

今週のトピック – 2015年7月13日

上海総合株価指数は6月12日の直近ピーク時から30%以上下落しました。先週末は2日間で10%の反発が見られたものの、中国株式市場のバブル及びバブル崩壊による富の増加及び損失は桁外れです。中国株式市場の時価総額は年初から6月中旬のピークまでの間に、2倍となる10兆ドル⁽¹⁾に膨れ上がっていました。ところが直近の下落によって4兆ドルの時価総額が失われました。これはドイツおよびフランスの株式市場を合算した時価総額と一致します⁽²⁾。海外投資家は、株式市場の崩壊が中国の経済動向及び財政ファンダメンタルズの急激な悪化につながるものであるのか、また株式市場の下落自体が、グローバルの経済成長や資源相場、金利動向に重要な意味を持つ中国経済のハード・ランディングのきっかけとなるのではないかと、ということに対し懸念を強めています。

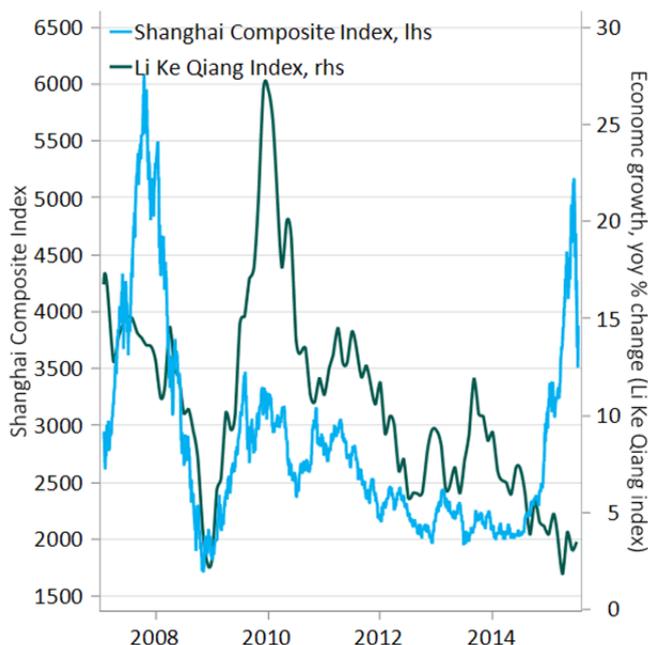


デビッド・ライリー

パートナー兼クレジット戦略ヘッド

今週のチャートでは、与信の伸びや発電量、鉄道貨物量などを基に算出した中国の経済成長を示す指標である「Li Ke Qiang 指数」と、上海総合株価指数を比較しています⁽³⁾。これによると、中国では株式市場と経済成長の間にわずかな相関しかないことがわかります。2008年以降の力強い景気回復にも関わらず、株式市場は2008年前の最高値圏には到達しておらず、2010年から2013年にかけては目を見張る経済成長が見られたものの、実際に株式市場は下落基調となりました。反対に、2014年後半から2015年初めにかけての株式市場の急上昇は、経済成長の減速の期間と一致しています。株価の急上昇は緩和策に対する高まる期待と、多額の債務を抱えた経済モデルからの移行の一環とした、当局の奨励による恩恵を受けたものであると言えます。

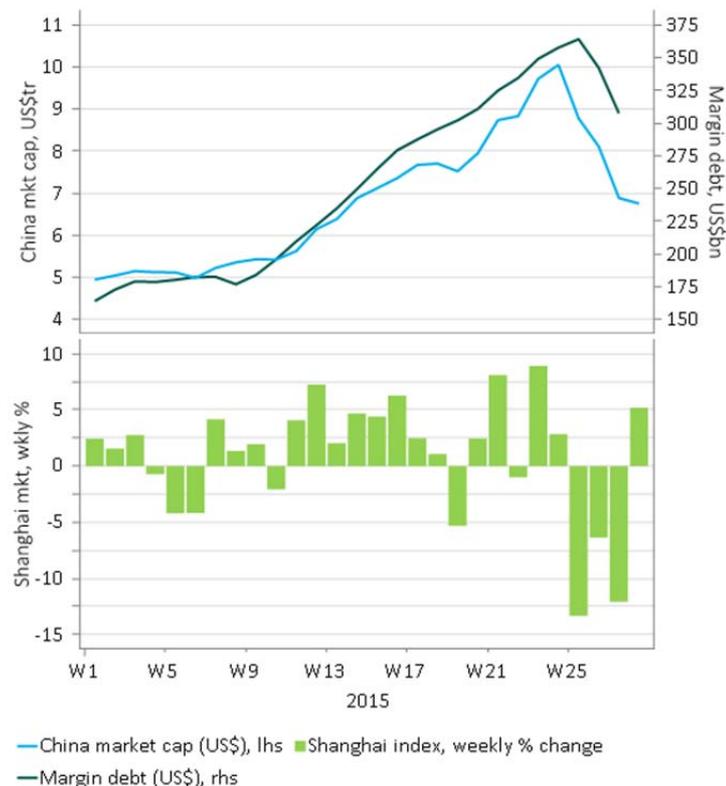
図1. 中国の株式市場と経済成長



出所: Macrobond, Bloomberg; 2015年6月30日、2015年7月10日

ただし株式市場のバブルは債務によっても誇張されています。証拠金負債(株式購入資金の借り入れ)は1兆元(1,640億ドル)から2.3兆元(3,650億ドル)に拡大しており、これは浮動株全体の8%に値する額です。HSBCの資産によると、現金や銀行預金がほとんどを占める中国家計の金融資産において、株式が占める割合は13%程度にすぎないとのこと。さらに、民間セクターの新規株式上場(IPO)による資金調達も、5月までに2,900億元(470億ドル)と活況であったにもかかわらず、依然として銀行からの融資には及びません。上海および深センの個人投資家と企業(及びその経営陣)は株式市場の30%以上の下落によって苦しむと見られます。ほぼ確信を持って言えることは、「非公式」および未記録の証拠金貸出(いわゆるシャドー・バンキングによるもの)の存在から、実際の銀行のエクスポージャーは公表されている数字よりも大きいであろうということです。ただし商業銀行の資産が28兆ドル(GDPの280%)であることを考慮すればこれは少額です。不透明感および継続的なリスク要因を認識しながらも、ブルーベイでは株式市場の急落が金融市場の安定および実体経済におよぼす影響は限定的であり、政策担当者によって抑制可能な範囲内であると考えています。

図2. 中国の株式市場と時価総額と証拠金負債（米ドルベース）



出所: Macrobond, Bloomberg; 2015年7月10日

しかしながら、株式市場の急上昇とその後の急落への政策対応は、当局が与信主導の投資及び不動産投資に頼ることのない経済への移行を促しながら、持続的な経済及び財政の安定をもたらすための当局の能力に対する信頼を損なうものでした。当局による異例とも言える介入を経ても株式市場は依然として脆弱で、足元では株式の半分が取引停止となっています。中国経済を転換するにあたり重要な要素となる金融市場の自由化を実現するための政策担当者の信頼性は、今回の株式市場の急上昇／急落を経て損なわれる結果となりました。中国の証券会社のアナリストであるAmy Linの言葉を借りれば、「中国政府は牛(ブル= 上げ相場)が速く走りすぎたと考えたのでしょうが、熊(ベア= 下げ相場)がもっと速く走ることが出来るとは誰も想像していなかったでしょう⁽⁴⁾」ということです。

- (1) Bloomberg 中国時価総額指数, USDベース
- (2) Bloomberg ドイツ時価総額指数及びフランス時価総額指数の合計
- (3) 「Li Ke Qiang指数」は現在の中国の李克強首相にちなんで名づけられた指数です。李氏は以前、中国の「人工的な」GDPの数字よりもこのような指数の方が好まれると発言したとされます。
- (4) Wall Street Journal, 2015年7月6日

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド
 関東財務局長（金商）第 1029 号
 加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点（2015年7月13日）のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途「契約締結前交付書面」等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなされるようお願いいたします。