中国資本市場のリスクとその発生原因[1]

陳　道富※

要約

中国の資本市場は、経済ニーズに比べて発展が遅れており、非合理的な市場構造、市場分断、株価の大幅な変動、債券市場の流動性不足等のリスクに直面している。これらリスクの発生原因は、政府の位置づけ、市場インフラの整備状況、市場主体の構造と関連している。こうした資本市場のシステマティック・リスクを解消することは、中国にとって非常に大きな意義を持っている。

Ⅰ、はじめに

中国資本市場は、二十数年間の発展を経て徐々に整備されつつある。以前の単一で、計画的に厳しく統制された資金融通の市場から、現在のように種類が多く、市場化の度合いが比較的高い資本市場にまで発展してきた。中国資本市場の発展は、中国経済の発展に重要な役割を果たしてきたと言えよう。しかしながら、中国資本市場は、今日、なお比較的低い発展段階にあり、各種のメカニズム（仕組み）も依然として完全でない。このため、中国の資本市場は、資本市場固有の様々なマクロとミクロのリスクのほか、不完全なメカニズムから生じるリスクや発展リスクといった中国特有のリスクを抱えている。ここで、発展リスクとは、発展が不十分なことから、資本市場が十分な機能を果たせず、そのため一層の政策支援を受けられなくなり、また、有効に政策を活用できなくなるリスクである。

2005 年以降、中国国内では流動性の充分な存在が、株式等の各種資産価格の急騰をもたらし、バブル化のリスクが存在した。一方、2007 年 10 月以降は、中国の株式市場は株価の急落に見舞われた。こうしたことから、中国資本市場の制度、メカニズム、発展等の面における問題点を真剣に整理した上で、問題発生の原因を分析し、根源から中国資本市場を改善する必要がある。

Ⅱ、足元の中国資本市場に潜む主なリスク

2005 年以降、中国株式市場の激しい変動は、国内外の注目を集めた。中国株式市場のこのような変動は、実体経済等のファンダメンタルズの大きな変動が原因のこともあれば、非流通株改

---

[1] 本稿は「中国資本市場のリスクとその発生原因」を邦訳したものである。なお、翻訳にあたり原論文の主張を損なわない範囲で、一部を割愛したり抄訳としている場合がある。

※ 陳 道富　国務院発展研究センター金融研究所総合研究室 副主任

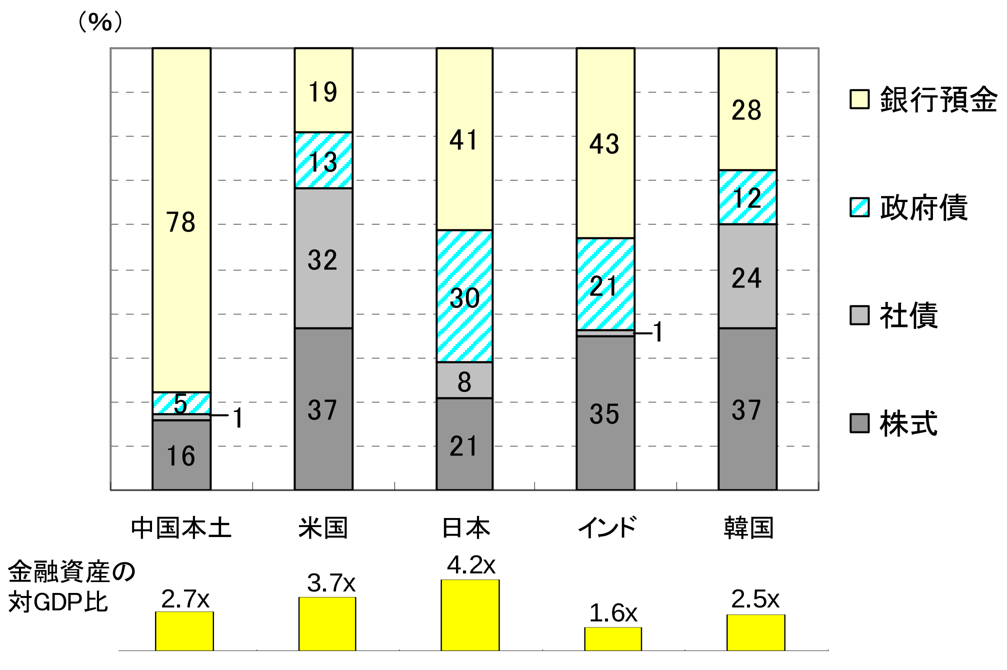
革等の制度変革が原因のこともあり、また、過剰流動性という金融環境が条件となっていることもあった。メカニズムの面では、中国株式市場は依然として発展途上の市場である。市場構造に合理的でない面があり、株価の上昇または下落を増長する様々なメカニズムが存在している。中国資本市場の問題点は、株式市場に限られたものでなく、また株価変動にだけ現われているものでもない。中国資本市場の問題点と直面している挑戦は、もっと高い次元から、また、もっと広い範囲から議論しなければならない。

１．経済ニーズに追い付かない資本市場の発展

中国資本市場の最大の問題点は、経済発展のニーズに十分に対応できていないことである。この結果、貯蓄資金が円滑に投資に転化されず、過剰流動性と中小企業の深刻な資金不足が並存することになり、また、巨額な貯蓄を海外市場で運用せざるを得ず、大量の外貨準備が積み上がることになった。同時に、中国は大量の海外投資を引きつけ、外資による投資は大幅に増加しており、相対的に中国には多くの投資機会があると言える。資本市場の発展が経済ニーズに追いつかないため、既に中国経済のより効率的な成長は難しくなっている。

2008 年末現在、中国の金融資産は約 62.3 兆元で、GDPの 2.1 倍に相当する[2]。そのうち、中国

図表 1　金融資産の内訳と規模（2005 年）



（出所）中国人民銀行「中国金融市場発展報告（2006）」、世界銀行等より筆者作成

---

[2] 中国の金融資産は急速に増加しており、1985 年の 3,060.93 億米ドルから 2007 年末の 9 兆 6,322.96 億米ドルへと、23 年間に約 31.5 倍増加し、年平均増加率は 16.18%に達している。そのうち、銀行金融資産は 21.9 倍増で、23 年間の年平均増加率は 14.36%、株式市場の流通株時価総額は 1993 年以降の 15 年間に 81.8 倍増で、年平均増加率は 34.1%、未償還債券残高は 1989 年から 2006 年末までの 18 年間に 54 倍増加、年平均増加率は 24.8%、保険料収入は 1993 年以降の 15 年間に 11.7 倍増加、年平均増加率は 17.8%となっている。期間別に見ると、中国の金融資産は加速度的に増加している。1985～1990 年の間、金融資産の年平均増加率は 17.7%で、その後の 10 年間（1991～2000 年）の年平均増加率は 15.7%とやや鈍化したが、2001～2007 年の間に加速し、年平均増加率は 20%に達した。

株式市場を見ると、上場会社が 1,625 社、株式時価総額が 12.14 兆元（ピークの 2007 年 12 月末は 32.71 兆元）で対GDP比 40.37%（ピークの 2007 年は約 127%）、うち流通株の時価総額が 4.52 兆元で、株式時価総額の 37.23%を占めている。なお、2007 年 12 月末の流通株の時価総額は 9.31 兆元で、全株式の時価総額の 28.46%を占めていた。2008 年に、企業部門が国内外株式市場で新規上場、増資、株式配当を通じて調達した資金は合計 3,656.7 億元で、前年より 5,023.47 億元減少した。2007 年には、株式市場を通じた資金調達額は 8,680.17 億元と過去最高水準であったが、それでも株式市場を通じた資金調達の割合は全体の 13.1%にとどまった。

2008 年末現在、中国債券市場の残高[3]は 10.3 兆元（中央銀行手形を除く。含めると、2008 年末時点の債券預かり残高は 15.1 兆元になる）で、対GDP比率は 34.25%となり、日本の 186%、米国の 165%を大きく下回っているだけでなく、韓国の 83%、ドイツの 69%、イギリスの 46%、さらにはインドの 36%よりも低い。

要するに、現在の中国資本市場は、経済発展の水準より低い次元に位置し、経済発展のニーズに十分に応えられず、資本市場に対する旺盛な需要を満たしていない。企業が株式や企業債を発行する際の順番待ちはごく普通である。また、中国の年金制度改革に伴う年金や保険会社の運用ニーズを満たす運用手段も不十分である。一方で、中国では大量の資金ニーズが、依然として有効な金融サービスを受けられずにおり、特に中小企業と農業の資金ニーズや、プライベート・エクイティ投資の分野で大きな空白が生じている。

２．資本市場の非合理的な構造

中国の資本市場の構造は非合理的である。資金調達は銀行システムに過度に依存し、そして国有銀行を中心とする銀行システムは大量の資金を国有企業に供給している。こうした資金調達構造は、以前の中国の経済発展の特徴には合っていたが、民間経済の拡大に伴い、不十分な面が現われてきた。経済の多様化に伴い、資金調達手段の多様化も必要とされる。

第一に、間接金融の割合が高すぎ、直接金融の発展が遅いことがある。

金融市場全体の資金調達構造を見ると、2005～07 年に中国の直接金融は急速に拡大し、直接金融の割合は歴史的な高水準となった。但し、2008 年に市場の低迷を受け、直接金融の割合はいくらか低下している。

2007 年を見ると、国内金融機関の新規貸出規模は約 3.92 兆元で、全体の資金調達額の 78.9%を占めたのに対し、株式、国債、企業債等の直接金融の増分は 1.05 兆元で、同 21.1%にとどまった。2006 年では、中国の全金融機関の新規貸出規模は 3.27 兆元で、全体の資金調達額の 82%を占めたのに対し、直接金融は同 18%の 7,177 億元であった。

2008 年 1～9 月、中国では厳しい貸出規制が続けられていたものの、新規貸出は 3.71 兆元に達し、国内非金融部門の資金調達額に占める割合は 85.8%へ上昇した。第 4 四半期に貸出はさらに急増し、特に 12 月のみで新規貸出額は 7,000 億元以上となったため、貸出の占める割合も上昇したと見られる。

第二に、直接金融において政府が支配する資源が多すぎることがある。

中国では、政府債の対GDP比率が低く、2008 年末で僅か 16.21%（中央銀行手形、政策金融債を含めると 44.43%、すべての金融債を含めると 45.84%）に過ぎず、インド、マレーシア、フィ

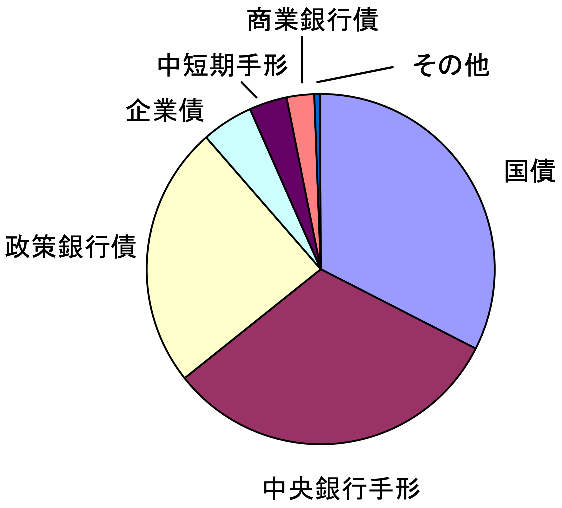
[3] 訳注　中国国債登記結算会社への預託残高

図表 2　中国の非金融機関の資金調達状況（2006～07 年）

	資金調達額（億元）		割合（%）	
	2007 年	2006 年	2007 年	2006 年
国内非金融機関計	49,705	39,874	100.0	100.0
融資	39,205	32,687	78.9	82.0
株式	6,532	2,246	13.1	5.6
国債	1,790	2,675	3.6	6.7
企業債	2,178	2,266	4.4	5.7

（注）　1.株式は金融機関の上場による資金調達額を含まない。
　　　　2.国債は 2007 年の 1.55 兆元の特別国債を含まない。
（出所）中国人民銀行より筆者作成

図表 3　債券残高の種類別シェア（2008 年末）



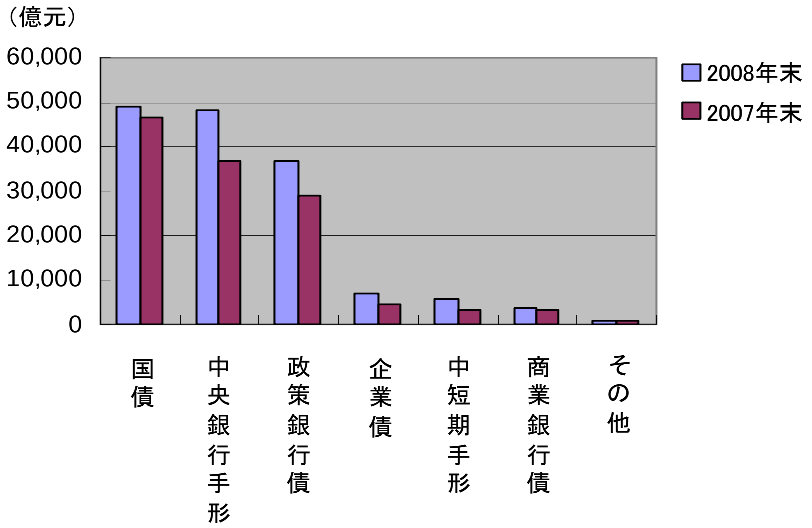
（出所）www.chinabond.com.cn より筆者作成

リピン、シンガポール、韓国に及ばない。また、2008 年の中国債券市場全体の残高に占める国債残高（中央銀行手形を含まない）の割合は 32.49%、中央銀行手形の割合は 31.80%、政策金融債の割合は 24.42%で、三者合計では 88.72%と、2007 年より 2 ポイント低下したものの、依然高い水準である。その他については、商業銀行金融債が 2.57%、企業債[4]が 4.50%、企業短期債券（中国語で「短期融資券」、CP）が 2.78%、資産証券化商品が 0.36%、中期手形が 1.11%となっている。このように政府債が規模の小さい債券市場で大半を占めていることが分かる。

発行金額をみても、国債など政府債券が債券市場の主役である。2008 年の国債発行額は 7,246.39 億元、金融債は 1 兆 1,783.3 億元（うち政策金融債 1 兆 0,809.30 億元）、企業債は 6,698.4 億元（うち企業短期債券 4,331.50 億元）である。なお、2007 年の国債発行額は 2 兆 1,883.16 億元、中央銀行手形は 4 兆 721.28 億元、企業債は 5,068.96 億元（うち企業短期債券 3,349.10 億元）、金融債は 1 兆 1,904.6 億元（うち政策金融債 1 兆 0,931.90 億元）である。

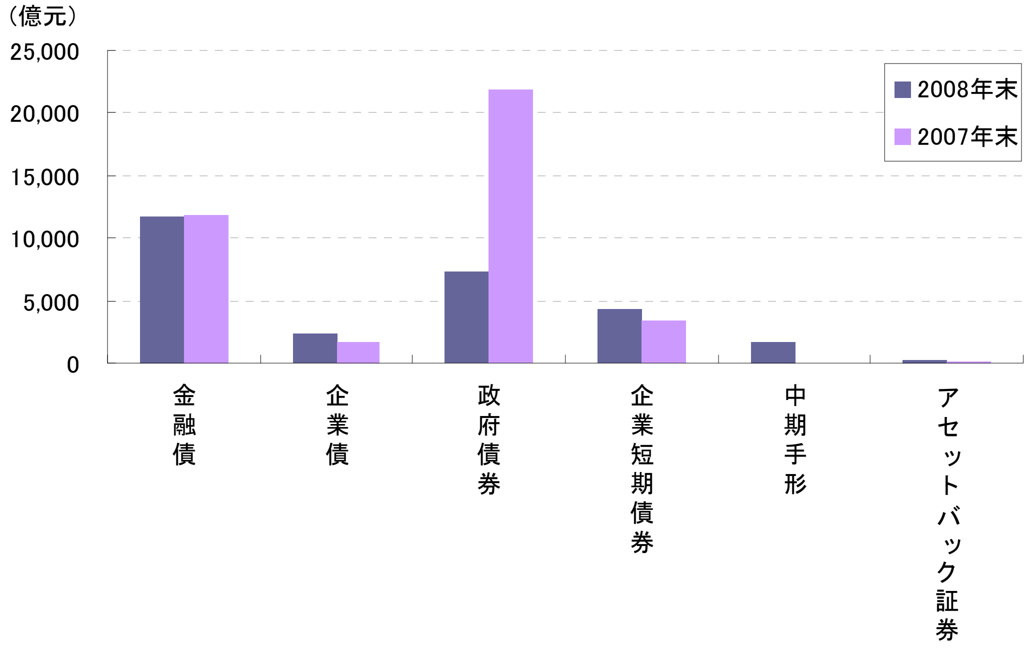
[4] 企業短期債券、中期手形等の実質的企業債を含まない。非金融機関の外部資金調達統計では、この 2 種類は企業債として集計される。

図表 4　種類別の債券残高（2007〜08 年）



（出所）www.chinabond.com.cn より筆者作成

図表 5　主要債券の発行額（2007〜08 年）



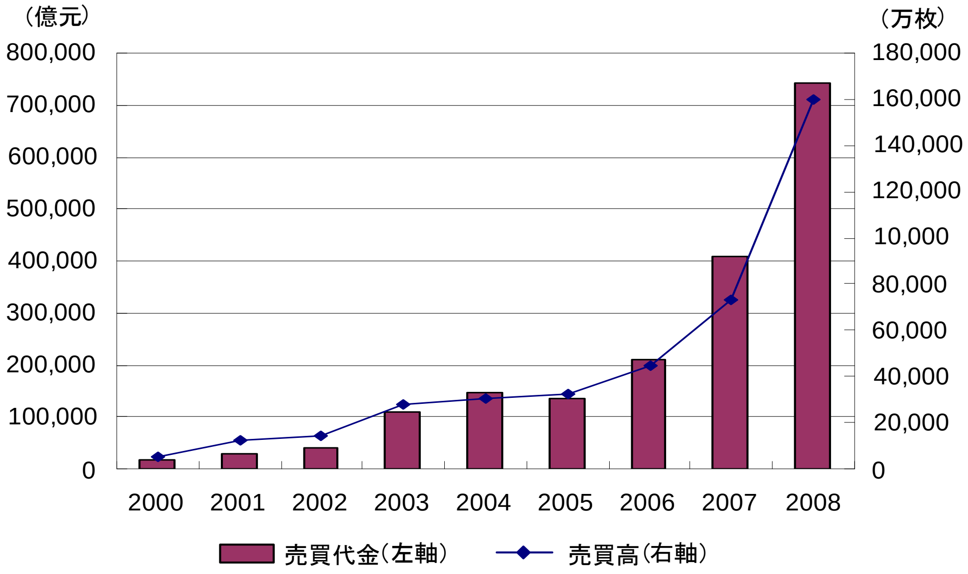
（出所）www.chinabond.com.cn より筆者作成

ネットの発行額では、中央銀行手形、国債、政策銀行債が発行市場の中心であり、三者の合計発行額は市場全体の発行額の 88%以上に達している。

第三に、金融派生商品市場の発展が原資産の市場の発展より遅れている点である。

欧米先進国の先物市場の規模を見るとGDPの約 20〜30 倍になっているのに対して、中国では１：１にとどまっている。世界の 100 ヵ所の取引所では 93 種類・276 銘柄の先物商品が取引さ

図表 6　中国先物市場の取引状況（2000～2008 年）



（出所）Wind資訊より筆者作成

れているが、中国の上場商品は 16 銘柄のみで、石油、鋼材等の主要商品はまだ上場していない[5]。また、2004 年までに、世界の 34 の国・地域における約 40 の取引所が、株価指数先物取引あるいはオプション取引を提供しており、株価指数先物商品は 189 銘柄、売買高は約 7 億枚、オプション商品は 235 銘柄、売買高は約 30 億枚であった。

海外市場ではカバード・ワラントが中心であるのに対し、中国本土のワラントは、非流通株改革関連のワラントが中心であり、この他に少量の分離型ワラント債がある。2005 年 8 月 22 日に、最初の非流通株改革ワラント—宝鋼 JTB1 が上海証券取引所に上場してから、これまで 30 数銘柄のワラントが上海・深セン両取引所で上場、取引されている。一部のワラントの満期に伴う上場廃止を除くと、現在約 17 銘柄が取引されている。関連資料はこれらのワラントをカバード・ワラントに分類しているが、厳密に言えば、この種のワラントはカバード・ワラントではない。ワラントが相次いで満期を迎えるため、ワラント市場は縮小しつつある。

最後に、株式市場では、上場会社はメインボードに集中し、中小企業ボードと株式代行売買システム[6]の割合はごく僅かである。

2008 年末現在、メインボードの上場会社は 1,625 社、うち中小企業ボードの上場会社は 273 社で、時価総額はそれぞれ 11.5 兆元、6,269.68 **億元**、年間売買代金はそれぞれ 25.05 兆元、1.66 兆元である。このほか、中国には株式代行売買システム（「三板市場」）があり、2008 年末現在、99 社が同システムで取引されている。

３．資本市場における深刻な市場分断

資本市場は、中国で最も市場原理が働いている分野のひとつではあるが、依然として行政による分断が非常に多く、資本市場の価格発見機能と規模の経済を制約している。

[5] 訳注　2009 年 2 月、証券監督管理委員会は上海先物取引所における一部の鋼材先物取引を認可した。
[6] 訳注　店頭市場である。

株式市場を見ると、国内にＡ株とＢ株の二つの市場が存在しており、また海外上場を含めると、Ｈ株、Ｎ株等もある。また、債券市場でも市場の分断が見られる。中国の国債市場は、銀行間債券市場、証券取引所債券市場および銀行の店頭市場に分かれており、そのうち銀行間債券市場と取引所債券市場は現在でも分断されており、銀行は取引所市場で取引できず[7]、一部の債券もどちらかひとつの市場でしか取引できない。さらに、資産運用（「委託理財」）とプライベート・エクイティ市場では、銀行、証券、保険等の各金融機関に関する規定が異なっている。

４．株価の大幅変動とインサイダー取引など違法行為の頻発

先進国の株式市場に比べ、中国の株式市場はボラテリィティー（価格変動率）が高く、世界でも最前列にある。また、中国では株式売買の回転率が高く、PER も高く投機的な色彩が強い。

このほか、中国株式市場では違法・規定違反が多く、インサイダー取引や、株価操作などが頻発している。近年、中国株式市場を巡って調査・処分されたインサイダー取引案件には、新疆屯河投資会社、杭蕭鋼構、広発証券、上投モルガン、深南電Ａ、チベット発展、三普薬業等がある。中国証券監督管理委員会は既に多くの案件を調査・処理したが、投資家は依然として証券市場に詐欺事件が多いと感じており、証券市場は「違法・規定違反の天国」とも称されている。

５．債券市場の流動性不足

中国債券市場の売買高は記録更新が続いているが、取引は主にレポ取引であり、現物取引は全体の約 4 分の 1 にとどまっている。つまり発行された債券のうち、4 分の 3 は購入後、満期まで保有されていると言ってもいい。

政府債券の売買回転率は非常に低く、最も低い 2002 年は僅か 0.04 である。近年やや上昇しているものの、それでも 2006 年末に 1.2 と、インドネシアとフィリピンをやや上回っているだけで、マレーシア、タイ、韓国、シンガポール、日本より低く、香港の 35 や米国の 38 には遠く及ばない。中国の債券市場には既にマーケットメーカー制度が導入されているが、流動性供給の面でのマーケットメーカーの貢献は非常に限られている。

Ⅲ．中国資本市場におけるリスクの発生原因の分析

１．証券市場に対する政府の認識の偏りと政府の複数の機能間の衝突

証券市場は、バーチャル経済の一種であり、この種の物に対する認識は比較的難しい。資本市場及びそれに属する多くの下位市場に対する中国社会の認識は既に大きく変化しているものの、欠くべからざる実践的な経験が不足しているため、その認識には依然として多くの偏りがある。資本市場が資本主義に等しいという考え方は中国資本市場の発展を遅らせ、資本市場の変動性に対する恐怖から証券市場に様々な規制が設けられ、また、一部のリスクヘッジ商品特に金融派生商品に対しても拒否の心理が働いている。国債先物事件等はこうした認識をさらに深めてしまい、その結果、中国の金融派生商品市場は遅々としてしかるべき発展を遂げられないどころか、長期間にわたり「考慮しない」対象となっている。

---

[7] 訳注　2008 年 12 月、国務院は上場商業銀行を証券取引所債券市場に参加させる方向を打ち出し、その後、証券監督管理委員会と銀行業監督管理委員会が試行通知を発表した。

証券市場は、資源配分とリスク・コントロールの手段と場所に過ぎないと言える。適切な監督・管理と合理的に制約された市場の主体が存在すれば、証券市場は、コントロール可能なリスクの範囲内でマクロ経済に貢献できる。しかし、インフラ整備が不完全で、監督・管理が行き届かなかったり、あるいは市場主体が不適切に動機づけられたりした場合、比較的大きなリスクを引き起す可能性がある。中国の証券市場が過去に経験したリスクに関連する事件の多くは、証券市場の本質的特徴というより、中国の市場環境に係わる問題であった。

中国資本市場の発展の過程において、政府が多くの責務を負っていることが、さらにこの問題を複雑化している。一つ目は市場の監督・管理者としての責務、二つ目は上場会社の大株主として収益を管理し獲得する責務、三つ目は社会の安定維持の責務である。これらの責務の間には、ある状況下で一定の衝突が発生する。特に上場会社が主に国有企業である現状ではなおさらである。このため、政府は異なる時期に異なる責務を負って、資本市場を発展させ、また規制を図っている。場合によって、これら責務は衝突しあい、そのために政策決定が難航し、資本市場の発展に深刻な影響を与えている。

２．市場介入による政府のリスクと政策相場の発生

中国政府の資本市場への介入は比較的多い。現在の政府監督・管理部門の資源配分の状況を見ると、依然として審査・認可を重視し、監督・管理を軽視している。政府は、資本市場へ介入することにより、不必要な責任を負い、政府の行為も歪められる。株式市場を例に取ると、政府は、株価低迷時には、社会安定等を懸念して株式市場に介入する一方、株価急騰時にも政策を打ち出して市場に介入している。つまり、政府が、その信用を以て資産価格の決定過程に介入している。上場会社の選定についても、政府は、上場会社の質を確保するため、事実上自らの判断を下す（株式市場の初期において、上場は国有企業改革への支援と関連していた）。また、現在、監督・管理当局は、事の大小にかかわらず金融商品を審査・認可している。債券市場についても、政府は債券の発行体に対し厳格な審査・認可を行っている。これによって市場のリスクが抑えられる面がある一方、市場に政府信用を与えることになってしまっている。さらに、発展しつつあるプライベート・エクイティ市場では、市場の発展が制約されている中で、一定の政府介入（＝支援）が期待されている。

このように政府は、本来負うべきでない責務まで負ってしまい、その結果、実際の運営において「投資家保護、市場の公正性・透明性・有効性の維持、市場のシステマティック・リスクの低減」の方針から外れ、意図的に市場の安定を求め、あるいは人為的に株価水準を維持し、市場を活発化させている。政府は、その市場における行動と実際の責務のゆえに、市場の変動を懸念し最終的にすべてを引き受けることを心配しており、そのため、変動性のある市場の発展を制限し、市場全体の発展に影響を与えている。一方、市場の監督・管理面では、審査・認可に多大な精力を費やしているため、必要な資源も推進力もなく、ひいては自ら主導する市場に多くの問題を発見したいとも思わない。市場の発展は、政府色を帯び、政策相場の特徴を持つようになり、そのため、システマティック・リスクが高まり、大幅な上昇（下落）相場をもたらすことになる。

３．分業監督管理と複数の当局による管理

金融においては、流動性の極めて高い市場での裁定が、価格発見の最も重要な手段である。しかし、中国では分業監督・管理が採用されており、各監督・管理部門が、金融機関別に監督・管

理を行っているため、市場が分断されているだけでなく、市場統一の促進に対する共通認識の形成も難しく、市場の改革が遅れている。一方で、資本市場の監督・管理において、重複、空位、対立等も生じている。債券市場、担保問題、投資対象、資産運用（「委託理財」）市場で、この問題は特に顕著である。

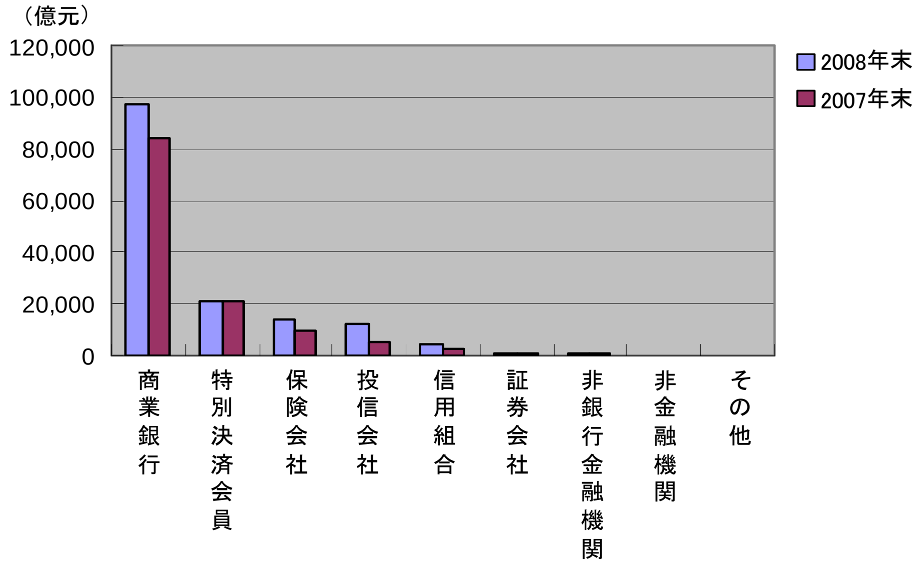
中国の債券市場は、複数の政府部門による管理（「多頭管理」）という問題をさらに抱える。証券監督管理委員会は、取引所の債券取引に対する監督・管理を、人民銀行は金融債と企業短期債券（CP）の発行及び銀行間債券市場の取引に対する監督・管理を、国家発展改革委員会は企業債発行の監督・管理をそれぞれ担当している。最近、証券監督管理委員会は、さらに社債発行の審査・認可権を得た。市場自体を見ると、上海証券取引所は多元的な投資家層を有し、個人や多くの会社の参加が認められ（但し、債券市場の最も重要な参加者である銀行の参加は依然制限されている）、潜在的な流動性も比較的十分にあるが、証券監督委員会に企業債発行に対するコントロール権がないため、証券取引所の債券市場の発展は大きく制約されている。現在、中央銀行が企業短期債券と中央銀行手形市場の発展に力を入れているため、銀行間市場は猛烈な勢いで発展しているが、今後の一層の発展については発行市場の制約や市場主体の集中といった問題がある。

４．市場参加者の非合理性

市場参加者の非合理性とは、ひとつは、株式市場が国有企業を中心としており、政府の監督・管理との調整が難しい点である。また、近年の金融株の大量上場により、上場会社の分布と経済全体で見た業界分布が大きく異なっている。2006 年末、金融株の時価総額は全株式時価総額の 39％を占めた。

もうひとつは債券市場で、参加者に大きな偏りがあり、市場全体の動きを妨げている。投資家別の債券保有構造をみると、銀行、保険、投信が主な債券保有者である。2008 年末の保有比率はそれぞれ 64.22％、9.25％、7.86％で、三者の合計は市場全体の残高の 81.33％を占める。

図表 7　主体別の債券保有額（2007～08 年）



（出所）www.chinabond.com.cn より筆者作成

商業銀行は、2008 年末現在、2.408 兆元の国債を保有しており、これは、国債全体 4.789 兆元の 50.28％を占める。また、政策銀行債を 2.66 兆元（政策債券全体 3.67 兆元の 72.48％）、企業短期債券を 2,022.84 億元（企業短期債券全体 4,203.1 億元の 48.13％）保有している。このように、商業銀行は投資可能な債券市場で絶対的なシェアを占めており、特に全国的商業銀行が絶対的な影響力を持っている。残りの債券については保険会社の保有が多く、2008 年末、国債 2,604 億元、政策銀行債 4,965.31 億元、企業債 3,106.41 億元（企業債全体 6,803.45 億元の 45.66％）を保有している。

５．不完全な制度構築・インフラと市場の急激な変動

中国の株式発行制度は徐々に自由化されているが、依然として規制が厳しいため、上場会社は一種の希少資源になっている。また、上場廃止制度も完全でなく、合併・買収制度も合理的でない面がある。

現行の会計制度と税制も整っておらず、投資家に対する合理的なインセンティブ・制約メカニズムの形成を妨げている。中国の会計・税制度構築は常に金融市場の発展に遅れをとっているため、金融市場での行為・計算では利益最大化を実現できない。現在の会計処理の下では、多くの上場会社が株式を持ち合い、株価の評価益による投資収益が会社の利益において重要になっており、結果として株価の急激な変動をもたらしている。

ミドル・バックオフィスのシステムが統一していないことも、市場の安全と効率に影響する。中国では、取引所が増える中で、取引所の数だけ保管・決済システムが作られ、それぞれのシステムが異なっている。この状況は、市場の運営リスクを高めるだけでなく、資金の安全性、全体的な資本市場の資金フローの把握、市場効率の向上にマイナスに働いている。

６．空売りとリスク・コントロール手段の欠如

株式市場では、空売りおよびリスク・コントロール手段が欠けているため、相場が上昇する時しか利益を出せない。このため、株式市場の動きが一方向的になってしまう一方、元来、流動性を供給できるはずのマーケットメーカーも流動性を供給できなくなっている。市場に金利リスクをコントロールする手段がなければ、市場の一層の発展も影響される。債券市場の急速な発展および市場規模の急拡大に伴い、各市場参加者の資産構成に占める債券資産の割合が上昇しており、これには大きな金利リスクが潜んでいる。成熟した市場では、市場参加者は、金利先物、オプション、スワップ等の派生商品を活用して、金利リスクをヘッジ、コントロールできるが、目下のところ中国には金利リスクのコントロール手段がないため、いったん市場金利が上昇すると、債券価格は大幅に下落し、債券投資家は金利リスクを取らざるを得なくなる。また、金利リスクのコントロール手段の欠如はマーケットメーカーのモチベーションにも影響する。在庫リスクを抱えるマーケットメーカーは、必然的に在庫規模を圧縮しようとするため、彼らの流動性供給能力に影響が出ることになる。

Ⅳ．異なるリスクの解消の中国資本市場発展にとっての重要な意義

現時点で、中国資本市場の発展は三つのリスクに直面している。

第一は、資本市場の発展が経済成長に追いつかないことに由来するリスクである。資本市場の

発展が経済成長に追いつかないことで、マクロ経済は引き続き銀行等の間接金融に過度に依存しなければならない。リスクが比較的脆弱な銀行システムに過度に集中し、国内貯蓄を投資に向けるファイナンスの効率に影響を与える。一方、社会において銀行を中心とする資金調達体系が形成され、経路依存ができると、資本市場の発展は一定の圧力を受けるようになり、その一層の発展はマイナス影響を受ける。つまり、国民経済のニーズに応じて、資本市場を発展させることは資本市場の発展自体に対しても重要な意味があり、正のフィードバック効果を持つのである。

第二は、市場の規律が乱れ、違法・規定違反が多いという問題である。この問題が深刻になれば、資本市場は発展できなくなる。金融は信用の市場である。もしも市場に規律がなく、違法・規定違反が多ければ、市場に対する人々の信頼は低下し、市場は純粋な投機の場になってしまうか、あるいは市場自体が存在しなくなってしまうだろう。

第三は、資本市場自体が持つシステマティック・リスクである。これには、不完全な制度設計から生じる内的な不安定性と、外部インパクトによって生じる不安定性の二種類がある。

このうち、外部インパクトによる不安定性は、資本市場の許容能力を超えなければ、資本市場が負担すべきであり、資本市場の「柔軟性」を反映することになる。一方、外部インパクトが大きすぎると、資本市場に大きな変動を引き起こす可能性がある。但し、外部インパクトに対する予防措置の多くは、資本市場の外で採られるべきである。

制度設計を改善し、資本市場の内的安定性を築くことは、資本市場の柔軟性の増加、外部インパクトへの対応に役立ち、資本市場の信頼度向上にプラスに働く。これによって、資源配分において資本市場の役割が一層発揮され、資本市場の発展の促進につながる。むろん、一部の市場安定化の制度設計は、ある状況下では市場安定化の機能を持つものの、外部インパクト等の要因によって、同一の期待が市場で形成されるような特殊な状況の下では、かえって市場を不安定化させるメカニズムになりうる。この点については、平時の市場安定化メカニズムが、株価変動を助長する市場危機の加速器になるのを防止する危機対応メカニズムがさらに必要である。

目下の中国では、以下のいくつかのメカニズムに特に注意を払うべきである。①ひとつは、上場会社の株式持合いである。株価変動が他社の株価に影響する中で、株式持合いは株価変動を助長するメカニズムを生む。特に、上場会社が資金運用（「委託理財」）を行っている時、それは顕著である。1980 年代末の日本の大きな株価変動は、上場会社の株式持合いと関連する。銀行、保険会社と非金融機関が長期保有していた上場会社の株式は、80 年代末に時価総額の 66%を占めていた。②二つ目は、株価を基礎とする資金調達メカニズムである。例えば、株券担保、銀行の保有株式の自己資本比率への算入等である。このメカニズムは、価格変動を拡大しながら伝達する。日本の資本市場の変動が信用収縮を引き起こしたのは、銀行の自己資本比率の計算方法と関係していた。③三つ目は、プライベートファンドが一般的に使用する損切り点やシステムトレーディングである。株価変動が小幅で、市場の期待が一致していない場合、これらは市場安定のメカニズムになるが、株価が大幅に変動する時には、むしろ株価変動を助長するメカニズムになる。米国で何回か見られた株式市場の大変動は、これと密接な関係がある。④四つ目に、空売りメカニズムが存在しない状況下では、オープンエンド型投信の運営方法も、株価の大幅な変動の際に、価格変動を助長するメカニズムになる。

著者紹介

陳　道富（Chen Daofu）

国務院発展研究センター金融研究所綜合研究室　副主任
1976 年生まれ。2002 年中国人民銀行研究生院（大学院）卒業、修士。専門は金融政策と金融改革。
主要著書に『中国私募基金報告』、『証券投資基金』などがある。

・国務院発展研究センター（DRC）は国務院直属事業単位で、総合的な政策研究に従事する政策決定の諮問機関である。マクロ経済政策、発展戦略と地域経済政策、産業経済と産業政策、農村経済、技術経済、対外経済関係、社会発展、市場流通、企業改革と発展、金融、国際経済などの分野で、国内外の著名な経済学者、専門家及び研究者を多数擁する。