

ストラテジーブレティン (154 号)

中国経済のフリーランチ、終わりの始まり
～世界連鎖株安は中国の市場封鎖で下げ止まる～

(1) 市場の反乱に市場規制・市場否定で対応する中国

悪循環再作動へ

中国で株と人民元の連鎖崩落が止まらない。上海、深圳市場は 7% 下落リミットとするサーキットブレーカーを 1 月 4 日に導入したが即日 7% 下落でブレーカー作動、三日後の 7 日には取引開始から 30 分後にブレーカー作動、終日取引停止になった。中国株安に呼応して世界株式も新年に入り急落開始、世界金融不安が急速に高まっている。世界株安の要因としては北朝鮮の核実験、サウジとイランの国交断絶、ロシアトルコ間の緊張など地政学不安の高まりも指摘されているが、世界株安の主因は圧倒的に中国であろう。株式とともに年初早々人民元安も進行している。オフショア市場の下落に先導される形で、当局の管轄下にあるオンショア相場も下落、当局の介入はあるものの、人民元の先安観が強まっている。また 2014 年 6 月にピークを付けた外貨準備高の減少傾向には歯止めかからずむしろ加速、2015 年 12 月は過去最高の単月で 1079 億ドルの減少になった。中国の最近の経常黒字は月平均 200 億ドル程度なので、差し引き月間 1300 億ドル程度の純資金流出が起きているのである。①中国人による対外直接投資の増加、②外国人による対中投資の回収、③中国人の対外資本逃避、等が考えられるが、中心は②と③、つまり急速に中国から資本が逃げ始めているのである。

株式会社 武者リサーチ
代表
武者 陵司

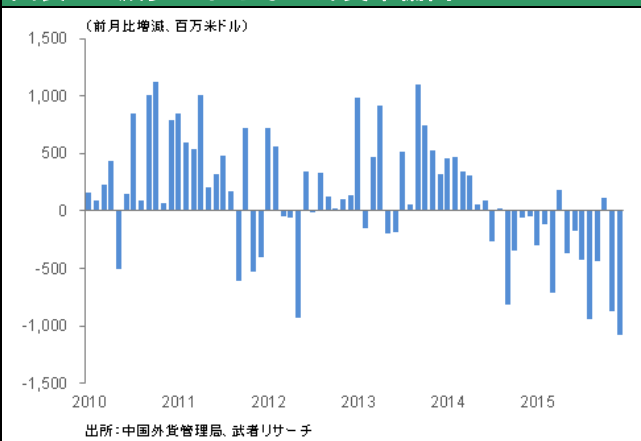
代表電話 (03) 5408-6818
直通電話 (03) 5408-6821
E-mail: musha@musha.co.jp
www.musha.co.jp

〒105-0021
東京都港区東新橋 2-18-3
ルネパルティール汐留 901

図表 1：下落強まる人民元、オンショア/オフショア相場



図表 2：減少止まらない外貨準備高



改善しない中国経済失速症状

株安(資産価格下落)、通貨安、資本流出はまさしく 1997 年のアジア通貨危機を引き起した 3 点セットである。中国の金融不安の悪循環を放置すれば 1997 年アジア通貨危機の再現の可能性が高まっていく。本来なら経済成長率を高め株式や通貨価値に対する信任を回復することで市場を崩そうとする投機筋に対抗すべきなのであるが、今の中国経済は相次ぐ金融緩和と財政出動にもかかわらず、経済成長復元の兆しは全く現われていない。鉄道貨物輸送量、粗鋼生産量、電力消費量、輸出・輸入などミクロデータは軒並み前年水準を下回っている。また景気対策の効果が期待される不動産開発投資や鉄道投資も昨年末前年比マイナスに陥った。経済失速が止まらなるとすれば、株安(資産価格下落)、通貨安、資本流出の悪循環に弾みがつかざるを得ない。

しかし中国にとってはバブル崩壊、金融危機勃発といった事態は直ちに共産党の専制支配体制危機に結び付くので、絶対許容できない。

残る危機回避策は市場の価格決定機能の歪曲、株の売り禁止、固定相場復帰

となると残された唯一の手段は、市場機能の否定ということしかなくなる。中国政府は年初来の株価急落に対応して昨年導入されいったん解除した上場企業の大株主による株式売却禁止を再度復活させるなど、市場価格立て直しのために強権介入を強めている。また投機筋のターゲットとされやすいサーキットブレーカーの発動を見合わせることも決めた。昨年の株価急落後には売りを推奨した証券会社社員や投資家、ジャーナリストを公安警察が喚問するなど情報統制が打ち出されたが、それらは一層強化されるだろう。

為替面でも固定為替復活とクロスボーダーの資本取引のより厳しい規制を打ち出すのではないかと。昨年 9 月に打ち出された実質的先物売り禁止措置は今や効力はない。資本流出と元安を食い止めるには、強権の発動が不可避となるだろう。それは 1997 年アジア通貨危機の際にマハティール首相率いるマレーシアがとった手段である。マレーシアは IMF の支援勧告を無視し通貨の大幅切り下げとそこでの固定化、資本流出規制(海外投資家の資産売却代金の海外送付の禁止、出国する資本に対する課税)を行い、為替投機を鎮静化した。

今の中国にはクロスボーダー資本移動の禁止と人民元の釘づけ、株式取引の事実上の禁止などしかし対応策は残されていないように見える。そうなれば株式と人民元売り投機は道を断たれ、世界金融市場の不安の連鎖は遮断され、世界株式底入れに向かうと期待できる。1997 年のアジア通貨危機の再現は回避されるだろう。しかしこれらの措置は極論すれば市場の事実上の閉鎖である。

かくして中国が推し進めてきた社会主義市場経済と言う矛盾(市場経済の都合のいいところだけをチェリーピックするフリーランチ)は、市場の側面が否定されていくことで社会主義(統制経済)に帰結していくことになる。それは世界が望む市場主義への改革とは全く逆行するものである。しかしそれ以外解決策は無い、と言うところまで追い込まれていくのではないかと。

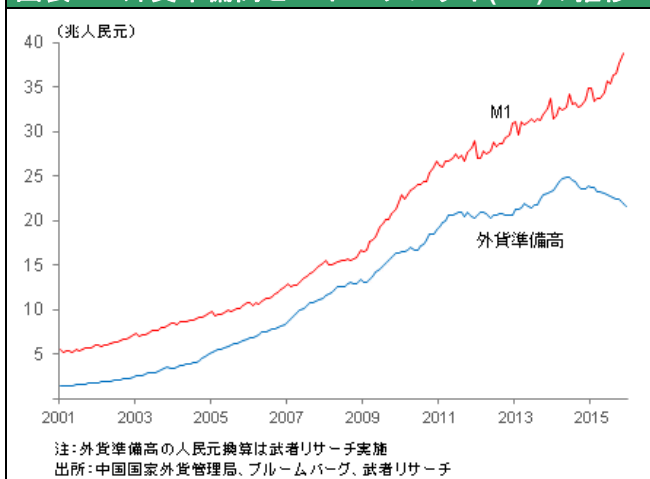
(2) 金融鎖国は中国にとって両刃の剣

中国のアキレス腱は巨額の対外資金依存

市場の否定は当面の危機回避には有効だが、それは中国経済をさらに困難化する。市場経由の資金調達が困難になり、それは中国経済の命取りになりかねない。これまでの中国経済繁栄の最大の鍵が中国への国際資本の集中だったからである。中国の経済発展には新興国のキャッチアップ過程で特徴的な(日本や韓国にも存在した)フリーランチが、特に強かったと言う特質がある。フリーランチは技術獲得、市場アクセスとともに、特に資本取得において顕著であった。世界の余剰資本がこぞって対中投資・融資となって中国に向かい、中国で巨額の外貨準備が形成された。しかし金融鎖国は中国の国際資本調達のを閉ざすのである。

中国による高経済成長をけん引した投資は巨額の外貨流入、対外借り入れによって賄われた。対外借入資金の増加が外貨準備の急増をもたらし、それを裏づけとしてなされたマネーの供給が空前の投資を可能にしたと言える。中国の中央銀行である人民銀行の総資産に占める外貨資産は 8 割に上っていることがそれを如実に示している。対外金融力の象徴とされている外貨準備高も実は過半が他国資本に依存したものであるとすれば、中国の対外金融力は相当に脆弱であると言わねばなるまい。

図表3：外貨準備高とマネーサプライ(M1)の推移



借金依存の中国外貨準備、ひっ迫する外貨事情

これまでもレポートしてきたことであるが、外貨準備高の性格が日本と中国ではまるで違うことを知らなければならない。外貨準備高とは対外決済や為替市場の安定のために当局が保有する外貨資産である。日本の定義では日銀と財務省が保有する外貨の総額で、その大半はかつての外貨介入によって取得されたものであり、その源泉は全てが過去の経常黒字にある。また 2015 年 11 月末残高 1.23 兆ドルであり、その 87% の 1.07 兆ドルが外国証券、大半は米国債となっている。

それに対して中国の外貨準備高の源泉は、過去の経常黒字の積み上がりに加えて、海外からの借り入れが大きく寄与していると考えられる。中国は民間や外資企業の外貨保有を厳しく管理しているため貿易収入や対外借り入れなどによって取得した外貨の大半は中央銀行に預託され、その預託額が外貨準備にカウントされていると考えられるのである。だから日本の対外総資産額に対する外貨準備高の比率は 16% に過ぎないが、中国の対外総資産額に占める外貨準備高の比率は 61% と異常に高いのである。

日本の外貨準備はひも付きのない自由な資金だが、中国の外貨準備の過半は多大なる債務を負っている資金、つまり他国資本なのであり介入には投入できない。故に中国に投融資している華僑系の膨大な資本が回収に転じ始めたら、上げ底の過大表示されている外貨準備高では到底足りなくなると言う事態もあり得るのである。詳しくは図表 4 中国の対外資産負債残高推移を参照されたい。

図表 4 : 中国対外資産負債残高推移

China's International Investment Position (quarterly)

Units in 100 million of US dollars

Item	31-Mar-11	30-Jun-11	30-Sep-11	31-Mar-12	30-Jun-12	30-Sep-12	End of 2012	31-Mar-13	30-Jun-13	30-Sep-13	End of 2013	31-Mar-14	30-Jun-14	30-Sep-14	End of 2014	31-Mar-15	30-Jun-15	30-Sep-15
Net International Investment Position	17595	17888	16577	16884	17435	17006	17999	18665	18855	18571	19103	19960	19915	19921	17962	17764	14038	15399
Assets	43440	45607	45944	47345	49309	49677	50755	52132	53827	54644	56960	59681	61290	63084	64087	63808	64337	62910
1 Direct investment	3234	3247	3506	4248	4492	4541	4685	5319	5532	5711	5880	6605	6215	6402	6648	7443	9658	10129
1.1 Equity and investment fund shares	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8058	8309	8492
1.2 Debt instruments	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1800	1891	1891
2 Portfolio investment	2269	2224	1934	2044	2397	2405	2518	2406	2438	2411	2491	2585	2965	2612	2593	2625	2487	2760
2.1 Equity and investment fund shares	960	965	670	864	971	1006	1035	1298	1312	1246	1431	1530	1626	1650	1613	1591	1777	1591
2.2 Debt securities	1309	1259	1264	1180	1427	1368	1483	1108	1125	1165	1060	1055	1039	961	980	896	983	984
3 Financial derivatives (other than reserves) and employee stock options	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4 Other investment	6781	7390	7726	8495	9678	9583	9698	10527	10699	10651	11329	11867	12314	13512	14179	15026	13439	13894
4.1 Other equity	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4.2 Currency and deposits	2122	2567	2484	2042	3026	3063	3045	3906	3419	3410	3503	3751	4290	4809	5160	5541	3324	3125
4.3 Loans	1508	1492	1687	2282	2428	2671	2852	2778	2970	3055	3037	3089	3277	3672	3715	3747	4319	4658
4.4 Insurance, pension, and standardized guarantee schemes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	170	178
4.5 Trade credit and advances	2135	2314	2716	2769	2785	3101	3222	3387	3322	3476	3762	3990	3708	3884	4232	4677	4501	4947
4.6 Other accounts receivable	1015	958	889	952	459	448	470	457	988	1011	1027	1038	1039	1046	1072	1061	1124	1165
5 Reserve assets	31156	32706	32779	32558	33831	33148	33653	33879	35157	35570	37260	38804	40096	40558	39459	38993	37848	37713
5.1 Monetary gold	485	508	550	530	565	542	600	567	541	418	450	408	435	450	401	401	624	612
5.2 Special drawing rights	126	125	120	119	122	118	115	114	111	110	112	112	113	112	107	105	100	105
5.3 Reserve position in the IMF	99	97	91	98	96	88	87	82	79	75	72	71	67	65	65	57	46	47
5.4 Foreign currency reserves	30447	31975	32017	31811	33050	32400	32851	33116	34426	34967	36627	38213	39481	39602	38877	38430	36938	35141
5.5 Other reserve assets	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Liabilities	25945	27720	29088	30461	31874	32672	32756	33467	34971	36072	37857	39601	41374	43163	44918	46323	49697	47411
1 Direct investment	16439	17142	17664	19069	19389	19732	20077	20680	21418	21972	22966	23312	24154	24748	25454	26779	27515	28274
1.1 Equity and investment fund shares	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1.2 Debt instruments	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2247	2186
2 Portfolio investment	2289	2424	2487	2485	2892	3008	3129	3361	3323	3330	3486	3965	4050	4223	4597	5143	6979	7875
2.1 Equity and investment fund shares	2063	2140	2148	2114	2447	2466	2516	2619	2682	2655	2756	2977	2970	3054	3251	3683	7386	6727
2.2 Debt securities	226	284	339	371	445	542	613	742	641	675	730	889	1080	1169	1345	1449	2270	2334
3 Financial derivatives (other than reserves) and employee stock options	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4 Other investment	7117	8154	9187	8907	9592	9632	9550	9426	10231	10770	11705	12724	13170	14192	14868	14402	12424	10896
4.1 Other equity	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4.2 Currency and deposits	2039	2250	2780	2477	2548	2580	2500	2446	2766	2576	3061	3466	3290	3861	4863	5030	4365	4611
4.3 Loans	2647	3138	3570	3724	4096	4110	3696	3680	4076	4832	5107	5642	6411	6775	6274	5720	4581	4341
4.4 Insurance, pension, and standardized guarantee schemes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	80	85
4.5 Trade credit and advances	2191	2287	2566	2492	2711	2901	2965	2915	3036	3095	3268	3365	3190	3282	3335	3344	2987	2947
4.6 Other accounts payable	129	158	163	106	139	235	261	278	249	162	162	144	170	165	172	207	179	163
4.7 Special drawing rights	111	112	108	107	108	106	108	107	105	105	107	108	108	108	104	101	96	98

Current account

trade	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	
100ml dollar annually	15	437	424	484	286	590	762	516	410	427	326	320	70	734	722	670	756	603
外貨準備	15/Jul	15/Aug	15/Sep	15/Oct	15/Nov	15/Dec												
経常収支	36513	35574	35141	35255	34383	33300												
年間合計																		

著作権表示©2015 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見通しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。