

「中国発世界同時株安」と「中国株式市場の乱高下」

— 教養講座質問<6月政治経済>に答えて —

山本恒人

1. 中国株式市場の乱高下の実態
2. 中国株式市場に対する専門家の分析
3. 中国発世界同時株安の実相
4. 中国の「新常态（ニューノーマル）」実現の重要性

1. 中国株式市場の乱高下の実態

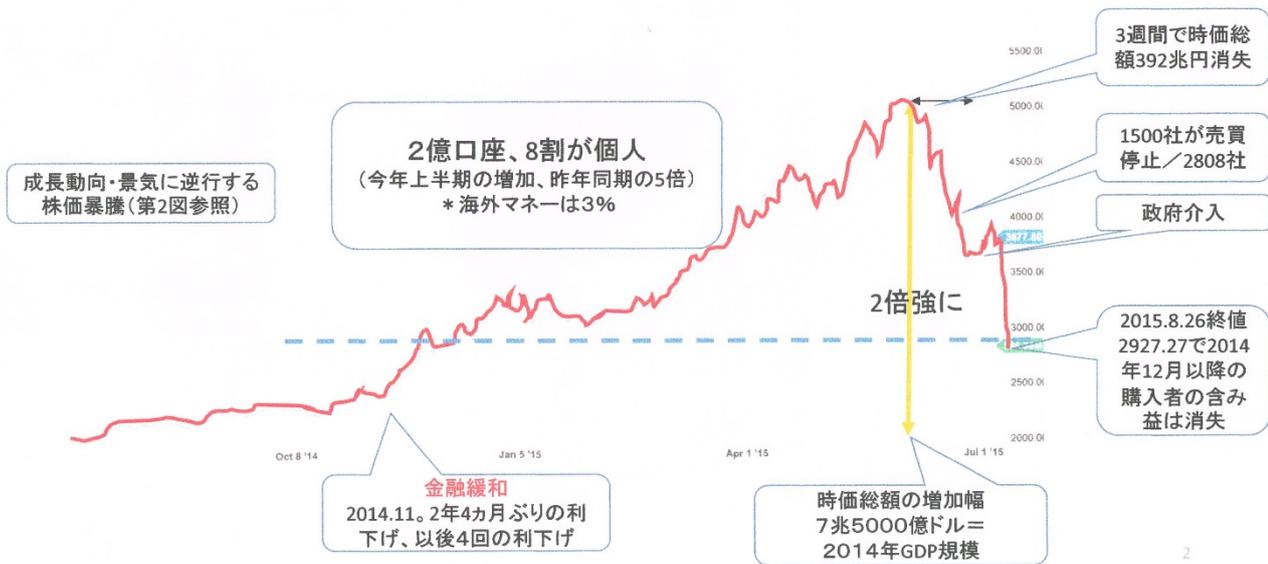
本年、6月から始まった中国株式市場における暴落は衝撃的でした。第1図が示しているように、「上海総合指数」は長らく2000台を低迷してきましたが、昨年11月の利下げを合図とするかのように上昇に転じ、本年6月ついに5000台を突破しました。経済成長率の減速傾向（第2図参照）に逆行する株価の急騰には、個人口座開設や信用取引（借金で株を購入）に対する規制緩和が寄与しているほか、2で詳しく見るような中国株式市場の独特の構造が関わっています。

しかし、投資家の間に高値警戒感が出始めたそのピーク時に、合理的な根拠を欠く暴騰を危惧した政府が証券取引委員会を通じて「信用取引規制」命令を出した翌日から、一気に3500台まで暴落しました。政府は、2億口座、9000万人が参与する大衆の株式ブームの破綻による市場の混乱、社会の混乱を避けるため、証券取引委員会、証券会社、国有企業のみならず公安局まで動員して株式市場への介入を行うとともに、利下げ・預金準備率引き下げによる金融緩和（市場に対する資金供給の拡大）によって暴落に歯止めをかけようとした。その結果、7月後半一時4000台を回復し株価水準が持ち直すかに見えましたが、8月後半、いくつかの中国経済減速の指標（8月製造業景況感PMI・予想は6年ぶりの低水準47.1、7月の輸出入いずれも前年割れ等）が出ると、再び2900台に急落し、これを受けた世界的な同時株安局面を迎え、「中国発世界同時株安」という報道が飛び交うようになりました。

中国政府はこれに対して、8月25日、昨年来5回目の利下げ・預金準備率引き下げを実施し、これを世界の株式市場は好感していますが、おひざ元の株式市場の動揺はおさまっておらず、先行き不透明感是中国内外を漂っているというのが現況です。

最も気になるのは、この株式市場ブームに翻弄されている中国の「老百姓」（もっとも、投資余力のある中間層以上にあたりますが）の状況です。ここで紹介するのは、大学院留学生で、中国に帰国し事業を起こした女性CQさんの事例です〔CQ著「新米股民の悩み」『友誼』（日中友好協会左京支部）No.250、2015.7.25。実名で発表されたものですが、敢えて名を伏せます〕。<CQさんは株で金儲けした友人の薦めで2015年1月から新米投資家となったが、スマートフォンの威力でいつでもどこでも指1本で株取引ができる。始めは数万元だけだったが、「牛市場（ブル市場・強気市場）」ではどの銘柄を買っても儲けが出る。10万、20万とつぎこみ最終40万元（約800万円）の投入となった。テレビや解説書に没頭するばかりか、「低頭族」（常にスマホの株式情報をのぞき込む）となってまるでプロの投資家きどり。わずか半年で利益が15万元（約300万円）にもなり、念願のヨーロッパ旅行実現かと喜んでいた。友達も親戚も娘のクラス仲間の親も、皆「股民」になっていた。ところが6月12日のピークを境に一転株価は急落。それまでの含み益15万元が吹っ飛んだだけでなく、数万元の損失になってしまい、心配で眠れない夜が続いた。今後は株式市場から遠ざかろうと決心してはいるが、すでに病みつきの自分には本当に治るのだろうか>。

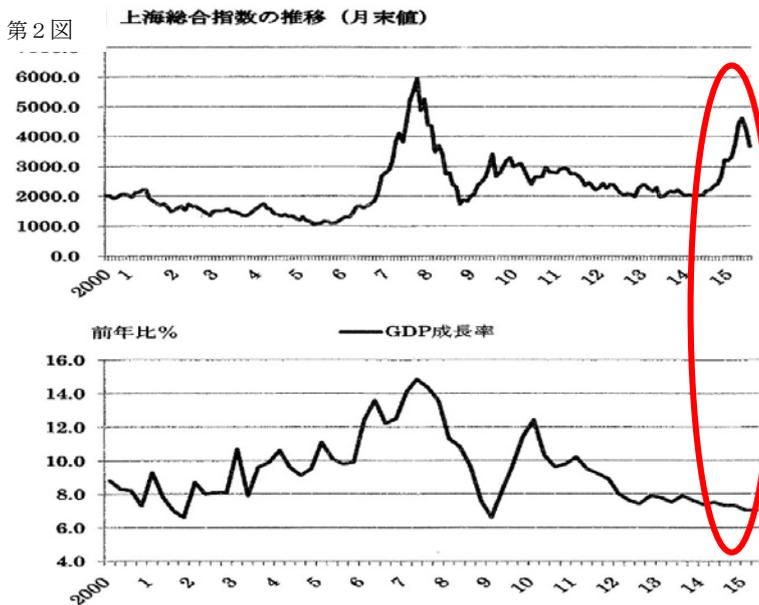
第1図 上海総合指数の乱高下(2014年10月～2015年8月)



出所. 各種資料にもとづき筆者作成

2. 中国株式市場動向に対する専門家の分析

ここで中国資本市場の動向に詳しい 3 人の専門家の分析をもとに、上海株式市場の乱高下の背景や原因を検討しておきましょう。A. 経済産業省の経済産業研究所・関志雄、B. キヤノン・グローバル戦略研究所・瀬口清之、C. 東京三菱UFJ銀行・福地亜希の三氏で、出典は後出の第2表出所に明記。



出所.Bによる文献、表2下覧に記載。赤線は筆者。

まず、第2図から2014年、2015年の上海総合指数（急騰）と経済成長率（減速）とのグラフが逆行していることを確認しておきましょう。つまり、2014年後半からの中国株式市場の急騰はなんら実体経済を反映するものではないということです。

次に、中国の株式市場の構造的特徴をとらえる上での基礎知識を第1表で得ておきましょう。

第1表 中国証券市場の基礎知識

企業の融資形態；銀行貸し出し66.3%、株式3.8%
上海取引所売買取引シェア；個人投資家80%、機関投資家15%、企業2.5%
同上流通株保有シェア；個人23%、機関投資家14%、企業63%
同上個人口座；2014年末1億8000万口座→2億2500万口座（25%増）、人数9000万人
同上信用取引残高；2015年6月半ば1.5兆円に膨張→現在9500億元
貯蓄率；中国50%、韓国34%、タイ28%
中国家計金融資産（平均値）；都市11.2万元、農村3.1万元
家計金融資産残高のうち「株式・債権の割合」；2007年18%→10%、現在も2割以下
預金金利と他の金融商品金利；法定預金金利3%だが実質金利はマイナス、理財商品約5%

資料；第2表のA、B文献による。

ここでは、①株式市場の未成熟；株式会社と言っても株式のうち非流通株が多いことに加えて、企業の資金調達が圧倒的に銀行からの借入れ（間接金融型）に依存しており、間接金融型と言われる日・独でも40%台、株式・債権に依存する（直接金融型）アメリカの15%台とはかけ離れた構造であること。②取引所における売買シェアの80%を個人投資家が占めており、機関投資家が未成熟であること。③中国では家計貯蓄率が高いがその多くは銀行預金に委ねられており、金融資産に占める株式・債権の比重が小さい。しかも、近年の預金金利の低迷で、家計は不動産や理財商品などより高い利益を求める傾向があること。以上の点を確認したうえで、専門家三氏の分析を見ることにしましょう。

第2表はA、B、C三氏の分析を、「1. 暴落の原因」、「2. 実体経済への影響」、「3. 市場の投機性」、「4. 政府介入の評価」、「5. 今後の展望」の項目別にまとめ、比較検討が可能なように整理したものです。うち、ゴチックは独自性なり、共通性を強調するために用いています。

（1）共通する認識

「1. 暴落の原因」については、三氏とも、2008年リーマン・ショック後の景気刺激策を経て、不動産投資に向かった余剰資金が、不動産投資の規制強化と共に地方融資のための理財商品投資へと移り、理財商品ブームへの規制強化が始まって行き場を失った資金が大量に株式市場に回った、と見ています。それに対して、株価暴落は一部投資家の高値警戒感状況とミニバブルを警戒する政府の「信用取引規制」が絡んで引き起こされたという認識でもほぼ同じ見解と見てよいでしょう。Aは、究極の選択肢を「株式か住宅か」と見て、不動産市況の回復傾向を株式急騰の終焉のきっかけとなった、と強調しています。

関連して、「3. 株式市場の投機性」についても、個人投資家中心の「目先の利益を追う短期回転売買」という未成熟市場にありがちな投機的な性格を指摘しています。Cは、とくに実体経済の動向との関連よりは、実質金利が低迷している中で高利回り投資対象を求めて、不動産→金融商品→株式などブームが繰り返される傾向を重視すべきと指摘しています。

表2. 中国証券市場(上海総合指数)乱高下・研究者・アナリストの分析

	A. 関志雄	B. キヤノンG戦略研究所	C. 三菱東京UFJ
1. 暴落の原因 (暴騰の要因)	2014年後半、住宅価格調整局面に入り、株価急騰。2015年半ば住宅価格再上昇、株価急落。投資対象が「株式か、住宅か」に限られる。 株価と住宅価格はマイナスの相関関係。	2010年以降の長期の株価低迷の主因は株式より魅力的な投資対象が存在。2008年景気刺激策以降、余剰資金は不動産市場に流入。中央政府の規制が始まる と地方融資のための理財商品ブームが到来。2014年秋以降地方融資・過剰設備企業融資・不動産開発投資規制が強化され 行き場を失った余剰資金が株式市場に向かった。 2015年4月、総合指数が4000の大台に乗った局面での4月20日『人民日報』記事が、「 4000はブル市場(上昇相場)の始まりに過ぎない 」と掲げた影響も大きい。 6月5日、大台5000を超えた段階で政府部内にも根拠なきミニバブルへの懸念が生まれ、場外信用取引規制命令(6.12)となり 暴落が始まった。	住宅市場の低迷や理財商品への投資抑制などで投資先が限られる中で、個人投資家に対する株式投資規制の緩和(一人1口座→20口座)などもあり、資金流入が拡大。信用取引の規制緩和の影響も大きい。 今回の株価乱高下のような資産価格の急激な変動が繰り返される背景には、 過剰投資およびその裏側にある過剰貯蓄の存在がある。中国では社会保障制度の整備が遅れているため、将来の医療・教育費の支出に備え、貯蓄性向が強い。 中国の貯蓄率は50%とアジア諸国を大きく上回る。かつ過剰貯蓄の主体は家計部門であり、とくに都市の貯蓄率が高い。 預金金利には規制があり、実質預金金利が低迷しているため、高利回り運用商品へのニーズが高い。それが不動産・株など各種金融商品のブーム、バブルの温床となっている。
2. 実体経済への影響 (マクロ経済への)	現在、急騰前の水準に対してまだ8割ほど高い。大半の投資家は利益実現か、含み益維持。消費を左右しかねない資産効果はプラス幅が縮小しただけでマイナスにはなっていない。 企業の資金調達率は株式3.1%、銀行66.3%で影響は限定的。 消費と投資への影響は限定的。 住宅価格・不動産開発投資の動向の方が重要、持ち直せば2015、2016GDPは7.0%維持。	現在の3500~4000という推移は昨年11月の2500、昨年末の3200に比べ高い水準にある。個人投資家の一部に巨額の負債を抱えたり、自殺者が出たりしたが、相場が下げ止まっていることから、消費へのマイナスインパクトや逆資産効果は限定的であり、 実体経済への影響は軽微にとどまる。 若干懸念されているのは、高級車・高級住宅・高額海外旅行などの贅沢消費財である。日本企業の多くが日本旅行者の爆買の減少を懸念しているがその可能性は低い。	中国経済への直接的な影響は限定的。 ①上海総合指数は14年11月を依然、6割上回る水準にある。②株価と個人消費の関係が薄い、③企業の株式市場を通じた資金調達割合が低い。
3. 市場の投機性	機関投資家より個人投資家中心。 上場企業の大半国有企業、発行済株式の半分以上は政府や国有企業同士の持ち合いで、市場で流通していないことを反映。	個人投資家だけでなく 機関投資家も長期保有は少なく、目先の利益を追う短期回転売買中心。	今回の株高はファンダメンタルズから乖離した 投機的な要因が大きく 、いつ調整が起きてもおかしくない状況。 過剰投資の累積により実物投資の収益率が低迷する中、家計が運用益の拡大を求めて、不動産・金融商品への投資を繰り返し、常にバブルを生み易い構造となっている。
4. 政府介入の評価	政府は株価上昇をテコに景気浮揚を期待したがこの戦略は下落で挫折。 市場の動揺を抑える直接介入に出たが、中国の投資家には株式投資のリスク性認識は低く、介入はモラル・ハザードを生み出す。	政府の大量介入により下支え効果がみられるが、手を引けば急落、手を引けない状態にある。 株価決定機構はマヒしており、 株式市場本来の機能は失われ ている。市場関係者は正常な状態に復すのに2-3年を要すると見ている。	政府および関連機関・証券会社による介入は急速な株安に歯止めをかけた が、こうした透明性を欠いた動きは、 投資家の信認低下や証券市場自由化の遅れに繋がりがねず、今後の動向を注視。
5. 今後の課題	企業の新規上場は認可制から登録制に移行すべき。機関投資家の育成。成熟した証券市場へ。		(C-1)

出所: A. 関志雄(経済産業研究所)「中国経済新論」『株価急落の中国経済への影響』(2015.8.4)、「急落する中国株」(2015.7.17)

B. 瀬口清之(キヤノン・グローバル戦略研究所)「2. 上海株暴落の経緯とその影響」(PDF)『中国経済情勢/現地出張レポート』

(2015.8.10)

C. 福地亜希(三菱東京UFJ銀行経済調査室)「中国における株価下落の経済への影響-過剰貯蓄と繰り返される投資ブーム」

『経済レビュー』No.2015-7,(2015.7.24)

「2. 実体経済への影響」については三氏とも今回の株式市場の急騰が実体経済(ファンダメンタルズ)からかけ離れて起こった現象であり、「4. 政府介入」の結果、株価水準も依然として急騰スタートラインよりも高い

(A.8 割、C.6 割高い)水準にあることから、実体経済への影響は「限定的」、「軽微」と楽観的に見ています。

(2) 独自の認識

株価の急騰と暴落の背景認識では、次の2点の指摘が注目されます。その第1は、C-1が「過剰投資の裏側にある過剰貯蓄の存在」を指摘し、「中国では社会保障制度の整備が遅れているため将来の医療・教育の負担に備え、貯蓄性向が高い」、そしてこれが「高利回り運用商品」へのニーズを高め、各種ブーム・バブルの温床となっている、と問題の所在を掘り下げています。筆者も同様に見ており、この問題は、「輸出・投資指向型高速度経済成長」から「内需・消費指向型安定経済成長」へ、「多投入から効率確保」へ、いう構造改革（「新常态」への移行）課題とも深くかかわっているのです。

その第2は、B-1で指摘されている『人民日報』（海外版）2015.4.20記事“(上海総合指数)4000はブル市場（牛市場）の始まりに過ぎない”が、1で紹介したCQさんも示唆しているように、5000台ピークに上り詰める原動力になっていることです。「信用取引制度」の導入と「緩和」、2014年11月の2年4か月ぶりの「利下げ・預金準備率引き下げ」、「個人口座開設規制緩和」など今回の株価暴騰の土台やきっかけおよびその加速につながるような各種の符牒は、政府による「政策的誘導」の存在を考慮せざるをえないものといえます。経済成長率減速に対する政策的対応、資産効果による消費の活性化政策などが想定できますが、それらと「新常态への移行」という中核的課題との関連などを検討する課題が残ります。

(3) 個人投資家の傷

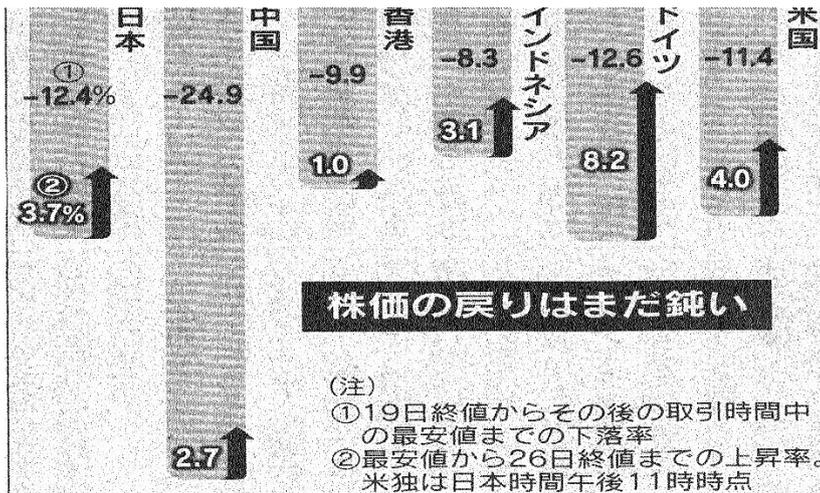
三氏は強調していませんが、8割を占めるといふ個人投資家はどうなっているのでしょうか。1で見たCQさんは、今年1月上海総合指数が4000前後で参入し、急騰局面で大幅に買い増し、暴落局面3500ですでに損失の段階にありました。政府介入で一時的に4000台に回復した段階で売り抜けていたとしても、買い増し株の方が多いのですから損失は覚悟です。その決断ができていなかったなら、8月末の今では3000以下（第1図横点線の水準）となっているのですから、傷口（含み損）は大きくなっています。上海総合指数3000は2014年12月段階の指数ですから、これ以後のブーム段階で株を購入した大半の人が損失を蒙るか、あまりの含み損ゆえに売ることもできずにいることでしょう。機先を制して売り抜けて利益を確定したり、損害を微小にくい止めたりすることができるのは、機関投資家が熟達したプロ級個人投資家など少数にすぎません。A-2、B-2のように、逆資産効果によって消費へのマイナス効果が出ることはない、とは言いきれないと考えられます。もしそうであれば、「新常态」への移行にとってはマイナス効果となり、「政府の政策的誘導」は政策的瑕疵と言わざるを得ませんし、中間層の育成にとっても打撃となります。

3. 「中国発世界同時株安」の実相

中国の上海総合指数6月時点での急落には、政府の介入による下支えもあって、さして大きな反応を見せなかった世界株は、8月下旬の上海総合指数の3000前後への再急落が、中国景況感を始めとする経済指標の悪化（8.21発表）、人民元切り下げ、天津大事故と同時並行したことも影響して、「世界同時株安」の局面を迎えました。第3図は各国株式指標の8月19日以降の下落率と中国当局による金融緩和、株価下支え後の8月26日までの戻り率を示したものです。いずれも回復軌道に乗るか乗らないかの不安定状況にあり、「世界同時株安」が決して軽震程度のものではないことが示されています。

ニューヨーク・ダウ一時1000ドル下落とか、日経平均900円下落というニュースはリーマン・ショック時を思い起こすような状況であり、中国の経済減速がいかに大きな影響をもつものか、リーマン・ショック後の中国の財政出動を始めとする景気対策が世界経済の回復にいかにか大きな役割を果たし、現在の世界経済の発展と中国経済がいかに連動しているかを改めて考えさせられるものとなったことは疑いを入れません。

第3図 世界同時株安指標一下落率と戻り率



出所.『日本経済新聞』2015年8月27日

それと同時に、中国経済の減速や株式市場の乱高下と世界経済との本当の関係はどうなっているのかという新たな疑問も湧いてきます。そもそも、中国の株式市場の乱高下は中国の実体経済とは乖離したものであることは、2ですで見たとおりです。中国経済の減速は、確かに世界の資源市場や、貿易取引に大きく影響するものですが、それらの傾向は2013、14年以降明確にあらわれていました。それにもかかわらず世界の株式市場はアメリカを始め、同時並行的に上昇局面にあったのではないのでしょうか。中国経済の減速、中国株式市場の乱高下が直ちに世界同時株安を引き起こしたと、本当に言えるのでしょうか。

リーマン・ショックは、実体経済では十分に立ち行かなくなった欧米金融資本が新自由主義経済を唱えて金融経済化とその国際流動性を推進し、それが破綻したものです。それを受けた世界経済は、中国を始めとする新興国や途上国の景気対策と実体経済の立て直しによって回復軌道に乗ることができました。先進国の巨大銀行やヘッジファンドはこれまでも増して、金融帝国志向を強め金融資産による利潤極大化を謀ろうとしてきました。それを推進する最大の政策的原動力がアメリカFRB、それに続く日銀による異次元金融緩和、ゼロ金利政策と中央銀行資金、年金資金を動員した株価誘導政策ではなかったでしょうか。これ以上の国家的債務膨張が許されない状況下で、FRBは量的緩和の終了と今秋の利上げをすでに決定しています。世界の株式市場は固唾を呑んで見守っています。

野口悠紀雄氏による世界同時株安の性格についての次のような指摘には説得力があります〔野口悠紀雄「世界同時株安は「投機の時代」の終了を示す」『ダイヤモンド・オンライン』2015.8.27〕。「現在生じていることは、短期的・一時的現象として捉えるのではなく、長期的な展望の中で捉える、具体的には、『リーマン・ショック後続いてきた金融市場での世界的なバブルの終了』と捉えるべきである。「FRB（アメリカの中央銀行にあたる）による08年、10年、12年と3回にわたる量的緩和はIT関連を除けば、経済活動というよりは投機を煽り、それを世界に拡散してきた」。すでにFRBは金利引き上げを決定しており、アメリカが金融の正常化に向かう過程は新たな世界的均衡の再編の道筋であり、今回の世界同時株安はその一局面に過ぎない、というのです。中国の株価下落や経済減速が無関係とはいわないまでも、主因はそこにはなく、つまり「中国発ではなくアメリカ発」という指摘となります。

4. 中国の「新常态（ニューノーマル）」実現の重要性

中国は経済の成長を減速してでも、構造改革を通じて経済の効率化を達成し、環境にも配慮する経済を達成すること。また「輸出と投資依存の高度成長」から「内需と消費依存の安定成長」への成長方式に転換することは、中国経済が高度成長国のしばしば陥る落とし穴の危機にはまらないためには不可欠の課題なのです。それを中国では「改革の深化」と称し、「新常态（ニューノーマル）」への移行と名付けているのです。

08年世界同時不況から脱し、景気を回復するために行った大規模財政出動は、確かに見事なV字型経済回復と経済大国化を導くものとなったばかりでなく、世界経済の回復に寄与するものとなりましたが、さまざまな後遺症をとまなうものでもありました。企業の過大投資は設備稼働率の低迷や企業収益の悪化を招き、多投入型の生産体制は環境悪化を招き、金融緩和は不動産開発のブームを招き、経済構造の歪みをもたらしました。経済格差の拡大もいうまでもありません。不動産ブームはバブル規制によって理財商品ブームへと、理財商品ブームもバブル規制が始まると株式ブームへと転変しています。このように個人金融資産の動向がミニバブル的転変に行きつく背景にあるのは過剰貯蓄の存在です。庶民は本気で消費に向かおうとはしないのです。高齢化・疾病・子女教育に備えて消費を抑えて貯蓄し、できればそれをより利回りの良い運用に委ねる。そのような状況に対して政府が行うべきことは、分配制度を改革して低所得層を底上げし、社会保障制度を拡充して将来の不安をなくしていくことにあり、これも上記の「改革深化」の不可分の課題なのです。

中国は自らの核心的課題を世界経済の動向に振り回されずに遂行することが求められています。「カジノ資本主義」的な手法を政府が提唱したり、個人を含む市場参加者がそれに熱中したりするのではなく、あるいは国内外の「市場からの圧力」を受けて、過大な景気対策に踏み出すことは極力避けて、地道な改革努力に官民あげて集中することが求められているのです。

(2015.8.31)

*質問内容A氏「中国は今なぜ株高なのでしょうか」