

## 【講演記録】

# 「コロナ危機下の中国経済と経営」へのコメント －中国経済の短期・長期的展望と「地方专项債」の視点から

西村 友作

【キーワード】：中国経済、地方专项債、インフラ投資

【JEL 分類番号】：E6, O2, O53

## 1. はじめに

「コロナ危機下の中国経済と経営」というタイトルからも分かりますが、「新型コロナウイルス」と、「中国の経済・経営」という2つのメインテーマがあると思います。まず新型コロナウイルスに関しては、丸川先生から中国全体の広がり、世界への伝播について、独自の見解をご紹介いただきました。

岩永所長からは、北京市政府の対応や、北京における日本人コミュニティでのやり取り、そして「社区」というコミュニティの重要性について、お話いただきました。私も中国に20年間ほど住んでいますが、この社区を意識したことは、ほとんどありませんでした。有事のときに社区がどのようにワークするのかというのは、非常に重要な発見だったのではないかと思います。

佐伯所長からは、新型コロナウイルス感染症第1例が見つかった武漢について、現場目線での非常に貴重なご報告をいただきました。

もう一つのテーマである中国の経済・経営については、丸川先生から財政出動の効果や、経済政策の日中の比較など、今後各国の対応そして効果を評価する上において、有益な分析結果をご紹介いただくと同時に、今後の中国経済を見ていく上で極めて重要と思われるキーワード、「新型インフラ」についてもご説明をいただき

ました。岩永所長、佐伯所長からは、北京、武漢における現在の写真とともに、活気とにぎわいを取り戻した中国の経済活動の現状についてのご報告をいただきました。3人の報告に共通するのは、中国は新型コロナウイルスの抑え込みに成功しつつあり、中国経済は確実に回復しているという点であるかと思えます。

中国は是が非でもコロナに打ち勝ち、どの国よりも高い経済成長を実現させなければならぬ理由があります。それが2021年7月に迎える中国共産党結党100周年です。この記念式典で自身の成果をアピールするために、たとえ10年来の目標であるGDP倍増が2020年に達成できなくても、コロナで大打撃を受けた世界経済の回復を中国がけん引したという事実が必要となってくるわけです。そのためには実質GDPのプラス成長、できるだけ5.5パーセントに近いプラス成長が必要になってきます。

中国経済の成長という論点について、私のほうからは、地方专项債の視点から、短期的な中国政府の取り組みと、それがもたらす長期的な影響についてお話しさせていただきます。

## 2. 短期的視点：投資駆動型の経済成長

### 実質GDP成長率の寄与度

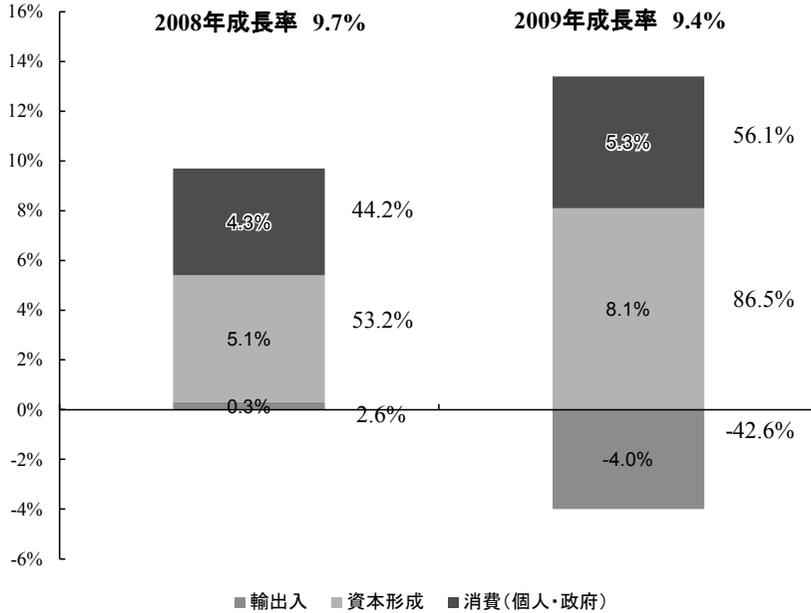
まずは短期的な視点です。中国は近年、経済成長モデルを消費主導型へと徐々に転換してきました。ところがこのコロナで蒸発してしまっ

た消費を元の状態に戻し、さらに成長させるというのは容易ではなく、足元では投資駆動型への転換を余儀なくされています。

世界金融危機が起こった2008年と、その直後

の4兆元の景気刺激策でV字回復を果たした2009年における実質 GDP 成長率の寄与度の変化を見ることは、ショック後の中国政府の対応を見る上で、重要な視点だと考えます(図1)。

図1 実質 GDP 成長率の寄与度



(出所) Wind を基に筆者作成

消費に関しては、個人消費と政府支出が統計上混在しているので、参考までにとどめていただきたいのですが、右側の2009年のグラフから、金融危機で外需の寄与度が著しく低下し、マイナスとなっているのが分かると思います。

その中で大幅に増えているのが資本形成、つまり投資です。全体の寄与度が53.2パーセントから86.5パーセントに急拡大しています。

危機時に投資を増やして、成長のエンジンを噴かすというのは中国の常套手段であり、今回も同じ手段が取られようとしています。

#### 投資の原資「地方专项債」

4兆元の景気刺激策では約3分の1を地方が負担しました。2009年の時点では、地方債の発行は禁止されていたので、当時は主に地方融資プラットフォームを利用して資金が調達されました。地

方債の発行は2015年から全面的に解禁されており、今回の原資は「地方专项債」になると見られています。実際に、2020年5月に開催された全人代における政府活動報告で、地方专项債を増発して有効投資を拡大するという政策が示されました。同時に、一年間で3.75兆元の地方专项債を発行する計画も示されました。

現状を見ますと、8月末までに約2.9兆元が発行されており、残り単純計算しても1兆元弱が9月以降に発行されます。さらに、2020年の地方专项債は5月以降に発行が集中しているという特徴もありますので、地方債の発行から実際に投資が実行されるまでのタイムラグを考慮すると、年後半にかけてインフラ投資の伸び率が高まってくるのではないかと予想しています。

そこで問題となるのが、地方专项債で調達された資金が、本当にインフラ投資に回るのかと

いう点です。

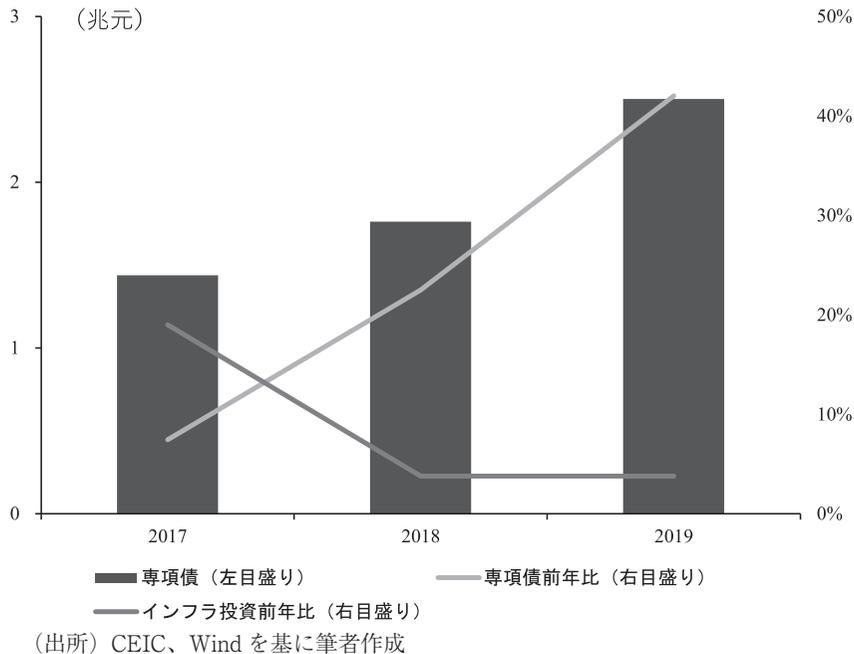
### 专项債とインフラ投資の関係

こちらは专项債とインフラ投資のデータです(図2)。专项債のデータは、31都市の新発の

专项債を私独自に集計したものです。

これを見ると2018年、2019年ともに増発されているにもかかわらず、インフラ投資の伸び率はともに3.8パーセントと低迷しているのが分かります。

図2 专项債とインフラ投資



このように、专项債の発行を増やしても、結局インフラ投資に資金が回らず、経済成長に直接結びつかないという問題がありました。

### 土地関連プロジェクトを制限

このような現象が実際に起こっていた理由は、专项債の対象となるプロジェクトの内容です(図3)。詳しい推計方法の説明は割愛させていただきますが、专项債の発行データをもとに、こちらも私が独自に集計したものです。

ここで最も注目すべき点はバラック地区再開発と土地備蓄の割合です。2019年に約7割を占めていたのがバラック地区の再開発と土地備蓄でした(図3a)。それが2020年1~9月では激減し、バラック地区の再開発が12パーセント、土地備蓄はゼロとなっています(図3b)。これ

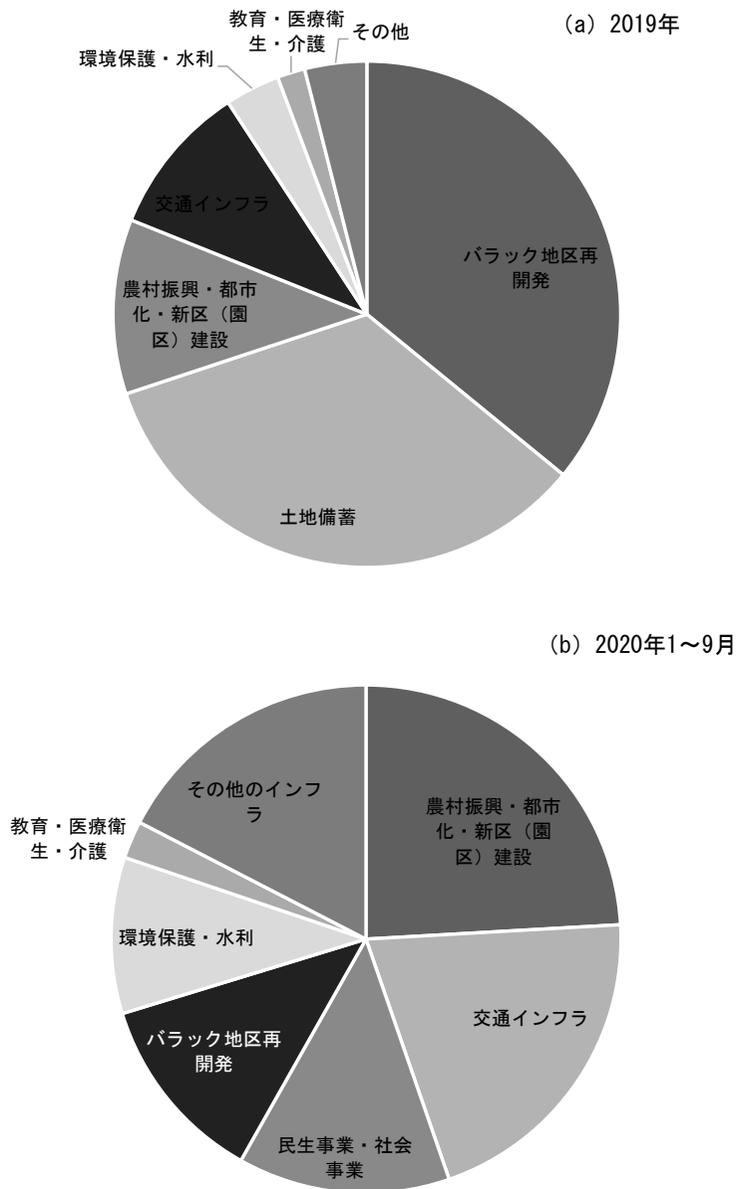
らの土地関連プロジェクトは有効投資に直接つながらず、インフラ投資が低迷していた要因と考えられています。そのため、これらを名義とした专项債の発行が原則禁止とされました。

増発された地方专项債を着実にインフラ投資に向かわせることで雇用の拡大を図り、短期的には投資駆動型の経済成長を実現させようという意図が、これからも見てとれるかと思います。

### 3. 中長期的視点：イノベーション駆動型の経済成長と課題

次に中長期的視点です。2008年に実施した4兆元の景気刺激策は、インフレや過剰生産性という副作用をもたらし、その後の中国経済に大きな禍根を残しました。今回のインフラ投資の対象は、「両新一重」建設です。中でも、「新

図3 プロジェクト別発行比率



(出所) Wind を基に筆者作成

型インフラ」には、5G 基地局や AI、ビッグデータセンターといったイノベーションにつながる分野が多く含まれています。過去の苦い経験に学び、副作用の強いばらまき型の投資ではなく、将来の経済成長につながる未来志向型の投資を拡大しようという狙いが、これからもうかがえると思います。

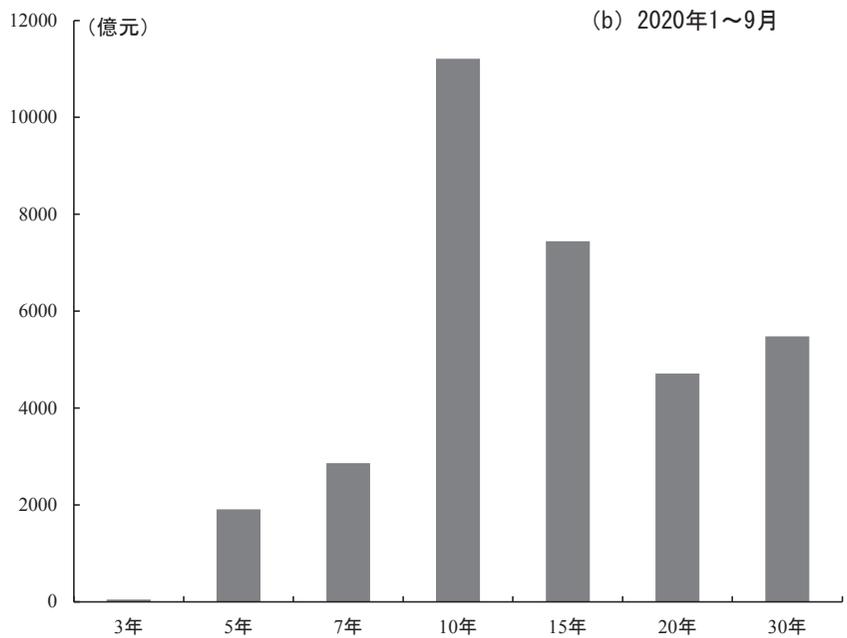
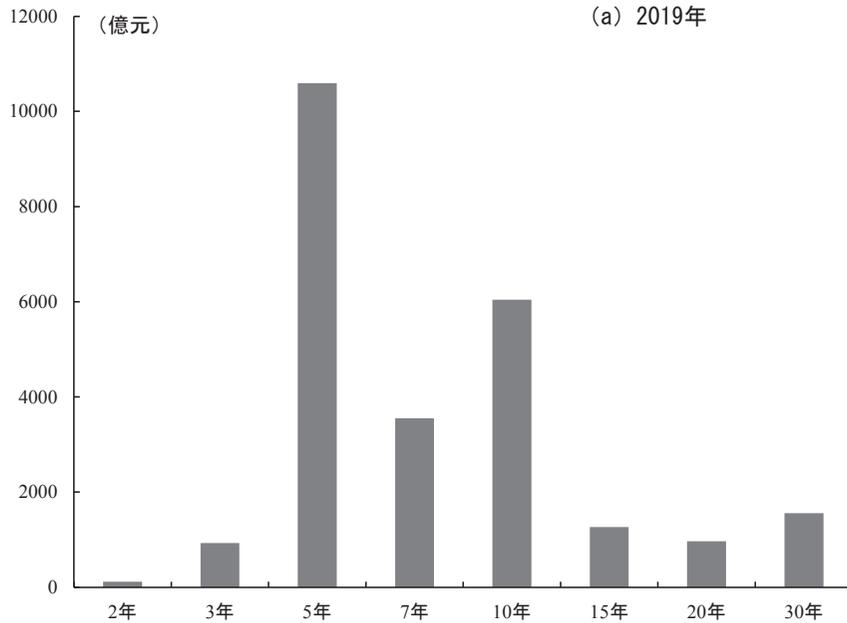
中長期的には、現在行われているこれらの投資を基盤としたイノベーション駆動型の経済成長の実現が期待されております。

#### 中長期的課題

一方で、当然課題もあります。その中で最も懸念されるのが、2008年の景気刺激策の後にも

顕在化した地方の過剰債務問題です。专项债は、問題が生じれば、不良債権化するリスクがあるわけですが、プロジェクトで得た収益が償還資金に充当され、その中で地方債市場の健全性に対する懸念の

図4 償還期間別発行額



(出所) Wind を基に筆者作成

一つとして、「暗黙の保証」があります。つまり市場参加者から、最終的には中央政府によって救済されると信じられているのです。今回の増発によって、需給バランスの悪化が生じる中で、地方債の安定消化と暗黙の保証の問題の解決を同時に達成するのは難しいと考えられます。地方政府の資金調達を支援する政策のほうに重点が置かれ、市場の健全性を高めるような改革は進まないでしょう。万が一、プロジェクトに問題が起こったときには、実際にこの「暗黙の保証」が利くのかどうか。もしそれが保証されなかったら、そういう期待がある中で、地方債市場が不安定になるのではないかという懸念があります。

そしてこれらの地方債問題が、今後さらに長期化していくのではないかという懸念も出てきております。

#### 長期化する地方債問題

償還期間別の専項債発行額を見ると、2019年に発行額が最も高かったのが5年債でした（図4a）。これは19年だけではなく、過去5年間の平均を取っても、5年債の発行が最も多くなっ

ています。それが激減しまして、2020年1～9月期には最も少なくなり、10年債が全体に占める割合が最多となっています（図4b）。

さらに2020年に入ってから超長期債といわれる発行も増えていきます。償還期間10年以上が全体を占める割合は、2019年で39.3パーセントでしたが、2020年1～9月期では85.7パーセントにまで達しています。

このように、専項債における償還期間の長期化が顕著になってきているのです。

#### 4. おわりに

短期的には投資駆動で中国経済は着実に回復すると考えられます。一方、長期的に見ると、その投資によって建設が進む「新型インフラ」がベースになってイノベーションを生み、それが経済成長をもたらすという好循環につながっていくのか、そして地方債の償還が順調に進むのかが、今後の中国経済を見ていく上で重要になってくると考えています。

（にしむら ゆうさく・

対外経済貿易大学国際経済研究院）