

第495回:28年ぶりのできごと

中国の国家統計局が1月21日に発表した2018年のGDPは物価変動の影響を除いた実質ベースで、前年比6.6%増となり、17年の6.8%から0.2pt鈍化した。

日本の日刊紙は翌22日に一斉に報道し、各紙の主要見出しは以下のとおりとなっている。

産経	中国成長率6.6% 28年ぶり低水準、今年は6%台前半に落ち込みか
読売	中国28年ぶり低成長 18年6.6%、米中摩擦激化で成長減速、中国 景気下支え躍起
日経	中国経済の減速鮮明、18年成長率 28年ぶり低水準、主要指標 秋以降に急変、中国地方の開発投資失速、「灰色のサイ警戒を」 習氏 地方債務を念頭か
毎日	中国28年ぶり低成長、18年6.6% 貿易摩擦重石
朝日	中国経済鈍化 リスク表面化、昨年成長率6.6%28年ぶり低水準

中国に対する報道スタンスが厳しい印象のある日刊紙から順番にリストアップしたが、各社揃って「28年ぶりの低水準」と打ったのは流石であった。

民主化を求めるデモ隊に対し、共産党が戒厳令を敷き戦車・装甲車を出動させ弾圧した天安門事件が1989年6月4日のこと。この蛮行に憤激した世界各国が一斉に中国から手を引く中、中国のGDP成長率は89年が4.2%、90年が3.9%と大失速することとなったが、今回の低水準はそれ以来の出来事だ。

読売新聞が小見出しで「■生産停止(=工場閉鎖)、■マイナス成長?(=疑惑の統計データ)、■効果は不透明(=景気刺激策)」と並べたのは、海外から見た中国への疑問点の総和と云える。

この地滑り的な景気減速に対し、国内外ではかまびすしい議論が沸き起こっているが、日本の金融機関なんかよりも、中国の為政者たちの方が余程事態を深刻に受け止めている。

その証拠が22日の中国国営新華社報道だ。習近平主席は21日、北京で中央/地方の最高指導者たちを招集したセミナーを開き、開幕式のスピーチで「中国は今変化の激しい国際情勢や複雑な周辺環境に直面しており、共産党は主要なリスクを防御し解決する取り組みを強化する必要がある」と訴えた。

「深刻認識と正確把握外部環境的深刻変化」と短いセンテンスの中に2か所も“深刻”を挟み込んだ原文を読めば、指導部が抱く危機感がよく分かる。習主席は外部環境については「面对波詭雲譎的国际形势、複雑敏感性的周边环境」と云う難解な表現を使っている。波詭雲譎(はきうんけつ)・・・つまり習指導部は国際情勢が波や雲のように自在に姿を変えて、人の目を「譎詭(いつわりあざむく)」ことを厳しく警戒している。

米トランプ大統領の変幻自在の言動を見れば、彼が米中貿易摩擦をどう着地させるつもりなのか誰もが推測不能であり、中国側は硬軟両様の構えで、実務的に対応するしか手はないようだ。

云うまでもないことだが、米中貿易摩擦は中国経済にとって最大のリスク要因であり、中国は国有企業への過剰な補助金支給など不公正な慣行を米国側との取引材料(ディール)に使うのではなく、自主的に改めるのが実は得策なのだが、現政権にそのような度量はなさそうだ。

習主席は引き続き、“高度に警戒すべき”イベントについて、“黒天鵝(Black Swan)”のみならず“灰犀牛(Gray Rhino)”も防止する必要があるとしている。

最終ページに重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。

“ブラック・スワン”とは従前の常識や経験からあり得ないと思われてきたイベントが生じた場合に市場が機能不全に陥る状況を指し、歴史的な大災害やリーマン・ショックのような金融危機が代表的な事例だ。

問題は“灰色のサイ”。サイは普段はおとなしい動物だが、一旦暴走し始めると誰もが制止できない爆発的な破壊力を発揮する。つまり不動産バブルや不良債権のように、マーケットにおいて高い確率で存在し、一旦発生すれば大きな悪影響を及ぼすことが分かっているにもかかわらず、当事者も投資家も長く続いてきた“適温相場”のなかで、危機の萌芽を軽視したり、見逃したりするようなリスクを指す。

中国当局は黒天鵝よりも、むしろ灰犀牛の発生に神経を尖らせているようで、具体的には“融資平台”と呼ばれる地方のインフラ投資の資金調達を請け負う別動隊の動向や、いつまで経っても収束の気配を見せない不動産バブルなどを警戒している模様。

これは地方政府の栄枯盛衰、地方指導者の立身出世に直結する財源絡みの問題であり、これを放置すれば隠れたる地方債務がますます膨張し、ソフトランディングの余地を逸してしまうリスクがある。

かといって地方政府の資金調達源を一刀両断に断ってしまうと、全国各地で債務不履行が多発し、中国の社会不安が急激に高まる虞が高く、習主席が危機感を露わにして、「党面臨的**長期執政的考驗**(=共産党が直面する長期的統治の試練)」と異例の直截的表現を用いている所以であろう。

そんなわけで、今年の中国株式相場はお先真つ暗か？ いえいえ、そんなことはありません。

上海や深圳の相場は、中国の景気サイクル、改革の遅延、米中貿易摩擦等が複合的に絡む経済下ぶれリスクを早くから先取りして大きく下げているが、短期的にはマクロ経済と相場の間強い相関があるとは云えず、景気減速下で相場が底を打つ可能性もあり、必ずしも悲観視する必要はない。

マーケットの値動きは市場参加者の思惑と判断によって作られるだけではなく、市場の自己実現性というか、値動きが乱反射して市場参加者の思惑と判断を動かすというメカニズムも存在する。個人投資家が8割ものシェアを占める本土市場ではなお更だ。

もし中国株のストラテジストが「相場の底入れ機運高まる」と予測するのであれば、それはそれで傾聴に値する。チャートの格言や、過去の市場データが示唆するアノマリー現象に必ずしも確固たる科学的根拠があるとはいえないが、重要な投資情報であることは歴史が証明している。

でもマクロ経済の現状認識だけは、どんなことがあろうと拡大解釈するつもりはありません。(了)

文中の見解は全て筆者の個人的意見である。

平成31年1月23日

筆者プロフィール

杉野光男

東洋証券株式会社 主席エコノミスト

一橋大学商学部卒、三菱信託銀行(現三菱UFJ信託銀行)入社、上海華東師範大学へ留学

同行北京駐在員、上海駐在員事務所長、理事中国担当部長を経て、2007年より現職

著書 日本の常識は中国の非常識(時事通信社)、中国ビジネス笑劇場(光文社)等

最終ページに重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。

2/3



東洋証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第121号

日本証券業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会 加入
本社所在地 〒104-8678 東京都中央区八丁堀 4-7-1 TEL03-5117-1040

ご投資にあたっての注意事項

手数料等およびリスクについて

① 株式の手数料等およびリスクについて

- ・ 国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大 1.2420% (税込み)、最低 3,240 円 (税込み) (売却約定代金が 3,240 円未満の場合、約定代金相当額) の手数料をいただきます。国内株式を募集、売出し等により取得いただく場合には、購入対価のみをお支払いいただきます。国内株式は、株価の変動により、元本の損失が生じるおそれがあります。
- ・ 外国株式等の売買取引には、売買金額 (現地における約定代金に現地委託手数料と税金等を買の場合には加え、売りの場合には差し引いた額) に対して最大 0.8640% (税込み) の国内取次ぎ手数料をいただきます。外国の金融商品市場等における現地手数料や税金等は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。外国株式は、株価の変動および為替相場の変動等により、元本の損失が生じるおそれがあります。

② 債券の手数料等およびリスクについて

- ・ 非上場債券を募集・売出し等により取得いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、元本の損失を生じるおそれがあります。外国債券は、金利水準の変動等により価格が上下するほか、カントリーリスク及び為替相場の変動等により元本の損失が生じるおそれがあります。また、倒産等、発行会社の財務状態の悪化により元本の損失を生じるおそれがあります。

③ 投資信託の手数料等およびリスクについて

- ・ 投資信託のお取引にあたっては、申込 (一部の投資信託は換金) 手数料をいただきます。投資信託の保有期間中に間接的に信託報酬をご負担いただきます。また、換金時に信託財産留保金を直接ご負担いただく場合があります。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なるため、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該金融商品市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価格が変動し、元本の損失が生じるおそれがあります。

④ 株価指数先物・株価指数オプション取引の手数料等およびリスクについて

- ・ 株価指数先物取引には、約定代金に対し最大 0.0864% (税込み) の手数料をいただきます。また、所定の委託証拠金が必要となります。
- ・ 株価指数オプション取引には、約定代金、または権利行使で発生する金額に対し最大 4.320% (税込み)、最低 2,700 円 (税込み) の手数料をいただきます。また、所定の委託証拠金が必要となります。株価指数先物・株価指数オプション取引は、対象とする株価指数の変動により、委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

取引や商品ごとに手数料等およびリスクが異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

最終ページに重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。

3/3



東洋証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長 (金商) 第 121 号
日本証券業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会 加入
本社所在地 〒104-8678 東京都中央区八丁堀 4-7-1 TEL03-5117-1040