

## 中国株暴落の影響をあらためて考える

～スパイラルを抜ける道の取捨選択は厳しいものに～

発表日：2015年7月8日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

### (要旨)

- 昨年末以降の人民銀による度重なる金融緩和などを背景に急上昇を続けた中国株だが、先月半ばを境に急激な調整を迎えている。当局は株価維持になり振り構わぬ姿勢をみせているが、依然として効果は挙がっておらず、事態收拾に手間取れば実体経済のさらなる下押し圧力となる可能性も懸念される。中国株式市場を巡るリスクは世界経済にとっても下振れ圧力となることにも留意しておくことが必要である。
- 足下では実体経済の底入れを示唆する経済指標もみられるが、相場調整の長期化は実体経済の腰折れを招く可能性がある。過去の景気対策を通じて国内に様々な過剰を抱えるなか、この調整には内需拡大か外需獲得が不可欠だが、内需は依然力強さを欠くなか、人民元高もボトルネックになっている。以前ならば人民元安誘導なども採れようが、その実施は「新常态」の失敗を意味することを勘案すればその選択肢も難しい。世界経済にとって無視し得ない存在だけに、あらゆる事態を想定した柔軟さが必要になろう。

### 《景気減速の道のりを抜け出すための取捨選択は極めて難しく、世界経済の下振れリスクを意識する必要性も》

- 昨年末以降の人民銀（中銀）による度重なる金融緩和などに伴い、金融市場では過剰流動性が意識される状況が続いた結果、先月半ばには7年ぶりの水準を回復するなど急上昇を続けてきた中国株だが、その後は一転して調整圧力を強めている。こうした事態を受けて、人民銀は先月末に緊急で政策金利と預金準備率の引き下げを行う一段の金融緩和に踏み切るなど、金融市場からの「催促」に応じる対応をみせた（詳細は6月29日付レポート「[攻める市場と、攻められる中国](#)」をご参照ください）。さらに、商業銀行に対する預貸率規制の緩和を通じて市場への資金供給を促す姿勢をみせたものの、その後も調整圧力が弱まらない事態を受け、株式手数料の大幅引き下げによる取引活性化策のほか、証券会社による信用取引に対する規制緩和（担保比率に関する要件緩和）、IPO（新規株式上市）の一時停止措置による需給悪化の解消を図るなど、直接的に株式市場の調整を図る姿勢に転換。また、大手証券会社などが協調して1200億元以上の投資信託の購入を発表したほか、今週に入って以降も上海市場や深圳市場で多くの企業が取引停止措置を受けており、人民銀行も株式市場の安定化に向けて十分な流動性を供給する姿勢をみせるなど、官民を総動員する形で株価下落の喰い止めに躍起になっている。ただし、こうした取り組みにも拘らず1営業日中の株価の動向は大きく上下に振れる展開は収まっておらず、中国株式市場を巡る不透明感は、いわゆる「ギリシャ問題」が国際金融市場の不安定要素となるなかで、その不透明感を増幅させることに繋がっている。ここまでの急激な調整に見舞われた背景には、同国金融市場及び株式市場の抱える構造が大きく影響していると考えられる。というのも、同国は年金などの社会保障システムが依然未整備である上、保険会社なども資金運用手段が制限されるなど国内の機関投資家が十分に育っておらず、日々の取引の太宗を個人投資家が占める特徴を有する。さらに、昨年

図1 株式相場(上海総合指数)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

後半以降の金融緩和で市場では「カネ余り」が意識されるなかで市中金利は低水準に留まり、政府は不動産市況の調整緩和に主眼を置く一方で株式市場の上昇を容認する姿勢をみせたことから、個人投資家は利殖の観点から株式投資を活発化させた。特に、上昇局面においては証券会社が証拠金取引を拡大させたほか、個人投資家は信託会社などによるいわゆる「影の銀行」を通じた融資を元手に株式投資を拡大させており、レバレッジ（てこ）をかけることでより高いキャピタルゲインを得る姿勢を強めた。しかし、こうした取引は「下げ相場」に転じたことで追加証拠金（追証）の抛出のための現金化により売り圧力を高めることとなり、さらなる売りを招く悪循環に陥っていると考えられる。当局はこうした事態を受けて様々な対応をみせているが、すべてが「場当たりの」対応に終始しており、足下では市場が追加的な対応を求めてさらに暴れる悪循環に陥っている可能性も考えられる。また、一部の信託会社などでは資産の多くが株式取引につき込まれているとの見方もあり、様々な分野で資金繰りの悪化から倒産に追い込まれる事態も予想される。さらに、政府は株価上昇による「資産効果」が個人消費を押し上げることで経済成長のけん引役を投資から消費にシフトさせることを企図したと考えられるなか、依然として足下の水準は前年同時期に比べて2倍近い水準だが、足下の調整が消費動向に与える悪影響は小さくないと考えられる。結果、株価調整をきっかけに实体经济に下押し圧力が掛かることにより同国経済の減速感が一段と意識され、世界経済の下振れリスクを引き起こすことも懸念されよう。

- 他方、实体经济面では昨年末以降の金融緩和に加え、インフラを中心とする公共投資を促進する姿勢を打ち出していることから、足下ではようやく底打ちを示す経済指標もみられるなど、最悪期は脱しつつある模様である。しかし、金融市場の動揺は上述のように实体经济にも少なからず悪影響を与えることが避けられないなか、当局は景気刺激に向けたさらなる対応を迫られる可能性が出てくると予想される。先月末には金融市場からの催促に応じる形で追加利下げに踏み切ったものの、足下の金利は世界金融危機直後の水準を下回る事態となるなか、来週には4-6月期のGDP統計をはじめとする最新の経済指標の発表が予定されており、今後は依然として高水準にある預金準備率の引き下げなどに動かされる可能性も出てこよう。現政権は前政権が世界金融危機の発生直後に実施した大規模景気刺激策が急激な景気回復を促す一方、同国経済に様々な歪みをもたらす一因になったことを警戒し、過度な景気刺激策を打ち出すことを否定しており、新たな経済成長段階を称して「新常态」とするスローガンを打ち出している。こうしたことから、政府が打ち出す景気刺激策もインフラを中心とする内向き姿勢の強いものが中心となることが予想されるものの、過去における投資偏重型の経済成長の結果、経済規模に対する資本ストックが大きく積み上がっているなかで、インフラ投資による生産性向上が経済成長を促すことが出来るかは極めて不透明である。その一方、同国内には設備や在庫など様々な過剰状態を抱えるなか、この円滑な調整や活用を進めるためには内需拡大か外需奪取しか手はないものの、上述のように金融市場に不安を抱えるなかで内需拡大が進むとは考えにくい。他方、ここ数年は同国国内における人件費の急上昇に加え、足下の人民元相場はデフインフレ基調も重なったことで高止まりしており、同国の国際競争力は大きく低下している。先月末に加盟国による設立署名の調印が行われたA I I B（アジアインフラ投資銀行）は、同国が掲げるスローガンである「一带一路」に沿ったインフラ投資を通じて同国経済が抱える過剰状態を海外に吐き出すひとつのツールになると見込まれるが、その規模及び案件実施

図2 人民元の実質実効為替レートの推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

ないものの、上述のように金融市場に不安を抱えるなかで内需拡大が進むとは考えにくい。他方、ここ数年は同国国内における人件費の急上昇に加え、足下の人民元相場はデフインフレ基調も重なったことで高止まりしており、同国の国際競争力は大きく低下している。先月末に加盟国による設立署名の調印が行われたA I I B（アジアインフラ投資銀行）は、同国が掲げるスローガンである「一带一路」に沿ったインフラ投資を通じて同国経済が抱える過剰状態を海外に吐き出すひとつのツールになると見込まれるが、その規模及び案件実施

のスピードが同国の求めるものに合致できるかは未だ不明である。そうなれば、これまでのように人民元安誘導を通じて価格競争力を高めることで輸出を促し、国内の過剰状態の円滑な解消を図ることが考えられようが、これは上述の「新常态」の取り組みを否定することに繋がる。さらに、現政権は先月行われた米中戦略・経済対話において、金利の自由化や資本市場の開放など金融改革を促進することで経済改革を進める方針で合意したことを勘案すれば、人民元安誘導はこの合意を反故にすることを意味するなど、同国が重視する「面子」が世界的に大きく損なわれることにも繋がる。過去において中国政府は「大国」としての顔と「途上国」としての顔を平然と使い分けることによって難局を乗り切る動きをみせてきたが、ここ数年の同国は「大国」としての顔を重視することでその選択肢を採りにくくしている可能性がある。すでに同国経済の規模は世界第2位かつ、わが国の2倍を上回る水準に達するなど極めて大きくなるなど世界経済にとって無視出来ない存在となっている上、わが国にとっても輸出の2割強を占める重要な存在であり、その動揺は無関係ではいられない。その観点では、同国経済がソフトランディングを実現すべく着実な構造転換に移行できることが望ましいと考えられる反面、足下の状況は明らかにその道のりの難しさを示す状況となっていることから、様々な事態に対応する柔軟な姿勢が求められていると言えよう。

以 上