

## 株価乱高下に揺れる中国経済

一般財団法人 日本エネルギー経済研究所  
常務理事 首席研究員  
小山 堅

上海市場での株価乱高下が止まらない。7月27日、上海総合指数は2007年以来8年5ヵ月ぶりとなる8.5%の急落となった。翌28日も続落、一時は5%安まで下がり、その後値を戻したものの2%近くの下落で、2日間で株価は10%下落した。今月上旬に発生した急落に続く第2波の大幅下落となったのである。

小論「国際エネルギー情勢を見る目 (227)」で論じた通り、第1波の急落に対応し、中国政府は異例ともいえる強力な株価下支え対策を打ち出した。その結果、とりあえず第1波は収束した形になり、市場は落ち着きを取り戻したかに見えた。実際、中国政府による株価対策は、まさになりふり構わないといった感さえあるほどの強力な市場介入策が総動員された。上場企業による自社株売買停止の申告・実行の許可、主要国有企業(111社)に対する株式の売りの規制、新規株式公開(IPO)の凍結、上海総合指数が4500に戻るまで中国大手証券会社21社による買い支え実行、悪意ある空売りに対する厳しい規制等、通常の株式市場の常識では考えられないほどの政策が用いられている。それだけ、中国政府が株価下落を深刻な問題と認識していたことの証左である。

しかし、これらの強力な政策で一時値を戻していた株価が第2波で急落した。市場には未だ「売り」圧力が強く残っており、強力な介入政策もそれを完全にコントロールすることはできなかった、と見ることができるだろう。欧米等からは、株価維持のためとはいえ、あまりに露骨な市場介入強化については批判的な意見が呈せられるようになり、中国政府にとっては動きが取り難い状況も生まれていた。払拭されずに残っていた市場不安や売り圧力が抑えきれずに溢れ出し、27-28日の下落を導いたと考えられる。これを受けて、再び政府系金融機関等による買い支えが入り、29日に株価は3%値戻ししたが、30日にはまた2%下落するなど、不安定な状況が続いている。

「市場」の力と介入・規制の力がせめぎ合う中で、介入がどれだけ持続的な効果をもたらすのか、そもそも介入がどれだけ続けられるのか、先が見えない状況にある。その中で、株価は不安定化し、かつ売り圧力のマグマが溜まっているように見える。その根本には、中国経済の減速というファンダメンタルスの悪化懸念があることは言うまでもない。7月15日に、中国国家统计局は本年4-6月期のGDP成長率が前期(1-3月期)と横ばいの年率換算7.0%であったと発表した。「新常态」下での年成長率目標と一致する数値であるが、下振れを回避するための金融緩和策やインフラ投資策を実施しての数値であり、成長目標

達成には綱渡りの状況でもある。また、一部エコノミストの中には、実体経済はこの数値より深刻な状況にあるのではないかと、という見方を取る声もある。

6 月の国内自動車販売台数が前年比 2.3%減と減少幅が拡大していること、不動産市場の低迷も続いていること等、国内経済には弱含みのサインが多い。7 月に発表された製造業購買担当者指数 (PMI) の速報値を見ても、生産・受注の拡大と縮小の目安となる 50 を 5 カ月連続で下回り、1 年 3 カ月ぶりの低水準となっている。こうした状況下で、株価が下落することは、経済先行きへの不安感を高め経済における悪循環を発生させる可能性がある。中国経済の世界における重要性が大きく高まっている現在、中国経済が「新常态」で安定化することが望ましい。

世界経済に対してと同様、国際エネルギー市場でも極めて大きな存在感を有するようになってきた中国の景気減速は市場の需給バランスとその先行き感に対して多大な影響を及ぼす。実際には減速したとはいえ、成長が続いている中国のエネルギー需要は基本的には拡大傾向にあるが、2000 年代以降の商品市場のスーパーサイクルをもたらす重要な要因となった中国によるエネルギー資源の「爆食」の勢いは失われた。多くの商品市場での需給緩和の主要因は中国の需要 (増加) の減速と非在来型資源に代表される供給の拡大である。

足下の市場においても、需給環境は弱含みが続き、例えば、原油価格は 7 月上旬から再び下落圧力にさらされている。7 月 22 日には、WTI 先物価格が 3 月末以来ほぼ 4 カ月ぶりに 50 ドル台を割り込み、その後は 40 ドル台の推移が続いている。この背景には需給面、金融面で様々な要因が作用しており、供給サイドでは、イラン核合意による経済制裁解除後のイラン原油市場復帰への期待、といった将来の供給増加を市場が先取りするような要因も影響している可能性がある。しかし、上海株の下落と不安定化、その背景にある中国経済の減速という要因も最近の油価低下に一定の影響を及ぼしている、と見て良いだろう。需要面では (将来の) 需要の鈍化を市場が先取りし、金融面ではリスクオフの流れの波及・伝播、といった影響が考えられる。

中国経済の動向は今後とも、世界経済および国際エネルギー市場の将来にとって、重要な意味を持ち続けることになる。弊所は、昨年 10 月に「アジア/世界エネルギーアウトック 2014」を発表した。その中で、中国及びインドの低成長の可能性とそのインパクトに注目した研究を行っている。中国について、2040 年までの平均成長率が基準となるケースの 5.4%から、低成長ケースでの 3.9%に下がると (インドの低成長の影響と合わせて)、その国際エネルギー市場へのインパクトは極めて大きくなる。例えば、石油需要が約 700 万 B/D 基準のケースから減少し、産油国の輸出がその分削減される。また、その需給緩和効果によって、原油価格は約 10%下落圧力が発生し、世界全体へ、とりわけ資源国の経済に大きな負の影響が発生する。これらは、あくまで「シナリオ分析」であるが、最近の中国の動向を見ると、今後のダウンサイドリスク発生の可能性とその影響について、さらに分析を深めていくことの重要性・必要性を感じるところである。

以上