

## 金融市場の「じゃじゃ馬」と対峙する中国当局

～株式相場の過熱と不動産市況の低迷の間で政策対応に苦慮～

発表日：2015年4月20日(月)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

### (要旨)

- 昨年末の中国の金融政策は「穏健」の基本方針を堅持する一方、金融緩和姿勢を強めている。金融市場にカネ余り感が強まるなかで株式相場は急上昇するも、実体経済は減速感が強まるなど両者の間で乖離が広がっている。当局は株式相場の過熱を警戒する姿勢をみせるが、持ち直しが進んだ相場の火を消せば実体経済を一段と冷え込ませるリスクもあり、過熱感と活況の狭間で揺れ動く展開が続くと予想される。
- こうした状況にも拘らず中銀は19日に預金準備率の一段の引き下げに踏み切った。地方や農村部を対象により手厚い緩和を実施しており、地方経済の疲弊や地方を中心とする不動産市況の低迷に配慮する姿勢がうかがえる。地方の不動産市況の低迷は金融システムリスクやデフレを誘発する可能性をはらんでおり、株式バブルが懸念されるなか金融緩和を進めざるを得ず、政策対応は難しい舵取りを迫られている。

### 《株式相場に過熱懸念の一方、不動産市場の安定を目指す金融緩和も不可欠であり、政策対応は難しい舵取りに直面》

- 昨年末以降の中国の金融政策を巡っては、これまでの「穏健（安定的）」とする基本方針を変えていないものの、政策金利や預金準備率の引き下げを繰り返し実施するなど緩和的な姿勢を強めている。こうした動きを反映して、同国金融市場では銀行融資の伸びが昨年末を底に再び加速感が強まっているほか、株式市場では過去数年に亘って低迷が続いてきた主要株式指数である上海総合指数が上昇しており、足下では約7年ぶりの高値圏にまで回復するなど活況を呈している。その一方で、実体経済については1-3月期の実質GDP成長率は前年比+7.0%と同国政府が掲げる今年の経済成長率目標（7.0%前後）に近い伸びとなったものの、前期比年率ベースでは+5%強の伸びに留まるなど極めて厳しい状況にある（詳細は4月15日付レポート「[実は見た目以上に厳しい中国経済](#)」をご参照ください）。様々な経済指標が実体経済の弱さを示しているにも拘らず、昨年末以降の度重なる金融緩和など政策期待を背景に金融市場は一段と上値を探る動きをみせており、金融市場と実体経済の動きには大きな乖離が生まれている（詳細は4月10日付レポート「[李克強指数](#)」でみえる中国経済の奇妙な現実」をご参照ください）。このように、足下の中国金融市場が過熱感を帯びている背景には、依然として高い貯蓄率を維持するなど云わば「カネ余り」の状況が続いているにも拘らず、金融市場の閉鎖性を理由に投資先が限られていることが影響している。同国では外国為替に関する規制により海外への資本取引は原則禁止されており、余剰資金の運用手段は基本的に銀行預金か株式投資、信託商品などの金融商品の購入などに限られている。さらに、数年前には値上がりを期待した投機資金が不動産市場に流入した結果、市況はバブル的な水準に上昇したものの、足下では下落基調が止まらない状況が続いており、資金流入が細まっている様子がうかがえる。また、ここ数年発行が急増した信託商品などの金融商品を巡っては、地方政府による不動産を中心とする開発投資を対象とするものが多かったことから、足下では不動産市況の低

図1 株価動向(上海総合指数)の推移

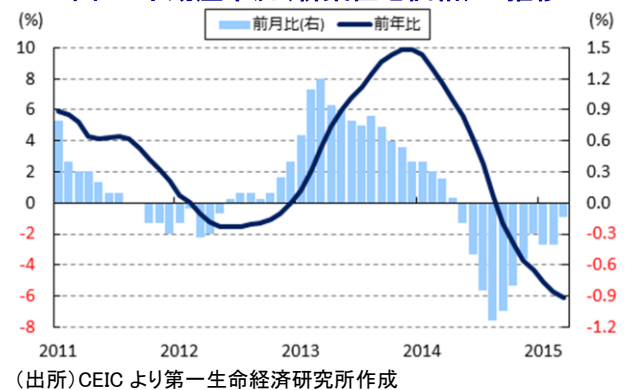


(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

迷と相俟って価格は大幅に下落しており、不動産市場同様に資金流入が細っている。そして、銀行預金についても昨年末以降の金融緩和による金利低下に伴い、投資手段としての銀行預金の魅力は急速に低下していることは想像に難くない。このように様々な投資手段において投資妙味が後退するなか、株式投資のみが唯一余剰資金を惹きつける投資対象になっている。特に、昨年末以降の度重なる金融緩和によって金融セクターの収益改善が期待されており、値嵩株である銀行などで株価上昇期待が高まりやすくなっていることも、株式相場全体の活況を促す一因になっている。このように株式相場が急上昇していることを受け、証券監督管理委員会は先週末に株式の信用取引に対する規制強化に動く方針を発表したほか、上海及び深圳証券取引所は空売り規制の緩和策を発表しており、一部では過熱感が強まっている株式市場の抑制を狙った動きとの見方が出ている。当局は一連の対応について「市場抑制を目的とするものではない」との考えを示しているが、足下の相場の上昇ペースは世界金融危機前における「株式バブル」とも評された頃と似た動きとなっており、一部から市場の過熱感に警戒感が出ているのも事実である。他方、株式市場の活況を過度に抑制すれば、同国金融市場における「カネ余り」が続くなかで予想外のバブルを誘発するリスクがあり、株式市場の発展を通じた金融深化の過程では避けられないものとも言える。同国金融市場を巡っては当面、過熱感への警戒と活況との狭間で揺れ動く展開が続くものと予想される。

- 上述のように金融市場では「過熱感」が意識される状況が続いているにも拘らず、中国人民銀行（中銀）は19日、20日付ですべての金融機関を対象に預金準備率を100bp引き下げ一段の金融緩和に踏み切っている。同行は今年2月に緊急で預金準備率の引き下げを決定しており、その際は構造改革の促進や中小企業向け融資の拡大、『三農（農村、農業、農民）』支援とそれに伴う水利インフラの整備を図るべく、中小企業向け融資の割合が高い都市部や地方の商業銀行のほか、農業発展銀行などに対して追加的に預金準備率が引き下げられる措置が採られた。今回についても同様に、地方銀行や農村信用金庫などに対しては追加的に預金準備率が100bp引き下げられるほか、農業発展銀行に対しては追加的に預金準備率が200bp引き下げられるなどの優遇策が採られている。一連の対策によって四大商業銀行をはじめとする大銀行に適用される預金準備率は18.5%と約5年ぶりの低水準となるなど、緩和姿勢を一段と強めていることがうかがえる。中小企業や農業関連を対象に緩和姿勢を強めている背景には、足下における実体経済の悪化に伴い、中小企業や零細企業を中心に資金繰りの悪化が顕著になっており、党及び政府が最も重視する雇用への悪影響が懸念される状況となっていることが挙げられる。また、足下では昨年後半以降の原油安による影響も重なる形でデフインフレ基調が強まっているが、大都市部以上に地方や農村部において景気の減速感が顕著になっており、地方や農村を対象とする金融機関に対して優遇策が採られている。なお、地方や農村部の景気の足かせとなっている要因には、足下で地方を中心とする不動産市況が下げ止まっておらず、資金流入が起こりにくい状況が続いていることに加え、積み上がった在庫が経済活動の足かせになっていることも影響している。こうした状況を改善させるべく、政府は先月末に総勢で不動産購入に対する規制を一段と緩和する政策に踏み切り、需要を喚起することで低迷が続く不動産市況の安定を図る姿勢を示した（詳細は3月31日付レポート「[中国当局が総勢で不動産規制の一段の緩和へ](#)」をご参照ください）。こうした動きを反映して3月の不動産価格

図2 不動産市況(新築住宅価格)の推移



(新築住宅価格)は前年同月比▲6.1%と7年連続で前年を下回る伸びとなったものの、前月比は▲0.1%と前月(同▲0.4%)からマイナス幅が縮小するなど底入れの兆しが出つつある。調査対象である70都市のうち、前月比で下落が続いた都市は50と前月(66都市)から減少しており、上昇した都市は12と前月(2都市)から増加するなど、北京や天津、深圳など大都市を中心に不動産市況に底入れの動きが出ていることは確認された。その一方、地方都市においては下げ止まりの兆しが未だ見えない状況が続いており、地方経済の足かせになっているとともに、これを裏打ちとする地方政府の債務問題などを通じて潜在的な金融市場のシステムリスクとなる可能性や、資産デフレをきっかけに全面的なデフレに陥る可能性もくすぶる。こうしたことから、政府は不動産市況の安定化を図るべく金融緩和や不動産取引規制の緩和に動いてきたと考えられる一方、これまでの金融緩和によって同国金融市場においては「カネ余り」の状況が鮮明になるなか、株式市場では過熱感が懸念される展開となっており、さらなる金融緩和は相場を一段と押し上げることも予想される。当面の金融政策を巡っては、不動産相場の安定を目指した緩和姿勢の一方、株式相場の過熱を警戒する政策対応との間で難しい舵取りを迫られる状況が続きそうだ。

以 上