

IMFが中国経済に黄色信号 4条協議レポートを読む

津上 俊哉
津上工作室
代表



IMF（国際通貨基金）は加盟国の経済財政状況を原則として年に1回、当該国政府と協議しながらレビューしている（IMF条約第4条に基づくので、「4条協議」と呼ばれる）。結果はスタッフの手で詳細なレポートにまとめられる。

この1、2年、中国経済が変調を来しているせいで、今年の対中国4条協議は例年にも増して重要になった。スタッフのレポートも抑制した筆致ながら緊迫感が漂う内容で、見出しをつけるなら「黄色信号点灯」だ。

“さまざまな課題（challenges）はいまだ対応が可能（manageable）だが、そうあり続けるためには、脆弱さを減じ、市場に則った新たな成長を支えるべく、緊急の行動（urgent action）が求められている。”（サマリーの一節）

バランスの取れた総評

レポートは問題点だけでなく、この一年の改革の進展、前向きな変化も取り上げている（表参照）。

IMFはマクロ経済が仕事なので、ミクロ経済については言及がないが、世界でもっともスマホが消費者の暮らし全般を支える国になった中国の様子などを点描すれば、もっと総合的なレポートになったと思う。

一方、最初に明るい話題を持ってくるのは、続けて「しかし、問題も多い」と書く中国式を真似たかのよう

だ。続けてレポートが指摘する問題は多岐にわたるが、3大重点は以下のとおりだ。

（1）企業債務の急増が最大の懸念事項

レポートが声を大にして指摘するのは、名目GDPの2倍の速度で負債が膨張し続けている問題だ。各国の歴史的データを回顧すると、負債（信用）の増大には一定のトレンドがあり、このトレンドを逸脱したハイペースで負債が増大すると、後には（バブル崩壊、金融危機到来などにより）信用が収縮する局面を迎えることが知られているが、今の中国はトレンドからの逸脱幅がGDPの20～25%と非常に大きくなっていて心配だという（図1グラフ参照）。

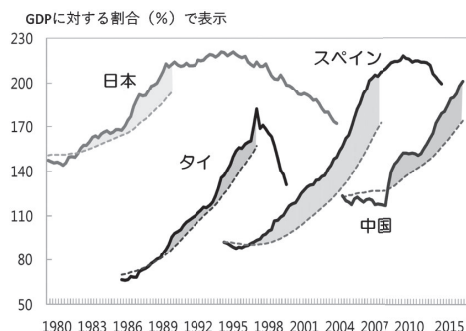
レポートは、このように負債が急増する裏側で潜在的不良債権が増大しているとして、企業向け貸出の損失はすでにGDPの7%に及び、これ以外にもシャドールーピングの理財商品などに損失が隠れているはずだと推計している。

この負債膨張問題に対処するために、レポートは「いま中国で議論されている債務の株式転換などの措置だけでは足りない」として、トップの決断に基づき、ゾンビ的な企業への貸出を縮小、生き残れる企業を選別（災害緊急治療時の優先順位付けになぞらえて「トリアージュ」）する、損失を隠さずに認識する、セーフティネット整備など総合的な対策を断行すべきだと訴えている。

【中国経済のこの一年の前向きな変化】

- 投資から消費へ、外需から内需への変化は順調
- 金利自由化の達成
- 預金保険制度の発足
- 新「予算法」の施行（地方政府の予算の規律強化、透明性向上）
- 営業税の増値税統合が完了（サービス産業にも前段階税額控除を認める）
- 年金制度の統合が一定程度進展
- 鉄鋼石炭の設備過剰削減計画が立案、リストラ促進のため1000億元の予算の用意
- 若干の国有企業で改革パイロット事業開始
- 一人っ子政策の廃止（無条件で二人まで）
- 一部都市で戸籍改革開始

図1 負債は膨張し、トレンドからの乖離幅も拡大



出所：実線は非金融民間セクターの負債の対GDP比、点線は各国の歴史的な負債増加データから得られたトレンド線を表示
出所：IMF報告書9ページ

（2）金融リスクの増大に警鐘

レポートが強調する2点目は、金融セクターの脆弱性とリスクの高まりだ。特に「シャドー商品」の残高が2015年にGDPの58%に相当する40兆元に達するほど伸びた（対前年比48%増）ことを懸念している。

これら商品の約半分ほどは、企業向け貸出債権など流動性の低い「非標準（準）資産」や株式による運用によって10%以上の利回りを約束する高リスクなものだ。また、理財商品業務の財務諸表への反映が求められるようになった結果、銀行のシャドー商品保有額は15.2兆元（総資産の8%、自己資本の92%に相当、中下位銀行では自己資本を大きく上回る額）に及んでいる。

この結果、2015年には銀行のバランスシート自体も、対前年比でGDPの22%分も増大したほか、中小銀行やノンバンクでは、インターバンク市場でのレポ取引を通じた資金調達への依存度が高まっている。

運用面で質に不安のある資産（例：貸出債権）が組み込まれたシャドー商品が急増していること、調達面でも市場調達が比重を増していることは、調達は預金を中心・与信は融資が中心だった時代に比べて金融危機が急速に伝播するリスクを増大させている。

また、ここ数年の中国で「土地から株、再び土地へ」と対象を次々と換えた投機が起きていることを取り上げて、「暗黙の保証」慣行や土地信仰（「政府は土地価格の大幅下落を容認しない」）が存在するせいで、リスクを軽視した投機が蔓延していることにも警鐘を鳴らしている。

レポートは以上のような金融の脆弱性の高まりに対して、潜在的な損失を見越した不良債権分類・引き当ての見直し・強化、自己資本の積み増し、金融機関の資金調達状況のチェック、金融機関のレバレッジ上昇防止、危機対応メカニズムの点検などを求めている。

注：以上の金融リスク問題は、レポートの「SELECTED ISSUES」編17ページ以下に詳述されている。

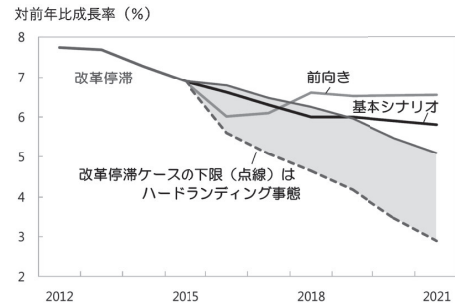
(www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16271.pdf)

（3）高すぎる成長目標の引き下げ

レポートが強調する3点目は、成長の減速を受け容れるべきだということだ。設備削減などのリストラは短期的な成長にはマイナスだが、より健全で質の高い中長期の成長のためにこれを受け容れるべきだと説いている。

そして2021年までの期間について、基本、前向き（改革が大きく進展）、改革停滞の3つのシナリオに基づく経済成長見通しを行っている。手短かに言えば、経済刺激で成長を支えるのか、短期的には成長が低下して

図2 GDP成長率の見通し（基本・前向き・改革停滞の3シナリオ）



出所：IMF報告書13ページ

も改革を進めるのかによって、「先楽後憂」になるか「先憂後楽」になるかが決まり、基本ケースはその中間という位置づけだ。改革停滞ケースには成長率の幅が設けてあり、上限は改革の停滞による静かな衰退だが、下限は経済危機などの「破壊的（disruptive）な」事態が起きた場合である。

目を惹いたのは、2016年から2021年までの成長率（基本ケース）を6.6%、6.2%、6.0%、6.0%、5.9%、5.8%としたことだ。これでは期間中の平均成長率は6.0%になって、「2020年のGDP等を2010年の2倍にする」習近平政権の公約は達成できない。本レポートは草稿段階から中国政府と協議するはずだが、このくだりの協議は難航しただろう。しかし、考えてみれば負債の膨張に歯止めがかからないことも金融リスクの高まりも、根っこの原因のひとつは、持続不可能な高い成長目標にある。

結び

レポートの読後感を人間ドックに例えると、血糖値やら何やら、あちこちでC評価をつけられたような感じだ。「金融リスクの高まり」の記述などは、本職IMFの手になるだけにひやりとさせられる。

それでも中国経済が「崩壊」することはないだろう。「ハードランディング」を想起させる事件が起きても、中国政府は力で抑えこむはずだ。ただ、それをよいことだと一概には言えなくなってきた。「政府は『GDP 2倍』を何としても達成するだろう」「土地価格の暴落は許さないだろう」「大規模な債務不履行は未然防止するだろう」…こうした政府の力への信仰・甘えが経済をさらに歪めて解決を困難にしているからだ。

レポートは「スピルオーバー」と題して、中国経済の変化が世界経済に及ぼす影響を論じ、世界経済の成長の1/3は依然中国が牽引しているとする。そうであるだけに、われわれは過度の悲観も楽観も排して、中国経済動向をより客観的に注視していくべきだ。🍷