

中国は「バブル」で「バブル」の清算を目指すのか？

～金融市場が活況を呈する背後で内需の弱さに懸念～

発表日：2015年6月9日(火)

第一生命経済研究所 経済調査部

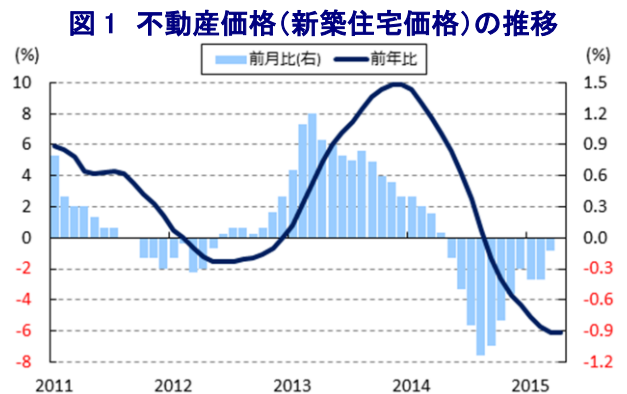
担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 党・政府主導による構造転換の背後で景気減速が強まるなか、足下では金融緩和に舵を切ったことの影響が現れつつある。調整が続く不動産市場で一部の都市に底入れの動きが出ているほか、株価は急回復している。他方、株価上昇は投機的な色合いが強く「バブル」懸念もあるなか、この調整は以前とは比較にならない悪影響に至る可能性もある。不動産バブルの清算を株式バブルで清算している可能性も懸念される。
- 他方、足下の経済指標は依然力不足の様相をみせており、製造業を中心に景況感は芳しくない。輸出に底入れの兆候が出ている一方、コスト競争力の低下で以前ほどの力強さはみられない。輸出以上に内需向けの輸入に下押し圧力が掛かっており、国内の経済活動が停滞していることを示していると言えよう。
- 国内経済の停滞はディスインフレ基調が続く状況のなか、資産デフレをきっかけにした本格デフレとなる懸念を招いている。内需低迷によって川上部門から物価上昇圧力が掛かりにくい展開が予想されるなか、金融市場と実体経済の間で乖離が一段と広がる可能性もあり、当局には逸早い対応が求められよう。

《活況を呈する金融市場の背後で内需の力不足が顕在化しており、中国経済は新たなリスクを抱えている可能性も》

- 共産党及び政府主導による構造改革を通じ、いわゆる「新常态」に向けた経済構造の移行を目指している中国経済だが、昨年半ば以降はそれに伴って景気の減速感が強まっている。党や政府は構造転換によって一定程度の景気減速が生じる事態を容認する姿勢をみせていたが、昨年来の景気減速局面では不動産市況に調整圧力が強まり、昨年後半以降の原油安に伴いディスインフレ基調となるなかで資産デフレを契機に本格的なデフレに陥るリスクが懸念されるようになる。さらに、不動産市況の急激な調整は表裏一体の関係にあるシャドバンキングなどの破たんを通じ、金融市場全体のシステミックリスクへの波及も懸念されるようになった。こうしたことから、人民銀（中銀）は昨年半ば以降に金融政策の方向性を従来の「穏健」に維持しつつ「的を絞る」形で金融緩和に踏み切るスタンス変更に動いたが、事態が一段と悪化したことを受け、昨年11月には全面的な金融緩和に舵を切った。しかし、その後も不動産市況の調整圧力が高まったこと、それに伴って金融市場では資金が目詰まりを起こして実体経済の下押し圧力となる懸念も台頭したため、人民銀は年明け以降も利下げや預金準備率の引き下げを繰り返し実施した。その結果、足下の主要政策金利（1年物貸出金利）は世界金融危機直後の水準を下回るなど、金融政策は「未踏の領域」に入っていると評することが出来る（詳細は5月11日付レポート「[中国 一段の金融緩和と金利自由化への布石](#)」をご参照ください）。このように人民銀が大きく金融緩和に舵を切っていることに伴い、足下においてはその効果は徐々に現れており、昨年末を底に銀行融資の伸び率は加速感を強めるなど金融市場に大量の資金供給が行われるなど、実体経済の足かせとなることが懸念された資金の目詰まりへの対応も進んでいる。さらに、調整模様が続いてきた不



不動産市況についても4月は前年同月比▲6.1%と依然としてマイナスで推移しており、調査対象の70都市中48都市で前月比も下落基調が続いているものの、一部の大都市では底入れの動きが確認されている。また、一部で不動産市況に底入れの動きが出ていることや、金融市場では追加金融緩和への思惑が強まっていることを受け、株式市場では金融や不動産関連を中心に株価が急上昇しており、足下では7年ぶりの水準にまで回復している。党及び政府は経済成長のドライバーを外需から内需、内需についても投資から消費にシフトさせる考えをみせており、個人資産のうち高齢層を中心に株式の割合が高いことを勘案すれば、足下の株高は資産効果を通じて個人消費の喚起に繋がる可能性は考えられる。中国国内の報道などによると足下の株価水準を「妥当」とする声も散見される一方、昨年末以降の株価の上昇ペースは余りにも急激であること、実体経済の動きと連動性が薄いことから「バブル」を懸念する声も小さくない。事実、足下の株価上昇を主導しているのは個人投資家による投機的な資金流入が多くを占めている上、2000年代中盤に起こった「株バブル」の頃に比べて取引ツールなども多様化し、取引量自体も大きく拡大しており、個人消費に与える影響は格段に大きくなったと判断される。他方、これらの取引が実体経済に基づかない投機的なものであることを勘案すれば、ニュース報道などを通じて資金が大きく動揺するリスクは高まっていると考えられ、そうした場

図2 主要株価指数(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

合の同国経済への悪影響は以前の株式市況の調整を遥かに上回ることも見込まれる。上述の中国国内報道は共産党の意見を代弁している側面があることを勘案すれば、足下では依然として不動産市場に調整圧力がくすぶる状況に対し、株式相場の上昇によってその影響の相殺を狙っている可能性も想定される。そうしたことも個人投資家を中心に「強気」の姿勢をみせる背景にあると思われる。

- なお、足下の経済指標は、昨年末以降の断続的な金融緩和などにも拘らず、実体経済については依然底がみえない状況が続いていることを示唆している。金融緩和による資金需給の改善や一部の不動産市況の底入れ、株価上昇は金融をはじめとするサービス業にとっては素直に景況感の改善をもたらしており、5月のサービス業PMI（購買担当者景況感）は政府版が53.2と前月比▲0.2p調整したものの、民間版は53.5と同+0.6p上昇してともに好不況の分かれ目となる50を上回っている。製造業PMIについては政府版（50.2）、民間版（49.2）ともに改善の動きがみられた。しかし、国有企業をはじめとする大企業中心に改善の動きがみられる一方、中堅・中小企業では依然として資金需給の悪化が経済活動の足かせとなる状況が続いており、このことは民間版が50を下回っていることに現われている。

図3 製造業・サービス業PMI(民間版)の推移



(出所)Markitより第一生命経済研究所作成

が続いており、このことは民間版が50を下回っていることに現われている。足下の同国のGDP統計を巡っては、PMIのうち民間版、なかでも製造業との連動性が高いことを勘案すれば（詳細は5月8日付レポート「[中国 悪化が続く景況感と政策対応の行方](#)」をご参照ください）、4-6月期の実質GDP成長率は1-3月期に比べて一段と鈍化基調が強まっている可能性を示唆している。また、ここ数年は世界経済の減速基調が強まっていることから、同国においても経済成長における外需依存度は年々低下傾向が顕著になっているものの、

沿海部をはじめとする経済成長で先行している地域は輸出関連産業に対する依存度が高く、その影響を無視することは出来ない。5月の輸出額は前年同月比▲2.5%と3ヶ月連続で前年を下回る伸びとなっており、今年は春節（旧正月）の時期が前年から大きくずれたために2月（同+48.3%）が大幅に加速したものの、春節後に生産活動が正常化することを勘案すれば、足下の輸出は力強さを欠いている。当研究所が試算した季節調整値ベースの前月比は春節後の底入れを示唆しているものの、ここ数年は人件費の大幅上昇が続いたことで同国内における生産コストが上昇基調を強めていることに加え、足下の人民元相場は実質

実効ベースで周辺国通貨に比べて高値での推移が続いており、コスト競争力が大きく低下していることも輸出の足かせとなっている。ただし、依然としてアジアやアフリカなどの新興国において同国製品に対する需要は旺盛であることに加え、足下では一部で同国製品の品質が上昇しており、先進国においても一定程度の需要拡大が見込まれる状況となっている。足下における株式相場の急上昇はバブル的な要因が大きく影響しているなか、昨年末以降の金融緩和によって金融市場では「カネ余り」が顕著になっており、深圳株式市場の新興企業を中心とした「創業板」も上昇基調を強めており、同国内では「起業ブーム」とも呼べる状況となっている。依然としてこれらの企業が同国経済を大きく変える存在とはなっていないものの、同国経済の持続可能な経済成長の実現には、これまでの公的部門主導の形から民間主導による経済活動を後押しすることは不可欠であり、こうした流れが一助になる可能性は考えられる。他方、足下の相場の上昇ペースは余りにも急激過ぎることに加え、足下の水準は実態と大きく乖離しており、先行きにおいては調整圧力が掛かる可能性に注意する必要がある。また、5月の輸入額は前年同月比▲17.6%と輸出を上回るペースで鈍化しており、前月比でも底がみえない状況にあることは輸出以上に厄介と言える。特に、足下では輸出の底入れを背景に輸出財の生産に関連した経済特区における輸入は底打ちする一方、国内需要向けの輸入は減少基調が止まっていないことは、同国の内需は依然として底打ちしていないことを示唆している。原油や石炭といったエネルギー資源関連の輸入量は前年を大きく下回る水準で推移しており、国内における経済活動が大きく停滞していることを現していると言えよう。

- こうした実態経済面での停滞は物価にも大きく影響しており、昨年後半以降の原油をはじめとする国際商品市況の調整は同国にもディスインフレ圧力を強める一因になったが、足下においても依然としてディスインフレ基調が続いている上、不動産市況の調整など資産デフレをきっかけに全面的なデフレに陥るリスクはくすぶっている。

5月の消費者物価は前年同月比+1.2%と党や政府が掲げる今年のインフレ目標（3%）を大きく下回る水準で推移しており、インフレ圧力が大きく後退している様子が確認された。前月比も▲0.2%と3ヶ月連続で下落しており、年明け以降の原油相場の底入れなどを反映してエネルギー価格は大きく上昇したほか、タバコ税引き上げの影響も懸念されたものの、生鮮品を中心とする食料品価格の下落に

図4 人民元と周辺国通貨の実質実効レート比較

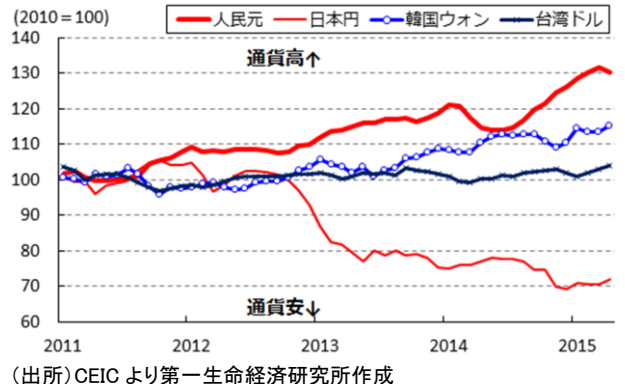
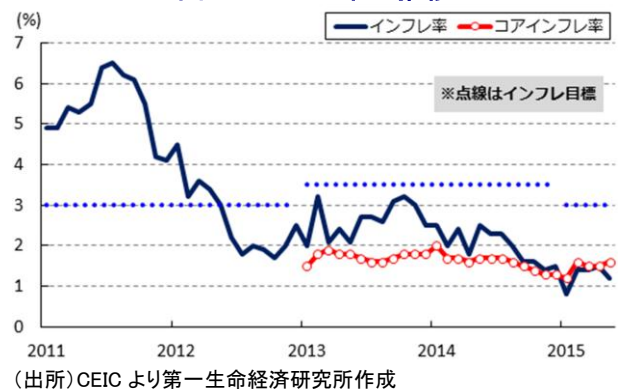


図5 インフレ率の推移



加え、実体経済の低迷などを反映して消費財全般で物価は落ち着いている。なお、食料品やエネルギーといった物価動向に影響を与えやすい生活必需品を除いたコアインフレ率は、5月に前年同月比+1.6%と前月（同+1.5%）からわずかに加速しているものの、こちらもインフレ目標を大きく下回る水準に留まっている。さらに、川上の物価に当たる生産者物価は前年同月比▲4.6%と3年以上に亘ってマイナスで推移している上、前月比も▲0.1%と18ヶ月連続で下落しており、足下における物価上昇圧力後退の一因となっている。外需を中心に底入れの動きが出ていることに加え、一部の不動産市況にも改善の動きが出ていることから、以前に比べてデフレに陥るリスクは後退していると考えられるものの、輸入の動きからは内需の弱さがあらためて確認されており、川上部門を中心に需要の弱さが物価上昇圧力の一段の後退を促す可能性はある。上述のように、株式相場の上昇が個人消費を中心とする内需喚起に繋がれば、こうした状況は徐々に解消に向かうと期待される一方、実体経済に波及しない状況が続けば金融市場と実体経済の乖離は広がる一方であり、事態打開の道りは難しくなると懸念される。同国の公的部門による債務残高は公表ベースでは依然低水準に抑えられており、党及び政府が主導する形で事態収拾を図る余力はあると考えられるものの、足下においては中途半端な形で市場経済のルールを導入したことによる歪みが大きくなっており、これに調整圧力が掛かった場合の影響は想定を遥かに上回る規模となると予想される。同国経済が新たなリスクを抱えるなか、今後は規制緩和を進めることで経済の自由度を高めるとともに、その透明度を高める取り組みがこれまで以上に不可欠になっていると言えよう。

以 上