

## 金融市場で中国リスクが再燃、そのワケは？ 処方箋は？

### KEY POINT

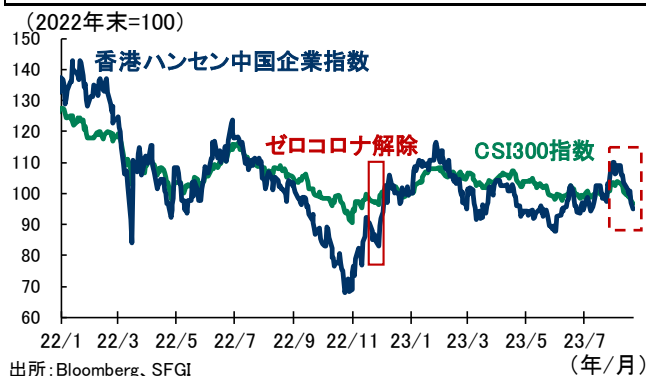
- 金融市場において中国リスクへの警戒が沸騰。特に不動産市場悪化の深刻化が不安の種とみられるが、中国政府が住宅ローン基準金利の引き下げを見送ったことで金融市場の不安感は一層増大している模様。
- 景気の下振れリスクが高まるも、人民元安や地方政府債務問題等から金融政策、財政政策ともに大幅拡張の余地は小さく、金融市場の不安払拭は困難。しかし、より大きな問題は政府の政策への信頼感低下。
- 中国政府の政策不確実性増大により、民間企業の投資意欲が中期的に低下している可能性。こうした状況では景気対策を發動しても効果が縮小。より重要な処方箋は政策の信頼感回復に向けた取り組み。

### 1. 景気対策期待も萎み中国リスクへの懸念沸騰

金融市場において中国リスクへの意識が急速に高まっている。図1で中国株の動向をみると、7月下旬の政治局会議後に株価は持ち直した。景気対策によっていよいよ中国経済再浮上との期待が先行して高まったとみられる。

図1: 中国株の動向

#### 中国株は年初の水準以下に再び低下



しかし、この上昇期間は予想以上に短命に終わった。8月に入ってから中国株は下落基調を強め、8月後半には再び年初の水準以下まで下落した。金融市場は中国経済の先行きに対して再び悲観的な見方を強めている様相だ。

この背景には①政治局会議後に発表された景気対策が金融市場の期待ほど刺激的ではないこと、②15日に公表された主要経済指標が総じて市場予想より下振れしたこと、③米バイデン大統領がAIなどハイテク分野への新たな対中投資規制に関する大統領令に署名するなど米中摩擦がさらに激化していること、④不動産大手(恒大集団や碧桂園控股)の経営危機が報じられていること、⑤中融国際信託の支払い遅延が報じられシャドーバンキング問題への懸念が再認識されたこと等が挙げられる。

### 2. 再び懸念高まる中国の不動産市況悪化

いずれも目新しいマイナス要因ではないが、特に④の不動産については予想以上に深刻な状況から再び懸念が高まっているようだ。碧桂園控股の経営不安は恒大集団以上の悪影響がありうると報じられていることが一因ではあろう。

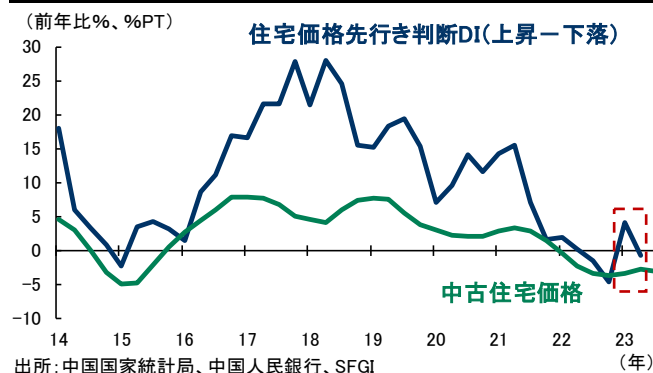
それ以上に不動産市場の苦境が続いていることがやはり要

因だ。関連統計をみると、住宅竣工は昨年の住宅ローン返済拒否問題(「チャイナリスク再評価～財政・不動産・台湾リスクをどうみるか」参照(レポートリンク)後の対策に一定の効果があつたようで回復している。しかし住宅着工や販売、不動産開発投資は前年比二桁を超えるほど落ち込みが深刻だ。

この要因は住宅価格に上向き気配がないためだ。図2で中国人民銀行の調査をみても、中国家計は23年初に住宅価格上昇への期待をわずかに高めたが、足下では再び悲観的な見方を強めている。実際、住宅価格の下落は続いている。

図2: 中国住宅価格と先行き判断DI

#### 中国の住宅価格低迷は継続



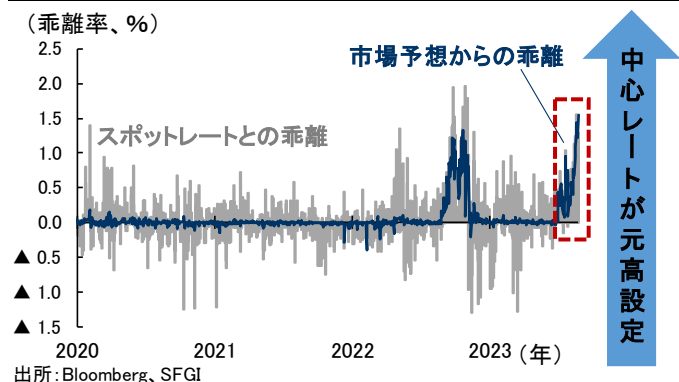
中国政府も住宅ローン金利引き下げ要請や不動産開発業への資金調達支援などの対応策を実施してはいる。しかし、政府が共同富裕構想の下で不動産価格安定を重視していることや不動産関連が多いとされる地方政府の債務増大などを恐れていることなどもあり、不動産市況を大きく浮揚させるような対策は実施されていない。実際、21日に政策金利の1つであるLPR1年物引き下げに際し、住宅ローンの基準金利となるLPR5年物は不変だったため、金融市場では期待外れとの声が強まった。そうした政府方針を受け、中国家計も先行きの不動産価格を悲観的にみているものと推察される。

### 3. 金融政策を慎重化させる人民元安

この期待外れのLPR5年物の引き下げ見送りに関しては、金融緩和策の余地が縮小している可能性が示唆される。例えば、銀行の利ザヤ縮小による経営難などの懸念などを中国政府は考慮したのかもしれない。

さらに注目されるのは人民元安への警戒を中国政府が高めており、金融緩和の余地が狭まっている可能性だ。中国政府は8月中旬に国有銀行に為替レートの急激な変動を防ぐように指示をした等の報道がなされている。実際、**図3**の通り、中国人民銀行が設定する人民元の中心レートはスポットレートやBloomberg予想よりも元高に設定されるようになってきた。

**図3: 中国人民元基準レート・予想とスポットレートとの乖離  
人民元の基準レートは足下元高設定に**



筆者は、中国経済においてデフレ懸念が高まり、輸出促進が必要な状況であることから、米国との金利差で説明可能な範囲内の人民元安であれば、政府は許容するとみてきた。実際、現状の人民元安は、米国長期金利差との相関が強い。

それでも中国政府が警戒を強めている背景は何か。まずレート水準だろう。足下のスポットレートは7.3元/ドル台となり、2008年以來の元安水準だ。かつての国際金融危機時と同レベルの元安水準というのは、政府にとって望ましくないだろう。中国経済への先行き不安感が高まっていると金融市場で捉えられ、株価下落などにみられる資金流出の動きがさらに広がって元安圧力がより強まるリスクが高まるためだ。

また政府が重視する実効レートでみても元安が進んでいる。特にBISの実質実効為替レートは2014年以來の元安水準だ。

元安に対する防衛手段、すなわち外貨準備に対する金融市場の見方を気にしている面もあるのかもしれない。準備額自体や輸入額対比、短期対外債務対比などの伝統的な基準からみれば、中国は十分な外貨準備を保有している。ただ、IMFが提唱する基準(ARA)の場合、適正ギリギリの水準となる。また、GDP対比やM2対比の低下、地政学要因による金保有の割合増なども懸念材料として挙げられる。外貨準備がかつてほど盤石ではないと金融市場で捉えられてしまうことで資本逃避の動きが強まりやすいという懸念は残る。

#### 4. 財政政策も大幅な拡張の余地は少ない

金融政策の効果や余地に疑問符が残る中では、財政出動による景気下支えが求められる。当然、中国政府もインフラ投資や中小企業の税優遇策など財政面からの景気下支えも行っている。しかし、金融市場からは小粒と評価されており、景気腰折れの不安をむしろ助長してしまっている状況だ。

ただ中国の財政出動余地がそこまで大きくないことは想定内だ。長く続いたゼロコロナ政策による大規模検査費用などに関わる歳出増や景気停滞による税収減もあり、22年の財政赤字は21年時から再び悪化した。足下も、不動産価格の停

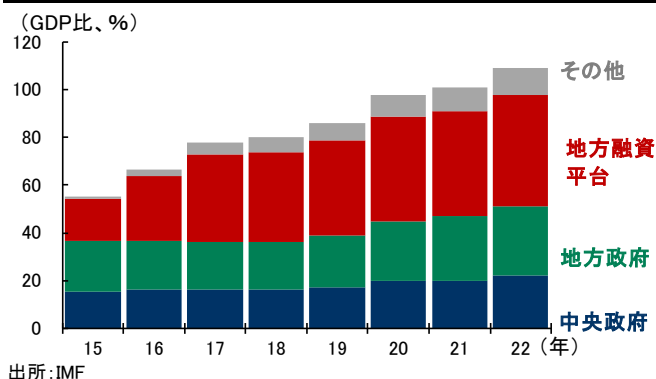
滞により、歳入のうち土地使用権譲渡収入の減少が続いており、財政出動の余地を狭める一因となっている(**図4**)。

**図4: 中国の中古住宅価格と土地使用権譲渡収入  
不動産価格停滞により中国の歳入は減少**



財政収支の悪化により政府債務残高の増加にも懸念が高まっている。特に、今年になって中国南西部の雲南省昆明市や貴州省で債務危機が報じられたこともあり、地方政府の債務問題が再燃している。地方政府の代理でインフラや不動産開発投資などに向けた資金調達等を行ってきた地方融資平台(LGFV)の債務問題が再び注目されるようになってきた。**図5**でIMFの推計をみると、政府債務残高は地方融資平台を加えると22年に既にGDP比100%を超えた可能性がある。

**図5: 中国の政府債務残高  
中国の政府債務残高は隠れ債務を含めると大きく膨張**



地方融資平台の扱ってきた投資案件は当然不動産関連も多い。そのため、不動産市況の悪化により事業収入が減少していることによって、債務返済負担が増していると推察される。

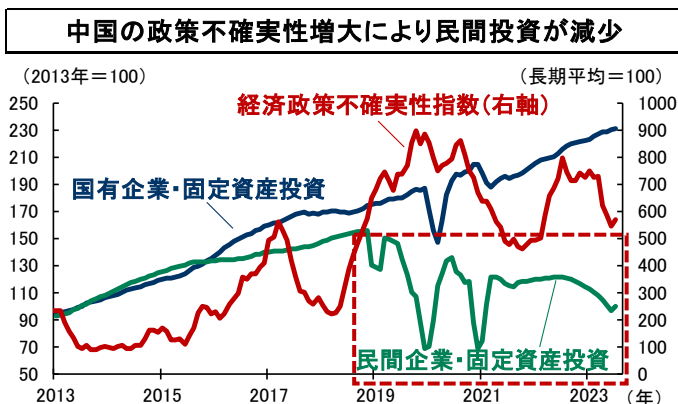
#### 5. 最大の問題は経済政策の予見性低下

こうした状況を踏まえると、財政・金融政策の余地が小さいため、景気下振れリスクが高まっているにもかかわらず、それを大きくはねのけるような景気対策を発動することは困難だ。ゼロコロナ解除によるリオープン効果が収束した今、金融市場は景気対策という補助輪のおぼつかない中国経済の下振れリスクを強く警戒しているとみられる。

しかし、最も大きな問題は景気対策の規模や中身そのものではないと筆者はみている。中国政府も、可能な範囲内での景気対策をすでに実施しており、政府からも景気下支えを意図するメッセージは増えてきている。しかし、中国政府の政策予見性が低下して不確実性が高まっており、企業や家計のマインドが冷え込んでしまっている。これにより景気対策を仮に実施しても、その効果が縮小してしまうことが最大の課題だ。

中国の経済政策不確実性指数を図6でみると、ゼロコロナ政策が解除された昨年12月以降、不確実性はやや後退したようにみえる。ただ、長い目で均してみると、習近平国家主席体制2期目(17年10月)以降に、同指数の水準は1期目よりも明らかに上方シフトしており、政策予見性の低下が示唆される。

図6: 中国の経済政策不確実性指数と固定資産投資



出所: Economic Policy Uncertainty, 中国国家統計局, SFGI

不確実性が高まった要因は①ゼロコロナ政策の頑な継続、②米国との地政学的対立のさらなる激化、③習近平政権の掲げる共同富裕構想や中国式現代化などによるこれまでの政策方針からの転換が主だろう。

特に③について、習近平政権は成長率を優先する過去の政策方針から脱却して、成長の質をより重視する方針を掲げている。そのために国有企業の役割増大や民間企業の監督強化、経済安全保障に資する産業の高度化、オリーブ型社会の実現に向けた所得の底上げ等の方針を示している。

ただ、こうした政策方針は金融市場にとって市場フレンドリーな政策には映っておらず、むしろ警戒を強めている印象だ。特に一昨年のハイテク・教育などの分野における企業への規制強化は、金融市場を大きく委縮させた印象だ。習近平政権の狙いは金融市場に広く理解されているとは言い難い。

こうした政策の予見性低下により、民間企業が設備投資を抑制し続けていることが図6より明らかだ。国有企業の投資はコロナ禍でも順調に伸びており、政府が重点を置いている分野への投資が進展していることはうかがえる。一方、民間投資はコロナ禍前の2019年からすでに頭打ちとなり、コロナ禍では投資の水準は過去より一段低下してしまった。コロナ禍での企業収益の悪化に加え、先行きの不透明感から設備投資意欲がかなり後退している可能性が示唆されよう。

こうした状況の中では、仮に中国政府が今よりももっと大規模な景気刺激策を打ち出したとしても、その効果は一時的にとどまり、将来に対する不安感を抱える民間企業の投資が持続的に持ち直していく可能性は低い。

## 6. 求められる処方箋は政策の信頼感向上

つまり、今の中国経済にとって最も求められる対策は、金融市場における中国経済への先行き不安を後退させることだ。そのためには、適切な分野にタイムリーな景気対策の発動がまずは求められるが、それ以上に中国政府の政策意図を浸透させて政策への信頼感を取り戻すことが重要ではないか。

もちろん中国政府の政策理解浸透に向けた施策といっても、言うは易し行は難しということではある。中国政府の体制が西側諸国とは異なることや中国式現代化とは言わば中国独自のやり方で経済の先進化を目指すことであるため、金融市場からどうしても理解されにくい面がある。

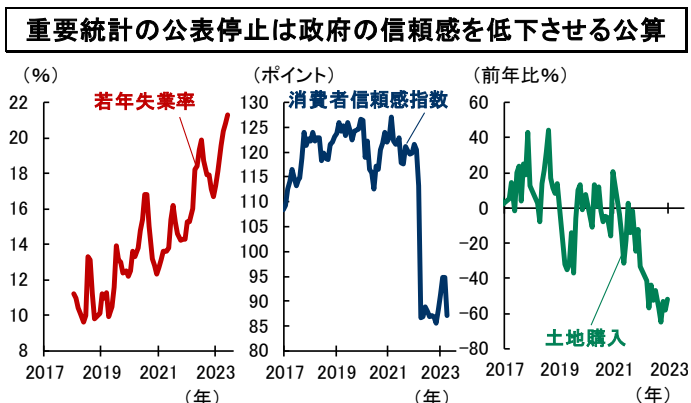
ただ外資系企業の直接投資誘致や民間企業の設備投資促進、TPP参加の検討など、中国政府が掲げる政策の中には市場フレンドリーなものもあるはずだ。こうした面をもっと打ち出していくことや具体的な政策の実施が求められるところだ。

これに加えて、筆者がまず取り組むべきと考えるのは情報公開の透明性の向上だ。具体的には経済統計の継続的公表だ。

今月の主要経済公表時に、現在広く問題視されている若年失業率の公表が突如、中断された。政府は一時的な停止としているようだが、こうした政府にとって不都合のように映る経済指標を突然非公表にするといった行為は、政府の経済政策の予見性を低下させるため、望ましくないだろう。

この他にも、不動産市場の先行指標と考えられる土地購入面積や、消費者信頼感指数も現在公表が停止されている。いずれのデータも、筆者がこのところの中国経済をみる上で重要と考える経済指標ばかりだ(図7)。

図7: 最近公表が停止された主な指標



出所: 中国国家統計局, 中国人民銀行

コロナ禍でも感染者数など中国政府の情報公開の方法には疑問が残ることが多かった。こうした情報公開の不可解な対応により、金融市場では現状の経済状況に対する悲観視を強めたり、政府の政策に対する不信感を強めてしまうことになるだろう。まずは、重要経済統計の継続的な公表と更なるデータ公表を、政府はむしろ積極的に行っていくべきだ。

宮嶋貴之

## ソニーフィナンシャルグループ 金融市場調査部・研究員紹介



**尾河 真樹 (おがわ まき)**  
執行役員 兼 金融市場調査部長  
チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チェース銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。主な著書に『(最新版)本当にわかる為替相場(2023年日本実業出版社)』、『ビジネスパーソンなら知っておきたい仮想通貨の本当のところ(2018年朝日新聞出版社)』などがある。ソニー・ライフケア取締役、ウェルスナビ株式会社取締役。



**菅野 雅明 (かんの まさあき)**  
金融市場調査部  
シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員を経て、1999年JPモルガン証券入社(チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクター)。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員ほか財務省・内閣府・厚生労働省などで専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路口」「経済教室」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBC「昼エクスプレス」コメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



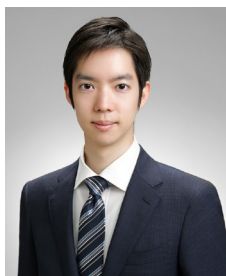
**石川 久美子 (いしかわ くみこ)**  
金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のテレビやラジオ番組に出演し、金融市場の解説を行う。また、Twitterでの情報発信なども行っている。資源国・新興国通貨に強い。



**渡辺 浩志 (わたなべ ひろし)**  
金融市場調査部 担当部長  
シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



**森本 淳太郎 (もりもと じゅんたろう)**  
金融市場調査部 シニアアナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月より現職。外国為替市場の調査・分析業務、中でも主にユーロなどの欧州通貨に関するレポートを担当している。また、新型コロナウイルスの感染状況と金融市場の関連に特化したレポートを執筆するなど、幅広い観点から金融市場の分析を行っている。



**宮嶋 貴之 (みやじま たかゆき)**  
金融市場調査部 シニアエコノミスト

2009年にみずほ総合研究所にエコノミストとして入社。2011年～2013年は内閣府(経済財政分析担当)へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。日本・中国・米国のマクロ経済や債券市場、半導体、不動産、観光等を分析。主な著書(全て共著)は、『TPP-日台加盟の影響と展望』(国立台湾大学出版中心)、『キーワードで読み解く地方創生』(岩波書店)、『図解ASEANを読み解く』(東洋経済新報社)、『激震 原油安経済』(日経BP)。

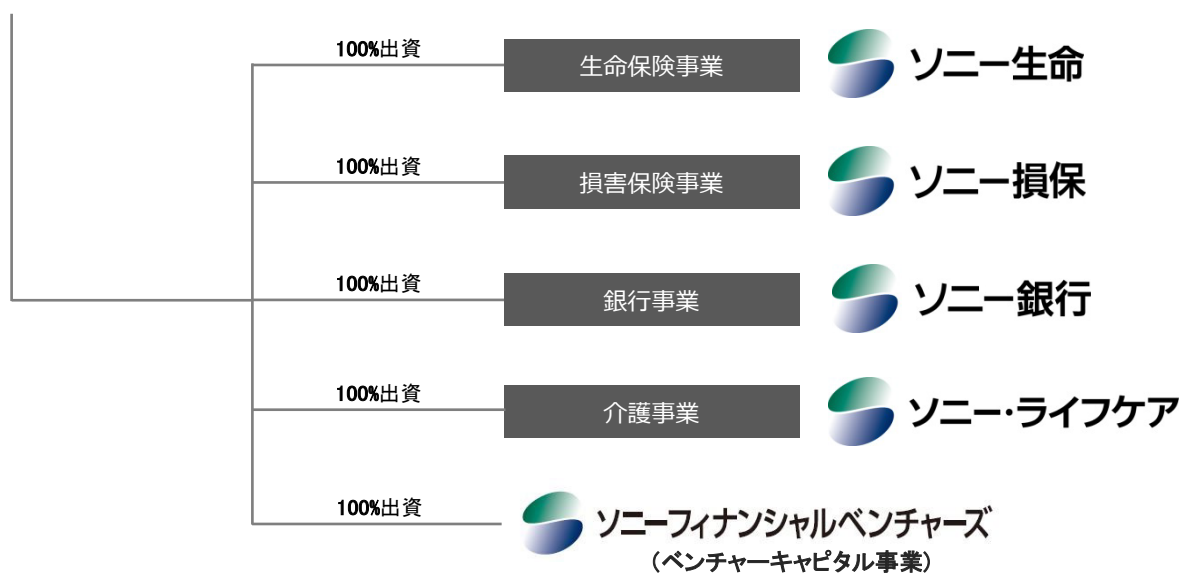
## 本レポートについてのご注意

- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社はかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

## ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルグループ(株)



- ソニーフィナンシャルグループ株式会社は、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客様に提供しています。
- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。  
<https://www.sonyfg.co.jp>