

（不透明感を増す中国経済）

中国経済は、1990年代後半以降の民間企業育成に力点を置いた「民進国退」の体質が、リーマンショック後の4兆元の公共事業プロジェクトの推進を通じて国営企業が前面に出る「国進民退」に変わり、中国経済の辿る経路が大きく軌道修正された。この結果、中国経済は2011年前後から、近代的な産業部門が農村部の余剰労働力を量的に吸収し、労働需給がひっ迫するルイス転換の時期とも重なって、下方屈折局面に入り、現在、①安定的な経済成長、②新たな経済発展パターンの実現、③市場経済化への改革促進を柱とした新常态「ニューノーマル」（「新しいレベルで安定した状態を保つ」の意）への移行に向けた模索が続いている。

最近、中国をめぐっては、対外的には、アジアインフラ投資銀行（A I I B）、一帯一路（新シルクロード構想）などのグローバルで未来志向の話題が提供される一方で、対内的には、依然として「中所得国の罠」に起因する「未富先老」（未だ富まざるに先に老いる）や、下記に述べる「シャドーバンキング」に伴う膨大な不良債権の存在などの先行きの不安材料とが交錯している。経済の下方屈折により景気が悪化した際の経済政策としては、財政出動と金融緩和の組合せが望ましいが、現国営企業体制の下では、財政支出の効率性の担保が難しく、また、金利の引き下げにより人民元の下落基調が生じれば、海外からの中国への新規投資が期待できなくなるため、財政政策及び金融政策が目指すべき拡大・緩和措置は、その両面で制約を受けている状況にある。

こうした中で、経済評論家田中直毅氏がこの3月末に上梓した「中国大停滞」（日本経済新聞出版社）の中で、1章を割いて記述されている「膨れ上がる金融リスク」というテーマの中で、中国大停滞の予兆ともいえるべき不良債権問題に言及されている。レポーターの認識の誤りがあり得ることを承知の上で、以下にその骨子を紹介しておきたい。

（「中国大停滞」が言われる背景事情）

中国は、2008年から2010年にかけての4兆元の公共投資の実施の結果、資本側と労働側の取り分の不均衡から、生活者のニーズに沿う波生需要を十分に生み出すことができなかった。他方、供給サイドを見ても、相互に調整を図る仕組みがなかったため、膨大な過剰設備が生み出された。これは、需要と供給のバランスの乱れが市場内部で調整される経済的力学が働かない構造的欠陥の結果であり、需給の不均衡による供給過剰は、個々の企業の資金繰りを一挙に悪化させ、商品在庫を叩き売る状況を生み出した。民間企業に限らず、国有企業においても債務が膨れ上がる中、こうした動きを食い止めようと、地方政府の保有する資産と負債を簿外に吐き出すプラットフォームである第三セクター「融資平台」が作られ、高利回りの理財商品を組成して、その債務の弁済を中央政府が行うという暗黙の政府保証の下に、このプラットフォームを通じた債務負担行為が続けられた。この様な対応が広がったのは、高い経済成長率の実現に貢献した者が党での評価対象になるシステムとも関連があろう。

具体的には、融資平台が高利回りの債券を発行して、富裕層等から多額の資金を集め、インフラ整備

や商業用不動産の開発が行われた。これが銀行を経由しない投融資＝「シャドーバンキング」と言われるものである。融資プラットフォームを通じた投資は、公有の土地の賃貸を通じて地方政府に収入をもたらす仕組みであったため、それがキャッシュフローを生み出す限りにおいて、地方の党幹部、投資家、銀行という当事者が満足できる結果を生むはずであったが、マネージメント不在のため、収益を生まず、かつ、折からの欧州金融危機の影響下でリファイナンスを拒否される多数の資金ショート企業の存在を党中央は的確に把握できなかったようである。現在、仮に中国のシャドーバンキングの総括バランスシートを作成したとすれば、資産の過半は価値の乏しいものである可能性が高い。

事態がここに至って、中央政府としては、投資家の不安を抑えるため、地方政府による簿外負債の吸収を強力に指導せざるを得ない状況に追い込まれた。著者の試算では、2014年末時点で16兆元（約292兆円）の簿外から移された負債勘定が、順次地方債の新規発行で買い替えられる方針が打ち出され、2015年には、このうち約3.2兆元（約58兆円）に新規地方債が割り当てられた。今後シャドーバンキングの解消のために、毎年のように買換債が発行され、残り約13兆元（237兆円）が順次銀行部門で吸収されることになる。しかし、この額は日本の金融機関が保有する日本国債に匹敵する大きなものである。金融緩和が求められる中、中国の銀行の不良債権が、かつて、バブル崩壊時に日本で発生した規模よりも小さくない規模で発生し、その毀損が顕在化すれば、銀行の融資対応に後退的な影響を与える可能性は無視できない。

（週刊エコノミストも副題「どん詰まり中国」を特集）

上記書籍の刊行と時を同じくして、週刊エコノミスト4月12日号は、巨大な中国リスクを「どん詰まり中国」と副題を付けて特集を組み、「中国は投資バブル後遺症 早期底打ちは期待できない」というインタビュー記事や中国の五大過剰として「自動車」、「不良債権」、「鉄鋼」、「不動産」、「液晶パネル」を例に挙げ、シンクタンク及び業界紙記者による実情を細かく記したレポートを紹介している。このうち、「不良債権」の解説を担当した日本総研の関 辰一副主任研究員の記述によれば、2015年末の中国の銀行理財商品の融資残高は23.5兆元（約400兆円）、オンバランスとオフバランスを併せた与信総額は約145兆元（約2460兆円）になり、世界最新の金融ニュースを提供すると言われるブルームバーグニュース（2016年2月15日版）により、モルガンスタンレーが設立を支援した大手投資銀行である中国国際金融公司（C I C C）の毛軍華アナリストの分析として伝える、中国の金融機関の抱える不良債権率8.1%を用いると、不良債権残高は11.7兆元（約200兆円）になるという。これは、日本のバブル崩壊時の不良債権額約100兆円の倍に当たる大きな規模に相当する（もっとも、中国のGDPは日本の約2倍である）。

（荒井 俊行）