

株価下落が中国経済に与える影響

個人消費の冷え込みと不良債権の拡大加速に注意

アジア調査部中国室長

伊藤信悟

03-3591-1378

shingo.ito@mizuho-ri.co.jp

- 6月半ば以降、中国の株価が急落している。景気刺激策への期待などから個人投資家を中心に投機的な買いが盛んになり、その調整を余儀なくされた形だ
- 中国政府は株価急落が続く可能性を否定しているものの、景気の足腰の弱さ、高水準の信用取引残高、景気対策の執行の遅れ、株式取引への監督管理強化など、不安材料は少なくない
- 株価下落が続いた場合、家計金融資産に占める株式の割合が高まっているだけに、個人消費の冷え込みが懸念される。株式市場に流入した銀行資産が不良債権化するリスクにも注意が必要

1. 株価の急落 ～バブル懸念の高まりとその調整～

(1) バブル懸念の高まり

2015年6月半ば以降、中国の株価が急落している。上海総合株価指数は、6月12日に2008年1月以来の高値である5,166をつけた後、急激に下がり、6月26日には4,193にまで下落した。6月12日対比で18.8%もの下落である(図表1)。深圳総合株価指数の下落幅はそれ以上に大きく、6月12～26日の間に3,141から2,503へと、20.3%も値を下げた。

2014年後半、とりわけ2015年に入って以降、中国の株式市場のバブルを懸念する声が高まっていた

図表1 上海総合株価指数



(注) 過去10年平均PERは2005～2014年平均。直近値は2015年6月26日。

(資料) Bloomberg

ことは確かだ。景気が減速しているにもかかわらず、政府による景気刺激策への強い期待などを背景に、株価の高騰が続き、株価と実体経済の乖離が広がっていたためである。上海総合株価指数は2014年末から今年6月12日の間に59.7%も上昇、深圳総合株価指数に至っては1.2倍となった。実績PERも、2007年から2008年初頭にかけての株価高騰期を含む過去10年間（2005～2014年）の平均を上回る水準にまで上昇した。今年6月12日のピーク時点で上海は25.9倍（過去10年平均は20.1倍）、深圳は77.0倍（同34.7倍）に達している。出来高の増加も著しく、2014年平均を1とすると、2015年6月平均（ただし26日まで）は、上海で3.5、深圳で2.8に膨らんだ。株式売買回転率も2015年に入り顕著に高まっている（図表2）。

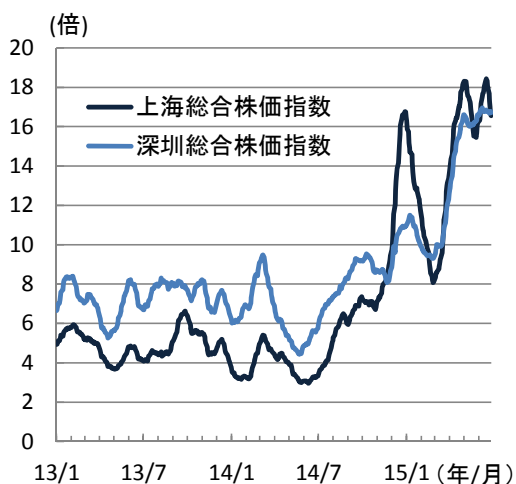
これらの数字が示唆するとおり、中国の株式市場は投機的色彩を強くもつようになった。その様子は、信用取引の急拡大となって端的に現れている。上海・深圳合計の信用取引残高は2014年後半以降、急増し、2015年5月以降は、時価総額対比で4%台にまで膨らんでいる（図表3）。

（2）株価高騰の背景 ～個人投資家の投機が活発化～

このように株式市場での投機が活発化した理由としては、景気刺激策への強い期待のほか、投機対象とされてきた不動産市場が2014年に入り本格的な調整局面を迎え、新たな投機対象を探す動きが広がったことがあげられる。また、中国政府による資本市場の育成方針の明確化¹、上海・香港間の株式相互取引の開始（2014年11月）といった改革の効果に対する期待が高まったことも、株式市場への資金流入を促したと考えられる。

とりわけ熱を帯びたのが、個人投資家による株式投資である。「全民炒股」（国民全員が株式投機に参加中）とすらいわれるようになった。2015年1～3月期の上海・深圳両市場の売買代金は前年比238.4%増の41.2兆元となったが、そのうち個人の売買が8割以上を占めたと中国証券監督管理委員会が述べている²。2015年4月13日には中国本土の投資家のA株取引口座に課されていた「1人1口座」という規制が撤廃され、複数の口座の開設が認められ、それが個人投資家の株式投資に拍車をかけた。実

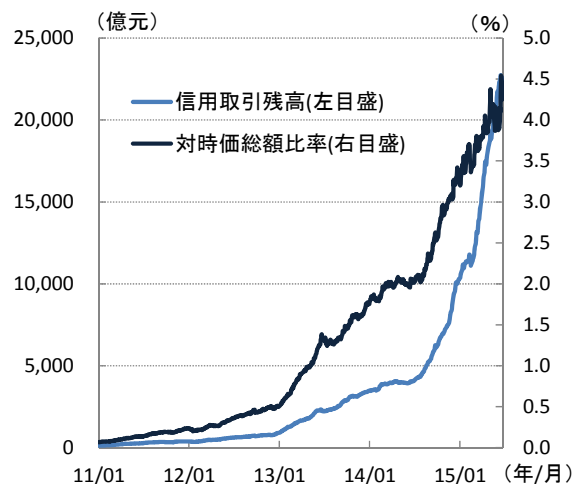
図表2 株式売買回転率



(注) 株式売買回転率は、売買代金×250日÷浮動株の時価総額として計算（20日移動平均）。直近値は2015年6月26日。

(資料) Bloomberg

図表3 信用取引残高



(注) 上海・深圳A株市場の合計値。時価総額は流動株の値。直近値は2015年6月25日。

(資料) 上海証券取引所、深圳証券取引所、CEIC Data

際、上海・深圳の個人保有のA株取引口座数は、2015年3月末の2億2,456万口座から5月末には2億5,470万口座へと、2カ月で13.4%も増加している。

(3) 株価急落の契機は何か？

6月半ばを境に、何が潮目を変え、株価を急落させたかについて、市場では主に以下のような説明がなされている。

第一に、新規株式公開（IPO）の増加による需給悪化懸念の高まりである。急落の契機となった6月15日、16日の下げはこの理由が大きかったといわれることが多い。

第二に、信用取引に対する規制強化案の発表である。6月12日に発表された「証券会社信用取引業務管理弁法」の意見徴収案に、証券会社は信用取引の規模を純資本の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嫌気され、6月15日の株価下落につながったとの説明もなされている。

第三に、不動産価格の下落が一服し、不動産市場に株式市場から投機資金が還流し出したのではないかと指摘もある。6月18日に5月の新築住宅価格上昇率が国家统计局から発表され、前月比で価格が上昇した都市の増加傾向が緩やかながらも続いていることが確認された（図表4）。高値警戒感が高まっている株式市場から底入れ感の出た不動産市場に投機資金が流れている可能性がある。実際、深圳などの大都市では住宅投機の動きが再び活発化し始めたとの報道もみられるようになっている。

第四に、金融緩和の後退観測である。中国人民銀行は6月25日に公開市場操作でリバースレポにより350億元を供給した。公開市場操作による小規模な流動性の供給ではなく、預金準備率の引き下げによる流動性の大量供給を予測していたアナリストからは、景気てこ入れが弱まったとの説明がなされた。それが株価下落の一因になったとの解説もみられる。

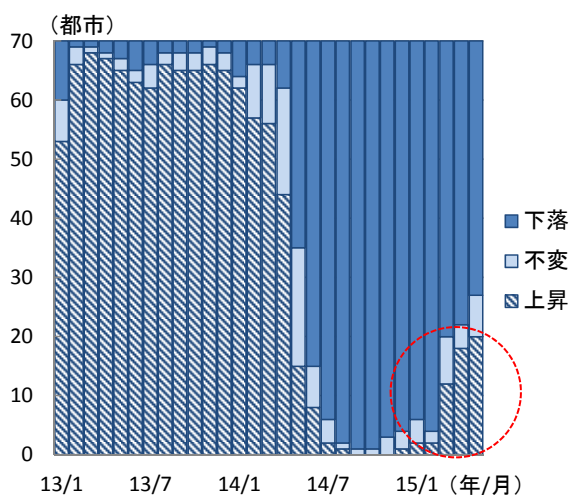
2. 株価下落が中国経済に与える影響

(1) 中国政府の認識 ～株価調整は必要だったが、さらなる暴落の可能性は低いことを示唆～

今回の株価下落について、証券監督管理委員会は6月26日に開催した定例記者会見で³、過度に速いスピードで上昇したことに対する市場の自律的調整、上期末ゆえの流動性のタイト化、投資家のデレバレッジの動きなどが重なり合って生じたとの認識を示した。証券監督管理委員会は2014年11月以来、折に触れ、理性的な投資を国民に呼びかけてきたが、今回の記者会見で、株価の調整は必要だったとの認識を同委員会が共有していたことが明示されたといえよう。

ただし、証券監督管理委員会は、株価が今後も大幅な下落を続ける可能性は低いとの認識を持っているようである。上記の記者会見で、①「改革開放ボーナス」（改革開放がもたらすプラスの経済効果）

図表4 新築住宅価格の騰落都市数



(注) 前月比でみた価格の変動。
(資料) 中国国家统计局、CEIC Data

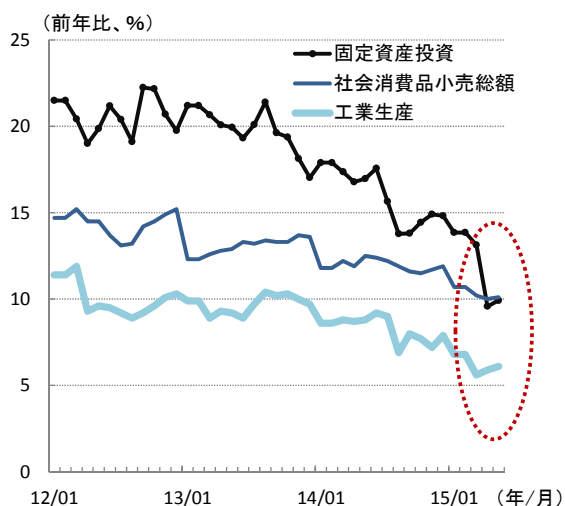
が期待できる、②全体としてみれば流動性が十分に供給されている、③家計の資産ポートフォリオの基本的な構成に変化がみられない、④経済の回復傾向がさらに明確になっている、⑤安定成長、構造調整、民生向上のための各種措置が引き続き効果をもたらす、⑥「大衆創業・万衆創新」政策（創業・イノベーションの普及策）により株式市場の活力がさらに高まる、と述べ、これらの要因が株価を支えずとの見方を滲ませているからである。

（２）株価の不安定さが残る恐れも

証券監督管理委員会のいうように、確かに足元の主要経済指標に改善の兆しはみられるが、景気の底入れが明確に見て取れるほどの強さはまだない（図表5）。中国政府はインフラ投資の加速などを通じて景気をこ入れを強めているが、不動産市況の調整に伴う土地使用権売却収入の減少など、インフラ投資に必要な財源の確保などの面で不安材料がないわけでもない。その他の改革についても、中央政府が地方政府に速やかな対応を求めているなど、政策執行の遅れによる中国経済の下振れリスクは残存している。株価急落後の6月28日、中国人民銀行は2014年11月以来4回目となる利下げを実施、また、中小・零細企業向け・「三農（農業・農民・農村）」向け貸出比率が一定水準に達している金融機関の預金準備率も引き下げている。こうした措置から、中国経済に対する下振れリスクに対する警戒感を中国政府も強めていることが透けてみえる。

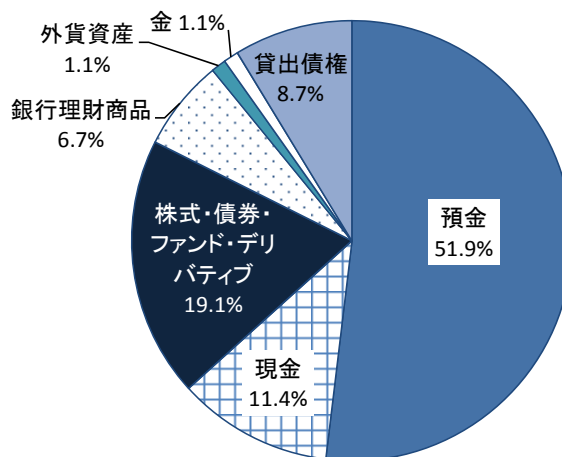
また、足元の信用取引残高の対時価総額比率は、前掲図表3で示したように、まだ高い。証券監督管理委員会は、上述の6月26日の記者会見で、法に基づく監督管理を引き続き行い、実名での口座開設規定に違反した形での信用取引、インサイダー取引などの違法行為を抑え込むという方針を改めて示しているが、それがさらなる株価下落につながるリスクもあろう。加えて、証券監督管理委員会は、IPOを認可制から登録制に切り替えていく方針である⁴。それがIPOの増加による株式の需給悪化懸念を生

図表5 主要経済指標



(注) 1. 1、2月は1～2月累計の前年同期比。
 2. 固定資産投資は年初来累計を単月に変換。
 3. 工業生産は実質値。社会消費品小売総額、固定資産投資は名目値。
 (資料) 中国国家统计局、CEIC Data

図表6 家計金融資産の構成 (2013年)



(注) 一般家庭を対象とした西南財経大学中国家庭金融調査と研究中心が実施したサンプル調査。平均金融資産残高は6.2万元。
 (資料) 「小微企业指数报告：中国家庭资产正从楼市转向风险金融市场」(『财经网』2015年1月4日、<http://finance.caijing.com.cn/20150104/3790034.shtml>、2015年6月27日アクセス)

む可能性がないとはいえない。その他、外的ショックも含め、信用取引の連鎖的縮小につながるイベントリスクにも注視する必要があるだろう。

(3) 株価下落が個人消費に与える影響

では、株価暴落が続いた場合、マクロ経済にはどのような影響が及ぶ可能性があるだろうか。

第一に、個人消費への悪影響が考えられる。上述のとおり、個人投資家の裾野の広がりが見られるからである。2013年時点での中国の家計の金融資産残高は世帯平均6.2万元というサンプル調査がある（都市部1世帯当たり年間可処分所得中央値（推計）⁵の約9割に相当）。このサンプル調査によると、家計の金融資産残高の19.1%を株式・債券・ファンド・デリバティブが占めている（前頁図表6）。2014年以降の株価の高騰と個人投資家の裾野の広がりを考慮すると、金融資産残高に占める株式の比率はさらに大きく上昇している可能性が高い。同一の基準では比較できないが、日本の場合、株式・出資金・投資信託・債券の残高が家計の金融資産全体に占めるシェアは16.7%である（2014年末）⁶。中国は日本よりも株式を中心とするリスク資産の選好が強いといえるだろう。

別の指標からも、株価が個人消費に与える影響が無視しえないことがうかがえる。上海・深圳A株の時価総額（流通株のみ）に占める個人投資家の保有分のシェアは、2014年末で25.0%である⁷。この比率が上海・深圳株の流通株全体（上海A株、深圳メインボードA株・中小企業市場・ベンチャー企業市場の流通株）にも当てはまるとすると、個人投資家保有分の時価総額は2014年末で7.8兆元となる。これは、2014年の個人消費（24.2兆元）の32.5%に相当する規模だ。同様の手法で試算すると、2015年6月26日時点で個人投資家保有分の時価総額は11.6兆元にまで拡大している計算となる。株価下落の個人消費へのインパクトは一段と大きくなっているといえそうだ。

中国で発表された論文の中には、株価が10%下落した場合、都市部の個人消費が2.3%減少するとの推計結果を出しているものもある（四半期データを用いた分析）⁸。株価の大幅な下落が続く場合には、個人消費の冷え込みに注意する必要があるだろう。

(4) 株価下落が投資に与える影響

次に投資への影響を考えてみよう。株価の急落が続く場合、株式を担保とした借入れが難しくなり、投資への下押し圧力が強まる可能性がある。株式担保融資がどの程度投資に振り向けられているかは不明だが、その残高は6,000~8,000億元ともいわれている⁹。ただし、すべて投資用だと仮定しても、その規模は、2014年の固定資産投資対比で1.2~1.6%にとどまる。株式担保融資が低迷することによる投資への直接的な影響はそれほど大きくはないだろう。

株式市場の需給悪化に対する懸念から、IPOの認可制から登録制への改革が遅れ、2013年のようにIPOが抑えられる可能性もありうる。2014年通年のA株市場での資金調達額は669億元、2015年は1~5月だけで826億元と昨年を大きく上回っているが、固定資産投資に対する比率は2014年で0.1%、2015年1~5月で0.5%とそれほど大きくはない。それゆえ、IPOが凍結されても、投資の規模が著しく落ちることにはならないだろう。ただし、成長企業の資金調達、投資が阻害され、産業構造の高度化のスピードが弱まる恐れはある。

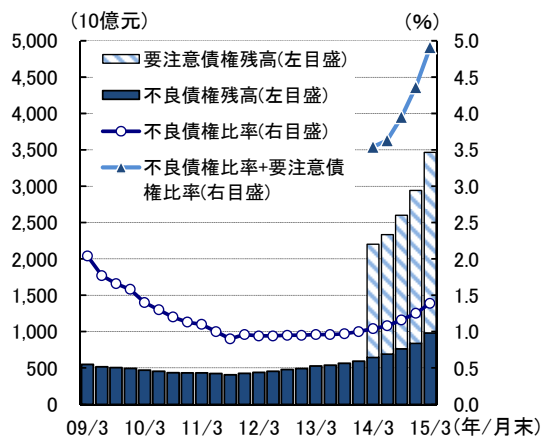
（５）株価下落が続けば、不良債権の拡大加速の恐れも

銀行から様々なルートを通じて間接的に株式市場に資金が流入していたり、株式を担保とした借入れが行われていたりするとの報道がみられる。例えば、信用取引に用いられるアンブレラ型信託商品（「傘形信託」）への資金供給、信用取引収益権を担保とした証券会社への貸出、大株主などに対する株式担保融資、個人による消費者ローンの株式投資への流用など、様々なルートで銀行の資金が株式市場に流れており、その額は少なくとも3兆元前後に達するとの推計もみられる¹⁰（2015年3月末の商業銀行の自己資本対比25.5%に相当）。

このところ景気減速に伴い、不良債権比率の上昇ペースが速まりつつある（図表7）。株価の急落は上記の取引の不良債権化を通じて、銀行の負担を増すことになる。銀行自身が株式市場への資金の流れを再点検する動きをみせたり、今年4月に証券監督管理委員会がアンブレラ型信託商品を禁止するなどの動きもみられる。こうした動きがデレバレッジを加速させ、金融不安を高めぬよう対策を強化することが求められている。

加えて、信用取引が膨らんでいるなか、株価の下落が続いてゆけば、証拠金積み増しのための不動産売却などが起こる可能性もないとはいえない。そうなれば、明るさが見え始めた不動産市場に冷や水を浴びせ、それが不良債権の拡大加速の要因となる恐れもある。今後の株価の動向とそれが金融に与える影響については注意深くウォッチしておく必要があるだろう。

図表7 商業銀行の不良債権



(注) 要注意債権残高は2014年より発表。
(資料) 中国銀行業監督管理委員会、CEIC Data

1 例えば、2014年5月には「資本市場の健全な発展のさらなる促進に関する若干の意見」（劉家敏「資本市場の健全な発展のさらなる促進に関する若干の意見」(みずほ総合研究所『みずほ中国政策ブリーフィング』2014年6月25日))、「証券経営機関の革新発展のさらなる促進に関する意見」がそれぞれ国務院、証券監督管理委員会から発表されている。

2 中国证券監督管理委員会「关于新投资者激增、全民炒股风险的问答」2015年4月28日 (http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/tzzbhl/tbtzzjy/tbfxff/201504/t20150428_275686.html、2015年6月27日アクセス)。

3 中国证券監督管理委員会「2015年6月26日新闻发布会」2015年6月26日 (http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwfbh/201506/t20150626_279827.html、2015年6月27日アクセス)。

4 例えば、中国证券監督管理委員会「股票发行注册制的改革理念、责任配置与制度建构——黄炜主席助理在“2015陆家嘴论坛”上的讲话」2015年6月26日 (http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201506/t20150626_279771.html、2015年6月27日アクセス)。

5 2013年の都市部1人当たり可処分所得(メディアン)×2012年の1世帯当たり人数をもって2013年の1世帯当たり可処分所得とした。

6 日本銀行調査統計局「資金循環の日米欧比較」2015年3月23日 (<http://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>、2015年6月27日アクセス)。

7 中国人民银行金融稳定分析小组「中国金融稳定报告2015」中国金融出版社、2015年。

8 胡永刚・郭长林「股票财富、信号传递与中国城镇居民消费」（『经济研究』2012年第3期、pp.115-126）。なお、この論文では株価が10%上昇した場合、都市部の個人消費は1.1%押し上げられるとの結果が出ており、株価下落の場合と比べるとインパクトが小さいとされている。

9 「剖析银行资金入市路径：规模超3万亿」（『财新周刊』2015年5月8日、http://m.weekly.caixin.com/pad/2015-05-08/100807430_all.html#page1、2015年6月28日アクセス)。

10 同上。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。