

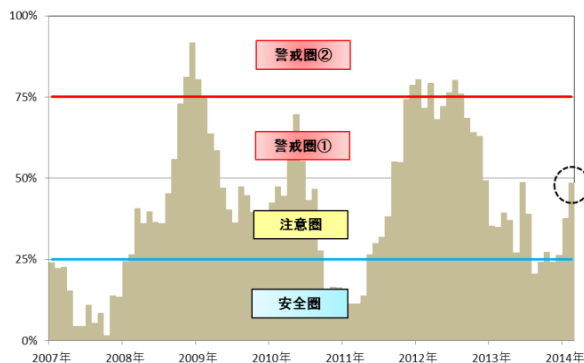
Weekly エコノミスト・ レター

中国経済： 市場の発する信号に耳をすませば

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

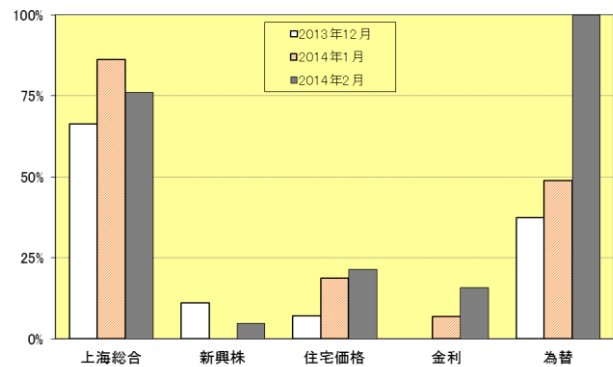
1. 成長目標が「7.5%前後」に設定されたことで、2014年の成長率が7%を割り込むとの見方は少ない。しかし、中国経済は多くのリスク要因を抱えており、政策運営の誤りなどで経済が悪循環に陥る可能性はいまだかつて無く高い。そのリスクを適切に判断できるだけの十分な情報が得られない場合には、市場価格から得られるリスク情報の活用も検討に値する。
2. 市場がマクロ経済の異変を知らせる代表例に株価の下落がある。但し、代表的な株価指標である上海総合だけを見ていたのでは、構造改革の推進でアゲインストの風にさらされているため悲観に傾き過ぎる恐れもある。構造改革でフォローの風を受ける新興株や、住宅価格、人民元（対米ドル）、長期金利など様々な市場の動きも合わせてみるのが妥当だろう。
3. 個別市場の発するリスク信号を加重平均して総合的に見ることもできる。昨年夏には安全圏にあったリスク信号（総合）は、その後徐々に上昇し始め、さらに1-2月に連続で上昇して、リスクの高まりを発信し始めている。特に上海総合と為替が高いリスク値を示している。
4. また、实体经济の悪化を示唆する“实体经济系”のリスク信号と、経済が悪循環に陥る可能性を示唆する“バブル系”のリスク信号に分けることもできる。“实体经济系”のリスク信号は雇用情勢が悪化した時などに高まることが多く、“バブル系”のリスク信号は企業マインドが悪化した時などに高まることが多い。2014年2月末時点では両者に大きな差異は無い。
5. 但し、市場が発する信号をあまり重視し過ぎると、相場に振らされる恐れもある。大局を見失わぬようファンダメンタルズ分析を中心に据えながらも、様々な市場が発するリスク信号も耳をすまして聞く必要がありそうだ。

リスク信号(総合)



(資料)CEIC、Datastreamのデータを元にニッセイ基礎研究所で作成

市場別のリスク信号の動き



(資料)CEIC、Datastreamのデータを元にニッセイ基礎研究所で作成

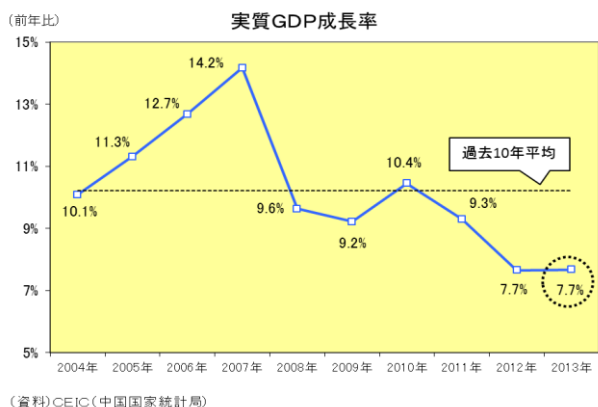
1. 情報不足を補う市場のリスク情報

中国では 2013 年の経済成長率が前年比 7.7%増と 2 年連続の 8%割れとなった（図表-1）。過去 10 年の年平均（10.2%）と比べると大きく減速したものの、世界的に見るとまだ高成長で、都市部失業率は 4.1%と雇用情勢は安定しており、インフレも落ち着いていることから、7-8%程度とされる潜在成長力に見合った成長率で、大きなリスクは無いように見える。また、今年の成長目標が「7.5%前後」に決定されたことで、市場予測もその前後に集中、7%を割り込むとの見方は少ない。

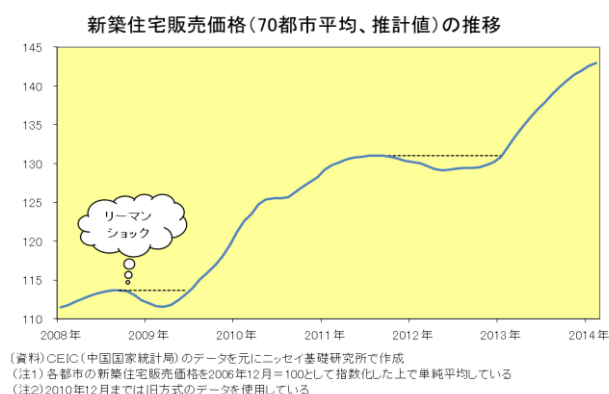
一方、中国経済を取り巻く環境は複雑で、多くのリスク要因を抱えており、政策運営の誤りなどで経済が悪循環（逆スパイラル）に陥る可能性はいまだかつて無く高いように思われる。第一のリスク要因としては投資の急減速が挙げられる。地方政府によるインフラ整備のスピードダウンで鉄鋼や建設資材などでは過剰生産設備を抱える企業が多く、環境対応で需要の減少が避けられない石炭関連企業は苦境にあり、欧州の債務危機や貿易摩擦による輸出の減少で太陽光発電関連の企業も構造不況業種になるなど、経営破綻する企業の増加が懸念されている。第二には住宅価格の下落が挙げられる。これまでも中国の住宅価格が調整する局面はあったが、いずれも小幅・短期で調整を終えている（図表-2）。しかし、一般庶民には手が出ないと言われて久しい中国の住宅価格だけに、次回の調整局面も小幅・短期とは限らず、大きな調整となれば不動産ディベロッパーの経営破綻が続出するリスクを抱えている。第三には理財商品（資産運用商品）が挙げられる。健全な販売・運用体制が整う前に販売が急増した理財商品は、銀行だけで 9.9 兆元（2013 年 9 月末現在、日本円換算で約 162 兆円）に達した模様で、多くのトラブルも発生している。そして、前述のような構造不況業種や不動産開発の企業で経営破綻が続出すれば、それらに資金を供給してきた理財商品にも問題が波及して、信用不安が高まり悪循環に陥るリスクも否定し切れない状況にある。

リスクが高まりつつあるにもかかわらず、中国ではリスクを適切に判断できるだけの十分な情報が得られない現状がある。厳しい情報統制でデータが得られない面もあるだろうが（中国政府は把握しているのに一般に公表しない等）、経済が発展途上にある中国では統計整備も発展途上で、本当に把握できていない面もあるだろう。本稿では、こうした現実を踏まえて、ファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）の分析を補うものとして、比較的容易に入手できる株価、住宅、金利、為替など市場の価格情報を活用して、何かしらの有効なリスク情報を得ることができないかと考えて、その具体的な方法を検討してみたのでご紹介したいと思います。

（図表-1）



（図表-2）



2. それぞれの市場が発するリスク信号

1 | 株価

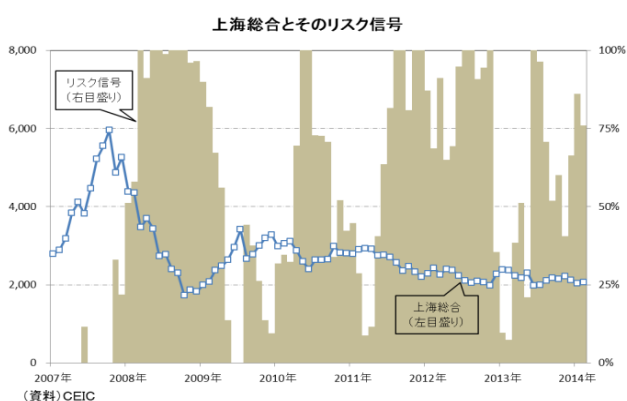
市場がマクロ経済の異変を知らせる代表例に株価の下落がある。株価は風説の流布や株価操縦で投機的な動きをすることもままあるが、大局的に見れば今後長期にわたる利益の水準や持続性に対する期待を反映して動いていることから、大幅に下落した場合はリスク信号になることが多い。

中国の代表的な株価指標である上海総合を見ると、2007年10月に一時6000を超えたものの、その後のリーマンショックで高値の4分の1程度へ急落、2009年には大型の景気対策を受けて反発したものの、その後はじわじわと下落する冴えない展開が続いている。図表-3は上海総合とそのリスク信号を表示したものである。ここでリスク信号とは、過去1年の最高値と最安値を取って、その時の株価がどの位置にあるかを計測し、0%-100%の間に納まるレシオで示したもので、株価が最高値と一致すれば0%でリスク信号は最も低く、最安値と一致すれば100%でリスク信号は最も高くなる。これを見ると、2008年3月-09年1月に90%超の高いリスク信号を発し、その後も毎年のように100%に達するリスク信号を発してきたことがわかる。

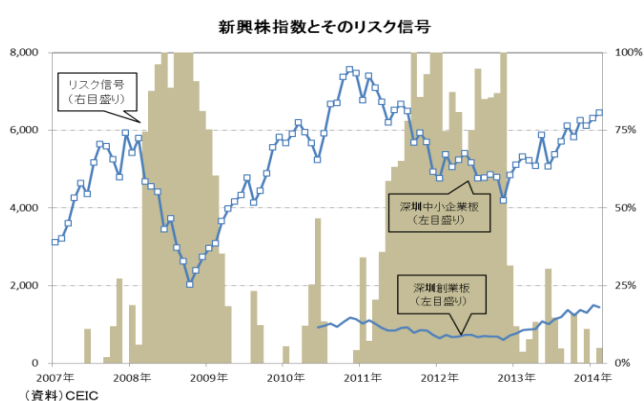
一方、同様の手法で新興株指数を見ると（2011年8月までは深圳中小企業板、その後は中国版ナスダックと呼ばれる深圳創業板（ChiNext）との和半を使用）、2010年や2013年のように新興株指数だけは堅調で、リスク信号を発しなかった時期もあった（図表-4）。両市場にこのような違いが生じた背景には、中国政府が進める政策の影響が両市場で異なることがある。「中所得国の壁」に差し掛かっている中国では、政府がその克服に向けて構造改革を進めており、それが国有企業や伝統産業の多い上海総合にはアゲインストの風となる一方、その同じ構造改革が新興企業の多い深圳創業板などではフォローの風となっているのである。

また、両市場が揃って高いリスク信号を発した時期を見ると、米国のリーマンショック前後と欧州の債務危機が最も深刻化した時期と重なっている。中国政府は今後も構造改革を進めるだろうが、アゲインストの風を受ける上海総合でも景気が悪化した時に適切な対策が打たれば上昇するだろうし、フォローの風を受ける深圳創業板でも構造改革が停滞すれば期待先行で上昇してきた株価（PERで60倍前後）は維持できないだろう。つまり、景気が悪化したにも拘らず十分な対策が打たれず、しかも構造改革が停滞して将来の中国を支える新興企業の行く末にも懸念が生じるようだと、両市場が揃ってリスク信号を発することになり、中国経済は最も危険な状態に陥ると思われる。

(図表-3)



(図表-4)

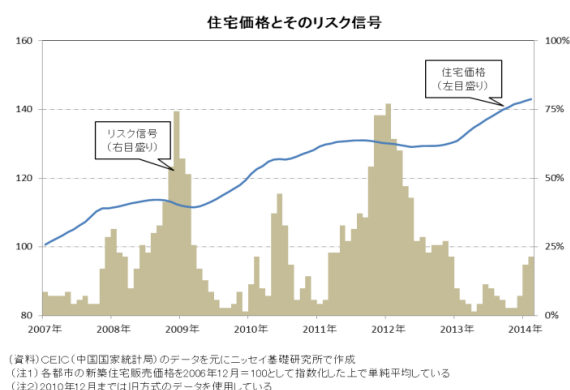


2 | 住宅価格

住宅価格の下落もマクロ経済の異変を知らせることが多い。中国では固定資産投資に占める不動産の割合が4分の1を超えており、その動向が投資全体に与える影響は大きい。また、日米欧で起きた金融危機でも、住宅価格の下落に伴って銀行の不良債権が膨らんで悪循環に陥った面があり、住宅価格下落はリスク信号の一つといえるだろう。

前述のとおり中国の住宅価格は数年毎の調整を経ながら上昇を続けてきた。図表-5に示したリスク信号は、値動きの良い中古住宅の価格情報を元に、前月より価格が下落した都市の比率を計測し、その推移を見たものである。これを見ると、2008年12月と2012年1月には75%前後に達したが、この2回の調整はともに小幅・短期で終了した。次の調整も小幅・短期で終わるかもしれないが、価格水準は調整を経るごとに確実に高くなっているだけに、住宅価格の発するリスク信号にも注意は怠れない。

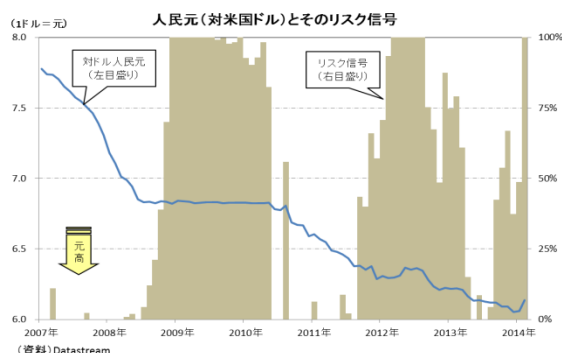
(図表-5)



3 | 為替

人民元(対米ドル)の下落もマクロ経済の異変を知らせることが多い。国際競争に勝っている時には元高になり、負け始めると元安になる傾向があるからである。ここ数年、米ドルに対する人民元レートは、大きな下落もなく、上昇と横ばいを繰り返しながら、徐々に水準を切り上げてきた。図表-6に示したリスク信号は、株価とほぼ同様の方法で、その時の人民元がどの位置にあるかを計測したものである。これを見ると、リーマンショック後に百年に1度の世界金融危機といわれた2009年や欧州債務危機が最も深刻化した2012年半ばには100%に達していた。そして、今年2月には1年半ぶりに100%に達して、リスク信号を発し始めている。

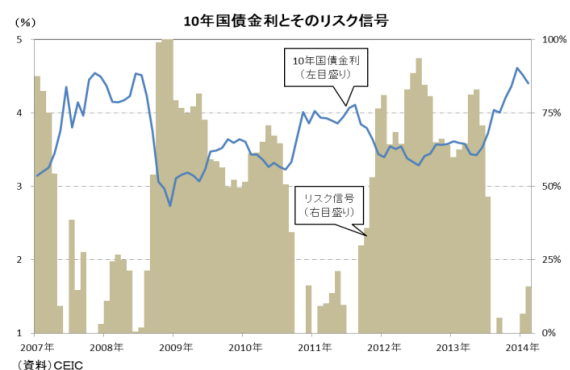
(図表-6)



4 | 長期金利

長期金利の動向もマクロ経済の異変を知らせることが多い。景気の体温ともいえる長期金利は、景気が悪くなると低下し、景気が良くなると上昇する傾向がある。図表-7に示したリスク信号は、株価とほぼ同様の方法で、その時の長期金利がどの位置にあるかを計測したものである。これを見ると、株価・住宅価格・為替と同様に2009年や2012年前後にリスク信号が高まったことがわかる。但し、長期金利の場合には良い上昇と悪い上昇があるなど複雑な面がある点には留意が必要である。

(図表-7)



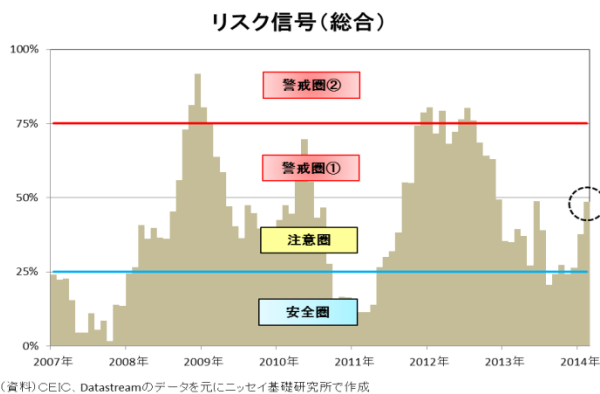
3. リスク信号の総合化とその活用

1 | リスク信号 (総合)

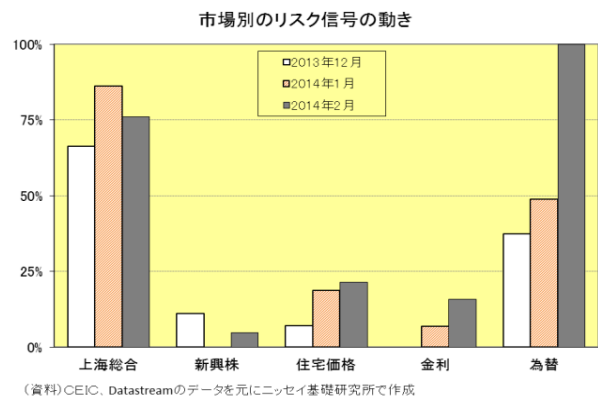
リスク信号は加重平均して総合的に見ることもできる。図表-8 に示したリスク信号 (総合) は、前述 5 つのリスク信号を、景気やその重要度を勘案して加重平均して計算したものである^①。近年の動きを観察した上で、0%以上-25%未満が「安全圏」、25%以上-50%未満が「注意圏」、50%以上-75%未満が「警戒圏①」、75%以上が最もリスクが高い「警戒圏②」と位置づけている。

ここもとの推移を見ると、昨年夏には安全圏にあったリスク信号 (総合) が、その後徐々に上昇し始め、今年 2 月には注意圏と警戒圏①の境界付近に達した^② (図表-8)。図表-9 に示した内訳を見ると、新興株、住宅価格、金利はまだ安全圏だが、上海総合と為替が警戒圏②に達している。

(図表-8)

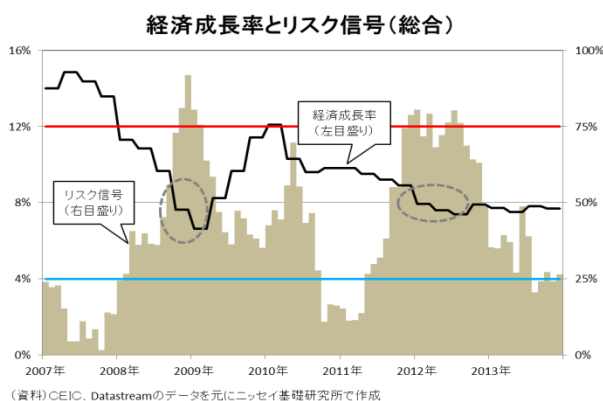


(図表-9)

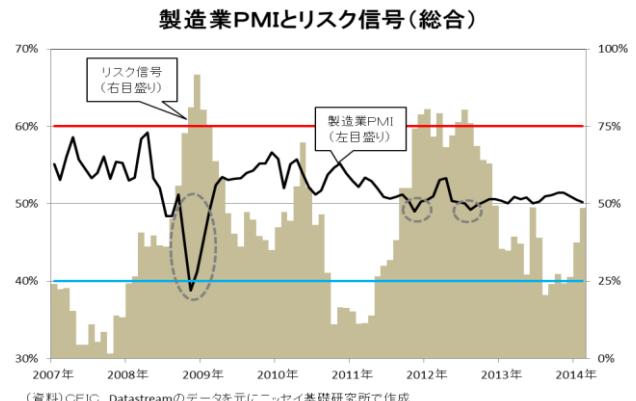


リスク信号とマクロ経済の関係を見ると、経済成長率との関係では図表-10 に示したようにリスク信号が警戒圏 (①、②) に達すると経済成長率にブレーキがかかることが多い。また、製造業PMIとの関係では図表-11 に示したようにリスク信号が警戒圏②に達すると製造業PMIが拡張・収縮の分岐点となる 50%を割り込むことが多かった。

(図表-10)



(図表-11)



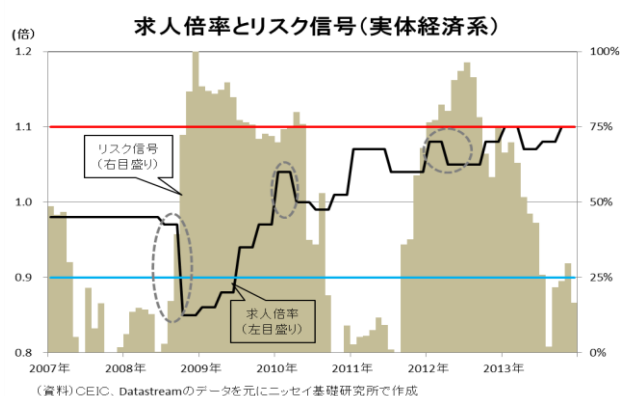
^①現時点での加重比率は上海総合：新興株：住宅価格：金利：為替=25：5：25：25：20。但し、時価総額や景気感応度で変化する。
^②3月27日時点の速報値(住宅価格は2月を使用)は48.4%と、新興株の下落などで2月末(47.9%)よりリスク値がやや上昇。

2 | 実体経済系とバブル系

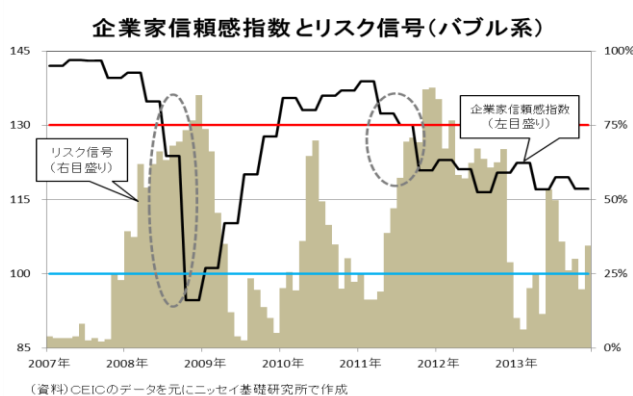
また、リスク信号は実体経済の悪化を示唆する“実体経済系”のリスク信号と、経済が悪循環に陥る可能性を示唆する“バブル系”のリスク信号に分類できると考えている。為替や金利は“実体経済系”に属する。景気が良いと上昇しやすいが、自動安定化機能が内蔵されており、その上昇自体が輸出減や金利コスト増で景気を悪化させるというように、景気循環の原因になるからである。他方、株価や住宅価格は“バブル系”に属する。相場が上昇するとそれ自体が景気にプラス寄与し、下落すると景気にマイナス寄与する。また、過度に上昇すると経済がバブル化し、過度に下落するとバブル崩壊につながるというように、バブル形成と崩壊の過程と関係しているからである。

マクロ経済との関係を見ると、“実体経済系”のリスク信号は雇用情勢が悪化した時などに高まることが多いようだ。図表-12 に示した求人倍率との関係を見ると、リスク信号（実体経済系）が警戒圏②に達した時には、求人倍率が大きく落ちることが多い。他方、“バブル系”のリスク信号は企業マインドが悪化した時などに高まることが多い。図表-13 に示した企業家信頼感指数との関係を見ると、リスク信号（バブル系）が警戒圏①に達したあたりから落ちている。図表ではやや遅行しているようにも見えるが、企業家信頼感指数は発表が数ヵ月遅れることを勘案すれば、早期警戒のサインとしてもある程度は機能すると思われる。

(図表-12)



(図表-13)



3 | リスク信号の活用について

以上のように、市場が発するリスク信号の推移を見ると、通常は個々ばらばらに動くことが多いものの、5つが揃って高い数値になった時には、米国のリーマンショックや欧州の債務危機など大きな危機を迎えていたことが多かった。構造改革の推進で恒にアゲインストの風が吹く上海総合だけを見ていると、悲観に傾き過ぎる恐れがあるだけに、より多角的に見たリスク信号（総合）を確認してみる価値はあるだろう。また、リスク信号（総合）は、住宅価格を除いた速報値では経済指標の発表よりも早く計測できることから、異変をいち早く捉える上でも一定の意味はあるだろう。

但し、市場が発する信号をあまり重視し過ぎると、相場に振られる恐れもある。大局を見失わぬようファンダメンタルズ分析を中心に据えながらも、様々な市場が発するリスク信号も耳をすまして聞く必要がありそうだ。

(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。