

Weekly エコノミスト・ レター

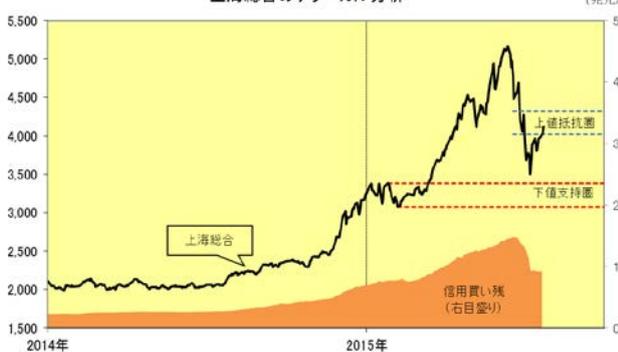
中国株の乱高下と今後の注目点 ～“金融相場”の終了で乱高下、今後は再び急落 して長期低迷？ それとも“業績相場”へ移行？

経済研究部 上席研究員 三尾 幸吉郎

(03)3512-1834 mio@nli-research.co.jp

1. 中国では株価が急落した。それまでの株価急騰は企業業績が悪化する中での出来事であり、景気テコ入れ策の実施を期待した“金融相場”だったといえる。“金融相場”が終了して、現在は個人投資家から機関投資家へと、保有者が交替（“手替わり”）する局面にあることから、相場は乱高下している。新たな買い手となる機関投資家は景気指標を重視して投資する。
2. その景気指標を見ると、供給面では工業生産が3ヵ月連続で伸びを高めるなど3月をボトムに回復傾向にある。需要面から見ても、6月は消費・投資・輸出の3本柱が揃って上向いており、3-4月頃をボトムに回復傾向にある。また、その他の重要な4指標（電力消費量、貨物輸送量、生産者物価、通貨供給量）はまちまちの動きとなっており明確な傾向は見られない。
3. 今後の株価動向を考えると、株価バリュエーション（PER）や信用買い残の増減から見て上値抵抗圏は4025～4314（PERで21倍前後）の水準、下値支持圏はこれまでの値動きなどから考えて3076～3383（PERで16倍前後）の水準にあると思われる（下左図）。
4. 景気評価点を見ると、3月には“景気減速”に落ち込んでいたが、6月には“やや加速”に達しており、景気は回復傾向にある（下右図）。仮に景気回復が一時的なものに終われば、株価は下値支持圏を割り込みそうだが、景気回復が持続すれば“業績相場”へ移行して、上値抵抗圏を突破する可能性もある。従って、景気回復の持続性を見極めることが肝要となる。
5. 中国経済への影響としては、株価が4000台半ばまで反発して落ち着くようだと、プラス効果がマイナス効果を上回り、中国経済への影響はややプラスになる可能性が高いと思われる。一方、2000台半ばへ下落して落ち着くようだと、個人消費への悪影響は避けられないだろう。

上海総合のテクニカル分析



(資料) CEIC(上海証券取引所)のデータを元にニッセイ基礎研究所で作成
(注) 今年1-2月にもみ合ったレンジを下値支持圏と想定し、信用買い残がピークを付けた6月18日までのデータを元に信用期日を勘案して過去6ヵ月と3ヵ月の平均取得コストを当研究所で推定して上値抵抗圏と想定している

景気評価点の推移



(資料) 各種公表データを元にニッセイ基礎研究所で独自作成

1. “金融相場”の終了と機関投資家の出番

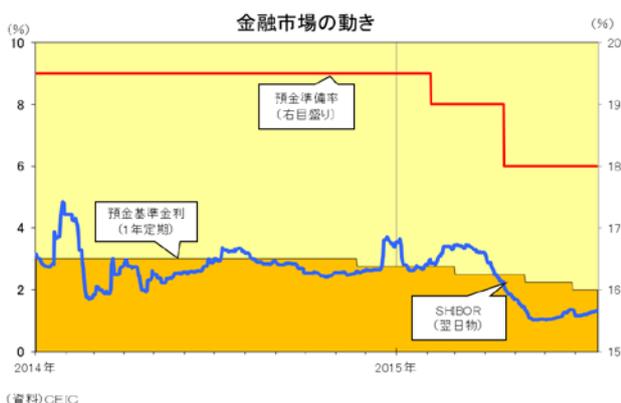
中国では株価が急落した。上海総合は6月12日の5166.35をピークに下落に転じ、7月8日には3507.192と高値から32%の大幅な下落(終値ベース)となった。その後は中国政府の株価対策などで値を戻し4000台を回復した(図表-1)。

今回の株価上昇過程を振り返ると、昨年上期には社債や理財商品のデフォルト(債務不履行)、新規株式公開(IPO)の再開に伴う需給悪化、住宅市況悪化に伴うバブル崩壊が懸念されたものの、業績悪化を相当程度織り込んだ株価水準(PERは10倍前後)だったことから下値も堅く、2000前後で小康状態となっていた。昨年夏になると、景気がやや回復したことで信用不安が薄れるとともに、地方都市で住宅購入規制を緩和する動きが広がったことで住宅バブル崩壊に対する懸念が薄れて株価は上昇し始め、IPOで新規公開した企業の株価が堅調で公開価格の5倍超まで買われる銘柄が出現したことから需給悪化懸念が薄れるとともに徐々に上昇の勢いが増し、11月21日に中国人民銀行が利下げを発表すると一気に勢いを増した。今年1月には信用取引に対する監視強化で株価は一旦調整、4月には中国証券監督管理委員会(証監会)が個人投資家に対して株式投資のリスクを認識するよう注意喚起したことで再調整したものの、追加金融緩和が続いたため上昇基調は崩れなかった(図表-2)。一方、株価急騰とは逆に、昨年夏以降の企業利益は前年割れに落ち込んでいった(図表-3)。従って、今回の株価急騰は企業業績が悪化する中での出来事であり、景気テコ入れ策の実施を期待した“金融相場”だったといえる。

(図表-1)



(図表-2)



(図表-3)



その“金融相場”が終わりを告げた原因は主に3つと思われる。第1に中国政府が株価急騰に警戒感を強め「場外配资」と呼ばれる信用取引制度外の株式投資向け融資の規制に乗り出したこと、第2に相場急落で損失を被った投資家の自殺が報道されてセンチメントが急激に悪化したこと、第3に住宅価格が反転するなど景気に改善の兆しが現れる中で、これまでの買い材料だった追加金融緩和への期待が萎んだことである。そして、信用取引の買い残を抱えた投資家は、相場下落で「追

証」を求められ、換金のための売りがでて、売りが売りを呼ぶ展開となった。

“金融相場”が終了して直後の相場は乱高下しやすい。信用取引などで身の丈を上回るポジションを抱えてしまった個人投資家が売り手となる一方、政府系ファンドなどの機関投資家が買い手となって、個人投資家から機関投資家へ保有者が交替（“手替わり”）する局面となるからである。高値掴みした個人投資家は、信用期日到来を契機とした売りや、相場の戻りを捉えた売り（“やれやれ売り”）でポジションを縮小する可能性が高い。一方、買い手となるのは政府系ファンドなどの機関投資家で、中国政府の意向に沿って一定量を買ひ上がりそうである。

但し、重要なのはその後である。現在の株価水準は、株価収益率（PER）で20倍前後と適正範囲内（“フェアバリュー”）にあり、これまでの景気対策が奏功して景気が上向けば、PERの分母となる利益が増えるとの見方が優勢となり、機関投資家は購入を増やすだろう。一方、景気が下向けば利益が減るとの見方が優勢となり、機関投資家の購入は最低限に留まり、個人投資家の売りをこなさなければならない恐れもある。そして、新たな買い手となる機関投資家は景気指標を重視して投資する。

2. 足元の景気指標の動き

【工業生産】

中国経済の現状を供給面から見る上で最も重要な指標は工業生産である。6月の工業生産（実質付加価値ベース、一定規模以上）は前年同月比6.8%増と5月の同6.1%増を0.7ポイント上回った。3月には同5.6%増に落ち込んで、景気失速懸念が浮上したが、その後は3ヵ月連続で伸びを回復、1-2月期（前年同期比6.8%増）と同水準となった（図表-4）。前月比（季節調整後）で見ても伸びは回復傾向で、3月の前月比0.31%増をボトムに、4月は同0.62%増、5月は0.54%増、6月は同0.64%増となっている。

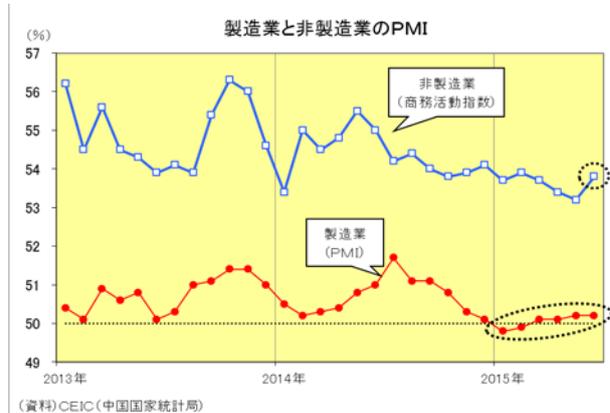
（図表-4）



【製造業と非製造業のPMI】

中国経済を供給面から見る上では製造業PMI（中国国家統計局）も重要な指標となる。これは製造業3000社に対するアンケート調査を元に計算されるもので、通常は50%が景気強弱の分岐点とされる。6月は50.2%と5月から横ばいだったが、1月の49.8%をボトムに緩やかだが上昇傾向にある（図表-5）。一方、中国では製造業からサービス業への構造転換が進行中なため、製造業だけを見ていたのでは構造変化に翻弄される恐れがある。そこで注目されるのが非製造業の商務活動指数（中国国家統計局）である。製造業P

（図表-5）



MIと同様に50%が景気強弱の分岐点とされる。直近の動きを見ると、緩やかな低下傾向にあったが、6月は53.8%と5月の53.2%を上回った(図表-5)。

【小売売上高】

個人消費の代表指標となるのが小売売上高(社会消費品零售总额)である。6月の小売売上高は前年同月比10.6%増と5月の同10.1%増を0.5ポイント上回った。また、価格変動要因を除いた実質で見ても、6月は前年同月比10.6%増と5月の同10.2%増を0.4ポイント上回っている。4月には同9.9%増に落ち込み、個人消費に失速懸念が浮上したが、その後2ヵ月連続で伸びを回復したことから、その不安はやや薄らいだ(図表-6)。

(図表-6)



【固定資産投資】

投資の動向を見る上で代表的な指標となるのが固定資産投資である。1-6月期の固定資産投資(除く農家の投資)は前年同期比11.4%増と1-3月期の同13.5%増を2.1ポイント下回った。しかし、中国国家统计局が公表する年度累計ベースだけを見ていたのでは基調の変化を見落とす恐れがあるので、当研究所で月次の伸びを推定したところ、6月単月では前年同月比11.4%増(推定¹)と、4月単月の同7.5%増(推定)をボトムに2ヵ月連続で伸びを回復した模様である(図表-7)。

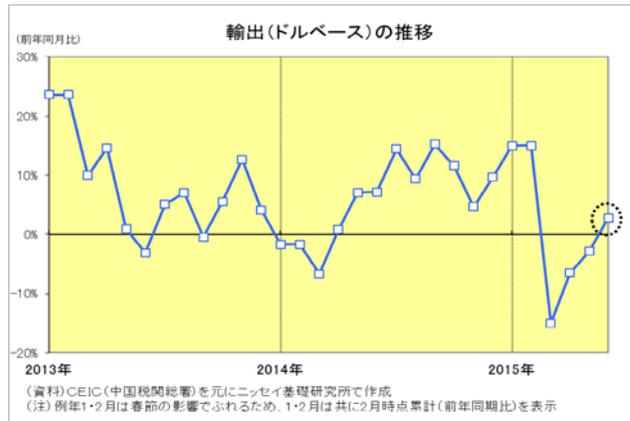
(図表-7)



【輸出金額】

世界の工場といわれる中国では輸出の動向も景気を大きく左右する。6月の輸出金額(ドルベース)は前年同月比2.8%増と4ヵ月ぶりに前年同月の水準を上回りプラスに転じた(図表-8)。米国向けは前年同月比で2桁増と回復が鮮明だが、欧州向けや日本向けは6月も前年同月の水準を下回っており、今後も回復傾向が持続するか否かは依然として不透明である。

(図表-8)



¹ 中国では、統計方法の改定時に新基準で計測した過去の数値を公表しない場合が多く、また1月からの年度累計で公表される統計も多い。本稿では、四半期毎の伸びを見るためなどの目的で、ニッセイ基礎研究所で中国国家统计局などが公表したデータを元に推定した場合には、“(推定)”と付して公表された数値と区別している。

【電力消費量】

景気動向を見る上ではその他にも重要な指標がある。経済活動をする上で欠かせないのが電力であり、景気動向を見る上でも有効な指標となる。李克強首相は特に工業部門の電力消費量を重視しているとされる。直近の動きを見ると、6月の電力消費量は前年同月比1.8%増と5月の同1.6%増をわずかながらも上回った。また、産業別に見ると、工業部門では1-6月期に前年同期比0.4%減と前年割れとなった一方、第3次産業では同8.1%増と昨年の同6.4%増を大幅に上回る伸びを示しており、産業構造が変化している様子が窺い知れる（図表-9）。

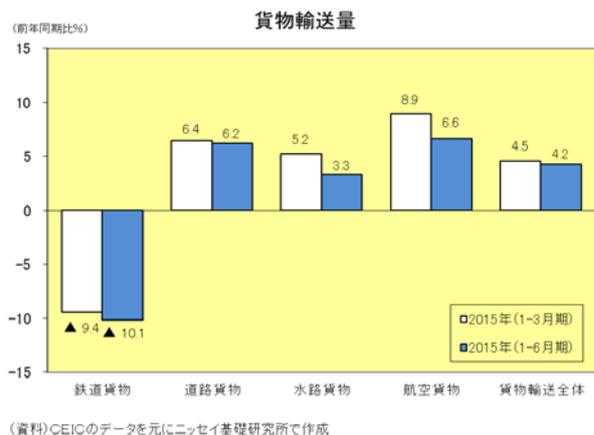
（図表-9）



【貨物輸送量】

景気が良くなるとモノの動きも増えることから貨物輸送量も重要な指標となる。貨物輸送量の4分の3を占めるのが「道路」である。1-6月期の道路貨物輸送量は前年同期比6.2%増と1-3月期の同6.4%増をやや下回った。また、6月単月で見ても前年同月比5.1%増と5月の同7.7%増を下回っている。なお、李克強首相が重視しているとされる鉄道貨物輸送量は、エネルギー改革に伴って石炭の輸送量が急減しており、1-6月期は前年同期比10.1%減と1-3月期の同9.4%減からマイナス幅を拡げた（図表-10）。

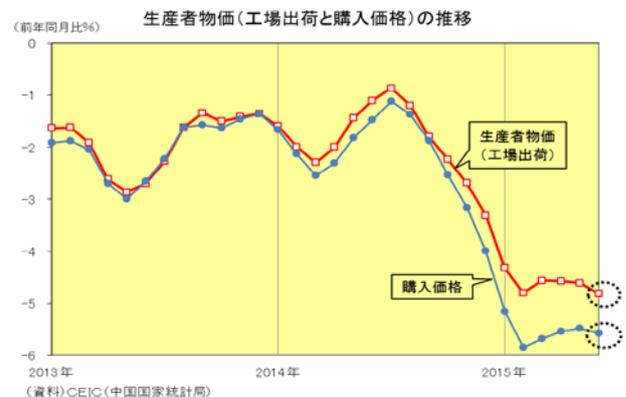
（図表-10）



【生産者物価】

モノの値段も景気と密接な関係がある。生産したモノに対する需要が強ければそのモノの値段は上がり、需要が弱ければ下がるからである。直近の生産者物価（工場出荷）の動きを見ると、6月は前年同月比▲4.8%と5月の同▲4.6%よりも下落ピッチが加速した（図表-11）。ギリシャ問題の深刻化で原油安が再現したことが背景と思われる。また、今回の生産者物価の下落は実質ベースで見た工業生産を押し上げるため、6月に工業生産（実質付加価値ベース、一定規模以上）が上向いた要因のひとつと考えられる。

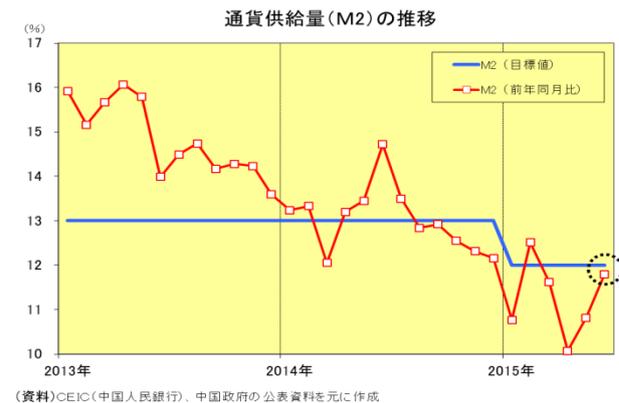
（図表-11）



【通貨供給量 (M2)】

おカネが動きだすと景気も良くなることから通貨供給量 (M2) も注目したい指標である。李克強首相は銀行融資 (中長期) を重視しているとされるが、銀行融資以外の動きも無視できないので、金融関係をひとつに絞るなら今のところM2が良いと思われる。直近のM2の動きを見ると、6月は前年同月比11.8%増と4月の同10.1%増をボトムに2ヵ月連続で伸びを高めた。しかし、15年の目標値である「12%前後」をやや下回る伸びに留まっている (図表-12)。

(図表-12)



3. 今後の注目点

1 | 当面の上値抵抗圏と下値支持圏

さて、今後の株価動向を考えると、第1章で記述したとおり現在は個人投資家から機関投資家へと株式保有者が“手替わり”する局面にあり、相場の乱高下はしばらく続きそうである。筆者のテクニカル分析をご紹介すると、株価バリュエーション (PER) や信用買い残の増減から見て上値抵抗圏は4025~4314 (PERで21倍前後) の水準、下値支持圏はこれまでの値動きなどから考えて3076~3383 (PERで16倍前後) の水準にあると思われる (図表-13)。

(図表-13)

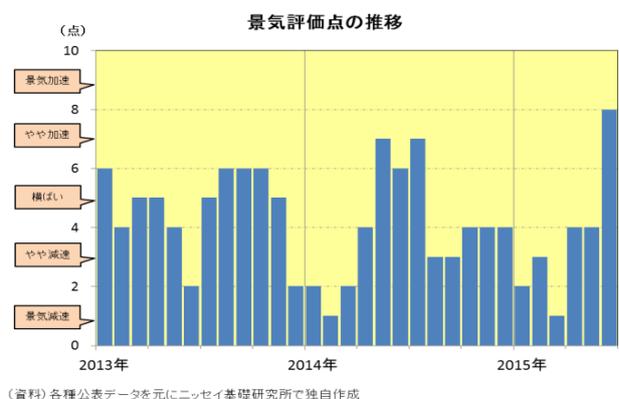


2 | 景気回復の持続性に注目!

一方、第2章で取り上げた景気指標をまとめた景気評価点²を見ると、3月には“景気減速”の領域に落ち込んでいたが、その後は徐々に上向きに転じる景気指標が増えて、6月には“やや加速”の領域に達しており、ここもとの景気は回復傾向にあると思われる (図表-14)。

仮にこの景気回復が一時的なものに終われば、株価は下値支持圏を割り込み、再び長期低迷へ

(図表-14)



² 景気評価点とは、第2章で取り上げた景気10指標を3ヵ月前と比べて上向きであれば“○=1点”、下向きであれば“×=0点”として集計したもの。計算方法については2015年3月に以下2点を改定。第1点目は輸出金額で、改定前は「前月比(季節調整後)」を使用していたが、データ公表時期が不安定になってきたことから「前年同月比(季節調整後)」に変更した。第2点目は貨物輸送量で、改定前は「鉄道」を使用していたが、データ公表時期が不安定になってきたことやエネルギー改革の影響が大き過ぎると判断したことなどから「道路」に変更した。以上の変更は過去に遡って実施している。

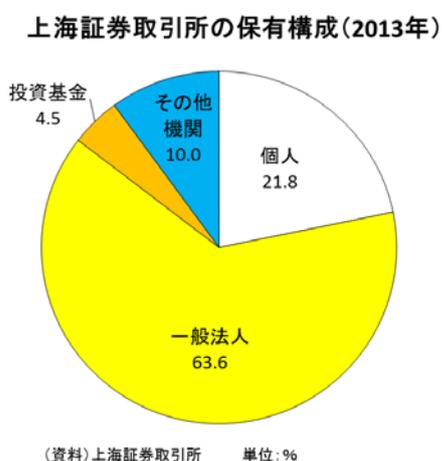
の道を辿ることにもなりかねない。一方、このまま景気回復が持続すれば、企業業績の改善から増益率が向上して“業績相場”へ移行、上値抵抗圏を突破する可能性もある。従って、景気回復が持続的なものか否かを見極めることが肝要である。

3 | 中国経済への影響は相場の落ち着きどころで異なる

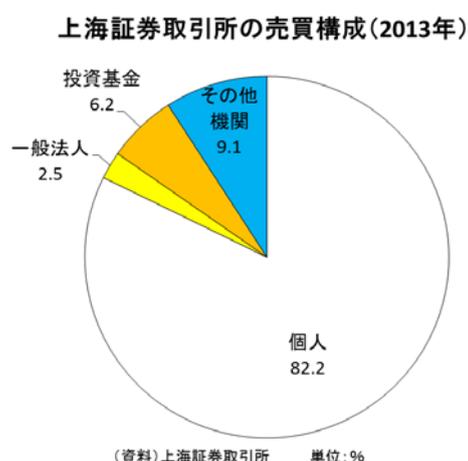
そして、中国経済への影響としては、株価が上値抵抗圏を突破して 4000 台半ばで落ち着くようだと、6 月中旬にかけて急膨張した信用買い残の平均取得コスト（4025～4314）を上回る水準で安定することになり、今回の乱高下で大きな損失を出した個人投資家も多いだろうが、実現益が実現損を上回った個人投資家も少なくないだろう。また、4000 台半ばという水準は前年の 2 倍を超えているため、数年前から投資している個人投資家は利益を得た人の方が多いだろう。さらに、株式保有の過半を占める一般法人の含み益は増加したと見られることから、経営体力が増した一般法人が新規事業に投資するというような波及効果も期待できる（図表-15）。従って、今回の乱高下で高値掴みした個人投資家にとっては厳しい状況ではあるものの、中国経済全体への影響ではややプラスになる可能性が高いと思われる。

一方、株価が下値支持圏を割り込んで 2000 台半ばで落ち着くようだと、信用買い残の平均取得コストを約 4 割下回ることになる。また、リーマンショック後の平均的な株価水準に戻るようになるため、数年前から投資している個人投資家や一般法人にとっても好影響はほとんど無いだろう。従って、株式売買の 8 割を占める個人投資家の実現損と、それに伴う個人所得の減少だけが残ることになり、個人消費への悪影響は避けられないだろう（図表-16）。

(図表-15)



(図表-16)



(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。