

## 中国株式市場の下落と金融システム

2007年にはバブルか否かの議論が活発に展開されていた中国株式市場であるが、2007年10月半ばをピークに下落に転じ、2008年6月12日には、上海総合指数が1年3ヶ月ぶりに3000を割り込んだ。四川大地震という不測の事態も生じ、8月のオリンピック開催を前に、中国市場の行方には不透明感が漂っている。

陳氏による「中国株式市場の当面の動向についての分析と対策案」は、中国の株価下落の背景として、2007年の行き過ぎの反動、サブプライム危機の影響、物価上昇と金融引き締め影響等を指摘しつつも、市場の制度的欠陥と株価変動を増幅するメカニズムが問題の核心にあると指摘している。

具体的には非流通株の売却解禁が一部でスタートしたこと、企業の株式資金調達が増額なものとなったこと、投資信託による配当要求が活発化したことといった点である。陳氏は、政府は市場救済を行なうのではなく、資本市場制度・メカニズムを早急に整備すべきと主張する。

株価下落に対する政府介入の是非を巡る議論は、関が「株価テコ入れ策を巡る大論争」で整理している。証券業界よりの学者からはPKO賛成論が展開され、マクロ経済専門のエコノミストからは反対論が展開されているという。

日本においても、かつて公的な株価介入を求める声が高まったが、その背景にあったのは銀行システムへの危機感であった。すなわち株価下落により銀行の自己資本比率が一段と低下し、信用不安が拡大することが懸念されたのであった。これに対して中国においては、銀行が株式を保有していないこともあり、金融システム面の懸念が表面化しているわけではない。

ただし、王氏・何氏の論文「懸念される金融引き締めの銀行収益への影響」によれば、公開市場操作による不胎化政策や、利上げ、預金準備率の引き上げ、窓口指導による融資の抑制など、金融引き締め政策の結果、資金運用と資金調達の金利差の縮小、融資規模の抑制、不良債権の増大などを通じて、商業銀行の利益にマイナスの影響がもたらされている。今後、更なる引き締め政策が採られることになれば、商業銀行の業績が大幅に悪化する恐れがある、とのことである。

中国の銀行業については、関による「新しい段階を迎える銀行業の対外開放」も掲載している。これによると、外資系銀行が中国に進出する動きだけでなく、中国資本の銀行が、株式上場を経て、合併・買収等を通じて海外進出する動きが目立つということである。こうした動きが適切なリスク管理の下に行なわれることを通じて、中国の銀行にとっての新たな収益機会につながっていくことが期待されよう。

\* 株野村資本市場研究所 執行役

## 全株流通時代の中国株式市場の展望

中国の資本市場を議論する場合、株価動向に目が向きがちであるが、やはり中国の金融システム改革の全体的方向性を見失わないようにしておく必要がある。本号の場合、呉氏による「世界的視野から見た中国資本市場」が参考となる。同氏のように「経済大国から経済強国への転換を成し遂げるために、資本市場は主導的な役割を果たす」という視点に立つと、あるべき施策も、例えば表層的な PKO 論などとは次元の違うものとなってくるのが理解されよう。

東京国際研究クラブは、2008年4月、DRCと野村資本市場研究所による「全株流通時代の中国株式市場の強化と整備」という研究会を主催したが、そこでの中国側からの議論は、呉氏の問題意識と共通する点も多かった。本号では、研究会の報告論文の中から以下の3本を掲載している。

張氏は「中国の資本市場が抱える課題と改革の展望」において、上場企業の非流通株比率が依然として高く、相場操縦されやすいこと、メインボード市場に株式取引が一極集中しており、新興企業と中小企業の資金調達が困難であること、社債市場が未発達であること、個人投資家の割合が高すぎ、投機色の強い市場になっていることを課題としてあげている。そして、改善策として、OTC市場の整備、社債市場の発展を阻害している現行の管理条例の緩和、保険会社に対する投資規制の緩和、従業員持株制度の普及、デリバティブ市場の発達等を掲げている。

範氏は、「中国証券市場における投資家構造の分析と改善案」において、個人投資家偏重という構造を修正するため、機関投資家を育成するという政策方針が採られてきたが、これまでのところ公募投資信託は急拡大したものの、生命保険や年金等の比率が低いままであるという。また投資信託に投資をしている投資家の大多数は、投資期間が2年未満であり、十分な知識や経験もなく、またドルコスト平均法といった長期的視点での投資を行っていないため、投資信託も株式市場にボラティリティをもたらす大きな要因になっているという。そこで範氏は、投資信託に関しては、投資家教育の強化、機関投資家による投信の長期保有促進のための税制措置、投信信託の費用構造の見直し、401(k)のような制度の導入を提唱すると同時に、年金のほか、私募ファンドやヘッジファンドの発展を促すべきとしている。

郭氏による「中国の投資信託業界の対外開放の歴史と発展の方向について」で注目されることは、中国における投信市場の拡大が、基金管理会社同士の活発な競争を伴いつつ実現しているということである。対外開放の当初懸念された、地場の基金管理会社が一方的に地盤沈下するといった事態は生じていない。また投信とは規制環境の異なる商業銀行、信託会社の資産運用商品との競合も活発という。こうした中で、中国の投資信託業界は、対外開放の深化に対応し、資本力、人材、企業管理のレベルを図っていくことが必要になっているということである。

本号ではこの他、関根が「再び注目を集める外資系企業の中国国内上場について」と「中国の QDII による日本株の運用実態について」を、神宮・神山が「中国におけるプライベートエクイティ市場の現状」を論じている。