

バブル調整期入りで乱高下の中国株 中長期的には再上昇の余地は残る

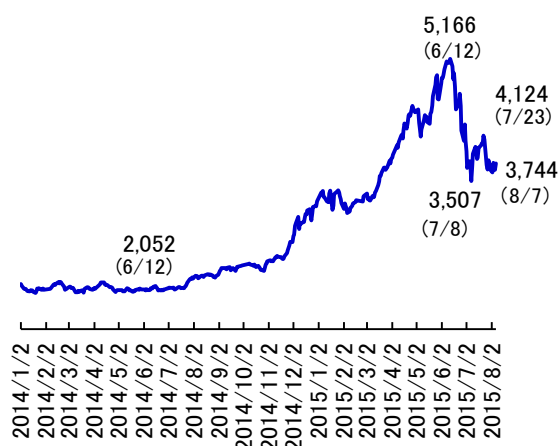
2015/8/10

(Daily Diamond (週刊ダイヤモンド・電子版) 2015年8月13日掲載を一部加筆修正)

・ 1ヶ月間で3割も下落

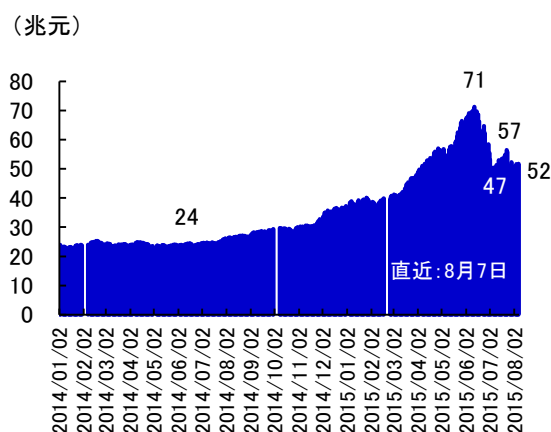
ギリシャ危機と重なる形で、中国における株価の急落が注目を浴びている。上海総合株価指数は、6月12日に今年の最高値(5,166ポイント)をつけた後に、急落に転じた。約1ヶ月の間に3,507ポイント(7月8日)へと3割も下落した。その間、上海および深圳市場における株式時価総額が、71兆元のピークから47兆元へと、24兆元分が消失することになった。この金額は、中国のGDPの約4割を占め、ギリシャGDPの約17倍に相当する。

図表1 上海総合株価指数



(出所) 上海証券取引所

図表2 上海・深圳証券市場時価総額



(出所) 上海・深圳証券取引所

株価が下落した要因は、直接要因と深層要因の2つに分けて整理すると理解しやすい。

まず、直接的な要因は、①中国証券監督委員会が中心となって株価の過熱懸念を指摘したこと、②6月末の緊急利下げが、景気の悪化を想起させたこと、③ギリシャ危機が国内投資家心理を萎縮させたことが指摘される。

そして、より深層にある要因は、2014年央以降始まった株価過熱への修正であろう。リーマンショック後、上海の株価は長期にわたり2,000ポイント程度の低水準にとどまっていた。ところが、昨年央より底入れの兆しをみせ、2014年末の金融緩和をきっかけに上昇ペースが加速し、結局1年間で2.5倍にまで株価が急騰した。

金融緩和以外の株価急騰の要因として指摘できるのは、①企業の資金調達場として株式市場を発展させたいという政府の意図、②現代版シルクロード計画である『一带一路』、製造業の近代化を目指す『中国製造2025』、海上の安全保障と海洋権益を重視する『海洋国家戦略』など、国家の重要な政策(国策)が次々と発表されたことが将来への期待を高めたことであった。

株価の過熱がピークに達したところで、①回復の兆しを見せる不動産市場へ資金がシフトするとの懸念、②企業経営者の経営努力に対する不満の広がり(一部の経営者にとって、

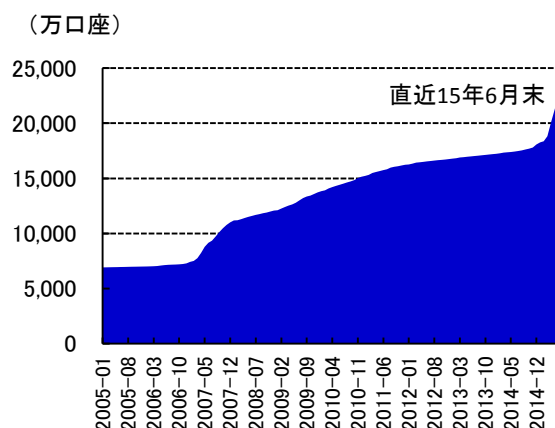
株式市場は発行市場であって流通市場ではないとの認識。IPO を果たした後は、株価安定のための経営努力をしないケースが散見)、③国策の達成には年単位の時間がかかる、といった認識が深層に広がり、過熱修正に市場が傾いた。そこへ、先述した直接的な要因が重なり、株価急落に至ったというわけだ。

・ 異例な株価 PKO、その効果が限定的

中国では、中間層の拡大で個人投資家が大幅に急増している。開設した口座数は 2007 年に 1 億口座を突破した後も急増を続け、2015 年 4 月に 2 億口座を上回った。現状、株式取引高の 8 割が個人投資家といわれる。

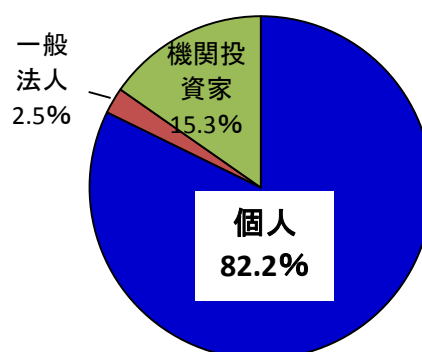
一方、中国政府も、企業の資金調達の場合として株式市場を発展させたい意図をより明確にしている。こうしたなかで、中国の株式市場が近年大きく育ち、上海取引所の時価総額は 2015 年 4 月に東京証券取引所を追い抜いた。

図表 3 個人株式取引口座数



(出所) 中国証券登記決算公司

図表 4 上海取引上取引高構成比 (%)



(出所) 上海証券取引所。2013 年末時点

政府の本来の狙いは、民間企業の資金調達の場合としての直接金融を発展させ、時間をかけて緩やかに株価が上昇してくることを期待している。しかし、内外の諸材料に過敏に反応する個人投資家が取引の主流を占めているため、足元のような急騰と急落を招いている。株価の過度な下落を食い止めるために、中国政府が異例な救済策を取ったが、その効果が限定的であるうえに、中国株式市場における政府関与の大きさという異質性を海外で再認識された。

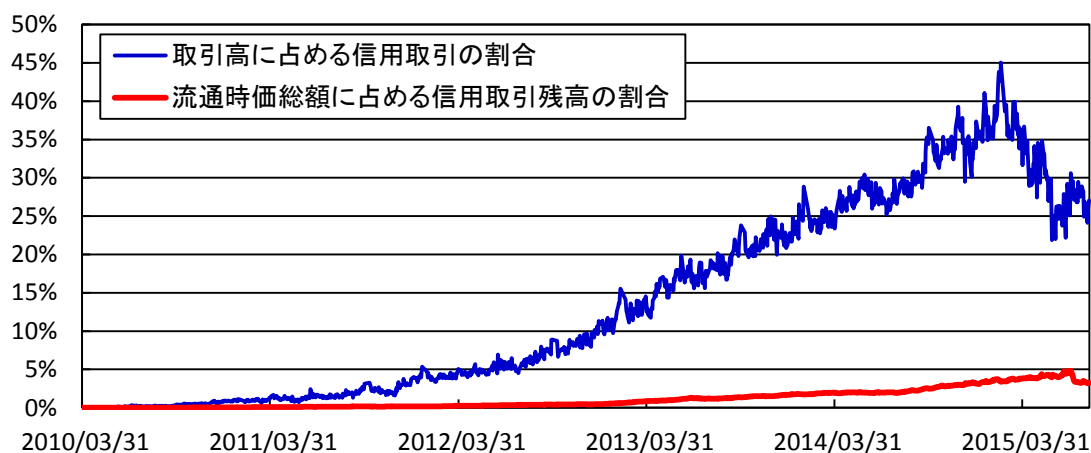
7 月以降、①空売りの禁止、②IPO の半年間中止、③国有系企業による株式売却禁止、④大型優良株の買い入れ、⑤大口株主による所有株式売却禁止、⑥公安部出動による異例な違法取引取締りといった救済策が打ち出された。それを受け上海総合株価指数は、急速に回復し、7 月 23 日に 4,124 ポイントに戻った。その後再び下落に変わり、足元では 3,700 ポイント台の水準で推移している。

政府が直接に影響力を及ぼせるのは、国有企業や一部の大口株主である。しかし、株式取引の主流となる個人に対しては、政府がストレートに呼びかけたり、対策を取ったりす

ることが現実的には難しい。

さらに、株価の変動が高まっている要因は、①個人投資家の急増のほかに、②信用取引が急拡大、③代替的な運用先としての預金、理財・信託、住宅価格の変動にも左右されやすい、ということも加わっており、政府の想定以上の急騰と急落を繰り返す性質が高まっている。

図表 5 信用取引の推移

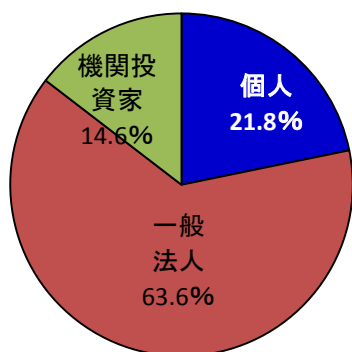


(出所) 上海証券取引所、国家統計局。グラフは日単位。直近は 15 年 8 月 7 日

・ 個人消費の押し下げとアジア・資源国への波及懸念

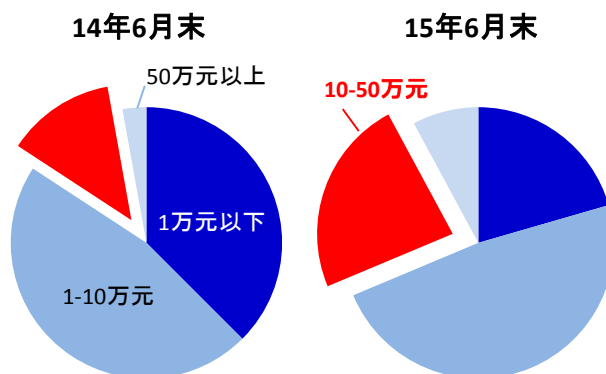
中国において金融緩和が継続するなか、①銀行預金金利が低下、②理財商品や信託商品といったシャドバンキングへの政府規制が強化、③最近まで不動産市場の低迷が続いていたことから、個人の投資先が株式市場へシフトしている。上海証券取引所における株式保有量では、個人は 2013 年時点では 2 割を超えており、足元ではその割合が一層高まっているはずである。

図表 6 上海証券取引所・株式保有量構成比



(出所) 上海証券取引所。2013 年末時点

図表 7 A 株時価総額別個人投資口座数構成比 (%)



(出所) 中国証券登記決算公司

株式を購入する個人の割合が高まるなかで、投資金額も拡大している模様である。1 年前に比べて、10-50 万元程度の投資をする個人投資家が 13%から 25%に増加。中間層のな

かでは、「10 万元以下の小額の余裕資金を運用する」やり方から、「大きなキャピタルゲインを目的に無理して投資する」スタンスへ転換しつつある。

一部の層では、信用取引を利用したり、銀行からカードローン等で資金を調達して株式に投資するケースもある。さらに、40 歳代以下の投資が全体の 8 割を占め、住宅の頭金を稼ぐ目的で 20-30 代(平均住宅購入年齢 27 歳)が参入した例も散見される。株価の下落は、こうした人々を直撃することになり、中間層の個人消費を押し下げる懸念がある。

家計の金融資産構成をみると、現預金は全体の 6 割程度と依然大きな比率であるが、株式、債券、ファンドなどは合わせて 2 割程度となっており、従来と比べて株価の影響力が強まっている。

一方、中国の株価の乱高下は、対中依存度の高いアジアや資源国への波及が一部みられる。中国では、1 月、6 月、7 月に大きな下落となった。同じ日における主要国の株価の動きを確認すると、直近ではアジア主要市場の株価も軒並み下落が続いており、年初に比べてその影響力が強まっている。

図表 8 上海総合指数が大幅な下落率を記録した日の主要国・地域の変動幅 (2015 年)

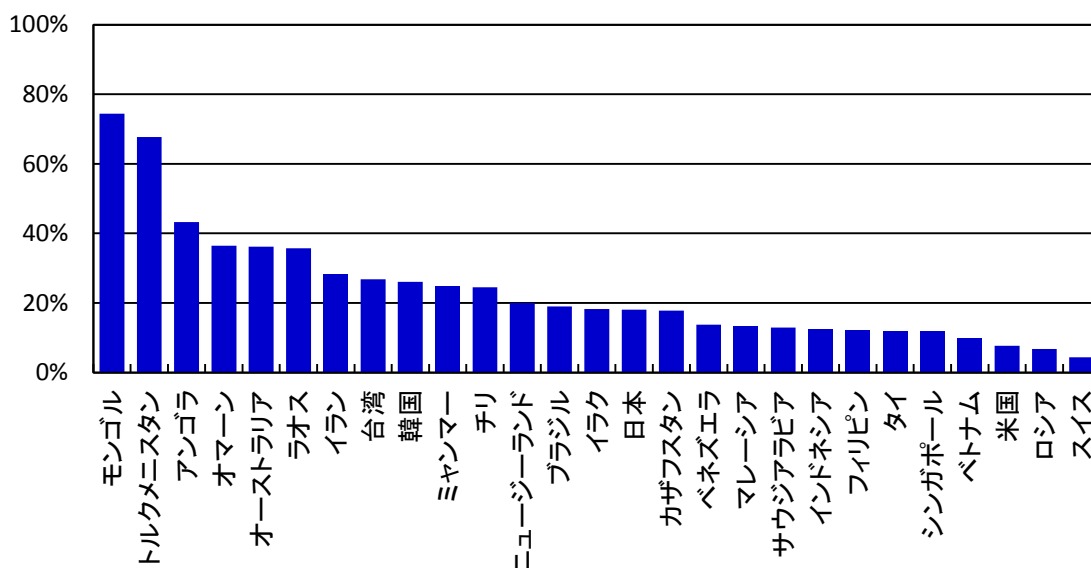
	1月19日	6月26日	7月27日
上海	-7.7%	-7.4%	-8.5%
香港	-1.5%	-1.8%	-3.1%
台湾	0.4%	-0.1%	-2.4%
日本	0.9%	-0.3%	0.5%
韓国	0.8%	0.2%	-0.3%
オーストラリア	0.2%	-1.5%	0.4%
シンガポール	0.2%	-0.9%	-1.2%
インドネシア	0.1%	0.1%	-1.8%
マレーシア	0.6%	-0.4%	-0.6%
インド	0.5%	-0.3%	-2.0%

(出所)WIND

アジア諸国や資源国の中国に対する依存度が高くなっており、中国経済減速の影響を受けやすい構造に変わっている。対中輸出依存度が上位 10 カ国・地域は、モンゴル、トルクメニスタン、アンゴラ、オマーン、オーストラリア、ラオス、イラン、台湾、韓国、ミャンマーとなっている。

これら国の特徴は、中国向け資源輸出の多さである。石炭ではモンゴル、鉄鉱石や原料炭ではオーストラリア、天然ガスではトルクメニスタン、ミャンマー、原油では、アンゴラ、オマーン、イラン、イラクなどがある。南米諸国の穀物や銅も中国向けが多い。

図表 9 主要国・地域の対中輸出依存度（2013 年）



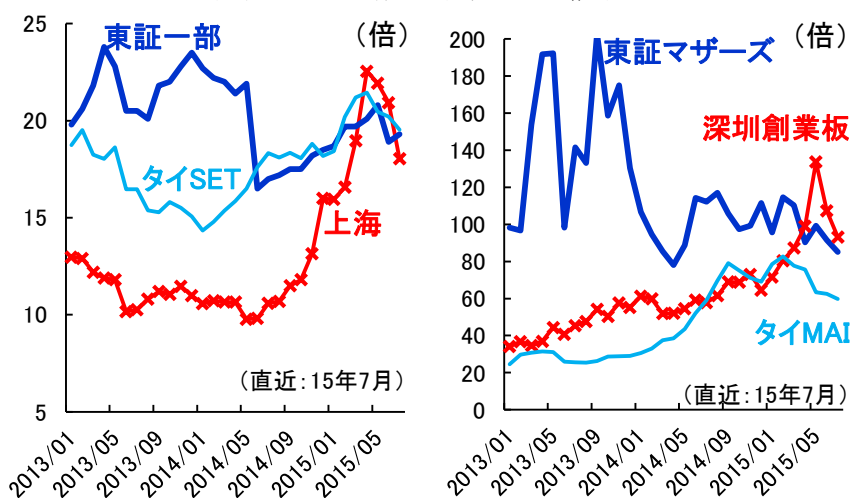
(出所) IMF

短期ではバブルの調整、中長期では上昇の余地

PER 倍率では、上海株式市場は株価上昇直前の 10 倍程度から足元では 20 倍に上昇しており、過熱感が強まっている。深圳市場にある創業板（中国版ナスダック）は同 30 倍程度から今年 5 月には 134 倍に急騰し、バブルの様相を呈している。短期でみれば、適正株価水準への下方調整がしばらく続くと思われる。

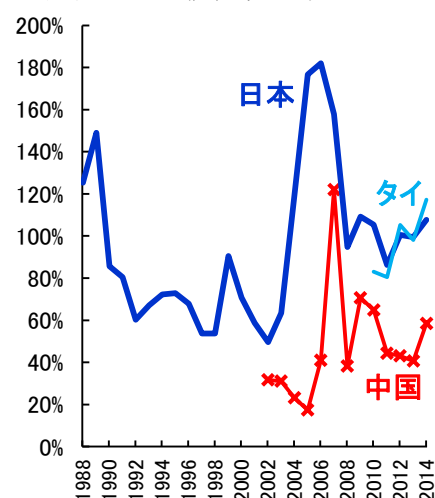
ただ、時価総額の対 GDP 比でみると、2014 年時点で中国は 60% 程度である。日本は 108%、タイは 117% であり、中長期的には株価上昇の余地は残されている。

図表 10 主要株式市場の PER 倍率



(出所) 中国証券登記決算公司、WIND

図表 11 時価総額の対 GDP 比



(出所) WIND

以上

担当	シニア・アナリスト 李 雪連	T E L : 03-3282-7688 E-mail: xuelian-li@marubeni.com
住所	〒100-8088 東京都千代田区大手町1丁目4番2号 丸紅ビル12階 経済研究所	
WEB	http://www.marubeni.co.jp/research/	

(注記)

- ・ 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- ・ 本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- ・ 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
- ・ 本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど(以下「情報」といいます)は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用および引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で、複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。