

# 経済マンスリー [解説]

## 中国における株価下落の経済への影響

### ～過剰貯蓄と繰り返される投資ブーム～

#### 【要旨】

- ◇ 上海総合指数は、昨年 11 月以降の金融緩和等を追い風に急上昇し、今年 6 月 12 日には 2008 年 1 月以来の高値となる 5,166 ポイントをつけた後、信用取引に関わる規制強化や新規株式公開（IPO）増加に伴う需給悪化懸念などから下落に転じ、約 3 週間で約 3 割下落した。
- ◇ 株価急落を受け、政府は、IPO の抑制や信用取引の担保要件の緩和等の株価下支え策を相次いで打ち出したほか、大手証券会社 21 社も国内主要株で構成される上場投資信託（ETF）に投資する方針などを発表し、ひとまず急速な株安に歯止めがかかった格好となっている。
- ◇ 今回の株価下落による中国経済の直接的な影響は限定的とみられる。理由としては、①上海総合指数は昨年 11 月を依然 6 割上回る水準にあり、②株価と個人消費の関係が弱く、③企業の株式市場を通じた資金調達割合が低い点などが挙げられる。
- ◇ そもそも、今回の株価乱高下のような資産価格の急激な変動が繰り返される背景には、過剰投資およびその裏側にある過剰貯蓄の存在がある。過剰投資の累積により実物投資の収益率が低迷する中、家計部門の過剰貯蓄が高利回りを求める構図は続いており、今後も何らかの資産価格の急速な上昇／下落や新しい金融商品のブームといった現象が繰り返される可能性が高い。
- ◇ 他方、今回の株価下落を受けた対応として、大手証券会社が国有企業銘柄を中心に株価の下支えを図るなどの証券市場改革に逆行する動きのほか、企業側の裁量での株式の売買停止が相次ぐなど、透明性を欠く対応が目立った。こうした一連の動きは、投資家の信認低下や証券市場自由化の遅れに繋がりがかねず、今後の動向を広く注視していく必要がある。

## はじめに

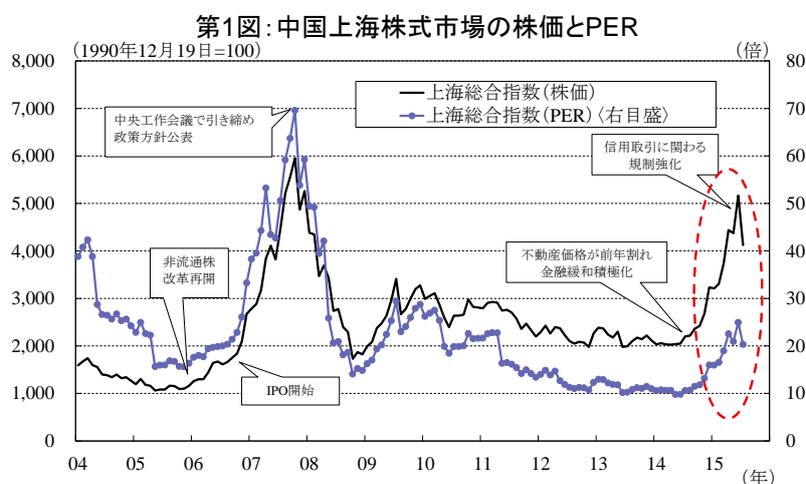
6月半ば以降、中国の株価が大幅下落した。政府の相次ぐ株価下支え策等を受け、一旦、急落に歯止めがかかった格好となっているが、中国における株式市場および経済の先行きに対する不透明感が強まっている。もっとも、株価の急騰／下落は今回初めてのことでなく、住宅などの不動産のほか、貴金属・翡翠などの宝石類や絵画、株や「理財・信託商品」等の金融商品に投資し、投資ブームが繰り返されている。

本稿では、株価下落に至るまでの経緯や政府の対応、中国における資産価格の急速な変動の背景にある家計の過剰貯蓄の問題を踏まえた上で、今後、予想される中国经济への影響と課題について考察したい。

## 1. 株価下落と政府の対応

### (1) 株価下落に至るまでの経緯

上海総合指数は、過去約3年にわたり2,000ポイント近辺での低迷が続いていたが、昨年11月の中国人民銀行による金融緩和や個人の証券取引に関わる規制緩和等を追い風に急上昇し、今年6月12日には2008年1月以来の高値となる5,166ポイントをつけた。その後、信用取引に関わる規制強化や新規株式公開（IPO）に伴う需給悪化懸念などから下落に転じ、7月8日には3,507ポイントと、約3週間で約3割下落した（第1図）。6月初めの株価収益率（PER）は25倍と2007年の株高局面のピーク時（70倍）に比べて低いものの、景気減速下での株高に懸念が強まっていた。また、2009年に発足した新興企業向け市場「創業版」についてはIPOの活発化等を追い風にPERが147倍まで上昇するなど過熱感が強まっていた。株価下落により、上海総合指数のPERは18倍まで低下するなど過熱感は幾分和らいでいるが、株価は7月23日時点で昨年11月を依然6割上回る水準にある。



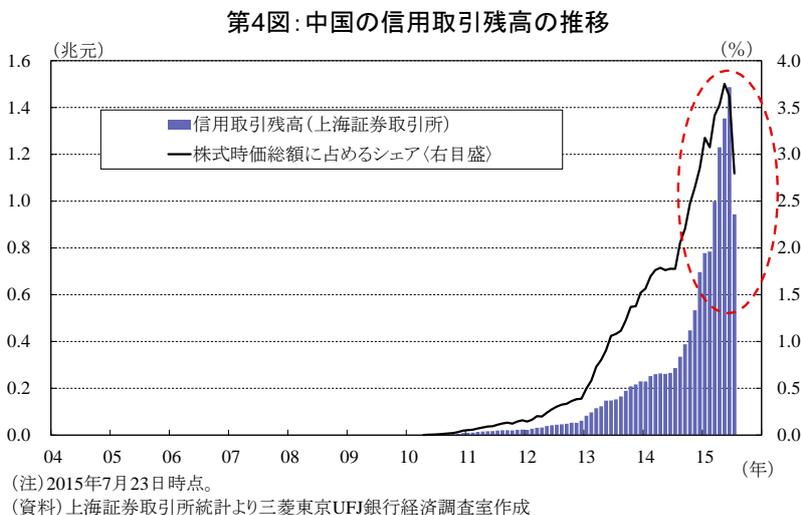
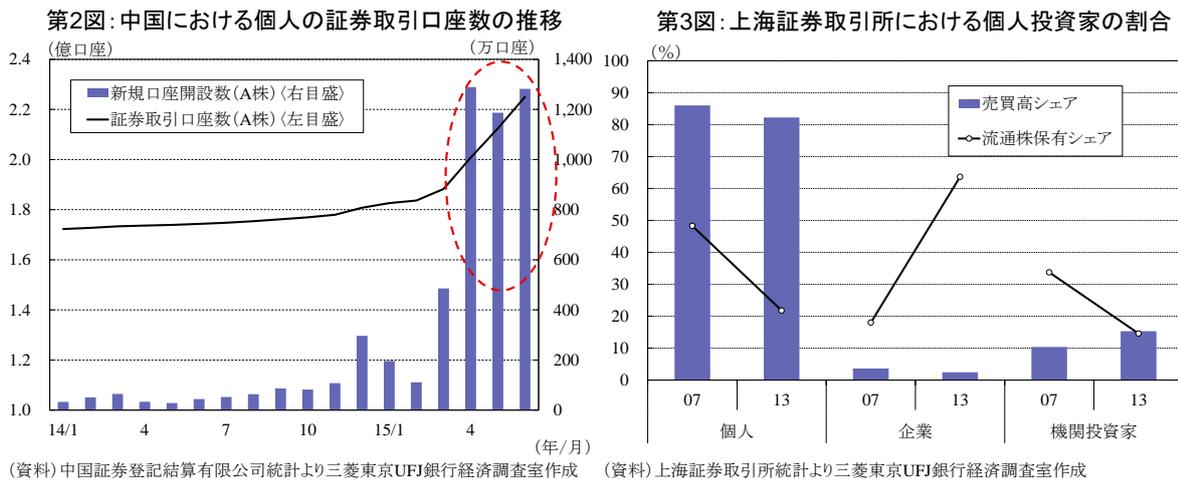
(注) 2015年7月23日時点。

(資料) 上海証券取引所統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

今回の局面においては、住宅市場の低迷や理財商品への投資抑制などで投資先が限られるなか、個人投資家に対する株式投資規制の緩和<sup>(注1)</sup>などもあり、株式市場への資金流入が拡大したとみられる。個人の証券口座数(A株)は、2014年末の1億8,000万口座から今年6月末には2億2,500万口座と、半年で約25%増加した(第2図)。上海証券取引所の売買高に占める個人の割合は約8割(機関投資:15%、企業:2.5%)と、個人投資家の株価変動に与える影響は大きい(第3図)。

また、信用取引等を利用したレバレッジの急拡大と縮小も株価の急激な変動に繋がったとみられる(第4図)。上海証券取引所の信用取引残高は、6月半ばには約1.5兆元(深圳証券取引所と合わせて約2.3兆元)まで膨らんでいたが、足元は約9,400億元(同1.5兆元)程度まで縮小している。株価下落を受け、保証金の追加差し入れを余儀なくされた投資家が、追証解消のための処分売りが加速し、株安の加速に繋がったとみられる。

(注1) 各証券取引所におけるA株(人民幣建て)口座は、2015年4月13日から1人20口座まで開設可能となった(従来は1人1口座)。



## (2) 政府の対応

株価急落を受け、政府・当局は、IPOの抑制や基本年金保険基金の株式投資上限の拡大、信用取引の担保要件の緩和<sup>(注2)</sup>などの株価下支え策を相次いで打ち出した(第1表)。さらに、大手証券会社21社も1,200億元以上を抛出し、国内主要株(ブルーチップ=国有企業)で構成される上場投資信託(ETF)に投資、上海総合指数が4,500ポイントに戻るまで保有株を売却しない方針などを発表した(第1表)。また、一段の株安を避けるために、株式売買の一時停止を申請する企業が相次ぎ、7月初めには売買停止の銘柄が全銘柄の約半分にまで拡大するなど、異例の事態となった。

(注2) 具体的には、信用口座を開設しているが、①証券類資産が50万元以下の顧客も信用取引を継続可能(従来は50万元以上)、②担保維持比率の廃止(従来は130%を下回る場合、2営業日以内に担保を追加し、追加後の担保比率を150%以上とする)、③信用取引の期限延長(従来は6ヵ月以内)など。

第1表: 中国における主な株価下支え策

日付	措置
6月27日	・中国人民銀行が利下げ(0.25%pt)
6月29日	・公的年金基金の最大3割を株式で運用
7月1日	・中国証券監督管理委員会(証監会)、信用取引の担保要件を緩和したほか、証券会社に対し、信用取引向け融資の証券化を容認 ・上海・深圳両証券取引所が8月1日から売買手数料を3割引き下げる方針を発表
7月3日	・証監会、新規株式公開(IPO)の抑制、証券会社の信用取引向け融資を手掛ける国営の中国証券金融股份有限公司の増資、国内外の各種長期資金(年金、保険、QFII、RQFIなど)の市場への呼び込み、情報開示違反事件の徹底調査などの措置を発表
7月4日	・証券大手21社、1,200億元以上を上場投資信託(ETF)に投じ、上海総合指数が4,500ポイントに戻るまで、各社が保有株を売却しない方針を発表 ・中国証券投資基金業協会、投資ファンド25社の経営幹部が株式を積極的に購入し、最低1年間保有する方針を表明 ・政府系ファンド(中央滙金投資)が資金を株式市場に投入する方針を発表
7月5日	・中国人民銀行、中国証券金融に対し、流動性支援を行う方針を発表 ・中央滙金投資がETFの購入を開始
7月8日	・中国保険監督管理委員会、保険会社による優良株保有率の上限を引き上げ ・財務相、株式市場に異常な値動きがみられる間、保有する上場企業株を売却しない方針を発表 ・国有資産監督管理委員会(国資委)、中央企業に対し、株価が大幅に変動している期間は、傘下にある上場企業の株式を売却してはならないとのルールを発表 ・中国証券金融、800億元のCPを発行。中国人民銀行が保証、中信銀行(CITIC)が引き受け

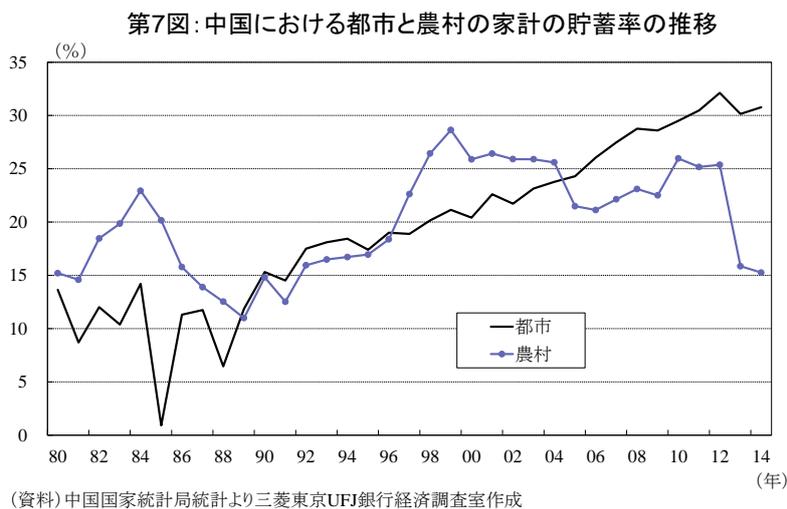
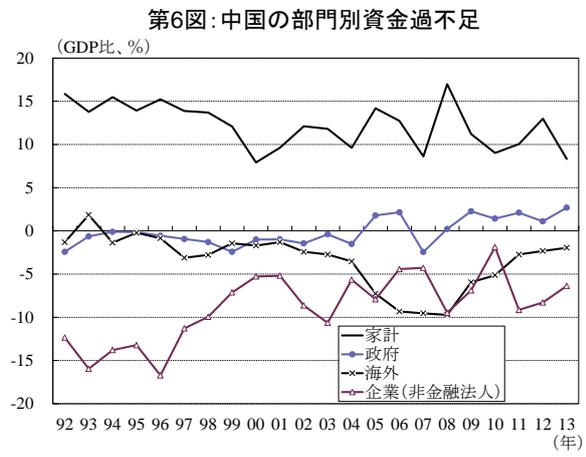
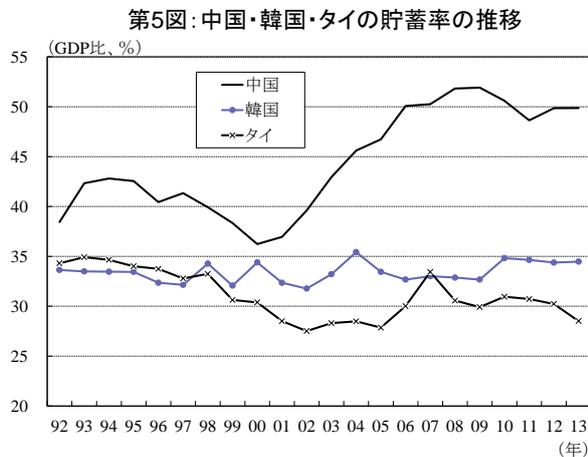
(資料)各種報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 過剰貯蓄と繰り返される投資ブーム

### (1) 家計の過剰貯蓄

そもそも、今回の株価乱高下のような資産価格の急激な変動が繰り返される背景には、過剰投資およびその裏側にある過剰貯蓄の存在がある。中国では、社会保障制度の整備が遅れているため、将来の医療や教育等の支出に備え、貯蓄性向が強いとされる。中国の貯蓄率(総貯蓄のGDP比)は、2000年頃から上昇に転じ、2006年には50%超と主要アジア諸国を大幅に上回る水準にある(第5図)。中国の資金循環統計上、家計部門では大幅な資金余剰となっており、過剰貯蓄の主体は家計部門である(第6図)。さらに、家計部門の貯蓄率((可処分所得-消費)÷可処分所得)を都市と農村に分けてみると、特に都市の貯蓄率が高いことが確認できる(第7図)。都市の貯蓄

率は、1990年頃から上昇基調が続き、直近では30%近辺の高水準を維持している。一方、農村の貯蓄率は、2000年前後には都市部を上回る水準まで上昇したが、その後は頭打ちとなり、足元では住宅等への支出増加を背景に15%まで急低下した。



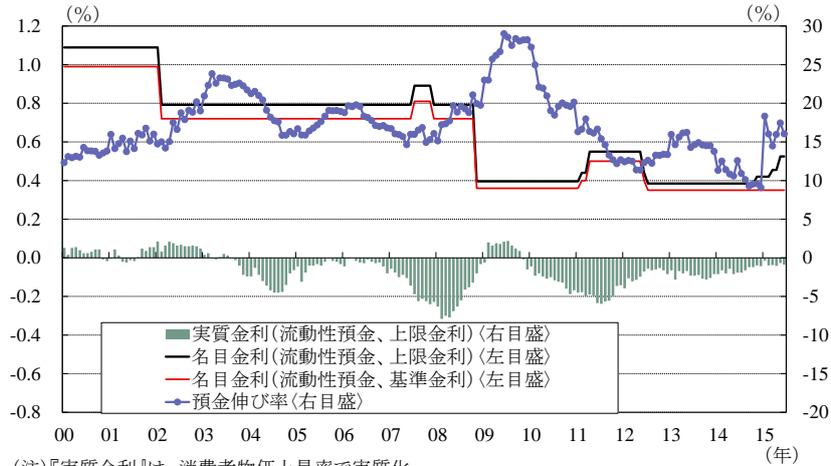
## (2) 繰り返される投資ブーム

中国では預金金利に規制が存在するなか、実質預金金利の低い状態が続いてきたため、高利回り運用商品へのニーズは強い。預金金利については、中国人民銀行が預金基準金利および預金金利の上限を定めている<sup>(注3)</sup>。実質金利でみると(消費者物価上昇率で実質化)、消費者物価上昇率が前年割れとなった一時期(2002年、2009年)を除き、実質預金金利(流動性預金)はマイナス圏で推移してきた(第8図)。

過剰投資の累積により実物投資の収益率が低迷する中、家計部門の過剰貯蓄が高利回りを求める構図は続いており、個人の対外投資に対する制約とも相俟って、住宅などの不動産のほか、貴金属・翡翠などの宝石類や絵画、株や「理財・信託商品」等の金融商品への投資ブームやバブルが生まれ易い構造となっている(第9図)。

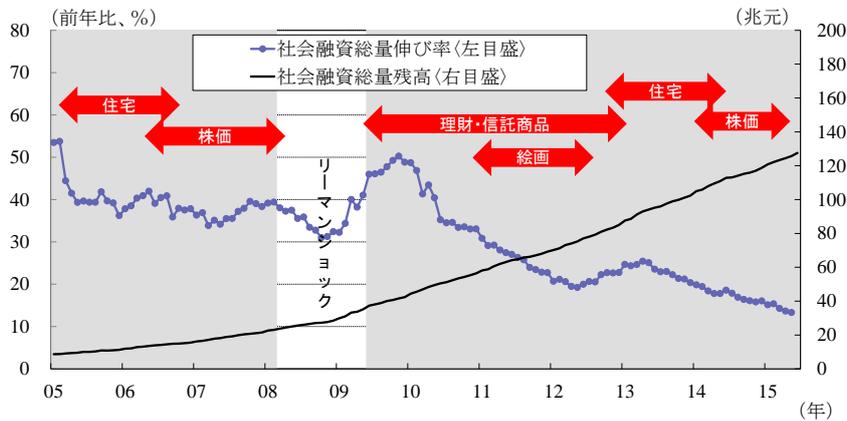
(注3) 中国人民銀行は、預金基準金利に対する預金金利の上限(従来、基準金利の110%)を2014年11月に120%、2015年3月には130%、5月には150%と段階的に拡大してきており、2015年中に完全自由化を実施する方針を示している。

第8図：中国の預金金利と預金伸び率の推移



(注)『実質金利』は、消費者物価上昇率で実質化。  
 (資料) 中国人民銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：中国における社会融資総量と資産価格の変化



(注) 網掛けは、株価・住宅価格の上昇が継続している期間。『理財・信託商品』については、  
 2013年に銀行行監督管理委員会が「資金プール」に対する規制を強化するまでの期間。  
 (資料) 中国人民銀行、上海証券取引所、中国国家统计局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## ① 住宅

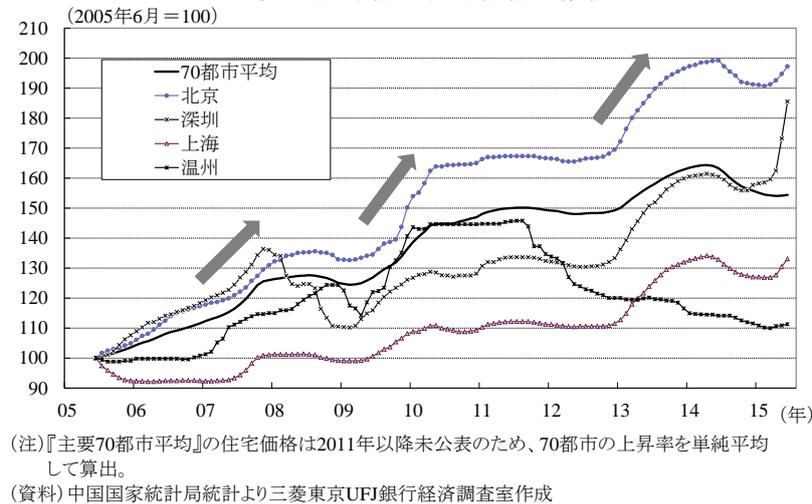
中国では、1998年以降の住宅商品化を中心とする住宅制度改革や、2000年以降の住宅ローンの普及を背景に、2004年頃から住宅価格の全国的な上昇トレンドがみられるようになった（第10図）。政府の不動産投資抑制策のほか、リーマン・ショックを受け、一旦調整する局面もみられたが、所得増加や不動産投機抑制策の効果の低減（または不動産市場挺入れ策）などを背景に、再び上昇するという展開を繰り返している。

なお、住宅販売価格（70都市平均）は依然前年比マイナス圏で推移しており、全体としてみると調整が継続しているが、大都市に限ってみると、販売価格が前月の水準を上回る都市が増加しており、一部の大都市では価格急騰の兆しも窺われる。住宅市場の安定化には、昨年後半以降の政府の不動産市場挺入れ策や金融緩和等による影響が大きいとみられるが、住宅市場に安定化の兆しがみえてきたことを受けて、投資資金が再び住宅市場に戻りつつある可能性も指摘される。

また、不動産価格が急騰する背景には、不動産開発のベースとなる土地の供給制約の問題がある。中国では、全ての土地は国家の所有または農民による集団所有制をと

っており、土地所有権のみが認められている。政府は土地改革の一環として、2014年11月に農地の譲渡や賃貸を認める方針を発表したほか、12月から、不動産登記制度の試験的導入を開始しているが、制度確立には5年程度を要するとみられている。

第10図：中国の住宅価格の推移



## ② 株

中国の株式市場は、①1990年初頭以降（1990年：上海、1991年：深圳、2009年：深圳・創業版）に試験的に開設され、まだ歴史が浅いこと、②対内・対外ともにクロスボーダーの証券投資が厳しく規制された閉鎖的な市場であること、③機関投資家の育成が遅れるなか、個人投資家が企業のファンダメンタルズよりも風評や政府の方針などに基づき短期売買を繰り返すこと、などからボラティリティの高い不安定な市場となっている（第2表）。

第2表：中国における証券市場改革に向けた主な動き

時期	内容
1990年12月	上海証券取引所開設 (A株:国内投資家向け、B株:海外投資家向け※米ドル決済)
1991年7月	深圳証券取引所開設 (A株:国内投資家向け、B株:海外投資家向け※香港ドル決済)
2001年2月	国内居住者がB株取引用の外貨建て口座を開設を認める
2001年6月	非流通株である国家株の売却を開始
2005年4月	非流通株の流通化を再開
2006年5月	新規株式公開 (IPO) 再開
2009年10月	深圳証券取引所に新興企業向け市場「創業版」を開設
2010年4月	中国金融先物取引所に株価指数先物取引を開始
2014年11月	上海・香港株式市場の相互取引開始(4月から試行実施)

(資料) 各種報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## ③ 理財・信託商品

グローバル金融危機後、「理財商品」と「信託商品」を中心とする「シャドーバンク」が急拡大した。理財商品は、主に個人向けの資産運用商品であり、銀行が組成・販売（企業が購入するケースもある）、信託商品は、信託会社が組成し、信託会社ま

たは銀行が販売している運用商品である（第3表）。それぞれの商品の特徴を比較すると、理財商品は発行期間が1～3ヵ月が中心と短く（注4）、最低投資額が3～5万元程度に設定されている。一方、信託商品は発行期間が5年程度と長く、最低投資単位を100万元とする商品が多いため、主な投資家は富裕層とされる（機関投資家が購入するケースもある）。平均利回りも、理財商品が5%前後、信託商品が7～10%前後と預金金利の上限を大きく上回る。

理财商品の残高については、（大半を占める）銀行販売分のみ、当局が公表しており、2013年末時点で10兆元（名目GDP比16%）、信託商品は2014年末で14兆元（名目GDP比22%）まで拡大した（第11図）。もっとも、銀行が預貸規制を回避する目的で理财商品を利用する傾向を強めたことなどから、当局が2010年頃から一連の規制・監督を導入、2013年には「資金プール」（注5）に対する規制が強化、2014年4月には信託商品に対する規制・監督が一段と強化されたことなどもあり、両商品とも2013年頃から拡大ペースは鈍化に転じた。

（注4）理财商品は、発行期間1～3ヵ月のなかでも、従来は1ヵ月未満の超短期の発行が多かったが、2012年の規制強化を受け1ヵ月未満は減少した。

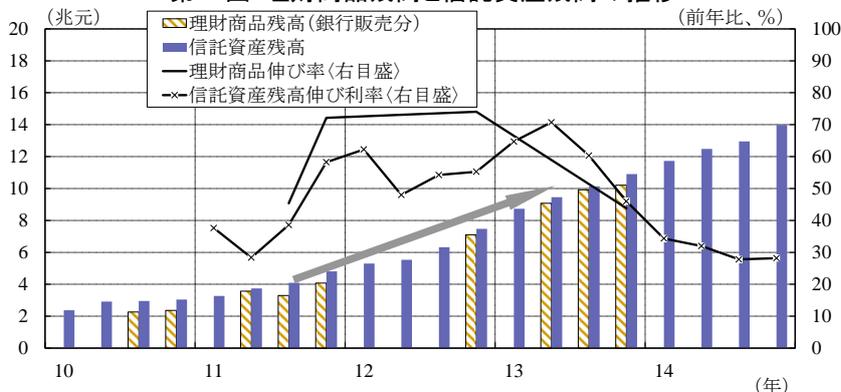
（注5）「資金プール」は、資金を理财商品別に管理せず、1つにまとめて管理する手法。

第3表：理财商品と信託商品の比較

	理财商品	信託商品
主な投資家	個人	富裕層、機関投資家
主な販売者	銀行	信託会社または銀行
発行残高	10兆元程度	11兆元程度
最低投資額	3～5万元程度	100万元程度
平均発行期間	1～3ヵ月程度	2年程度
平均利回り	5%前後	7～10%前後
投資家に対する保証	有りと無しの両タイプ (但し、実際には無しのタイプでも銀行が保証すると受け止められている)	無し (但し、実際には信託会社などが保証すると受け止められている)
投資先	債券や短期金融商品などが中心 →低リスクの投資先が多い	企業向け貸出が中心 →高リスクの投資先が多い

（資料）各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第11図：理财商品残高と信託資産残高の推移



（注）『理财商品残高』は、銀行販売分。2011年までは中国人民銀行の集計値。2012年12月末以降が中国銀行業管理監督委員会、中国銀行業協会の集計値。統計が不連続であるほか、2014年以降のデータは未公表。

（資料）中国人民銀行、中国銀行業管理監督委員会、中国銀行業協会、中国信託業協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 3. 株価下落による中国経済への影響

#### (1) 家計消費への影響

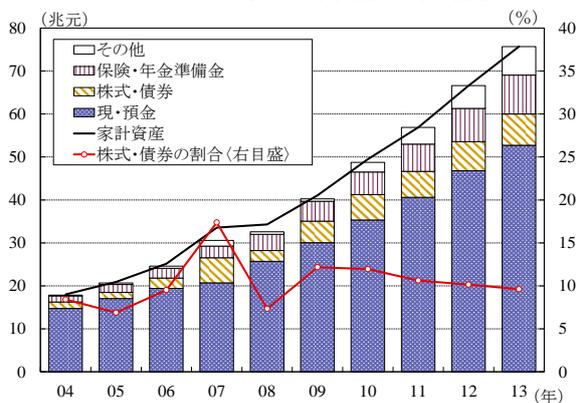
第1に、今回の株高と株安を主導した個人投資家の裾野の広がりなどから、個人消費へのマイナスの影響が懸念されるが、全体として影響は限定的と考えられる。個人投資家数が9,000万人まで拡大したとはいえ、依然全人口の7%程度と、米国の約5割、香港の約3割程度に比べて低水準にとどまっている。

また、中国の家計の金融資産残高に占める株式・債券の割合は、2007年の株高局面で、一時、2割弱まで拡大したものの、その後1割程度まで低下した。2014年以降の株高および個人投資家の保有口座数の増加を踏まえると、足元、同比率は再上昇している可能性は高いが、依然2割程度とみられる（第12図）。

他方、西南財経大学のサンプル調査によると<sup>(注6)</sup>、都市家計は金融資産の約8倍、農村でも約7倍の住宅資産（市場評価額ベース）を保有しており、家計の住宅保有率（1軒目）は、都市で約7割、農村で約8割と高く、購入時と比した市場価格（2012年時点）は、都市で約4倍強、農村でも約3倍に膨らんでいる（第4表）。このため、家計の資産全体としてみると、株価下落の影響は限られると考えられる。

（注6）西南財経大学の調査は、対象となるサンプル数・抽出方法に偏りがあり、中国全体の家計の所得分布を正確に反映していないとの指摘もある一方、国家統計局の家計調査（全国40万戸のサンプル調査）のサンプル抽出にバイアスがあり過小評価されているとの指摘もある。また、都市／農村別の家計の資産保有状況は国家統計局の調査では捕捉できない面もあるため、ここでは西南財経大学の調査を利用する。

第12図：中国の家計金融資産残高の推移



（資料）中国人民銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4表：中国における家計の住宅資産保有状況

	都市			農村		
	保有率 (%)	購入価格	市場評価額	保有率 (%)	購入価格	市場評価額
1軒目	69.1	19	84	80.4	6	18
2軒目	15.4	39	96	12.2	16	32
3軒目	3.6	62	122	2.1	23	40

<参考> 家計金融資産(平均値) (万円)

都市	農村
11.2	3.1

（注）8,500世帯を県/村/世帯という三つの階層別に抽出したサンプル調査。

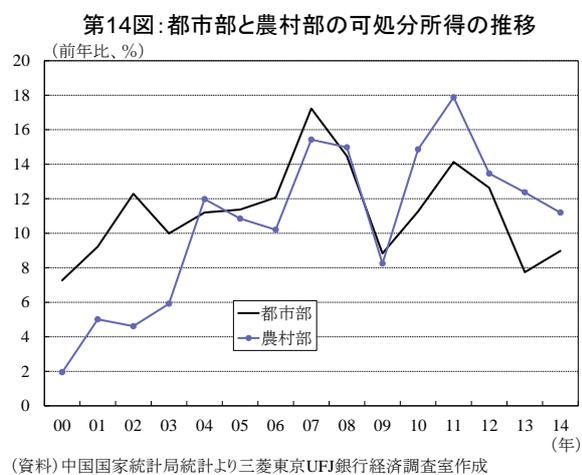
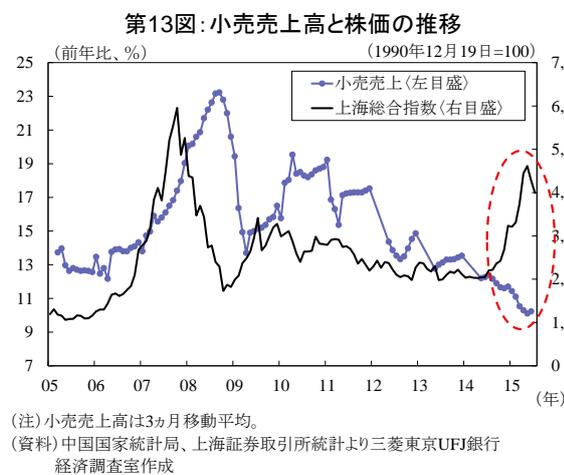
（資料）中国西南財経大学「中国家庭金融調査報告」（2012年）より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

過去の小売売上高と株価の相関は▲0.02（計測期間：2006年～2011年、株価半年ラグ）程度と、もともと高くなかったが、近年その関係は▲0.01と一段と弱まっている（計測期間：2013年～2014年、株価半年ラグ）。過去の実証研究でも、中国は他の新興国に比べて資産効果による消費押し上げ効果が弱いとの結論が多い<sup>(注7)</sup>。

昨年後半以降の個人消費の動きをみると、住宅市場の低迷を中心とする景気減速や綱紀粛正の影響などから鈍化傾向を辿っている（次頁第13図）。景気減速に伴い、所得の伸びが限られるなか、株高が短期間であったこともあり、消費押し上げ等プラス

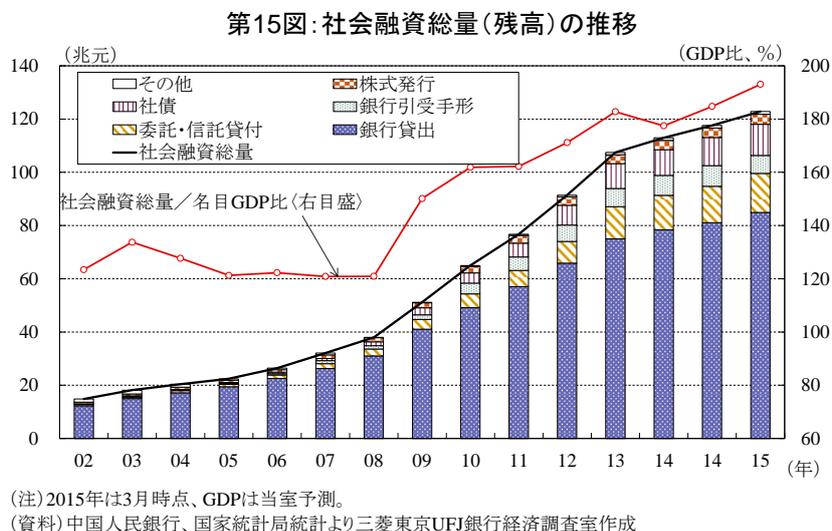
の動きは顕在化していなかったとみられる。なお、2007年から2008年にかけて消費が前年比20%を超える高い伸びを示した背景には、所得の増加に加えて、政府の消費刺激策の影響が大きいと考えられる（第14図）。政府は、2007年頃から耐久財の普及が遅れている農村部を対象に家電や自動車の購入者に対し財政補助を行う「家電下郷」や「汽車下郷」などの政策を実施した。また、2008年に1人当たりGDPが自動車や家電など耐久財消費の活発化の目安とされる約3,000ドルに達したことも、消費加速の追い風となったとみられる。

（注7）例えば、Peltonen, Sousa and Vansteenkiste, Wealth effects in emerging market economies, European Central Bank Working Paper Series No 1000 (2009) によると、株価変動に対する消費の弾性値（計測期間：1999年4月～2007年4月）は、中国0.012に対し、台湾0.016、香港0.030、韓国0.037、シンガポール0.049。



## （2）企業の投資への影響

次に、企業の資金調達環境の悪化に伴う投資への影響が考えられる。もっとも、近年、株式発行を通じた資金調達の割合は社会融資総量残高の3%程度にとどまっており、固定資産投資への影響は限られる（第15図）。



なお、上海証券取引所の流通株の保有シェアで見ると、企業が全体の70%を占めることから、企業収益への影響を懸念する見方もある。景気減速に伴い企業収益の伸び悩みが続き、投資機会も限られるなかで、内部留保あるいは金融機関から借り入れた資金を株で運用するという、いわゆる「財テク」の動きが活発化している可能性が指摘される。もっとも、売買シェアで見ると、2007年時点の3.6%から2013年には2.5%へ低下しており（前掲第3図）、個人投資家に比べ中長期の保有の割合が高いとみられる。さらに、株価も昨年終盤の急騰前に比べ依然高水準にあることなどを踏まえると、株価下落の企業収益および投資への影響は限られるとみるのが妥当であろう。

#### 4. 今後の展望と課題

2014年終盤から6月初めにかけての中国における株高はファンダメンタルズから乖離した投機的な要因が大きく、いつ調整が起きてもおかしくない状況にあったと言える。もっとも、株価と個人消費の関係、企業の株式市場を通じた資金調達割合等を踏まえると、実体経済への影響については、限られるとみられる。

但し、資産価格の急激な変動の背景には、過剰投資およびその裏側にある過剰貯蓄の存在がある。過剰投資の累積により実物投資の収益率が低迷する中、家計が運用益の拡大を狙って、住宅などの不動産のほか、貴金属・翡翠などの宝石類、株など金融商品への投資を繰り返し、常にバブルを生みやすい構造となっている。今後も何らかの資産価格の急速な上昇／下落や新しい金融商品のブームといった現象が繰り返される可能性が高い点には留意する必要があるだろう。

他方、今回の株価下落を受けた対応として、大手証券会社が国有企業銘柄を中心に株価の下支えを図るなどの証券市場改革に逆行する動きのほか、企業側の裁量での株式の売買停止が相次ぐなど、透明性を欠く対処が目立った。こうした一連の動きは、投資家の信認低下や証券市場自由化の遅れに繋がりがねず、今後の動向を広く注視していく必要がある。

以 上

(H27.7.24 福地 亜希 aki\_fukuchi@mufg.jp)

発行：株式会社 三菱東京UFJ銀行 経済調査室

〒100-8388 東京都千代田区丸の内2-7-1

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。