

中国で早くも再燃しつつある「バブル懸念」

～景気底入れ期待の一方、香港問題に起因する不安払拭の動きが市場の過熱を煽っている側面も～

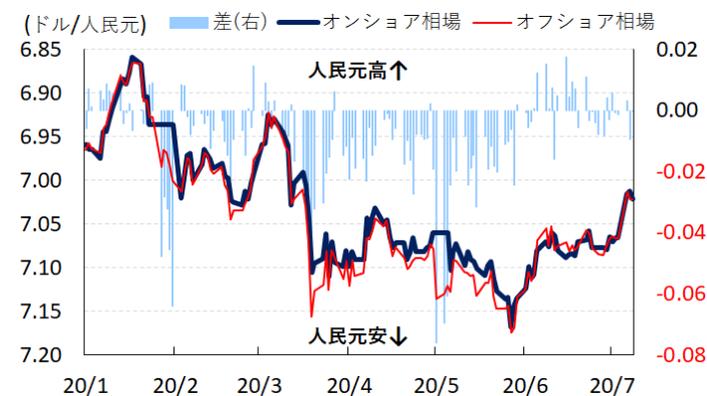
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- 今春以降の国際金融市場では新型肺炎の流行による世界経済の減速懸念が混乱を招いたが、全世界的な金融緩和によって荒波を乗り越えた。他方、世界的な「カネ余り」が続くなかで世界経済の底打ち期待の高まりを受けて金融市場は活況を呈している。特に、中国では資金流出が人民元安や株価などの調整を招いたが、足下では中国景気の底打ち期待を背景に底入れし、株価には「バブル」の再燃を懸念する向きもある。
- なお、先月末以降に公表された企業マインド統計はいずれも改善しており、中国景気の底入れ期待を招きやすくなっている。ただし、6月はECサイトの大規模セールで上振れしやすく、今年は都市封鎖に伴うペンタアップ・デマンドが発現しやすいなど、足下の動きを以って景気回復が進むと判断するのは些か早計である。また、いずれの統計も雇用が悪化するなど景気回復の持続性に疑問を残す内容であることも要注意である。
- 株価上昇の背景には、香港問題に注目が集まるなかで当局による資金流出懸念の払しょくに向けた動きが影響している可能性がある。さらに、先月末以降は株式市場への資金流入促進に繋がる材料も相次いで公表された。よって、足下の動きは「官製バブル」の要素が大きいとみられ、实体经济の持ち直しが進まなければ一転して調整圧力が掛かる可能性もある。实体经济の動きをこれまで以上に注視する必要がある。

今春以降の国際金融市場では、新型コロナウイルス（SARS-CoV-2）のパンデミック（世界的大流行）を受けて世界経済の減速が強く意識されたことで基軸通貨である米ドル需要が高まるとともに、あらゆるリスク性資産に売り圧力が強まる動きがみられた。こうしたことから、米FRB（連邦準備制度理事会）を中心に全世界的に中銀が金融緩和を進めたほか、量的緩和政策などを通じた資金供給により国際金融市場の安定化に向けた取り組みを強化した。結果、その後の国際金融市場は再び『カネ余り』が意識されやすい状況になるとともに、あらゆるリスク性資産を対象に資金流出圧力が強まる動きは一巡した。さらに、中国に次ぐ形で欧米など主要国において経済活動の再開に向けた動きが前進するなど世界経済の回復が意識されつつあることも相俟って、リスク性資産に資金が回帰する動きもみられる。なお、当初において新型肺炎の感染拡大の中心地であった中国では、当初の感染拡大が確認されたほか、地方レベルで都市封鎖措置による感染封じ込めに動く流

図1 人民元相場(対ドル)の推移



(出所) Refinitiv より第一生命経済研究所作成

れが広がった春節明けのほか、上述のように世界経済の減速懸念などを理由に国際金融市場が大きく動揺した局面で株価が急激に調整する事態に直面した。また、人民元相場についてもリスク資産からの資金流出圧力の動きを反映してオフショア市場を中心に人民元安が進むなど、中国金融市場でも資金流出圧力が顕在化する動きがみられた。ただし、その後は中銀（中国人民銀行）が景気下支えに向けて段階的な金融緩和に動いているほか、5月末に開催された全人

代では政府も巨額の財政出動を通じて景気の底入れを後押しする姿勢を鮮明にしたこともあり（詳細は5月22日付レポート「[中国・全人代開幕、2020年は成長率目標示せず、雇用重視が鮮明に](#)」をご参照下さい）、資金流出の動きは一服している。さらに、その後は新型コロナウイルスの感染収束を受けた経済活動の正常化の動きを反映して幅広い分野で企業マインドが改善していることに加え、世界的な金融緩和を受けた『カネ余り』を背景とする資金回帰の動きも追い風に人民元相場は底入れしているほか、株式指数も堅調な動きをみせる展開が続いてきた。しかし、先月末以降については人民元相場のみならず、株式指数も上昇傾向を急激に強める動きをみせており、主要株式指数である上海総合指数は年初来高値を更新して2年半ぶりの水準にまで回復している。さらに、新型コロナウイルスの感染拡大や感染封じ込めに向けた都市封鎖措置などの影響で地方部を中心に調整圧力が掛かった不動産市況についても、政府は直接的な支援の実施を尻込みする姿勢をみせているにも拘らず大都市部を中心に底入れしており、前月比の上昇都市部数が増加傾向を強めている。過去に中国では過度な金融緩和などをきっかけに『バブル』が発生する場面が度々うかがわれたものの、足下の状況については再度のバブル発生を懸念する向きが強まっており、警戒する動きが強まることも予想される。

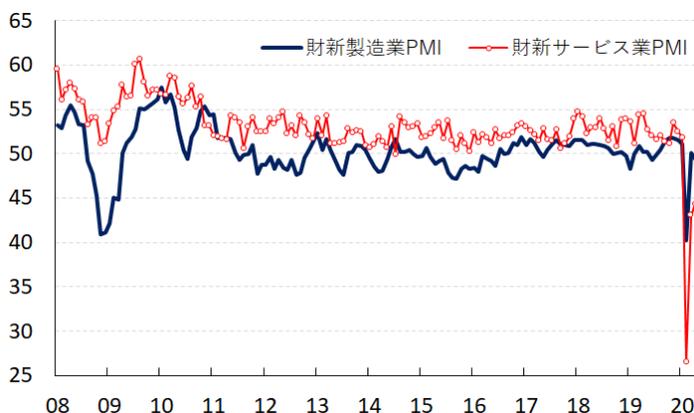
なお、足下で株式市場を中心とする資産市場に資金が回帰している背景には、新型コロナウイルスの感染拡大と感染封じ込めに向けた都市封鎖措置の影響で大きく下振れした企業マインドが改善しているほか、直近の数値が事前予想を大きく上振れするなど回復感が強まっている様子が確認されたことも影響していると考えられる。先月末に政府機関である国家統計局と物流購買連合会が発表した6月の製造業PMI（購買担当者景況感）及び非製造業PMIはともに前月を上回るなど、経済活動の再開を受けた内需の底入れを背景に企業マインドは改善してい

図2 主要株式指数(上海総合指数)の推移



(出所)Refinitivより第一生命経済研究所作成

図3 財新製造業・サービス業PMIの推移



(出所)IHS Markitより第一生命経済研究所作成

る（詳細は6月30日付レポート「[中国景気への新たな懸念材料は「第2波」と米中摩擦の行方に](#)」をご参照下さい）。また、英調査会社のIHS Markit社が発表した6月の財新製造業PMIも前月から上昇して6ヶ月ぶりの水準となるなど、物流の滞留や雇用などを巡る不透明感はくすぶるものの、表面的には一段の景気底入れを示唆する動きが確認されている（詳細は1日付レポート「[中国：新型コロナの「しわ寄せ」は中小・零細企業や雇用環境に](#)」をご参照下さい）。さらに、その後に発表された6月の財新サービス業PMIは58.4と前月（55.0）から+3.4pt上昇して2010年4月（58.5）以来となる10年強ぶりの水準となるなど大きく上振れしており、中国景気が幅広く回復基調を強めていることが示された格好である。ただし、6月については18日が11月11日（いわゆる『独身の日』）に並ぶEC（電子商取引）サイトの大規模セールが実施されるなど上振れしやすい上、今年は都市封鎖措置に伴うペンタアップ・ディマンドが発現しやすい環境にあることを勘案すれば、実力以上に大きく押し上げられた可能性に注意する必要がある。また、企業マインドは改善を示唆する動きをみせているにも拘らず、雇用指数は低下するなど雇用調整圧力がくすぶる動きが続いており、雇用に関する指標は幅広い分野で悪化するなど、家計消費をはじめとする内需の重石となることが懸念される。その意味では、足下のマインド指標の改善を以って中国経済が本格回復に向けて歩み出していると判断するのは些か早計である状況は変わっておらず、このところの資産市場の活況の動きは『バブル』と捉えられても仕方ない側面がある。

さらに、足下では香港問題を契機に米中問題の再燃が懸念されているほか、中国と欧米をはじめとする西側諸国との対立構図も鮮明になりつつあるなど（詳細は6日付レポート「[香港問題を契機に露になる「ポスト・コロナ」下での対立構図](#)」をご参照下さい）、中国経済にとっては外需を取り巻く環境の改善を阻む要素に事欠かない状況にある。特に、香港での「香港国家安全維持法（中華人民共和国香港特別行政区維護国家安全法）」の施行により香港に認められてきた高度な自治を背景とする「一国二制度」の形骸化が進めば、同地のアジアの金融センターとしての地位に加え、中国本土市場への『出入口』という特異な地位を失うことが懸念される。こうしたことから、同法の施行を受けて香港からの資金流出が進むことも警戒されるとともに、国際金融市場の混乱を招く糸口となる可能性も指摘されてきた。こうした懸念を和らげる目的があつてか否かは不明だが、このところ香港市場では有力な中国本土企業による上場が相次ぐなど市場環境の活性化を目指した動きがみられるほか、中国本土市場においても大規模上場が相次いで計画される動きがみられる。さらに、先月末には中国政府が外国資本による投資の制限・禁止分野を示す新たな「ネガティブリスト」を公表し、証券会社や先物会社、生命保険会社などを対象に外資規制が撤廃されるなど、証券市場の活性化を目指す動きが確認された。そして、その後も証券監督管理委員会が商業銀行を対象に投資銀行免許を付与する計画との報道が流れるなど、株式市場への資金流入が促されやすい材料が相次いで出されたことも足下の動きを後押ししている可能性がある。なお、中国本土市場では調整局面において国有銀行をはじめとするいわゆる『国家隊』による買い支えなどによる株価維持（PKO）が常態化しているとされるが、仮に商業銀行が投資銀行業務に参入すれば、中銀による大規模緩和を背景とする『カネ余り』が続くなかで株式市場がバブル的な動きを強める可能性は高い。このところの中国市場の活況は『官製バブル』と捉えられても仕方ないが、記憶に新しいところでは2014年末以降の株価急騰を受けて翌15年中旬以降に急激な調整を余儀なくされたことを勘案すれば、実体経済の持ち直しが進まなければ同じ轍を踏むリスクは高い。 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。見直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。