

## 中国市場のデカップリングは持続するか

2007年夏、米国におけるサブプライム問題の広がりを契機に、世界的な株安が生じる中、中国株式市場は上昇基調を続けた。

2007年4月に発表されたIMFの世界経済見通しでは、米国経済が減速しているにも関わらず、他の世界経済が順調に成長しているという状況について、米国経済からのデカップリング（切り離し）という表現が使われた。

米国発のサブプライム問題が、むしろ欧州市場に大きな波紋をもたらしているところを見ると、資本移動が活発な地域間では、そう簡単にデカップリングが実現しないことが示されているように思われる。では堅調を続ける中国市場は今後とも、別世界であり続けると考えてよいのだろうか。

二つの懸念がある。第一に中国経済に内在する問題がある。特に懸念されるのは、なおも続く中国株の上昇が**バブル**の可能性があるのである（**関論文**）。バブルであれば、やがて自壊せざるをえないが、山が大きくなりすぎるほど、崩壊のショックは大きいため、バブルを早めに抑制できるかどうかのポイントとなる。

第二に、外部要因によって中国経済が不安定化する懸念がある。資本規制が続いているとはいえ、中国経済の国際経済との連関は既に拡大している。今回のサブプライム問題を契機とした米国景気の低迷度合いによっては、米国が世界の資金を吸収し、消費と投資を拡大させつつ成長する一方、アジアが対米輸出を増やし、またそれによって蓄積した黒字を対米国債投資するという、グリーンズパン FRB 議長、ルービン財務長官時代にスタートした「第二次ブレトンウッズ体制」とも呼ばれるグローバルなモノとカネの流れが変化する可能性がある。

第一の懸念、すなわちバブル問題への対応としては、**機関投資家**を育成することで、より合理的な資産価格形成に寄与する投資家を拡大することの重要性が指摘される。本号では東京国際研究クラブの支援の下、本年5月に成都で開催された中国の機関投資家に関するセミナーでの発表論文をいくつかご紹介している（**孫論文**、**巴論文**、**周論文**）。同セミナーでは、主要な機関投資家の現状と課題が議論されたが、人民大学の**李論文**が示す通り、機関投資家の投資対象となる市場構成と商品構成の多様化等、**資本市場改革**を伴うことも不可欠である。

またバブル対策という意味では、機関投資家が常に長期指向・ファンダメンタル指向の投資行動をするとは限らない点に注意が必要である。その点は、インデックス投資やヘッジファンドを想起すれば明らかであろう。バブルの抑制には、他のマクロ、ミクロの諸施策を駆使することが不可欠である。

\* 株野村資本市場研究所 執行役

## 注目される通貨・金融政策

中国当局は、株式市場の現状がバブルであると公認している訳ではないので、バブル対策と銘打っているわけではないが、既に各種の対策を講じている。5月の印紙税引き上げの他、社債市場整備や香港株投資解禁方針の発表もこうした対策の一環に位置づけられる。しかし最も重要なのは金融政策であることは言うまでもない。

本号では、中国の**金融政策**に関する論文を3本掲載している。**夏・陳論文**では、現状の過剰流動性発生メカニズムを分析している。彼らは、ホットマネー流入を懸念せず、金利を引き上げて資産価格の調整を図るべきという立場である。一方、人民元レート安定のための為替介入が続く中で、過剰流動性を抑制すべく大規模な不胎化が続いているものの、これには限界があるという**余論文**の指摘もある。**神宮論文**は、金利メカニズムを通じたマクロコントロールが十分に機能していないとし、金融政策以外の政策も含む総合的な対策の必要性を強調している。

どのような、またどの程度のバブル抑制策が必要かは、先述した第二の懸念がどれだけ現実味を帯びるかにもよろう。米国景気低迷が中国をはじめとする各国の輸出を鈍化させ、世界的な景気低迷につながるとしたら、中国に必要となるのはバブル抑制策ではなく、バブル崩壊によって発生する諸問題への対応策となりかねない。まず中国経済で混乱が生じ、中国の対米国債投資の減少、米国長期金利の上昇、米住宅バブル崩壊を通じて、世界経済混乱に至る構図が語られたこともあったが、現実味を帯びて来たのは、米国のサブプライム危機が、中国バブル崩壊のトリガーとなっていく可能性である。

ドル安傾向が進めば、人民元上昇圧力の低下が期待できよう。一方、中国経済が若干でも鈍化すれば、低生産性のまま行われてきた大規模投資のつげが、銀行不良債権問題といった形で顕在化しかねない。

10年前のアジア通貨危機を無傷で乗り切った中国であるが、昨今顕著となっている国際金融情勢の不確実性の高さを鑑みると、アジア内の通貨協力構想を進展させるべき理由は十分あると考えられる。その意味で、**東アジア通貨統合**へのロードマップを示した**高論文**は注目される。ただ欧州統合の推進力は共通の政治的利益だったという同氏の指摘は事実だが、同時に ECU の導入が市場発のニーズとして共通通貨を実現させたという側面もあった。ACU 構想に対して冷淡とされる中国の姿勢は、今後変化していくのであろうか。

以上見てきたように、今後、サブプライム危機が、中国経済及び中国の通貨・金融政策にどのような影響を与えるかどうか注目されるが、確実なことは中国とグローバル資本市場との一体化は続くということであろう。この動きは、**外貨準備運用会社の設立**、**中国開銀の国際業務強化**、**ニューヨーク証券取引所による北京事務所開設**（以上、**関根論文**）といった具体的なイベントを見ても、双方向で、かつ多様なレベルで進展していることが確認されるのである。