



# 景気回復を受けて始まった金融政策の 「出口戦略」への模索

— 株価は金融相場から業績相場へ —

関 志雄\*

## 要 約

1. 2008年9月のリーマン・ショック以降、中国当局は、景気対策の一環として、利下げや、銀行融資に対する総量規制の撤廃など、思い切った金融緩和策を実施した。その結果、2009年に入ってから、マネーサプライと銀行の貸出が急増した。「超」金融緩和策は、2008年11月に打ち出された4兆元に上る内需拡大策とともに、景気回復と株価の上昇を促している。
2. しかし、その一方で、貸出の急増に伴って不良債権が増加するリスクが高まっており、これを防ぐために、2009年の夏以降、それまでの「超」金融緩和策が見直され始めている。これを受けて株価が一時急落したが、現在のインフレ率はまだマイナスとなっており、当面、本格的引締め策が採られる可能性は極めて低いことから、景気回復とともに、金融相場から業績相場へ移行するという形で、株価は上昇するだろう。

## I、内需主導の景気回復

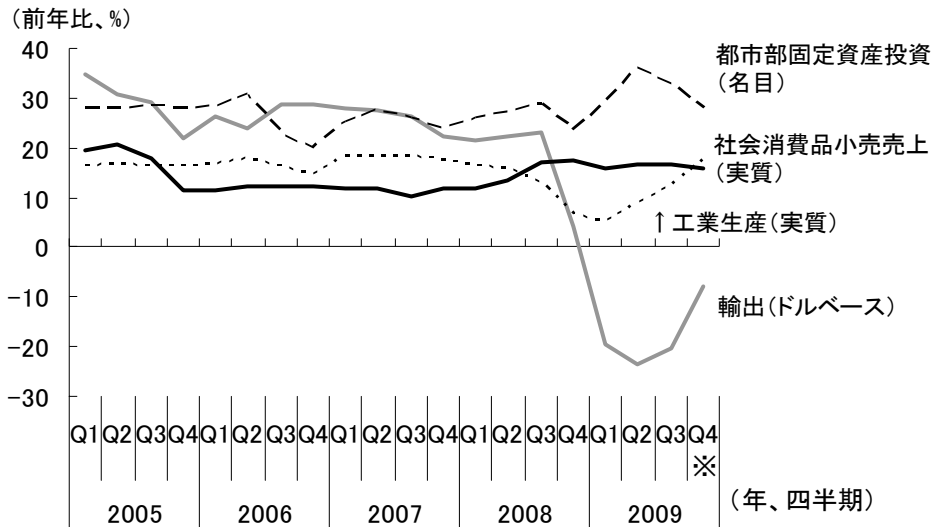
中国は、2008年のリーマン・ショック以降に打ち出された景気対策が功を奏する形で、先進国に先駆けて回復している（図表1）。2009年第3四半期の成長率は前年比8.9%となり、第1四半期の同6.1%と第2四半期の同7.9%を大幅に上回っている。工業生産（付加価値ベース、実質）の伸び（前年比）も加速しており、第3四半期の12.4%に続いて、10月には16.1%、11月には19.2%に達している。

外需については、世界経済の減速を受けて、1-11月の輸出は前年比18.8%減、輸入は同15.8%減となった。もっとも、輸入の伸びは11月にはプラス26.7%に転じ、輸出もマイナス1.2%と落ち込み幅が小さくなってきた。

一方、消費と投資からなる内需は引き続き堅調である。まず、消費は、1-11月期の社会消費財小売総額（実質）は前年比16.4%増となった。また、投資については、2008年11月に発表された4兆元に上る公共投資を中心とする景気対策の実施を受けて、1-11月期の都市部の固定資

\* 関 志雄 榊野村資本市場研究所 シニアフェロー

図表 1 中国の主要マクロ経済指標の推移



(注) 2009年Q4は10~11月のデータ、社会消費品小売売上はCPIによって実質化。  
 (出所) 中国国家统计局より野村資本市場研究所作成

産投資（名目）が前年比で 32.1%と高くなっている。

2009年の第1四半期から第3四半期までの全国の平均成長率は7.7%となっているが、すでに発表された10月と11月の工業生産（前年比16.1%と19.2%）をはじめとする経済指標から判断して、第4四半期の成長率は10%を超え、通年では中国政府が目指している8%という目標が達成される可能性は極めて高い。

現在の中国における景気回復はまだ初期段階にある。2010年には、世界経済の成長率がマイナスからプラスに転じると予想されることを合わせて考えれば、成長率は2009年を上回る9.5%に達するだろう。

## II、資産価格の高騰で始まった金融政策の出口戦略への模索

2008年9月以降、世界的金融危機を乗り越えるために、中国政府は、素早く拡張的財政政策とともに、利下げや、預金準備率の引き下げ、そして融資への総量規制の撤廃など、思い切った金融緩和を行ってきた。これを受けて、マネーサプライ（M2）と人民元貸出の伸びは加速し、景気回復とともに資産価格の高騰をもたらしている。

まず、株式市場では、2008年11月の初めに1700ポイント前後まで急落した上海総合指数は2009年11月以降、3000ポイントを超える水準で推移している。一時、調整局面に入った不動産市況も、持ち直している。70の大中都市の住宅販売価格は、2008年8月から7ヵ月連続して前月の水準を割ったが、2009年3月以降、上昇傾向に転じ、前年比で見ても、3月の-1.3%を底に11月には5.7%に加速している。

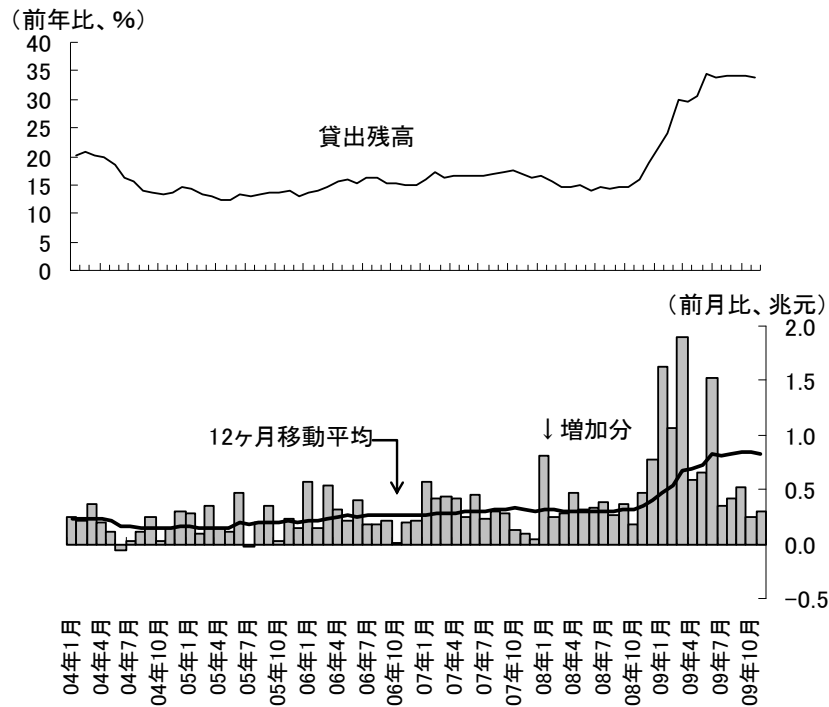
一方、2009年2月以来マイナスの状況が続いた消費者物価指数（CPI）の前年比の上昇率は、11月に0.6%とプラスに転じた。

安定成長を持続させるためには、資産バブルの膨張とインフレの高騰を防がなければならない。

景気回復が本格化する中で、2009年の夏以降、貸出の前月比の増加分が縮小してきているように、これまで採ってきた「超」金融緩和策の「出口戦略」への模索が始まっている（図表2）。これを受けて、株価が8月に一時調整局面に入ったが、貸出の急増を放任すると、将来不良債権問題の深刻化が避けられないことを考えれば、当局が採った措置は成長を維持させるために必要であると評価すべきである。

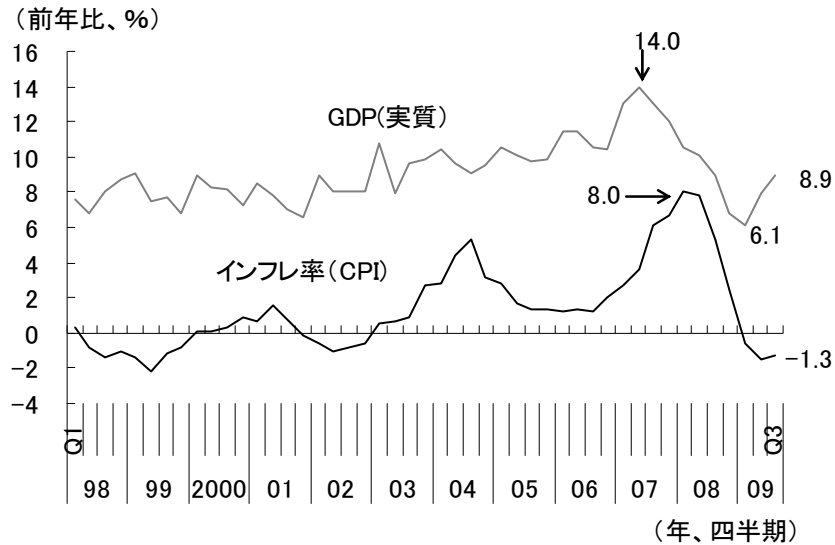
もっとも、「超」金融緩和策が見直されつつあるとはいえ、11月の人民元貸出は、前年比で見ると、依然として33.8%という高い伸びを見せている。本格的金融引締め策がいつ採られるかが注目されているが、これまでの経験から判断して、消費者物価（CPI）の上昇率が4%を超えることは、一つの目安となる。現在のインフレ率がまだ低水準にとどまっていることに加え、インフレは成長率より約3四半期遅れて動くことから判断して、その時期は2010年の後半になるだろう（図表3）。

図表2 人民元貸出の推移



（出所）中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

図表3 GDP成長率より遅行するインフレ率



(出所) 中国国家统计局より野村資本市場研究所作成

### Ⅲ、依然として上昇する余地の大きい株価

金融政策のスタンスは、現在の株価水準の妥当性と景気動向とともに、今後の株価を占う際の重要なポイントとなる。

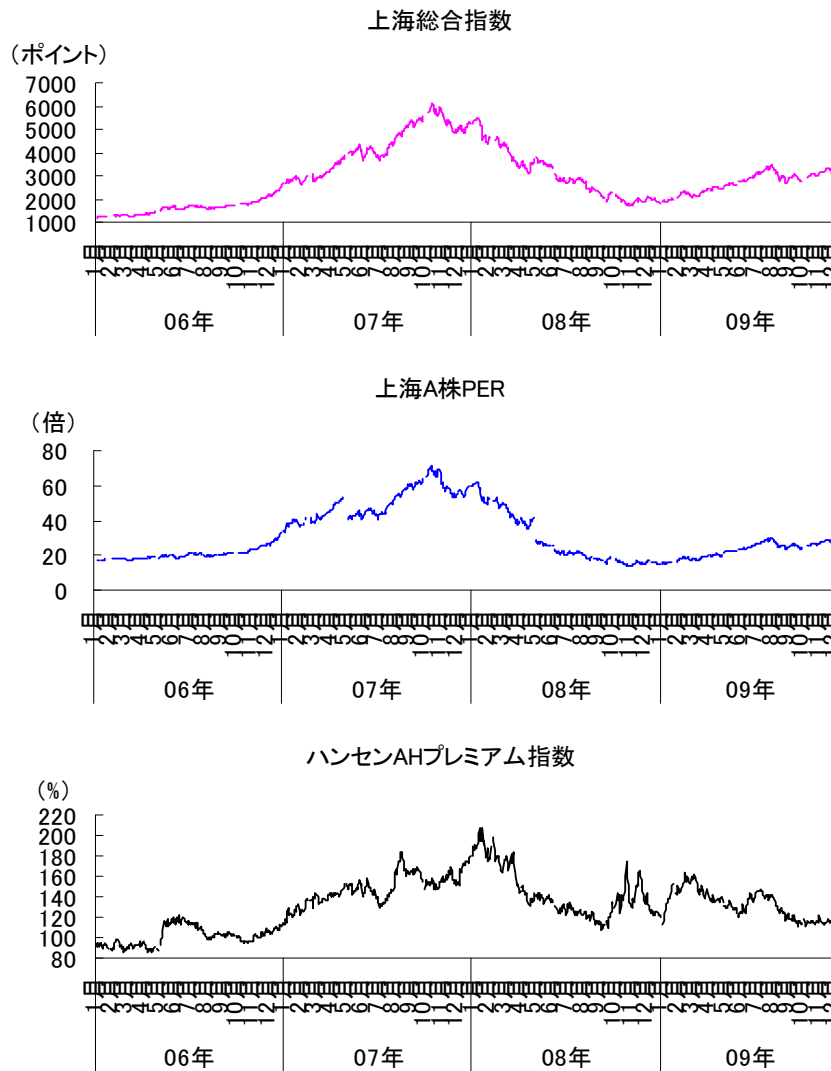
「中国の株価はすでにバブルの域に達しており、バブルが崩壊するのではないか」という意見もあるが、株価収益率（PER）と AH プレミアム指数から判断して、現在の上海市場の株価はまだ割高になっているとは言えない（図表4）。

まず、現在の上海市場の A 株 PER は 27～28 倍前後と、バブルの絶頂期であった 2007 年 10 月の 70 倍超を大きく下回っている。中国は新興国であり成長性が先進国と比べて遥かに高いことを合わせて考えれば、現在の株価水準は企業収益の割には決して高いとは言えない。

また、約 60 の銘柄が上海市場（A 株）と香港市場（H 株）で同時に上場しているが、中国本土では非居住者による証券投資を制限するなど、資本規制が敷かれているため、両市場での株価は必ずしも一致していない。H 株市場はファンダメンタルズを重視する海外の機関投資家が主体となっているのに対して、A 株市場は中国国内の個人投資家が主体となっており、H 株市場と比べて、投機性が強い。バブルの絶頂期に A 株の H 株に対する相対価格を示す AH プレミアム指数は一時 200% を超えたが、現在 120% 前後まで縮小しており、A 株の割高感は大幅に解消されている。

その上、2009 年の成長率が 9% 程度に達し、本格的引締め策は 2010 年後半まで実施されないという前述の予想を前提にすれば、低金利、低インフレ、景気回復という株価上昇に有利な環境は当面続くだろう。

図表4 中国の主要株価指標の推移



(出所) Bloomberg より野村資本市場研究所作成

## 著者紹介

関 志雄 (かん しゆう)

株式会社野村資本市場研究所 シニアフェロー

1957年香港生まれ。香港中文大学卒、1986年東京大学大学院博士課程修了、経済学博士。

香港上海銀行、野村総合研究所、経済産業研究所を経て、2004年4月より現職。主要著書に『円圏の経済学』（1996年度アジア・太平洋賞）、『円と元から見るアジア通貨危機』、『日本人のための中国経済再入門』、『人民元切り上げ論争』（関志雄／中国社会科学院世界経済政治研究所編）、『共存共栄の日中経済』、『中国経済革命最終章』、『中国経済のジレンマ』、『中国を動かす経済学者たち』（第3回榎山純三賞）、『チャイナ・アズ・ナンバーワン』などがある。



*Chinese Capital Markets Research*