

第799回: インフラ投資・不動産投資の軟着陸問題

中国国家统计局が4月16日に発表した2024年第1四半期(以下1Q)の国内総生産(GDP、速報値)は物価変動の影響を除く実質で前年同期比+5.3%となり、政府の通年目標値の「+5.0%前後」を上回り、23年4Qの+5.2%から加速した。これでほっと一息の中国、でも小躍りして喜ぶにはまだ早い。

支出面からみたGDPは次のような計算式で表される。GDP=民間最終消費支出+政府最終消費支出+固定資本形成+在庫品増加+純輸出(輸出-輸入)。この計算式の中で、中国経済にとって最大の問題点は、「固定資本形成(民間投資と政府投資の総和)」が過大で、突出しすぎていることだ。

GDPの構成要素では、先進国はおしなべて「個人消費」のウェイトが高く、米国のシェアは約70%、日本は約55%だ。でも、中国のシェアは40%程度しかない。

では、なぜ中国では個人消費のシェアが低いのか? 想像するに、マルクスレーニン主義を信奉する中国共産党の指導部が、“個人消費の伸びを放置すると、資本主義がますます中国へ浸透する”と恐れているからではなかろうか? 中国では数年前に児童がネット・ゲームに夢中になり、教育に悪影響を及ぼすと批判されたことがあり、その騒動が終わらないうちに、今度は人民解放軍の兵卒がスマホ向け戦争ゲーム「王者栄耀(King of Glory)」に夢中になり過ぎて、実戦に悪影響を与える懸念があると軍の総参謀部や総政治部が問題視した笑えぬ事件があったのを思い出す。

中国共産党が“好ましからざる”セクターの消費動向に懸念を抱いているか否かはともかく、従前より中国政府は、個人消費より政府主導の投資に大きなウェイトを置いて経済運営を進めてきた。だが、資本主義の経験が乏しい中国の指導者にとって「政府主導の投資」と云えば、鉄道、高速道路、ダム、高層住宅など、ハコモノ中心のインフラ投資しか思い浮かばないらしく、そんな関係もあって、中国では長期にわたりインフラ投資が高度成長を支えてきた。だから、景気が好調でも傾いても、中央や地方の指導者は終始一貫して投資のアクセルを踏んできたわけだ。

インフラ投資には、地方の指導者たちの個人的事情も関係する。社会主義国・中国のリーダーの大半は上海市、広東省など地方政府の行政官のなかから抜擢され、中央入りするのが長年の慣行となっている。そして、地方経済の成長率は、地方政府の高官らの立身出世に直結することから、これまで地方政府は、競って投資(インフラ整備)を進めてきた。

地方のプロジェクト(以下PJ)には利権も当然絡む。当事者を身内で固めないことには余禄に預かれないから、よその開発業者は起用したくない。そこで、地元に大手開発業者が育っていない省や自治区は、地方政府が自ら出資し「融資平台(Local Government Financing Vehicle 以下LGFV)」なるダミーを設立した。

LGFVは銀行融資や信託商品の発行などで調達した資金を(恒大や碧桂園など)不動産業界に投融资し、不動産会社は、その資金で地方政府から土地使用権を買い取り、地方政府と共同で住宅建設、工業団地開発、交通網整備、新興都市開発などの整備を進めてきた。

最終ページに重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。

1/3

これら「国有地使用权の払い下げ」に群がる関係当事者は、「官(地方政府)」、「官のダミー(LGFV)」、「民(地方政府に群がる不動産ディベロッパー)」、「金融機関(商業銀行、信託会社)」、「家計(個人投資家)」等で構成され、不動産市況が右肩上がりの時代は全員が資本のユーフォリアに浸っていた。

さて、好況時は従来型の政策でも運営可能だった中国経済だが、一旦経済が減速しはじめると、過剰なインフラ投資や不動産開発の劣化現象が始まる、これが直近の状況だ。中央政府は昨年より債務急増の地方政府に対し、おそまきながら新規インフラPJの中止や延期などを命じている。たとえば、シルクロードの要衝で名高い天水市(甘粛省)。ここには、市政府主導で“鄙にも稀な”近代的路面電車が最近開通したと話題になったばかりだが、最近になって、党中央が突如「無計画な借財による無謀なPJであり、地方政府にはびこる形式主義の過剰開発PJである」と批判し始めたものだから、いま中国各地で蜂の巣を突ついたような大騒ぎが発生している。いまのところ、党中央の批判の矛先は雲南・貴州省など12の地方政府に向けられており、駅の新規建設や発電所の新設が続々と中止になるなか、中国各地で、高架だけが残る鉄道敷地や開発途上の発電所などが林立し、奇観を呈している。

中国では公的資金の暴走と中断に揺れる地方公的部門だけでなく、民間セクターでも不動産の供給過剰が継続中だ。商業銀行が恒大・碧桂園などの不動産開発会社に貸し込み、そこに生じた不良債権は、信用リスク判定を誤った銀行が自己責任で償却するしか方策はないだろう。

問題は地方政府のダミーであるLGFVに資金供与し、これが焦げ付きはじめている商業銀行や投資家を、中央政府や地方政府が救済するか、それとも見捨てるかの選択肢だ。

過去の経緯をみれば明らかだが、地方政府はこれまで(一部特例を除き)資金調達に認められなかったことから、LGFVが地方政府の別動隊として資金調達し、公共事業等の実行部隊として、地方経済を支えてきたわけだ。だからこそ、LGFVの借入れには地方政府の「暗黙の保証」が存在すると、商業銀行も地方政府も承知の上で合作関係が続いてきた。

結論からいえば、LGFVの不良債権に限り中央政府に逃げ道はないだろう。今年から登場することになった超長期特別国債の発行速度が景気回復のスピード感(緩慢)を決めることになりそうだ。(了)

文中の見解は全て筆者の個人的意見である。

2024年(令和6年)4月22日

筆者プロフィール

杉野光男

東洋証券株式会社 主席エコノミスト

一橋大学商学部卒、三菱信託銀行(現三菱UFJ信託銀行)入社、上海華東師範大学へ留学

同行北京駐在員、上海駐在員事務所長、理事中国担当部長を経て、2007年より現職

著書 日本の常識は中国の非常識(時事通信社)、中国ビジネス笑劇場(光文社)等

最終ページに重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。

2/3



東洋証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第121号
日本証券業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会 加入
本社所在地 〒104-8678 東京都中央区八丁堀 4-7-1 TEL03-5117-1040

ご投資にあたっての注意事項

外国証券等について

・外国証券等は、日本国内の取引所に上場されている銘柄や日本国内で募集または売出しがあった銘柄等の場合を除き、日本国の金融商品取引法に基づく企業内容等の開示が行われておりません。

手数料等およびリスクについて

①国内株式等の手数料等およびリスクについて

・国内株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.2650% (税込み) の手数料をいただきます。約定代金の 1.2650% (税込み) に相当する額が 3,300 円 (税込み) に満たない場合は 3,300 円 (税込み)、売却約定代金が 3,300 円未満の場合は別途、当社が定めた方法により算出した金額をお支払いいただきます。国内株式等を募集、売出し等により取得いただく場合には、購入対価のみをお支払いいただきます。国内株式等は、株価の変動により、元本の損失が生じるおそれがあります。

②外国株式等の手数料等およびリスクについて

・委託取引については、売買金額(現地における約定代金)に現地委託手数料と税金等を買いの場合には加え、売りの場合には差し引いた額)に対して最大 1.1000% (税込み) の国内取次ぎ手数料をいただきます。外国の金融商品市場等における現地手数料や税金等は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。

・国内店頭取引については、お客さまに提示する売り・買い店頭取引価格は、直近の外国金融商品市場等における取引価格等を基準に合理的かつ適正な方法で基準価格を算出し、基準価格と売り・買い店頭取引価格との差がそれぞれ原則として 2.50% となるように設定したものです。

・外国株式等は、株価の変動および為替相場の変動等により、元本の損失が生じるおそれがあります。

③債券の手数料等およびリスクについて

・非上場債券を募集・売出し等により取得いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、元本の損失を生じるおそれがあります。外国債券は、金利水準の変動等により価格が上下するほか、カントリーリスクおよび為替相場の変動等により元本の損失が生じるおそれがあります。また、倒産等、発行会社の財務状態の悪化により元本の損失を生じるおそれがあります。

④投資信託の手数料等およびリスクについて

・投資信託のお取引にあたっては、申込(一部の投資信託は換金)手数料をいただきます。投資信託の保有期間中に間接的に信託報酬をご負担いただきます。また、換金時に信託財産留保金を直接ご負担いただく場合があります。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なるため、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。

・投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該金融商品市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、元本の損失が生じるおそれがあります。

⑤株価指数先物・株価指数オプション取引の手数料等およびリスクについて

・株価指数先物取引には、約定代金に対し最大 0.0880% (税込み) の手数料をいただきます。また、所定の委託証拠金が必要となります。

・株価指数オプション取引には、約定代金、または権利行使で発生する金額に対し最大 4.400% (税込み) の手数料をいただきます。約定代金の 4.400% (税込み) に相当する額が 2,750 円 (税込み) に満たない場合は 2,750 円 (税込み) の手数料をいただきます。また、所定の委託証拠金が必要となります。

・株価指数先物・株価指数オプション取引は、対象とする株価指数の変動により、委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

取引や商品ごとに手数料等およびリスクが異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をご覧ください。

最終ページに重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。