



変調する株式市場 バブルの崩壊が始まったのか

関 志雄※

要 約

1. 上海総合指数は、2007年10月までの2年あまりで約6倍に急騰し、バブルの域に達した。その背景には、好景気に伴う企業の業績の向上と企業所得税の税率の引き下げ、国際収支黒字の拡大によってもたらされた過剰流動性の発生に加え、非流通株改革をきっかけとするコーポレート・ガバナンスの改善への期待が挙げられる。しかし、その後、サブプライムローン問題に端を発した世界経済の減速懸念や、インフレ対策として採られた金融引き締めと人民元の切り上げを背景に、株価は調整局面に入っている。
2. 株価が急落しているとはいえ、上海A株の株価収益率（PER）は依然として50倍に近いという高水準となっており、さらなる株価調整の可能性も否定できない。株価が暴落することになれば、投資家の資産が目減りし、消費が低迷する一方、企業の資金調達のコストが割高になるため、投資も鈍化するだろう。予想される世界経済の減速も加わり、2008年8月のオリンピック開幕を待たずに、中国経済は、景気の転換点を迎える可能性が高い。

I、はじめに

中国では、2007年の経済成長率は11.4%と、2003年以来5年連続して二桁台に達している。その一方で、人民元の上昇を抑えるための為替市場への介入が、マネー・サプライの急拡大、ひいては流動性の膨張をもたらしている。これを背景に、インフレが加速し、不動産価格と株価をはじめとする資産価格も高騰した。特に、株式市場では、非流通株改革の進展も加わり、上海総合指数は、第17回中国共産党全国代表大会が開幕した2007年10月15日に6000ポイントを突破し、2年あまりで6倍となった。その後、サブプライムローン問題に端を発した世界経済の減速懸念や、インフレ対策として採られた金融引き締め策と人民元の切り上げを背景に、株価は調整局面に入っているが、企業の収益と比べて、割高感がまだ払拭されていない。その上、2009年以降に、国が保有している大量の「非流通株」の市場への売却が解禁されることによる需給関係の悪化懸念も加わり、株価の更なる下落のリスクを見ておく必要がある。

※ 関 志雄（榊野村資本市場研究所 シニアフェロー）

Ⅱ、株価急騰の背景

中国において株価が急騰した背景には、好景気に伴う企業の業績の向上と企業所得税率の引き下げ、国際収支黒字の拡大によってもたらされた過剰流動性の発生に加え、非流通株改革をきっかけとするコーポレート・ガバナンスの改善への期待が挙げられる。

まず、景気要因に関しては、中国は 2001 年の WTO 加盟をきっかけに成長が加速しており、2003 年以降、二桁台の高成長を遂げ続けている。その上、税制改革の一環として、企業所得税の標準税率が 2008 年 1 月に従来の 33%から 25%に引き下げられることから、企業の（税引き後）利益増が織り込まれる形で株価が上昇したのである。

また、流動性要因に関しては、中国は、貿易を中心とする経常収支と直接投資を中心とする資本収支のいずれにおいても大きな黒字を計上している。これを反映して、人民元は上昇圧力にさらされている。人民元の対ドル上昇を抑えるために、当局は、積極的にドル買い・人民元売りという形で外為市場に介入している。その結果、外貨準備とともに人民元の供給量も増えている。これによって形成された「過剰流動性」の一部が、株式市場に向かったのである。

過剰流動性は、2002 年以降の不動産価格上昇の原因であるともされているが、株価の上昇はそれより 3 年も遅れている。これは、大半の株が政府によって保有されるという中国の証券市場における制度的欠陥が、2005 年 4 月に始まった非流通株改革をきっかけに、ようやく是正されるめどが立つようになったからである。

中国の株式市場は、非流通株と流通株からなる二重構造によって特徴付けられている。約 7 割の株が実質上流通できないという従来の規制の下では、非流通株主（政府機関または国有企業）は株価の上昇よりも増資による純資産の拡大に熱心であった。また、流通株主は少数株主の立場に甘んじざるを得ないため、大株主である非流通株主によって指名される経営陣を監督し、彼らの経営行動を律することができなかった。その結果、中国の株式市場は一部の経済学者に「カジノ」とまで批判されるほど投機色が強く、本来の機能を十分に果たせていなかった。

しかし、2005 年から始まった非流通株改革を経て、株式市場には変化が見られはじめ、需要と供給を反映した価格メカニズムが働くようになりつつある。成熟した株式市場では、市場のシグナルとしての株価に導かれ、投資が優良企業に流れる一方、業績の悪い企業は市場に見放され、ひいては退場を余儀なくされてしまう。このような「良貨が悪貨を駆逐する」ともいうべきメカニズムを通じて、資金が有効に利用される。中国においても、生まれ変わった資本市場は投資効率を高めることを通じて、投資側と融資を受ける側の双方に利益をもたらすだろう。

また、政府がこれまで大量に保有していた国有企業の株を市場に売却する仕組みができたことで、今後、政府の持ち株が漸次売却され、民間の手に渡されると予想される。その結果、民間資本による持株比率が高まり、最終的には、国有企業の民営化の道が開かれることになる。それに伴うコーポレート・ガバナンスの改善、ひいては企業収益の向上が期待される。これを背景に、2005 年 6 月 6 日に一時 1000 ポイントを割った上海総合指数は、急上昇に転じ、第 17 回中国共産党全国代表大会が開催された 2007 年 10 月 15 日に、6000 ポイントを突破した。

Ⅲ、内外環境の悪化で強まる調整色

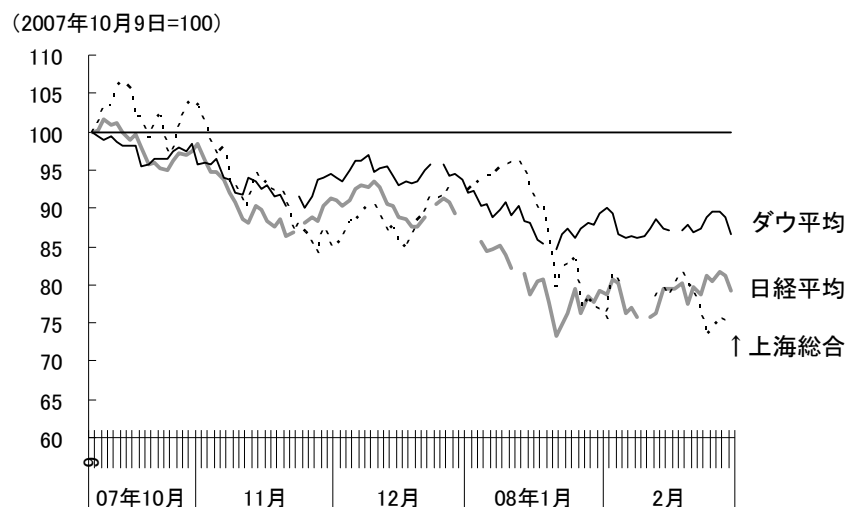
しかし、ちょうどその頃から、米国のサブプライムローン問題をきっかけに、主要市場において株価が急落し始めた。当初、中国の株価の調整は小幅にとどまり、高成長を背景に中国が外の影響を受けないといういわゆる「デカップリング」という現象が話題となった（図表）。しかし、サブプライムローン問題の影響が、金融市場にとどまらず、世界の景気にも広がりつつある中で、世界同時株安は、ついに最後の砦とされる中国市場にも及ぶようになった。特に、2008年1月中旬以降、上海総合指数の下げ幅は、他の主要市場を上回るようになり、3月中旬には4000ポイントを割る展開となった。2007年10月16日に記録した6092ポイントを基準にすると、調整幅はすでに3割を超えている。

世界の同時株安に加え、企業の実力から大幅に乖離している株価や、悪化する市場の需給関係、さらにはインフレの上昇を背景とする金融引き締めといった国内要因も、中国の株価の下落に拍車をかけている。

まず、2005年6月から始まった株価の上昇過程において、企業の収益が大幅に改善したが、それでも株価の上昇ペースに追いつかず、株価収益率（PER）は2005年の20倍から2007年の10月には70倍へと上昇した。これは、1980年代後半に日本が経験したバブルのピーク時に匹敵する高い水準である。その上、企業の利益の中には、株投資から得たキャピタルゲインも一部含まれており、本業で稼いだ利益をベースに計算するとPERは更に高かったことになる。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、企業の収益に見合った適正水準に「回帰」する過程でもある。株価の調整はすでに始まったとはいえ、上海市場のPERは依然として50倍前後という高水準となっており、割高感が十分払拭されるに至っていない。

また、証券市場における需給関係が悪化している。2005年春から始まった非流通株改革を経て、中国の証券市場における発行済み株数の七割を占めてい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。その解禁の期限が迫っ

図表 中国にも波及する世界同時株安



(出所) Bloomberg より野村資本市場研究所作成

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¹。

非流通株売却の解禁に加え、H株の本土市場への回帰を含めて、大型IPOが相次いだことも、株価下落のリスク要因となっている。当初、株価の上昇と資金の流入が「好循環」を成していたが、供給の急拡大などをきっかけに株価の調整色が強まる中で、今後は逆に株価の下落と資金流出という「悪循環」を警戒しなければならない。

さらに、インフレの加速を背景とする金融引き締めもマイナス材料となっている。金融引き締めを受けて、株価だけでなく、これまで一本調子で上がってきた不動産価格も変調を見せ始めており、資産価格のバブルが崩壊し始めている。

株価暴落の打撃をもっとも大きく受けるのは、最近になって、割高になった株を買った小口投資家であろう。これは、社会の不安定化につながりかねず、不満の矛先は、株価の急落を防げなかった政府に向かいかねない。

金融面では、株価が低迷期に入れば、流入する資金も細くなり、せっかく非流通株改革を経て向上した証券市場の資金調達と運用の場としての機能が再び低下してしまいかねない。また、日本の経験が示しているように、株と共に不動産バブルが崩壊すれば、銀行部門の一部の融資が回収不能となり、不良債権比率の上昇は、貸し渋りという現象をもたらすだろう。中国は、1997年のアジア経済危機以降、国有商業銀行の不良債権を処理するためにすでに巨額の公的資金を費やした。しかし、国有商業銀行が相次いで外国の金融機関の巨額の出資を受ける中で、公的資金でこれらの銀行を救済することは、政治的に難しくなる。

マクロ経済の面では、株価の暴落により、投資家の資産が目減りし、消費が低迷する。また、企業の資金調達のコストが割高になるため、投資も鈍化するだろう。予想される世界経済の減速も加わり、2008年8月のオリンピック開幕を待たずに、中国経済は、景気の転換点を迎える可能性が高い。

¹ 関志雄「株価を抑える要因となる『非流通株の売却解禁』」『季刊中国資本市場研究』2008年冬号参照

著者紹介

関 志雄 (かんしゆう)

株式会社野村資本市場研究所 シニアフェロー

1957年香港生まれ。香港中文大学卒、1986年東京大学大学院博士課程修了、経済学博士。

香港上海銀行、野村総合研究所、経済産業研究所を経て、2004年4月より現職。

主要著書に『円圏の経済学』（1996年度アジア・太平洋賞）、『円と元から見るアジア通貨危機』、
『日本人のための中国経済再入門』、『人民元切り上げ論争』（関志雄／中国社会科学院世界経済政治研究所編）、『共存共栄の日中経済』、『中国経済革命最終章』、『中国経済のジレンマ』、『中国を動かす経済学者たち』などがある。



Chinese Capital Markets Research