

2008年、中国は世界の安定要因か不安定要因か

米国や英国、アイルランド、スペイン等、各地で進展してきた不動産バブルが終局を迎えつつあるようである。米国での地価変動を受けたサブプライム問題は、このグローバルな不動産バブル崩壊が、世界経済・国際金融にもたらす問題の序章に過ぎないのかもしれない。

サブプライムの次のリスクとして国際金融関係者が恐れるのは、チャイナバブルの崩壊である。グリーンSPAN前FRB議長は、2007年10月1日、ロンドンでの講演会の質疑応答の中で、上海株式市場に言及しながら、「中国の株式市場のブームは、バブルのあらゆる特徴を帯びている。バブルの定義を知りたいのなら、これがそうだ。」と明快である。

一方、中国がバブル崩壊といった事態を回避できるのならば、低迷が予想される世界経済を牽引し、また世界の金融市場と金融機関に流動性や資本を供給するスタビライザーとしての役割を果たすことができよう。世界は2008年の中国を、大きな不安と期待を持って見守ることとなる。

言うまでもなくバブル問題は、資産価格のみの問題ではなく、それを生み出している経済・市場・政策の構造的な問題として捉える必要がある。季刊中国資本市場研究の2008年第1号となる本号においても、そうした中国のマクロ・ミクロ問題についての論文が並んでいる。

関志雄氏は「流動性の膨張を如何に抑えるか」において、論理的にもまた日本の経験を踏まえても、完全変動相場制への移行しかないと強調している。金融引き締め政策や、その他各種の対外収支黒字削減策も実施されているとは言え、限界があるということである。

株式市場については、過熱を修正する要因が内在するようである。すなわち同氏の「株価を抑える要因となる非流通株の売却解禁」によれば、2005年春から始まった非流通株改革後、ロックアップ状態にあった非流通株が、2009年と2010年に集中して売却可能となるという。この金額は現在の時価総額の6割近くに上る。単なる過熱の修正ではなく、波乱要因となることが懸念される。

社会科学院の余永定氏は「舵取りが難しくなるマクロ経済の運営」において、資産価格のみならず一般物価の上昇についても警告している。また為替レートの修正と同時に、IPO規制や資本規制の強化の必要性も示唆している。

国務院発展研究センター金融研究所の夏斌所長による「中国経済における三つの過剰問題をいかに解決するか」は、貿易黒字、投資、流動性の三つが過剰にあるとし、中期的な構造調整の必要性を強調している。例えば投資過剰対策は、過剰流動性や貿易黒字への対策に留まらず、省エネ・環境基準、技術・安全性基準等の設定により、国益の向上に沿った投資を選別するといった対策の必要性も提唱されている。

* 株野村資本市場研究所 執行役

整備が進む市場・投資家を巡る環境

中国のバブルがどうなるのか、各種のマクロ・ミクロ問題はどうか解決されていくのか、議論は尽きないが、「山高ければ谷深し」である。バブル的状况が続けば続くほど、その崩壊に伴う問題はやっかいなものになることは間違いない。

一方、金融・資本市場改革は、そうした市況動向に左右されず、着実に進展させていくべきである。1984年の日米円ドル委員会は、国内市場の問題が円安につながっているとの発想から、為替調整の一環として市場改革が外圧によって促された。こうした改革が、内容及びタイミングからみて最適であったかは議論の余地がある。そして肝心の為替相場の反転は実現しなかったのであった。1985年の初め、財務長官がリーガンからベーカーに代わり、米国の方針は対日金融開放要求から、主要国間による経済政策協調に転換した。為替相場の反転は、この米国の新体制によって主導されたプラザ合意を待たざるを得なかったのである。

今日の米中関係においても、元高への修正要求が嵩じて、筋違いの「構造改革」要求につながるような事態にならないために、中国は主体的かつ着実に市場改革を進めていくことが望ましい。本号でも紹介されている通り、中国において、市場・投資家を巡る環境整備が進んでいる点は評価されよう。

神宮健氏は、「中国の国債市場について」において、中国の国債の満期構成が中期ゾーン（1年～10年）に集中していること、そのため、公開市場操作に便利な短期国債が少ないこと、市場参加者の偏りなどから市場の流動性が不足していること、その結果、利回り曲線が安定的でないといった問題を抱えてきたことを指摘し、最近の改革動向と残された課題を指摘している。

関根栄一氏は、「中国で始まった海外運用ブーム」において、中国国内投資家が、適格機関投資家（QDII）を通じて海外証券投資を行う制度が本格的にスタートしたことを紹介している。短期間に4本、190億ドルの海外投資商品が設定されたということであり、チャイナマネーの潜在力が示されつつあると言えよう。

また同氏の「中国の企業年金資格の拡大に向けた動き」は、2004年に導入された確定拠出型の新年金制度の運営に係わる金融機関の拡大が、2007年11月に発表されたことを紹介している。中国の企業年金は急速な成長が続いているということであり、今後の金融資本市場のみならず、金融機関経営に与える影響は大きなものとなる。

中国人民大学の顧雷氏の「中国の四大金融資産管理会社の今後の方向性と発展のあり方」によれば、1999年、四大国有商業銀行の不良資産処理促進のために、各行ごとに設立された資産管理会社について、その業務転換が目指されているという。当初の不良資産処理という目的がほぼ達せられたため、証券や投資信託など新たな業務への進出が始まっているが、今後、母体行との一体化、金融持株会社化、事業投資集団化といった方向性が想定されるとのことである。国有銀行時代の組織運営上の問題を引きずりつつも、伝統的な銀行業務とは異なる不良資産処理や証券関係のノウハウが蓄積されている点が注目される。