

中国金融市場と実体経済の矛盾と不透明さ

～短期的な株下落リスクは後退も、景気不透明感は底流に漂う～

発表日：2015年7月13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)

- 足下の金融市場では先月来暴落した株価と実体経済の行方に注目が集まっているが、政府のなり振り構わぬ対応でさらなる株下落リスクは後退しつつある。ただ、政府の一連の対応は海外からの信託を毀損すると見込まれ、人民元のSDR組み入れや中国株のMSCI組み入れ議論を後退させよう。結果的に、中国の金融自由化に向けた構造改革の取り組みが後ずれしていく可能性に注意する必要があると言えよう。
- 年明け以降は株式市場が熱狂する一方、実体経済は減速するなど両者は関係が薄いとされる。ただし、中期的な市場の安定化には実体経済の底入れが不可欠だが、政府が打ち出す対応は「新常态」に逆行するリスクがある。直近の外需を巡る動きには底入れの動きがみられるが、先行きには不透明感が残り、それが資源国・新興国経済の足かせとなることで翻って同国経済の重石となることも懸念される。中国自身に加え、中国依存度を高めてきた資源国やアジア新興国にとっても先行きは厳しい展開となる可能性は高い。

《政府の「何でもする」姿勢で短期的な株下落リスクは後退、景気の不透明感を背景に世界経済へのリスクは残る》

- 足下の金融市場においては、先月半ば以降の中国での株価暴落の行方と実体経済の動向に対する注目が集まっている。先月末以降、中国政府はなり振り構わぬ姿勢で株価維持を目指す方針を打ち出しており、先週末にかけては底打ちを示唆する動きもみられる。政府による一連の対策は効果を挙げつつあるものの、1営業日中の変動幅は依然として極めて大きいなど、株式市場を巡る動揺及び混乱が必ずしもすべてクリアになった訳ではないことを示唆している。事実、先週以降の同国株式市場では、上場企業の約6割に当たる企業で取引が停止状態となるなど異常な状況に直面している。そうした中での政府主導による株価対策は「小さくなったプールに大量の水を注ぎ込んだ」状況と表現することができ、足下における相場反転は一連の対策で「水位が高まっただけ」とも捉えられる。特に、年明け以降の株高が誘発されるきっかけとしては、共産党及び政府の宣伝機関である国営メディアが投資を推奨する記事を相次いで掲載する動きをみせたことが影響したと考えられる。結果、同国株式市場は取引主体の太宗を個人投資家が占めるなか、信用取引などリスクの高い手法を用いた株の売買が急拡大し、株高のペースが大きく押し上げられるに至った（詳細は8日付レポート「[中国株暴落の影響をあらためて考える](#)」をご参照ください）。つまり、株式相場が今後も下げ止まらない事態に陥れば、損失を被った個人投資家などを中心に共産党や政府に対する批判が高まり、結果的に社会不安が増幅されるリスクも予想される。現に、同国内ではすでに100人以上の人権派弁護士や社会活動家などが摘発され、公安当局に連行されるといった報道が出ており、社会不安の芽を摘むことを目的とした言論弾圧が強まる動きがみられる。こうしたことも、政府が上述のように「どのような手を使っても」株価維持に奔走する理由になっていると考えられ、先行きについても政府がこうした姿勢を強める可能性は高いと予想される。

図1 上海総合指数と上海株売買代金の推移

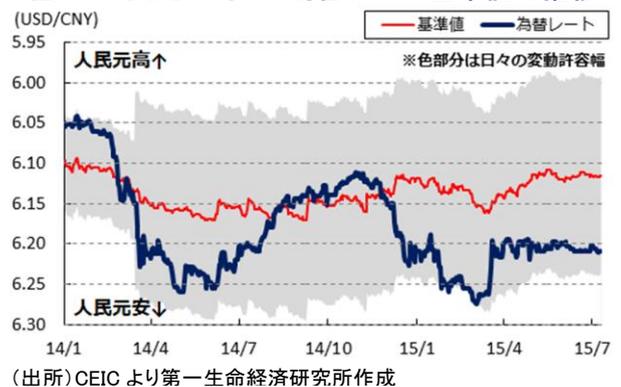


(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

ただし、こうした姿勢はこれまで「市場のことは市場に任せる」としてきた習近平政権が掲げる改革路線とはまったく異なるものであり、年内にも進展が期待されてきた金融市場の自由化に向けた取り組みも後退することが懸念される。また、足下ではIMF（国際通貨基金）の加盟国による通貨引出権の単位であるSDRの通貨バスケットに人民元を組み入れるか否かに注目が集まっており、10月にペルーで開催される世銀・IMF総会では重要なテーマになるとみられる。しかし、一連の中国政府による金融市場への対応は異質性が極めて際立ったことを勘案すれば、昨年段階で人民元は米ドル、ユーロ、英ポンド、日本円に次ぐ世界5番目に決済利用されている通貨ではあるが、その信ぴょう性に疑念が生じた可能性は考えられる。さらに、中国株についてはMSCI指数への組み入れが検討される動きもあったが、一連の対応による同国金融市場に対する信頼性の低下はそうした取り組みをも後退させることに繋がろう。結果として、金融市場の改革などについてもスケジュールがおしなべて後ろ倒しになることが予想され、同国金融市場を巡る改革機運が大きく後退していく可能性には注意が必要である。

- 足下における中国の実体経済を巡っては製造業PMIの低迷などが示しているように力強さに乏しい展開が続いており、年明け以降の株式市場の活況と大きく乖離する状況が続いてきた。こうした傾向は、同国においては実体経済と金融市場の動きが必ずしもリンクしないことを意味するものと捉えられている。一方、同国内で投資対象となり得るのは株式か不動産くらいとされるなか、ここ数年は不動産市場において熱狂とその後に停滞が起こる循環がみられた。なお、こちらについては不動産開発投資など実物投資を伴う動きがあることから、実体経済の動きと大きく連動する傾向が強いと考えられる。その意味では同国の家計部門の資産に占める株式の割合は2割にも満たない水準に留まるなか、昨年末以降の株価上昇にも拘らず個人消費への押し上げ効果は限定的なものに留まった上、GDPに占める個人消費の比率が固定資本投資に比べて低いために景気全体を押し上げる力が乏しいことは致し方ない面がある。その一方、政府は株価そのものの下落を食い止めるべく様々な方策を打ち出す姿勢をみせているが、これらの対応は国際金融市場における同国への信認を大きく毀損させる懸念がある上、その内容もいわゆる「対症療法」の域を出ていない。政府が短期的な株価動向を重視する点は理解出来るものの、中長期的に株式相場の安定的な上昇を促すには、実体経済の回復を通じた企業業績の改善が不可欠である。政府は先週、成長分野に対して総額2500億元規模の資金を配分する方針のほか、インフラ関連を中心とする公共投資の前倒し実施により景気を下支えする方針を発表しており、これによって景気は一時的に押し上げられると期待される。しかし、これらの取り組みは習近平政権が掲げてきた旧来の投資に依存した同国経済の成長モデルを消費主導に転換する、いわゆる「新常态」の取り組みに逆行するものであり、この転換が容易なものではないことを同国政府が認めたことにはほかならない。政府主導による株価維持策は、これまでの景気対策の対象を企業から家計にシフトさせただけのバラ撒き政策となる可能性も懸念され、こうした動きが長期化すれば景気の押し上げ効果が見込めない一方で景気減速が顕著になり、財政状態が急激に悪化するリスクをはらむと考えられる。また、習近平政権は構造改革を通じて経済成長のけん引役を外需から内需にシフトさせる姿勢をみせるが、人民元の対米ドル為替レートは当局が発表する「基準値」を元に変動許容幅が設けられており、年明け以降は変動幅の下限近くで推移する展開が続いている。

図2 人民元の対ドル為替レート・基準値の推移



これは外国人投資家を中心に同国経済に対する見方が厳しくなったことを反映しているとする声がある一方、輸出競争力の向上を狙った当局による為替介入に伴うものとの声も根強くある。なお、足下では日本やEUによる緩和政策の影響で両通貨に下押し圧力が掛かりやすいなか、米ドルに連動する人民元相場は相対的に高止まりしやすいため、実効ベースでみた人民元相場は高止まりしている。これはこのところの外需の足かせとな

ってきたが、6月の輸出額は前年同月比+2.8%と4ヶ月ぶりに前年を上回る伸びに転じるなど、底入れを示唆する動きが確認されている。一方の輸入額は前年同月比▲6.2%と8ヶ月連続で前年を下回る伸びに留まったものの、前月(同▲17.7%)から大幅にマイナス幅は縮小しており、輸出財の生産に特化した経済特区における輸入のみならず、国内需要向けの輸入額にも底入れが確認されている。足下では堅調な景気拡大が続く米国など先進国向けが外需の底入れを促す動きに繋がっているが、いわゆる「ギリシャ問題」をきっかけにEU経済には不透明感がくすぶるなか、中国の景気減速が国際商品市況の調整圧力となること

で資源国や新興国景気の足かせとなり、翻ってこれらの国々への輸出が下押しされる状況が続いている。足下ではあからさまな人民元安誘導策が採りにくくなっている上、貿易黒字幅が拡大していることを勘案すれば基調としては人民元高圧力がくすぶるなか、輸出の急激な回復は望みにくくなる一方、政府が主導するインフラ投資の前倒し実施は同国内における過剰状態の解消を目指したものとも考えられる。そうなれば、先行きにおける中国の景気回復は輸入拡大を伴う動きとなるかは不透明であり、近年は中国の需要拡大に大きく依存してきた国々にとっては景気拡大に繋がる効果が得られにくい展開も予想される。中国経済にとっても厳しい展開が続く可能性はあるが、それ以上にここ数年中国への依存度を高めてきたアジア新興国、資源国などにとっても厳しい状況が待ち受けていると考えられる。

以上

図3 貿易動向の推移

