

変調をきたす中国経済と 「市場化改革」「デレバレッジ」



大和総研 経済調査部 主席研究員

齋藤 尚登

5月下旬辺りから急速な元安が進展し、株価が急落するなど、「中国売り」ともいえる状況が発生している。固定資産投資が減速し、景気も変調をきたしつつある。2018年7月～9月の実質GDP成長率は6.5%と、1月～3月の6.8%、4月～6月の6.7%から減速した。メディアではネガティブな面が強調されるが、中国で「市場化改革」や「デレバレッジ」（負債率の引き下げ。サプライサイドの構造

改革の柱のひとつ）が進められていることも事実である。今後、経済面では「デレバレッジ」を適度に継続しつつ、如何にして景気減速を緩やかなものにとどめていくのか、中国政府の手腕が問われている。

1. 人民元の急落と市場化改革

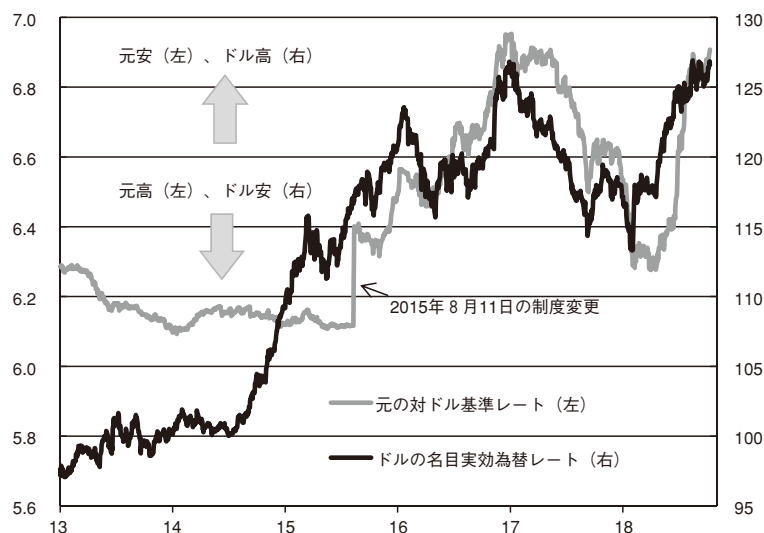
人民元が大きく下落している。元の対ドル基準レートは、直近高値の2018年4月17日の1ドル=6.2771元から10月19日には6.9387元と、10.5%の元安となった。しかし、後述するように、これはドルの独歩高によるものであり、中国政府は足元の元安を容認、もしくは静観している。

元の対ドル基準レートの決定方法は、2015年8月11日に大きく変更された。具体的には、中国人民銀行はマーケットメイカーに対して、「前日のマーケット終値を参考に、外貨需給と主要国際通貨の為替レートの変動状況

〈目次〉

1. 人民元の急落と市場化改革
2. 米中貿易摩擦問題の深刻化と株価急落。それでも出動しない「国家隊」
3. 資金調達市場の異常事態と行きすぎたデレバレッジ
4. デレバレッジとインフラ投資の急減速
5. 景気サポート策の強化と金融リスク増大懸念
6. 「市場化改革」と「デレバレッジ」の継続の重要性

(図表1) 元の対ドル基準レート (元) とドルの名目実効為替レート



(出所) BIS統計、中国人民銀行より大和総研作成

を総合的に考慮した上で、中国外国為替取引センター(CFETS)に基準レートを提示すること求めた。従前との最大の違いは、対ドル基準レートが他の主要国際通貨の変動の影響を大きく受けるようになったことである。元の対ドル基準レートと、ドルの名目実効為替レートの推移を見ると、2015年8月11日の制度変更以降、ドルの名目実効為替レートが上昇(下落)する場合は元安(元高)という関係が明確に表れるようになっている。

足元の元安はドルの名目実効為替レートの上昇と見合いであり、現状では中国から大規模な資金流出が発生しているわけでも、中国政府が元買い介入などによって元の下落を抑制しているわけでもない。中国の外貨準備の前月比は6月、7月に増加となった後、8月

は82.3億ドル減少、9月は226.9億ドル減少となったが、この程度の減少であれば警戒を高めるほどではない(2015年8月、2016年1月の人民元ショックと言われた際には月間1,000億ドル前後の減少を記録)。

しかし、今後、何らかの要因で中国からの資金流出が大きくなったり、マーケット・レートが大きく元安に振れる(対ドルのマーケット・レートの当日の変動制限は基準レートの $\pm 2.0\%$)など、中国政府が容認し難い元安圧力が強まれば、中国人民銀行は元買い・ドル売りの為替介入を増やさざるを得ない。それによって外貨準備が急減すれば、元安圧力がさらに高まるという負のスパイラルが発生するリスクは残っている。

こうした中、中国は市場の力を重視する一

方で、元の過度の変動を抑えるためのセーフティネットを用意している。8月初旬には、中国人民銀行が市中銀行に義務付ける為替フォワード取引の準備金比率を0%から20%に引き上げ、投機的な空売りを抑制した。さらに、8月下旬以降は、対ドル基準レート算出の際に、逆周期因子と呼ばれる価格変動を抑制する要素を再び加味するとした。これは2017年5月～2018年1月に実施されていたのを復活させたもので、為替の変動をより小さく、特に元安が進展している時には、価格変動をより小さくすることで急速な元安を阻止しようとしている。ただし、こうした措置は一時的であるべきことは言うまでもない。

繰り返しになるが、通貨当局がなすべきことは、為替レートの市場化改革を継続すること、即ちマーケットに多くを委ね続けることである。そして、少なくとも巨額の外貨準備を費消して為替レートの安定化を図ることは避けなければならないのである。

■ 2. 米中貿易摩擦問題の深刻化と株価急落。それでも出動しない「国家隊」

中国の代表的な株価指数である上海総合株価指数は、2018年1月24日の3,559_点を年初来高値に調整色を強め、10月18日には2,486_点まで下落した。2014年11月以来の安値であり、昨年末比では24.8%の下落となった。調整の当初こそ、米長期金利の急上昇を嫌気し

た世界的な株価下落と歩調を合わせていたが、その後は米中貿易摩擦問題が独自要因として中国の株式市場に暗い影を落とすようになった。

株価が下げ足を速め始めたのは5月下旬である。これは中国国内では行きすぎたデレバレッジによる金融引き締め景気への悪影響が懸念され、米中貿易摩擦問題では5月19日にいったんは制裁回避で合意したものの29日に米国からの「ちゃぶ台返し」の憂き目にあった時期にあたる。結局、米トランプ政権は知的財産権侵害への制裁として、7月6日と8月23日に合わせて中国からの輸入品500億ドル分に25%の追加関税を発動し、中国は同様の制裁措置を発動した。

米中の貿易戦争はエスカレートの様相を呈している。米国は9月24日、家電や家具など消費財を含めた中国からの輸入品2,000億ドル分に10%の追加関税を発動した。追加関税率は2019年以降、25%に引き上げるとしている。中国は同日、米国からの輸入品600億ドル分に5%、もしくは10%の報復関税を発動した。

米中貿易摩擦問題が深刻化するにつれ、輸出企業は輸出数量の減少や生産縮小に直面し、代替が利かない高い輸入品を購入する企業・消費者のコスト負担は増大することが懸念される。ただし、2018年9月までの統計で確認できるのは、関税引き上げが本格化する前の駆け込み的な対米輸出（米国からすれば対中輸入）の増加である。中国通関統計（米

ドル建て)によると、9月の対米輸出は前年同月比14.0%増(以下、変化率は前年同月比、前年同期比、前年比)と2ヵ月連続で加速した。一方で、対米輸入は1.2%減に落ち込んだ。旧正月の時期のずれにより変動が大きくなる1月、2月を除くと、2016年12月以来の前年割れである。この結果、対米貿易黒字は20.9%増の341億ドルと過去最大を記録している。

このように、現時点では対米輸出へのマイナスの影響は見られないものの、先行き不透明感が大きく高まっており、国家統計局が発表する製造業PMIの新規輸出受注は6月以降、拡大と縮小の分岐点である50を下回り、9月には48.0に落ち込んだ。

さらに、貿易摩擦問題が長期化する場合、中国でモノを作って米国に輸出する企業にとって、中国で製造する優位性が低下し、設備投資や外国からの直接投資が減少するなど影響は大きくなることには、注意が必要であろう。

話を株価に戻そう。株価が急落し、マイナスの資産効果による消費への悪影響も懸念され始める中、従来中国であれば「国家隊」と呼ばれる政府系資金が出動し、大型国有企業の株式を買い支えたはずである。しかし、今回は上海総合株価指数が下値の目途とされる3,000点前後を大きく割り込んでも目立った買い出動は報道されなかった。官制相場による価格維持が却って市場機能を弱体化させて投資家の離散を招き、株式市場改革に逆行するとの認識を証券当局が持つようになった

のであれば、決して悪い話ではない。

こうした中、10月19日に、中国人民銀行の易綱総裁、中国銀行保険監督管理委員会の郭樹清主席、中国证券監督管理委員会の劉士余主席、さらに、習近平国家主席の経済ブレーンである劉鶴副首相が、「株価は良好なファンダメンタルズからかけ離れた歴史的な低水準にある」等のコメントを一齐に行った。これを好感して株価は短期的に大きく反発したが、口先介入だけではその持続性は期待し難い。今後は中国政府の景気サポート策によって、経済の減速に歯止めが掛かることが、株価の本格回復の前提条件となろう。

■ 3. 資金調達市場の異常事態と行きすぎたデレバレッジ

中国ではリーマン・ショック後の2008年11月に発動された4兆元(当時の為替レートで57兆円)もの景気刺激策を機に、インフラ、不動産、製造業を中心に資金需要が一気に高まり、銀行貸出だけでなく、シャドーバンキング(影の銀行)からの資金調達が急膨張した。この結果、非金融企業を中心に債務残高は急増し、国際決済銀行(BIS)によると、債務残高のGDP比は2008年末の141.3%から2018年3月末には261.2%(内訳は非金融企業96.3%⇒164.1%、家計17.9%⇒49.3%、政府27.1%⇒47.8%)に急上昇した。この水準と債務の増加ペースの速さは、かつて金融危機に陥ったり、バランスシート調整による景

(図表 2) 社会資金調達金額のネットの増減額 (単位: 億円)

	合計	人民元貸出	外貨貸出	委託貸出	信託貸出	未割引の 銀行引受 手形	企業債券	地方政府 特別債券	非金融企業 の域内株式 発行	預金機関 による資産 担保証券	貸出償却	広義のシャ ドーバンキ ング合計
2017年 1 月	37,095	23,133	126	3,136	3,175	6,130	▲ 510	0	1,225	▲ 129	253	13,836
2017年 2 月	11,046	10,317	368	1,172	1,062	▲ 1,719	▲ 1,125	0	570	▲ 10	149	360
2017年 3 月	24,001	11,586	288	2,039	3,113	2,390	129	1,806	800	164	846	12,127
2017年 4 月	15,604	10,806	▲ 283	▲ 48	1,473	345	501	2,019	769	▲ 505	210	5,081
2017年 5 月	13,136	11,780	▲ 99	▲ 278	1,812	▲ 1,245	▲ 2,488	1,934	458	294	277	1,455
2017年 6 月	21,131	14,474	73	▲ 32	2,481	▲ 230	▲ 169	1,991	487	113	1,309	6,584
2017年 7 月	14,983	9,152	▲ 213	163	1,232	▲ 2,037	2,621	3,326	536	▲ 505	205	6,045
2017年 8 月	17,514	11,466	▲ 332	▲ 82	1,143	242	1,137	1,924	653	446	250	6,380
2017年 9 月	22,451	11,885	▲ 232	775	2,368	784	1,654	2,517	519	324	1,276	10,798
2017年10月	12,004	6,635	▲ 44	43	1,019	12	1,482	1,315	601	61	271	5,413
2017年11月	19,139	11,428	198	280	1,434	15	853	2,282	1,324	248	481	7,513
2017年12月	15,865	5,769	169	601	2,245	676	337	849	817	1,476	2,059	9,926
2018年 1 月	30,673	26,850	266	▲ 714	455	1,437	1,162	0	500	▲ 137	320	3,556
2018年 2 月	11,854	10,199	86	▲ 750	660	106	624	108	379	▲ 146	261	1,568
2018年 3 月	15,685	11,425	139	▲ 1,850	▲ 357	▲ 323	3,455	662	404	387	1,234	4,121
2018年 4 月	17,726	10,987	▲ 26	▲ 1,481	▲ 94	1,454	4,030	808	533	821	259	6,764
2018年 5 月	9,458	11,396	▲ 228	▲ 1,570	▲ 904	▲ 1,741	▲ 412	1,012	438	377	479	▲ 1,710
2018年 6 月	14,852	16,787	▲ 364	▲ 1,642	▲ 1,623	▲ 3,649	1,337	1,019	258	272	1,737	▲ 1,571
2018年 7 月	12,161	12,861	▲ 773	▲ 950	▲ 1,192	▲ 2,744	2,185	1,851	175	123	176	73
2018年 8 月	19,286	13,140	▲ 344	▲ 1,207	▲ 688	▲ 779	3,376	4,106	141	501	377	6,490
2018年 9 月	22,054	14,354	▲ 670	▲ 1,435	▲ 908	▲ 548	142	7,389	272	895	1,612	8,370

(注 1) 社会資金調達金額の増減額は、金融システムから経済に供給された資金のネット増減額

(注 2) 広義のシャドーバンキングは合計から人民元貸出と外貨貸出を差し引いたもの

(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

気急減速を余儀なくされた国々に匹敵している。

このため、金融リスクの軽減は2016年以降、重要政策に位置付けられ、特に2017年春以降は取り組みが強化された。中でも重点とされたのは、リーマン・ショック後の資金調達の中核を担った地方政府融資平台を含む企業債務の圧縮であった。その一環として、金融当局は銀行の資金調達・運用に対する規制や監督管理を強化する通達を相次いで発表し、資

金供給が縮小した結果、市場金利は大きく上昇した。

2017年春以降のデレバレッジ強化から1年が経過し、皮肉にも今度はその行きすぎが警戒されるようになった。デレバレッジに関連して、社会資金調達金額のネットの増減額は、銀行貸出を除く広義のシャドーバンキングが、2018年5月と6月に純減(回収・償還超過)となる異常事態が発生したのである。シャドーバンキングは銀行へのアクセスが不利

な小型・零細企業の命綱であり、企業は資金調達難に陥り、資金繰りの悪化から企業倒産が増加する可能性がいやがうえにも高まった。

さらに、上記の資金調達市場の異常事態の発生には、4月27日に発効した「金融機関の資産運用業務の規範化に関する指導意見」(中国人民銀行、銀行保険監督管理委員会、証券監督管理委員会、国家外貨管理局)の適用が影響している可能性が高い。

中国では2009年以降、シャドーバンキングが急膨張したが、これを商品として支えたのが資産運用商品であった。この資金の相当程度が、国有企業や地方政府融資平台、不動産開発業者への迂回融資、さらにはこうした企業等が発行した企業債券等の購入に充当された。この資産運用商品は様々なリスクを抱えている。中国では基準価格が開示されるファンド等以外では、元本割れは稀である。これを「剛性兑付」(確実償還)といい、「理財商品」がその代表例である。「剛性兑付」を可能にしているのが、資産運用商品の資金プール運用であり、それでも損失が出そうな場合は地方政府や金融機関が補てんすることがある。資金プール運用では、複数の資産運用商品がどんぶり勘定で一括管理され、一つ一つの商品の収益とリスクが全くの不明瞭となる。資産運用商品の期限は短期のものが多く、運用は長期債権や中長期の企業債等で行われるため、資金プールを利用して期限の到来した商品から順次償還することが行われる。仮

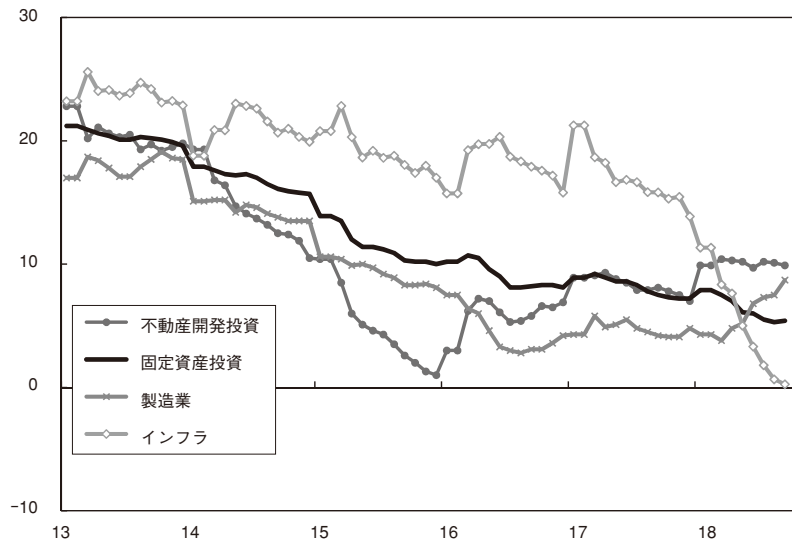
に一部の資産が毀損していたとしても、資金が流入し続ける限り問題は生じないが、何らかの理由で資産運用商品への資金流入が困難になると、元本割れとなるケースが増大するリスクを抱えている。

こうした中、4月27日に発効した「指導意見」は「剛性兑付」と「資金プール運用」を明確に禁止し、今後は損失補てんを行った金融機関は処罰され、資産運用商品の運用は一对一对応が求められるようになった。「指導意見」の施行は2021年1月1日であるが、新規に発行される資産運用商品はこの「指導意見」に即したものとするように指導されている。理財商品は短期の商品がほとんどであり、実質的には「指導意見」の運用は既に始まっていると認識すべきである。一对一对応の下、「指導意見」発効後は、期限が短期のものは短期資産で運用し、期限が中長期のものは中長期資産で運用する動きが強まっていこう。ただし、新たに販売される理財商品も短期商品が多く、中長期資産へのニーズは大きく低下しているはずである。2018年5月、6月の広義のシャドーバンキング経由の資金調達の純減には、この影響が色濃く出た可能性があるだろう。

■ 4. デレバレッジとインフラ投資の急減速

経済面ではインフラ投資がデレバレッジの影響を大きく受けている。

(図表 3) 固定資産投資 (1 月からの累積の前年同期比、%)



(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

固定資産投資は2017年の7.2%増から2018年1月～9月は5.4%増と一段と減速したが、中でもインフラ投資（電気、水道、ガスを含むベース）は13.9%増から0.3%増へと急減速した。これは、デレバレッジが推進される中、地方政府債務を急増させかねない、資金調達肩代わりや投資元本・収益の保証などが2017年後半以降明確に禁止され、PPP（官民連携）によるインフラ投資プロジェクトの一部停止や見直しが広がったことが背景のひとつにある。

一方で、製造業投資は2017年の4.8%増⇒2018年1月～9月は8.7%増、同様に不動産開発投資は7.0%増⇒9.9%増と伸び率を高めた。製造業投資について、国家统计局は集積回路、エレクトロニクスといったハイテク

製造業の好調を強調するが、それだけでなく、一部の伝統的製造業の投資も大きく増加している。1月～9月の鉄鋼向け投資は16.1%増と、2011年以来の高い伸び率となった。最新の設備が導入され、その生産能力を上回る旧式設備が淘汰されれば問題はないのだが、業績改善を背景に鉄鋼をはじめとする川上産業の一部が再び能力拡張に走っている可能性は否定できない。

不動産開発投資に関連して、先行指標となる新規着工面積は1月～9月に16.4%増と増加傾向を強めており、当面の不動産開発投資の堅調を示唆している。2017年10月以降5%台で安定した推移となっていた70都市新築住宅価格上昇率は、2018年9月には8.9%と再び上昇ピッチを速めた。中国政府は住宅価格

上昇率を、都市1人当たり可処分所得増加率（1月～9月は7.9%増）を下回る水準に抑制することを政策課題の1つとしており、住宅価格上昇率は既に政府が警戒する水準となっている。価格上昇ペースの加速が続けば、より厳しい価格抑制策が発動される可能性が高まるだけに、今後の動向には注意が必要となろう。

こうして見ると、中国政府が景気へのサポートを強化する際には、インフラ投資の回復が今後の重点となろうことが分かる。

■ 5. 景気サポート策の強化と金融リスク増大懸念

景気減速懸念が高まる中、7月23日に李克強首相が主宰した国務院常務会議は、①財政政策の一段の積極化、②金融政策の穏健中立から穏健への変更、③小型・零細企業へのサポート強化、④建設中のプロジェクトの資金手当て支援、といった景気サポート策を発表した。

②の金融政策について、「穏健」とは若干の引き締めから若干の緩和までを含む幅広い概念であり、「穏健中立」から「穏健」への変更は、今回の文脈では中立から若干の緩和への変更を意味する。

③の小型・零細企業へのサポート強化に関連して、中国人民銀行は4月に預金準備率を1.0%引き下げ、7月に0.5%、さらに10月にも1.0%引き下げた（引き下げ後の大手行の

預金準備率は14.5%）。3回の預金準備率引き下げにより、合計3.2兆元（約52.2兆円）の預金準備が「解凍」され、このうち1.35兆元（約22.0兆円）分は小型・零細企業、民間企業、イノベーション企業向けなどの貸出増加に用いるとされた。さらに、7月23日の国務院常務会議は、1.商業銀行が小型・零細企業向け貸出を増強するための金融債を発行することを奨励する、2.国家による融資担保（債務保証）基金への出資を加速し、毎年新たに15万社の小型・零細企業へのサポートと1,400億元（約2.3兆円）の貸出目標実現を目指す、といった措置を講じるとした。

④の建設中のプロジェクトはインフラプロジェクトが念頭に置かれている。中断したインフラ投資の再開とそのための資金確保の呼び水になると期待されるのが、3月の全国人民代表大会（全人代）で承認された1.35兆元の特別債の発行である。現地報道によると、2018年1月～6月の特別債の発行は3,673億元と全体の27.2%にとどまり、中国財政部は9月末までに8割、10月末までにほぼ全てを発行するように指導している。

さらに、習近平総書記が主宰する党中央政治局会議が7月31日に開催され、下半期の重要政策の基本方針が発表された。経済政策の重点として、特に注目されたのは、「弱点の補強をサプライサイドの構造改革の当面の重点に置き、インフラ分野やイノベーション分野などの弱点の補強に注力する」という部分であった。この部分に関連して、大和総研は

デレバレッジが当面の間棚上げとなる可能性を懸念している。足元のインフラ投資の腰折れは、投資元本・収益の保証などにより地方政府債務を急増させ得るPPPプロジェクトの見直しが背景にある。インフラ投資の急減速は、デレバレッジの成果の側面があることはもっと強調されてよいのだが、逆にこうしたプロジェクトを継続するだけでなく、地方政府の積極性がいたずらに刺激されるなどして、インフラ投資への依存を過度に高めるようなことがあれば、デレバレッジは棚上げされる可能性が高くなる。負債率をさらに高めることは、将来的な金融リスクを一段と高めることに他ならない。

■ 6. 「市場化改革」と「デレバレッジ」の継続の重要性

このように考えると、マーケットでは「市場化改革」を維持することが肝要であり、金融リスク軽減のためには「デレバレッジ」を適度に継続しつつ、急減速するインフラ投資については過度にならない程度のサポートを通じて、景気減速は緩やかなものととどめるという、微妙な匙加減が求められることになる。

インフラ投資への過度の依存を避ける点で、10月1日より、個人所得税減税が実施されたことは注目される。個人所得税の基礎控除額は従来の月額3,500元（約5.7万円）から5,000元（約8.2万円）に引き上げられた。中

国財政部によると、今回の基礎控除額の引き上げにより、都市就業者に占める個人所得税納税者の割合は従来の44%から15%に低下し、年間3,200億元（約5.2兆円）の減税となるという。これは、2017年の小売売上上の0.9%に相当し、2018年1月～9月の平均消費性向が67.9%であったことを勘案すると、小売売上を最大で0.6%ポイント程度押し上げる効果が期待できることになる。

最後に短期的な経済見通しについて、外需の不透明感が増す中で中国の景気は減速しようが、そのペースは緩やかなものになるとみている。2018年第4四半期以降は所得税減税が消費をある程度下支えし、インフラ投資の底打ち・回復への期待も高まろう。大和総研では、中国の実質GDP成長率は2017年の6.9%から、2018年は6.6%程度、2019年は6.4%程度へと緩やかに減速すると予想している。

