

(中国経済)：中国の株価急落、経済への影響は？

中国株が急落した。株価対策で一旦は反発したものの、その後も乱高下が続いている。経済への影響は、株価がどの水準で落ち着くかに因って異なる。4000 台半ばまで戻して安定ならプラス効果の方が大きく、2000 台半ばまで下落して低迷ならマイナス効果の方が大きい。

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3507.19と高値から32.1%も下落した。相場急変を受けて中国政府が矢継ぎ早に株価対策を打ち出したことから一旦は反発、7月23日には底値から17.6%高い4123.92まで値を戻す場面もあった(終値ベース)。しかし、その後も不安定で乱高下が続いている(図表1)。

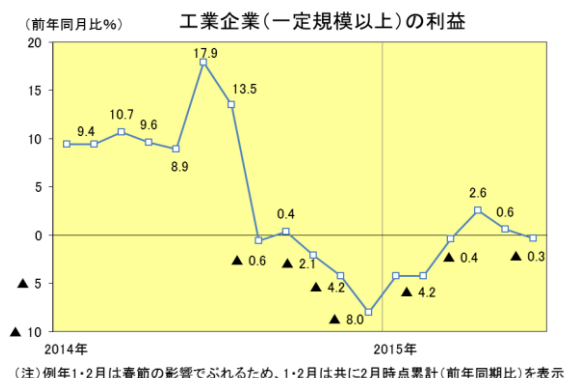
図表1:



(資料) ブルームバーグのデータより筆者作成

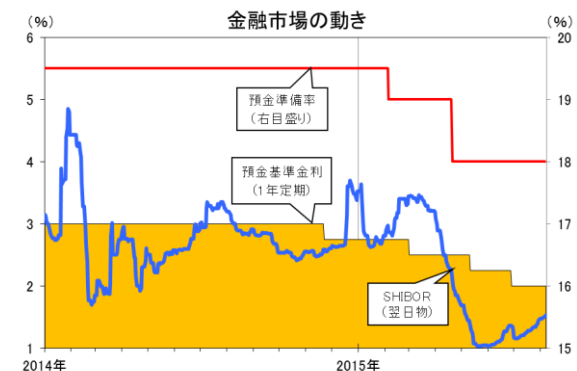
昨年夏以降の株価急伸は“金融相場”の色彩を帯びていた。工業企業の利益は、昨年夏以降前年割れに落ち込んで行ったが、株価はそれに逆行する形で上昇して行った(図表2)。一方、景気や企業業績の悪化に歯止めをかけるべく、中国政府は金融政策を緩和方向に舵を切った。そして、昨年11月に利下げが始まると株価は一気に上昇の勢いを増した(図表3)。

図表2:



(資料)CEIC のデータより筆者作成

図表3:



(資料)CEIC のデータより筆者作成

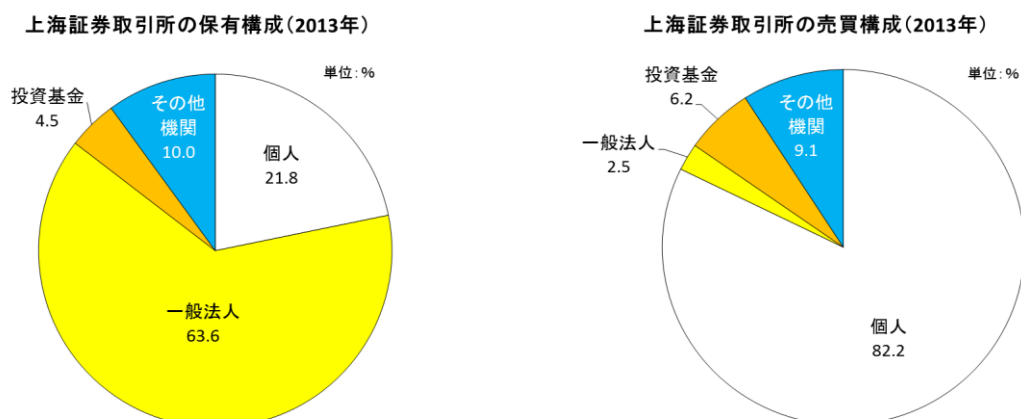
上海総合は前年の2.5倍まで急伸した後に急落、“金融相場”は終了した。そして今は、個人投資家から機関投資家へ株式保有者が交替（手替わり）する局面にある。高値掴みした個人投資家はファンダメンタルズの如何を問わず、信用期日到来などを契機に断続的に投げ売りに出る可能性が高い一方、投げ売りで株価が急落すれば政府系ファンドなどの機関投資家が買い支えに動く可能性が高い。一方、最近の景気指標を見ると、住宅販売が回復してきたことなどから、景気は3月を底に回復しつつあると思われる。しかし、製造業PMIが7月にやや低下するなど景気回復の足取りは鈍く、企業業績などのファンダメンタルズが改善すると確信できる状況ではない。このような投資環境下では、新たな買い手となる機関投資家は、株価バリュエーション（PERなど）を見ながら、個人投資家の投げ売りで割安になった株を拾うような投資行動となり易く、株価を押し上げるような動きとはなりにくい。従って、景気や企業業績が明確に上向いてくるまでは、株価の乱高下が続いてしまいそうだと見ている。

中国経済への影響は、乱高下後に株価がどの水準で安定してくるかに因って異なるだろう。株価が4000台半ばまで上昇して安定するならば、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（当社推定では4025～4314）を上回る水準で安定することになるため、実現益が実現損を上回る個人投資家が多くなる。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（図表4）、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。従って、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という観点では、マイナス面よりもプラス面の方が大きくなると思われる。

一方、株価がさらに下落して2000台半ばまで下落して安定するようだと、信用買い残の平均取得コストを約4割下回ることになり、またリーマンショック後の平均的な株価水準に戻ることもなるため、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好影響はほとんどないだろう。従って、高値掴みした個人投資家の実現損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と見ている。そして、その中間に位置する3000台半ばで乱高下が続くようなら、プラス材料とマイナス材料が相殺して、中国経済全体に与える影響は限定的なものに留まると思われる。

（三尾 幸吉郎）

図表4:



(資料)CEIC のデータより筆者作成