

今回のテーマ

中国本土市場  
政府は市場に介入しようとしているのか？

- ポイント**
- ✓ 中国本土市場では、これまで「政府の保護」が暗黙の前提であり、政府の市場介入のハードルは低かった。
  - ✓ 近年では、政府の市場介入のハードルが上がっている。過去にみられたような、本格的な市場介入は考えづらい。

8月20日の中国本土市場。前場はそれまで5営業日連続の下げ相場を引き継ぎ、上海総合指数が2016年以來の安値を付けたほどだったが、その後一転上昇し、主要指数はプラスで引けた。上昇は翌日も継続し、2日間で2%余り戻した。市場の反転をもたらしたのは、「中国の市場管理当局が証券会社のアナリスト達を呼んで会議を開いた」「大手保険会社が底値買いを始めた」という2つのニュース。下落の続く市場を見て、当局がついに救済に動き出した、という期待が高まった。

これに対して、当局は何らコメントを発表せず、保険会社は買い入れを始めたことを認めるのみ。中国の株式市場は年初来不振が続いており、主要指数は20%前後の下げとなっている。政府は市場への介入を始めたのだろうか。

上海総合指数（現地通貨ベース）の推移  
（2008年9月1日～2018年9月4日）



（信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成）

2015年の市場急落時の市場介入は、  
トタバラとした印象だった

中国政府の市場への介入というと、2015年の市場急落時が記憶に新しい。

中国本土市場は、2014年半ばから上昇基調にあり、上海総合指数は約1年で155%上昇した（**グラフA**）。しかしながら、2015年6月に株価押し上げの原動力であった信用取引に当局が規制をかけたことをきっかけに、2カ月半で43%下落した（**グラフB**）。これに対して、中国政府は最初こそ「市場は大丈夫だ」などと言って口先で頑張ろうとしていたのだが、下げ止まらないと見るや、あの手この手で市場救済を実施した。

大株主の売却制限、運用会社への買い支え指示、空売りファンドの取締り、そして最後は自ら資金を投入して株を買い支えた。株主が株を売れなくなったり、急落を恐れて多くの銘柄を売買停止にしようとするあたり、なんと乱暴な市場だろうという印象を持たれた方も多いのではないだろうか。

※上記グラフ・データは過去のものであり、将来の市場環境などを保証するものではありません。

■当資料は、日興アセットマネジメントが世界のマーケット状況についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。■なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。

## 中国政府の市場介入のハードルの低さは、 中国本土市場の歴史によるもの

ここまで激しかったことはなかなか見られないものの、中国では政府の市場への関与は日本や欧米主要市場よりもハードルが低い。

計画経済は既に過去のものとはいえ、中国の政策運営には全般として、**市場に完全に任せるのではなく、間違いが起きないように政府が細かく面倒を見るべきだ、それが政府の責任だ、という思想が官民間わらず抜き難く存在する。**他国では市場に任せられているIPO（株式の新規公開）を事実上政府の認可制とし、少し相場が悪くなると認可を止めて需給を調整しているのはその典型。株価が下がってくれば当局が心配して何かをする（してくれる）かもしれない、という期待は、かなり一般的な発想である。

### ただし、いつまでも「政府の保護」を 暗黙の前提としていては、自律的な市場は育たない

その一方で、世界第二の経済大国となり、グローバル経済にがっちり組み込まれている今日、これではいけないという考え方も、市場関係者の間では強くなってきている。

**ストックコネクで海外市場と本土市場の繋がりが強くなり、MSCIへのA株の組入れが始まった今日、市場の影響力が強くなるのは必然だ。いつまでも「政府の保護」を暗黙の前提としていては、自律的な市場は育たない。**2015年の市場救済の際でも、介入の是非につき、かなり意見対立が見られた。それでも当局が介入を決断した理由は、当時、市場資金の出し手の一部に証券会社や銀行の関与が疑われ、市場の急落が金融機関に伝播する恐れを否定できなかったためと言われる。中国政府が好んで使う「システミックリスク」である。

### 過去と比べて、政府介入のハードルは上がっている というのが現状

もっとも、その後のエコノミスト達の検証では、当時そこまで事態が深刻だったのかは意見が分かれている。介入効果についても、市場を下支えしたというよりは、下落のスピードを緩めたに過ぎないとの評価もある。市場介入のハードルは、ますます上がっている。

翻って現状を見るとどうか。**市場は確かに一方的に下がっているが、ペースは2015年の下落時よりも遥かに緩やかで、幅も小さい。**信用取引残高も、2015年ピーク時の4割程度しかない。加えて、2015年に政府出資で設定された株式ファンドは、今年1月に市場からの資金引き揚げに関する報告が出され、3月までに急速にファンドの規模を縮小させている模様だ。**政府としては既にその役割を終えたとの判断なのだ。明らかに、このタイミングで政府ができることは限られている。**

かつては、中国は個人投資家が多いので、株価が下がると当局は「民意」を恐れて市場を下支えすると言われたものだが、そんな議論は今日ほとんど聞かれなくなった。今回、政府から大手保険会社への「ささやき」はあったかもしれない。しかし、本格的行動には程遠いのが現状だろう。

PDFファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。  
また、facebookやツイッターで発行をお知らせいたします。  
<http://www.nikkoam.com/products/column/china-insight>  
facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter [https://twitter.com/NikkoAM\\_official](https://twitter.com/NikkoAM_official)

■当資料は、日興アセットマネジメントが世界のマーケット状況についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。■なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書（交付目録見書）をご覧ください。