

稚拙過ぎる中国当局の市場対応

～「見える手」を多用し過ぎたツケを払わされる可能性～

発表日：2016年1月7日(木)

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)

- 7日、中国株の代表指数のCSI300指数が7%超の下落によるサーキットブレーカー発動で終日取引停止された。今月から導入された同制度は、すでに4営業日中2営業日で発動される異常事態に直面している。足下の景況感指数が芳しくなく、景気の先行き不透明感を反映したものと考えることが出来る。
- 市場の混乱を招いた一因には、昨年夏場の株価暴落後に打ち出された株価対策の反動がある。大株主などへの株式売買凍結措置が間もなく終了するため、個人投資家を中心にそれに先んじて売り圧力を強めた可能性がある。政府は再び株価対策に動いたが、「見える手」への依存は市場環境を歪にすると見込まれる。
- 人民元相場の動向も市場の混乱に拍車を掛けたとみられる。外国人投資家を中心に人民元売り圧力を強めるなか、当局が人民元安誘導を意図するとの見方が広がったことで、資金需給のひっ迫懸念に繋がったとみられる。しばらくは当局の意向に左右される展開が続き、国際金融市場をかく乱する懸念も残ろう。

《市場の動揺に対して「見える手」を多用し過ぎた結果、今後は市場からの催促が一段と強まるリスクも懸念されよう》

- 7日、中国株の代表指数のひとつである「CSI300指数（上海A株及び深圳A株のうち時価総額や流動性の高い上位300銘柄で構成された指数）」が7%を上回る下落となり、サーキットブレーカーが発動して終日取引停止された。同国では、昨年半ば以降の株価の大幅な調整を契機に当局が株式市場の安定に向けた取り組みを進めており、その一環として今月からCSI300指数を対象に「5%下落した場合は15分間売買を停止し、7%下落した場合はそれ以後の同営業日中の売買を停止する」サーキットブレーカーが導入された。なお、同銘柄を巡っては、4日にもサーキットブレーカーが発動して取引停止となるなど、年明け以降の4営業日うち2営業日で取引停止に追い込まれる異常事態に直面している。年明け以降発表された製造業に関する指標（製造業PMI）が、政府版及び民間版ともに好不況の分かれ目となる50を下回ったことに加え、先行きに対する見通しも悪化しており、景気への悪影響が懸念されたことが一因に挙げられる。しかしながら、足下の中国の実体経済は生産設備や在庫など様々な過剰を抱える製造業では政府主導による構造改革の影響で調整圧力が掛かる一方、堅調な個人消費を背景にサービス業が景気を下支えするなど、景気のけん引役が交代する動きが確認されている。こうした動きに呼応するように、サービス業PMIは依然として50を上回る水準での推移が続いており、相対的にサービス業は底堅さを維持している。しかしながら、直近の民間版のサービス業PMIは50こそ維持しているものの、受注動向などに調整の動きが確認されるなど、金融市場においては先行きに対する不透明感が高まりつつあったことが影響したと考えられる。
- 昨年秋以降の株式相場を巡っては、当局によるなり振り構わぬ株価対策などの効果もあり、比較的落ち着いた推移をみせてきた。株価対策の影響により金融市場では相場の「底値」が半ば公然と確認される展開になった

図1 株式指数(CSI300)の推移

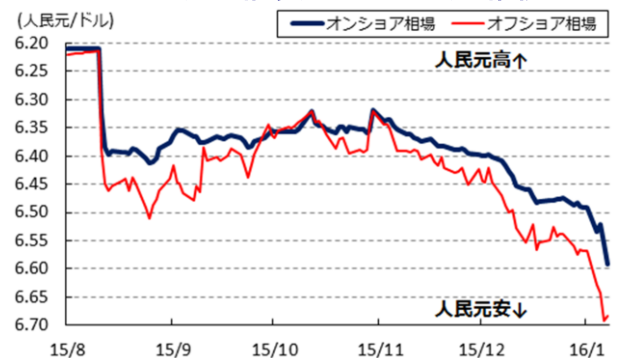


(出所) THOMSON REUTERS より第一生命経済研究所作成

ことで、株式市場が事実上の「官製賭博場」と化したことも株価安定を促す一因になったと考えられる。その中で最も効果を発揮したのが、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買を実質的に凍結させる措置に動いたことであり、これによって大量の株式が事実上「塩漬け」状態に置かれたことは、個人株主に安心して株式投資を行う環境を与えたと考えられる。一連の措置は今年8日にこの期間が満了することから、これによって市場における株式流通量が急激に拡大することが懸念されており、これを嫌気した個人投資家などが大量に売却する動きを強めた結果、4日のサーキットブレーカー発動に繋がったとみられる。こうしたことから、当局は翌5日にサーキットブレーカーに関する規定を微調整する考えを示したほか、上場企業の大株主や幹部に対する株式売却の凍結措置を継続する方針を示すなど、場当たりの対応をみせた。さらに、上場企業の株式資本の1%以上を3ヶ月ごとに売却することを禁じるほか、15営業日前までに当局への申請を求めるなどの売買規制強化策を発表している。一連の対応は当局がこれまで進めてきた金融市場の「自由化」に真っ向から逆行するものであり、市場からの「催促」に応じる形で当局は株価維持を図るために「見える手」を駆使するとの見方に繋がった可能性がある。当局が株式市場の安定化を図りたい意向は理解出来るものの、すでに世界第2位の経済規模を誇る国であるにも拘らず、市場への介入主義的な姿勢を隠さないことは同国金融市場が非常に未成熟であることを国内外にあらためて知らしめる結果を招いている。同国の本土株を巡っては、一昨年末に香港市場を通じて外国人投資家も本土株の売買が可能になる「直通列車」が開始されたものの、その不透明さなどを理由に日々の取引に占める外国人投資家のプレゼンスは高まっていない。今回の対応についても、相場環境が当局の意向や考えによって如何様にも変更されることが明らかになったことで、中長期的な観点からの安定的な投資資金の流入は期待しにくくなり、引き続き投機的な色彩の強い相場になることは避けられないであろう。

- 一連の相場の混乱を招いた要因として最も注目すべきは人民元相場の動向にある。人民元相場は当局が発表する「基準値」を元に日々の変動幅が管理される管理変動相場制が採用されているが、昨年8月に基準値の算定方法に関する変更が行われた結果、人民元相場は大幅に切り下げられる事態を招いた。なお、人民元相場を巡って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（CNY）と外国人投資家に開放されているオフショア市場（CNH）の2つの相場が並存する事実上の「二重為替」状態となっている。当局による大幅切り下げが行われた後は、人民元をIMF（国際通貨基金）によるSDR（特別引出権）の構成通貨にする同国政府の悲願を反映する形で比較的落ち着いた相場展開が続いてきた。しかし、ここ数ヶ月は外国人投資家を中心に人民元売り圧力を強める動きが出ており、このこ

図2 人民元相場(対ドルレート)の推移



(出所) THOMSON REUTERS より第一生命経済研究所作成

とは足下で2つの相場の乖離幅が拡大していることでも一目瞭然である。なお、4日の基準値は前日の終値に比べて安値で設定されたため、市場では「当局が人民元安誘導を図ろうとしている」との見方が広がり、外国人投資家を中心に人民元売り圧力を一段と強める動きとなり、それに伴って同国からの資金逃避の動きが強まるとの連想に繋がったことが株式市場における狼狽売りを誘う一因になったと考えられる。翌5日の基準値はわずかに人民元高水準に設定されたほか、当局は大量の資金供給オペを実施するなど資金需給のタイト化を懸念した対応をみせたことで一時的に落ち着きを取り戻した。しかし、上述のように市場からの催促に伴う動揺

に対して当局が場当たりの対応をみせたこと、7日には基準値を再び人民元安方向に設定したことで、市場に溜まっていた売り圧力の「マグマ」を刺激したと考えられる。その意味においては、人民元相場を現行の当局による恣意性が「ブラックボックス」として存在する管理変動相場制から、完全な変動相場制に移行させることが不可欠であるが、その行方については依然不透明である。中国金融市場における外国人投資家の取引は依然小さいため、その動揺が投資家の投資行動自体に与える影響は限定的である一方、同国の富裕層などは法的に海外への資金移動が制限されているものの、潜在的な資金逃避意欲は高いとみられ、金融市場における流動性の需給を通じて実体経済に副次的に悪影響を与える可能性はある。「見える手」を多用しなくても良い市場環境にするためにも、法制度の整備などを含め金融市場の自由化に取り組むことが求められるが、それまでは当局の意向に左右される市場環境が続き、国際金融市場のかく乱要因になるものと見込まれる。

以 上