

中国発の激震、世界株式市場を震撼

2007年3月3日

山本利久

2月27日(火)上海株式市場が最大級の株価急落に見舞われた。上海総合株価指数(A株)は前日比268.81ポイント(8.84%)下げ、2771.79ポイントで取引を終えた。この下げ幅は1995年5月23日に付けた147.12ポイントを大きく越え過去最大。前日の終値は、大台代わりとなる過去最高の3040.59に達していた。こうした局面における今回の大暴落である。これは必ずしも偶発的な出来事として片付けられることではない。既に今年に入ってから後述するように幾つかの前兆と見られる現象が観測されていた。

世界の株式市場は昨年新興国を中心に、日本の株価が低迷する中、次々に史上最高値を更新した。その要因の一つに世界的金余り現象があり、それがグローバル化した世界の資本・金融市場に大挙して向かった。その後調整期に入る市場も出たが、全体としては尚その勢いが持続していた。しかし一方で、相場は昨今、上げ過ぎの反動、高値警戒感の台頭、实体经济の先行き不透明、インフレ懸念などを背景に、踊り場に差し掛かっていた観もあった。今回の上海発の激震はこうした中で起き、直ちに世界の市場に伝播、市場を売り一色に染め、投資家の不安心理を煽る結果となった。

このショックが果たして一過性なのか、或いはかなり長期にわたる世界的株価の調整を市場に求める展開になるのか今の段階では予測が困難だ。重要なことは現在、各国の経済状態とその先行きが必ずしも楽観を許されないため、世界的株式市場の連鎖的暴落から発生する可能性もある混乱が实体经济に不要な負荷を与えることのないよう公的機関を含む市場関係者の冷静で、迅速且つ適切な対応が求められる。これらの点に鑑み、以下参考までに改めて世界の主要株式市場の現状を概観することにした。

上海株式市場：

上海株式市場は、今や世界の経済大国(購買力平価で換算したGDP世界第2位、輸出額第3位)にまで登り詰めた中国の中核市場であるが、05年までのパーフォーマンスを見る限り、その実態を必ずしも忠実に反映するものではなかった。その間内外投資家の関心は主に香港株式市場に注がれていた。その要因の多くは中国国内資本市場の未発達と未整備な金融インフラにあるものと見られる。近年関係者の努力で多くの整備、改革が進むと共に、海外市場(含む香港)での大型IPOの成功等で、上場企業(国有金融機関、資源関連企業など)は莫大な資金調達を行ってきた。更に旺盛な海外からの対中直接投資や恒常的経常収支の巨額な黒字の結果、異常とも思える過剰流動性が国内で生じ、その一部が個人や企業の投機資金となって株式市場に流れ込んでいた。こうした事情を背景に、昨年後半から俄かに株価が上昇を始めた。そして07年1月24日に上海総合株価指数(A株)が2975.13ポイントの史上最高値を記録し、一部に警戒感が広まる事態を招いた。この間注目されたのは、かねてから囁かれていた人民元建てA株と外貨建てB株(上海、深圳の取引所に上場する外貨建て株式で、外国投資家が売買出来る)の統合の噂が再燃したことであろう。

2月2日になると、市場は政府高官による過熱化する市場取引等を規制しようとする発言を

警戒したことに加えて、株価上昇のテンポが急であること、更にはキャピタルゲイン・タックス導入の噂も絡み、利食い売りに押され、総合株価指数は前日比 112.22 ポイント (4.03%) 下げ、2673.21 で取引を終えた。1月24日の史上最高値を付けた日から数えて、それまでに1日の下げ幅が100ポイントを越えた日は3回あった。こうした経緯を経て、2月26日に史上最高値を更新した翌日、市場は一転して今回の大暴落を演じたことになる。最近の株価急騰を警戒する中国当局者の話として日本経済新聞(07.2.3)は次のように伝えている。

▽成思危・全国人民代表大会副委員長の FT への発言、「バブルが形成されている。投資家はリスクを心配すべきだ」

▽李榮融・国有資産監督管理委員会主任(1月26日)、「国有企業は実業に集中すべきで、投機をしてはいけない」と述べ、中国証券監督管理委員会(証監会)と連携して国有企業の株式投資への監視を強化する姿勢を示した。

香港市場：

ハンセン指数で見た香港株式市場は、1月3日に20413.39ポイントを付けた後、2月1日に20430.16、そして今回の上海株式市場の大暴落の前日となる26日は20507.95へと推移した。この間、成熟し、市場機能の働く香港市場は、上海市場には見られない方向性を欠いた乱高下の非常に激しい値動きを繰り返し、極めて不安定な相場展開を見せていた。

次の数字はハンセン指数の前日比変動幅を示したものである：1月4日、-387.81ポイント、5日+185.70、8日-181.62、10日-329.74、11日19385.37ポイントで-182.97、12日+228.04、15日20068.56ポイントで-455.15、18日+212.94、22日+444.50、26日-388.70、30日+223.78、31日-334.04、2月1日+323.74、6日+199.58、13日-461.16、15日+328.51、22日+157.81、26日-203.70、27日-360.08。

ここからも分かるように、ハンセン指数は既に1月15日に今回の下げ幅を大きく上回る大暴落を演じていたのである。しかしこの時は世界の株式市場への衝撃はあまり出ていない。上海、香港両取引所の緊密な相関関係を示す事例として、日本経済新聞(07.2.28)は次のような記事を載せている；「香港証券取引所に上場する企業のうち、中国本土系の株式時価総額は全体のおよそ半分。この10年で比率は10倍に跳ね上がった。2006年末時点で香港証券取引所に上場する中国本土企業株(H株)と中国本土系の香港企業株(レッドチップ)を合わせた時価総額は48%。本年1月末時点でも46%とほぼ半分の水準。香港が中国に返還される直前の1996年には8%であった。

03年には中国最大の生命保険会社、中国人寿保険、05年は銀行大手の中国建設銀行、06年は銀行最大手の中国工商銀行が上場した」。

東京株式市場：

TOPIX(東証株価指数)が2月21日、昨年4月7日の高値を更新、1991年11月15日に付けた1812.17ポイント以来、15年3ヶ月ぶりとなる高値1787.23をマークした。日銀の追加利上げの決定を受けて、預貸利ざやの改善期待もあって銀行株にも見直し買いが入った。

今回の大暴落に遭遇する直前の、活況を呈した株式市場動向を次にまとめてみた。

- ① 外国投資家による旺盛な日本株買い越し；1月4日～2月2日間で、その買い越し額は1兆5000億円となり、昨年12月との合計で3兆円に達した。背景には日本株の出遅れが指摘され、欧州投資家に加えて米国からの投資も膨らんでいる模様
- ② 日経ダウ平均は、2月2日、取引時間中としては2000年7月4日以来約6年半ぶりの高値を付けた(当日の終値：17547.11円+27.61)。更に26日の終値は注目された18000円ラインを超えて、18215.35(+26.93)円となり、市場に楽観ムードが広がっていた。
- ③ TOPIXもその後再び上昇、2月26日には史上最高値となる1816.97(+2.01)ポイントで取引を終えた。こうした背景には従来から見られた堅調な中国関連銘柄の株価動向に加えて、投資意欲が反映される株式投信残高の記録的増加、個人投資家の市場回帰、M&A絡みの株高現象などもある。

世界主要証券取引所の株価変動率[%](05年末基準)

	指数値(07.2.21)	1週間	現地通貨	ドル換算
NYダウ平均	12,738.4	-	+18.9	+18.9
米S&P500	1,457.6	+0.2	+16.8	+16.8
日経225	17,913.2	+0.9	+11.2	+8.5
東証TOPIX	1,787.2	+1.2	+8.3	+5.7
上海A株	3,148.8	+3.2	+157.9	+168.8
上海B株(\$)	187.6	+1.8	+190.2	+202.5
英FTSE100	6,357.1	-1.0	+13.1	+28.7
独DAX	6,941.7	-0.3	+28.4	+42.9
露RTS(\$換算)	1,905.5	+0.8	+54.4	+69.3
豪ALL Ord.	5,933.3	-0.1	+26.0	+36.1
香港(ハンセン)	20,651.4	+2.2	+38.8	+37.8
印BSE	14,188.5	+1.3	+51.0	+53.8
韓国KOSPI	1,451.4	+1.1	+5.2	+13.3
ブラジルBVSP	46,090.0	+0.2	+37.8	+54.5
南アJSEAS	26,306.3	-	+45.4	+29.3

出所：The Economist(07.2.24)

ニューヨーク市場：

米国景気の後退感が強まる中、今年の経済成長に関する見方も分かれていた。そうした中、ソフトランディングへの期待を受ける形で株式市場は予想を超える健闘を見せた。一般的指標であるNYダウ工業株30種平均は年初の12474.62ドルから、着実に上昇を続け2月1日に12673.68ドル、更に20日には史上最高値となる12786.64ドルを付けた。その後26日までの4営業日の間は若干の調整局面にあった。今年に入ってからからの主な調整は、1月5日の-82.68ドル、22日の-88.37ドル、25日の-119.21ドルの3回だけである。

ドイツ市場：

長期にわたり低迷を続けたドイツ経済であったが、ここに来て景気上昇機運が濃厚となってきた。そうした背景から市場のムードは本年に入っても堅調に推移した。1月3日には指標であるDAXが6691.32ポイント、2月1日に6851.28ポイント、そして26日は7027.59ポイントを付けた。

ロンドン市場：

英国経済に一部懸念材料も出て、株式市場は昨今精彩を欠く場面もあったが、全体としては一進一退で推移した。1月3日のFTSEは6319.0ポイント、2月1日は6282.2ポイント、26日は6434.7ポイントを付けた。

前述した如く、今回の激震が短期間で終息するのか、或いはこれが引き金となり、世界的株価の調整局面に向かうかは尚予断を許さない。新興国の株式市場が、未成熟で、金融インフラが未整備であることに加えて、金融政策等の適切な運用を期待できないまま、過剰流動性が膨張、投機色を強めている面も強いいため、国別の金融政策等で対応できない時は、国際間に於ける何らかの金融政策調整や協調も今後話題になろう。

主な株式市場の暴落直後の株価変動推移

	2月27日	2月28日	3月1日	3月2日
NY ダウ平均	12216.24-416.02	12268.63+52.39	12234.34-34.29	12114.10-120.24
米 SP500	1399.04-50.33	1406.82+7.78	1403.17-3.36	1387.17-16.00
日経 225	18119.92-95.43	17604.12-515.80	17453.51-150.61	17217.93-235.58
東証 TOPIX	1811.33-5.64	1752.74-58.59	1740.11-12.63	1721.59-18.52
上海 A 株	2771.79-268.81	2881.07+109.28	2797.19-83.88	2831.52+34.33
英 FTSE100	6286.1-148.6	6171.5-114.6	6116.0-55.5	6116.2+0.2
独 DAX	6819.65-207.94	6715.44-104.21	6640.24-75.20	6603.32-36.92
香港(ハンセン)	20147.87-360.08	19651.51-496.36	19346.60-304.91	19442.01+95.41

また米国が人民元の対ドルレートに対して不満を募らせている時だけに、これが今後為替問題に波及することも考えられる。

一方今回の衝撃は、中国の経済・金融市場の動向が世界経済・金融市場に想像以上のインパクトを与え得ることを鮮明に実証したとも言える。経済のグローバル化が一段と進む中、金融資本市場の成熟までになお時間を要する中国の経済並びに市場動向と中国当局による舵取りを今後世界はこれまで以上に注目することであろう。

完