

Weekly エコノミスト・ レター

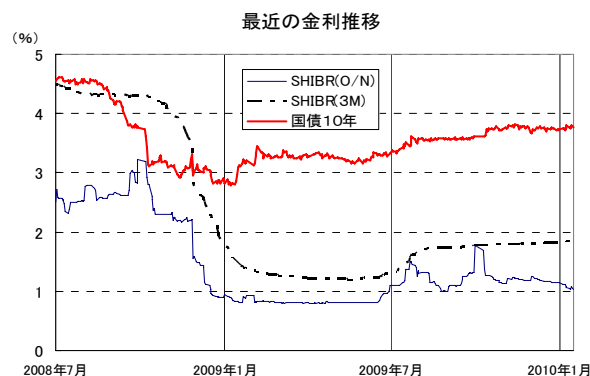
中国の金融政策と人民元:

適切な出口戦略は中国株に「慎重の壁を登る」展開をもたらす

経済調査部門 主任研究員 三尾 幸吉郎
(03)3512-1834 mio@nli-research.co.jp

- 1月12日に中国人民銀行が預金準備率の引き上げを発表して以来、市場では中国の金融政策の動向に対する注目度が高まり、世界の株価を動かすケースが増えてきている。
- 過去の金融政策の経緯を振り返ると、中国が最近実施している一連の政策変化は「金融引締め」というより「過度」の緩和状態を徐々に「中立化」する過程と位置づけることができる。
- 中国の金融政策が、緩やかに「中立化」する過程から本格的な「金融引締め」に転じる可能性を見るため、「景気は過熱領域に入ったか」、「物価は警戒領域に入ったか」、「株価と不動産はバブル領域に入ったか」の3つの視点から分析してみた。
- 結論としては、現時点では「過度」の緩和状態を緩やかに「中立化」するのが妥当で、これまでの中国の政策対応は適切で、本格的な「金融引締め」が必要な環境にはないと考えられる。
- 今後の政策対応の見通しは、3月初迄は窓口指導と預金準備率引き上げで銀行融資純増ペースを適切に管理、3月中下旬に対ドル人民元レート of 緩やかな切り上げを開始、利上げは米国の利上げを待って9月頃になると見ている。
- 中国株は、金融・為替政策が引締め方向に変更されることが多くなるため、その都度1~2割程度下落となるだろうが、適度な押し目は相場の過熱を防ぐことになり、まさに「株は慎重の壁を登る」の格言どおり、長期的に見れば名目成長率並みに株価は上昇すると見ている。

(図表-1)



1. 問題の所在

1月12日、中国人民銀行は預金準備率を上げると発表した（実施は1月18日から）。昨年12月5日から7日にかけて行われた中央経済工作会議では、2010年の経済運営について「引続き積極的財政政策と適度な金融緩和政策を実施」することが確認され、中国の胡錦濤主席も新年祝賀演説で、2010年の経済政策運営は「積極的な財政政策と適度な金融緩和政策を継続して実施する」と述べたので、その直後の預金準備率引上げ発表はやや意外感があった。その後も、1月20日には中国銀行業監督管理委員会（銀监会）が主要銀行に対して1月の新規融資を停止するよう通知したと報じられて株式市場は動揺したが、1月21日には銀监会の劉明康主席がその報道を否定したため株式市場は一旦落ち着きを取戻したが、1月27日には「不動産向け融資業務の監督と窓口指導を強化する」と表明するという複雑な展開となった。今回の窓口指導強化が本格的な金融引締めを開始を意味するか否かは議論が分かれるところだが、筆者は少なくとも「出口戦略」を着実に進め始めたのは間違いないと見ている。

さて、昨年の中国経済を振り返ると、世界的な金融経済危機の影響から、それまでの輸出主導型の経済発展モデルが大打撃を受けたが、中国政府が迅速かつ大規模な財政金融政策を打ち出し、それを着実に実行に移したことから、2009年の中国の実質GDP成長率は8.7%と、G20諸国のなかでも飛び抜けて高い経済成長を実現した。一方、4兆元の景気刺激策を始めとした積極的な財政政策の影響で、昨年の中国の財政赤字は1兆円（日本円に換算すると約13兆円）近くに及び、名目GDP対比で見た財政赤字は3%弱となる見通しとなっている。また、景気刺激を最優先する政府方針を受けて銀行融資も急拡大し、昨年1年間の人民元融資は2008年末の約30兆円から2009年末の約40兆円へと、前年比3割増の9.6兆円純増（日本円に換算すると約130兆円）となった。こうした銀行融資急拡大の陰で、立ち遅れた生産設備の淘汰は一旦中断、積極的に促進された銀行融資の一部は不動産や株式市場へと流れた。2005年7月以降、対米ドルでの割安修正が行われていた人民元レートも、2008年夏以降は1ドル=6.8元台で事実上固定し、3.7元台と見られる購買力平価と比べて割安な人民元レートを維持することで、実質的な輸出下支えが行われた。

このような異常時対応をいつまでも続けることはできない。景気底割れを防ぐために異常時対応で実施された財政金融為替政策も、中国経済が最悪期を脱した昨年の初夏以降は、株式や不動産等の価格上昇による資産インフレや過剰生産設備といった副作用が徐々に懸念され始めた。昨年7月以降は銀行融資の純増ペースが鈍化、昨年10月には6産業の過剰生産設備の抑制を本格的に開始する等、中国の財政金融為替政策を異常時対応モードから平常時モードに切り替える「出口戦略」は静かに開始された。今回の預金準備率の引上げもこのような「出口戦略」の流れのひとつと捉えることができるだろう。

最近の報道では中国の「出口戦略」が本格化すると株価が急落するという危機感を煽る意見も多く見られる。確かに早すぎる「出口戦略」は景気失速を招き、遅すぎる「出口戦略」はインフレや資産バブルを招く。また、バブルが大きく膨らんだ後の「出口戦略」の実施は資産価格を急落させるが、バブルが小さいうちの適切な「出口戦略」の実施は景気の持続力を高め、資産価格の上昇トレンドを長持ちさせる。そこで、本レポートでは「景気は過熱領域に入ったか」、「物価は警戒領域に入ったか」、「株価と不動産はバブル領域に入ったか」の3点から金融引締めの必要度を分析した上で、今後の中国の「出口戦略」の前進が、金利・人民元・株価にどのように影響するかを占ってみたい。

2. 過去の経緯の振り返り

〔前回の中立化（2003年秋～2006年夏）〕

前回金融政策が引締め方向に転じた2003年を振り返ると、アジア通貨危機から回復して経済成長率が10%に回帰し物価が上昇し始めると、本格的な金融引締めを開始する前に「過度」な緩和から金融政策を中立化させる過程があった。2003年9月に預金準備率を引き上げ、2004年春に窓口指導を開始、2004年10月に利上げ、2005年7月に人民元レートの調整を開始した。この過度な緩和を中立化する間は適度な緩和状態であったと見られ、10%程度の成長と1%台の物価上昇という好適な経済状態が2005年まで続いた。

〔前回の金融引締め（2006年夏～2008年夏）〕

2006年になり、株価が上昇し始め、成長率が11%を超え、物価上昇率が加速し始めると、中国は預金準備率引上げ、利上げ、窓口指導、人民元の調整を急激に強化・加速させ、この金融引締めの本格化を受けて、上海総合指数は2007年10月の6000超をピークに急落した。その後も10%超の成長が続き物価が上昇傾向を示す中で2008年夏まで金融引締め状態が維持された。

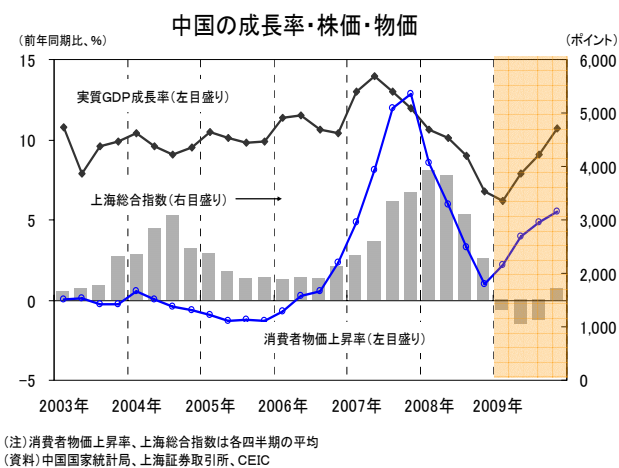
〔前回の金融緩和（2008年夏～2009年夏）〕

2008年夏、世界的金融経済危機を受けて景気が悪化すると、人民元の調整停止、利下げ、預金準備率引下げで金融緩和環境を整え、11月には4兆元の景気刺激策と銀行融資拡大方針が打出され、この積極的な財政金融政策を受けて、株価は2008年秋を底として反転、成長率も2009年第1四半期を底に回復へ向かい時を経て回復が確認された。

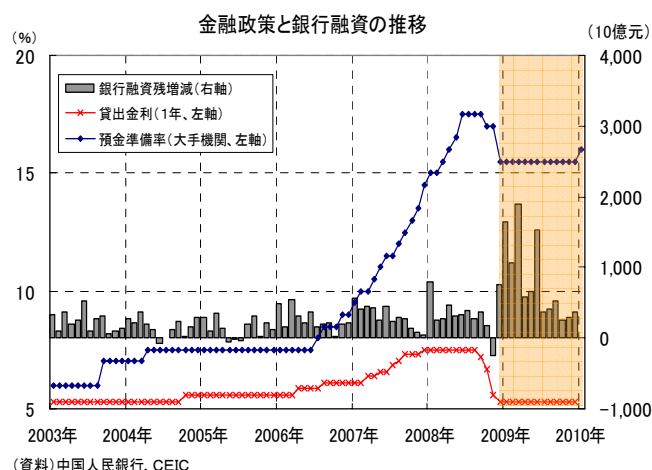
〔今回の中立化（2009年夏～？）〕

過度な緩和の副作用が目立ち始めた7月頃には、中国は銀行融資を適度に抑制、10月には一時停止していた過剰生産設備の淘汰を再開、1月には預金準備率を引き上げ、景気優先の「過度」な緩和から適度な緩和へ「中立化」を開始したと見られる。

(図表-2)



(図表-3)



(図表-4)



3. 第1の視点「景気は過熱領域に入ったか」

〔昨年の投資加速で生産過剰が注意信号を発信〕

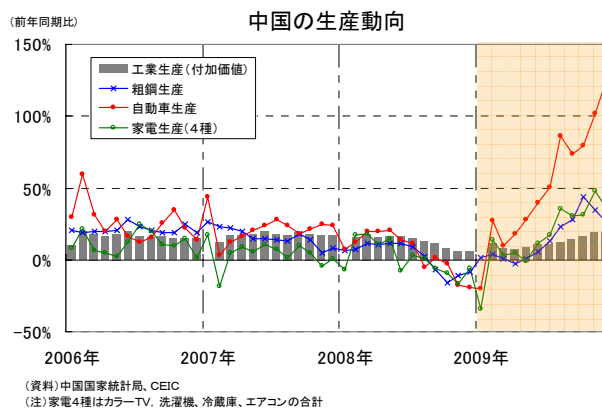
世界的な金融経済危機を受け急減速した中国経済は、2009年第1四半期に前年同期比6.2%増で底打ちし、その後3四半期連続で改善し、第4四半期には10.7%増と、8~9%程度と見られる潜在成長率を超え、過熱領域に入った可能性が高い。

生産動向を見ると、2008年末から昨年初にかけて急減速した生産活動は、昨年前半に底固めし後半からは生産が加速し始めた(図表-5)。一方、需要面から見ると、昨年前半に輸出が急減速し国内消費も緩やかな増加に留まる中で、固定資産投資が4兆元の景気刺激策と銀行融資の促進で前年を3割超上回るハイペースで拡大した(図表-6)。

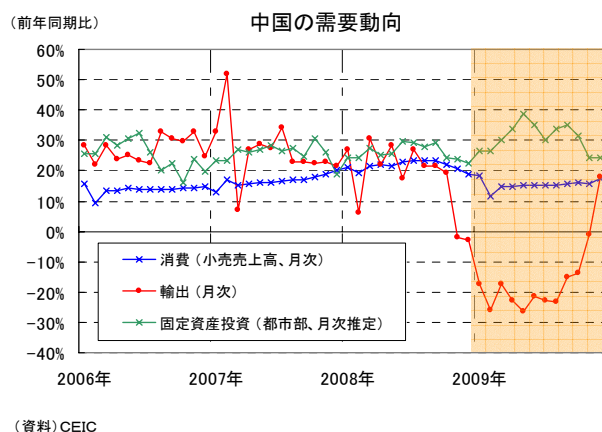
需要と供給のバランスを見るため作成した図表-7を見ると、2008年秋から昨年夏までの間は、供給サイドが大幅に調整するなかで、景気刺激策を受けた需要サイドが比較的堅調に伸びたため、この時期に在庫調整が大きく進んだと見られる。その後11月には供給サイドの伸びが加速し始め、需要サイドの伸びを上回ってきたが、長らく供給が需要を下回っていたことを考えれば、現時点で生産が過剰になっているとは考え難い。(注：供給総合の計算は工業生産と輸入の合計としており、伸び率が低い第一次産業を算入していないため、通常でも供給の伸びが需要の伸びを若干上回る)

しかし、昨年の固定資産投資の大幅な伸びは、これから新たな生産設備が立ち上がる可能性を示唆する。各産業が高度化を目指して投資した最新型の生産設備が今後次々に立ち上がる中で、淘汰すべき立ち遅れた生産設備が稼働し続けると、過剰生産設備の懸念が表面化し在庫が積み上がるリスクが高まる。従って、中国の景気過熱は未だ警戒レベルに達してないが注意レベルにあり、今後の適切な生産設備のコントロールの成否が注目される段階と考えられる。

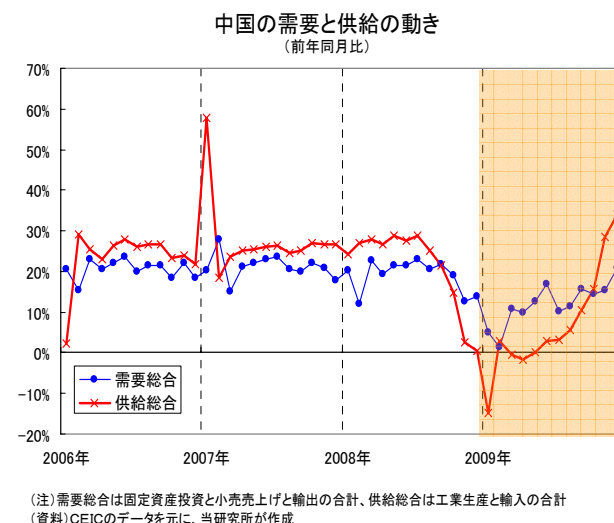
(図表-5)



(図表-6)



(図表-7)



4. 第2の視点「物価は警戒領域に入ったか」

〔物価も注意信号を発信し始めた〕

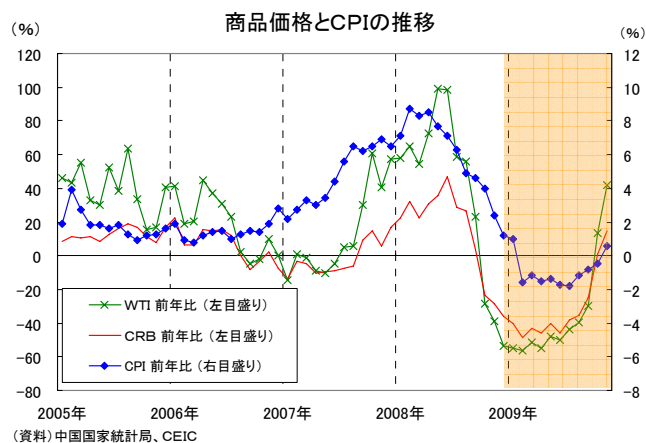
次に、金融引締めへの政策変更にあたり重要な要素となる消費者物価の動向を確認してみよう。

中国の消費者物価上昇率は、2009年11月に10か月ぶりの前年同月比プラスとなり、12月は1.9%と上昇率が加速した。図表-8は原油や商品指数の動きと消費者物価の動きを対比してみたグラフだが、消費者物価にはやや下方硬直性があるものの概ね原油や商品指数の10分の1程度の割合で連動する傾向が見られる。

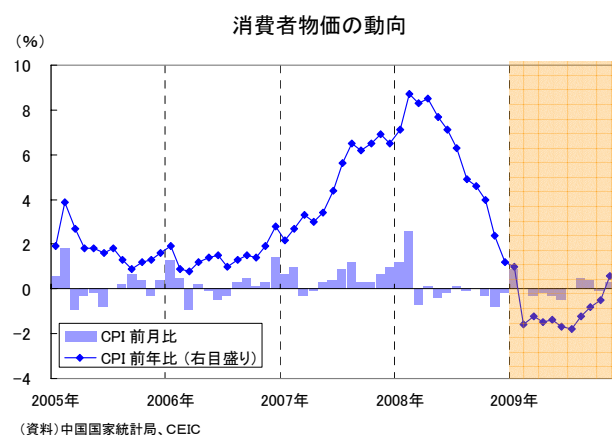
原油や商品指数が昨年初に底打ちし、その後も上昇傾向を続けたことから、図表-9の棒グラフで示した消費者物価上昇率（前月比）は8月から上昇に転じた。図表-10に示した消費者物価上昇率（前月比）の季節性を見ると、例年夏場には消費者物価が上昇しやすい傾向があり、この時点では今後の物価上昇に対する懸念は小さかった。しかし、昨年末に消費者物価上昇率（前月比）が11月に0.3%、12月に1.0%と2か月連続で過去平均を大幅に上回る上昇となったことでインフレ懸念が高まった。例年1月、2月は消費者物価が上昇しやすい時期であり、原油価格やその他の商品価格が横ばいと想定しても今年2月には前年比上昇率が3%に接近、昨年11、12月並みの上ぶれが続くと3%を超えると推計される。

前述の通り、経済成長率が潜在成長率を超える10%台とやや過熱気味の状況にあり、これを受けて年末以降は消費者物価の上昇傾向が明確になったことから、1、2月の季節的に物価が上昇しやすい時期には注意が必要だろう。但し、この時期の物価抑制に成功すれば春以降一旦は落ち着きを取り戻すと見られるため、物価動向は現時点では「警戒モード」までは至らず「注意モード」と位置づけられる。但し、3月以降も物価上昇が続くようなら「警戒モード」への移行が必要となるだろう。

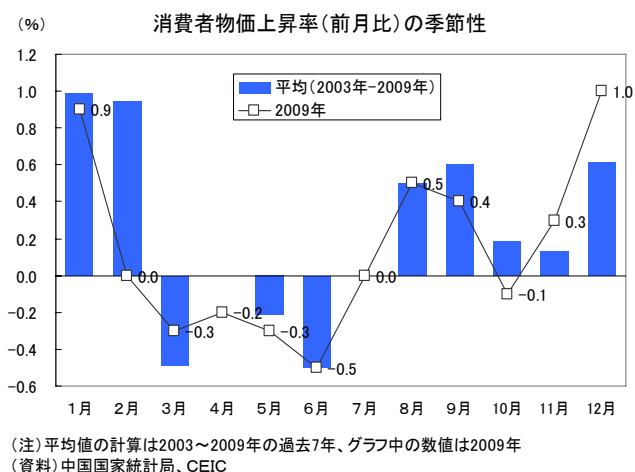
(図表-8)



(図表-9)



(図表-10)



5. 第3の視点「株価と住宅価格はバブル領域に入ったか」

〔資産バブルは潰すべき水準ではない〕

内外の過度な金融緩和で過剰流動性が発生すると資産バブルが膨らみ金融引締め契機となる。そこで、資産バブルの現状を確認しておこう。

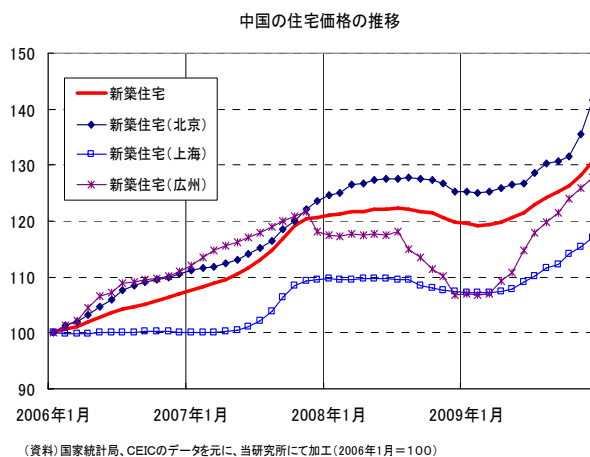
まず、図表-11 に示した住宅価格の推移を見ると、2008 年後半以降に下落基調となり、特に広州市等の珠江デルタ地域の下落幅が大きかった。しかし、昨年初には底打ちし、昨年夏から秋にかけて多くの都市で高値を超え、特に北京市の住宅価格は、再三報道されるとおり、昨年末にかけて上昇ペースが加速し始めている。

図表-12 に示した株価の推移を見ると、上海総合指数は 3000 前後のレベルにあり、2008 年 10 月の底からは約 2 倍の上昇となっているが、2007 年 10 月に記録した史上最高値と比べると半分程度のレベルで、P E R は 20 倍台後半と割高感は小さい。しかし、深セン中小企業総合指数を見ると、2007 年の高値とほぼ同水準まで戻り、P E R も 50 倍前後とやや割高感が出てきている。

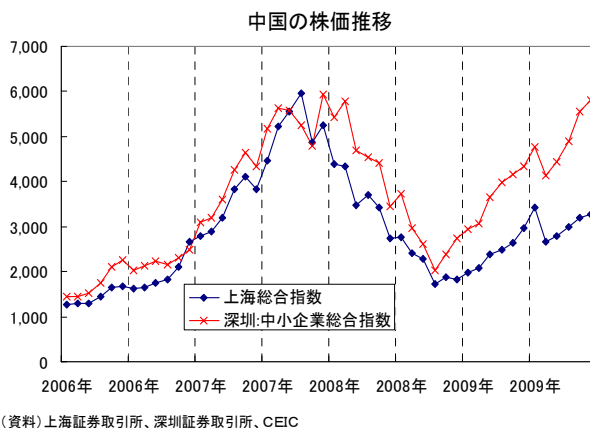
この不動産価格と株価がバブル領域に入ったか否かを判断するため、ここで基準としたのが名目 GDP と消費者物価指数である（図表-13）。スタート点とした 1997 年は、周知の通り中国経済がアジア通貨危機と不良債権問題に揺れた年であり、バブルが完全に萎んだ時期であると見られる。

消費者物価との対比で見ると、不動産価格と株価ともに大きく上回っており、特に不動産価格は生活者にとっては割高感があるだろう。一方、名目 GDP との対比で見ると、2007 年の株価は割高水準と考えられるが、株価は期待収益を織り込むことを勘案すれば現時点の株価をバブルと断定するのはやや早い。しかし、バブルが明確になってから、それを潰すような金融引締めは後遺症も大きいいため、現時点の認識は「一部の不動産と株価のバブルに注意を要する」とするのが妥当だろう。

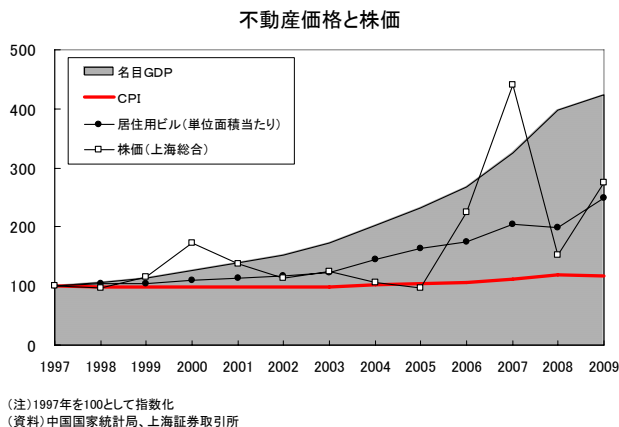
(図表-11)



(図表-12)



(図表-13)



6. 中国の金利・人民元・株価の行方

中国の金利・人民元・株価の先行きを予想するに当たっては、中国政府が、現状をどのように認識し、過去の政策運営にどのような反省を持ち、今後はどのような政策スタンスで取り組むかを、まず予想する必要がある。これは想像の域をでない部分もあるが、筆者なりの見方を説明すると以下の通りとなる。

- (1) 中国政府は2009年7月頃に「過度」な緩和を止め、現在は「適度」な緩和を維持する方針であり、これは緩和状態を「中立化」する過程と認識。なお、景気回復過程で「適度」な緩和状態を維持するには、絶対水準は「緩和」でも変化の方向性は「引締め」になる。
- (2) 過去を振り返ると、緩和状態を「中立化」する過程は2003年秋～2006年夏にも経験したことがあり、前回の約3年に及ぶ「中立化」は最終的に株式バブルに至り、「中立化」の次は本格的な「金融引締め」となり、前回の「出口戦略」の進め方は遅すぎたと認識。
- (3) 前述の景気過熱度、インフレ懸念度、資産バブル度の3つの視点から見ると、現在は本格的な金融引締めが必要なレベルにはなく今後の動向に注意すべき状況と認識し、資産バブルを潰す必要があるとは考えていない。従って、「中立化」を進める「出口戦略」過程では、資産価格の急騰には細心の注意を払うが、緩やかな上昇は許容し、急落は絶対回避で臨む。
- (4) 2010年の世界経済を考えると、米国や主要先進国はプラス成長に転じるが回復速度は緩やかで息切れするリスクもある中で、中国経済は高成長を維持すると見られ、米中の成長格差は縮小傾向ながら7%前後の高水準を維持することから、人民元レートに対する国際的な切り上げ圧力は益々高まる。従って、金融政策を「中立化」させる「出口戦略」の一部として人民元レートの調整も加えることになる。

以上を前提として、今後の政策発動、金利、人民元、株価の見通しをすると、以下の通りとなる。

- ・全人代が開催される3月迄は、銀行融資純増を年7.5兆元（月6千億元強）のペースに抑制することに注力し、窓口指導と預金準備率引上げで対応すると見ている。
- ・その後は、利上げより人民元の調整再開が先になるだろう。対ドルで人民元を実質固定化する中で短期金利を上げると長期金利にも上昇圧力がかかり、金利差拡大からホットマネーが流入しかねない。従って、金利調整は米国の利上げ（9月前後）まで見送る可能性が高い。
- ・米国国内では対中強硬論が台頭し、オバマ政権の対中姿勢は「北京への服従外交」といった厳しい非難も目立ち始めた。そこで、人民元の調整を再開する時期は、中国政府もある程度オバマ政権に配慮し、中国で全人代が開催（3/5）された後、米国が為替報告書を発表する前（4月中旬）に、対中強硬論が強まらない時期を見計らって、人民元の切り上げ方向の調整を再開すると見ている。また、その理由は中国の国益重視（今回は物価抑制効果と輸入価格下落による消費刺激）を前面に打ち出し、国内の対米政策「弱腰」批判を回避すると見ている。
- ・中国株は、金融・為替政策が引締め方向に変更されることが多くなるため、その都度1～2割程度下落となるだろうが、適度な押し目は相場の過熱を防ぐことになり、まさに「株は慎重の壁を登る」の格言どおり、長期的に見れば名目成長率並みに株価は上昇すると見ている。

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。