

中国経済を巡るリスクを春節中に再確認

～債務問題の行方に加え、金融市場の動揺への耐性にも要注意～

発表日：2018年2月19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)

- 今月初めの米長期金利の上昇を契機とする国際金融市場の動揺は落ち着きを取り戻しつつある。金融取引を巡る問題などが動揺を増幅させた面がある一方、足下の世界経済は加速感を強める上、金融機関の体力などを勘案すれば危機的状況にはほど遠い。ただし、今後は先進国の金融政策の正常化に伴い「超緩和状態」を前提とするルール見直しは不可避であり、世界経済の頭打ちの引き金となる可能性には要注意だ。
 - 世界経済の自律回復は外需を下支えし、一昨年来の公共投資拡充の動きは内需を押し上げるなど、足下の中国経済の持ち直しは鮮明である。ただし、過剰債務問題への対応が急務のなか、中国当局は自身の時間軸で対応前進を図るとみるが、仮に金融市場が動揺すれば信用収縮懸念はくすぶる。足下のイノベーションの活発化は「カネ余り」が後押ししている面もあり、経済動向にも少なからず影響を与えるとみられる。
 - 中国株バブル崩壊後の資金流出を背景に人民元相場の調整圧力が高まり、当局は巨額の為替介入を実施したため外貨準備高は大きく減少した。足下では中国経済の持ち直しも追い風に海外資金に回帰の動きがみられ、外貨準備高は増加に転じている。ただし、金融市場の動揺に対する耐性はここ数年大きく低下している。人民元相場の動向は米中関係の新たな火種となるリスクもあることにも注意する必要がある。
- 今月初めの米国長期金利の上昇をきっかけに、米国株式市場では年明け以降上昇傾向を加速させたこともあり大幅な調整圧力が掛かり、世界的に株式相場下落の動きが広がるなど国際金融市場は久々の動揺に見舞われた。動揺が急激に増幅した背景には、このところの国際金融市場が先進国を中心とする量的金融緩和政策などで「カネ余り」となるなか、世界経済は自律回復の動きを強める一方で低インフレ状態が続いたことで「ぬるま湯」的な環境に浴して来たことも影響したとみられる。さらに、国際金融市場の「ぬるま湯」的な環境が長期化したことに伴いリスクマネーの動きが活発化するなか、ボラティリティに対するヘッジ商品の売り残が積み上がる事態がみられ、こうした動きは年明け以降リスク性資産である株式の上昇ペースを高めた。しかしながら、米長期金利上昇とそれに伴う米株価の急落を受け、これらの動きが大きく巻き戻されることとなり、結果として市場のボラティリティが急速に高まることに繋がった。その後の国際金融市場においては、動揺が一段と広がりを見せるか、もしくは早期に収束することが出来るかに注目が集まっているが、足下では動揺の「引き金」となったVIX指数(恐怖指数)は落ち着きを取り戻す動きがみられるなど、金融市場を巡る不安は早くも後退する様相をみせている。金融市場に動揺が広がった背景としては、上述したようなテクニカルな要因も然ることながら、今年はいわゆる「リーマン・ショック」をきっかけとする世界金融危機から丸10年を迎えるなか、過去数十年の国際金融市場では約10年周期で危機的状況が意識される展開が続いたことも影響したと考えられる。ただ

図1 VIX指数(恐怖指数)の推移

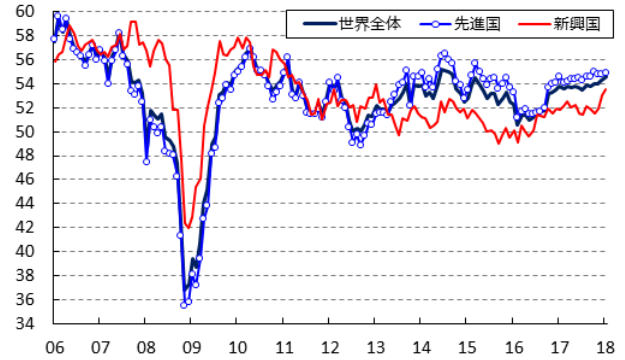


し、過去の危機的状況に陥る場面においては、世界金融危機の発生時もそうであったように世界景気がすでにピークアウトしていた状況であったものの、足下の世界経済は全体的に拡大傾向を強めるなど対照的な状況にある。さらに、世界金融危機の際などは国際金融市場の動揺が発端となる形で金融機関の中に破たんしに追い込まれる動きが強まり、結果的に信用収縮の動きが連鎖的に拡大して実体経済に大打撃を与える事態となった。しかし、世界金融危機後は金融機関の高リスク投資に対する規制強化や「ストレスシナリオ」の義務化などを通じてリスク管理が強化されている。よって、

金融市場が一段と落ち着きを取り戻すことが出来れば、世界経済にとっては信用収縮を通じた実体経済の落ち込みに繋がる事態は想定しにくく、そのことが金融市場の落ち着きを促す好循環を促すと期待される。他方、米国FRB（連邦準備制度理事会）は今後も緩やかな金融引き締めとバランスシート規模の縮小による政策の「正常化」に動くなか、米トランプ政権の減税を柱とする経済政策は米景気の上振れをもたらし、正常化のスピードを加速させる可能性がある。また、ECB（欧州中央銀行）も金融政策の正常化に向かう姿勢をみせており、今後は「カネ余り」を前提とする国際金融市場を巡るルールは変更を余儀なくされるとみられる。足下の世界経済は一段と加速感を強める動きが続いているものの、直近の製造業PMI（購買担当者景況感）は調査対象国の9割程度が好不況の別れ目となる50を上回るなど景気の「山」が意識されやすくなっており、今回の金融市場の動揺が景気頭打ちの引き金となることも考えられよう。

- このところの世界経済が自律回復の動きを強めていることは、中国経済にとって外需の下支えを通じて堅調な景気拡大を後押ししており、そうした状況は足下でも続いている。さらに、昨年中国は5年に一度の共産党大会が開催されるなど「政治の季節」を迎えたこともあり、過度な景気減速に陥る事態を避けるべくインフラ関連を中心とする公共投資の拡充が図られたほか、金融緩和が一段と進められて中国国内市場においても「カネ余り」が意識されやすくなったことは、不動産関連を中心とする固定資本投資の拡大を促した。こうしたことは、GDP統計以上に実体経済の動向を反映しやすいとされる「李克強指数（鉄道貨物輸送量、電力消費量、銀行融資の伸びによる合成関数）」が一昨年末にかけて急速に加速したものの、その後も底堅い動きが続いていることに現われている。また、直近の製造業及びサービス業のPMIはいずれも好不況の別れ目となる50を上回るなど景気拡大が続いている上、サービス業では上昇基調を強める動きがみられるなど、個人消費をはじめとする内需の堅調さをうかがわせる動きもみられる。足下の世界経済が拡大基調を強める

図2 総合PMI(製造業・サービス業)の推移



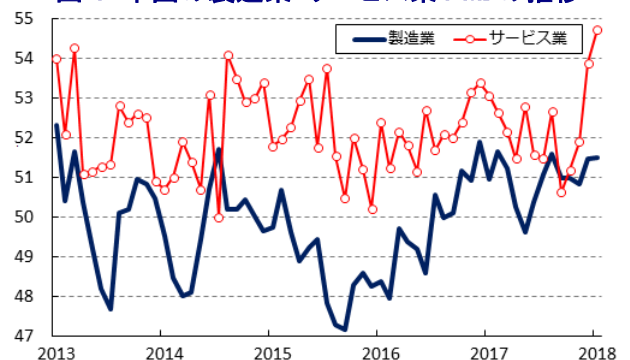
(出所)Markit より第一生命経済研究所作成

図3 李克強指数の推移



(出所)Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

図4 中国の製造業・サービス業PMIの推移



(出所)Markit より第一生命経済研究所作成

動きをみせていることは、世界最大の輸出国である中国経済にとって景気の下支えに繋がると見込まれる。他方、共産党及び中国政府は今年の経済政策運営を行うに当たり①金融システムリスクの抑制、②貧困克服、③環境対策の「3つの戦い」に動く方針を示しており、特に最重点課題に掲げる金融システムリスクの抑制については、過剰債務の削減といった取り組みは景気の面では下押し圧力となることが予想される（詳細は昨年12月21日付レポート「[習政権2期目のスタートを占う中央経済工作会議](#)」をご参照下さい）。中国が直面する債務問題を巡っては、世界金融危機後に政府が実施した巨額の公共投資をきっかけに国内の信用残高は右肩上がり拡大しており、国有企業を中心に公共投資を肩代わりする動きが広がったことも追い風に非金融企業部門向け信用残高のGDP比は他国と比較しても突出した水準に至っている。当局は主要政策金利など明確な形での政策変更には動いていないものの、昨年以降は政策スタンスをやや引き締め方向にシフトさせており、その動きを反映する形で金利は上昇基調を強めている。中国当局はあくまで自らのペースで課題解決に取り組むと見込まれるため、金融市場の動揺を招くような性急な動きに出る可能性は低いと予想するが、国際金融市場の動揺など「外圧」が強まることへの対応は、2015年の株式市場でのバブル発生と崩壊後の動きをみる限り得意とは言いがたい。当局は昨年11月に過剰債務の「元凶」のひとつである理財商品への元本保証を禁止する方針を公表したほか、銀行をはじめとする金融機関を対象にリスク管理の強化を指示するなど、債務拡大の動きに対する統制及び規制を強化する動きをみせている。

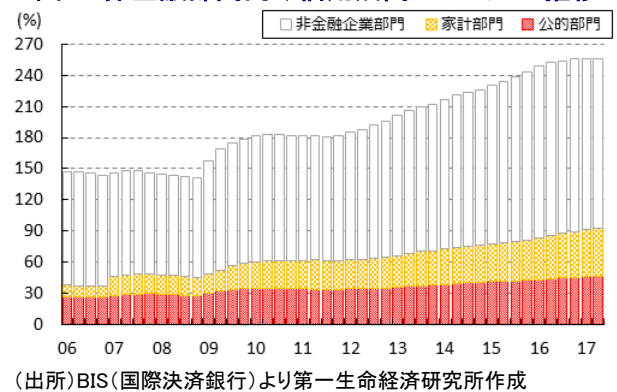
さらに、資金逃避手段として取引が活発化し、投機的な動きの影響が懸念された新規の暗号通貨公開

(ICO)の全面禁止に動いているほか、個人間での資金融通の仕組みのひとつであるP2P金融に対する規制強化も進められているが、足下では依然として拡大傾向が続くなどリスクはくすぶったままである（詳細は1日付レポート「[中国は堅調維持も、「中国は違う」と言い切れるか](#)」をご参照下さい）。足下の中国経済

を巡っては、イノベーションに関連するベンチャー企業の動きが活発化するなど新たな動きが出ており、中国経済のみならず世界経済のあり方を変える可能性がある一方、中国国内における「カネ余り」がこうした動きを後押ししていることを勘案すれば、債務抑制の動きは景気のみならず、新産業の創出などの面でもマイナスの影響を及ぼすことも懸念される。その意味では、中国当局の「一挙手一投足」は中国経済、ひいては世界経済に与える影響が極めて大きいだけに、慎重さに加えて適時適切な対応を採ることが望まれる。

- 2015年の中国株式市場でのバブルの発生と崩壊を巡っては、国内外の投資家による資金逃避の動きが強まったこともあり、その後の通貨人民元相場は当局の規制の手が及ばないオフショア市場を中心に人民元安圧力が強まる動きがみられた。結果、当局は人民元安の阻止に向けてオフショア市場において人民元買い（米ドル売り）の為替介入に動いたことから、外貨準備高は2年半ほどの間にピークから1兆ドル近く減少するなど異常事態に追い込まれた。なお、その後は当局による資本規制など「禁じ手」に近い対応が採られたほか、足下では中国経済自体の持ち直しも追い風に落ち着きを取り戻していることもあり、昨年以降は減少基調が続いた外貨準備高も増加に転じている。世界経済の自律回復を追い風に輸出の底入れが進むなかで貿易収支は黒字基調を強めているほか、世界的な「カネ余り」を背景に「ぬるま湯」的な金融市場環境が続いてきたことでリスクマネーの動きが活発化しており、同国への資金流入の動きが回帰している可能性も考えられる。また、2016

図5 非金融部門向け信用残高/GDP比の推移



年 10 月には IMF（国際通貨基金）が加盟国に配分する資金融通の権利及びその単位である SDR（特別引出権）の構成通貨に人民元を採用するなど「国際通貨」の仲間入りを果たしたことは、中国との貿易取引が大きい国などを中心に外貨準備の構成通貨としての人民元需要を高めているとみられる。さらに、昨年 6 月には国際的な株価指数の開発や算出を行う米 M S C I 社が「グローバル新興国株式指数（EM）」に中国本土で上場する人民元建株式（中国 A 株）の組み入れを決定しており、今年 6 月から実際の組み入れが開始されることに伴い海外資金の流入が活発化しているとみられる。こうしたことも足下の外貨準備高の増加に寄与しているとみられ、1 月末時点では 3 兆 1615 億ドルと他国と比較しても突出した水準にある。ただし、IMF が世界金融危機後に発表している外貨準備高の適正水準（Assessing Reserve Adequacy：ARA）の手法に照らし合

わせると、中国の外貨準備は必ずしも堅牢とはいえない実状が浮かび上がる。同手法では、固定相場制を採用する国では「 $\text{輸出額} \times 10\% + \text{広義のマネーサプライ (M2)} \times 10\% + \text{短期負債残高} \times 30\% + \text{その他負債残高} \times 20\%$ 」、変動相場制を採用する国では「 $\text{輸出額} \times 5\% + \text{広義のマネーサプライ (M2)} \times 5\% + \text{短期負債残高} \times 30\% + \text{その他負債残高} \times 15\%$ 」に対して、外貨準備高の水準が「100～150%」の水準に維持することを推奨している。これを過去数年の中国の外貨準備

高の推移に併せて作成すると、中国の為替制度は管理フロート制であるため固定相場制に準拠することから、過去数年に亘って一貫して A R A が低下している上、昨年以降は適正水準を下回っている様子が確認出来る。この理由として、上述したような金融緩和政策の影響で中国国内におけるマネーサプライの量が過大で「カネ余り」が顕著になっている上、海外からの資金流入の活発化も金融市場の動揺に対する耐性を低下させているとみられる。仮に中国の為替制度が変動相場制であれば、足下の外貨準備高は十分な水準を確保していると捉えられるが、その場合人民元相場は大幅な変動を余儀なくされるとみられ、このところの外需による景気下支えの効果が減じられると見込まれる。他方、米トランプ政権は巨額に上る中国の対米貿易黒字を理由に中国に対する批判の目を強めており、足下では鉄鋼製品やアルミ製品、太陽光パネルといった財のほか、知的財産の侵害といった面で攻勢を強めているが（詳細は 8 日付レポート「[中国と米国の貿易を巡る火種はますますくすぶる](#)」をご参照下さい）、今後は人民元相場のあり方に標的をシフトさせる可能性も充分に考えられる。仮に両国の対立が一段と激化するなかで人民元相場に圧力が掛かる事態となれば、そのことが新たなリスクを表面化させることに繋がることも予想される。その意味では、先行きの国際金融市場を取り巻く環境は徐々に変化していくことが予想されるなか、これまで以上に米中両国の動きに対して注意を払う必要性が高まっている。

図 6 外貨準備高と ARA の推移

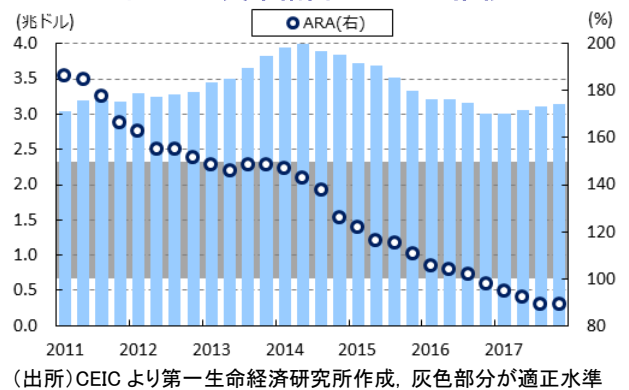


図 7 人民元相場(対ドル)の推移



以上