

2015年7月21日

中国株式市場におけるバブルの解明



By Simon Cox

Managing Director and Investment
Strategist
BNY Mellon Investment Management
Asia Pacific

中国株式市場の驚くべき強気相場は終わりを告げました。しかし、その原因や影響に関する議論は今も喧々諤々と続いています。

6月中旬に中国株のバブルがはじけて以来、膨大な量のコメントや解釈、そして嘆きの声が飛び交いました。なぜ中国株式市場でバブルが発生し、そして破裂したのか？ その結果、中国経済はどれほど大きな打撃を受けるのか？ 何が株価下落を食い止めようとする行為に中国政府を走らせ、なぜ当初はそれがほとんど効果を発揮しなかったのか？ 中国共産党が市場から整合性を取り上げる一方で、市場は共産党から信頼性を奪い取ったのか？ といったことを人々は知りたがっています。様々なアイデアが乱れ飛ぶ市場では、これらの質問すべてに千差万別の答えが用意されています。

中国株式市場に起きたことに関する最も一般的な説明は次のようなものです: 中国政府は景気減速に対抗するため投機的なバブルを作り出そうとした。政府は口先介入で株価を押し上げ、取引コストを引き下げ、海外投資家を市場に呼び込んだ（上海市場と香港市場の相互取引制度を通じて）。

この説に基づけば、中国政府は重い債務負担を抱えた国有企業を支援し、資本の乏しい国内銀行が外部の投資家から資本調達するのを後押しするため、株価上昇を望んでいました。しかし、バブルが破裂すると、中国の指導部はパニックに陥りました。彼らは、多くは借り入れた資金で株式を購入していた数百万人にも上る個人投資家や、融資の担保として自社株を差し入れていた企業の内部関係者の怒りを恐れていました。さらに、不動産市場の減速で悪化していた幅広い経済分野に及ぼす影響や、無謀な融資を続けていた国内銀行の間接的なエクスポージャーについても懸念していました。

不安に駆られた中国の指導部は、規制に関する良心や市場原理をかなぐり捨てるような行動に乗り出しました。彼らは2013年11月に「リソースを配分する上で市場に決定的な役割を委ねる」という素晴らしい決定¹を下していたにもかかわらず、7月4日にかなり強引な市場救済策に着手しましたが、少なくとも当初はうまく機能しませんでした。

¹ Decision of the Central Committee of the Communist Party of China on Some Major Issues Concerning Comprehensively Deepening the Reform, January 2014
<http://lawprofessors.typepad.com/files/131112-third-plenum-decision---official-english-translation.pdf>

具体的に言えば、新規株式公開（IPO）を停止して新株の供給を阻止したほか、一部の企業や組織（5%以上の株式を保有している大株主²を含む）に株式などの資産を購入し、6ヶ月は売却しないよう求めました。また、国有の中国証券金融は中国人民銀行の支援を受け、証券会社に投資家への融資を促す措置を講じました。そればかりか、政府は株価の下落を食い止めるため、1,400社³以上の上場企業に株式の取引停止を認めました。

For a brutal few days, none of these efforts could stop the selling pressure. Too many stocks were overvalued; too many stockholders underwater.

市場が激震に見舞われた最初の数日は、こうした対策はいずれも売り圧力を抑えることはできませんでした。あまりに多くの銘柄が過大評価されており、あまりに多くの投資家が含み損を抱えていたためです。株価下落により、信用取引で（つまり、金を借りて）購入した株式の担保価値が下落したのです。そうした担保は売却され、株価のさらなる下落を引き起こしました。7月8日までに、上海総合株価指数は6月12日につけた高値から3分の1近く下落し、政府が「救済」に乗り出してから5%近く値を下げました。投資家は政府による介入を、投資を継続する理由ではなく、売却するチャンスと受け止めたのです。株価が部分的ながら回復に向かったのは、政府機関やその仲間が大胆にも直接的に株式の購入に踏み切ったからです。

こうした説明には多くの真実も含まれていますが、一部は当然ながら憶測であり、つじつまが合わない部分もあります。多くの疑問が残されたままとなっています。

中国政府は本当にバブルを作り出したのか？ 中国の国営メディアが昨年夏から秋にかけて強気相場を称賛し、さらなる上昇余地があると伝えた記事を見つけ出すのは容易なことです。ブルームバーグの調べ⁵によると、新華社通信は2014年9月に、そうした記事を1週間のうちに少なくとも8本配信しました。

それほど強烈な印象は残さなかったものの、それ以前に配信された同じような記事を探し出すのも難しくはありません。ロイター⁶は2012年に、「中国の当局者は今年、個人投資家に国内の“優良株”への投資を促すことに忙しかった」と伝えました。その記事では、優良株が割安だ⁷と指摘した規制当局責任者の有名なスピーチが引用されました。ブルームバーグ⁸によると、そのコメントが初めて伝えられてから6ヶ月後に、優良株の株価指数は8%以上下落しました。

² China Securities Regulatory Commission, July 2015
http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201507/t20150708_280700.htm

³ Caixin online, How Beijing Intervened to Save China's Stocks , July 2015
<http://english.caixin.com/2015-07-16/100829521.html>

⁴ SSE Composite Index, Bloomberg

⁵ Bloomberg, China's State Media join Brokerages saying Buy Equities, September 2014
<http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-09-03/china-s-state-media-join-brokerages-saving-buy-equities?utm>

⁶ Reuters, REFILE-CHINA MONEY-Selling blue-chips will take more than low PEs, May 2012
<http://www.reuters.com/article/2012/05/14/markets-china-stocks-idUSL4E8GE00I20120514>

⁷ China Stocks Drop Most in Week as FDI Slump Adds to Economy Risk, February 2012
<http://www.bloomberg.com/news/articles/2012-02-15/chalco-leads-state-stock-rally-on-pledge-to-help-europe-china-overnight>

⁸ Bloomberg, Shanghai Shenzhen CSI 300 Index
<http://www.bloomberg.com/quote/SHSZ300:IND>

大半の話によると、中国政府は国有企業や銀行が資金調達するのを助けるため、株価を押し上げたいと考えていました。しかし、投機好きな中国の投資家は創業したての企業やテクノロジー株など、他の銘柄⁹に目を向けていました、政府が当初、本当に株式市場に活気を与えていたとすれば、いずれコントロールできなくなる怪物を生み出していたに違いありません。

実際、株価の上昇ペースが加速するのに伴い、規制当局は割り切れない思いを強めていった模様で、バブルにさらなる空気を送り込むのを渋っていたようです。しかし、バブルを破裂させる用意もしていませんでした。規制当局は1月16日に、ブローカー3社に対して新たな信用取引口座の開設を禁じる措置を講じました¹⁰。それを受け、市場は1日の下げ幅としては6年以上ぶりの大幅安を演じました。4月17日には、当局は信用取引のルールを強化する一方、空売り規制を緩和しました。しかし、その1日後には、彼らは市場を下落させる意図はないことを明確に示す¹¹必要性を感じることになりました。結局のところ、中国政府は株価上昇を望んでいましたが、バブルを求めていたわけではありません。しかし、バブルを食い止めるために必要な措置を講じる用意は整えていませんでした。

株式市場の崩壊は経済を破滅させるか？ ほとんどのエコノミストは「ノー」と答えます。家計資産に占める株式の割合はわずか（コンサルタント会社キャピタル・エコノミクスによると、株式を保有している中国人は30人に1人しかいない）であるため、株価下落が消費支出に大きな打撃を与えることはないでしょう。また、企業の資金調達手段に占める株式発行の割合も低い（2015年上半期は5%未満）ため、株安が投資を大きく損なう恐れもなさそうです。

株式市場に関わっている証券会社や他の金融機関は、当然ながら経済の一部です。市場の出来高が膨らめば彼らのビジネスも拡大し、国内総生産（GDP）を押し上げる直接的な要因となります。中国経済が2015年上半期に7%¹²という予想外に高い成長を遂げたのは金融サービス・セクターの成長が大きく寄与したもので、公式データ¹³に基づく筆者の計算によると、それはGDPを1.5%ポイント近く押し上げました。

市場が落ち込み、ブローカーのビジネスが低迷すれば、それらのGDPへの寄与度も低下します。しかも、株式市場が問題を抱えれば、金融システムに対する潜在的な脅威も高まりかねません。相場が下落すれば、多額の自己資金を株式市場に投入したり、損失を被った投資家に過剰な資金を貸し出したりしていた信託会社や証券会社が破綻に追い込まれる恐れがあります。中国の金融システムの中核を担っている銀行ですら、間接的に打撃を受ける可能性があります。銀行は保有株式を担保として差し出している事業家や、株式市場でギャンブルのような行為をしかねない金融以外の企業に資金を貸し出しています。また、中国の「インターバンク」市場で積極的に資金を借り入れている信託会社や証券会社にも融資しています。

⁹ CSI 300 Information Technology Index, ChiNext Index, Bloomberg

¹⁰ Reuters, RPT-UPDATE 1-China bars 3 brokerages from opening new margin trading accounts, January 2015 <http://www.reuters.com/article/2015/01/19/china-brokerages-idUSL4N0UY06520150119>

¹¹ Reuters, China securities regulator denies encouraging short selling, April 2015 <http://www.reuters.com/article/2015/04/18/china-shorting-idUSL4N0XF05J20150418>

¹² National Bureau of Statistics of China, July 2015 http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/201507/t20150716_1216024.html

¹³ National Bureau of Statistics of China, Preliminary accounting results of GDP for the first half of 2015, July 2015

http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/201507/t20150716_1216024.html

銀行はまた、投資家に固定金利の預金と類似した商品を販売しているいわゆる「アンブレラ信託」にも関与し、調達した資金を信託会社に貸し付けています。一方、信託会社はその資金を株式市場での投資資金として、富裕層の個人や機関に貸し出しています。アンブレラ信託が提供する資金は通常のマージンローン（信用取引のための融資）に比べレバレッジが高く、最終的な借り手は株価が急落した場合に大きな痛手を被りかねません。しかし、UBSのジェイソン・ベッドフォード氏とステファン・アンドリュース氏が執筆したレポートによると、そうした最終的な借り手は裕福で、様々な種類の担保（富裕層の個人が銀行に預けている預金や金融資産を含む）を差し入れています。それらは銀行にとって、最悪の困難に見舞われた場合に損失を和らげる緩衝材となりそうです。

これらのエクスポージャーをすべて合算しても、中国の銀行システムの規模に比べれば依然として小さいように見えます。しかし、損失は均等に広がるわけではありません。小規模な貸し手は深刻な痛手を被る恐れがあります。しかも、信頼感が損なわれた場合、市場が悲観ムードに覆われる可能性があります。

おそらく、中国政府は株式市場の混乱が实体经济に重大な打撃を与えるとは考えていないでしょう。しかし、そうならないと確信することも、おそらくできないと思われます。どちらであるとも知りたくないのです。もし誰かが裸で泳いでいるかどうかを知りたくなければ、水が引いていくのを黙って見過ごしてはならないのです。

中国政府の介入は「リソース配分のうえで市場に決定的な役割を委ねる」という約束を踏みにじるものだろうか？ この有名な約束は、2013年11月に共産党中央委員会第三回全体会議（三中全会）で採択された60項目¹⁴の一部です。この決定は、習近平総書記が経済改革に真剣に取り組んでいることを示す証しとして歓迎されました。

しかし当時、決定的な役割を与えられる「市場」が主に株式市場であると考えていた者は誰もいませんでした。改革派は寡占状態にあった市場の参入障壁撤廃や、エネルギー価格やクレジットコストの自由化に主な焦点を当てていました。改革派の理想を実現するための指針の一つは世界銀行や政府系シンクタンクが2012年に共同執筆した「中国2030年レポート」で、中国经济の将来について大胆な青写真を描いたものでした。そのレポートは株式市場に決定的な役割を委ねることを想定していたでしょうか？必ずしもそうではありません。レポートはむしろ、中国の株式市場は社債市場に比べ規模が大きすぎると指摘¹⁵したほか、ドットコム・バブルのような「根拠なき熱狂」から生じる無駄について警告しました。

市場の力は愚かなのか、それとも神聖なのか？ バブルが膨らんでいた時、中国经济に批判的な人々は投機的な行動が行き過ぎていると警告していました。中国は建築家がエッフェルタワー¹⁶のような欧米のランドマークを真似したように、米国のドットコム・バブルを再現したようです。株価が上昇していた時には、こうした市場の力は愚かであるように見えました

¹⁴ Decision of the Central Committee of the Communist Party of China on Some Major Issues Concerning Comprehensively Deepening the Reform, January 2014
<http://lawprofessors.typepad.com/files/131112-third-plenum-decision---official-english-translation.pdf>

¹⁵ Google books, China 2030: building a modern, harmonious, and creative society
https://books.google.com/books?id=IPNSOPBskeQC&pg=PA180&dq=arising+from+bouts+of+irrational+exuberance&hl=en&sa=X&ved=0CCcQ6AEwAGoVChMIsfL_vabqxglVUtSOCh08LAE_M#v=onepage&q=arising%20from%20bouts%20of%20irrational%20exuberance&f=false

¹⁶ Citylab, Glimpse the Absurd Parisian Ghost Town in the Middle of China, August 2013
<http://www.citylab.com/design/2013/08/glimpse-absurd-parisian-ghost-town-middle-china/6413/>

しかし、株価が下落するのに伴い、そうしたトーンが変化しました。中国を批判していた人々は、株式市場が政府の下手な介入によって汚された、尊く重要な存在であるかのように話し始めました。バブルの時期に批判されていた市場の力は、政府が全てを踏みにじり始めると美化されるようになりました。

株式市場の支持者は、中国がより革新的で起業家精神にあふれた経済になり、野心的なプロジェクトを進めるための資金を提供し、新たな成長エンジンを生み出すのを支援するため、株式市場が重要な役割を果たすべきだと主張しています。株式市場は、国有銀行から、あるいは預金者を犠牲にして調達した低コストの資金で支えられている国有産業から、中国経済が脱却するのを促す役割を果たすべきだと考えられています。

しかし、バブル化した市場は、資本主義者の創造的破壊を引き起こすというパロディを生み出しました。企業は、これまで一つの産業の中で市場の流行を上手く利用してきた長い歴史を捨て去り、その姿を大きく変えました。官僚や君主が幅を利かせているとみられる経済では、バブルは成り上がり者や偽善者をのさばらせることとなります。深圳市場に上昇しているある企業¹⁷はスパイシーな湖南料理を提供するレストランチェーンから、クラウドコンピューティング企業に変身しました。同社はそうするうえで、株式市場の発するシグナルに注意を払っていました。しかし残念ながら、それらのシグナルにはさほど大きな価値がありませんでした。結局のところ、同社のイノベーションは失敗し、オンショアの債券市場で元本がデフォルトとなった初の中国企業となりました。

米国では、市場の行き過ぎが時に嘲笑の的となるものの、多くの人々が市場に敬意を払っています。それはあたかも、米国人が選挙に立候補している政治家をバカにしながらも、民主的な選挙を尊重しているようなものです。中国の共産党では、株式市場に対する姿勢は違うようです。自由に動く株式市場が経済のファンダメンタルズを反映せず、リソースの最善の活用方法を探る指針とならないとすれば、市場への介入はどんな弊害をもたらすのでしょうか？

株式市場の混乱は長期的にどんな影響を及ぼすか？ 政府による介入は株式市場に永続的な影響をもたらす見込みで、克服するのに何年もかかる好ましからざる前例を作ることになります。個人投資家は将来も政府から同じような支援が得られると期待し、機関投資家は将来も自由な取引を制限する同様の措置が講じられると懸念することになるでしょう。

しかし、中国の経済発展に及ぼす長期的なダメージは容易に誇張されがちです。中国は依然として新興国であり、購買力平価に基づく国民1人当たりのGDPは1万2,900ドルと、米国の4分の1程度¹⁸に過ぎません。この基準に照らせば、中国は韓国や台湾など「アジアの虎」と呼ばれる国々を含む世界の成熟国家に比べ、何十年も遅れを取っています。発展の中間段階にある中国では、投資する資金の大半は銀行融資や積み立てた利益が占めており、株式市場は脇役にとどまっています。

¹⁷ Wall street journal, China's Cloud Live Defaults on Local Debt, April 2015
<http://www.wsj.com/articles/cloud-live-first-chinese-company-to-default-on-principal-on-local-debt-1428385363>

¹⁸ International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2015
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/weodata/weorept.aspx?pr.x=21&pr.y=18&sy=1985&ey=2014&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=924%2C528%2C111&s=PPPPC&grp=0&a=>

しかも、その脇役は多くのメロドラマを生み出した最初の存在ではありません。台湾の株式市場は1989年に中国と同じくらい大きなバブルを経験しました。台湾市場における中型株の急激な上昇は「どたばた喜劇」（スティーブン・チャンピオン氏が著書「台湾の偉大なバブル」¹⁹でそう呼んだ）に満ちていました。そればかりか、モラルハザードも蔓延し、個人投資家は問題が起きれば政府が助けてくれると考えていました。1990年に結局バブルが破裂した時、台湾経済は一時的に鈍化しましたが、1年以内に再び8%の成長²⁰を取り戻しました。

こうした急速な景気回復のおかげで、台湾はほどなく中国が望んでいる「適度に繁栄した²¹」経済成長を達成することができました。中国は最近の混乱にもかかわらず、依然としてその願望を満たすことができます。その時までには、適度に繁栄した中国にとって、2015年の偉大なバブルははるか遠い過去の出来事となっているでしょう。そもそも完全に自由な株式市場が経済成長に大きく貢献してきたわけではないため、中国政府が今月行った株式市場への介入が成長を妨げることはなさそうです。

¹⁹ The Great Taiwan Bubble, Champion S.

²⁰ International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2015
http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/weodata/weorept.aspx?pr.x=39&pr.y=10&sy=1989&ey=1996&scsm=1&ssd=1&sort=countrv&ds=&br=1&c=528&s=NGDP_RPCH&grp=0&a=

²¹ Xinhua News, Full text of Hu Jintao's report at 18th Party Congress, November 2012
http://news.xinhuanet.com/english/special/18cpcnc/2012-11/17/c_131981259_4.htm

本情報提供資料は、BNY メロン・グループ（BNY メロンを最終親会社とするグループの総称です）の資産運用会社が提供する情報について、BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社が審査の上、掲載したものです。当資料は情報の提供を目的としたもので、勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、作成時点での見解であり、事前の連絡無しに変更される事もあります。

BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社
BNY Mellon Asset Management Japan Limited

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第 406 号
〔加入協会〕 一般社団法人 投資信託協会
一般社団法人 日本投資顧問業協会