



中国発の金融市場の混乱を考える

～景気維持に留まらない強固な構造改革の姿勢が必要に～

発表日：2015年8月24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)

- 中国経済を巡る不透明感をきっかけに国際金融市場は混乱している。株暴落を受けたなり振り構わぬ株価対策で一時的に安定したかに見えたが、先週末時点でその効果は完全に剥落し、世界的な混乱に拍車がかかっている。実体経済の悪化が続くなかで政府が重視する雇用環境にも不透明感がくすぶり、視界不良の様相を呈する。既存の成長モデルが行き詰まるなかで、構造転換は焦眉の急となっていると言えよう。
- 当研究所は現時点では年末にかけて景気対策効果が発現するとみるが、足下では一段の景気悪化を招くリスクがくすぶる。実質的な人民元切り下げも、金融市場の混乱で他のアジア通貨が下落基調を強めるなかではその効果が期待しにくい。一方、一部で不動産バブルの再燃が警戒されており、金融緩和にも踏み切りにくい。当局には景気に配慮しつつ、対症療法に留まらない構造転換を促す強固な姿勢が求められる。

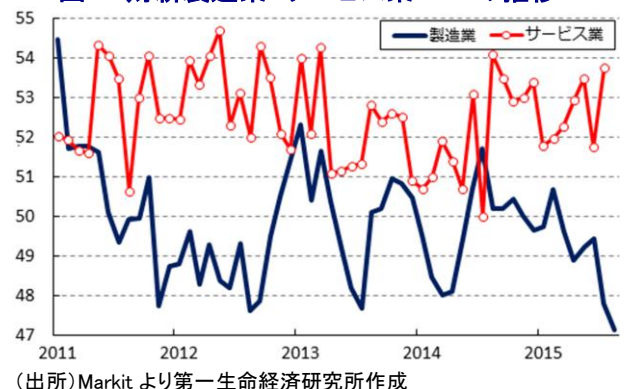
《金融市場から景気対策への催促が強まるなか、当局には景気維持と構造転換の二兎を追う強固な姿勢が求められる》

- 中国経済を巡る不透明感をきっかけに国際金融市場は乱気流に見舞われている。6月半ばをきっかけに変調を来した中国株式市場は、その後の中国政府によるなり振り構わぬ株価対策の効果によって一時的に下支えされる場面が続いてきた。しかしながら、一連の株価対策によって「官製賭博場」と化した株式市場はその後安定感を欠く値動きを続けている。21日の上海総合指数の終値は3507ポイントと株価対策実施直前の水準まで下落しており、約2ヶ月で一連の株価対策は完全に剥落するとともに、今日(24日)の取引は大幅下落で開始するなど、先の見えない展開となっている。足下の中国経済については、習政権が主導する「新常态(ニューノーマル)」に向けた構造改革を期待する動きがある一方、実体経済面ではこれまで中国経済をけん引してきた輸出や投資などは大きく鈍化しており、景気の減速感が強まっていることは否めない。今年7月までの累計ベースの輸出額は前年比でマイナスとなるなど、今年の政府目標(貿易量で前年比6%増)の達成は極めて難しくなっている。昨年後半以降の原油安により輸入額に下押し圧力が掛かっている影響はあるものの、その影響を除いても外需及び内需の弱さが貿易量を大きく下押ししていることは明らかであり、2000年代以降の世界経済が中国の経済成長によって押し上げられてきたこと、同国の経済規模が世界第2位であることを勘案すれば、同国をきっかけにした世界的な貿易量の鈍化が世界経済に対する影響は無視出来ない。貿易量の鈍化を裏打ちする形で固定資本投資は足下で急激に減速しており、

図1 上海総合指数と売買代金の推移



図2 財新製造業・サービス業PMIの推移



政府主導によるインフラ投資など景気下支えの効果により踏み留まる動きがある一方、製造業を中心に設備投資意欲は後退しており、政府が経済成長のけん引役として期待するサービス産業でも投資の伸びは鈍化するなど、構造転換は容易に進んでいない様子もうかがえる。他方、習政権は経済成長の「質」を求める姿勢を強めており、それを確認する材料として雇用環境の動向を重視しているが、足下のPMI（購買担当者景況感）からはサービス業の雇用環境は底堅い一方、製造業では雇用調整圧力が強まっている模様である。ここ数年は年間で10%を上回る賃金上昇が続いている上、人民元は実質的に米ドルとペッグ（固定）したことで通貨高圧力が強まるなど、同国内での生産コストは急激に上昇する状況が続いてきた。さらに、同国はすでに生産年齢人口が減少局面に突入しており、これまでの経済成長モデルを構成してきた「低廉で豊富な労働力」の確保が難しくなっている。こうしたことも習政権が同国経済の構造転換が必要と認識する一因になっていると考えられる一方、足下においては依然として構造転換に向けての腹が据わらず右往左往しているような様子もうかがえる。習政権として構造転換の重要性は認識する一方、それに伴う景気減速が急速に進めば共産党の存立が危ぶまれる事態も懸念されており、上述のなり振り構わぬ株価対策の実施についてもその実効性については疑問が残る内容であったにも拘らずそうせざるを得なかったものと解釈出来る。ただし、事態は刻々と悪化の度合いを増していることを勘案すれば、構造改革の本気度を示す必要性は焦眉の急になっていると言えよう。

- 当研究所は先週に今年の中国の経済成長率について前年比+6.9%との見通しを発表しており、年末にかけては政府によるインフラ投資など従来型の域をまったく出していないものの、なり振り構わぬ景気刺激策の効果発現により景気が押し上げられることで、政府の掲げる成長率目標（7%前後）に近い数字になると考えている。しかしながら、7月の経済指標からは景気が再び踊り場を迎える様相が強まっている上、今月には上海港に次ぐ貨物取扱量を誇る天津港近辺で大規模爆発事故が発生しており、周辺では工場の稼働などに支障が出るなどの影響もみられ、景気の足かせとなる可能性が懸念される。

また、人民銀行は実質的な人民元相場の切り下げに動いており、一時的には低迷が続く輸出を下支えすることが期待される。しかし、昨年後半以降の原油安の影響も重なって同国ではデフインフレ懸念がくすぶっており、人民元の実質実効為替レートはここ5年で3割以上も上昇していることを勘案すれば、実質切り下げ以降に約4%程度低下したことで輸出が押し上げられる効果は必ずしも大きくないと考えられる。さらに、国際金融市場の動揺に伴いアジア

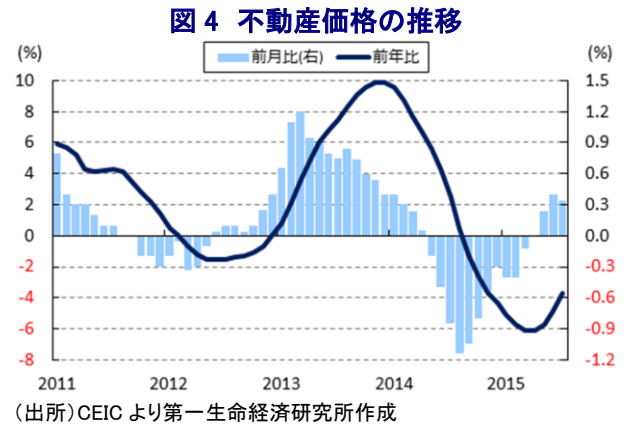
図3 人民元の実質実効為替レートの推移



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

を中心とする新興国では海外資金の流出圧力が強まる動きがみられ、各国通貨の対ドル相場は数年来の安値となるなど通貨安圧力が高まっており、結果的に人民元の実効レートは中国当局の期待ほどには動かない可能性もある。また、中国の家計部門の資産に占める株式の割合は高くないと見込まれる一方、年明け以降の株式相場の上昇局面においては個人投資家の証券口座数が急増していたこと、多くの個人投資家が信用取引を拡大させてきたことを勘案すれば、6月半ば以降の株価暴落の影響がまったくないと想定しにくい。さらに、習政権が掲げる構造転換の方針では、経済成長のけん引役を外需や投資から個人消費へのシフトを掲げていたことから、年明け以降の株価上昇を共産党の宣伝機関である国営メディアが煽っていたことは、社会保障が手薄な状況でも個人消費を拡大させるべく、裾野広く株価上昇によるキャピタルゲインを得させることにあったとも考えられる。とはいえ、実体経済の減速が懸念されるなど企業業績面でプラスの効果が見込めないなかで、金

融緩和のみによって相場が上昇する「官製相場」が早晚行き詰まりをみせることは避けられなかったなか、足下では昨年末以降の金融緩和により金融市場では再び「カネ余り」に対する警戒感が出ており、一部の大都市では不動産市況が再び上昇基調を強めるなど「バブル」懸念もくすぶりつつある。したがって、当局にとっては実体経済を支えるための方策が不可欠になっていると思われ、金融市場の動揺も中国政府に対する追加的な景気対策を催促している側面が強いと考えられるものの、上述のように株バブルが崩壊



している一方で、バブルが崩壊したはずの不動産市場では新たなバブルの芽が生まれつつあることから、金融緩和に踏み切るハードルはこれまで以上に高まっている。金融市場の動揺を抑えるためには、一定程度景気に配慮した姿勢を採ることが不可欠になっている一方、胡前政権下で世界金融危機後に採られた大規模な財政支出動は足下で同国経済が直面している様々な歪みを招く一因になっていることを勘案すれば、対症療法的な姿勢を続けることは先行きにおける同国経済の歪みを一段と大きくしかねない。足下では現政権を取り巻く権力闘争が激化しているとの報道も仄聞しており、国有企業改革など抜本的な構造改革を断行するハードルは決して低くないと予想されるものの、こうした時こそ株価対策など小手先ではない対応策を示し、実体経済の底入れを促す姿勢が求められよう。

以 上