中国市場の存在感を示した上海発の二つのニュース

国際金融資本市場は急速にインテグレートしつつあるが、国内金融資本市場の発展度合いは各国によって様々である。このギャップが、過去、様々な市場変動や構造変化をもたらしてきた。

ある意味で遅れた、ないしは特異な国内金融資本市場が、国際金融資本市場に影響を与えた例としては、80年代前半に日本の銀行が悪評を買ったハラキリ・レートの問題や80年代後半活発化した生命保険会社の高配当・高金利を狙う対外投資、90年代後半の不良債権問題などが日本発の例としてある。昨今のキャリー・トレード問題も同様かもしれない。また97年のアジア危機は、東南アジア発の例であろう。

2007年2月27日の上海市場暴落に端を発した世界同時株安は、中国発の例として、関係者の記憶に残ることになる。クルグマンによれば、歴史上、株式市場大暴落のきっかけとされることは、真に暴落を引き起こしたのかは疑わしいということである¹。今回にしても、米国市場の5%に過ぎない上海市場、それもA株市場が、世界市場を本当に動かしたのかという疑問の声がある。

しかし「上海市場発の世界同時株安」という認識が一気に共有されたのは事実であり、少なくとも世界の市場関係者の投資意思決定において、中国ファクターというものが、いかに大きなウェイトを占めているかは証明されたと思われる。

特定国の金融資本市場の特異性が引き金となり、国際金融資本市場に大きな影響をもたらされると、それがその国の金融資本市場の改革を求めるプレッシャーを本格化させる引き金となる。さらには国際金融資本市場のゲームのルールの変更にもつながることすらある。BIS規制導入も、異質な行動をとる日本の銀行のプレゼンス拡大への警戒が一つの背景であった。またより直接的なプレッシャーの典型事例としては、1983年、リーガン米財務長官が竹下蔵相に迫った対日金融開放の諸要求がある。日本の金融資本市場の自由化・国際化は、ここからスタートした。

やはり上海発のニュースで中国資本市場の存在感を世界に示した2007年3月のポールソン米財務長官による上海スピーチは、当時を彷彿とさせるものがある（関根栄一の熱点参照）。同スピーチの直前、温家宝総理も全人代にて金融システム改革のスピードアップについて言及している。『季刊中国資本市場研究』では、いよいよ本格化する中国金融資本市場の変革の全容に迫っていきいたいと考えている。

¹ Krugman, Paul “The Big Meltdown,” *New York Times*, March 2, 2007

* 榊野村資本市場研究所 執行役員

非流通株改革成功の先にあるものは？

一国の国内金融資本市場のあり方は、その他の社会・経済構造、文化や歴史とも相互依存関係の下で規定されている。従って、国内金融資本市場変革の試みは、しばしば経済・社会の全体構造との摩擦を生み出すこととなる。とりわけ中国は「社会主義」の国である。一方、資本市場の発展度合いを決定する大きな要因とされるのが「所有権の保護」である²。この一見して明白な矛盾がどう克服されるのか、**関志雄論文**が探っている。

中国金融資本市場の国際的影響力の高まりの背景には、蓄積された**外貨準備**が米国国債の購入等、海外市場に流出している点がある。**夏・陳論文**は、そのあり方を提言している。この外貨準備蓄積は、中国の**高貯蓄構造**と表裏一体の関係にあるが、**関志雄論文**は将来的にこの構造が変化する可能性を指摘している。

経済体制やマクロ問題との関係は、今後も無視できないものの、ポールソン財務長官に促されるまでもなく、中国は近年、金融資本市場改革を着実に進めつつある。とりわけ昨年実現した**非流通株改革**により、株式市場がその本来の機能を発揮していくことが期待される(**李粹蓉論文**)。特に、企業価値向上を目指す本来の投資家の出現が、現在、問題が指摘される**コーポレートガバナンス**(**神宮健論文**)の改善につながっていくか注目される。

株式流通市場の改革に加えて、発行市場の改革も進展している。2006年5月には、「新規株式公開及び上場管理弁法」が施行され、同年6月、1年間凍結されていた**IPO**が再開された(**李永森論文**)。

李永森論文は、直接金融拡大は株式市場発展から着手すべきと指摘するが、中国**債券市場**への注目も高まっている。ポールソン長官も債券市場改革の必要性を指摘しているが、温総理も全人代にて、債券発行制度に市場原理を導入する改革を実行すると明言した。**呉曉求論文**は、特に社債市場に関する具体的な改革案を提言している。

ポールソン財務長官は、中国金融ビジネスの外資への開放促進にも期待を表明している。**張曉朴論文**は、**銀行業の対外開放**のメリットを最大化し、リスクを最小化するにはいかにすべきかを提案している。

中国は外資を受け入れるばかりではなく、金融以外の分野では中国企業による外資への資本参加も活発化している。**関根栄一論文**は、中国がこうしたクロスボーダー**M&A**の時代にふさわしい法整備を急速に進めている点を紹介している。

日本の金融資本市場改革がそうであったように、グローバルなプレッシャーの下、以上に示されたようなマクロ改革、証券市場改革、企業改革が相まって、中国金融資本市場改革が本格化していくことが展望されよう。

² シュライフアーらの新比較経済学のアプローチなど。