



中国の株式・為替市場の動向

～当面、市場は落ち着きを取り戻す公算～

黒岩 達也

ポイント

- 今回の株価急落は、行き過ぎた株価の水準訂正である。
- 政府はいま以上の株価下落を阻止し、逆資産効果による個人消費への悪影響を食い止める方針。
- 為替市場の改革は、将来の完全フロート制への準備と、通貨切下げによる輸出のテコ入れが目的。

1. はじめに

中国経済は、米国に次ぐ世界第2位の規模となり、その動向が世界経済に与える影響が大きくなっている。金融資本市場も同様に、中国の株式市場や為替市場の動向が世界の市場にも大きなインパクトを与えるようになってきている。

2. 中国株の急騰の背景

中国株は、14年秋ごろから上昇してきた。上海総合株価指数は、今年6月中旬までの1年間で2.5倍に上昇した。

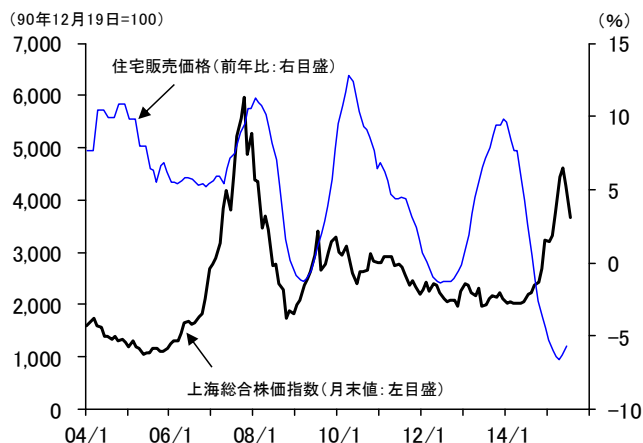
この背景には、①住宅バブルの崩壊で、行き場を失った投資資金が株式市場に流入したこと(図表1)、②14年11月以降、海外の投資家(個人を含む)が香港の口座を経由して、上海に上場されているA株(上海に上場されている人民元建て株式)を購入できるようになり、大量な外資が市場に流入するとの期待が高まったこと(図表2)、③中国人民銀行が景気テコ入れのため、11月22日に2年半ぶりに利下げを実施したこと、などがある。

3. 中国株の暴落の背景

しかし、中国株は突如暴落した。上海総合株価指数は、6月12日の5,166.35ポイント(終値ベース)を直近のピークとして、7月8日には3,507.19ポイントまで32.1%も急落した。

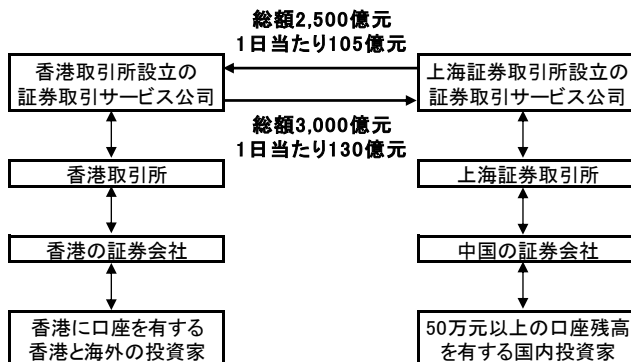
株価急落の直接的な要因は、政府当局による信用取引に対する規制強化にあった、と思われる。6月12日に発表された『証券会社信用取引管理弁法』の意見徴収案に、「証券会社は信用取引の規模を資本金の4倍以下に抑えなければならない」との条文が盛り込まれたことが

(図表1) 上海総合株価指数と住宅価格の推移



(備考) 1. 住宅販売価格は、新築商品住宅価格の70都市の平均変化率
2. 国家統計局、ブルームバーグより作成

(図表2) 中国本土と香港の双方向株式投資制度



(備考) 中国証券監督管理委員会資料より作成

嫌気された。

もう1つの要因としては、株の高値警戒感を背景として、投機資金が株式市場から不動産市場へシフトしたこともある、と言われる。実際、不動産市況は底打ちの兆しをみせており、株式市場に見切りをつけた大口投資家がいち早く売りに動いた可能性がある。

その後は、売りが売りを呼ぶ展開となり、株

価は急落した。特に、中国では個人投資家が売買高の約8割を占めているが、信用取引をしている個人投資家も少なくない（図表3）。信用取引は保証金（担保）の3倍までとされているが、損失がある一定の水準に達すると追加保証金（追証）の差入れを求められる。決められた期限までに追証の差入れがなければ、強制的に反対売買が行われてしまう。今回の暴落局面では、個人投資家による信用買いの損切りが株価の急激な下げを助長したとみられる。

4. 政府による株価対策

今回の下げ局面で、政府当局は様々な株価対策を打ち出した。具体的には、利下げや機関投資家による上場投信の買入れ、新規上場の見送りなどである（図表4）。この結果、足元の上海総合株価指数は4,000ポイントを挟む動きとなっている。

習近平総書記は「新常态（ニューノーマル）」を打ち出し、政府の規制を緩和あるいは撤廃し、民間活力を導入すべき、と述べている。また、リーマンショック時のような4兆元規模の財政出動など、政府主導の大胆な政策で景気を無理やり押し上げる政策とは決別する方針である。その一方で、市場には積極的に介入している。この背景には、株価の低迷が逆資産効果をもたらし、個人消費に悪影響を与えることを危惧していることであろう。

5. 株価は経済の鏡

株価は経済の鏡であると言われる。では、いまの中国の株価水準は経済を映し出しているのだろうか。そこで、企業収益成長率の代理変数として実質GDP成長率、金融緩和の度合いとしてマーシャルのK（M2/名目GDP）を用いて株価を推計してみた（図表5）。

15年の実質GDP成長率は政府目標の7%、今後も一段と金融緩和が進む（マーシャルのKの上昇）との前提を置くと、上海総合株価指数は年平均で3,900ポイント程度との結果がでた。

今回の株価暴落は行き過ぎた株価の水準訂正の動きだったと言えよう。

（図表3）信用取引残高 （単位：億元）

	信用買い	信用売り
2014年1月	3,472.2	19.8
2月	3,837.1	25.7
3月	3,926.5	27.8
4月	3,939.2	26.3
5月	3,915.7	28.1
6月	4,035.0	29.9
7月	4,400.7	49.0
8月	5,201.0	35.8
9月	6,070.6	36.9
10月	6,968.7	47.6
11月	8,188.5	63.5
12月	10,172.1	81.8
2015年1月	11,258.3	58.7
2月	11,523.0	55.1
3月	14,864.4	79.3
4月	18,307.0	87.6
5月	20,728.6	71.7
6月	20,443.7	47.0
7月	13,352.0	32.6

（備考）中国証券金融公司資料より作成

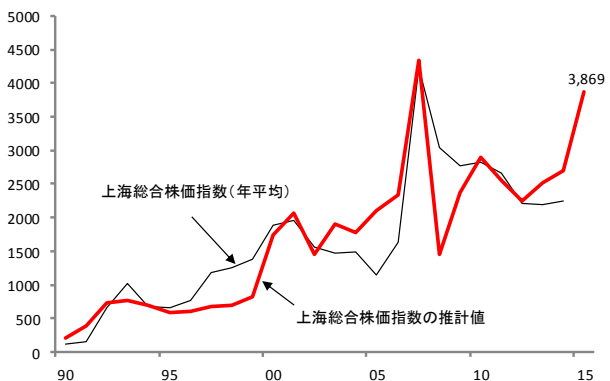
（図表4）中国政府による主な株価対策

	対策の概要
6月28日	農業や中小・零細企業向け貸出残高が一定比率以上ある銀行の預金準備率を0.5ポイント引下げ金利引下げ。基準貸出金利1年物は5.10%→4.85%、基準預金金利1年物は2.25%→2.00%
7月4日	証券21社が総額1,200億元で上場投信を買入れ 上海・深圳市場で28社が新規上場を見送り
7月5日	人民銀行が信用取引を手がける中国証券金融公司に対して「十分な資金を提供した」と発表
7月8日	保険会社の株式投資の上限を引上げ
7月9日	公安当局が「悪意ある空売り」を取締り
7月31日	中国証券監督管理委員会が頻繁な売買により、他の投資家に悪影響を与えていると判断される24証券口座に対して売買の制限を実施

（備考）国務院、中国人民銀行資料より作成

（図表5）上海総合株価指数の推計

（1990年12月19日=100）



（備考）1. $\ln(\text{上海総合株価指数}) = 3.249 + 0.100 * \text{実質GDP成長率} + 0.626 * \text{ダミー}$
(6.287) (2.950)

長率 + 2.024 * マーシャルのK + 0.626 * ダミー
(8.447) (2.514)

2. 推計期間：1990～2004年 $R^2=0.769$

3. マーシャルのK=M2/名目GDP

4. ダミーは、4兆元の景気対策が実施された07年を1、その他は0とした

5. 信金中金 地域・中小企業研究所作成

6. 為替相場の自由化

中国政府は、「新常态（ニューノーマル）」の掛け声の下、為替市場の段階的自由化も推進していく方針である。

8月11日、中国人民銀行は毎朝公表している人民元売買の基準となる「基準値」の算出方法を変更すると発表した。具体的には、①前日のインターバンク市場の終値を参考とすること、②外貨の需給状況と国際主要通貨の動きを総合的に考慮すること、である。つまり、より市場実勢に近い「基準値」を決定することにより、実質上のドル・ペッグから決別する方針だ。

同時に、人民銀行は元安誘導を実施し、人民元対ドル相場の「基準値」は11日には前日比1.85%元安・ドル高の1ドル=6.229元、12日は1.6%元安の6.3306元、13日は1.1%元安の6.4010元となった。その後も、元の対ドル相場は弱含みで推移している（図表6）

04年7月21日以降、人民元相場は主要通貨で構成される通貨バスケット（未公表）にリンクする「管理フロート制」が採用されている。

ちなみに、主要11通貨で構成する通貨バスケットを作成し、実際の人民元の対ドル相場と比較すると、両者は大きく乖離しており、直近の通貨バスケットで算出された対ドル相場は1ドル=8元台となり、現在の6元台から大きく乖離している（図表7）。無論、人民元の大幅切下げに踏み切ることは考えにくい、今後、人民銀行は事実上のドル・ペッグを廃し、通貨バスケットの日々の変動を重視して、「基準値」を決定していくこととなる。

13日、人民銀行は異例の記者会見を開き、元相場を実勢に近づけるための元安誘導は「基本的に終えた」と説明し、今後は市場原理にゆだねる考えを強調した。

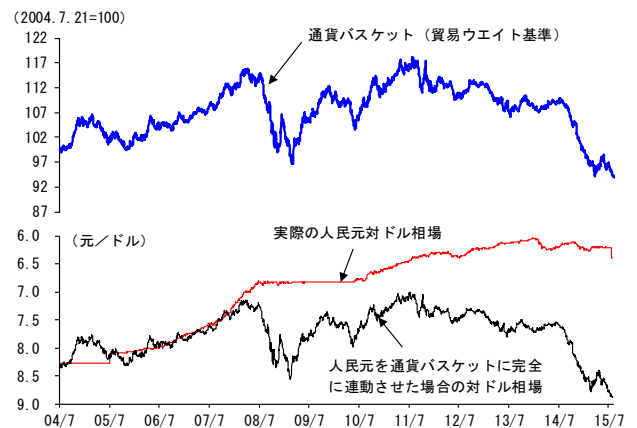
従来、人民銀行が毎朝発表する「基準値」はほぼドルに連動したレートに決められ、事実上のドル・ペッグとなっていた。しかし、11日以降は、「前日の終値や通貨の需給状況、主要通貨の変化率を参考に決定する」とされた。

（図表6）人民元対ドル相場と前年比変化率



（備考） 1. 終値ベース
2. ブルームバーグより作成

（図表7）人民元の通貨バスケット（主要11通貨を採用した場合）の試算



（備考） 1. 通貨バスケット=exp[∑当該通貨の構成比×ln（当該通貨の対ドル指数）]
2. 構成通貨は米国、日本、ユーロ圏、韓国、シンガポール、マレーシア、ロシア、オーストラリア、英国、タイ、カナダの各通貨
3. 信金中金 地域・中小企業研究所試算

今回の元切下げの背景には、輸出の低迷がある。7月の通関輸出は前年比8.2%減となり、1～7月でも0.8%減少した。

人民銀行は記者会見で、「元相場を10%切下げて輸出を刺激するといった見方は事実無根だ」と否定してみせたが、今回の為替介入が輸出のテコ入れも目的の1つであったことは否めない。

今後、人民元相場は徐々に変動幅が拡大され、より市場実勢を反映する水準を形成していくとみられる。これは、「管理フロート制」から「完全フロート制」へ移行していく準備段階になるとみられる。

以上