



中国を巡る実体経済と金融市場の乖離

～実体経済への過度な悲観視は不要も、当局が直面する課題克服は困難～

発表日：2016年 1 月 13 日 (水)

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)

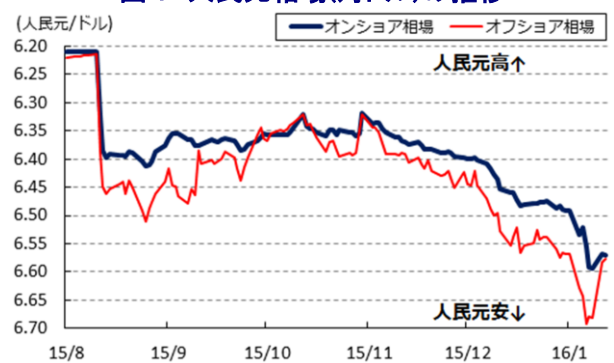
(要旨)

- 年明け以降の金融市場では、中国経済の不透明感、特に当局の政策対応を巡る不信感が市場の動揺を増幅した。米利上げや中東情勢が混迷するなか、昨年以降の人民元相場を巡る思惑が度々交錯したことは市場の当局に対する見方に影響を与えた。さらに、年明け以降の株式市場を巡るドタバタは当局の能力自体への不信感にも繋がった。足下では当局の対応強化によって市場は落ち着きをみせつつあるが、本格的に市場が落ち着きを取り戻すには、実体経済の持ち直しを確認する必要があることは言を待たない。
- 足下の実体経済は依然一進一退の展開が続いており、製造業が勢いを欠く一方でサービス業が景気をけん引する構図は変わらず、市場が過度に悲観に振れた面は否めない。ただ、懸念された外需を取り巻く環境は予想外に堅調ななか、景気下支え策の効果発現で内需にも底堅さが確認されている。直近の貿易統計からは、中国の実体経済は金融市場が過剰反応したほどには悪くないと判断することが出来よう。
- ただし、景気は以前の力強さを欠くなか、商品市況の調整も重石となりデスインフレ基調が続く見通しである。地方を中心に不動産市況の調整が止まらず資産デフレが本格的なデフレを招くリスクもくすぶる。当局には構造改革と実体経済の健全化の両立という難しい課題の克服という困難が待ち受けている。

《実体経済に対する過度な悲観で年明け以降の金融市場はドタバタ。当局の政策能力に対する不信感も動揺を増幅》

- 年明け以降の国際金融市場を巡っては、中国経済に対する不透明感、とりわけ当局による政策対応の不手際に対する不信感が市場の動揺を増幅したと考えられる。折しも、昨年末に米国F R B（連邦準備制度理事会）が9年半ぶりの利上げに踏み切るなど金融政策の正常化に動いたことで、国際金融市場では世界的なマネーの動きが大きく変化し、世界経済自体にも様々な影響が出るとみられてきた。さらに、年明け直後にはサウジアラビアがイランとの国交断絶を宣言し、その後もサウジを中心とする湾岸協力理事会（G C C）加盟国が揃ってサウジの立場を支持する姿勢をみせるなど、中東情勢を巡る混乱も懸念されている。こうした様々なリスク要因が底流にあるなか、昨年夏場にかけて大きく混乱した中国市場で再び動揺が広がったことは、同国の実体経済に対する不透明感と相俟って投資家心理に予想外の悪影響を与えた可能性は否定出来ない。中国当局の対応への不信感が増幅された背景には、昨年来の人民元相場の方向感がそれまでと大きく変化するなかで、当局の意図及び認識に対する様々な憶測が広がったことが影響したと考えられる。昨年8月に当局は、突如人民元相場の基準値の算定方法を変更する方針を決定し、それに伴って人民元の対ドルレートは実質的に大きく切り下げられる事態となる。この動きに対して、当初は「中国景気が減速感を強めるなかで人民元安による輸出競争力の向上を背景に景気浮揚を図っている」との見方が広がった。しかしながら、実態としては習政権が人民元をIMF（国際通貨基金）のS D R（特別引出権）の構成通貨入りを目指すなかで為替

図1 人民元相場(対ドル)の推移

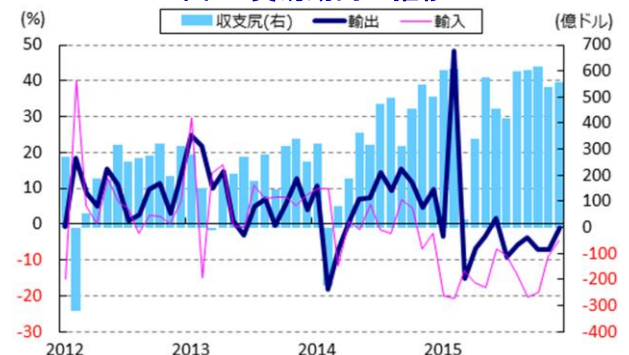


(出所) THOMSON REUTERS より第一生命経済研究所作成

レート市場実勢に沿う水準に併せる必要が生じたため、「既存の管理変動相場制を維持しつつ、基準値の設定に前日終値を反映させる」ことに踏み切ったと解釈することが可能である。ただし、昨年 11 月の IMF 理事会において人民元を今年 10 月から SDR の構成通貨とする決定が行われたことを契機に、当局の管理下にあり比較的落ち着いた推移を続けてきた「オンショア人民元」相場が、外国人投資家を中心に自由な取引が可能な「オフショア人民元」相場での人民元安観測に連れる形で徐々に下落基調を強めるようになる。また、先月には当局が人民元相場について、対米ドルレートではなく 13 通貨で構成される独自の通貨バスケットを参照する考えを示すなど、米国の利上げ実施などを背景に米ドル高圧力が強まることを意識する姿勢をみせたため、市場では再び当局が人民元安誘導を図ろうとしているとの見方が強まった。こうしたことから、外国人投資家を中心に資金逃避の動きを強めたことで、昨年末から年明けにかけてオンショア人民元相場とオフショア人民元相場の乖離は一段と開いた。上述のように、一般的に人民元安は中国経済にとって輸出競争力の向上を通じてプラスの効果を挙げるとみられる一方、ここ数年企業部門は海外での資金調達を活発化させたことで外貨建の対外債務残高は急拡大しており、過度な人民元安は債務負担の増大を通じて実体経済の足かせとなるリスクがある。よって、当局は急速な人民元安が進んだオフショア市場などで人民元買い（米ドル売り）の為替介入を行う実質的な引き締め動くなど、景気減速を受けて一昨年以降金融緩和政策を強めてきた姿勢と真っ向から逆行する事態となった。こうした政策対応を巡る不確実性は、市場に当局の意図に対する認識をかく乱させるとともに、当局の政策対応能力に対する不信感に繋がった可能性は高い。そして、年明け以降の株式相場では導入されたサーキットブレーカーが相次いで発動されたために制度を突如凍結し、今月 8 日に期日が迫った株価維持策の事実上の延長を発表するなど、その対応を巡っても後手を踏む事態が相次いだ。足下では株価維持策の延長に加え、当局が人民元相場の乖離縮小に向けた取り組みを強化するなど、市場安定を優先する姿勢をみせたことで落ち着きを取り戻しつつある。ただし、足下の金融市場の落ち着きは当局の介入により無理矢理醸成されていること、市場自体には依然当局に対する不信感がくすぶっていることを勘案すれば、実体経済の持ち直し自体が真の意味での市場の安心感に繋がると言えよう。

- 他方、足下の実体経済の動きについては、依然として一進一退の展開が続いているものと考えられる。今月初めに発表された直近の製造業 PMI（購買担当者景況感）は、政府版及び民間版ともに好不況の分かれ目となる 50 を下回り、製造業を取り巻く環境は依然として厳しいことが確認された。大企業においては、政府主導によるインフラ投資をはじめとする景気下支え策の効果が発現する動きがみられる一方、中小企業などでは海外経済を巡る不透明感に加え、人民元相場が実効ベースで高止まりするなど価格競争力が低下していることも重なり、外需を中心とする低迷が景況感の足かせになっている。その一方、足下で中国経済の新たなけん引役となっているサービス業については、政府版及び民間版ともに好不況の分かれ目である 50 を上回っており、製造業が弱含むなかでサービス業の拡大が中国経済を下支えしている様子がうかがえる。とはいえ、事前には改善すると見込まれていた民間版の PMI は製造業、サービス業ともに前月から悪化している上、先行きに対する期待も悪化するなど不透明感がくすぶる内容となった。こうしたことから、上述のように金融市場においては当局の姿勢やその能力に対する不信感が渦巻いていたなか、実体経済に対して過度

図 2 貿易動向の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

に悲観視する動きが促されることになった可能性はある。なお、13日に発表された12月の輸出額は前年同月比▲1.4%と6ヶ月連続で前年を下回る伸びが続いたものの、前月（同▲6.8%）からマイナス幅は縮小している上、当研究所が試算した季節調整値ベースの前月比でも3ヶ月ぶりに拡大に転じるなど底入れの動きが確認されている。国・地域別では、年末商戦を迎えた米国向けやEU向けなど先進国向けが堅調な推移をみせているほか、ASEANなど新興国向けの底堅さも輸出全体の押し上げに繋がっている。ただし、懸念要因として保税地域である香港向け輸出が前年同月比+10.8%と10ヶ月ぶりに前年を上回る伸びとなるなど急拡大しており、これが数年前に問題になったいわゆる「偽輸出」に拠るものである可能性には要注意である。ここ数ヶ月に亘って人民元安基調は進んだものの、実効ベースでは依然として過去最高水準にあることを勘案すれば、こうした状況にも拘らず輸出に底堅さがみられることは、先行きの景気にとってもプラスと判断出来よう。一方の12月の輸入額も前年同月比▲7.6%と14ヶ月連続で前年を下回る伸びに留まったものの、前月（同▲8.7%）からマイナス幅は縮小しており、前月比も3ヶ月

連続で拡大するなど底離れを示唆する内容となっている。過去数ヶ月は輸出財の生産に必要な中間財をはじめとする素材・部材需要が輸入を押し上げてきたものの、ここに来てようやく内需向けの消費財などの輸入拡大が輸入の押し上げに繋がっている。原油をはじめとする国際商品市況の調整による下押しが懸念されたものの、原油の輸入量の伸びは前年を上回るほか、銅や鉄鋼石の輸入量も前年を大きく上回っている。昨秋に実施された小型車を対象とした減税措置の効果で足下の自動車販売の伸びが加速しているほか、インフラ投資を中心とする政府の景気刺激策の効果発現により内需が比較的底堅い推移をみせていることも輸入の堅調さに影響を与えている。よって、直近の貿易統計からは、足下の中国の実体経済が年明け以降の金融市場で過度に悲観視された状況とは異なると判断出来よう。

- 上述のように、足下の中国景気は底堅さがうかがえる外需と内需を背景に引き続き緩やかな拡大が続いていると考えられるものの、先行きについては依然として不透明要素が少なくない点には注意が必要である。景気の緩慢さを示すように、昨年同年ベースのインフレ率も前年比+1.4%と政府が掲げているインフレ目標（3%）を大きく下回っており、12月単月ベースのインフレ率も前年同月比+1.6%と前月（同+1.5%）からわずかに加速したものの、依然目標には遥かに及ばない水準に留まっている。前月比は+0.5%と前月（同+0.0%）から上昇ペースが加速しており、これは例年に比べて降雨量や降雪量が多かった影響で野菜や果物をはじめとする生鮮食料品価格が大きく上昇したことで物価が押し上げられた側面が大きい。他方、原油をはじめとする国際商品市況の調整などを反映してエネルギー価格は下落しているほか、景気の緩慢さに伴ってサービス価格も横這いで推移しており、食料品とエネルギーを除いたコアインフレ率は前年同月比+1.5%と前月（同+1.5%）と同じ伸びに留まっている。さらに、川上の物価に当たる生産者物価は前年同月比

図3 自動車販売台数の推移

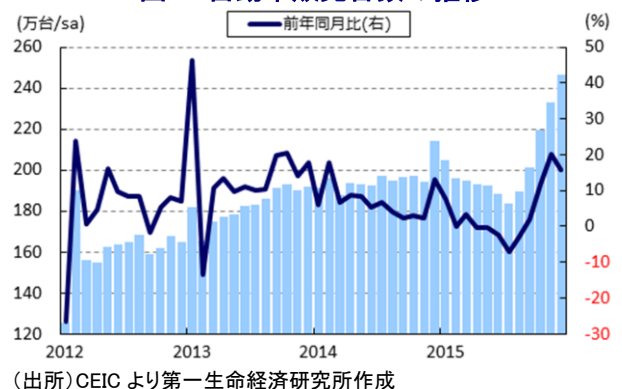


図4 インフレ率の推移



▲5.9%と 46 ヶ月に亘ってマイナスで推移している上、前月比も▲0.6%と丸 2 年に亘って下落基調が続くなど、国際商品市況の調整が重石となる形で上向く兆しがみえない。足下では中東情勢を巡る混乱の深刻化が懸念されている一方、原油に対する世界的な需給がタイト化する可能性が依然低いことを理由に原油相場は 12 年ぶりの安値となるなど、引き続き物価の下押し要因となることでデフレーション基調が続くと見込まれる。物価動向以上に厄介なのは、足下において都市と地方の間で跛行色が一段と鮮明になっている不動産市況であろう。一昨年末以降の金融緩和政策などの効果もあり、11 月時点の新築住宅販売価格は調査対象である 70 都市中 33 都市で上昇するなど大都市部を中心に底入れが進んでおり、全体でも前年同月比は 2 ヶ月連続でプラスとなるなど改善が進んでいる様子がうかがえる。その一方で地方都市を中心に不動産市況は下げ止まりの兆しも出ておらず、不動産セクターにおける不良債権が増大し、ひいてはその開発資金捻出の裏で拡大した地方政府債務などに飛び火するリスクはくすぶっている。昨年末に共産党及び政府が今年の経済政策の運営方針を協議するために開催した「中央経済工作会議」では不動産問題が主要議題の一つとされ、都市化の進展で需要拡大を図る一方で安価な住宅供給により市況の安定を図る姿勢が示された。同会議では新たな概念として「サプライサイド改革」が打ち出されるなど、供給制約が先行きにおける中国経済の頭打ち要因となる可能性に着目した点は評価出来る一方、当局の金融市場でのドタバタ振りをみるに、政府の関与を極大化しつつ市場メカニズムを中途半端に活用したことの歪みが表面化した面は否めない。地方を中心とする資産デフレが本格的なデフレを引き起こすリスクや、それによって都市と地方の格差が現状以上に拡大することは、共産党が最も懸念する社会不安の増大に繋がる可能性もくすぶる。構造改革と実体経済の健全化の両立は極めて難しい隘路にあるが、同国経済はすでに世界第 2 位の経済規模を有するため世界経済もその動揺を免れないことを勘案すれば、これらの着実な進展に向けた努力がこれまで以上に当局に求められよう。

以 上