

中国は低成長時代を見据えた 経済政策が打ち出せるか

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



中国では4、5月の経済統計が振るわなかったことから「ポストコロナの経済回復が腰折れしかけている」とみて、政府に経済対策を求める声が高まっている。ただ、「インフラ地方債増発による投資積み増しや金利引き下げといった従来のやり方ではだめだ」という論調が現れている点がこれまでと違う。

中国のクオリティ経済誌「財新週刊」が6月5日付で掲載した「钱去哪儿了？（金はどこに行った？）」と題するカバーストーリーはその嚆矢で、要旨は次のことを訴えている。

- ①最近の景気が弱含みなのは、需要、とくに消費が不振なためだが、その大きな原因は、ゼロコロナや不動産価格下落で損失を被った家計や企業が先行きに悲観的になり、ローン負担の圧縮に走るといった新しい現象が起きていることだ
- ②政府はこれまで地方政府にインフラ投資をさせて景気を支えてきたが、このやり方は景気浮揚効果が低下し、地方財政を悪化させているだけでなく、国有企業への恩恵の偏り、金融機関への巨額の利払いを通じて、富の分配が官に偏って民に薄くなる歪みを生じさせている
- ③民営企業や家計のバランスシートが資産価格の低下によって損失を被っている現状に鑑みれば、今後は地方政府のインフラ投資でなく、中央財政が「健全財政」の固定観念を打破して需要を補うべきではないか。その際には、所得分配の歪み、社会福祉（農民工の処遇）の不全、淘汰されるべき企業の温存といった問題を是正する改革が欠かせない

家計が不動産価格の下落で先行きを悲観してローン負担の圧縮に走るという指摘が目を惹く。不動産は長引く不況の結果、今年1～5月の商品不動産の販売面積は2年前の同期と比べて、30%減、新規着工面積は46%減という惨状を呈している。「不動産は値上がりする」という神話は中国でも終焉の時を迎えたのではないか。

地方政府にインフラ地方債を発行させて投資を積み

増すことは、これまで景気対策の主力手段だったが、財新記事はこれに正面切った批判を加えた。この政策で地方財政が危機的状況に陥っていることは多くの人が警鐘を鳴らしてきたが、それだけでなく、所得分配を歪めることを指摘したことは慧眼で、賛同したい。

「逆金融抑圧」－過剰債務が富の分配を歪める

経済に占める投資の規模・シェアが大きくても、成長に役立っているなら問題ない。そうでなく、経済成長に貢献していない不効率な投資事業が分不相応に金利コストを生じる「お荷物」になることが問題なのだ。規模が小さければまだしも、中国は経済成長をかさ上げするために、過去10年以上借金頼みの投資を続けてきた結果、国のバランスシートの上に「お荷物」が積み上がってしまった。

普通の国なら、不採算な投資事業とそのため借りられた負債は、「不良資産・債務」として破綻したり償却される運命だ。だが、中国には「隠れた政府保証」の慣行がある。自力では借金を返せないゾンビ債務者にも、政府の力で利払いと借り換えをさせてやる慣行だ。

この慣行のせいで「お荷物」から生ずる利払いが年々膨らんで、経済が生む付加価値（GDP）を食っている。記事は「2022年中国の非金融部門が負担した債務の利払い額は、当年GDPの14%に相当する」という推計に触れている。もちろんすべてが無駄金なわけではないが、驚くべき大きさだ。不良債務が処理されないせいで債務残高が大きい。加えて、その不良債務の借り換えの資金需要が大きいため金利が高止まりして、利払いが膨らんでいるのだ。

不効率な事業に投資した投資家・銀行は、事業がGDP（付加価値生産）に寄与していないのに「隠れた政府保証」慣行のおかげで報酬（金利・配当）をもらい続ける…その報酬は、まず国有資本が支配する金融機関の懐に収まり、最終的には大枚の金を預金だの投資商品だのに預けている富裕層の懐に入る。

こんな不正な富の移転を毎年続ければ国有セクターと富裕層が肥え太るのは当然だ。一方、それ以外の家計や民営経済は、得べかりし富を受け取れないという意味で、富を収奪される。財新記事が所得分配の歪みを指摘したのは、そうした弊害が実感されるほど大きくなってきたからだだろう。昨年発表された「GDP成長率3.0%」だって、割を食う側が体感した成長率はずっと低かったはずだ。

ところで、経済学には「金融抑圧 (financial repression)」という言葉がある。第1次世界大戦後の英国や第2次世界大戦後の米国が戦費で膨れ上がった国の債務負担を軽減するために、金利を低く抑える政策をとったことを「預金者の富を収奪した」とみる考え方だ。

この考え方を類推して言うならば、中国が維持している「隠れた政府保証」慣行は、金融機関と預金者に富を不正に転ずる効果をもつ点で、「逆金融抑圧 (reverse financial repression)」と呼べるだろう。

「隠れた政府保証」慣行が生む逆金融抑圧効果は、消費不振を招いているだけでなく、深刻なレベルに達している不動産バブルと相まって、中国の貧富 (資産) 格差を拡大させる主犯にもなっていると思われる。

低成長時代を見据えた景気対策が必要

習近平政権でも景気の先行きへの不安がにわかに高まったようで、6月20日には人民銀行が誘導金利LPRを0.1%引き下げた。さらに、年後半に向けて大型景気対策を打ち出すという観測もあるが、本稿執筆時点の報道を見るかぎり「1兆元の特別国債発行」とか「不動産のさらなるテコ入れ」といった中身にとどまるようだ。

しかし、今起きている問題は、不動産の時代の終焉といい、地方財政危機といい、一時的な景気の落ち込みではなく、もっと構造的なものだ。「中国は低成長時代の入口に立っている」と言ってもよく、単発的な景気刺激策では、いつか経済が上向いても、遠からず経済がまた減速してしまうだろう。中国経済が活気を取り戻すための処方箋はどう書けばよいのか。

不正な富の移転を根本的に止めるには、不効率な投資を今後控えるだけではならず、中国のバランスシートの両側に積み上がった過去の不効率資産・債務を減損評価・償却して消すべきだが、それは三つの理由から困難だろう。

- ①政府が重ねてきたインフラ投資から膨大な評価損が生まれれば、国民から「政府はカネをドブに捨

てた」という批判を浴びる

- ②「隠れた政府保証」慣行を急に廃止すると、「お上 (地方政府やその融資平台、国有企业) に貸した金は保護される」という信頼が裏切られて中国の金融秩序が揺らいでしまう
- ③このやり方は麻酔をせずに開腹手術をするようなもので、成功すれば後の回復は速いが、激痛が走る。また、処置が済むまでの数年間は、強いデフレ圧力が働いてゼロ/マイナス成長が続くだろう。「2035年までに1人当たりGDPを中等先進国並みに引き上げる」と公約して三選を果たした習近平政権は到底とりえないだろう。

中央財政の出番だが、どうやって?

バランスシートの大掃除が難しいなら、今後は地方に代わって中央財政が国債を大量発行して景気を下支えするしかない。中国も今や対外純資産大国になったので、外国に買ってもらわなくても国債を国内で消化できるから、それは可能だ。

ただ、中央財政が国債発行で賄う金で何をするのか? が問題だ。地方財政に代わって中央直轄でインフラ投資をやれば、地方財政対策にはなるが、「債務と利払いの肥大化によって所得分配を歪める」問題は解決しない。今の中国では国債でも3%近い利息を払うからだ。

農民工の処遇改善や医療や教育、年金など民生分野における経常経費的支出に充ててこそ、家計の先行き悲観を改善して景気振興の効果があるだろう。隠れた政府保証慣行のせいの家計や民営企業が貧血に陥っているとみるなら、政府が輸血で戻してやるという理由付けも可能だろう。

しかし、それは言うは易く行うは難しだ。中国共産党は伝統的に財政赤字を嫌う均衡財政論者が優勢だ。特に「国債を大量発行して経済を支える」のでは、日本の「失われた10年」を中国がなぞるような嫌みがある。また、保守的な均衡財政論者にとって、「お上」が借金して「民草」に金を撒くなどというのは、二重三重に承服しがたい考え方だ。

地方・中央の財政構造の調整は、過去も大揉めに揉めてきた難題だ。そのうえ中央・北京のパワーゲームは地方よりはるかに複雑だ。地方から連れてきて中央の経験の乏しい子飼いで固めた習近平政権が適時・適切に対策を立案、実行できるかどうか…三期目習近平政権は経済運営で大きな試練に直面している。

(6月25日記)

