



武藤泰明の 経営者目線で読む 景気動向

連載
第103回

中国の変調と日本の株高



むとう やすあき
武藤 泰明

1955年生まれ。1980年、東京大学大学院修士課程修了。株式会社三菱総合研究所の主席研究員を経て、2006年から早稲田大学スポーツ科学学術院教授。専門はマネジメント。「スポーツファイナンス」（大修館書店）、「人手不足時代の人事戦略」（日本能率協会マネジメントセンター）など著書多数。

労働市場のトレンド
未来予測の羅針盤!

どうも中国の動きがあやしい。「おかしい」とまで書ききれないのは、例によってエビデンスがはっきりしないからである。不動産の恒大集団が米国で破産申請したと報じられたのだが、同社は破産ではないという。香港証券取引所は同社株の売買を8月28日に17カ月ぶりに再開した。同社の申請によるらしいのだが、巨額の債務超過は解消されていない。それでも上場、売買が可能なのだということだ。同じく不動産の碧桂园は今年上期に1兆円の赤字を計上し、ムーディーズは同社の格付けを「破綻寸前」まで落とした。他にも出てくるかもしれない。一方で、2022年には国全体として経常収支赤字に転落すると予想されていたのが、結果的には空前の黒字である。ただ、この国の国際収支統計には一年あたり十数兆円の誤差脱漏があって、いろいろな公式統計を見比べてみないと確信を持ってない。経済に変調を

きたしているのは間違いないのだが、結局よくわからない国である。一応ここまでの経緯を整理すると次のようになる。2020年 コロナ対策で金融緩和↓不動産バブル再拡大↓夏には不動産業、住宅ローン規制2020-21年 いわゆるIT企業叩きアリババ、テンセント2021年8月 習近平 共同富裕2021年12月 恒大格付、部分的債務不履行へ引き下げ中国政府、不動産業界への規制緩和を示唆2022年3月 恒大株、香港市場で取引停止7月 資金流用で恒大CEOらが辞任2022年10月23日 中国共産党全体会議で習近平が総書記に三選。香港株一時暴落2022年 中国 経常収支4200億ド

ルの黒字2023年1月 恒大監査法人(PWC)が辞任不動産価格の高騰、つまりバブルはコロナ以前から起きていて、政府による規制強化も行われていたのだが、コロナで金融緩和が行われバブルが再発、急いで規制を再強化するという目まぐるしい政策変更が行われていたのが2020年である。そして習三選に向けた共同富裕でITには政府からの関与が強まり、不動産業はオワった。とくに問題が大きいのが不動産である。不動産以外の産業が堅調ならマクロ経済への影響も小さいのだが、米国や日本のGDPの最大の構成要素が個人消費であるのに対して、中国は投資（公共投資、設備投資、住宅投資など）で成長している国である。不動産事業者による都市開発、マンション開発が止まると、内需が停滞する。中国政府は住宅口

ン金利低下など、対応策を表明・実行し始めている。ただ、今のところ目立った政策効果は見られないようだ。とりあえず経済の「伸びしろ」は、輸出だけになってしまおうということである。

ある。皮肉なことに、中国への直接投資（工場の整備など）が減れば、国外への配当の支払いも伸びない。望まないかたちで経常収支が改善されるということもあるのだろう。

投資資金は中国から日本へ

その輸出だが、中国の2022年の貿易収支は8770億ドルの黒字。上述のとおり経常収支黒字は4200億ドルなので、貿易で得た黒字の半分以上が所得収支や旅行収支のマイナスあるいは途上国援助で消えていることになる。つまり、GDP（＝輸出）が伸びている割には、国内にお金が残らない。これ自体は新興国の特徴なので中国に特殊な問題がある訳ではないが、

さてこのような状況の下で、機関投資家は中国から資金を少し引き揚げています。はっきり言ってしまえば、外国人投資家は、資金を引き揚げることをあまり大声で言いたくない。そんなことをしたら、投資家が一齐に動いて暴落が始まる。そうなる前に、静かに逃げ始めている。

世界経済が「冷える」

おそらく、世界恐慌の心配はしなくてよいのだろう。1929年の米国大恐慌は、ニューヨーク株式市場が「一日で」12・8%落ちたのがきっかけであった。1987年のブラック・マンデーはマイナス22・6%であった。そしてどちらも、直前まで絶好調だったのである。恐慌は反動としてやってくる。現在の中国の株式市場で起きているのは土地バブルの反動だが、政策介入が続いているので一気に転落ということはなさそうだ。ただ、恐慌を経験せず、そのかわり30年を失った日本という反面教師もいる。

表 為替、株式の最近の動向

	4月	5月	6月	7月	8月	8月末/ 4月末
円ドルレート	133	139	144	142	145	1.09
TOPIX	2057	2130	2288	2322	2332	1.13
上海総合	3323	3204	3202	3291	3127	0.94
香港ハンセン指数	19894	18234	18916	20078	18382	0.92
東証プライム 外国人取引						
買越額(億円)	22,303	24,055	15,916	5,168		
売買高シェア(%)	71.6	70.7	67.8	68.5		

注：為替レート、株価指数については月末終値

は年10月号で指摘したように、中国の国際収支は成熟しない。分かなりやすく言い換えれば、国外投資がもうけを生み出さないの、経常収支が赤字になるタイミンが早いので

資金の行先の一つが、円安になった日本の株式市場である。表のように、円ドルレートは4月末から8月末にかけて9%程度円安に振れて、TOPIXは13%の伸びとなった。セオリーどおりである。外国人投資家は4カ月（7月末まで。8月のデータはまだ公表されていない）で7兆円近い買い越しである。東証プライム市場に上場している会社の株式時価総額の合計が800兆円強なので、0・8%程度外国人投資家のシェアが上がったことになる。またこの7兆円は、中国の株式市場から逃避した金額よりかなり大きいとみられている。つまり、円安で日本株高という基本構図があって、そこに中国から来た資金が追加されて株高がさらに更新しているということだ。

資金の出どころであると思われる中国市場の株価指標を見ると、この4カ月で上海総合