

「自由」になれない中国金融市場

～当局の意向に一喜一憂する相場、国際市場のかく乱要因になるリスク～

発表日：2016年1月5日(火)

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)

- 今年の国際金融市場は「申年」の格言宜しく波乱の幕開けとなった。その一因には中国市場の暴落が影響したとみられる。製造業を中心とする景況感悪化に伴い、中国経済の一段の減速が嫌気されたことが影響した。しかし、非製造業の景況感は依然堅調を維持していることを勘案すれば、このところの景気のけん引役のバトンタッチを含め、实体经济については緩やかな拡大を続けていると判断することは出来よう。
- 金融市場については不透明感が大きい。昨年株バブル崩壊後、当局はなり振り構わぬ株価対策を実施した結果、株式市場は落ち着きを取り戻していた。しかし、今月以降は株価対策の終了による影響が懸念されるなか、当局が人民元安を志向するとの見方から外国人投資家を中心に資金逃避の動きを強め、市場の狼狽売りに繋がった。再び規制強化に動くなど金融自由化に逆行する動きも警戒される。したがって、中国金融市場は当局の意向に振り回される上、国際金融市場のかく乱要因となるリスクも懸念される。

《当局の意向や考えに一喜一憂する市場動向は続くともみられ、国際金融市場のかく乱要因となるリスクはくすぶる》

- 申年である2016年の国際金融市場は「波乱の幕開け」となった。申年は相場の格言で「騒ぐ年」と称されることがあるため、早々に市場は荒れ模様になったと考えられる一方、その要因となった事象を冷静にみる必要がある。今回の騒ぎの発端となった事柄としては、サウジアラビアによるイランとの国交断絶をはじめとする中東での地政学リスクの高まりが嫌気されたことに加え、中国株式市場における混乱の2つが挙げられる。なお、中国株式市場を巡っては昨年夏場に大きな混乱に見舞われ、国際金融市場でも「チャイナショック」などと称される事態を招いたことは記憶に新しい。他方、中国株式市場では昨年の混乱を踏まえて今年からサーキットブレーカーが導入されることとなり、4日はその導入後初となる取引日であったが、その初日から発動される事態に陥った。なお、一連の混乱に先立つ形で1日に国家統計局が発表した12月の製造業PMI（購買担当者景況感）は、5ヶ月連続で好不況の分かれ目となる50を下回る49.7となるなど、依然として製造業は低迷を脱し切れていないことが示された。ただし、内容を詳細にみれば好悪が混在する内容であるとともに、昨年半ば以降に政府が発表した景気刺激策の効果がうかがえるなど、堅調な内需が国有企業をはじめとする大企業に恩恵を与えている様子は確認された。しかしながら、4日に発表された財新製造業PMIは48.2と10ヶ月連続で好不況の分かれ目となる50を下回った上、

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

図2 製造業PMIの推移

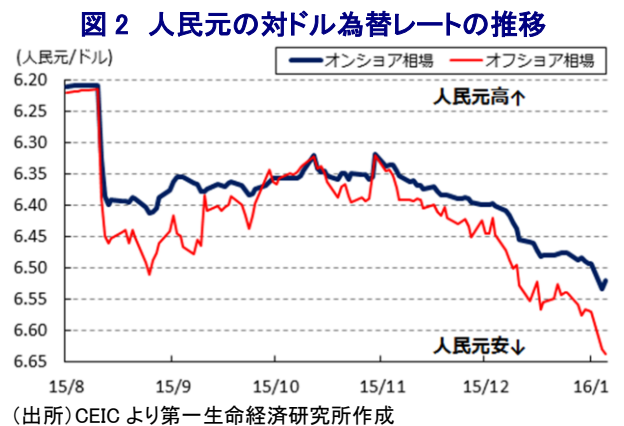


(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

事前予想に反する形で悪化したこと、足下の生産のみならず受注動向も内外需ともに悪化したことで、先行きも生産調整圧力が強まるとの見方に繋がったと考えられる。特に、双方の製造業PMIにおいて懸念されるのが、中国政府が経済政策の中心に据えている雇用について調整圧力が強まっているとの動きが示されたことであり、翻ってこれは政府が目指す内需拡大、とりわけ個人消費の安定的な成長のハードルが高まっていることを意味する。さらに、重厚長大産業などを中心に依然として生産設備や在庫などの過剰状態を抱えるなか、内需の勢いが弱まれば一段の生産調整圧力に繋がるとの警戒感を生んだ可能性がある。とはいえ、こうした見方は中国経済を把握するために十分な情報を得ることが出来ない「不確実さ」がリスクを過大に見積もらせている可能性がある点には注意が必要である。事実、1日に国家統計局が発表した非製造業PMIは50を大きく上回っているうえに改善基調が強まるなど、足下における景気のけん引役がサービス業に移行していることを物語っている。その意味において、中国の実体経済は減速基調こそ続いているものの、依然としてサービス業が下支えする形で緩やかな景気拡大を続けることは可能と判断出来よう。

- その一方で、中国の金融市場については実体経済以上に法制度などに絡む不透明さがあると言える。というのも、中国国内では依然自由に海外への投資及び送金を行うことが出来ないなか、家計部門を中心とする同国内の余剰資金は利殖手段を求めて様々な市場に流入している。こうした動きは、数年前の不動産市場や関連する金融商品などでバブル的な状況を生んだほか、昨年株式市場におけるバブル発生とその崩壊という動きにも現われている。なお、昨年の株式バブル崩壊後は政府による文字通りの「なり振り構わぬ」株価対策の効果などもあり、株価は持ち直す動きをみせてきた。株価対策などの影響により、金融市場などにおいては上海総合指数ベースで政府が想定しているであろう「底値」が認識されるなど、事実上の「官賭博場」となったこともその後の株価安定を促す一因になったと考えられる。ただし、最も株価下支えに効果を発揮したと考えられるのが、政府が上場企業の大株主及び幹部に対して向こう6ヶ月間に亘って株式の売却を実質凍結させる措置に動いたことがあり、これによって事実上大量の株式が「塩漬け」状態にされたことが影響している。なお、

今月に入って以降この措置が解除されるため、株式市場においては市場に流通する株式量が拡大するとの見方が出ており、4日の株式暴落及びサーキットブレーカーの発動は大株主に先んじる形で多くの株主が売却の動きを強めた可能性が考えられている。さらに、同国では昨年8月に人民元相場を巡る制度変更が行われ、実質的な人民元の切り下げに繋がったが、その後も外国人投資家を中心に人民元売りの動きを加速させるなど、資金流出圧力が強まっているとの見方がくすぶっている。このことは、中国国内のプラ



イマリーディーラーのみが参加可能である閉鎖的なオンショア市場と外国人投資家にも開放されているオフショア市場との間で人民元相場が乖離する事実上の「二重為替」となっていることでも一目瞭然である。4日の為替相場においては、当局が取引直前に発表する基準値が前日の終値よりも人民元安に振れたことから、市場では当局が「人民元安誘導」を図るとの見方が強まったほか、外国人投資家を中心に一段と資金逃避の動きを強めるとの連想に繋がったことで両者の乖離が一段と広がり、株式市場における狼狽売りに繋がったと考えられる。翌5日の為替相場では、当局はオンショア市場の基準値を前日の終値から人民元高水準に設定したほか、金融市場に対する流動性供給オペに踏み切るなどの動きをみせたことで一時的に落ち着きを取り戻している。

しかしながら、今月中には上場企業の大株主による株式売却が可能になることから、潜在的には株式市場においては流通株の増加が懸念される状況にある。当局は早くも上場企業の大株主や幹部に対する株式売却規制に関する新規制を検討するなど、金融市場の「自由化」に真っ向から逆行する姿勢をみせており、金融市場の一部にはこうした動きを歓迎する向きはある。しかしながら、こうした対応は同国金融市場が未成熟であることを国内外に示すのみならず、当局がこれまで進めようとしてきた「自由化」に向けたプロセスを巻き戻す事態も予想させる。中国国内市場で取引をする外国人投資家のポジションは大きくない上、国内外での資金移動も制限されていることから、同国市場の混乱が国際金融市場に直接的に影響を与える可能性は必ずしも高くない。しかしながら、一昨年未以降は当局が取引の「自由化」に向けて外国人投資家に門戸を広げる取り組みを示してきたことを勘案すれば、自由な取引が保証されない同国への投資は尻込みされやすく、資金流出圧力に拍車を掛ける可能性がある。さらに、中国国内では規制に伴い海外への資金移動は制限されているが、潜在的に富裕層を中心に海外への資金逃避意欲は強いことから、内外での取引自由化は資金逃避を一段と加速させ、同国市場における流動性の需給に多大な影響を与えることも懸念される。その意味においては、中国金融市場は当局の意向や考えなどに一喜一憂される展開が予想されるとともに、国際金融市場のかく乱要因になり得る点に注意が必要と言えよう。

以 上