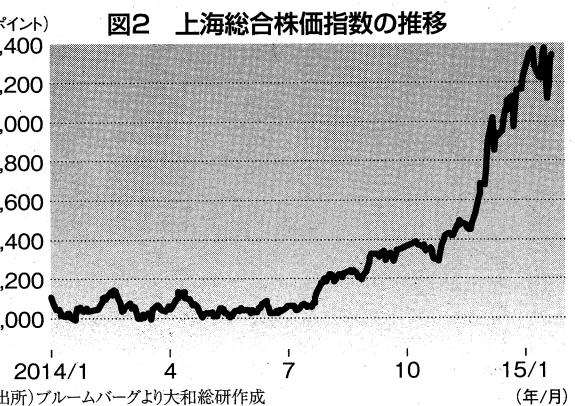
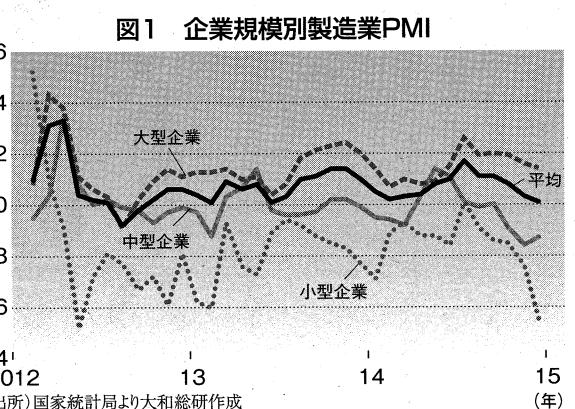


当局の「不快感」をマーケットも

中  
月26日の上海総合株価指数は3383点と、2014年来の上昇率は、6割に達した。特に、14年11月21日の予想外の利下げ発表後の上昇は著しい。しかし、金融当局は、金融緩和資金が実体経済に回らず、株式市場に流入していることに強い警戒感を持つている。

中国政府は経済運営上、雇用と物価を特に重視している。資源・エネルギー価格の下落により、15年の物価は安定した推移が続くと見られ、当面は、雇用安定の維持に最大の注意が払われるだろう。

雇用を大きく左右するのは中小・零細企業である。14年12月に発表された第3回全国経済センサスの結果によれば、13年末時点の第2次産業、第3次産業を担う法人企業従業員数のうち、小型・零細企業は1億4730万人と、全体の50・4%を占める。安定した雇用の維持には、中小・



金融当局は、金融緩和資金が実体経済に回らず、利下げの主目的である中小・零細企業の資金調達難の緩和が達成できていないことに危機感を募らせていている。あることは、想像に難くない。

## 当局の「不快感」

国の中の株価が急騰している。11月26日の上海総合株価指数は3383点と、2014年来の上昇率は、6割に達した。特に、14年11月21日の予想外の利下げ発表後の上昇は著しい。しかし、金融当局は、金融緩和資金が実体経済に回らず、株式市場に流入していることに強い警戒感を持つている。

中国政府は経済運営上、雇用と物価を特に重視している。資源・エネ

ルギー価格の下落により、15年の物価は安定した推移が続くと見られ、当面は、雇用安定の維持に最大の注意が払われるだろう。

雇用を大きく左右するのは中小・零細企業である。14年12月に発表された第3回全国経済センサスの結果によれば、13年末時点の第2次産業、第3次産業を担う法人企業従業員数のうち、小型・零細企業は1億4730万人と、全体の50・4%を占める。安定した雇用の維持には、中小・

零細企業対策が不可欠であり、14年11月の2年4ヶ月ぶりの利下げの主な目的もこれら企業の資金調達難の緩和であった。

金融統計からは、利下げ前の中小・零細企業を取り巻く環境が確かに厳しかったことがうかがわれる。14年1~10月の社会資金調達金額は前年同月比9・2%減だった。内訳を見ると、国有大企業や地方政府融資平台など政府の後ろ盾のある企業の資金調達手段である、人民元貸出増加額(銀行融資)や企業債券増加額、非金融企業の域内株式発行増加額がプラスとなつた以外は、調達額が大きく減少したか、純減となつた。

特に、信託貸出増加額の急減は、いわゆるシャドーバンキングの資金仲介機能が大きく低下し、銀行貸出しに多くを期待することができない中小・零細企業の資金調達難の問題が大きくなっていることを示唆していた。

この場合、単純計算では預貸スプレッドは、従来の2・7%(1年物上限金利3・3%)から、2・3%(同様に5・6%→3・3%)へ縮小する。銀行が利息収入を維持しようとする、より高い貸出金利の設定が可能な中小・零細企業向けの貸し出しを増やすことが選択肢の一つとなる。ここに、中国人民銀行の政策的意図があつたと言える。

中小企業の景況感は低迷

レッドは、従来の2・7%(1年物上限金利6%→1年物定期預金上限金利3・3%)から、2・3%(同様に5・6%→3・3%)へ縮小する。銀行が利息収入を維持しようとする、より高い貸出金利の設定が可能な中小・零細企業向けの貸し出しを増やすことが選択肢の一つとなる。ここに、中国人民銀行の政策的意図があつたと言える。

改善したように見える。

それでは、中国人民銀行の思惑通りに、中小・零細企業の資金調達難は緩和しているのであろうか? 少なくとも現段階の答えは、否である。

14年12月の小型企業の製造業購買担当者景気指数(製造業PMI)は45・5と、拡大と縮小の分岐点である50を大きく下回り(図1)、統計の取れる12年2月以降では12年5月(45・2)に次ぐ2番目に低い水準に落ち込んでいる。金融統計が示唆する大幅な金融緩和額は、それぞれ同36・5%増、同44・5%増を記録。さらに、12月の信託貸出増加額は7月から続いた純減から大幅増加に転じ、委託貸出増加額も急増するなど、いわゆるシャドーバンキングの資金仲介機能も大きく

11月の利下げでは、1年物貸出基準金利は6%→5・6%へと0・4%へと0・25%引き下げられた。預

金基準金利の引き下げ幅は小さく、上限が基準金利の1・1倍→1・2倍へ引き上げられたことで、上限金利を適用すれば、1年物預金金利は利下げの前後で変わらない。

# バブル化する中国株

## 利下げ後に急騰する株式市場は中小企業には向かわず

利下げによる金融緩和資金は実体経済に回らず、株価を急騰させている。速すぎる上昇はバブルのリスクをはらんでいる。

齋藤 尚登  
(大和総研シニアエコノミスト)

いか、との疑惑を背景とするが、調整は短期で終了し、再び上値を追う展開となつていて。

それでも足元の株価収益率(PER)は17倍程度(実績ベース)と水準に過熱感はない。当面は、「景気減速→金融緩和(期待)→株価上昇」という、金融相場が続く可能性が高い。14年の中国経済は7・4%成長と、12年、13年の7・7%成長から減速し、今後も緩やかな景気減速が続くと見るのがコンセンサスとなっている。目先は資金が実体経済に向かう方向付けを行う窓口指導といつた政策の実施が想定され、その上で、中小・零細企業のテコ入れを目的に、再利下げなどを含む景気下支え策が続々と見ている。追加緩和期待は温存されている。

金融緩和資金はどこに向かつたのか? 可能性が高いのは株式市場である。利下げ後は、

会員金調達金額は、7月以降続いた前年割れから12月には前年同月比34・9%増と大幅なプラスに転じている。11月と12月の人民元貸出增加額は、それぞれ同36・5%増、同44・5%増を記録。さらに、12月の信託貸出増加額は7月から続いた純減から大幅増加に転じ、委託貸出増加額も急増するなど、いわゆるシャドーバンキングの資金仲介機能も大きく

利下げ後の金融統計を見ると、社

会員金調達金額は、7月以降続いた前年割れから12月には前年同月比34・9%増と大幅なプラスに転じて

意識し始めている。12月9日の上海株急落(前日比5・4%安)は、中国証券登記決済会社による社債の担保条件厳格化がきっかけであり、1月19日の急落(同7・7%安)は、中国銀監委が「商業銀行の委託貸出管理办法(意見聴取版)」を発表し、その中で委託貸出資金を債券、先物、金融派生商品、理財商品、株式に投資することを禁止するとしたこと、②違法な信用取引で投機的な値動きをあおつたとして、証券監督管理委員会が証券会社3社の行政処分を発表したこと——が、契機となつた。

いずれも、資金が実体経済に回らず、株式市場に流入していることへの不快感を当局が表明したのではなく、資金が実体経済に回らなかったこと——が、契機となつた。

速すぎる上昇のリスク

金融緩和資金はどこに向かつたのか? 可能性が高いのは株式市場である。利下げ後は、

金融