

中国で相次いだ「天の声」は金融市場の救世主となるか？

～不透明要因山積のなか効果は未知数、具体的な取り組みと環境改善は必須条件～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- 昨年の中国経済は7年ぶりに成長率が加速するなど持ち直しの動きが鮮明になった。他方、年明け以降は過剰債務解消に向けた取り組みが景気の重石になったが、米中貿易摩擦の激化は新たなリスクとなっている。ただし、足下の輸出は制裁発動前の駆け込みで上振れする一方、家計消費など内需を取り巻く環境は急速に悪化している。結果、足下の景気は堅調を維持したが、外需が堅調な一方で内需が弱含むなど、習政権が目指してきた「新常态」とはほど遠い状況にある。先行きは貿易摩擦の影響の表面化なども懸念される。
- 7-9月期の GDP 統計発表の前後、政府要人は相次いで株式市場活性化による景気下支え策を発表した。中小企業の資金繰り支援に加え、株価低迷に伴う流動性懸念に直面する企業の資金調達支援などを通じ、企業及び家計部門を下支えする姿勢がうかがえる。人民銀は今月金融緩和に踏み切ったが、流動性拡大に向けた追加緩和は人民元安による資金流出圧力に繋がる可能性もあり、効果は不透明だ。政府要人の「天の声」が「政策に売りなし」という形で市場環境の改善に繋がるかは、具体的な取り組みをみる必要がある。

昨年の中国経済を巡っては、米国を中心とする世界経済の自律回復の動きを追い風に輸出が拡大傾向を強めて7年ぶりに経済成長率は加速し、持ち直しの動きが鮮明になった。ただし、年明け以降の中国経済は徐々に減速傾向を強めている。これは、昨年末の中央経済工作会議で経済成長の『質的な向上』を図るべく、財政・金融政策を通じて経済の安定を図る一方、金融システミックリスクの抑制や貧困対策、環境汚染対策といった諸課題に取り組む方針が示されたことが影響している。中国金融市場では地方政府や企業部門による過剰債務がシステミックリスクとなる懸念がくすぶるなか、共産党及び政府はこの問題に対応すべくデレバレッジ（債務削減）を推進する姿勢を強め、その動きに伴いインフラ投資が抑制されたほか、過剰生産能力の廃棄が行われるなどの動きが進んだ。これは中国経済の成長の持続可能性を高める取り組みであり、今春の全国人民代表大会（全人代）では経済成長率目標が『6.5%前後』に据え置かれたものの、構造改革に伴う景気減速を一定程度受け入れるなど、経済成長率の数字に拘泥してきた状況からの転換が図られた。しかし、その後は米トランプ政権が中国による不正な貿易慣行に伴う知的財産権の侵害を理由に通商法 301 条に基づく貿易制裁措置を課したため、中国政府もすかさず対抗措置を講じたことで状況は大きく変化した。米中貿易摩擦の動きは、先月 24 日付で米トランプ政権が『第3弾目』の発動に踏み切り、中国にとって対米輸出の約半分、対米輸入の約7割に制裁関税が課される状態となるなど中国経済への悪影響が懸念される。ただし、中国の対米輸出の多くは外資系グローバル企業が担っており、結果的に9月の輸出額は米トランプ政権による貿易制裁発動直前を狙った駆け込みに伴う前倒しの動きが鮮明となり、足下の外需には明確に下押し圧力が掛かるには至っていない（詳細は 12 日付レポート「[中国、輸出に制裁発動前の駆け込みの動きが鮮明に](#)」をご参照下

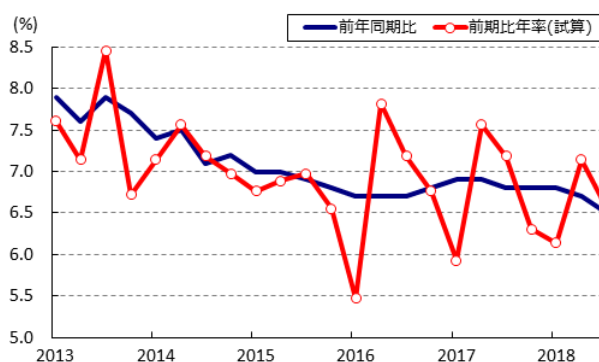
さい)。他方、中国金融市場では昨年、当局が金融政策の方向性をやや引き締めスタンスにシフトさせたことで長期金利が上昇したが、景気持ち直しの動きを追い風に株価は上昇基調を強めた。しかし、年明け以降は米中貿易摩擦の激化なども理由に調整局面に転じており、主要株価指数のCSI 300指数は約3年半ぶり、上海総合指数に至っては約4年ぶりの低水準となるなど市場環境は急速に悪化している。中国では家計部門の資産に占める株式や債券などの流動資産の割合が相対的に高い一方、近年のインターネット金融（P2P金融）をはじめとする資金調達手段の多様化なども追い風に家計部門の負債比率は拡大傾向を強めている。結果、昨年来の金利上昇に伴い家計部門の債務負担は増大する一方、年明け以降の株式相場の調整を受けて資産に下押し圧力が掛かりバランスシート調整圧力が強まる地合いが続いている。さらに、米中貿易摩擦に伴う中

国政府の対抗措置に伴い生鮮品を中心に食料品価格が上昇したほか、昨年以降の原油相場の底入れの動きはエネルギー価格の上昇を招いており、生活必需品を中心にインフレ圧力が強まっている（詳細は16日付レポート「[米中貿易摩擦は中国の国民生活に著実に悪影響](#)」をご参照下さい）。結果、足下の家計消費は弱含む展開が続き、上述のように外需が駆け込みによる前倒しを受けた上振れと対照的な動きをみせている。7-9月期

の実質GDP成長率は前年比+6.5%と9年半ぶりの低水準になったが、依然堅調な景気拡大が続いているものの、習政権が発足直後から目指してきた経済の『新常态（ニューノーマル）』とはほど遠い姿にある（詳細は19日付レポート「[中国景気は安定維持も、徐々に力強さを欠く展開に](#)」をご参照下さい）。先行きについては、米中貿易摩擦の激化に伴う悪影響に加え、世界経済の行方など不透明要因が山積しており、一段と景気に下押し圧力が掛かることも予想される。

こうしたなか、7-9月期のGDP統計の発表にタイミングを併せる形で中国政府要人が相次いでコメントを発する動きがみられた。GDP統計発表に際して、国家統計局報道官の**毛盛勇氏**は足下の中国经济について「下押し圧力は強まっているが、経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）は依然として健全」との見方を示す一方、先行きについて「外部環境の悪化が当局による景気安定に向けた取り組みに対する不透明要因となり得る」可能性を示唆した。ただし、「家計消費に対する下押し圧力はくすぶるが、拡大傾向は維持可能」としたほか、「米中貿易摩擦に伴う輸出への悪影響は依然明確ではない」とし、今年通年の経済成長率について「政府目標である『6.5%前後』の達成は可能」との見方を示した。その上で、「2019年についても安定成長は実現可能」と述べるなど、先行きの景気の本質維持に自身を覗かせたほか、人民元相場について「基本的に安定した推移を維持することは可能」とし、一部で懸念される人民元安誘導を言外に否定する姿勢をみせた。また、銀行保険監督管理委員会（銀保監会）主席の**郭樹清氏**は同日の報道機関へのインタビューにおいて「金融機関に対して、株式を担保にした資金調達に関連するリスク管理の適正化を指示」したほか、「保険会社に対して上場企業を対象とする投資を奨励し」、「保険会社による株式を担保にした上場企業の資金調達に関連する流動性問題に対処する

図1 実質 GDP 成長率の推移



(出所) 国家統計局、CEIC より第一生命経済研究所作成

商品の立ち上げを認める」方針を明らかにした。その上で、郭氏は中国金融市場について「システミックリスクは管理可能な水準にある」との認識を示した。さらに、証券監督管理委員会（証監会）主席の劉士余氏は、同日付で証監会ホームページに「中小企業による高利回り債の発行をはじめとする資金調達の支援を図る」方針に加え、「株価低迷に伴う流動性を巡る問題解決に向けて地方政府が管理するファンドを支援する」ほか、「プライベート・エクイティ（P E）ファンドによる上場企業の株式取得や企業の合併・買収（M&A）の承認を加速する」方針を明らかにした。そして、「海外の資産運用会社による中国国内での投資ビジネスの支援を行うとともに、非公開企業の株式及び債券を対象とする投資ファンドの立ち上げを促す」ことを明らかにした。こうした背景には、年明け以降の株価低迷に伴い多くの企業が追加の証拠金差入れ（マージン・コール）を迫られており、流動性を巡る問題が懸念されたことが株価のさらなる下押し圧力となる悪循環に繋がることが懸念されたため、市場取引の活性化に向けて規制緩和に舵を切ったとみられる。また、中国人民銀行（中銀）総裁の易綱氏も同日の記者会見

で、足下の株価下落について「投資家の群集心理的なものに拠る動きであり、中国経済の良好なファンダメンタルズを反映しておらず、そのバリュエーションは比較的低い」など、異例の形で株価に言及した。その上で、過剰債務懸念などを理由とする企業部門の資金繰り問題について「『的を絞った』措置を検討しており、社債市場及び株式市場の活性化に向けた取り組みを前進させる」ほか、「商業銀行による企業部門向け与信拡大を促す」とした。金融政策については「『穏健中立』を続ける」としつつ「流動性を妥当且つ安定した水準に維持する」として、「MLF（中期貸出制度）を含む金融政策ツールを活用する」など流動性供給に取り組む姿勢を示した。さらに、経済担当の副首相である劉鶴氏は18日付の政府広報で「中小企業が直面する課題解消に向けて『的を絞った』対応を採るべく注視する」ほか、「中小企業を対象とする追加減税の可能性や資金調達を巡る困難解消に向けた取り組みを強化する」方針を示した。

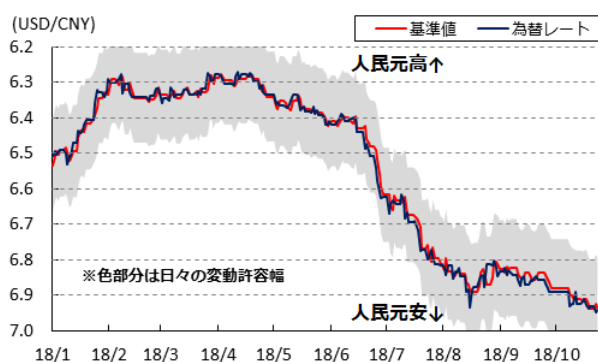
また、19日付の新華社では、足下の株価低迷について「米中貿易摩擦に拠るもの」との認識を示した上で、詳細には触れなかったものの「水面下で米中両国は接触している」として、事態打開の可能性に言及した。一連の『天の声』を背景に株式相場は先週金曜以降上昇基調を強めたものの、年明け以降の株式市場では政府による景気下支え策の発表にも拘らず上値が重い展開が続いたことを勘案すれば、こうした勢いが続くかは依然不透明である。足下では米中貿易摩擦の激化などを理由に、民間企業を中心に幅広く雇用調整圧力が強まる動きが出るなど、企

図2 主要株価指数(CSI300)の推移



(出所)Refinitivより第一生命経済研究所作成

図3 人民元相場(対ドル)の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

業業績が急激に好転する兆しは見通しにくい。なお、人民銀は今月預金準備率の大幅引き下げに踏み切ったが（詳細は9日付レポート「[中国、景気減速懸念払拭へ「全面的な」政策対応へ](#)」をご参照下さい）、今後も追加的な金融緩和に動けば、米F R B（連邦準備制度理事会）が今後も漸進的な利上げを実施する見通しを示すなかで人民元安圧力を招きやすく、結果的に資金流出圧力に繋がるリスクもある。今後の中国経済及び金融市場が勢いを取り戻すには、『天の声』に留まらない環境改善に向けた具体的取り組みが不可欠であろう。

以 上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

