



海外資金の再流入への警戒感が高まる懸念

～資金需給は改善する一方、不動産バブルを招く可能性も～

発表日：2013年1月10日(木)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 足下では、昨年春以降に打ち出された景気刺激の効果などにより中国景気の緩やかな底離れが窺える中、世界的なカネ余りに加えて、投資家のマインドが改善していることもあり、中国への資金流入が再び活発化しつつある。中国政府及び人民銀は景気刺激を意識する動きをここ数ヶ月はやや後退させたにも拘らず、このところ資金需給は改善している。足下では人民銀は資金供給を抑制させている一方、国内信用は拡大基調を強めており、海外資金の流入はこの傾向に拍車を掛けている。
- 他方、同国における資金需給の改善は資産価格の高騰を招くリスクを高める。不動産市場では一定程度的実需があることに加えて、近年は余剰資金の流入が一部でバブル的な価格高騰を招いた。足下では景気の底入れなどで海外資金の流入が活発になる中、過剰流動性への懸念が再び高まる可能性がある。同国政府には今後、資本取引や為替制度の自由度を高めるなどの取り組みが求められよう。

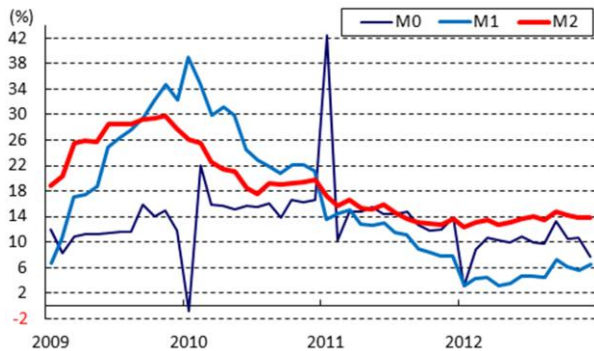
《海外資金の動きが活発化する中、今後は不動産バブルに対する警戒感が再び意識される可能性も》

- 一昨年後半以降、景気の減速懸念が強く意識されてきた中国経済だが、ここ数ヶ月は景況感に改善の動きがみられるほか、経済指標にもこうした動きが確認されつつある。足下では、春先以降同国政府や人民銀が実施してきた景気刺激策の効果も窺えるなど、内需が主導する形で景気に底入れの動きが出ており、先行きも内需がけん引する形で底離れすることが期待されている。特に、10月に開催された共産党中央大会で誕生した習近平氏及び李克強氏を中心とする新政権は、政権期間中の経済について個人消費など内需をけん引役とする安定的な経済成長を目指す姿勢を示している。欧州をはじめ中国にとっての主要輸出市場を取り巻く状況は依然不透明であり、外需の劇的な回復が見込みにくいことを鑑みれば、同国政府が13億人を上回る人口をてこに内需拡大を図るのは自然な流れと言える。こうした取り組みは、低廉で豊富な労働力を背景に輸出財の加工組み立てを中心に達成してきた経済成長の流れを大きく変えることに繋がり、外需主導による高い経済成長からの脱却を促すであろう。一方、今後の経済成長はこれまでに比べて緩やかなものに留まると見込まれ、同国経済の存在感は「製造拠点」から「消費市場」にシフトしていくことが予想される。
- 中国経済の底離れは、一昨年以降の景気減速に加えて、昨年は「チャイナ・リスク」が意識されるなど、外国人投資家が不透明さを嫌って資金を流出させてきた流れにも大きな変化を与えている。足下の国際金融市場では、日米欧先進国による追加的な量的金融緩和により再びカネ余りが意識されており、一部で過剰流動性相場の様相を呈する動きも生まれつつある。さらに、欧州債務問題に対する懸念が一時に比べて後退し、投資家のマインドも改善してリスクマネーの動きが活発化していることも、世界的な資産価格の上昇に拍車を掛けている。こうした中、依然として比較的高い経済成長が期待される中国への資金流入の動きが活発化している。人民銀は景気減速が意識された昨年6月及び7月、2ヶ月連続で利下げに踏み切るなど景気刺激の観点から金融緩和に踏み切る姿勢をみせた。しかし、その後は「穏健な」金融政策という従来の姿勢を変化させることなく、資金需給のひっ迫が景気に悪影響を与えることの無いよう、公開市場操作を通じて資金供給を実施する対応に留めている。他方、政府はいわゆる「財政投融资」の役割を果たしている国有銀行の新規融資額について、公共投資の進捗促進の観点から昨年半ばにかけて大幅に増大させたが、ここ数ヶ月は抑制しており、昨年通年の新規融資額は前年比+9.7%の伸びに留まった。その一方で、社会全体の信用創造に当たる指標は拡大基調が続いており、政府や人民銀は年半ばに比べて緩和姿勢を緩めてにも拘らず、足下では反って資金需給動向が改

善している様子が窺える。

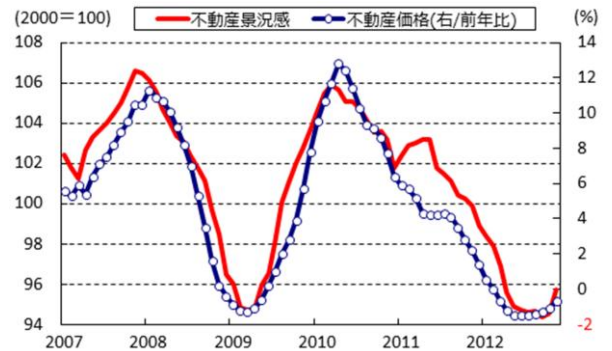
- このことはマネーサプライの動向に影響を与えている。人民銀による緩和姿勢の後退を背景に狭義のマネーサプライ（M0）の伸びは鈍化している一方、より広義のマネーサプライ（M1及びM2）の伸びは加速基調が続いており、M2についてはM0を上回る伸びが続いている。したがって、足下の景気の底離れは政府主導による景気刺激策の効果が出ていることも影響しているほか、海外資金を含めた資金需給の改善も経済活動の活発化に寄与している様子が窺える。足下の製造業における景況感は、国営企業のみならず民間企業についても、内需の改善を背景に回復が続いていることに加えて、先行指数についても内需関連を中心に改善基調が強まっており、資金需給の改善はこうした動きをさらに促すものと期待される。
- 同国で資金需給が改善していることは、再び不動産を中心とする資産バブル懸念が高まるリスクを生む。同国では、外貨管理規制によって個人などが自由に海外に投資などを行うためのハードルが極めて高く、余剰資金の運用手段としては預金を除けば株式か不動産に限られているのが実状である。株式市場においては、景気の底入れ期待が高まっていることに加えて、長期間に亘って相場が低迷してきたこともあり、先月上旬を底に急速に持ち直しの動きが強まっている。他方、世界金融危機後に都市部を中心とする物件などでバブル的な価格上昇が懸念された不動産は、政府及び人民銀による引き締め政策の効果もあり調整局面が続いてきたが、昨年以降は政府の政策転換などが後押しして持ち直しの動きが出つつある。さらに、足下では資金需給の改善などにより景況感に改善の動きが出ており、一部の大都市などでは価格上昇に転じる動きもみられる。同国では元々不動産に対する実需がある中、余剰資金による運用益を求める動きが急激な価格高騰を招く一因になってきたが、海外資金の流入が活発化すればこうした流れが再び起こる可能性も懸念される。香港市場などにおいて人民元取引の裾野が拡大するなど、往時に比べて為替介入による過剰流動性の発生リスクは低減しているが、同国政府が再び介入に動く可能性は燦々している。資本取引及びそれに伴う為替相場の自由度を高める取り組みが必要になるとともに、資産市場の価格形成に歪みをもたらしている外貨管理規制などについても、緩和に向けた取り組みが必要になろう。

図1 マネーサプライ（前年比）の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 不動産部門の景況感と価格（前年比）の推移



(出所) CEIC, THOMSON REUTERS より作成

以上