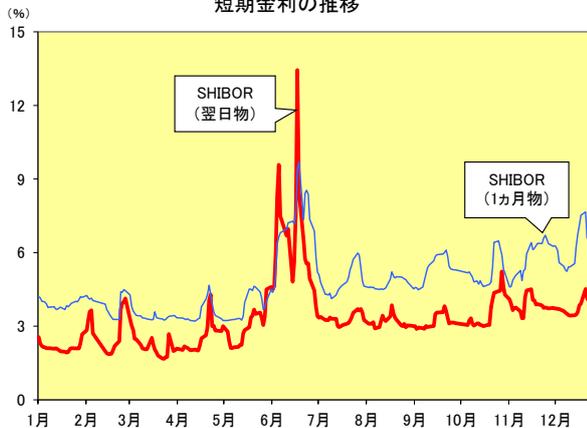


Weekly
エコノミスト・
レター中国経済・金融・市場の動向：2014
年の注目点

経済研究部 上席研究員 三尾 幸吉郎
(03)3512-1834 mio@nli-research.co.jp

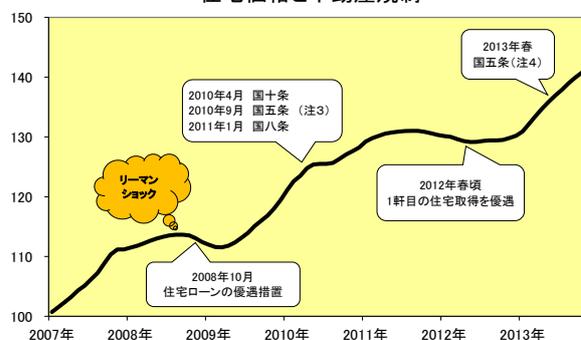
1. 2014年の経済成長率は、7.5%前後（年前半7%台後半、年後半7%台前半）と予想している。賃金上昇や人民元高で中国の輸出競争力が急激に落ちて来れば低めに、地方政府の抵抗で地方政府債務の圧縮が思うように進まなければ高めの経済成長率になる可能性があるだろう。
2. 2014年の金融市場では、景気変動が小幅に留まることや、中央経済工作会議で「穏健な金融政策」を実施する方針が示されたことから、大きな金利の変化はないだろう。但し、2013年に金融市場を揺るがした理財商品の健全化や金融自由化は引き続きリスク要因として残る。
3. 2014年の為替市場では、人民元が1ドル=6元前後に上昇すると見ている。年前半には1ドル=5元台に突入する局面もありそうだが、年後半には米国で出口戦略が前進して一進一退の動きになると予想する。また、為替改革が進展すると人民元高を加速させる可能性もある。
4. 2014年の株式市場では、プラス材料とマイナス材料が交錯し、下値も堅そうだが上値を試す勢いにも欠けると思われる。株価が底割れするリスクとしては短期金利の急騰が挙げられる。特に、資金繰りが逼迫する6月（上期末）や12月（年度末）は要注意といえるだろう。
5. 2014年の住宅市場では、旺盛な需要を背景に住宅価格が引き続き上昇すると思われる。但し、①不動産税（固定資産税）の適用範囲拡大と②不正住宅保有の取締り強化の2つの動きが、2014年の波乱材料となる可能性もあるので注意は怠れない。

短期金利の推移



(資料)CEIC

住宅価格と不動産規制



(資料)CEICのデータを元にニッセイ基礎研究所で作成
(注1)各都市の新築住宅販売価格を2006年12月=100として指数化した上で単純平均している
(注2)2010年12月までは旧方式のデータを使用している
(注3)「国十条(一部都市の不動産価格急騰の抑制に関する通知)」では、地方政府への反映が不十分だったため、「国五条」・「国八条」で規制強化が図られた
(注4)これは新たな不動産規制を打ち出したというより、2010年の「国十条」の原点に戻り、それを再徹底したものである。

1. 経済成長の注目点

[2013年の振り返り]

2013年の経済成長率は前年並み（前年比7.7%増）と見込まれる。数年前までは10%前後が当たり前だったが2年連続で7%台に留まりそうだ（図表-1）。成長率が落ちてきた背景にはリーマンショック後に銀行融資が急拡大した副作用がある。地方政府は直接・間接的に巨大な債務を抱え込み、その規模は2010年には10.7兆元（約180兆円）と2008年の約2倍に膨張、一気に加速したインフラ投資の中には地方間の重複や採算性の問題も多かった。地方政府の債務膨張に歯止めをかけるべく、中国政府は地方プロジェクトに対する銀行貸出を制限、有力な資金調達ルートだったシャドーバンキングの監督も強化したため、投資の勢いは鈍り、経済成長率は7%台に落ちてきた。

但し、第三次産業は昨年に続き2013年も第二次産業の成長率を上回る見込みで、経済成長の落ち込みを緩和する要因となっており、今後の中国経済を牽引するとの期待が高い（図表-2）。

[図表-1]



[図表-2]

	実質GDP成長率 (内訳は各々の成長率)			
	第一次産業	第二次産業	第三次産業	
2004年	10.1%	6.3%	11.1%	10.1%
2005年	11.3%	5.2%	12.1%	12.2%
2006年	12.7%	5.0%	13.4%	14.1%
2007年	14.2%	3.7%	15.1%	16.0%
2008年	9.6%	5.4%	9.9%	10.4%
2009年	9.2%	4.2%	9.9%	9.6%
2010年	10.4%	4.3%	12.3%	9.8%
2011年	9.3%	4.3%	10.3%	9.4%
2012年	7.7%	4.5%	7.9%	8.1%
2013年	7.7%	3.4%	7.8%	8.4%

(資料) CEIC (中国国家统计局)

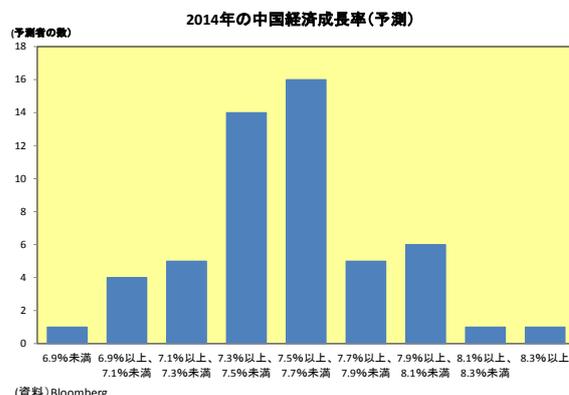
(注) 2013年は1-9月期の前年同期比

[2014年の注目点]

2014年の経済成長を展望すると、暫くは輸出が牽引役となって7%台後半の成長率が続きそうだ。欧州経済が最悪期を脱し米国経済の回復が続くと見ているからだ。しかし、年後半には7%台前半に落ちてくるだろう。地方政府の債務圧縮が徐々に効いてくるからだ。12月に開催された中央経済工作会議でも「地方政府の債務リスク抑制・解消を経済運営の重要な任務とする」としている。

研究機関の予測を見ると（図表-3）、2014年の成長率は7.5%前後に集中しているものの、上ぶれや下ぶれを予想する研究機関もある。賃金上昇や人民元高で中国の輸出競争力が急激に落ちて来れば、IMFの予想（同7.25%増）のように低めの成長率になる可能性がある。一方、地方政府の抵抗で地方政府債務の圧縮が思うように進まなければ、OECDが予想（前年比8.2%増）するように高めの成長率になる可能性が高まる。

[図表-3]



2. 金融市場の注目点

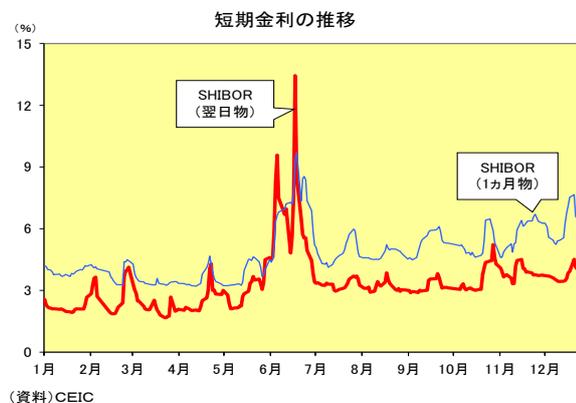
[2013年の振り返り]

2013年の金融市場は波乱の展開となった。6月にはSHIBOR(翌日物)が一時13%台に跳ね上がるなど短期金融市場が混乱した(図表-4)。その背景には、6月は上半期末で資金需給が逼迫していたこともあるが、「調達は短期、運用は長期」という理財商品(資産運用商品)の期間ミスマッチ構造を中国政府が健全化しようとしたことがある。また、中堅銀行が経営破綻したとの噂や中国発の世界金融危機に発展するとの観測も事態を深刻化させた。その後一旦は落ち着いたものの、12月には再びSHIBOR(1ヵ月物)が7%台に上昇するなど短期金融市場は依然として不安定である。

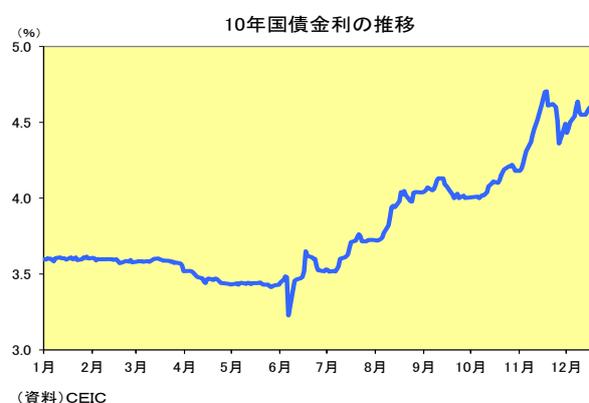
一方、長期金融市場では、景気下ぶれ懸念で低下していた10年国債金利が、6月の金融市場の混乱を受けて乱高下、その後はじわじわと上昇して、12月下旬には混乱前より1%ポイント超高い4.6%前後となっている(図表-5)。長期金利が上昇した背景には、国内景気の回復を受けた面もあるが、短期金融市場の混乱で市場がリスク過敏になり必要以上に上昇してしまった面もある。

また、2013年は金融自由化にも進展が見られた。7月に貸出基準金利の下限が撤廃されたが、上限は既に撤廃されており、形式的には上限も下限もない自由な市場になった。そして、10月には大手銀行9行へのヒアリングを元に算出する“貸出基礎金利”の公表が始まっており、市場が決めた貸出金利の指標となっている。但し、預金の基準金利には依然として上限が残されている。

[図表-4]



[図表-5]



[2014年の注目点]

2014年の金融市場を展望すると、経済成長率は7%台後半~7%台前半と小幅な景気変動を想定しており、中国で12月に開催された中央経済工作会議でも「穏健な(中立型)金融政策」を実施する方針を示していることから、大きく金利水準が変化するような経済環境ではないだろう。

そこで波乱材料となりそうなのが、2014年に進むと予想される理财商品の健全化と金融自由化である。理财商品の期間ミスマッチを健全化させる過程では、資金調達を短期から長期へ切り替える動きとなるが、全員が揃って期間ミスマッチの解消に動き出すと長期金利が急上昇しかねない。また、金融自由化を進める過程では、金利政策の手段を預金・貸出の基準金利の操作から市中短期金利の誘導へと移行することになると思われるが、新たな金融運営が定着するまでは短期金利が不安定となりかねない。2014年は理财商品の健全化や金融自由化にも注目すべき年となりそうだ。

3. 為替市場の注目点

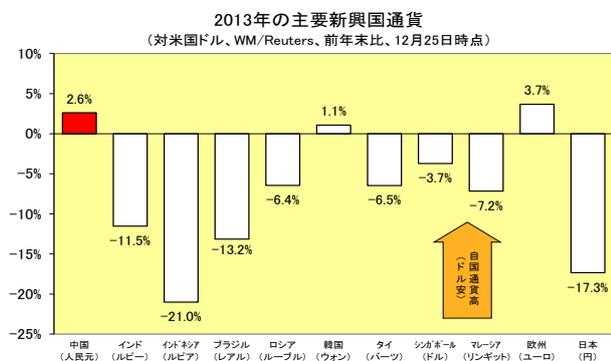
[2013年の振り返り]

2013年の人民元は米国ドルに対して前年末比2.6%上昇した(12月25日時点)。2013年の主要新興国通貨を見ると、インドネシア(ルピア)やインド(ルピー)など多くの新興国通貨が下落した中で、中国の通貨(人民元)は韓国(ウォン)と並んで小幅ながら上昇しており、他の新興国通貨との対比で見ると2013年は人民元が堅調な年だったといえるだろう(図表-6)。

この1年間の推移を振り返ると(図表-7)、5月までは米国の量的金融緩和第3弾(QE3)を背景に中国にも国際資金が流入したため人民元は堅調だった。5月に米国がQE3縮小の可能性を示唆するとその流れは変わったものの、中国では7-9月期の経済成長率が3四半期ぶりに前四半期の伸びを上回るなど景気が回復し始めていたことから、他の新興国通貨のように下落することなく横ばいで推移した。9月に米国がQE3縮小を見送ると再び国際資金が中国へ流入して人民元は上昇し始めた。そして、11月の3中全会で為替改革への期待が高まるとオフショア市場(CNH)では一時人民元が急上昇する場面もあった。12月に米国がQE3縮小を決めると、国際資金が流出する懸念が浮上したが、国内景気が好調なこともあってほぼ横ばいで推移している。

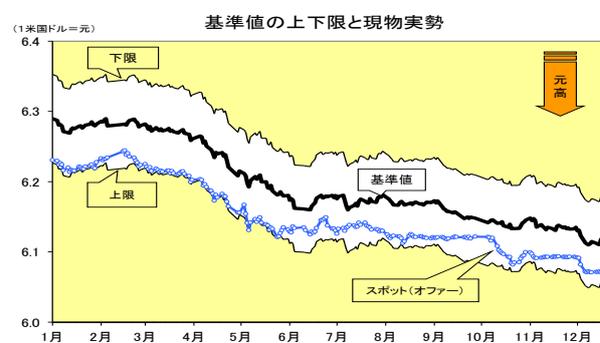
このように、2013年は①米国のQE3縮小を巡る動き、②中国国内の景気の動き、③為替改革を巡る動きの3つが人民元相場を左右する3大要因となったといえるだろう。

[図表-6]



(資料) Datastreamのデータを元にニッセイ基礎研究所で作成

[図表-7]



(資料) CEIC(中国外国為替貿易センター)のデータを元にニッセイ基礎研究所で作成

[2014年の注目点]

2014年の為替市場を展望すると、人民元は1ドル=6元前後に上昇すると見ている。経済成長率が高い前半には1ドル=5元台に突入する局面もありそうだが、年後半になると経済成長率が落ちてくるのに加えて、米国でQE3縮小など出口戦略が前進すると見られることから、国際資金の流入が止まり人民元は一進一退の動きとなって、2014年末は1ドル=6元前後と想定している。

また、2014年は為替改革の動きにも注目したい。資本取引における人民元の交換性の実現は金利自由化の後で進むと予想している。しかし、3中全会では「資本取引における人民元の交換性の実現を急ぐ」としており、許容乖離幅(現在は基準値±1%)の拡大や適格海外機関投資家(QFII)、人民元適格海外機関投資家(RQFII)の資格付与数や投資枠の拡大が進む可能性がある。これまでの為替改革は人民元高に結びついてきただけに、2014年は為替改革にも注意が必要だろう。

4. 株式市場の注目点

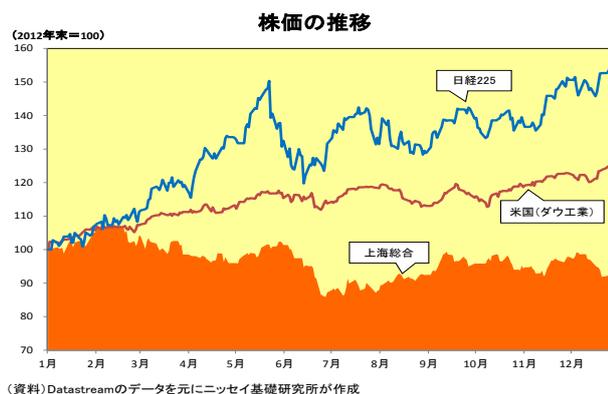
[2013年の振り返り]

2013年の中国株（上海総合）は前年末比7.2%下落した（12月25日時点）。同期間に米国株（ダウ工業株）が緩やかな景気回復を背景に同24.8%上昇し、日本株（日経225）もアベノミクスを支援材料に同54.0%上昇するなど先進国の株価が軒並み上昇する中で、上海総合は逆行安となった。

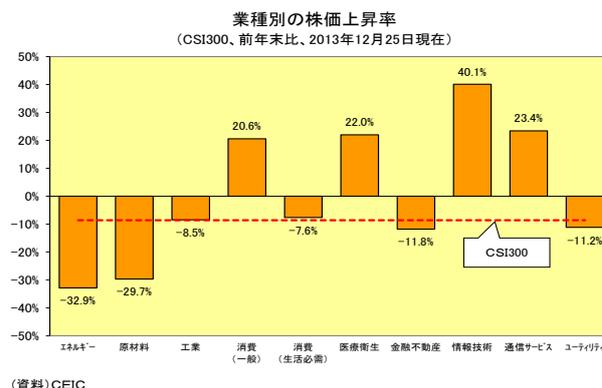
この1年の推移を振り返ると（図表-8）、年初は1月18日に発表された経済成長率が好調だったことを背景に上海総合も堅調に始まったものの、春には景気下ぶれ懸念が浮上して軟調な展開となり、6月に短期金利が急騰すると上海総合は一気に下落した。7月に中国政府が景気に配慮した政策を打ち出すと上海総合は徐々に落ち着きを取り戻し、11月の3中全会で改革に前向きな方針が打ち出されると、一時は年初の水準（約2270）を試す場面も見られた。しかし、12月に短期金利が再び上昇すると9営業日連続で下落するなど冴えない値動きとなり、そのまま年を越えそうである。

また、業種別に見ると（図表-9）、主力の工業、エネルギー、金融不動産が軒並み下落したものの、第4世代の携帯電話サービスで商機が広がる情報・通信や改革の深化や所得向上で恩恵を受けると期待される消費（一般）・医療衛生は逆行高となり、業種による二極化が鮮明な年となった。

[図表-8]



[図表-9]



[2014年の注目点]

2014年の株式市場を展望すると、プラス材料とマイナス材料が交錯し、下値も堅いが上値を試す勢いにも欠ける展開となりそうだ。上海総合の中核を占める国有企業の利益は、年前半は前年同期が低かった反動もあって高い伸びとなりやすいものの、年後半には経済成長率が落ちるとの不安が付きまとうことから、先読みして動く株価が上値を試すには力不足だろう。需給面では、3中全会で「混合所有制経済を積極的に発展させる」と決まり、民間企業や従業員が国有企業株を保有しやすくなることや、金融改革の加速で適格海外機関投資家の資格付与数や投資枠が拡大するとの期待が需給面でのプラス材料となるものの、新規株式公開（IPO）の再開が需給の重荷になるだろう。但し、株価収益率（PER）で11倍程度と割安なバリュエーションが下値を支えると思われる。

株価が底割れに至るリスク要因としては短期金利の急騰が挙げられる。経済ディレバレッジと金融自由化を同時に進める中国では、新たな経済金融運営が定着するまでは短期金利が不安定となりやすく、特に資金繰りが逼迫する6月（上期末）や12月（年度末）は要注意といえるだろう。

5. 住宅市場の注目点

[2013年の振り返り]

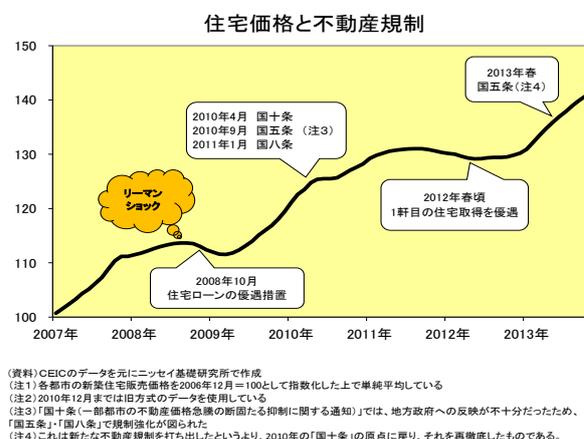
2013年の住宅市場は販売が好調な年となった。ここ数年一桁台の伸びに留まっていた商品住宅の販売面積が、2013年は11月までの年度累計で前年同期比21.3%増となっている(図表-10)。こうした住宅販売の好調は、家具や家電など耐久消費財の販売に波及して消費を支えるとともに、住宅着工も増加させたため、2013年に国内景気が底打ちして回復に向かうひとつの大きな要因となった。

一方、販売の好調は住宅価格の上昇も招いた。全国70都市の新築住宅販売価格(平均)の推移を見ると、軟調に推移していた新築住宅販売価格が2012年5月をボトムに上昇し始め、2013年は11月時点で前年末比約9%上昇している。2013年春に国五条と呼ばれる不動産規制強化策が実施されて以降はやや勢いが鈍ってきたものの、住宅価格は依然として上昇を続けている(図表-11)。

[図表-10]



[図表-11]



[2014年の注目点]

2014年の住宅市場を展望すると、2013年春の不動産規制強化にも拘らず上昇を続けており、国民の住宅に対する需要も旺盛なことから、住宅価格は引き続き上昇する可能性が高いだろう。

但し、①不動産税(固定資産税)の適用範囲拡大と、②不正住宅保有の取締り強化の2つの動きが、2014年の波乱材料となるかもしれない。11月に開催された3中全会では、富の偏在を意識して「不動産税の立法を加速し適切な時期に改革を推進」と決定しており、上海市と重慶市で試行中の不動産税の適用範囲が広範囲に拡大されると、住宅保有のコストが上昇して投資用に保有していた住宅を手放し、住宅の需給を悪化させる可能性がある。また、12月11日には、中国共産党の中央規律検査委員会が共産党幹部による不正な住宅の取得・保有の取締りを強化すると発表しており、地方幹部の中には21軒の住宅を保有する者もいるような状況を踏まえると、肅正を恐れて投売りに走る可能性も否定できない。現在の住宅価格は庶民にとっては高嶺の花となっているだけに、こうした規制強化の動きを契機に需給環境が一変するリスクには注意が必要だろう。

(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。