

米国発金融危機の中国の株式市場への影響

関 志雄

■ 要 約 ■

1. 9 月中旬に、米国の大手証券会社リーマン・ブラザーズが倒産し、米国発の金融危機が深まる中で、中国の株式市場は他の主要市場とともに急落した。金融の安定のために、中国当局は素早く利下げと預金準備比率の引き下げを組み合わせた金融緩和や、印紙税の減免をはじめとする株価挺入れ策を実施した。
2. 最近の大幅調整を経て、中国の株価は、企業の収益といった、市場の基礎的条件から判断して、すでに大幅に割安な水準まで低下している。株の中長期の保有を前提とすれば、その投資価値はむしろ増している。
3. 中国の景気は当面、悪化傾向が続くが、今後も更なる金融緩和と株価挺入れ策の実施が予想され、これらの対策は株価の下支えとなろう。

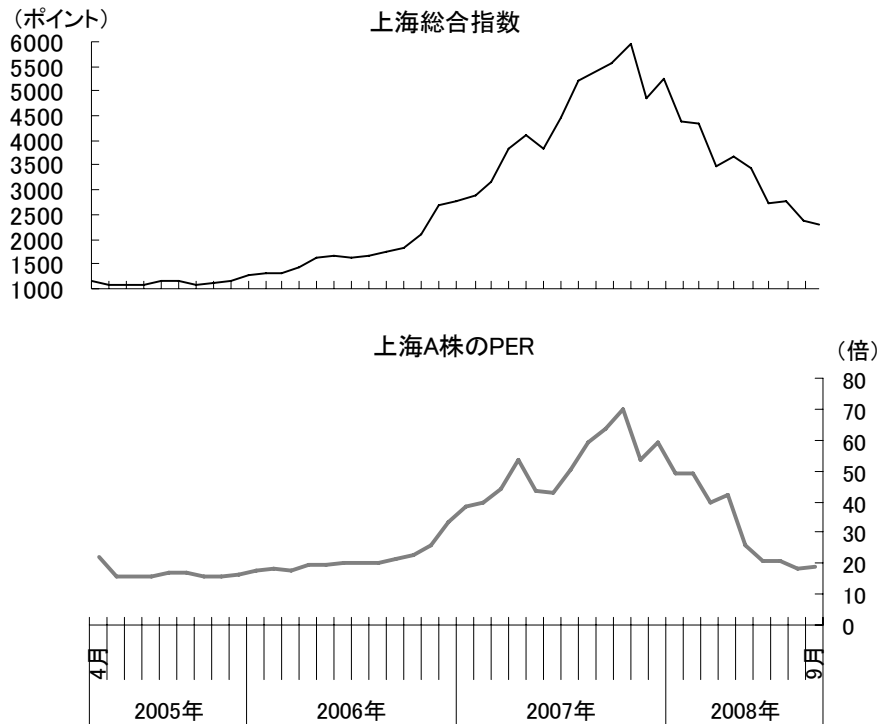
I 内外環境の悪化で急落した株価

中国では、2007 年 10 月以降、内外環境の悪化を受けて、それまで急騰してきた株価が一転急落している。

流動性の膨張や 05 年春から始まった非流通株改革の進展などを背景に、株価が急騰し、中国共産党第 17 回全国代表大会が開催された 07 年 10 月中旬には上海総合指数は一時 6000 ポイントを超えた。05 年 6 月頃は 1000 ポイントであったから、2 年 4 ヶ月で 6 倍になったことになる。しかし、その頃から、米国のサブプライム問題をきっかけに、世界の主要市場で株価が急落し始めた。当初、中国の株価の調整は小幅にとどまっており、高成長を背景に中国が海外の影響をそれほど受けないという、いわゆる「デカップリング（世界経済の非連動）」現象が注目された。しかし、サブプライム問題の影響が、世界の金融市場にとどまらず、実体経済に広がるにつれ、世界同時株安の波はついに中国市場に及ぶようになった。特に、2008 年 1 月中旬以降、上海総合指数の下げ幅は世界の主要市場の中で最も大きくなった。

上海総合指数は、8 月の北京オリンピック開催期間中も 10%ほど急落し、さらに 9 月にはリーマン・ブラザーズの破綻を契機に一段と下がった。9 月 18 日には 1900 ポイントを割り、6000 ポイントを超えた 2007 年 10 月に記録した高値と比べて、70%ほど低下した（図表 1）。

図表 1 急騰から急落に転じた株価



(出所) 上海証券取引所

もともと、厳しい資本規制が敷かれている中国では、金融機関が保有している外貨資産が少なく、大手各社の発表によると、サブプライムローンの不良債権化とリーマン・ブラザーズの破綻による直接的損失は限定的である。しかし、金融不安が高まる中で、世界の資金が株式市場から国債や金といった「安全資産」に逃避し、中国においても、株式離れがいつそう加速したのである。

世界同時株安に加え、次の3つの国内要因も、中国の株価下落に拍車をかけた。

まず、これまで株価が企業の実力から大幅に乖離していたことである。05年6月から始まった株価上昇過程では、企業収益が大幅に改善したが、それでも株価上昇のペースに追いつかず、株価収益率（PER）は05年の20倍から07年10月には70倍へと上昇した。これは、1980年代後半の日本のバブルのピーク時に匹敵する高水準である。今回の株価の急落は、理性なき熱狂によって押し上げられた株価が、企業収益に見合った適正水準に「回帰」する過程でもある。2008年10月現在、株価収益率は15倍前後まで低下してきている。

第二に、株式市場における需給関係が悪化していることである。2005年春からの非流通株改革を経て、発行済み株数の7割を占めた非流通株のほとんどが、一定のロックアップ期限を過ぎれば、自由に売却できるような仕組みができた。その大量解禁の期限が迫ってきている。流通可能になった国有株と法人株が大量に売却されることは、日本における「持ち合いの解消」と同じように、株価を押し下げる要因となる。

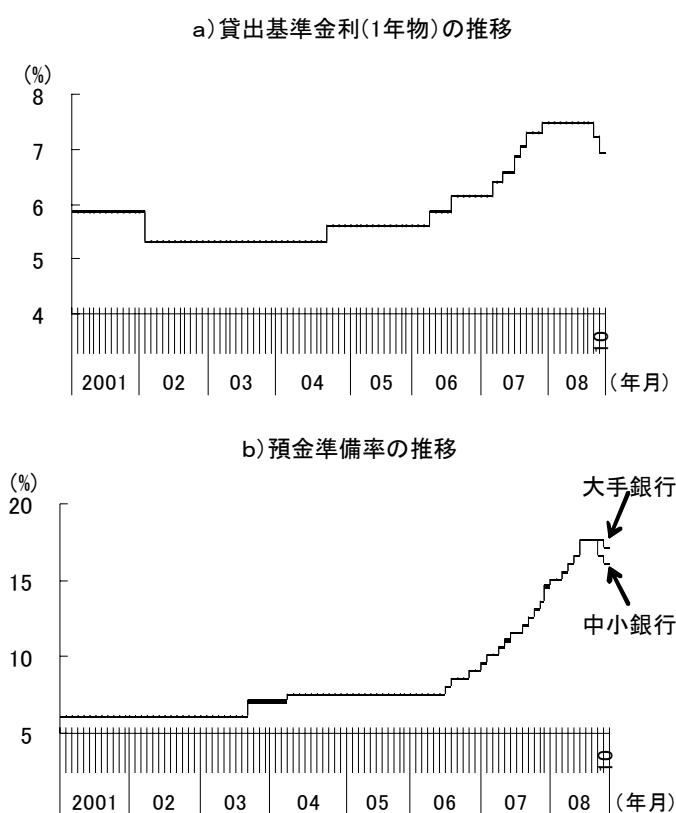
第三に、インフレの加速を背景に当局が金融引き締めの方針を強めていたことである。

利上げや、融資に対する量的規制が、企業の資金調達コストを高め、企業の収益を圧迫していた。

Ⅱ 引き締めから緩和へと転換した金融政策

中国当局は、国際金融市場の混乱による国内経済への影響を抑えようと、金融政策のスタンスを引き締めから緩和へと方向転換した（図表 2）。

図表 2 引き締めから緩和へ転換する金融政策



(注) 2008 年 9 月に実施された 1 ポイントの預金準備率の引き下げは、中国工商銀行、中国農業銀行、中国銀行、中国建設銀行、交通銀行、中国郵政儲蓄銀行を除いたその他の預金業務取り扱い金融機関のみが対象となる。また、四川大地震の被災地にある地方法人の金融機関は 2 ポイントの引き下げを実施する。

(出所) 中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

まず、中国人民銀行は 9 月 15 日に利下げを発表し、翌日に実施した。これにより、1 年物の貸出基準金利が 0.27 ポイント引き下げられた。その他の期間の各種貸付金の基準金利も、短期のもののほど下げ幅が大きく、長期のもののほど下げ幅は小さいという原則に合わせて調整されたが、預金の基準金利は据え置きとなった。

今回の利下げは、2002 年 2 月以来 6 年 7 ヶ月ぶりのもので、2004 年 10 月から始まった利上げサイクルの終焉を意味する。その間に、景気過熱の解消とインフレ抑制のために、9 回にわたって利上げが実施され、一年物の貸出基準金利が計 2.16 ポイント引き上げられた。しかし、景気の減速が顕著になるにつれて、政府のマクロ政策の方針も、強力な引き締め政策をもって「景気過熱とインフレを防止すること」（「両防」）から、「経済の平穏でかなり速い発展の維持と物価の速すぎる上昇の抑制を第一の任務とすること」（「一保一控」）に改められた（7 月 25 日、中国共産党の中央政治局会議）。CPI で見たインフレ率（前年比）は 2008 年の 2 月に記録した 8.7%（前年比）をピークに低下傾向に転じており、8 月には 4.9%となるなど、インフレ懸念が薄れる中で、当局は今回の利下げに踏み切ったのである。

利下げと同時に、人民銀行は、中小金融機関を対象に、預金準備率を 17.5%から 16.5%に引き下げると発表した（9 月 25 日に実施）。預金準備率は、2004 年 4 月から 2008 年 6 月の間に 19 回にわたって、計 11.5 ポイント引き上げられたが、今回の預金準備率の調整は、1999 年 11 月以来、約 9 年ぶりの引き下げとなる。

続いて、10 月 8 日に、中国人民銀行は預金と貸出の基準金利を 2008 年 10 月 9 日付でそれぞれ 0.27 ポイント引き下げると同時に、預金準備率も 10 月 15 日付で 0.5 ポイント引き下げると発表した。さらに国務院も、預貯金の利息に対する個人所得税を 10 月 9 日から一時的に免除すると発表した。

III 本格化する株価挺入れ策

金融市場を安定化させるために、金融緩和に加えて、当局は、株価挺入れ策を相次いで打ち出した。

まず、9 月 18 日に、財政部と国家税務総局は、株式の取引にかかわる印紙税の徴収の対象を当事者双方から譲渡者のみに改めると発表し、翌日に実施した。今回の調整は、4 月 24 日に印紙税率が 0.3%から 0.1%に下げられたことに続く税率の調整となる。その狙いは、株式売買にかかわるコストを下げることを通じて、低迷している株式市場を活性化させることである。

また、同日、国有資産監督管理委員会（国資委）は、中央企業（国資委直属の国有企業）の株式買い増し・買い戻しを支持し、国有系投資会社である中央匯金投資有限責任公司も、すでに保有している中国工商銀行、中国建設銀行、中国銀行の株式を、買い増すと発表した。2005 年から始まった非流通株改革を経て、これまで時価総額の 3 分の 2 を占

める非流通株（国有株、法人株）が一定のロックアップ期間（最長 3 年）を過ぎると売却可能になることは、需給関係の悪化懸念を招き、株価を押し下げてきた。これに対して、国有企業と投資会社による株買い増しは、需給関係の改善、ひいては株価の上昇につながると期待されている。

さらに、中国証券監督管理委員会（証監会）は 10 月 5 日に、近く、証券会社の証券信用取引業務を試験的にスタートすると発表した。証券信用取引は、市場の取引量を増加させて、証券市場の流動性を高める効果がある。

IV 底値を固める展開へ

最近の大幅調整を経て、中国の株価は、企業の収益といった、市場の基礎的条件から判断して、すでに大幅に割安な水準まで低下している。株の中長期の保有を前提とすれば、その投資価値はむしろ増している。中国は成長性の高い「新興国」であることを考えれば、企業収益が中長期にわたって伸び続けることが見込まれるため、PER は成熟した先進国と比べて高いはずである。したがって、ピーク時の 70 倍も異常だが、逆に長期低迷に陥っている現在の日本とそれほど変わらない今の 15 倍も行き過ぎだと言える。内外情勢が改善すれば、株価が上昇する余地は十分あると見られる。中国の景気は当面、悪化傾向が続くが、今後も更なる金融緩和と株価挺入れ策の実施が予想され、これらの対策は株価の下支えとなろう。