

中国発連鎖株安、終わりの始まりか

発表日：2015年8月24日（月）

～中国経済の悪化が遅れて影響してきた理由～

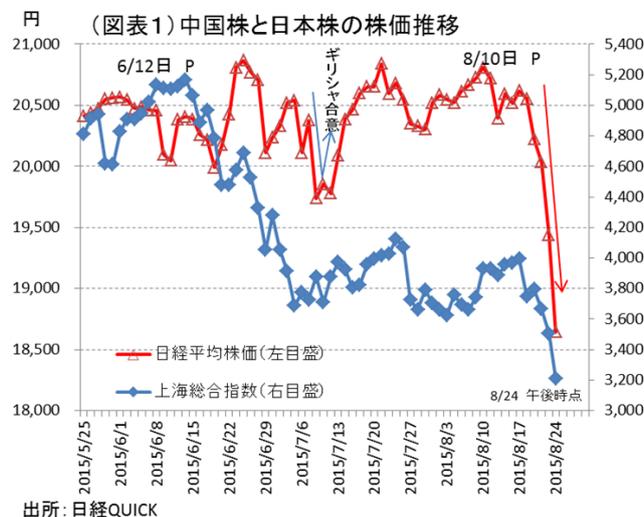
第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

8月18日頃から各国株価が連鎖的に急落している。震源地は中国経済である。背後には米利上げを巡る予想の変化もある。原因になっている中国経済の悪化は、冷静に考えるとずっと以前に始まっていた。この点は、最近まで、上海株価が下落するなどしても中国政府が悪影響をうまく管理できるだろうという思惑があった。それが人民元の切り下げや天津爆発事故により微妙に揺らいだと理解できる。信認が一転して弱気を生んだことが連鎖安を促した。

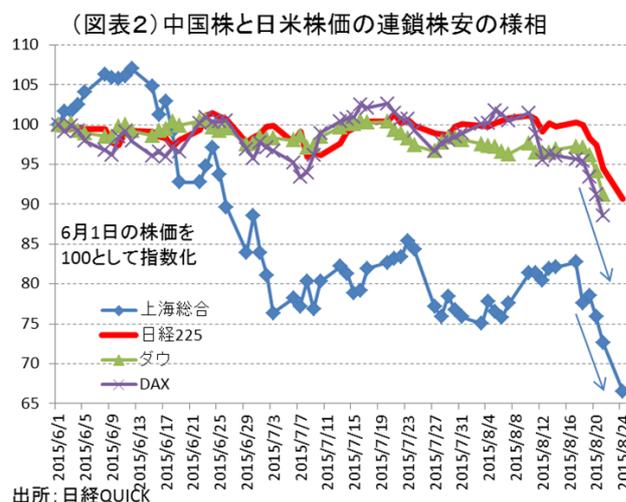
中国発の世界同時株安

日経平均株価は、8月18日以降、大幅に調整している（図表1）。その下落は、7月上旬に、ギリシャ問題で日本株が2万円割れをしたときほど、短期間で株価が急回復することはないと思わせる。NYダウは4営業日で1,084ドルも下落した。下落率は▲6.2%である。同期間でナスダック指数は▲7.5%の下落であった。欧州株も米株価に連鎖するかたちで急落している（図表2）。株価下落については、米利上げの前提となる景気情勢への不安が原因とされるが、震源地は中国経済の悪化である。日経平均株価の直近ピークは8月10日であり、ダウも同じく8月10日。DAXとFT100のピークは8月5日である。日米の株価ピークの直後には、8月11～13日の人民元の切り下げと、8月12日の天津市での爆発事故があった。これらのイベントは、改めて中国経済の悪化を印象付ける結果になった。

（図表1）中国株と日本株の株価推移



（図表2）中国株と日米株価の連鎖株安の様相



この連鎖株安は中国が震源地ではあるが、頭を冷やしてよく考えると、今になって、どうして急に中国経済の悪化が市場心理を冷やしたのかは理解しにくい。中国経済の悪化はミクロ視点で2014年初年から指摘されていたことである。理財商品やシャドーバンキングという言葉が頻りに目にした時期は、かなり以前に思える。経済雑誌の特集記事などでも2014年秋頃は中国経済の構造問題に焦点を当てる内容がいくつかあった。それがなぜか2014年末頃から「新常态（ニューノーマル）」という言葉が流布されて、景気減速は人為的にコントロールされているというレトリックが、多くの人の不安を納得させた。つまり、2015年前半は、中国経済という悪材料に対して、

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。

「あれは新常态だから大丈夫だ」という知識人たちの説明が一定の効果を持っていた。

もうひとつ、中国経済が悪いと思わせなかった一因は上海株が高かったことであろう。上海株は、2014年11月の利下げもあって、株価が一時は前年比2.5倍にまで上昇した。そして、6月12日に上海株がピークアウトした後も、中国政府の管理能力が行き届いているから、株価暴落に歯止めがかかるという見方が根強かった。これも新常态と同じ効用を人々の見方に与えた。

それらのつかい棒が、この夏になって突然外れたから一気に混乱が生じたのだと理解できる。この心理の変化について、筆者は、従来、中国政府の経済や市場に対する管理能力が一定の信頼を得ていたもので、目先の实体经济が悪化しても先々コントロールが可能だろうという楽観があったと読み解く。

その信頼を壊したのは、変調のタイミングから考えて、8月上旬の人民元切り下げと爆発事故という2つのショックだったと考えられる。この2つの要因は、逆にその管理能力の限界を想起させたと思われる。そこから、つかい棒が外れたように一気に中国悲観論が台頭した。中国経済を震源地とする株価の連鎖安は、事実として中国経済が悪かったことよりも、ここにきて国家の管理能力への信認が崩れたことが、中国悲観論を助長して日米欧の株式市場を揺るがしていると考えられる。

日米欧にもあった歯止め効果

連鎖株安はすべての原因が、中国経済という訳ではない。日米欧の金融市場では、ほかにも金融政策が醸成する安心感が一定の歯止めになっていた。日銀は2014年10月に追加緩和を行って、円安促進を通じて、企業収益拡大、賃上げを後方から支援した。ECBは同じく2014年秋から量的緩和に踏み出す期待感を高めて、2015年3月に国債購入を開始した。FRBだけは日欧中銀とは反対に利上げを模索してはきたが、利上げペースはゆっくりと進めるとアナウンスして、金融緩和の巻き戻しを極力抑える配慮をみせていた。いずれも、2014年末からの各国中銀の姿勢は、ハト派的であったと言える。ところが、FRBについては、米利上げが秒読み段階になった8月に、米経済の耐久性を損なわせるような中国経済の悪化を象徴させる事件が起こって、そこでハト派的金融政策にも不安が高まったと考えられる。

少し解説が必要なのは、人民元の切り下げであろう。その決定は、中国の意図としてはSDRの構成通貨入りを意識したものであったが、多くの人にイメージさせたのは景気支援のための通貨切り下げだった。中国は景気悪化が進むほどに追加的切り下げを行うのではないかという思惑である。興味深いのは、中国が人民元の基準値切り下げを発表した時に、人民元買いの介入を行ったことである。これは、市場実勢に任せれば、人民元安がもっと進むことを暗示している。筆者は秋以降、中国経済の悪化に歯止めがかからなければ、さらに人民元の基準値を切り下げる措置があり得るとみている。

そうした対応は、他通貨に対するドル高を促して、米経済には引き締め効果を及ぼすと同時に、中国以外の新興国通貨の下落加速を意識させる。結果的に、米利上げが長い間に亘って意識されたことは、新興国通貨の下落を誘発させた。米利上げが開始された後に起こると予想された新興国通貨の下落は、手前の時期に随分と進んでしまった。潜在的な変化としては、たとえFRBが利上げを慎重に進めるとアナウンスしても、通貨面での歪みの是正は穏当には進まなかったことになる。また、株価上昇の支援材料になったはずの日欧の金融緩和も、その影響力を持続できなかった。

株価上昇への反転の材料

さて、今後の金融市場の安定化はどうか見込めるのだろうか。まずは、米利上げの時期が延期されることが、ひとつの安心材料になるだろう。目先、9月16・17日にFOMCが開催される。米株価下落に配慮して、イエレ

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。

ン議長が慎重な政策運営に転じるのか、もしくは株価下落はいずれにしろ避けがたい摩擦として、そのまま利上げを開始するのかが注目される。

米利上げの考え方を整理しておくと、利上げと実体経済と株価の関係には3通りのシナリオが想定される(図表3)。第一は、米経済が頑健であり、利上げをこなしていき、株価が順調に上昇するシナリオである。第二は、米経済に不安があって、利上げを延期するシナリオである。第三は、米経済に不安があっても、利上げを強行して株価が下落するシナリオである。

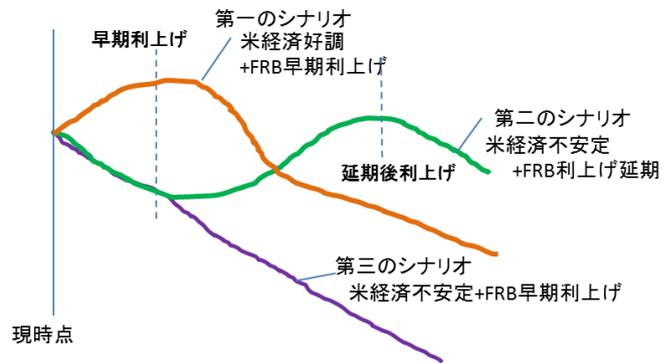
現在は、第一のシナリオから、第二、第三のシナリオへの移行が起こっている(第一のシナリオは崩れた)。

第二のシナリオは、経済が十分に強くないという点で、株価下落の反応になるが、第三のシナリオのように無理に利上げを強行して株価下落が大きく進む場合よりはましである。筆者は、これからFRBはよりハト派的になって、第三よりは第二のシナリオを選択すると予想する。

なお、米経済が好調で早期利上げを選択した方が目先の株価には有利に思えるかもしれないが、筆者はその場合には米利上げが後から効いてきて先々では株価下落を進めるとみる。だから、第二のシナリオは、第一のシナリオよりも優れていると考えられる。

一方、FRBが第二のシナリオを選択するかどうかは不透明さが残る。FOMCのメンバーたちの大勢が、いずれは避けて通れない株価下落の反応に一喜一憂すべきではないという見方に傾くと、第三のシナリオを選択する可能性があるからだ。実体経済は十分に頑健だと勘違いして、第一のシナリオのつもりで第三のシナリオを選択する可能性もある。このとき、ハト派の姿勢に期待感を抱いていた投資家はショックを受ける。第三のシナリオをFRBが選択する不安がくすぶっている。

(図表3)米利上げのタイミングと想定される株価の推移



日銀の姿勢とアベノミクス

日本における株価下落の先行きをどうみるか。筆者は、安倍政権が株価上昇による景気支援を望み、それが日銀の追加緩和期待へとつながると予想する。2016年7月には参議院選挙がある。そして、2017年4月には再度の消費税増税が控えている。日銀は2016年の選挙までに景気が悪化して、消費税増税を中止すべきだという議論が盛り上がらないように景気を支える努力をするとみている。つまり、景気悪化を未然に防ぐために、追加緩和で迎え撃つ可能性である。現在のアベノミクスは、官民対話で民間設備投資を増やそうという構えではあろうが、起爆力のある政策ツールではない。選択肢として補正予算を組んで、需要刺激に動く可能性はあるだろう。ただし、自然増収の上振れ幅は小さく、補正予算の規模は小さくならざるを得ない。追加緩和に比べるとアピール力は落ちる。

一方、日銀の追加緩和の効果についても、2014年10月の再現には及ばないという不安がある。9月もしくは12月に米利上げが早い段階で始まって、米経済がそれを消化する展開になったとき、日銀の追加緩和は相対的に影響力が小さくなる。政府と日銀が、何をすれば市場心理の大きな影響があるかに頭を悩ませる展開になるだろう。

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。