

## 中国バブル崩壊の吟味

発表日:2015年7月13日 (月)

～バブル崩壊を回避する方法はバブルを起こさないこと～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

上海総合指数の急落が、日本の株式市場を不安定化させる一因になっている。現時点で、中国の株価対策が効いて小康状態であるが、本質的に株価をコントロールすることはできない。中国の政策は信用取引などの拡大に対して、ブレーキを踏むのが遅れた印象はある。そうだとすると、バブル崩壊の痛みを回避するにはそもそもバブルを起こさないことが最善である。どこかに油断があったと考えられる。

### 株価挺入れ策は一時的か

目先、中国株の下落は止まってきたように思えるが、本質的には株価をコントロールできないだろう。日本では、かつて 80 年代バブルが崩壊して、不良債権処理が大きな政策課題になったとき、もう一度バブルを起こして損失を新しいバブルの時価増加で消してしまえばよいというオピニオンが登場した。市場を管理できるという当時の論調は、設計主義的経済観として、経済保守の立場から批判された。同時に良識派の間でも反対が多かった。理由は、株価はコントロールできないという理念が、多くの金融関係者に共有されているからだ。たとえ人為的にバブルを起こせても、泡が膨らめば膨らむほど、泡が潰れたときの反動減は大きくなる。論理矛盾の罠にはまらない。仮に、株価対策を成功させようとするれば、株価が一度十分に下がり切った後で、実勢よりも株価は下がり過ぎているという見方が台頭していることが前提になる。そうした局面で、初めて自律的な株価上昇の機運が生まれる。

中国株が急上昇した背景には、信用取引による個人の活発な取引拡大があった。信用取引残高は、株価上昇とともに膨張して一時は、取引高の 8 割は信用取引によって占められるまでになった。信用残高は、2.27 兆円 (45.4 兆円、6 月 19 日) にも達していた。世界取引所連盟 (WFE) によると、上海総合指数の時価総額は、5.9 兆ドル (2015 年 5 月末) と、東京市場の 4.9 兆ドル (同) を上回っている。それに対して、日本の信用取引残高は 4.1 兆円 (2015 年 5 月平均) と中国の 1/10 の規模でしかなかった。信用取引によって上昇した株価は、それが一転して下落した時には損切りを余儀なくされたり、追証を求められる。そして、売りが売りを呼ぶという逆回転を引き起こす。このメカニズムが、中国株が株価対策を打ったとしても、株価下落に歯止めがかかりそうにならない根拠になる。

結局、バブル崩壊に苦しまないためには、事前にバブルを生じさせないようにするしかない。しかし、泡が膨らむときには投資家心理が過度に強くなって、その強気の加減を操作することすら甚だしく困難になる。だから、保守主義的立場から言えば、株式市場に対する人為的介入は極力避けた方がよいという結論になる。

### (参考) 中国の信用取引

中国における信用取引の歴史は新しく 2010 年 3 月から開始された。問題視されているのは、外部信用取引 (場外配資) である。2007 年の中国株の上昇のときには存在しなかった仕組みである。この仕組みは、証券会社以外の融資会社が参加してつくられている。個人投資家は、最低 50 万円 (約 1,000 万円) の預かり金がなくても個人が信用取引に参加できる (通常信用取引は最低 50 万円に制限されている)。中国の信用取引が拡大していく中で、この外部信用取引の利用が大多数になったことが、ひとつの投機的な背景とも言える。

## 典型的なバブル崩壊

中国の株価下落は、典型的なバブル崩壊のパターンである。2015年6月12日をピークにして、4週間で▲25%下がった（一時▲32%、図表1）。

少し前からの上海総合指数の動きを振り返ると、約1年前の2014年7月上旬までは、2,000ポイント台の前半で推移していた。それが2014年8・9月と少しずつ上昇してきた。そして、11月21日に中国人民銀行が利下げを実施して、政策金利を6.00%から5.60%へと引き下げた。この辺りが現在に至るバブル的な株価変動に変わって行く転換点だった

ように思われる。2015年2月4日には準備預金比率を引き下げ、2月28日には政策金利を5.35%へと引き下げた。5月10日は5.10%へとさらに利下げを追加した。そして、株価が6月上旬にピークアウトしてから、6月27日に利下げをして4.85%に政策金利となっている。

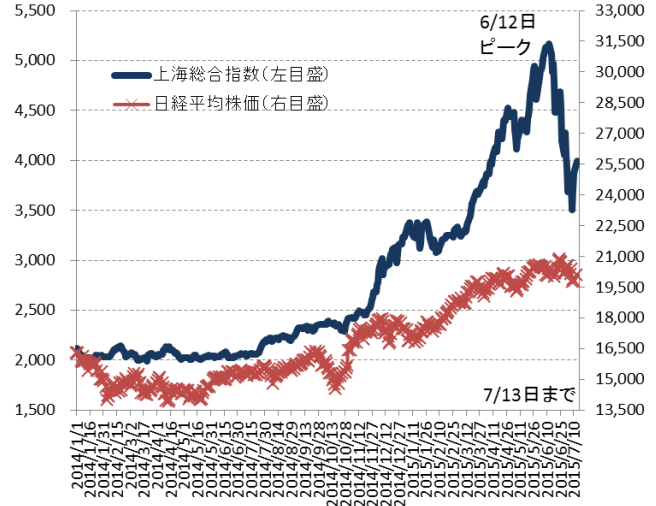
中国の株価は、実体経済がじりじりと悪化する中で上昇してきたというアンバランスさがある。そこには、景気挺入れのための金融緩和を行って、流動性拡張が実体経済ではなく、株式投資の拡大の方に回ってしまったという悩ましい側面があった。中国の対応には、人為的にバブルを起こしたとは指弾できない部分もある。また、実際、4月頃から規制強化の動きはあって、5月28日に信用取引の条件を厳格化しようとしたときには、一時的に大きな株価下落に見舞われている。達観すると、政府の投機抑制の取り組みは、時すでに遅しで、タイミングを逸していたのである。6月からの株価対策は、株価下落を止めるべく、規制緩和へと逆に舵を切らなくてはいけなくなっている。

政策当局には、バブルが起こったとしても、途中で管理すれば金融市場の動きを制御できると考えがちになるが、それは技術的な問題ではなく、そもそもバブルを制御しようとしても健全と不健全の境目を見つけることが不可能なのである。「規制強化がタイミングを逸した」のではなく、過剰流動性を放置して投機熱を助長させたところに問題があった。バブルを崩壊させないためには、過剰なバブル的株価上昇を起こさないことが最善策である。株価を人為的にコントロールすることの限界を共通認識とすることが肝要である。日本も対岸の火事ではない。

## どのくらい過剰なのか

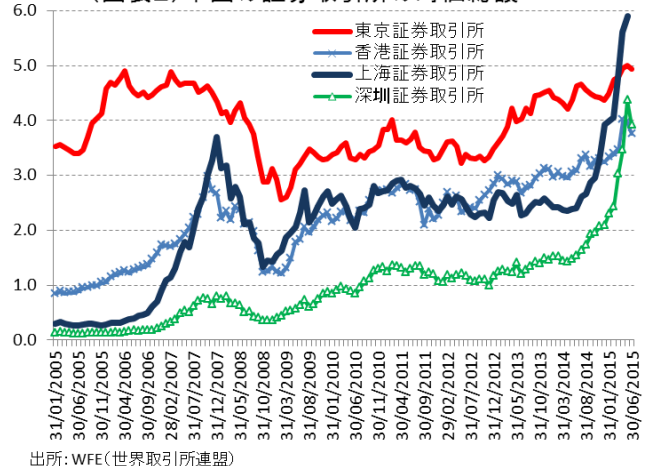
中国経済は成長率が鈍化したといっても、7%成長を維持している。株価上昇のトレンドは、そうした実体面での成長に支えられている部分はある。これまでは、期待成長率の高さと、相対的な金融緩和環境によって、上昇局面が演出されてきた。前述のように、上海証券取引所と深圳証券取引所の時価総額は、東京市場や香港市場の規模を超えて膨らんでいた（図表2）。

(図表1) 中国株と日本株の株価比較



出所: 日経QUICK

(図表2) 中国の証券取引所の時価総額

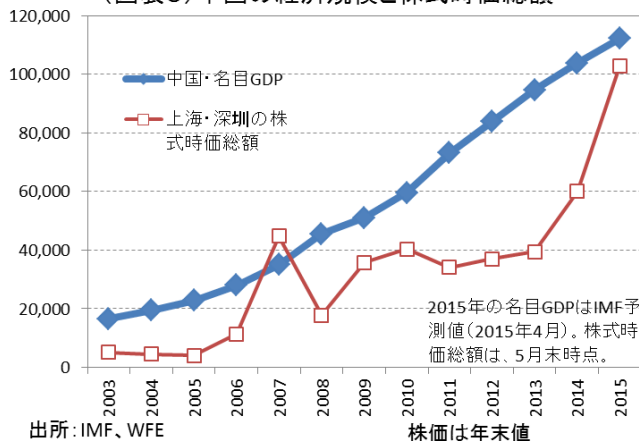


出所: WFE(世界取引所連盟)

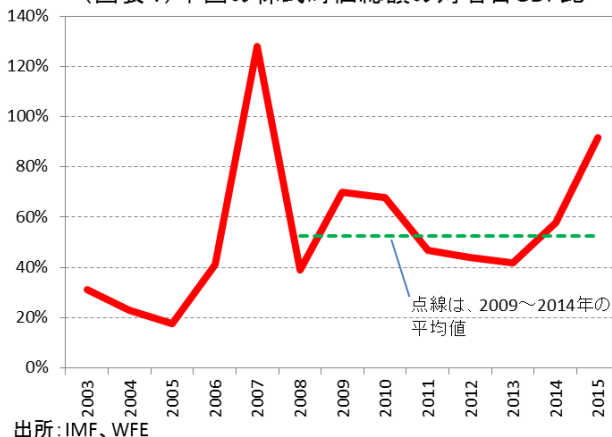
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

もともと、そうした成長期待によって合理的に説明できる部分はあろうが、時価の膨らみには合理的に説明しにくい部分があったことも確かであろう。そこで、上海・深州市場の時価総額の合計を、中国の名目 GDP で割って、株価の相対的な規模感を評価してみた（図表 3、4）。中国の株式市場の規模は、日本の東京市場を上回っており、そこでの株価下落の損失が巨大な影響力を持つことが暗示される。中国の株価上昇は 2008 年に一度、名目 GDP を上回る規模で進んで、その後、2011・12 年は 40% 台まで萎んでいる。現在（2015 年 5 月）は対名目 GDP 比が 91% なので、まだ過剰になっている部分大きいとみられる。今後の中国経済の拡大に伴って、株式時価総額はそれと整合的な水準に落ち着くだろうという見方ができる。

（図表3）中国の経済規模と株式時価総額



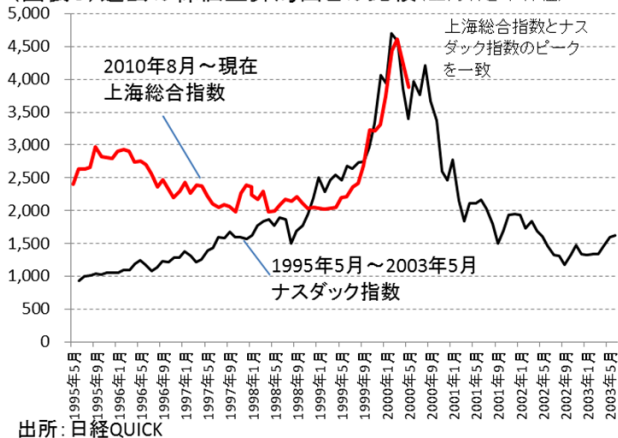
（図表4）中国の株式時価総額の対名目GDP比



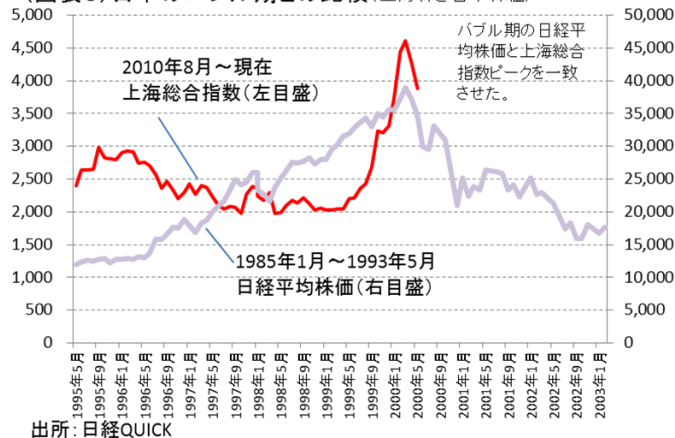
また、別の見方として、過去、同じような株価急上昇が起こった後の株価推移の事例を参照することもできる。上海総合指数は、2015 年 6 月まで前年比 2.5 倍の上昇になった。これほど上昇した事例としては、2000 年前後の米ナスダック指数を参考にすることができる（図表 5）。なお、日経平均株価の履歴では、80 年代末期のバブル局面でも現在の上海総合指数ほどの上昇率ではなかった（図表 6）。

上海総合指数とナスダック指数を比べると、奇しくもナスダック指数のピーク（2000 年 3 月 10 日）は、5,048.62（終値）と上海総合指数の今回のピーク 5,166.35（6 月 12 日）とがほぼ同程度の数値になっている。その後、2001・02 年のナスダック指数は、1,500～2,000 で低迷を続けることになった。

（図表5）過去の株価上昇局面との比較（上海株と米株価）



（図表6）日本のバブル期との比較（上海株と日本株価）



## 日本への影響

最後に、中国株の暴落は、日本経済にとってどのようなインパクトを与えるのだろうか。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

筆者は、次の3つに注意すべきだと考える。第一は、日本を訪れる中国人観光客の消費の勢いを鈍化させる可能性である。その反応は必ずしも速やかに表れる訳ではないだろうが、タイムラグを置いてやってくると考えられる。

第二に、中国に進出している現地法人の中国での売上高を鈍化させる可能性である。2015年1～3月における日本の現地企業の売上高は、その約65%が中国国内の売上高によって占められている(図表7)。グローバル化した日本企業が、中国の内需不振によって受けるダメージには警戒しておく必要があるだろう。

(図表7) 日本企業の現地法人売上の地域別内訳

	総売上			うち自国内売上			B/A
	2012年度	2013年度	2014年(A)	2012年度	2013年度	2014年(B)	
全地域	10,344	10,443	10,789	7,296	7,375	7,643	70.8%
北米	2,987	2,981	3,192	2,682	2,694	2,892	90.6%
アジア	5,216	5,307	5,361	3,218	3,302	3,305	61.6%
ASEAN4	2,173	2,042	1,979	1,362	1,264	1,162	58.7%
NIEs3	587	580	591	326	328	336	56.8%
中国(香港含)	2,053	2,264	2,327	1,269	1,444	1,510	64.9%
その他アジア	402	422	464	262	266	297	64.0%
欧州	1,367	1,399	1,460	742	743	793	54.3%
その他	774	756	775	655	636	653	84.3%
中国の割合	19.8%	21.7%	21.6%	17.4%	19.6%	19.8%	

出所：経済産業省「海外現地法人四半期調査」

第三に、中国の株価下落によって、日本の株価が押し下げられる影響である。これは、ギリシャ問題による悪影響とシンクロしているために、打撃がより大きくなった面はある。今後、ギリシャ問題が一段落しても、米利上げによる新興国通貨などの変動が、同様に中国経済の不安とシンクロするリスクもあろう。中国では、2014年秋からの株価上昇によって、それまでの不動産価格や理財商品の不安が語られにくくなったという経緯がある。今後、中国経済を巡る話題が再び、金融・実物資産の不良債権化に移っていくとすれば、その影響は日本のマーケットにも好ましくない。日本と中国の経済関係は、極めて密接であり、双方がそれぞれ悪くなることを願うよりも、双方が改善することによって相乗効果を喜ぶ方がよい。株価下落の影響度を通じて、改めて互恵的関係の重要性を認識することが大切である。