共産党中央や国務院の中に「公共投資と成長維持を重視」する考え方と、「借金と投資で成長を維持するやり方はもはや限界、今後は供給サイドの改革を進めて生産性向上を成長エンジンとすべき」という相反する２つの考え方があって、対立を繰り返してきた……本欄で何度も取り上げてきた問題だ（下表参照）。

2014～15	**「ニューノーマル」路線**：高成長の維持よりも経済の質・効率の向上を重視
2016	成長維持派が反攻、**公共投資が増発されレバレッジも加速** 景気は回復したが、金融のハイリスク化、地方政府の財政難などの後遺症
2017～18	**「デレバレッジ（債務圧縮）」**を標榜して、改めて引き締め型の経済運営

この結果、１期目習近平政権のマクロ経済も「ダッチロール」を繰り返してきた（図参照）。

図　「債務圧縮」か「安定成長」か――ダッチロールを繰り返す経済運営

出所：財政部、鉄道総公司、電力企業連合会
総債務／GDP比率：国際決済銀行（BIS）

直近では、2016年に投資アクセルを踏んだせいでハイリスクな金融活動が膨張してしまったことを重くみて、17年春から再び「デレバレッジ（「去杠杆」）」を標語とする引き締め政策が講じられてきた（本誌2018年１月号「引き締めとリスク防止　二律背反に直面する金融」参照）。

この結果、2016年に比べて金利（債券利回り）が大幅に上昇、金融監督も強化されるなか、シャドーバンキングが減退し始めた。今年春からは民営企業だけでなく地方政府の直系国有企業でも発行した債券が資金繰り難でデフォルトする例が現れ始めた結果、債券発行市場に資金が寄りつかなくなりつつある。

経済全体としては、成長著しいニューエコノミーが穴埋めしてくれていたが、５月ごろからは重厚長大業種、不動産といったオールドエコノミーで景気の悪化がはっきりと感じられるようになった。しかしここまでは、この１年あまり続いてきた「デレバレッジ政策」にとって、「織り込み済み」の展開だったといってよい。

米中貿易戦争が誤算

誤算は、そこに米中貿易戦争が折り重なったことだ。「トランプ大統領は、中間選挙前に米中貿易問題を争点にしてくるはず……」中国は早くからそう見通して妥協策の準備を進めてきた。トランプ政権の穏健派であるムニューシン財務長官との交渉では（５月まで）、それでひとまず休戦に持ち込んだはずだった。

ところが、６月に至ると、政権内部でライトハイザー通商代表ら強硬派が交渉の主導権を握った。トランプも懸案だった金正恩との首脳会談を終えるや、一気に関税制裁措置実施に突き進んだ。この「態度豹変」について、中国側はいまも「トランプ政権は約束を守らない」と恨み言を言っている。

「想定外」の困惑ムードは外部にも広がって、ビジネスマインドは急速に悪化、為替も株も大きく下げた。

経済政策は再び成長重視へ、改革は後退

そうなると、再び成長重視派の出番だ。国務院では

財政政策	「有益な投資を安定的に増大させることは、供給サイド改革を進め、不足するインフラ投資を拡大し、経済を上向かせ就業を促進する重要な方策」(国務院常務会議)
	8月以降「不足するインフラの増強（補短板）」を標語に、交通インフラ投資増発に関する報道が相次いでおり、民間が強く要望する減税措置への期待は薄れつつある
金融政策	「建設途上事業の資金需要を保障する」「金融機関が融資プラットフォームの合理的な資金需要を保障するように指導する」(国務院常務会議)
	人民銀行は金融緩和で生まれる資金を用いて、最近デフォルト続発で発行が困難になっている地方政府の関係債券を購入するように銀行を指導しているとの報道

景気減速をもたらしたデレバレッジ路線を軌道修正し、財政出動、金融緩和で景気に軸足を移すべきという意見が勢いを増してきた。

驚いたのは、7月19日から習近平がアラブ首長国連邦、アフリカ歴訪、BRICS首脳会合出席などの長い外遊に出ている間に、李克強が主宰した国務院常務会議（7月23日）で軌道修正が強く打ち出されたことだ。習近平が月末に外遊から戻るのを待たずに国務院が軌道修正の主導権を握ろうとする風にみえた。

7月31日に開催された政治局会議は、下半期の経済方針について、①財政出動強化、②金融緩和強化、③デレバレッジは（旗は降ろさないが）焦点になっていたシャドーバンキングと理財商品への監督強化の実施時期を遅らせることなどを決定した。国務院常務会議とは表現やニュアンスに差があるが、大筋では国務院が目指した景気重視の方向に軌道修正されたわけだ。

国務院常務会議も政治局会議も「改革後退」といった目で見られることを警戒して「強度の経済刺激はしない（国務院）」、「揺るぎなくデレバレッジを進める（政治局）」と強調しているが、一方では上表に示すように、まさに「借金・投資頼み」へ逆戻りしそうな気配があることから、現実には「ダッチロール」をもう1回繰り返すことになりそうだ。これにより、この1年ほど増勢に歯止めがかかりつつあった総債務／GDP比率も再び増勢に転ずるだろう。

構造改革派の旗手、劉鶴副総理は、2016年に国務院主導で再び投資アクセルが踏み込まれたとき、人民日報紙面で「権威人士」の筆名を使って「相変わらずの投資頼みだ」と、舌鋒鋭い批判を加えた。今構造改革派は2度目の頓挫を味わいながら、やりきれない思いでいるのではないか。

マーケットや経済アナリストたちも、この軌道修正をグッドニュースとは受け止めていない。軌道修正を論評するのに「飲鴆止渇（いんちんしかつ）」(毒（鴆は毒鳥の名）を飲んで渇きを止める）という故事成語がよく引用されているのはその表れだ。「これ以上投資収益も地域開発効果も生まない無駄な投資とそのための借金を積み重ねれば、中国経済のバランスシートは修復困難なほど毀損してしまう」という見方は、むしろ政府部内より民間の識者に共有されているのだ。

元凶は「党の指導」

成長が低下すると投資のカンフル剤を欲しがる……これではまるで薬物中毒だ。国務院（発展改革委など）といい地方政府といい、こんなやり方に未来はないことがなぜわからないのだろうか。

「わからないわけではないが止められない」のが真相に近いと思う。今最大の問題とされているのは、地方政府が返す当てのない借金を重ねて公共投資を続けること、そして企業負債が急増することだ。

しかし地方政府がそんな無茶をするのは、中央が(2020年まで)「成長率6.5%以上」の必達ノルマを課しているからだ。地方政府は「ニューエコノミーなど無縁の田舎でノルマを達成しようとすれば、公共投資以外にどんな方法があるのか」と反論するだろう。

企業負債の急増が問題だというが、そのあらかたは中央直轄国有大企業の仕業だという[注]。銀行から金を借りられない地方政府はシャドーバンクから借金するが、その原資を融通しているのは、銀行から金を借りられる国有大企業だ。彼らはその金からサヤを抜いてシャドーバンクに転貸する。なぜそんな真似をするか？　彼らにも利益のノルマが課されているからだ。

注：2015年の上場企業データによると、上場企業負債総計約20兆元の半分は負債額上位50社が借りたもの、上位300社の負債を合計すると、実に総計の8割を上回るという。そのほとんどすべては中央直轄国有大企業であり、逆にいえば、今銀行が安心して金を貸せるのは彼らくらいということだ。

習近平は二言目には「党の指導」と言うが、最大の問題を生み出しているのは、中央直轄大企業や地方政府など、人にたとえるなら共産党の「家族」と呼べるほどの近親者なのだ。家族が家長である党中央の言いつけを聞かないのは、同じ家長がもっと重要な別の言いつけ（ノルマ）をしているからだ。「あれもこれも」と言いつけを出すが、それらが自己撞着を起こして袋小路に陥りつつある……「党の指導で市場メカニズムを代替する」ことなど所詮無理なことが習近平政権で証明されつつある。その根本を変えられない限り、中国のバランスシートは毀損し続け、やがては活力を喪失する運命が避けられないだろう。