

## グローバル資本主義の命運を握る米中二大国の政策運営

2008 年年頭の本欄で、「中国は世界の安定要因か不安定要因か」と書いた。春のベアースターズ破綻に始まり、夏のファニーメイ、フレディマック救済、秋以降のリーマン破綻、AIG やシティの救済と急展開した同年の米国発グローバル資本市場の大波乱を予想すべくもなかった年末年始の市場関係者の間では、サブプライムの次のリスクはチャイナバブルの崩壊ではないか、という点が懸念されていたのであった。

その後確かにチャイナバブルは崩壊し、上海総合株指数は 2007 年 10 月の 6000 ポイント超から、2008 年 10 月の 1700 ポイント前後にまで急落した。しかしこれは中国市場の自壊プロセスという側面も無いわけではないが、相当程度、欧米の株安と実体経済の急速な悪化の影響が、中国にも及んだものと言えよう。

注目されるのは、その後の展開である。世界の株式市場がさらに最安値記録を更新し続けた中、中国株式市場は昨年 11 月初めに反転後、リーマン・ショック前の水準にまで順調に回帰、2009 年 3 月時点で 2000 ポイントを超える水準で推移している。この背景には、株価挺入れ策や相次ぐ金融緩和の実施もあるが、11 月の G20 会議の直前に、額にして 4 兆元、GDP の 16% に上る景気刺激策が決定されたことがある。2009 年 3 月の全人代でも、今後追加的な景気対策が実施される可能性が示唆された。

関氏が本誌でも一貫して強調してきたように、中国はさらなる金融政策や財政政策を発動する自由度が十分ある。他の多くの主要国がゼロ金利や財政赤字の制約に悩むなか、中国経済が世界経済の底支え役として大いに期待されている所以である。もう一つ重要なことは、自ら望んだわけではないにしろ、中国は米国債の最大の投資家として、米国財政運営とドル価値を支える立場でもある。

今、世界経済にとって不可欠なことは、米国が金融危機対応においてこれ以上失敗を繰り返さず、問題解決の方向に歩みを進めること、そしてこの間、中国がグローバル経済・金融のスタビライザーであり続けてくれることであろう。この両大国の政策手腕に、グローバル資本主義の命運が委ねられているとも言える。

こうした局面にも関わらず、米国政府高官らが、中国の過剰貯蓄や人民元相場のあり方を批判したことは、理解に苦しむところである。関氏の「再燃する米中間の人民元摩擦」によれば、両国とも現実の政策では、対立を激化させるような展開にはならないと見られることは何よりである。

\* 榊野村資本市場研究所 執行役

## 経済成長に寄与する資本市場に向けた改革

昨年秋までの急速な株価下落に対し、中国は株価挺入れ策や景気刺激政策だけでなく、中長期的な規制緩和や市場整備策を打ち出した点も、注目されよう。関根氏の「中国の金融三十条意見を通じた資本市場改革」によれば、先述の4兆元の景気対策には、「経済成長に対する金融の支援を強化する」との項目が盛り込まれ、これを受ける形で、金融分野に関する三十項目に渡る施策が打ち出された。

今後の中国の資本市場改革は、この三十条意見に盛り込まれた内容を中心に進展していくこととなろう（図表参照）。このうちパンダ債の拡大は、米国債に偏重した中国の対外債権のリスクを抑制する方策として、また人民元の国際化の推進にも寄与するものとして、余所長の論文でも提唱されている。

この他、本号で紹介されているストックオプションの導入や従業員持株制度の導入、公的年金制度の改革も、中国資本市場の発展につながる措置として注目されよう。

グローバル金融危機が深刻化し、欧米先進国の間では、これまでの資本市場のあり方が、実体経済を大きく混乱させたとして、批判や見直しの議論が活発化している。一方、国務院発展研究センターの陳副主任によれば、中国の場合、経済発展のニーズに資本市場が十分対応できていないことが最大の問題点だという。いち早く株式市場の反転を実現した中国が、欧米の轍を踏まず、経済成長に寄与する形での資本市場の発展を実現させていくことが期待されるところである。

図表 中国資本市場の改革展望

エクイティ市場	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 新興企業向け市場の整備(中小企業板、創業板、新三板)</li> <li>・ 信用取引導入の可能性</li> </ul>
クレジット市場	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ パンダ債の拡大、香港での人民元建て債券拡大</li> <li>・ 社債市場の拡大、格付けシステム整備</li> <li>・ 中小企業向け貸出債権証券化、中小企業短期融資債の発行の試行</li> <li>・ ジャンクボンド、レベニューボンドの発行拡大</li> <li>・ 自動車金融会社の資金調達ルートの拡大</li> </ul>
デリバティブ市場	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 株価指数先物市場の導入に向けた準備</li> <li>・ 鋼材、米などの商品先物の早期導入</li> </ul>
アセットマネジメント	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ REITの試験的展開</li> <li>・ エクイティ投資基金業界の発展促進</li> <li>・ ベンチャーキャピタル企業向けの税制優遇政策整備</li> </ul>
M&A	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 資本市場を通じた企業の合併・リストラ促進(審査手続きの簡素化等)</li> <li>・ 商業銀行による企業の内外M&amp;A向け貸出解禁</li> <li>・ 企業のM&amp;Aに伴う税制政策検討</li> </ul>
証券会社	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 業界再編促進(強い証券会社をより強く)</li> <li>・ リスク管理強化、企業統治構造改善</li> </ul>
保険会社	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 国債、金融債、企業債、及び公司債の購入奨励</li> <li>・ デットなどの方式を通じたインフラ等への投資</li> <li>・ 国有大型企業へのエクイティ投資の推進</li> <li>・ 年金保障プランの構築奨励、税制優遇</li> </ul>

(出所) 本号所収の関根論文、神宮論文より作成