

アジア経済ウォッチ (No.11-48)

＜中国＞人民元の現物先物逆転と危機再来懸念

投資調査部 吉川 健治

08年9月リーマン・ショック後、3年ぶりの9月22-23日連続で逆転現象、政策調整進展も

ポイント

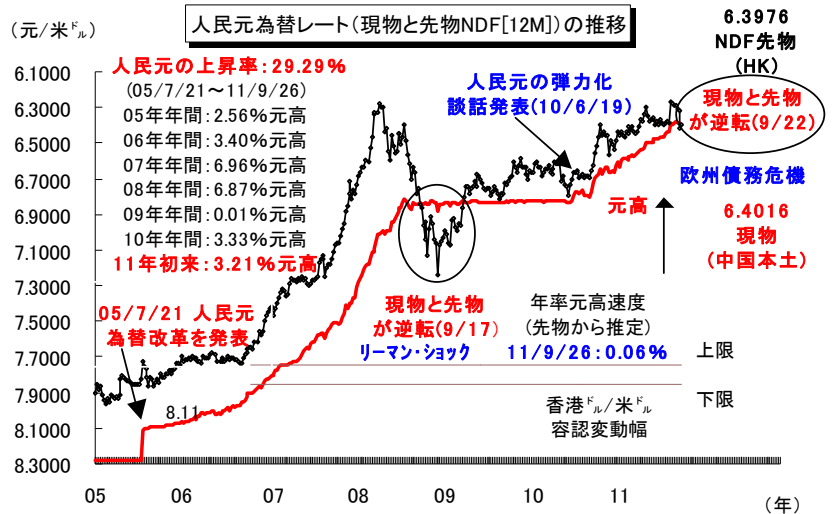
- 9月22-23日に逆転現象(先物レートが現物レートを下回る現象)が起こり、08年9月17日のリーマン・ショック(08年9月15日)後、約3年振りであり、新たな(欧州)危機の再来を示唆しているのか、今後一層留意が必要。
- 08年9~11月の当時は振り返ると、中国の北方地域のインフレと南方地域のデフレ(輸出入の大幅な減少など)が混在する中、金融政策が引き締めを継続、リーマン・ショックの悪影響が大きく、大幅な景気減速を招く。
- マネーサプライ M2 が8月に前年比+13.5%(過去5年最低水準)と2ヵ月連続鈍化も、「陰の銀行」(銀行のオフバランス業務)が一部 M2 計算の対象外として、旺盛な資金需要(地方政府債務の償還も含むと推察:11~12年に償還が集中)を補完的に下支え。欧州債務危機の進展次第で、的確かつ柔軟な政策対応も。

人民元為替市場の現物と先物の逆転現象が3年ぶりに発生、危機再来に留意

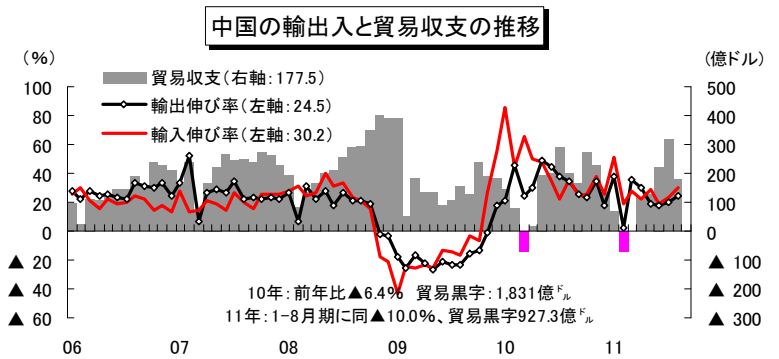
9月22日に、人民元(対ドル)の現物レート(中国国内市場)と先物レート(香港市場:NDF1年物)との関係に大きな変化が示現した。人民元の先高感に伴い、基本的に先物レートが現物レートを上回って推移している。しかし、9月22日に逆転現象(先物レートが現物レートを下回る現象)が起こり、08年9月17日のリーマン・ショック(08年9月15日)後、約3年振りであり、新たな危機の再来を示唆しているのか、今後一層留意が必要と考えられる。

確かに、ギリシャの債務不履行懸念など欧州のソブリン債務危機が、8月以降、一層クローズアップされ、香港市場のマーケット関係者の不安感を募らせる一方で、中国当局も輸出の先行き不安などを察知してか、現物レートが9月に入り、元高からやや元安基調の動きに変化し、先物レートが22日に前日比+1.5%と急上昇し、23日の2日連続して、逆転現象が起こった。

8月貿易統計をみると、前年比で、輸出が+24.5%、とくに輸出の36%弱を占めるEU(1-8月累計:19.1%)向けと米国(同:16.8%)向けが、8月に各々前年比で+22.3%、+12.5%であり、年初以降の動きをみると、米国向けは4-6月期以降、鈍化基調、一方、EU向けは、予想外にも緩やかに持ち直し基調にある。欧州債務危機の影響は顕在化していないものの、最近、欧州委員会がEU経済予測の下方修正を発表しており、今後、何時から、どの程度、中国の輸出に影響するか、懸念が浮上している。



注: 直近は9/26 出所: Bloombergを基にMSRC作成



注: 前年比、直近は11/8 出所: 中国海関総署資料を基にMSRC作成

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものに基づき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

08年は中国国内でインフレとデフレが混在し、リーマン・ショック影響の予測できない中、中国景気が失速

08年9~11月の当時を振り返ると、中国の北方地域のインフレと南方地域のデフレ(輸出入の大幅な減少など)が混在する中、金融政策が引き締めを継続していたため、実質GDP成長率は、08年10-12月期に前年比+6.8%(前期比年率[みずほ証券リサーチ&コンサルティング:MSRC試算]で+4%程度と底値)と大幅な景気減速となった。

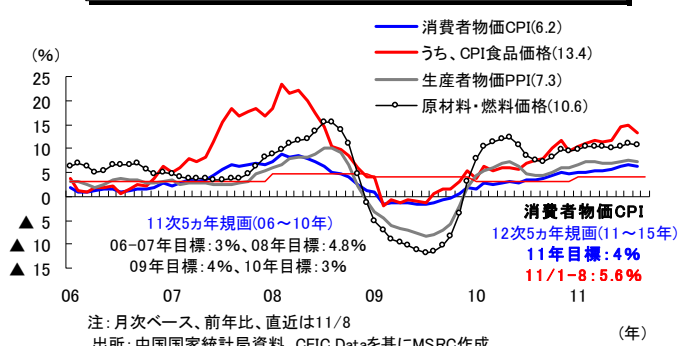
広大な面積、31省・市・自治区すべてにおいて異なった地域事情を抱える中国が、時差もなく、ほぼ統一的な金融政策、財政政策の実施という経済社会運営を図ることに、矛盾が生じることは仕方ないと言えよう。また、リーマン・ショックは、97年7月発生のアジア金融危機と異なり、経済規模が世界最大の米国が金融危機に陥り、景気失速したことから、世界経済、中国経済に与えた影響が非常に大きく、中国政府、人民銀行も、米国の景気減速の程度と対外的影響度を予測できなかったと推察される。

中国の党・政府は、その後、問題発見と解決の素早い対応・高い統治能力を活かし、08年11月に国務院常務会議で「金融緩和策および積極財政政策への転換、4兆元の大型景気対策」を打ち出し、09年以降、世界に先行し景気回復、拡大を遂げた。

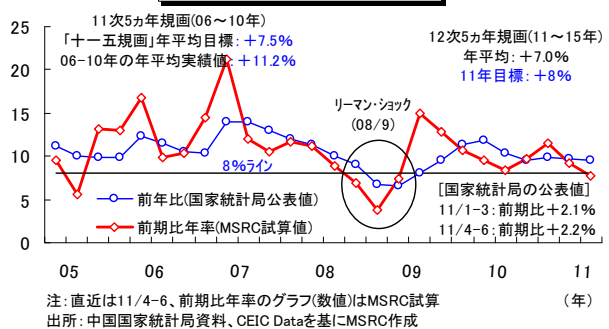
ここで、リーマン・ショックの中国経済への影響を3需要項目(投資、貿易、消費)からみると、貿易の動きがP1のグラフのとおり、マイナス成長に陥ると同時に、消費財小売総額も就業や所得の悪化を背景に、消費者信頼感指数の落ち込みに遅れて、急降下している。貿易動向、消費動向ともに09年の緩やかな回復から10年に入り、拡大の動きに転じている。確かに前年比で伸び率が高い理由として、ベース要因(09年の低い水準)があるものの、米国の積極的な財政政策、金融緩和策などに伴う外需の回復、中国の消費刺激策など内需拡大策の実施などが挙げられよう。

一方、固定資産投資は、従来からの旺盛な投資に加えて、政府の景気浮揚策の効果がいち早く顕在化し、大きな落ち込みがなく、景気のけん引役となっている。地域別鉱工業生産動向にみると、経済発展のリード役が、貿易の悪影響が比較的小さかった内陸地域へシフトし、かつ、従来の中央政府主導型の経済開発から、一部権限が委譲されて、地方主導型経済開発に変化したこともあり、P3の地域別鉱工業生産グラフのとおり、中部地区、内陸部地区などが成長のけん引役となっていることがみてとれる。

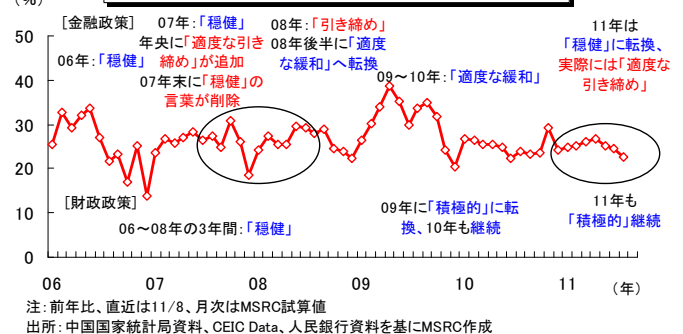
中国の消費者物価、食品価格、生産者価格、原燃料価格



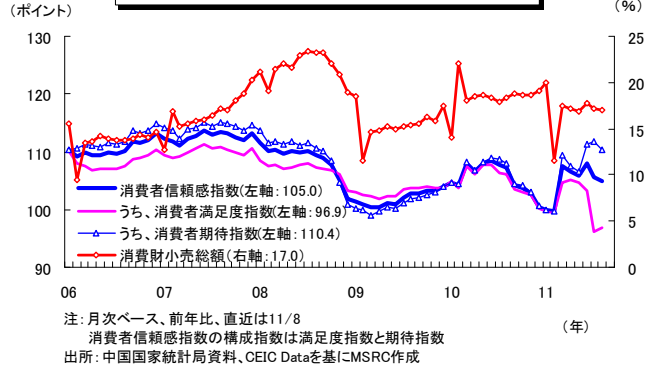
中国の実質GDP成長率の推移



中国の都市部固定資産投資と金融政策および財政政策

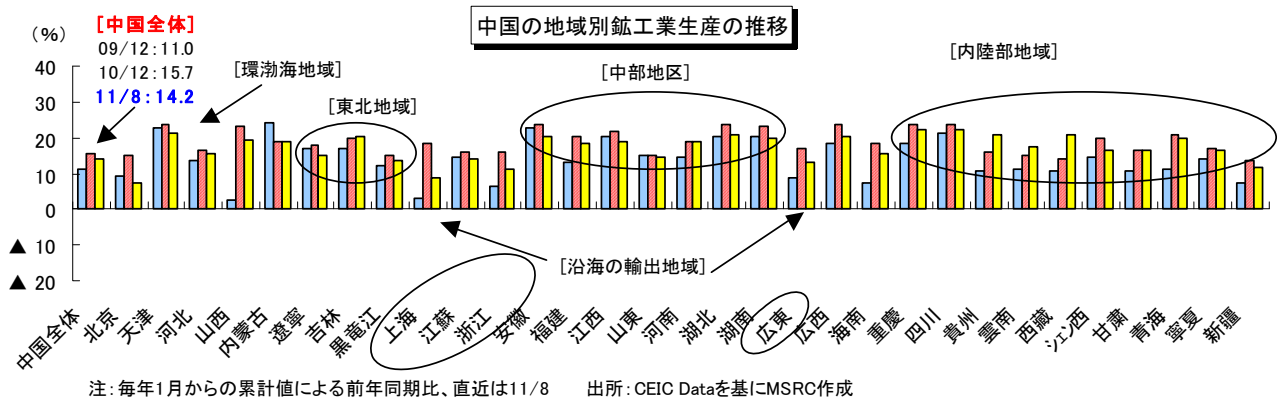


中国の消費財小売総額と消費者信頼感指数の推移



みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものに基づき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

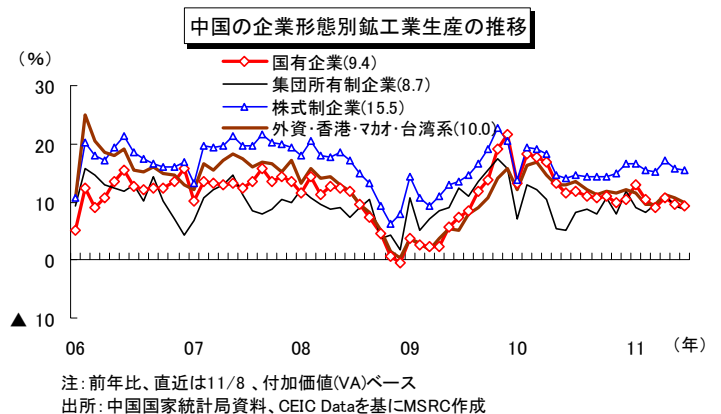
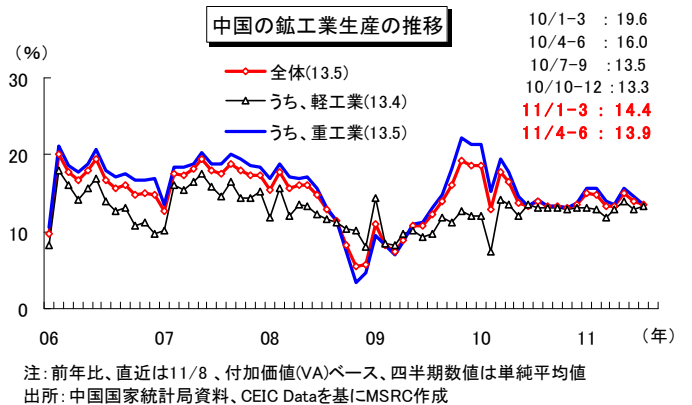


7月の党中央政治局会議: 物価安定をマクロ調整の主要任務

しかし、やや行き過ぎた金融緩和策、積極的な財政政策が2年間継続したことを受けて、再び一部経済の乱開発、インフレ、不動産市況高などの副作用が発生し、11年7月22日開催の党中央政治局会議の決定事項を受けて、物価高や不動産過熱に対する防止、良好でかつ比較的速い経済成長および国民生活の改善とのバランスを一層配慮した政策が打ち出された。

一方で、主なリスク要因の1つとして、地方政府債務残高の急拡大(10年末: 10.7兆元、銀行借入れが約79%)とリスク資産比率(2割程度)が挙げられる。このため、融資枠の規制など金融行政指導の強化、適度な金融引き締め策などのマクロコントロールが、厳格に実施されている。

8月の主な経済指標をみると、総じて、金融引き締め策の累積的効果が遅行的に顕在化している。①都市部固定資産投資は、1-8月累計で、前年比+25.0%と若干鈍化、月次でも、前年比で5月にピークアウトし、8月に+22.7%と鈍化基調にある。一方で、不動産開発投資は1-8月累計で同+34.2%と高い伸びを維持している。地方政府債務リスクが懸念される中、中央政府決定のインフラ投資案件は、優先的に引き続き高水準で維持することが予想される。②消費財小売総額は、8月に前年比+17.0%と安定ながらも緩やかに鈍化している。直近7月の消費者信頼感指数をみると、消費者期待指数は上向いているが、消費者満足度指数が100を割って急速に低下しており、ミクロ景気の減速、根強いインフレ圧力、消費奨励策の削減などを受けて、消費者マインドは、政府への期待感を持ちながらも、現実的に行動していると言えよう。③鉱工業生産は、前年比で1-3月期の+14.4%、4-6月期の+13.9%から、8月に+13.5%と鈍化基調にある。企業形態別でみると、国有企業、集団所有制企業、外資系企業が、8月に前年比で各々、+9.4%、+8.7%、+10.0%と基調的に鈍化している。株式制企業が同+15.5%と相対的に高い水準で推移し、下支えしている。

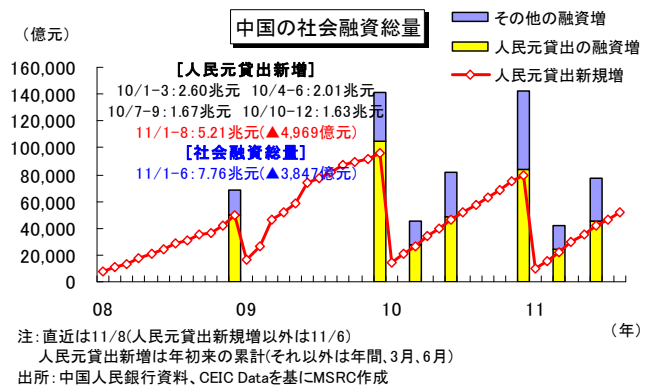
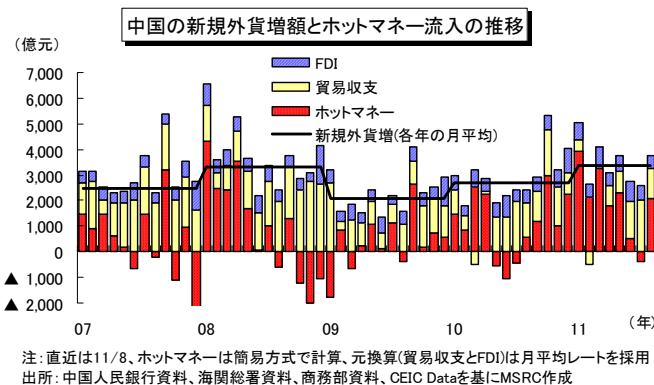
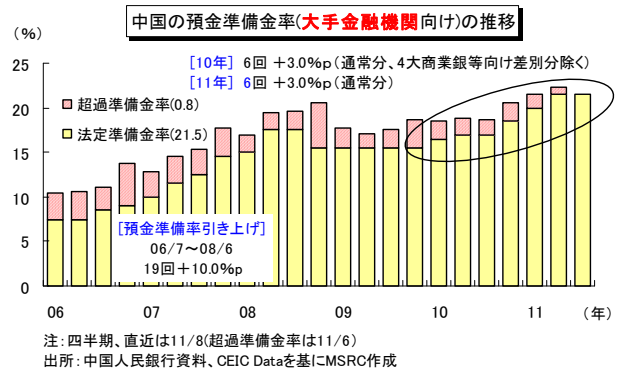
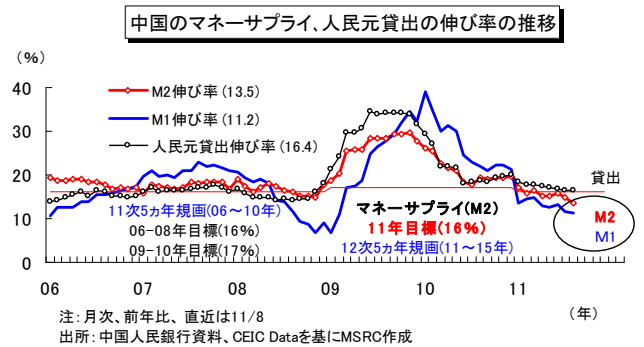
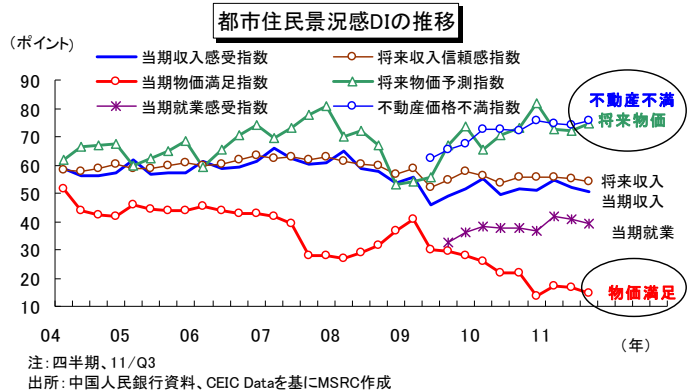


金融:M2以上に緩和、外需次第で政策調整

金融情勢は、マネーサプライ(M2)が8月に前年比+13.5%と2ヵ月連続鈍化、しかも7月の+14%台、8月の+13%台(過去5年で最低水準)と11年の政府目標(+16%)から、下向きにかい離幅が拡大している。預金準備率は現在21.5%(大手行向け)と過去最高水準に達し、超過準備率が11年6月末に0.8%と金融機関の貸出余力は大幅に低下している。一方で、「陰の銀行」(銀行のオフバランス業務:信託方式による資金調達など)が一部M2計算の対象外として、旺盛な資金需要(地方政府債務の償還も含まれている)と推察:11~12年に償還が集中[P5表を参照])を補完的に下支えしている模様。

金融政策を展望すると、物価安定がマクロコントロールの主要任務の下、当面金融引き締め緩和は期待し難いが、10年下半期以降、量的調整を強化し、預金準備率は現在21.5%(大手行向け)と過去最高水準に達し、超過準備率が11年6月末に0.8%と金融機関の貸出余力は大幅に低下している。一方で、中小企業を中心に企業サイドでは、資金繰り難、非常に高い資金調達コストを強いられ、困難な経営状況に直面している。このような経済金融情勢下、金融当局は、市場への資金純放出が継続するなど、微調整の動きも窺われ、更なる引き締め余地(利上げ含めて)は限定的であると想定される。

一方で、欧州債務危機などに伴う外需の影響が今後示現してくる可能性が高まっていることから、的確かつ柔軟な政策対応が求められる。年内の注目点として、とくに、①10月公表予定の7-9月期のGDP統計や、9~11月の製造業PMI、CPI、貿易統計などの主な経済指標、②12月上旬開催予定の中央経済工作会议(来年の経済政策・方針を検討・採択)に挙げられ、しっかりとフォローしていきたい。◆



みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものに基づき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

[地方政府債務残高と償還の一覧]

(年)	前年比(%)	債務残(兆円)	償還金額(兆円)	償還比率(%)
07	-	4.5	-	-
08	23.5	5.6	-	-
09	61.9	9.0	-	-
10	18.9	10.7	-	-
11	-	-	2.6	24.5
12	-	-	1.8	17.2
13	-	-	1.2	11.4
14	-	-	1.0	9.3
15	-	-	0.8	7.5
16~	-	-	3.2	30.2

注:償還金額と同比率は10年末の債務残高10.7兆円(うち、約79%は銀行借入れ)に対する数値

出所:中国審計署(国家の会計検査院に相当)資料を基にMSRC作成

【金融商品取引法に係る重要事項】

みずほ証券で取り扱いの商品等にご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料(国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.20750%[税込み]、最低2,625円[税込み]の委託手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸費用、等)をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料等をよくお読みください。

商号等:みずほ証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第94号

加入協会:日本証券業協会、社団法人日本証券投資顧問業協会、

社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

株式会社みずほ証券リサーチ&コンサルティング

〒103-0027

東京都中央区日本橋1-17-10

TEL:03-5203-6501 FAX:03-5203-6499

URL:<http://www.mizuho-msrc.com/>

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。