

2015年9月18日 全11頁

景気減速が続く中国、市場制御の難しさ

経済調査部
主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 人民元切り下げ3日目に中国人民銀行は、これ以上の元安は望まない旨を明言した。景気減速などを背景に元安に振れようとする為替市場に対して、それを抑えたい中国人民銀行は元買い介入でこれに対応し、為替介入資金はかつてない規模となったと見られる。外国為替資金残高の減少に対して、当局が何もしなければ金融引き締めとなる。このため、中国人民銀行はオペなどを通じて金融システムに流動性を供給しているが、長期的な資金の供給手段としては、預金準備率の引き下げが効果的である。9月6日以降の大手行の預金準備率は18.0%と高水準であり、引き下げ余地は大きく残されている。
- なりふり構わない株価対策は水泡に帰した。株価下落のマイナスの影響を相殺する景気対策強化の重要度が増しており、8月下旬以降、中国政府は、(1)住宅市場のさらなるテコ入れ、(2)地方政府債務の低金利・中長期の地方債への置き換え増額、(3)固定資産投資の最低資本要求引き下げによるインフラ投資のさらなる増強、といった措置を相次いで発表した。
- 消費は底堅さを維持しているが、豚肉価格急上昇による物価上昇が実質消費に与える影響が今後の気がかり。1月～8月の固定資産投資は一段と減速した。春以降、住宅販売は回復傾向を強めており、これがこれまで急減速してきた不動産開発投資の底入れ・改善につながるかが、景気底打ちの鍵を握る。
- 8月までの主要経済指標は中国経済が引き続き減速し、7月～9月の実質GDP成長率は7%割れとなる可能性が高いことを示唆している。中国政府は、2015年の政府成長率目標7.0%前後に対して、6.8%程度までの下振れを容認しようとしているとみられる。この着地点を目指すための追加金融緩和やある程度の財政政策の強化はあっても、一部で期待されている、かつての4兆元の景気刺激策のような大規模な対策は想定されない。

人民元切り下げは害多くして利少なし

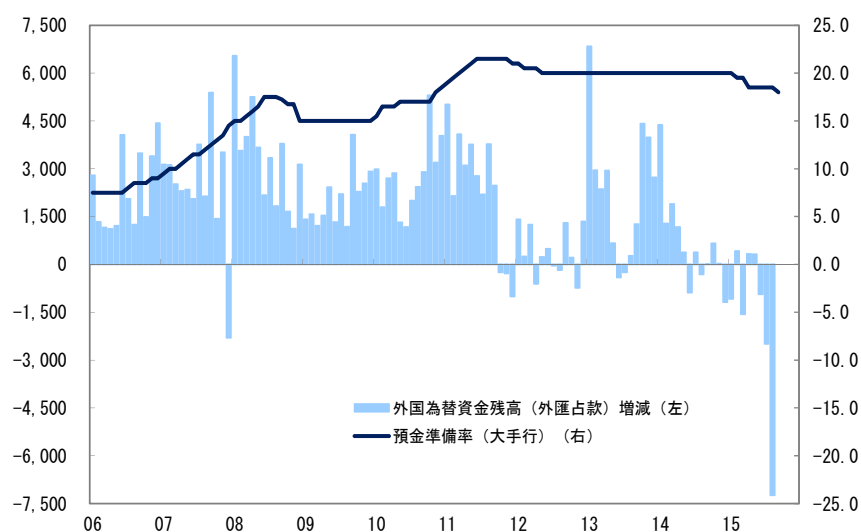
中国人民銀行（中央銀行）は8月11日から3日連続で人民元安誘導を行い、対米ドル中間レートの切り下げ幅は累計4.7%に達した（直近安値は8月27日の6.4085円で8月10日の6.1162元からは4.8%の元安）。8月13日に行われた中国人民銀行の記者会見では、「従来、人民元の間接レートと市場レートには3%程度の乖離があったが、この是正は既に基本的に完了した」とし、当局としてこれ以上の元安は望まない旨を明言した。この程度の元安では輸出改善効果は限定的である。ちなみに、2015年8月の輸出は前年同月比5.5%減¹（7月は同8.3%減）だった。

従来、為替市場のレートと中国人民銀行が発表する中間レートは断絶されていたが、8月11日以降は前日の終値を参考とすることになり、表面的には為替レートの自由化が進展したかのように見える。しかし、現実的には、当局は為替市場に介入することで市場をコントロールしており、「管理された」変動相場制という本質は何ら変わっていない。

さらにいえば、景気減速などを背景に元安に振れようとする為替市場に対して、それを抑えたい中国人民銀行は「元買い介入」でこれに対応。為替介入資金はかつてない規模となったと見られている。2015年8月末の外国為替資金残高（外匯占款＝中国人民銀行や市中銀行が外貨を買い入れて代わりに放出した人民元の残高）は28兆1,844億元と前月比で7,238億元（約1,133億米ドル）もの減少となった。過半は為替市場での元買い・ドル売り介入によるものであろう。人民元切り下げのコストは極めて大きくなった。

外国為替資金残高の減少に対して、当局が何もしなければ金融引き締めとなる。このため、中国人民銀行はオペなどを通じて金融システムに流動性を供給しているが、長期的な資金の供

外国為替資金残高（外匯占款）前月比増減と預金準備率（大手行）の推移（単位：億元、%）



（出所）中国人民銀行より大和総研作成

¹ 8月12日に発生した天津滨海新区の大爆発により世界第4位の取扱量を誇る天津港が大きなダメージを受け、中国の輸出への影響が懸念されたが、青島港や大連港などが代替し、全体への影響は小さかったと見られる。

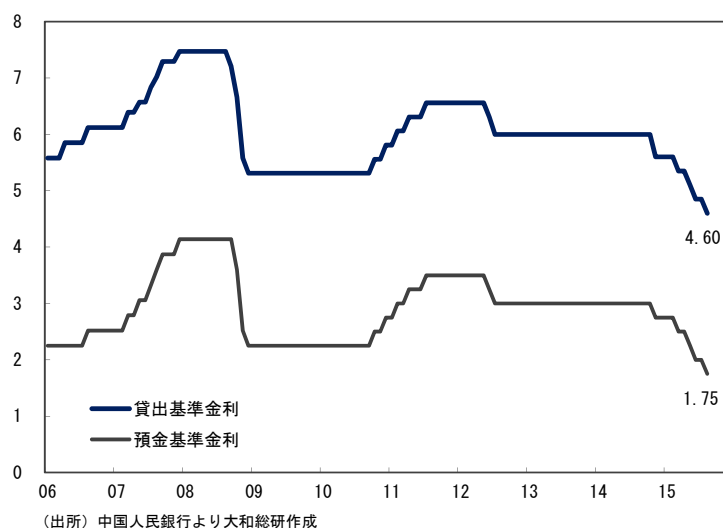
給手段としては、預金準備率の引き下げが効果的である。9月6日以降の大手行の預金準備率は18.0%と高水準であり、引き下げ余地は大きく残されている。

水泡に帰した株価対策

中国の代表的株価指数である上海総合株価指数は2015年6月12日に5,166.35ポイント、年初来59.7%高（2013年末比144.2%高）の高値を付けた後、暴落した。8月26日は2,927.29ポイントで引け、高値からは43.3%もの調整となった。指数は2015年年初からの上昇分の全てを失い、その後も冴えない展開が続いている。

8月25日に中国人民銀行は追加金融緩和策を発表した。具体的には、①8月26日より貸出基準金利と預金基準金利を引き下げ、1年物貸出基準金利は0.25%引き下げて4.6%²に、1年物預金基準金利は同様に0.25%引き下げて1.75%とする。1年超の定期預金金利の上限を撤廃する（当座預金と1年以下の定期預金金利の上限は基準金利の1.5倍で変わらない）、②9月6日より金融機関の預金準備率を0.5%引き下げる（大手行の預金準備率は18.5%⇒18.0%へ引き下げ³）。三農（農村、農業、農民）向けや小型零細企業向け貸出を一段と強化するために、農村商業銀行など農村金融機関の預金準備率を追加で0.5%（合計1.0%）引き下げる。消費拡大に資することを目的に、金融リース会社と自動車金融会社の預金準備率を追加で3.0%（合計3.5%）引き下げる、とした。もちろん、これが株価反発の特効薬になるとは思えない。

1年物貸出基準金利と1年物預金基準金利の推移（単位：%）



² 中国人民銀行は2014年11月22日に2年4ヵ月ぶりの利下げ（0.4%）を実施した後、2015年3月1日、5月11日、6月28日、そして8月26日に追加利下げを実施した。一連の利下げにより、1年物貸出基準金利は利下げ前の6.0%から4.6%へ引き下げられた。

³ 大手行の預金準備率は2015年2月5日に2年9ヵ月ぶりに0.5%引き下げられた後、2015年4月20日に1.0%、9月6日に0.5%引き下げられた。大手行の預金準備率は一連の引き下げ前の20.0%から18.0%となった。

市場に直接的に関与する株価対策が短期的にはともかく持続的には効かないことは、過去の株価調整局面で既に経験済みである。上海総合株価指数は 2007 年 10 月 16 日の史上最高値 6,092.06 ポイントから 2008 年 11 月 4 日の 1,706.70 ポイントへ実に 72.0%の暴落となった。

それでも中国政府は同じ轍を踏んでしまった。中国政府は資産価格上昇をテコとした消費主導の景気回復を狙い株価を上げようとしたが相場は過熱し、それを抑制しようとしたら今度は株価が暴落、相場を下支えしようとしてもそれが効かなかった、という具合に、政策対応の稚拙さが露呈されたのである。

上海総合株価指数の推移（単位：ポイント）



（出所）Bloombergより大和総研作成

今後は、「政府がマーケットをコントロールすることはできない」ことに真摯に向き合う必要がある。効果のない株価対策にコストを費やすのではなく、株価下落のマイナスの影響を相殺する景気対策強化の重要度が増しており、8月下旬以降、中国政府は、(1) 2015年春以降大きく回復している住宅販売を一段と強化するために、中国に在留する駐在員や留学生の居住目的の住宅購入に対する規制を大幅に緩和したほか、1軒目の住宅ローンを完済した家計が居住条件の改善を目的に住宅積立金貸出を利用して住宅を購入する際の頭金比率を従来の30%以上から20%以上に引き下げる、(2) 地方政府債務の低金利・中長期の地方債への置き換え増額(2015年は2兆元⇒3.2兆元)を発表し、資金不足による地方政府プロジェクトの中断リスクを軽減する、(3) インフラ関連の固定資産投資の最低資本要求を引き下げ、インフラ投資をさらに増強する、といった措置を相次いで発表している。

9月初旬に開催されたG20では周小川人民銀行総裁が中国株のバブル生成と崩壊に言及した。特に4月～6月の3ヵ月間で3,801万もの新規口座が開設された（上海・深圳市場合計）ことも

あり、株価暴落による消費への悪影響を懸念する向きも多い。ただし、この影響を受ける人数は新規口座数の1/3程度に割り引いてみる必要がある。中国証券登記決済有限会社によると、4月～6月の新規投資家増加数は1,377.6万人(7月は204.9万人、7月末の累計は9,269.8万人)であり、新規口座開設＝投資家の増加ではない。新規口座数の急増には、投資家1人につき1口座というA株取引口座に関する規制が大幅に緩和され、4月13日以降は20口座まで開設できるとしたことがある。既に証券口座を保有している人々が手数料等の安い証券会社で口座を開設する動きが活発化したのである。

消費は底堅さを維持

2015年8月の実質小売売上は前年同月比10.4%増と7月と変わらずであった(1月～6月は前年同期比10.5%増)。消費は底堅さを維持している。

株価暴落による乗用車販売への悪影響を懸念する向きもあったが、8月は同3.4%減と7月の同6.6%減からマイナス幅が縮小した。株価が急騰していた4月～6月でも乗用車販売は不振であり、株価と乗用車販売は実はあまり関係がない。中国汽車(自動車)工業協会が発表する統計は末端の販売統計ではなく、工場からの出荷統計であり、メーカーによる年間販売目標の引き下げなどを受けて、在庫調整が本格化していることが乗用車販売不振の背景の一つとなっている。完成車の在庫調整は概ね6ヵ月程度とされており、マイナス幅が拡大する段階は終了した可能性がある。

むしろ、今後の消費の懸念材料は物価上昇による実質消費への悪影響である。2015年8月の消費者物価上昇率は前年同月比2.0%と低水準にとどまったが、豚肉価格は同19.6%急上昇しており、物価全体を0.6%ポイント押し上げた。豚肉の消費者物価構成ウエイトは3%程度であ

中国の自動車販売と乗用車販売の推移(単位:万台、%)

	自動車販売台数 万台	前年比 %	乗用車販売台数 万台	前年比 %
2006	718.4	24.8	514.9	29.6
2008	936.3	6.6	674.7	7.1
2009	1,362.2	45.5	1,031.5	52.9
2010	1,804.2	32.5	1,374.9	33.3
2011	1,853.3	2.7	1,449.8	5.4
2012	1,930.3	4.2	1,549.4	6.9
2013	2,199.3	13.9	1,792.8	15.7
2014	2,348.9	6.8	1,970.0	9.9
2015.1-3	615.3	3.9	530.5	9.0
2015.4	199.5	-0.5	166.9	3.7
2015.5	190.4	-0.4	160.9	1.2
2015.6	180.3	-2.3	151.1	-3.4
2015.7	150.3	-7.1	126.9	-6.6
2015.8	166.5	-3.0	141.9	-3.4

(注) 自動車は乗用車にトラックなど商用車を加えたもの
(出所) 中国汽車工業協会より大和総研作成

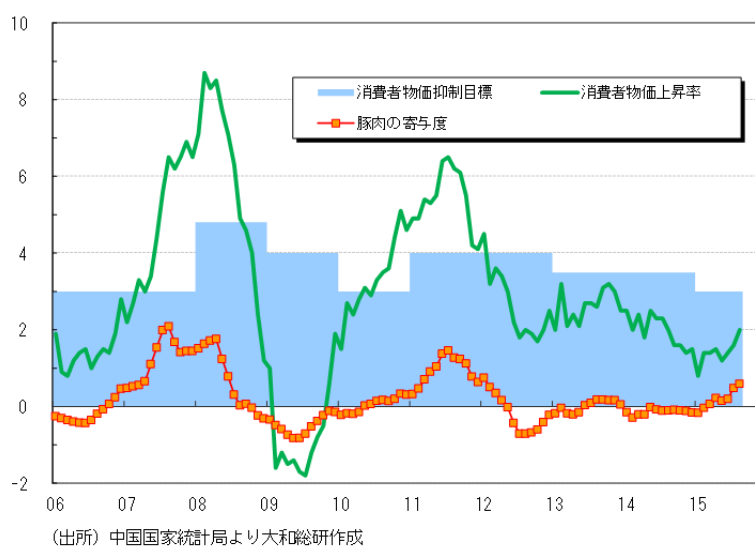
るが、変動幅が極めて大きいという特徴がある。前回の豚肉価格高騰局面のピークとなった2011年7月には、豚肉価格は同56.7%の上昇を記録し、消費者物価全体（同6.5%上昇）を1.5%ポイント押し上げた経緯がある。

今回の豚肉価格高騰は、これからが本番である。今後、国内の豚肉供給不足は激化していく。2013年に5,000万頭前後で推移していた繁殖用母豚の飼育頭数は、2014年以降減少し、2015年8月には3,862万頭となった（前年同月比14.2%減）。国家发展改革委員会によれば、豚肉と飼料の価格比は、6（豚肉）：1（飼料）が養豚業者の損益分岐点であり、これを上回るほど利益が増加し、下回るほど赤字が増加するとされる。2014年1月から2015年5月にかけては価格比が6を下回り、養豚業者は赤字経営を余儀なくされ、将来を悲観して養豚をやめてしまう業者が増加したのだろう。その後、豚肉価格の急上昇に伴い、直近の価格比は7.8と大きく上昇しているが、繁殖用母豚の飼育頭数が増加するには至っていない。繁殖用母豚の補充から交配・出産・肥育（豚肉の供給増加）には12ヵ月程度が必要とされることから、少なくとも今後1年は供給不足が強く懸念されよう。

もちろん、消費者物価上昇の要因は豚肉価格だけではない。2007年中頃から2008年秋、2010年から2011年中頃の過去2回のインフレ加速期にも豚肉価格は高騰したが、この時期は資源価格高騰に伴い輸入物価が急上昇した時期と重なる。今回は、原油価格下落などにより輸入物価が大きく下落していることが、過去2回とは大きく異なっている。

このため、今回は過去2回のような大きな物価上振れは想定していない。ただし、実質消費を損なうインフレ加速には早い段階で対応した方が良いのは言うまでもない⁴。冷凍豚肉の国家備蓄の放出や輸入増加をはじめ、今後の政策対応が注目される。

消費者物価上昇率と豚肉の上昇率寄与度、消費者物価年間抑制目標（単位：％）



⁴ 前回は2011年7月に国务院公布が、①中央政府が大型養豚事業に対して25億元の投資を行う、②養豚奨励重点エリアを421から500に拡大する、③繁殖用母豚一頭につき100元の補助金を支給する、といった豚肉の供給増加を目的とした通知を発表した。

固定資産投資は減速が続く

2015年1月～8月の固定資産投資は前年同期比10.9%増と、2014年の前年比15.7%増、2015年1月～7月の同11.2%増からさらに減速した。

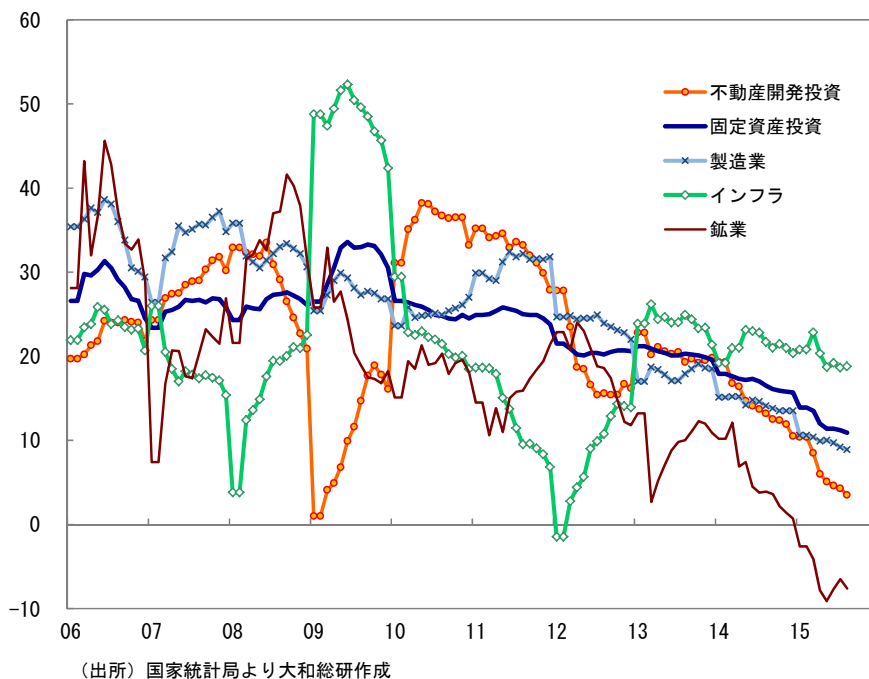
内訳を見ると、製造業投資は1月～7月の同9.2%増から1月～8月は同8.9%増へ、不動産開発投資は同4.3%増⇒同3.5%増へと一段と減速。鉱業投資は1月～5月の同9.1%減を底にマイナス幅が縮小していたが、1月～8月は同7.6%減（1月～7月は同6.5%減）へと再びマイナス幅が拡大した。

一方で、別格の動きとなっているのがインフラ投資であり、1月～8月は同18.8%増（1月～7月は同18.6%増）と高い伸びを維持した。

9月1日に李克強首相が主宰した国務院常務会議では、インフラ関連の固定資産投資の最低資本要求（投資総額に占める自己資本の割合）を引き下げ、インフラ投資をさらに増強する方針が発表された。具体的には、鉄道、道路、都市軌道鉄道の最低資本要件は25%⇒20%へ、港湾、沿海・河川輸送、空港は30%⇒25%へ引き下げられる⁵。

今後は、2014年以降急減速してきた不動産開発投資が底打ちし、回復していくかが注目される。不動産開発投資の先行指標である住宅販売金額は、2014年は前年比7.8%減、2015年1月～2月は前年同期比16.7%減と不振であったが、春以降は回復傾向を強め、1月～8月では同

固定資産投資（1月からの累積の前年同期比）の推移（単位：％）



⁵一方で、鉄鋼、セメント、電解アルミ、コークス、多結晶シリコンなど生産能力過剰産業は現行の30%～40%の最低資本要件が維持される。

18.7%増となった。住宅バブル崩壊というイメージが強い中国であるが、既に住宅はよく売れるようになっている。これは、2014年11月以降の本格的な金融緩和により、住宅ローン金利が低下したことに加え、2015年3月末の短期での住宅売買や二重ローンを容認する住宅市場テコ入れ策が住宅購入意欲を刺激したことが大きい。既述したように、中国政府は8月下旬以降、住宅購入推進策を追加発表している。住宅販売増加をテコに家電、家具、内装など住宅に関連する生産・消費を刺激しようとしているのであろう。

住宅販売金額と不動産開発投資との連動性は、住宅販売金額を7ヵ月～8ヵ月先行させた時に最大となり、これまで急減速を余儀なくされた不動産開発投資は、近いうちに底打ちして、その後は回復していく可能性が高い。固定資産投資の1/5弱を占める不動産開発投資が動き出せば、これまで低稼働率に喘いできた鉄鋼、セメント、板ガラスなどの稼働率の上昇が期待できるようになる。景気底打ちの原動力の一つとして、今後の不動産開発投資の動向が注目されよう。

2015年の成長率は6.8%程度までの下振れを容認か？

8月までの主要経済指標は、中国経済が引き続き減速し、7月～9月の実質GDP成長率が7%割れとなる可能性が高いことを示唆している。

国家統計局は9月7日に、2014年の実質GDP成長率が従来発表の7.4%から7.3%へ下方修正されたと発表した。2014年の政府成長率目標は7.5%前後だったので、これを0.2%ポイント下回ったことになる。

李克強首相は9月10日に、大連で開催された第9回ダボス会議で「中国経済は少なからぬ困難と下振れ圧力に直面しているが、依然として合理的な範囲内にある。ニューノーマルに入った中国経済は転換期にあり、製造業の粗放的成長から集約的成長へのグレードアップ、さらに過度に投資に依存した経済発展パターンから消費と投資の調和のとれた経済発展パターンへの転換を実現するのは、強い陣痛を伴う、非常に難しい過程であって、その間の経済成長の変動起伏は避けがたい。(中略)ひとたび経済が適正ゾーンを外れる恐れが生じた場合、我々には十分な対応能力があり、中国経済にハードランディングが起きることはない。(中略)この数年、経済の下振れ圧力は比較的大きかったが、我々は通貨の超過発行をせず、大規模な強い刺激策も取らず、主に改革に依拠して経済活力を高め、経済を安定させるとともに、次の段階のコントロールの余地を残した」などと発言した。

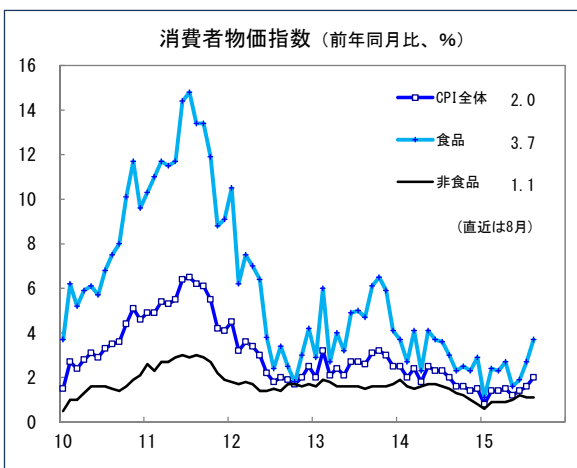
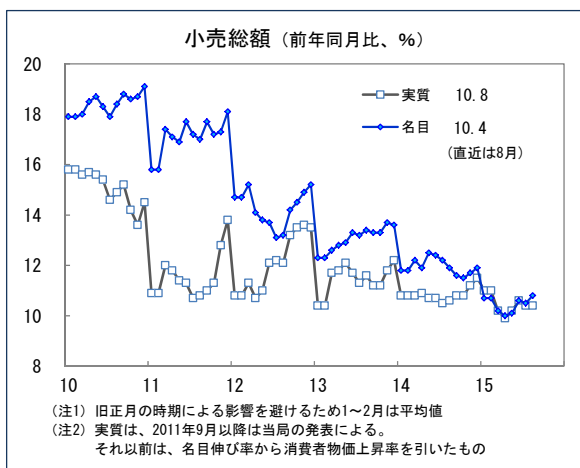
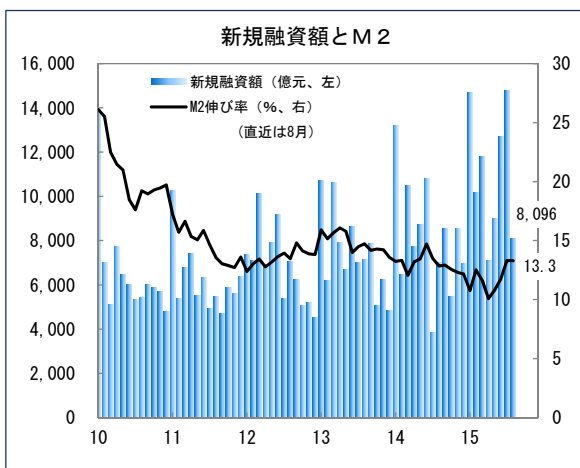
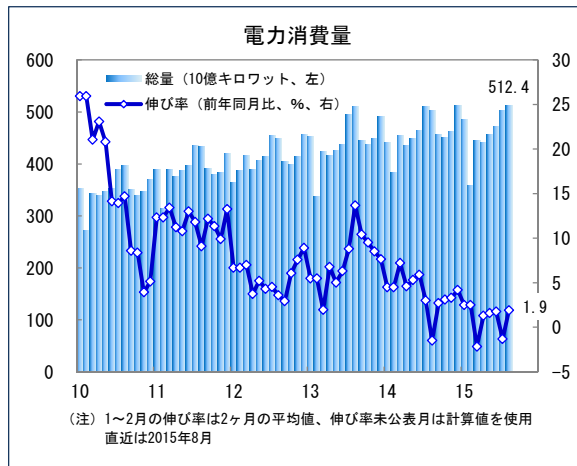
2014年が7.3%成長であったことや李克強首相発言を勘案すると、中国政府は、2015年の政府成長率目標7.0%前後に対して、6.8%程度までの下振れを容認しようとしているとみられる。この着地点を目指すための追加金融緩和やある程度の財政政策の強化はあっても、一部で期待されている、かつての4兆元の景気刺激策のような大規模な景気対策は想定されない。

主要経済指標一覧

	2015年3月	4月	5月	6月	7月	8月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	7.0	-	-	7.0	-	-
鉱工業生産（前年同月比、%）	5.6	5.9	6.1	6.8	6.0	6.1
電力消費量（前年同月比、%）	-2.2	1.3	1.6	1.8	-1.3	1.9
鉄道貨物輸送量（前年累計比、%）	-9.4	-9.5	-9.8	-10.1	-10.2	
固定資産投資（前年累計比、%）	13.5	12.0	11.4	11.4	11.2	10.9
不動産開発投資（前年累計比、%）	8.5	6.0	5.1	4.6	4.3	3.5
小売総額 名目（前年同月比、%）	10.2	10.0	10.1	10.6	10.5	10.8
実質（前年同月比、%）	10.2	9.9	10.2	10.6	10.4	10.4
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	1.4	1.5	1.2	1.4	1.6	2.0
食品（前年同月比、%）	2.3	2.7	1.6	1.9	2.7	3.7
非食品（前年同月比、%）	0.9	0.9	1.0	1.2	1.1	1.1
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-4.6	-4.6	-4.6	-4.8	-5.4	-5.9
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-5.7	-5.5	-5.5	-5.6	-6.1	-6.6
新規融資額（億元）	11,800	7,079	9,008	12,713	14,800	8,096
M2伸び率（%）	11.6	10.1	10.8	11.8	13.3	13.3
輸出（前年同月比、%）	-15.1	-6.6	-3.0	2.1	-8.3	-5.5
輸入（前年同月比、%）	-12.8	-16.3	-17.8	-6.4	-8.1	-13.8
貿易収支（億米ドル）	30.8	341.3	588.7	465.4	430.2	602.4
新築住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	-3.7	-3.2	-2.3	-1.1	1.0	3.0
上海（前年同月比、%）	-5.0	-4.7	-2.3	0.3	3.1	5.6
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-18.4	-17.3	-16.0	-15.8	-16.8	-16.8
完工面積（前年累計比、%）	-8.2	-10.5	-13.3	-13.8	-13.1	-14.6
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-9.2	-4.8	-0.2	3.9	6.1	7.2
金額（前年累計比、%）	-9.3	-3.1	3.1	10.0	13.4	15.3

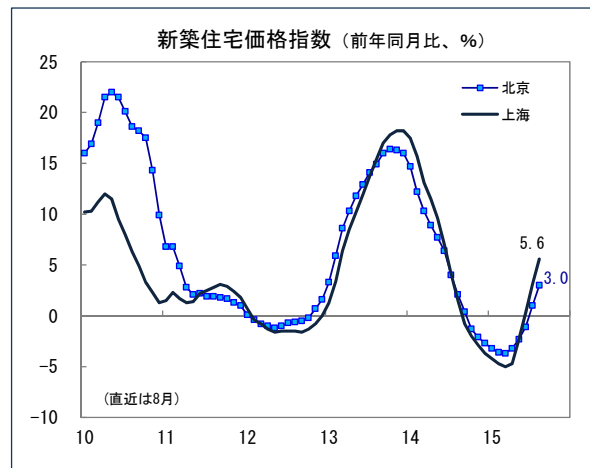
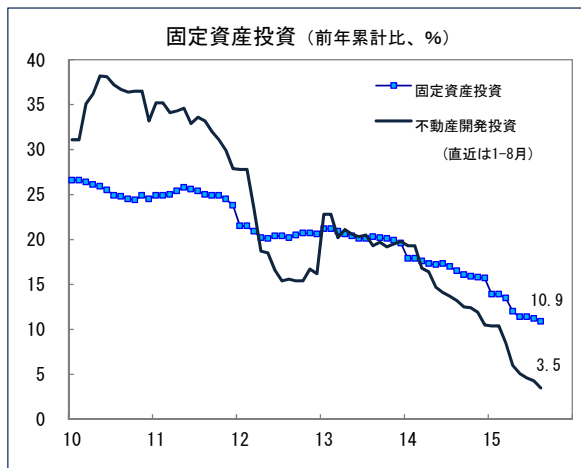
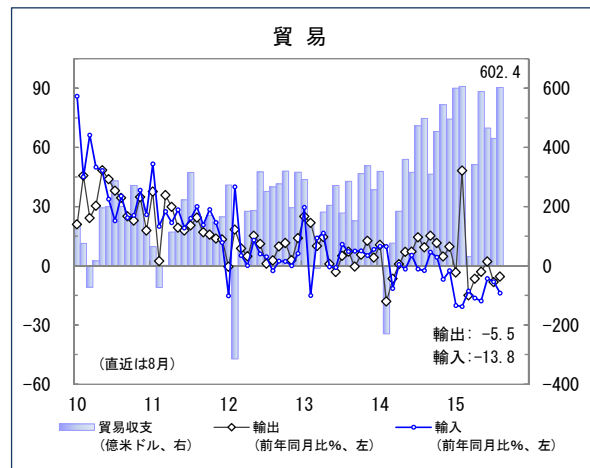
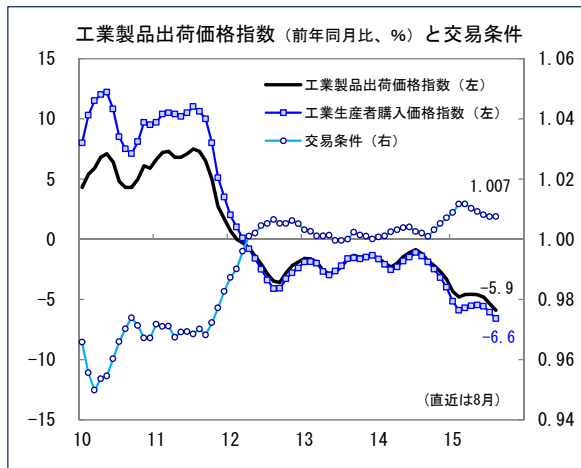
（出所）国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



(出所) 国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧 (続き)



(出所) 国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成