

Market Flash

金融が動かす世界経済 No2

～ベールに包まれた大きなリスク～

2015.09



金融経済

～中国リスクをどう読む？～



世界の株式市場の混乱が続いている。今から思えば始まりは、上海株式市場の急落であった。筆者自身は、上海の急落は世界株式市場には影響ないと考えていた。なぜならば、上海株式市場は、中国国内の投資家しか投資できない市場であり、この急落によって海外の投資家が損失を被るということがないからだ。しかし、確かに直接的な影響はないが、心理的には強力なボディブローのように効いていたようである。

今回の世界同時株安の始まりは、人民元の切り下げにある。上海市場の急落を中国政府は直接資金を投入して支えるという資本主義市場ではあり得ない介入を行った。それに続いて、中国政府は人民元を3日連続で切り下げたのだ。この行為を市場は、とうとう中国も景気した支えの策が尽きたか…と感じたのである。そこに、中国の景況感指数PMIがリーマンショック以来の低水準に落ち込んだと発表されて、これが引き金になって世界の投資マネーが株式市場から安全資産(円や金など)へと向かったのである。

前回から見てきているように、日米欧などの主要国では長期間にわたって低金利政策を継続し景気浮揚を目論んできた。その低金利政策が過剰流動性を生み株式市場のみに流れ込んでいたのである。幸い、リーマンショックのようなデリバティブを活用してその資金が無限大に拡大したという状況ではないので、その反動はある程度のところで止まると考えている。しかし、過剰流動性が発生していたことには変わりはない。

株式市場では、こうした心理的悪化を食い止めるにはある程度、膨張した資金のガス抜きが必要である。今回の世界金融市場の動揺もその一環としてみていいたいだろう。その意味では、リーマンショックのような深厚な状況にはならないと考える。

しかし、問題は、中国経済の悪化がどこまで深刻で、中国政府はこれに対応できるかということである。中国政府はこれまで幾度となく金融緩和を実施してきたが、果たしてその効果はあったのだろうか。

中国の株式市場の構造的問題、中国経済の現状にはベールに包まれた大きなリスクが存在する。これらは、今後の世界市場を今以上に危険にさらす可能性もある。

そこにはいくつもの構造的問題や中国特有の事情がある。主なポイントは、

1. 株式市場の構造的問題
2. 人民元
3. 中国の金融政策
4. 中国経済の実態
5. 地方政府の事情

今まで知らなかったこと、あまり報道されていなかったことをまとめてみた。

金融経済

～中国リスクをどう読む？～



<世界金融市場の動揺>

まずは、これまでの中国経済と市場の動きを簡単に振り返ってみよう。

8月の世界株式市場は暴落した。日経平均は、8月11日の高値から2週間ほどで3000円近く暴落、NYダウもリーマンショック以来という1週間で1000ドルの暴落を記録した。中国では、24日に上海総合指数が8年ぶりの下げ幅を記録した。中国国営メディアの新華社は、「黒色星期一（ブラックマンデー）」と評した。（しかし、先進国の市場は一時的な暴落はあったが、リーマンショックのような金融システム崩壊などはなくいたって冷静に見ている）

日米の株価のピーク直後である8月11日に中国政府が突然人民元の切り下げを発表し、12日には天津市での大爆発事故があった。それらの出来事は、中国経済の悪化を印象付けた。特に、市場は人民元の切り下げを、「中国はとうとう経済対策の打つ手がなくなった」とみたのである。

しかし、どうして今になって中国経済の悪化が市場にフォーカスされてしまったのか理解しがたい。中国経済が停滞し始めていることは昨年から指摘されてきた。シャドーバンキングや理财产品の破綻、不良債権の増加なども言われてきた。習政権はそのような状態を、「新常态（ニューノーマル）」という言葉で表現して、今までの高度成長は行き過ぎでこれからは7%台のノーマルな成長で十分であると国民を納得させているのである。

さらに、昨年からの金融緩和により上海株式市場が急騰し、半年で倍の株価指数上昇となっていたのである。この株高が、低成長をカモフラージュしていたのである。

しかし、中国政府は急増する個人の信用取引を規制したため6月に上海株式市場が暴落。慌てた中国政府は財政出動で株価を買い支えるなど、先進国市場から見ると絶対にやってはいけぬ手段で株価を持ち上げようとしたのである。結果としてそれは一時しのぎで成功はしていない。

そして、8月の突然の人民元切り下げ。これも、中国政府の意図が十分理解されず、経済対策も尽きてしまったかの印象を与える結果となった。この人民元切り下げは3日間行われ、市場では減安が行き過ぎたため結局は、外貨準備を使って元を買い支える結果となった。

このように中国政府の場当たりのとも思える策によって市場はよりナーバスな状態になり混乱しているのが現状ではないだろうか。

（政府としては決して場当たりのと思っていないが、改革が遅れ市場に押される形で急遽打ち出した策ととらえられているのである）

金融経済

～中国リスクをどう読む？～



<上海株式市場の構造的問題>

1. 株価暴騰の背景

上海株式市場は2014年11月の2,486.79から今年の6月12日の5,166.35まで約半年間の内に2.5倍という暴騰を示した。これはまさにバブル現象である。

昨年末を境に個人投資家の口座開設は相次いでおり、上海市場だけで1.2億件を超えている。

ではなぜこれほど短期間に上昇したのであろうか。

この背景にはもちろん金融緩和という政府の政策が影響しているのであるが、それだけではない。

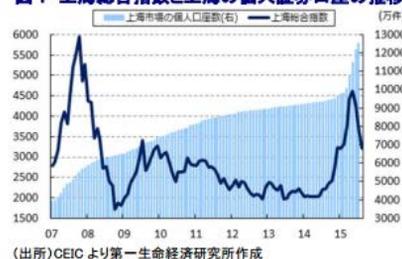
舌の図を見れば、株価の上昇とともに信用取引の残高が急増していることがわかる(もちろん現象としては、信用取引が増加したから株価が上昇したのであるが)

図表 1 上海総合指数と信用買い残高



(出所) 上海証券取引所、中国证券监督管理委员会より大和総研作成

図 1 上海総合指数と上海の個人証券口座の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

中国の信用取引は、正規の信用取引のほかに、統計には含まれない「場外配资」という違法ではないが法的に規制がかかっていない資金融通システムが存在する。こうした信用取引による株価の急騰を危惧した政府が、6月12日に信用取引への規制強化を発表し、これをきっかけに株価が暴落したのである。

2. 場外配资とは

中国の正規の信用取引は、取引における資金的要件として「証券類資産50万元(約1000万円)以上」ある投資家に限られている。また、委託保証金も50%と高く、一般の投資家にはハードルが高いものである。

* 本資料は投資判断となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘及び保険勧誘を目的として作成したものではありません。本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。

金融経済

～中国リスクをどう読む？～



そのハードルを下げたのが、「場外配資」という仕組みである。「場外配資」では、取引における資金的要件は特に明確な規定はなく、2000元程度（約4万円）以上あればと言われている。委託保証金も10～20%と極めて低い。ほぼ誰でも信用取引ができる仕組みだ。さらに、最も悪いことは、レバレッジが高いということである。正規の信用取引のレバレッジの上限は2倍までであるが、「場外配資」は5～10倍となっている。ハードルが引く、且つ、レバレッジが高いという、まさにバブルを生むために造られたような仕組みと言える。

昨年末から株式市場がにぎわい、上昇し始めたのを見た一般庶民がこの元手が少なくともうけは大きい「場外配資」に手を出し始めて火が付いたのである。

この「場外配資」での取引は、主にインターネットサービス及びソフトを販売してシステム会社が提供する仲介システムを利用してなされている。システム会社は大手3社（中小含めると何社あるかは明らかになっていない）その3社の合計の取引残高は5000億元に上るとされている。

図表5 信用売り残、買い残、信用倍率



(出所) 中国証券金融株式会社より大和総研作成

中国での信用取引のもう一つの特徴は、信用売りがほとんどないということである。6月時点での信用買い残は20,444億元なのに対し、信用売り残は47億元と、信用倍率はなんと435倍であった。

また、売買の8割が個人投資家である。

6月12日、証券監督管理委員会は、証券会社に対しこの「場外配資」にサービスを提供してはならない、違反した場合は行政処分を課すると公表した。

これを契機に、株価は急落。レバレッジが大きいほど下落も大きく、売りが売りを呼ぶ展開となった当局は7月以降、正規の信用取引の取引要件の緩和などの改善策を打ち出したが、「場外配資」の存在は静かに息をひそめて出番をうかがっているようである。

* 本資料は投資判断となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘及び保険勧誘を目的として作成したものではありません。本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。

金融経済

～中国リスクをどう読む？～



3. 理解しがたい仕組みと投資家・当局の動き

中国政府は株価暴落に対して以下のような策を打った。

①6月28日に利下げ実施、②株式需給悪化を防ぐための新規上場取りやめ、③証券各社が1,200億元(約2.4兆円)を拠出し、国内主要銘柄で構成されている上場投資信託(ETF)を買い支え、④政府系ファンドの中央匯金はETFを買い増しし、保険会社や各種ファンドは株式市場への投資を増額、国有企業は自社株買いを実施、⑤信用取引で追加証拠金を求めないなど株価下落圧力を軽減、⑥株価指数先物における「悪意」のあるカラ売りを禁止し、違反者に対して公安部が捜査を実施、⑦一時全上場会社の半分以上が株価急落回避を目的に取引を停止、⑧保有比率5%以上の大株主などの株式売却を6か月間停止といった株価対策を矢継ぎ早に打ち出してきた。

このなかでも、⑦の取引停止は、売られたくないから売買停止するという何とも理解し難い仕組みだ。投資家は株式市場が下落しても損切もヘッジもできないのである。

株価が落ち着いて売買が再開されたとき、当然、再び大きく売られて更なる暴落を生んだ。

さらに、⑥では、政府はこの暴落の原因は政策の失敗ではなく、悪意の空売りとデマによるものであると犯人探しを始めたのである。そして、公安警察を投入して調査し、「財經」という中国の代表的な経済誌の記者をデマを流した容疑で逮捕した。

暴落を受けて多くの投資家が、政府の詐欺だ、騙されたとデモを行っていた。政府はもっと株価を買い支えるのは当然だと公然と叫んでいた。投資家自体も未熟さが目立つ。

個人投資家は売買停止のために株を売ることができず、ヘッジのために空売りをするのも悪だとみなされるような株式市場がこのまま存続するかは疑問である。

このような規制の影響で、上海株式市場の取引高は激減。8月の売買代金は前月比35%減り半年ぶりにニューヨーク株式市場を下回って世界首位の座から転落した。

政府は速やかにこれら構造的問題を改善しなければ、いつまでたっても国内だけの閉鎖的な市場のままである。

* 本資料は投資判断となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘及び保険勧誘を目的として作成したものではありません。本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。



金融経済

～中国リスクをどう読む？～



<人民元>

次は、人民元の問題である。

8月11日中国人民銀行は突然人民元切り下げを発表した。これにより「人民元ショック」と呼ばれる大混乱を巻き起こしてしまった。これもまた、中国政府が招いた想定外の事態であった。

というのも、政府としては、人民元のIMFのSDR(特別引き出し権)入りを狙った人民元の自由化の一環のつもりで実施した切り下げであったが、市場からは、「中国政府の経済対策が万策尽きた」としてとらえられ世界株式市場が暴落したきっかけを作ってしまったのである。市場ではいまだに、輸出を押し上げようとして打ち出した施策であるとする市場関係者は多い。人民元の自由化であればもっとほかのタイミングを選んだはずだし、徐々に自由化への道を明確にして実行していたはずだと考えられている。政府はもちろん人民元の自由化のためと説明し、世界株式市場の暴落は、アメリカの金利引き上げは延期される見通しのためだと主張している。(利上げが延期されれば通常は株式市場には好材料なのだが、延期されることによって米国経済が悪化しているとみられたから世界の株式市場が暴落したのだという見解)しかし、これは誰もそのようなことは考えてはいない。(ということも理解していないのだろうか疑問に思う)

さて、真意はともかく、中国の今回の人民元切り下げは、実施のタイミングを完全に間違えてしまったといっているであろう。

人民元切り下げの内容は、11日に人民元対米ドルの基準値を前日比2%切り下げた。さらにそれ以降の取引について、これまで前取引日の中間レートを参考にしていたものを、終値を参考に翌日の人民元レートを算出する方法に変更した。8月11日の人民元の対米ドル中間レートは1ドル＝6.2298元と発表され、10日の中間レート6.1162元から1.9%の元安となった。13日の中間レートは、1ドル＝6.4010元と、3日間累計の下げ幅は4.7%に達した。13日中国人民銀行は、「従来、人民元の中間レートと市場レートには3%程度の乖離があった」として「このかい離の是正は基本的に完了した」と明言した。元安の進展はとりあえず一服したといえるが、実際のところは先安観が強く、中国政府が今度は懸命に買い支えているのが実情である。

中国人民銀行が、切り下げを行った背景には国際通貨基金(IMF)からの提案がある。IMFは5年ごとに準備資産である特別引き出し権(SDR)の構成通貨や比率を見直すことになっている。今年がその年に当たり、中国の人民元が採用されるか注目されている。ただ、そのためには人民元がより国際的に認められなければならない。IMFは現在の人民元の基準値が市場実勢とかけ離れている(約2%)ことを指摘、そのかい離を是正すると同時にその基準値の算出方法の変更を提案していたのである。

これだけを捉えるならば、今回の中国の人民元切り下げはこのIMFの提案を忠実に守り、調整をただけである。しかし、結果は最悪のタイミングを選んでしまったということである。

* 本資料は投資判断となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘及び保険勧誘を目的として作成したものではありません。本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。



金融経済

～中国リスクをどう読む？～



6月の上海株式市場の暴落から、市場では中国経済に対する懸念が強まり市場自体が不安定になっていた。中国の経済指標そのものへの信ぴょう性も疑われてきていたのである。そうした環境の中での人民元の切り下げは、冒頭で述べたように、元安を通じて輸出を促進しなければいけないほど中国経済は傷んでいると市場関係者は受け取ってしまったのである。

中国人民元は、世界の決済通貨に占める割合も昨年12月にカナダドルを抜き世界5番目の通貨となった。通貨量的には国際的通貨となっている。しかし、通貨の取引自体は、「市場の需給をベースに、バスケット通貨を参考に調整を行う管理された変動相場制」とされているが、実際は、米ドルペッグ制となっており、米ドルのレートに連動して値決めされている。したがって、ドル高に伴い人民元も元高で推移してきたのである。

今回の切り下げで、中国政府は人民元の自由化の一環としているが、その後に進んだ元安を懸命に買い支えており(8月末の中国の外貨準備高は、前月比900億ドルの減少)引き続き当局が市場に介入することで市場をコントロールしている「管理された変動相場制」という本質は全く変わっていない。

人民元の自由化か景気刺激策か・・・
中国政府の意図するところは不明であるが、中国人民元に対する先安観はぬぐえない。
中国人民元が国際的に認められSDR入り

を実現するためには、当局が市場介入しない市場を構築する必要があるが、他の改革と同様、この構造改革には、中国の既存の政治や社会のシステムを変換していく必要があり、そう簡単には解決しない問題でもある。

図表7 世界の決済通貨に占める割合

	(%)
米ドル	44.64
ユーロ	28.30
英ポンド	7.92
日本円	2.69
人民元	2.17
カナダドル	1.92
豪ドル	1.79
スイスフラン	1.39
香港ドル	1.27
シンガポールドル	0.90
タイバーツ	0.88
スウェーデンクローネ	0.78
ノルウェークローネ	0.72
ポーランドズロチ	0.56
南アフリカランド	0.45
デンマーククローネ	0.40
ニュージーランドドル	0.39
メキシコペソ	0.39
ロシアルーブル	0.36
トルコリラ	0.32

(注) 2014年12月現在。

(資料) SWIFT

金融経済

～中国リスクをどう読む?～



<中国の金融政策>

今回の株式市場の暴落に対して中国人民銀行は緊急で追加金融緩和を実施した。8月26日、主要政策金利である**1年物貸出金利と1年物預金金利を25bp引き下げ**それぞれ4.60%、1.75%とするとともに、各期限の貸出金利及び預金金利、**個人向け住宅ローン金利も25bpずつ引き下げられる**一方。期間1年以上の預金金利に対する上限規制が撤廃されるなど、一段の金利自由化へ踏み込んだ。また、預金準備率は9月6日付で50bp引き下げられ大銀行向けは18%となった。さらに、「**三農(農村、農業、農民)問題**」や**中小・零細企業向けの融資比率の高い金融機関**に対しては追加で50bp引き上げるほか、**リース会社や自動車ローン会社**に対して追加で300bp引き上げた。これにより冷え込みつつある個人消費を刺激する意図である。

中国人民銀行は今回の金融緩和に関して、「**中国経済が下振れ圧力に直面しており、足元の金融市場の動揺が大きくなる中で一段の柔軟な金融政策が必要になった**」「**預金準備率の引き下げによる長期資金の供給を通じて健全で安定的な経済成長を促す**」と高まりつつある景気への不透明感を払しょくすることを目的としているとの認識を示した。

しかし、裏には不安定化する株式市場の安定化を図ることを意図していたことは間違いない。

中国では、昨年年末から幾度となく金融緩和を実施してきている。

【図表2】PBOCによる金融緩和の動き

2014年11月22日	人民元預金・貸出基準金利をそれぞれ0.25%、0.4%引き下げ(1年物)
2015年2月5日	預金準備率を一律で0.5%引き下げ、一定の条件を満たす都市商業銀行と非領域農村商業銀行の準備率を追加で0.5%引き下げ、中国農業発展銀行の準備率を追加で4%引き下げ(全面的な準備率引き下げ+的を絞った準備率引き下げ)
3月1日	人民元預金・貸出基準金利をそれぞれ0.25%引き下げ(1年物)
4月20日	預金準備率を一律で1%引き下げ、農村金融機関やファイナンス・カンパニー等の準備率を追加で1%以上引き下げ、中国農業発展銀行の準備率を追加で2%引き下げ(全面的な準備率引き下げ+的を絞った準備率引き下げ)
5月11日	人民元預金・貸出基準金利をそれぞれ0.25%引き下げ(1年物)
6月28日	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 人民元預金・貸出基準金利をそれぞれ0.25%引き下げ(1年物) ✓ 一定の条件を満たす都市商業銀行・非領域農村商業銀行の預金準備率を0.5%引き下げ、一定の条件を満たす国有大型商業銀行・株式制商業銀行・外資銀行の預金準備率を0.5%引き下げ、ファイナンス・カンパニーの預金準備率を3%引き下げ(的を絞った準備率引き下げ)
8月26日	人民元預金・貸出基準金利をそれぞれ0.25%引き下げ(1年物)
9月6日	預金準備率を一律で0.5%引き下げ、領域農村商業銀行・農村合作銀行・農村信用社・村鎮銀行等の農村金融機関の準備率を追加で0.5%引き下げ、金融リース会社・オートローン会社の準備率を追加で3%引き下げ

(PBOCの発表に基づき、中国アドバイザー一部作成)

* 本資料は投資判断となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘及び保険勧誘を目的として作成したものではありません。本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。

金融経済

～中国リスクをどう読む？～



しかし、昨年以降の5度にわたる利下げと今年に入ってから3度にわたる預金準備率の引き下げの**効果は極めて乏しい**と思われる。

その理由としては、まず、**企業自体に資金需要が乏しい**ということだ。中国経済が減速する過程において、製造業の設備過剰や不動産開発の縮小がみられる。そのため金利を引き下げても純粋な経済活動にお金が回るといことが少なくなっているのである（その資金が株式市場に流れ込んでいたともみれる）

さらに、**国有銀行も貸出姿勢は積極的ではない**。企業収益が悪化する中、不良債権が増加する傾向にあり貸し渋っているのである。これはまさに1990年代の日本の銀行に酷似する。

中国の金融政策の手段の中で最も効果があるとされているのが、政府がトップダウンで主導する貸出総量規制や窓口指導である。しかし、そうした政策が今まで**無駄な投資を生んできたのも事実**である。日欧米はゼロ金利を経験し、量的緩和という非常時の金融政策を採用しているが、中国においてもそのような金融政策の実行について今からでも研究・検討することが必要になってくるだろう。

中国では、金融政策を実施すると同時に何らかの金利規制の緩和も同時に実施してきている。

今回の金融緩和においても1年物以上の定期預金の金利上限を撤廃した。この分野においては順次着実に規制緩和を実施してきている。構造改革がうまく進んでいる唯一の分野だ。

（人民元の変革もこのように少しずつ進めれば今回のようなことにはならなかったのと思う）

【図表3】 PBOCによる金利規制緩和の流れ

2004年10月29日	貸出金利の上限規制を撤廃（下限は基準金利の90%） 預金金利の下限規制を撤廃
2012年6月8日	貸出金利の下限を基準金利の80%まで拡大 預金金利の上限を基準金利の110%に設定
7月6日	貸出金利の下限を基準金利の70%まで拡大
2013年7月20日	貸出金利の下限規制を撤廃（貸出金利の自由化）
12月9日	インターバンク市場での譲渡性預金発行を解禁
2014年11月22日	預金金利の上限を基準金利の120%まで拡大
2015年3月1日	預金金利の上限を基準金利の130%まで拡大
5月1日	『預金保険条例』を施行（預金保険制度の導入）
5月11日	預金金利の上限を基準金利の150%まで拡大
6月2日	一般企業・個人向け譲渡性預金の発行を解禁
8月26日	1年物を超える定期預金について金利上限規制を撤廃

（PBOCの発表に基づき、中国アドバイザー一部作成）

* 本資料は投資判断となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘及び保険勧誘を目的として作成したものではありません。本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。

金融経済

～中国リスクをどう読む？～



<中国経済の真実は・・・？>

中国経済が停滞してきているといわれ始めたのは特に昨年からである。8%以上の高成長が苦しくなり、習政権は「新常态」という言葉を使って、今までのような高成長を望むのではなく7%程度の緩やかな成長を持続しようというのである。成長率が落ちてきても国民に不安を与えないようにするのが目的とも言われている。しかし、7%というのが低成長かというところでもない話である。7%の成長を続ければ10年でGDPが2倍になる数字だ。日欧米は2%成長も達成するのに四苦八苦しているなかで7%は高成長である。では、なぜ、7%に下がっただけで中国経済はバブルがはじけた、低成長時代に突入した、とこれほどまでに不安視するのだろうか？そこには、**7%成長という中身に疑問を感じている市場関係者が多いからではないだろうか**。私自身、以前から中国経済の成長率はかなり見せかけの部分があると感じている。特に固定資産投資については地方政府が成長率を高めるために特に力を入れてきた政策であるが、その結果として多くのゴースタウンを生み出している現実を見た場合、このような生産性の上がらない投資がはたして高成長と言えるか、と疑問に感じていたのである。

最近の経済指標をみると、**7月の鉱工業生産は前年比+6.0%、小売売上高+10.5%、固定資産投資+11.2%である**。この数字は過去に比べるとかなり落ちてきている数字であるがそれでも高い水準をキープしているといっている。さらに、**4～6月期実質GDP成長率は前年比+7.0%である**。これらの数字を見て中国経済が低成長といえるだろうか。それでも市場が不安に思うのは、これらの数字に疑問を抱いている証拠である。

ただ、これらの指標も過去のトレンドを見れば、中国経済がいかに停滞してきているかがわかる。

問題の経済指標の信ぴょう性については、以前から言われる。例えば、**国家統計局が発表した1～6月期のGDP総額は29兆6,868億元だったが、各省・直轄市の内訳を合計すると32兆4,557億元に膨れ上がっている**。差額は2兆7,689円で9.3%ものかい離がある。

経済予測表

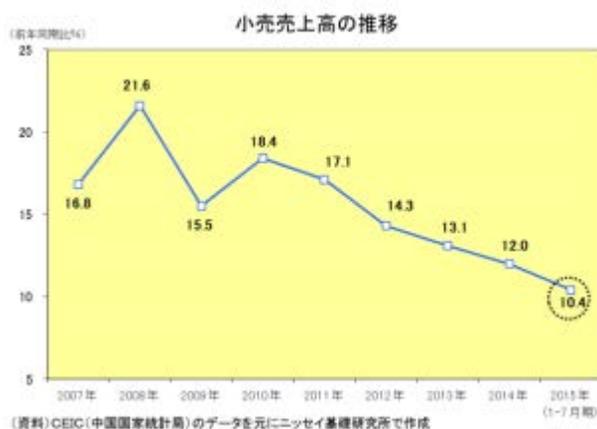
	単位	2013年	2014年	2015年	2016年
		(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	7.7	7.4	7.0	6.7
最終消費	寄与度、%	3.7	3.7	3.8	3.6
総資本形成	寄与度、%	4.2	3.6	3.0	3.1
純輸出	寄与度、%	▲0.2	0.1	0.2	0.0
消費者物価	前年比、%	2.6	2.0	1.5	2.2



* 本資料は投資判断となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘及び保険勧誘を目的として作成したものではありません。本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。

金融経済

～中国リスクをどう読む？～



地方政府の代表は、成長率の高低が人事に直結するため、恣意的に成長率を高め公表しているとみられる。中央政府についても同様と看做されても仕方ない。実際に、各経済指標を見てもなぜ7%成長になるのか疑問視する向きは多い。

このように中国の統計で内訳と総計に食い違いがあるのは常になっている。そもそも、このGDP統計が発表されるのは、4～6月期の場合、7月15日だ。わずか2週間で中国全体のGDPが集計されるというのは信じがたい。GDPの正確性を疑問視する大きな理由である。

ちなみに日本の公表は8月17日、ユーロ圏は8月14日、最も早いアメリカで7月30日だ。

かつて、李克強首相は、2007年に遼寧省で党書記長を務めていた時に、「GDPは人為的に操作されており、信頼できない」と語っている。これは駐米大使との対談が「ウィキリークス」によって暴露され、世界に広まったものだ。

李克強首相はその代わりとして注目していたものが、電力消費量、鉄道貨物輸送量、銀行新規融資額の3つの指標である。これを、「李克強指数」と呼ぶ。電力消費量は、製造業の活動量を映し出す指標として有効だ。鉄道貨物輸送量も生産(輸入)・流通・消費という段階において、モノの移動が発生するので、経済活動が活発化すれば鉄道貨物輸送量も増える。鉄道貨物輸送量は、景気の強さをタイムリーに測るのに適している。

銀行の新規融資額については、確かに経済活動において設備投資が増えると金融機関の融資が増えるという関連性から先行指標として有効であったが、最近では、その新規融資が投資などに向かってバブルを生んでいる構図があり、今はあまり重視されていない。

金融経済

～中国リスクをどう読む？～



では、最近の「李克強指数」はどうであろうか。7月の電力消費量は前年比▲1.3%、鉄道貨物輸送量も同▲10.9%、1～7月の累計でも同▲10.2%と落ち込んでいる。ところが、銀行新規融資額は、1～7月の累計で8兆378億元増え、前年比+31.2%と非常に高い伸びを示している。これは、先ほど述べたように企業の設備投資などに回るのではなく投機資金として株式市場に流れ込んでいるのである。最近の企業は過剰設備投資が重荷になって収益性が落ちているため資金需要は停滞しているのである。

この「李克強指数」のほかに、中国経済の真実を見るうえで重要な指標としては、**輸出入**の状況であろう。

この貿易統計も、**輸出が▲8.9%**、**輸入▲8.6%**と落ち込みが継続している。1-7月期の輸出は、**前年同期比▲0.8%**である。輸出相手国別にみると、米
国向け輸出は+7.3%、ASEAN向け+8.0%と堅調であったが、欧州向け▲4.3%、日本向け▲11.0%と大きく落ち込んでいる。

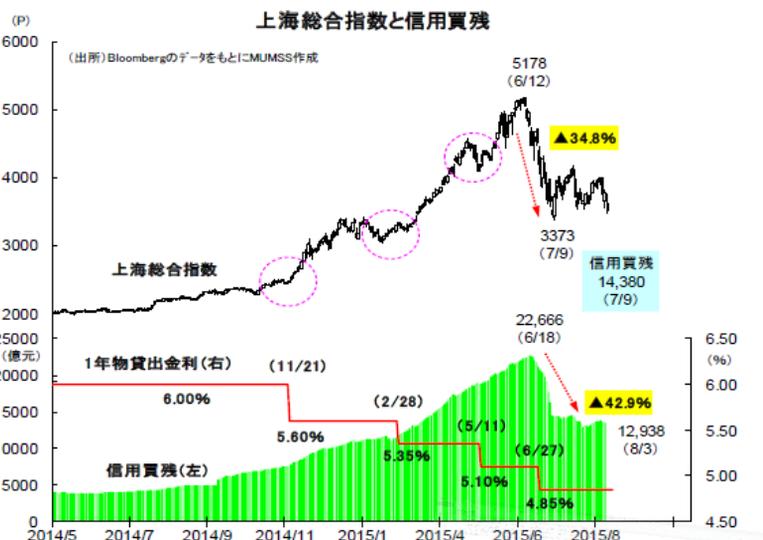
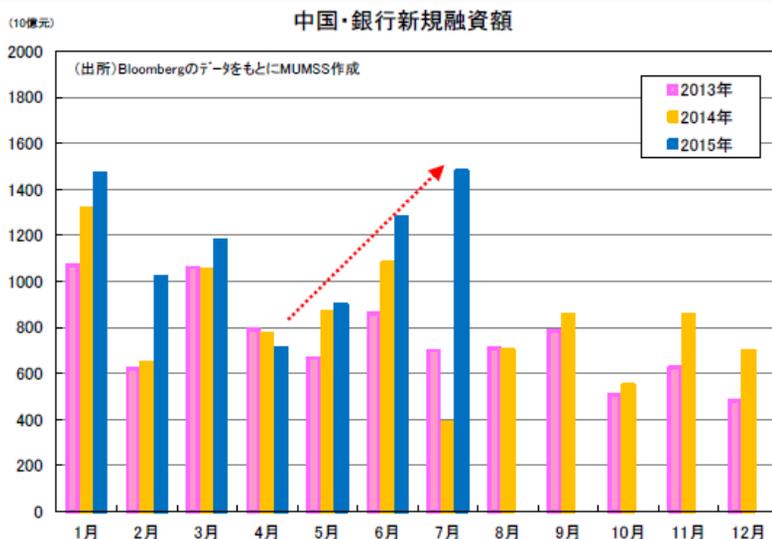
その他注目分野

スマホ市場が急減速。

1～3月期▲4%、4～6月期▲4%と悲惨な状況。

自動車販売にもブレーキ。

今年2月に前年比でマイナスになり、4月から7月までは4か月連続マイナス、7月は▲7.1%の大幅なマイナスになっている。



* 本資料は投資判断となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘及び保険勧誘を目的として作成したものではありません。本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。

金融経済

～中国リスクをどう読む？～



さて、中国の実態のGDPはどうなっているのでしょうか？

その試算を試みたのがイギリスの調査会社である。

イギリスの独立系調査会社ファゾム・コンサルティング <http://fathom-consulting.com/> が発表したもので、この会社は従来の公式GDP値の予想を止め、**中国の電力消費、鉄道貨物量、そして銀行融資の3つのデータ(いわゆる「李克強指数」)**を基にGDPを予想し始めた。

その結果、中国政府の公表しているGDP成長率が7%であるのに対して、ファゾム・コンサルティングは**3.2%**と試算結果を発表した。

ファゾム・コンサルティングのエリック・ブリトン氏は「**中国の公式統計はファンタジーだと考えており、真実に近いということもない**」とコメントし、**今年の中国成長率は2.8%、2016年はわずか1.0%にとどまると予想している。**

確かに、ファゾム・コンサルティングが公表しているグラフをみると、特に[GDP]と[China Momentum Indicator]との乖離が激しく、モメンタムの方は急降下している。

2014年頃までは、公式発表のGDPと実際のモメンタムがそれなりに同じ水準であったことを考えると、**2014年以降の急激な乖離は実経済が相当悪いことを示唆している。**

果たしてこの数字が真実なのかは不透明であるが、今後注目度が高まるかもしれない。

GDP and China Momentum Indicator

Four-quarter percentage changes



Source: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

このように**中国経済の実態はベールに包まれているが、大きなリスクを抱えているように思う。**

今後の、実態を見ていくには、「李克強指数」「貿易統計」「個人消費」この動向を見ていく必要があるだろう。

* 本資料は投資判断となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘及び保険勧誘を目的として作成したものではありません。本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。

金融経済

～中国リスクをどう読む？～



<地方政府>

中国経済がバブルに包まれている大きな要因に地方政府の存在がある。一党独裁政治の出世は、地方政府での実績、特に経済成長の実績にかかっている。そこにも構造的問題が存在する。

中国の税制と財政は、1994年位導入された「分税制」と呼ばれる中央財政と地方財政を分離して管理する仕組みを取っている。

中央政府の支出は、財政全体の15%にとどまり、地方における公共投資プロジェクトなどの財政支出は全体の85%に達する。

中国は一党独裁政治であり、その中央政府へ昇格するためには、地方政府において実績を残す必要がある。その実績の中心となるのが経済成長である。地方政府高官は自らの出世のために躍起になって資金を調達してインフラなどプロジェクトへ投資しているのである。その調達のやり方の典型なのが、土地財政と呼ばれる仕組みである。農村には集団所有制の土地があり、これを地方政府が収用して、デベロッパーに土地所有権として譲渡し開発させるのである。これを繰り返すことによって、プロジェクトの資金は調達できるし、地方の経済成長率が上昇するという両得を得るのである。

このような地方における土地財政を活用した開発案件の多くは、2008年のリーマンショック後に政府が実施した4兆元(当時で60兆円相当)にも上る経済対策によるものである。この刺激策の4兆元は、中央政府が1.2兆元だけ資金をだし、残りの2.8兆元は地方政府が独自に調達して支出するというものであった。

そして、中央政府が実施したもう一つの作が金融緩和策である。金利を引き下げると同時に融資総量規制を緩和して国有銀行に融資拡大を指示したのである。

しかし、こうした財政出動や金融緩和を実施しても地方政府は、予算法により地方債発行による調達が許されていなかった。これが中国の構造的問題点でもある。経済成長や市場拡大のスピードにいろいろな整備が追いついていないのである。独自の調達手段をもたない地方政府がどうやって資金を集めたのであろうか。その中心となったのが地方政府投融資プラットフォームと呼ばれる特別会社である。地方政府はこの特別目的会社に暗黙の保証を与えることにより銀行からの融資を受けたり、「城投債」と呼ばれる債券を発行して資金を調達、次々と大型のプロジェクト案件を立ち上げていったのである。

一方、商業銀行はさらに融資を増やすための資金集めとして、投資信託やオフバランス商品を開発して、個人から多額の資金を集めていった。

このように、通常の金融機関ルートだけでなくシャドールーティングと呼ばれる影の銀行システムが興隆する中で地方政府はバブルを積み上げていった。その結果としては、「鬼城」と呼ばれるゴーストタウンを多く見出し、投資信託が破たんし個人投資家が損害を被っている。

* 本資料は投資判断となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘及び保険勧誘を目的として作成したものではありません。本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。

金融経済

～中国リスクをどう読む？～



このような**地方政府の債務は、2011年には10.7兆元と集計された。これは、GDPの26%程度であった。しかし、その後、次々と調査結果が積み上げられ、12年末に15.9兆元、14年末には24兆元、GDPの38%に達したことが明らかになった。**

この債務は、多くの不良債権を抱えている。昔の日本でいえば、厚生年金基金がバブル時代に次々と豪華な保養施設を建設し、その後のバブル崩壊で不良債権化した状況に似ている。ゴースタウン化した地方では、その開発したものから何の利益も生まないため債務返済のめども立っていない。

政府はこうした**地方政府を救済する策として、地方政府借換債の発行を許可した。現在では、上限を3.2兆元まで拡大し順次地方債務をこの再建に切り替えているのである。しかし、それは当然のことながら抜本的解決にはならず問題を先延ばししているだけである。**

中央政府は今後、分税制や財政制度の構造改革を急いで行わなければ、それこそ**地方から崩壊が始まり、中央政府の最も警戒する国民の不満が爆発する。**

地方にもゆがんだ構造問題が存在するのである。

<今後の中国政府の対応>

最後に、今回の市場の動揺に対して中国政府はどのような行動が必要なのであろうか。

中国政府は、以前のような大規模な対応策を打てるのだろうか。答えは「NO」である。これまで見てきたように、あの4兆元の経済対策は、その後の過剰融資と過剰資本ストックの問題が生じ、多くの不良債権を生み出している。そのため、大規模な景気刺激策は取りにくい。さらに、輸出の下支えとして更なる人民元安への誘導は、中国からの資金流出懸念があるため、大幅な人民元誘導も難しい。

では、どうすればいいのか。その答えは非常に難しい。**構造的問題を多く抱える中国にとって、対策を急げばバブル崩壊を招くからである。**

中国の政府債務残高の国際比較からすれば、まだまだ財政出動はできる。**長期的にかつ継続的に実施しながら、様々な構造改革を同時並行的に断行していくしか手段はないように思われる。決して、今回のような場当たりの、その場しのぎともいえる対応を続ければ、先進国に追いつくことは不可能である。**

習政権の掲げる「新常态」に向けて様々な構造改革が不可欠である。そして、**その構造改革には、中国の一元支配である政治や社会システムまで変える覚悟が必要だ。**

* 本資料は投資判断となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘及び保険勧誘を目的として作成したものではありません。本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。