

人民元の行方－日本の教訓

2005年7月の人民元改革により、中国の為替制度は「管理変動相場制」に移行したが、3年が経過した今日においても、大量のホットマネーの流入には歯止めがかかっておらず、外貨準備は拡大し続けている。徐論文「中国のホットマネー規模の推計」によれば、2003年から2008年第1四半期の間に中国に流入したホットマネーの規模は、1.2兆ドルに上るとのことである。こうした状況が持続すればするほど、金融政策の舵取りは困難になり、またなんらかのきっかけで資金が引き揚げられ、金融危機につながるリスクも醸成されていくことが懸念されている。

関論文「完全変動相場制への移行を模索する中国」は、日本の経験を踏まえると、中国も完全変動相場制に移行しなければ、経済の安定化は困難であると指摘する。1971年8月15日のニクソンショックに至る時期、米国では国際収支の慢性的な赤字が続き、ドルの信認が揺らぎ始めていた。一方、日本は輸出競争力を高め、国際収支が黒字基調に転じ、外貨準備が急拡大していった。日本は8月15日から27日まで、1ドル360円を守ろうとドル買い介入をしたが、市場の圧力には抗しきれず変動相場制に移行したのであった。その後も固定相場への回帰の試みや円高阻止のための介入が続いたものの、市場の流れは止められなかった。むしろ、円高阻止の政策が過剰流動性を生み、1973年から74年の狂乱物価にもつながった。

野口悠紀雄氏は、近著『円安バブル崩壊』（ダイヤモンド社刊、2008年）において、今日でも日本の経済政策が円安バイアスを持っている結果、インフレや不動産の過大評価といった問題はもとより、輸出産業に依存した産業構造が温存されるという問題をもたらしているとして指摘する。いくら円安重視の政策が指向されても、各種の外的ショックもあるから、恒常的に円安傾向を維持できるわけではなく、2007年夏以降のように円高反転も生じてしまう。こうした場合、円安依存の産業構造となっているが故に、景気や株式市場へのダメージが大きくなる。かくして円高恐怖症が増幅し、ますます産業構造の転換も困難になってしまうわけである。

日本は変動相場制移行後30年以上経っても、変動相場制の意義を消化しきれないまま経済運営がなされているということかもしれない。こうした点も含め、中国が教訓としていくことが望まれるのであろう。

この他、為替に関する話題としては、関根の熱点において、人民銀行が「人民元オフショア市場の創設」を目指す役割を担うこととなったことが紹介されている。

* 榎野村資本市場研究所 執行役

新興市場必要論及び証券業界、保険業界の動向

懸念されるホットマネーの大量流出という事態にまで至っているわけではないであろうが、中国の株価は大幅に下落している。こうした中で、株価対策とも思われる措置も次々と導入されているが、李論文「資本市場の安定的発展における政府の役割」では、これらは資本市場制度を整備するための政府の努力と理解する方が妥当と指摘されている。もっとも、4月に株式取引の印紙税率が引下げされたが、李氏は同税率を頻繁に調整すべきではないとしている。

李氏は、政府が資本市場発展のために導入すべき措置として、株価指数先物市場の他、新興市場の設立もあげているが、「中国の創業板（新興市場）のリスクに関する考察」において、前者の設立をまず実現した上で、後者を実現すべきと論じている。これは、メインボードにおいて、先物市場が欠如していることが、機関投資家の行動を市場攪乱的にしているため、このままでは同じことが新興市場でも生じてしまうという危惧があるためという。

張論文「中国の資本市場における民営企業」は、近年、民営企業の上場は増えているが、民営企業が中国経済において果たしている役割に比較すれば、その数は依然として少ないと指摘し、創業板導入の意義を強調する。張氏は同時に、2004年に設立された中小企業板¹の継続的な発展や場外市場の設立、プライベートエクイティ市場の発展の加速も強調している。また、民営企業自身も資本市場に参入できるように、革新能力と競争力の強化、コーポレートガバナンスの改善、監督管理への適応などの努力が必要と指摘する。

大きく相場が変動する中、中国の証券会社経営にも影響が懸念される。神宮論文「さらなる再編に向けて動く中国証券業界」によれば、中国当局は強い証券会社をより強くし、弱い証券会社を淘汰し、産業再編をさらに進める政策を展開してきたが、この姿勢は、最近より強化されているという。今日まで、いくつかの証券会社グループが形成されてきたが、今後もさらなる業界再編が進むと見られている。

中国の保険業界は順調な拡大を続けている。関根論文「販売力強化が課題の中国の外資系保険会社」によると、保険業界の運用資産は、2007年末には2兆6,722億元（約41兆円）と前年末比で1.5倍となった。中国の保険市場では、損害保険、生命保険ともに、三大保険グループが保険料収入全体の6割から7割のシェアを押し込んでいる。外資系は、損害保険会社42社のうち15社、生命保険会社は54社中、24社となっている（2007年末時点）。外資系損害保険会社は、現地法人化が進む段階、外資系生命保険会社は黒字展開を目指す段階ということであり、中国展開の本格化はこれからである。

¹ 中小企業板は、深圳証券取引所のメインボードの中の銘柄分類であり、上場基準を別にする正式な市場区分ではない。売買システム、監督管理システム、証券コード、株価指数を独自のものとしている。