

2017 年 12 月 14 日

通貨ニュース

中国：来年も続く引き締め的な金融政策

- ・ 世界的に株高となる中、上海総合株式指数は国債利回りおよび短期金利上昇を嫌気し軟調な値動きとなった。
- ・ 中国の短期金利は年末にかけて続騰する傾向があり、今回も前例に従うとすれば年初には金利上昇が一服するだろう。
- ・ しかし、習政権が金融システムリスクの抑制を掲げている以上、金利が低下基調となる公算は小さい。
- ・ 中期目標（小康社会の実現）達成に向けて、来年は今年対比で成長率の下振れが許容される環境下、「穏健で中立的な」というやや引き締め方向の金融政策スタンスは維持されると見込む。

国際為替部
マーケット・エコノミスト
佐々木 貴彦

03-3242-7065
takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp

上海総合株式指数下落の主因となった金利上昇

今年はグローバルに株価が大幅上昇しており、NY ダウ平均が 12 月 13 日に史上最高値を更新するなど、未だ多くの株式市場が堅調に推移している。片や、上海株式総合指数は 5 月から 11 月中旬にかけて 3000 近辺から 3450 近辺と約+14%上昇したものの、11 月下旬からはじり安となり一時 3250 と 2017 年 8 月の水準まで下落するなど軟調推移となった（図表 1）。

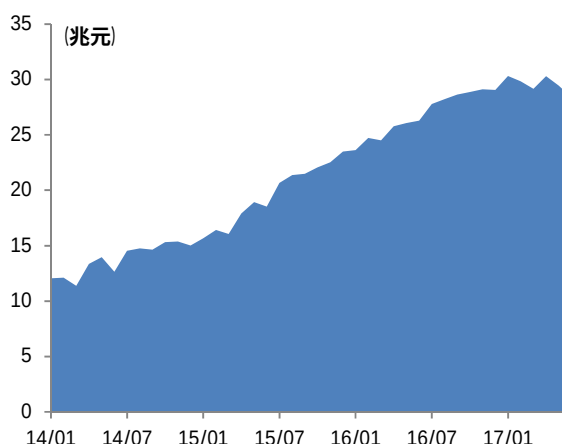
下落のきっかけは、中国政府が 11 月 17 日に公表した金融機関に理財商品の元本保証を禁止することを定めた業界向け指針案だと報じられている。もっとも、理財商品に対する元本保証の禁止については、2 月に中国人民銀行（PBoC）が策定中の「金融機関の資産管理業務に関する指導意見」に盛り込むことが報道されていた。こうした当局の動きを受けて、銀行は理財商品の発行を控えるようになり、残高は頭打ちとなっている（図表 2）。また、今回の指針案では元本保証の禁止に向けて 2019 年 6 月末まで移行措置が設けられるなど、対応には時間的猶予が十分に与えられていることを踏まえれば、今回の指針案が株安の主因だったとは言いがたい。

むしろ共産党大会（10 月 18～24 日）の前後から国債・資金市場において金利が上昇し続けたことが主な背景だったと考える。実際、上海株式総合指数が下がり始めた 11 月 14 日に中国 10 年国債利回りは 2014 年 10 月以来となる 4% を上回った。その後、国債利回りは上昇が一巡したものの、今度は上海銀行間金利（Shibor）が続騰した（図表 3）。こうした中、企業の利払い負担増加や銀行の利鞘縮小に対する懸念が拡がり、株の下落に繋がった模様だ。

株式市場を大きく動かした短期金利だが、当面は上昇圧力が強まるものの、年が変われば上昇は一服するだろう。中国の短期金利は年末に近づくとも年末越えや翌年の旧正月越えに備えた資金需要が強くなり、金利が上昇し続ける傾向にある（図表 4）。過去の事例に従えば、金利上昇は暫く続くが、年末までに各金融機関は資金調達を完了し、年明け後に短期金利は横ばい推移に転じると見込まれる。

図表 1: 上海総合株式指数

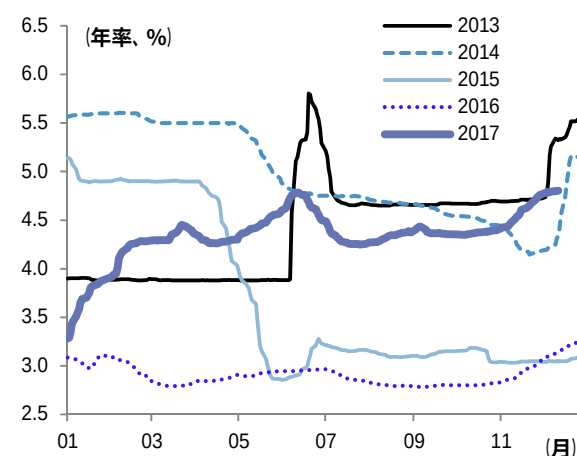

注: 2017 年 12 月 13 日までのデータ。
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 理財商品の残高


注: 2017 年 6 月末までのデータ。
出所: 銀行業理財商品管理センター、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: 中国 10 年国債利回りと上海銀行間金利 (3 か月物)


注: 2017 年 12 月 13 日までのデータ。
出所: 中国外貨取引センター、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 上海銀行間金利 (3 か月物) の過去 5 年間の推移


注: 2017 年 12 月 13 日までのデータ。
出所: 中国外貨取引センター、ブルームバーグ、みずほ銀行

来年に金利が低下基調となる公算は小さい

しかし、習近平主席が金融システムリスクの抑制を標榜している以上、金利が低下基調に転換する公算は小さい。昨年末からの金融引き締め策や規制強化により貸出金利は上昇し、マネーサプライの伸び幅は縮小した。こうした状況下、固定資産投資に代表されるように投資活動は大きく抑制されている(図表 5)。景気の下押し圧力が強まっているにも拘らず、12 月 8 日に同氏が主宰した中央政治局会議ではレバレッジ比率に対する規制を来年も強化する旨の声明文が発表されるなど、方針を転換する様子はみられない。

習氏が金融システムリスクの抑制を優先できるのは、景気減速が許容できる状態にあるためだ。現在の中国政府は「小康社会(ゆとりある社会)の実現」を中期目標に、2010 年対比で実質 GDP を倍増する計画を掲げている。2017 年の成長率は+6.8% (IMF 予想)と目標(+6.5%前後)対比で上振れる見込みであり、これを基にすれば残りの期間(2018 年～2020 年)は年平均で約+6.3%成長すれば中期

目標を実現できる(図表 6)。また、習氏は共産党大会直後の第 1 回全体会議(1 中全会)において、最高人事である政治局常務委員の過半を自身に近いメンバーを選出することに成功しており、景気減速が権力基盤の弱体化に繋がる可能性は低くなっている。

今月の 18~20 日に中央経済工作会议が開催され、来年の金融政策が決定される予定である。かかる経済および政治情勢を踏まえれば、「穏健で中立的な」というやや引き締めの金融スタンスが維持され、短期金利は年初に上昇が一巡するものの、高止まりが続くと予想する。

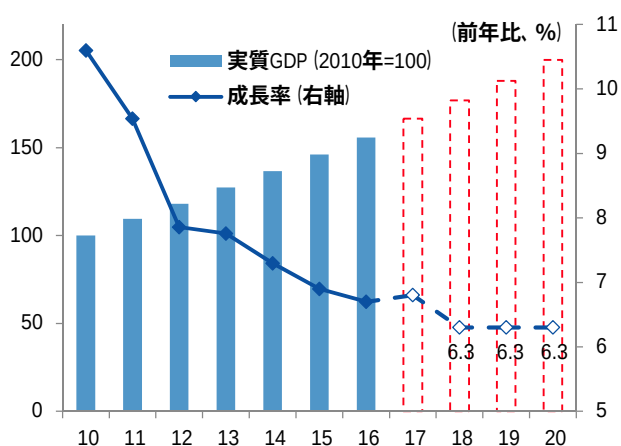
図表 5: 固定資産投資と M2



注: 固定資産投資は年初来の前年同期比。

出所: 中国国家統計局、ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 6: 実質 GDP (実績値および目標達成に必要な成長率)



注: 破線部は予測値。2017 年の成長率は IMF の予測値 (+6.8%) を使用した。

出所: 中国国家統計局、IMF、CEIC、みずほ銀行

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。