

中日資本市場ラウンドテーブル

株式市場の危機： メカニズム、多面的分析と政策提言

中国人民大学金融証券研究所所長

吳曉求 教授

2016年5月21日



2015年6月半ばから8月下旬までの間、中国株式市場は1990年に発足して以来、初めて本当の危機に襲われた。危機をもたらした内部要因と外部要因を真剣に分析し、その推移を解明して、海外株式市場が経験した危機に法則と示唆を求めることは、門戸をより開いていく中国資本市場にとって大きな意義がある。

一

・ 1987年以降世界で発生した主な金融危機

二

・ 株式市場危機のメカニズム

三

・ 2015年に中国で発生した株式市場危機

四

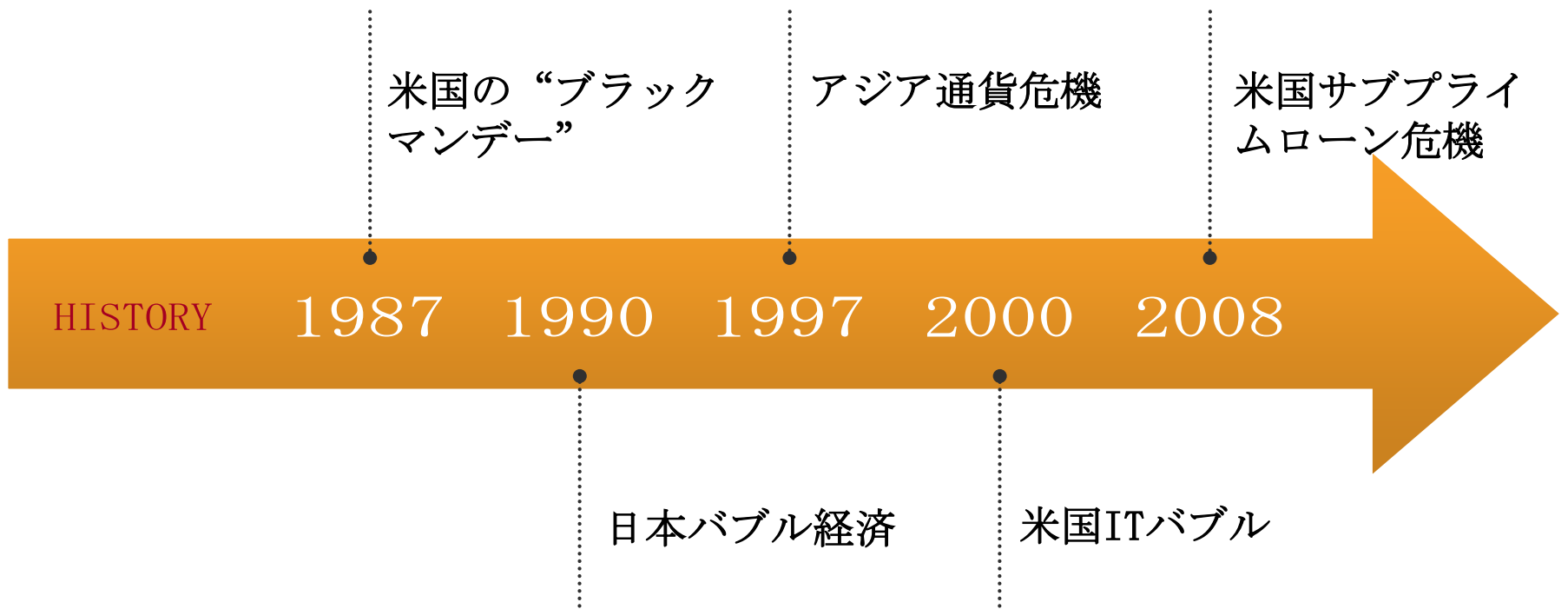
・ 株式市場危機に関する認識



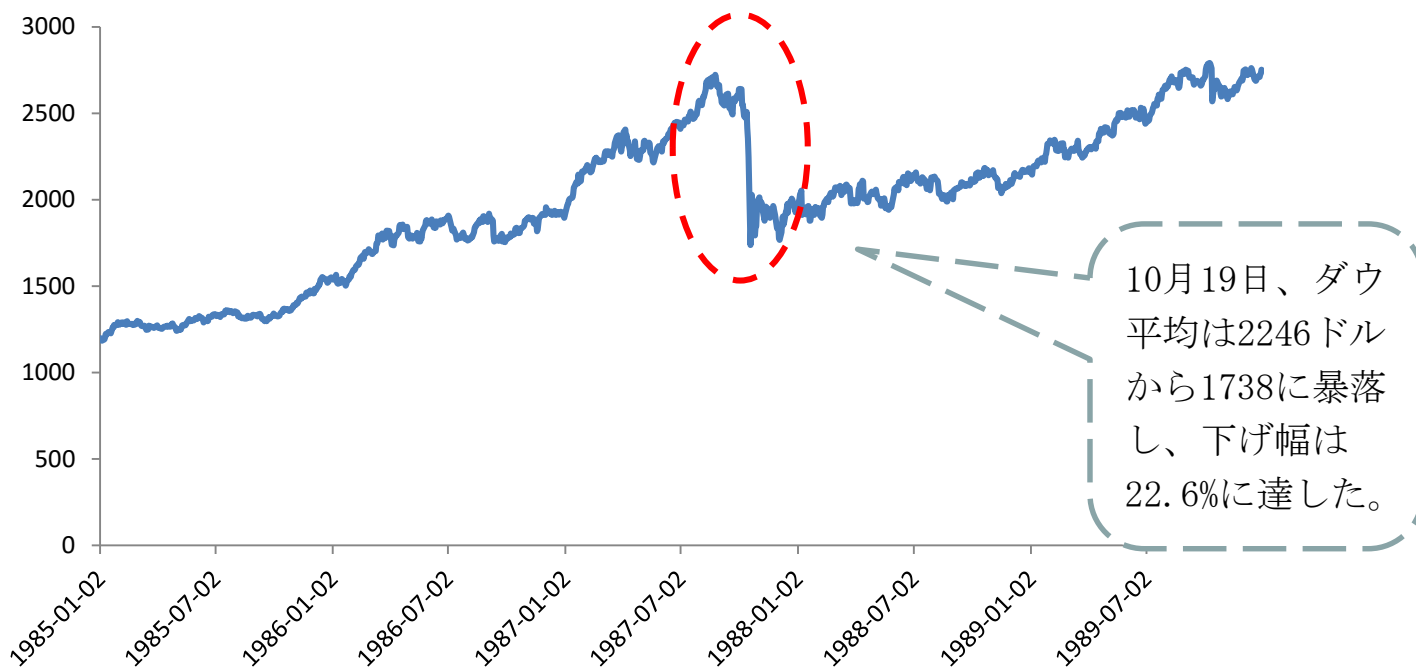
1

1987年以降世界で 発生した主な金融危機





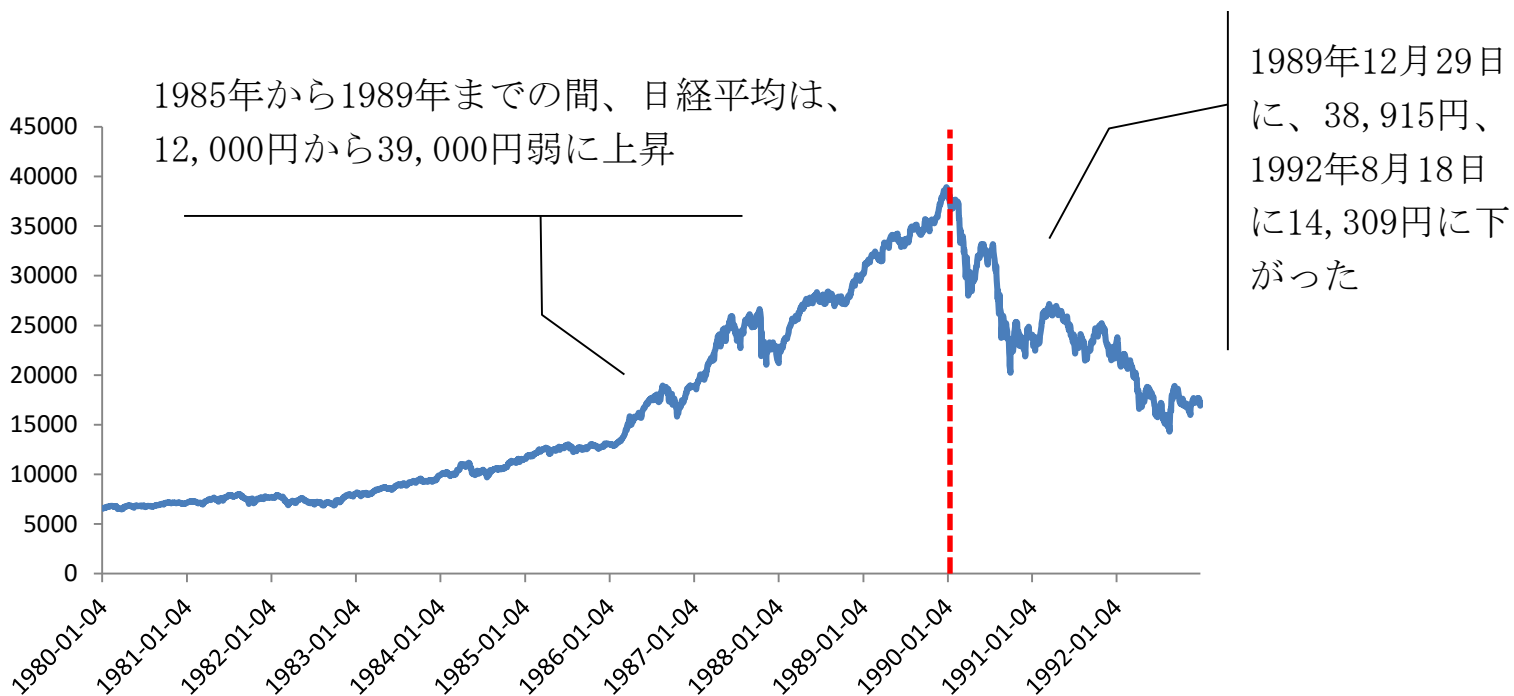
1987年米国の“ブラックマンデー”



ダウ平均 (1985-1990)



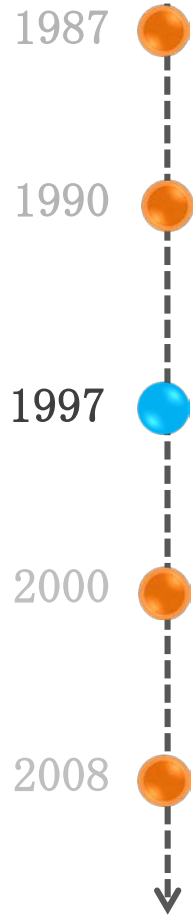
1990年後日本バブル崩壊に伴う株式市場危機



日経平均株価指数 (1980-1992)



1997年アジア通貨危機



アジア通貨危機期間中関係国の為替と株式市場の推移

| 国 | 為替相場の推移 | | 株価指数 | 株価指数の推移 | |
|--------|---------|---------|-----------|---------|--------|
| | 危機前 | 危機中 | | 危機前 | 危機中 |
| タイ | 24.7 | 55.5 | タイSET指数 | 527.3 | 207.3 |
| フィリピン | 26.4 | 45.1 | マニラ総合指数 | 2809.2 | 1082.2 |
| インドネシア | 2432.0 | 16650.0 | ジャカルタ総合指数 | 724.6 | 256.8 |
| マレーシア | 2.5 | 4.7 | FTSEKLCI | 1077.3 | 262.7 |
| 韓国 | 884.8 | 1962.5 | 韓国総合指数 | 745.4 | 280.0 |
| ロシア | 5.8 | 27.0 | ロシアRTS | 418.6 | 38.5 |

2000年米国ITバブル泡沫

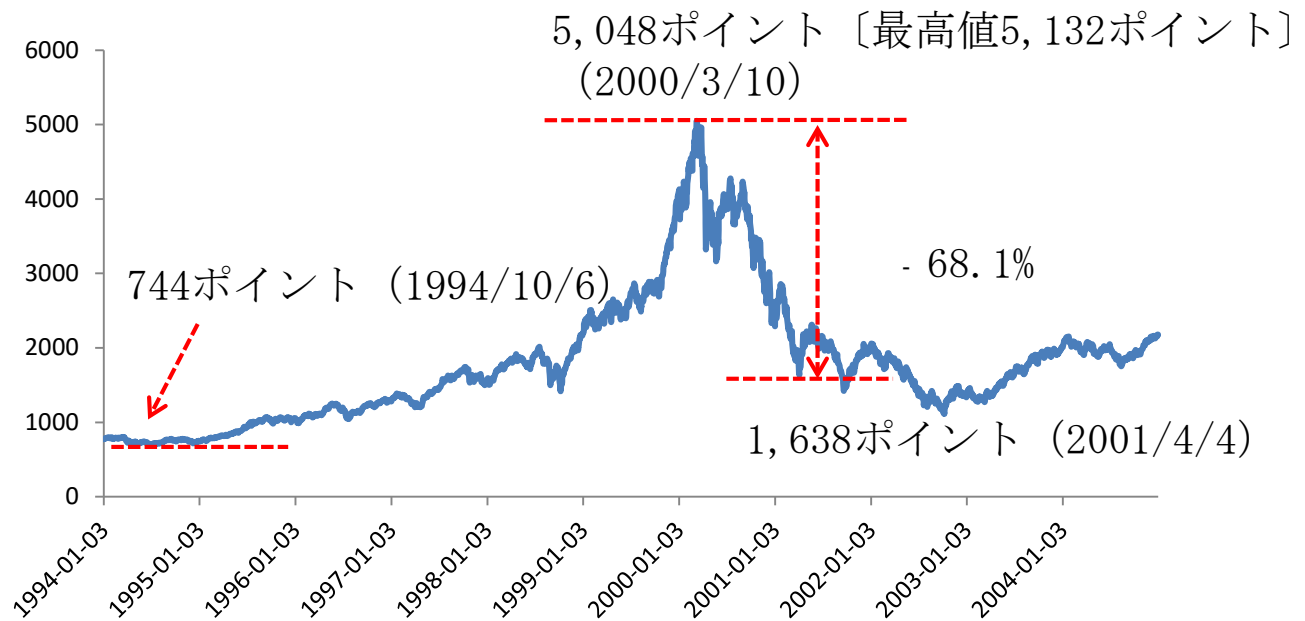
1987

1990

1997

2000

2008



ナスダック総合指数 (1994-2004)



2008年米国サブプライムローン問題を 発端とする株式市場危機

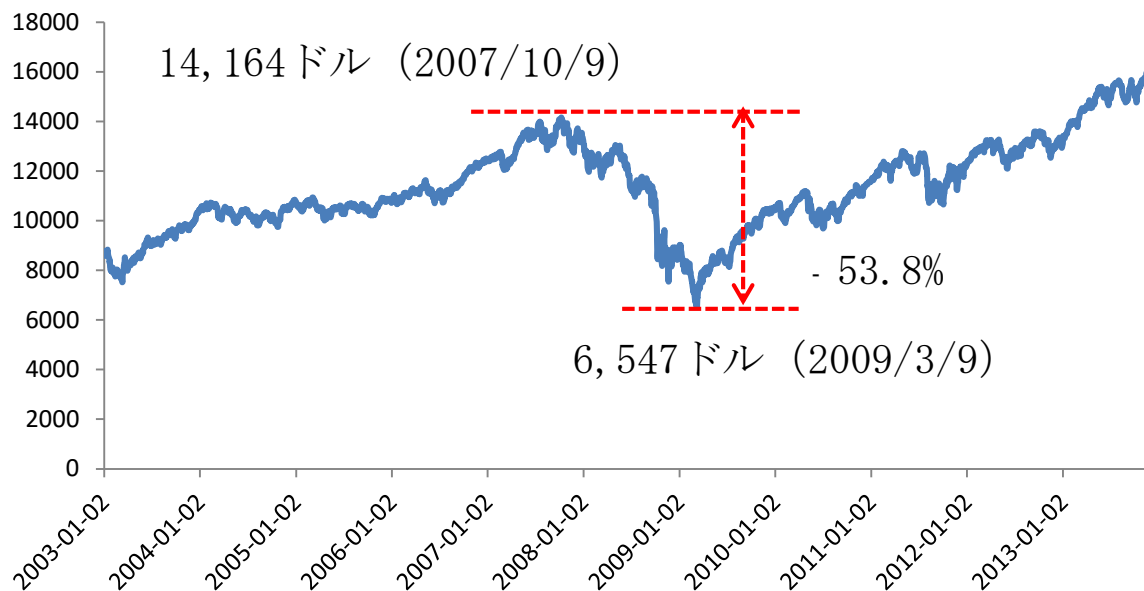
1987

1990

1997

2000

2008



2008年米国サブプライムローン問題を 発端とする株式市場危機

1987

1990

1997

2000

2008

| 年度 | 経済成長率 (%) | | | | | |
|------|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|
| | 米国 | 英国 | フランス | ドイツ | 日本 | 中国 |
| 2000 | 4.09 | 3.77 | 3.88 | 2.98 | 2.26 | 8.43 |
| 2001 | 0.98 | 2.66 | 1.95 | 1.70 | 0.36 | 8.30 |
| 2002 | 1.79 | 2.45 | 1.12 | 0.01 | 0.29 | 9.09 |
| 2003 | 2.81 | 4.30 | 0.82 | -0.72 | 1.69 | 10.02 |
| 2004 | 3.79 | 2.45 | 2.79 | 1.18 | 2.36 | 10.08 |
| 2005 | 3.35 | 2.81 | 1.61 | 0.71 | 1.30 | 11.35 |
| 2006 | -2.67 | -3.04 | -2.37 | -3.71 | -1.69 | -12.69 |
| 2007 | 1.78 | 2.56 | 2.36 | 3.27 | 2.19 | 14.19 |
| 2008 | -0.29 | -0.33 | 0.20 | 1.05 | -1.04 | 9.62 |
| 2009 | -2.78 | -4.31 | -2.94 | -5.64 | -5.53 | 9.23 |
| 2010 | 2.53 | 1.91 | 1.97 | 4.09 | 4.65 | 10.63 |
| 2011 | 1.60 | 1.65 | 2.08 | 3.59 | -0.45 | 9.48 |
| 2012 | 2.32 | 0.66 | 0.18 | 0.38 | 1.75 | 7.75 |
| 2013 | 2.22 | 1.66 | 0.66 | 0.11 | 1.61 | 7.68 |
| 2014 | 2.39 | 2.55 | 0.18 | 1.60 | -0.10 | 7.35 |



2008年米国サブプライムローン問題を 発端とする株式市場危機

1987

1990

1997

2000

2008

| | | 失業率 (%) | | | | | |
|------|---|---------|------|-------|-------|------|------|
| 年度 | 国 | 米国 | 英国 | フランス | ドイツ | 日本 | 中国 |
| 2000 | | 4.00 | 5.50 | 10.22 | 7.70 | 4.80 | 4.50 |
| 2001 | | 4.70 | 4.70 | 8.61 | 7.80 | 5.00 | 4.50 |
| 2002 | | 5.80 | 5.10 | 8.70 | 8.60 | 5.40 | 4.40 |
| 2003 | | 6.00 | 4.80 | 8.58 | 9.30 | 5.20 | 4.30 |
| 2004 | | 5.50 | 4.60 | 9.21 | 10.30 | 4.70 | 4.30 |
| 2005 | | 5.10 | 4.70 | 8.88 | 11.10 | 4.40 | 4.10 |
| 2006 | | 4.60 | 5.40 | 8.83 | 10.30 | 4.10 | 4.00 |
| 2007 | | 4.60 | 5.30 | 8.00 | 8.60 | 3.90 | 3.80 |
| 2008 | | 5.80 | 5.30 | 7.39 | 7.50 | 4.00 | 4.40 |
| 2009 | | 9.30 | 7.70 | 9.12 | 7.70 | 5.00 | 4.40 |
| 2010 | | 9.60 | 7.80 | 9.28 | 7.10 | 5.00 | 4.20 |
| 2011 | | 8.90 | 7.80 | 9.17 | 5.90 | 4.50 | 4.30 |
| 2012 | | 8.10 | 7.90 | 9.83 | 5.50 | 4.30 | 4.50 |
| 2013 | | 6.70 | 7.70 | 9.86 | 5.30 | 4.00 | 4.60 |
| 2014 | | 5.60 | 5.80 | 10.40 | 4.70 | 3.60 | 5.10 |



2

株式市場危機のメカニズム



二、株式市場危機のメカニズム

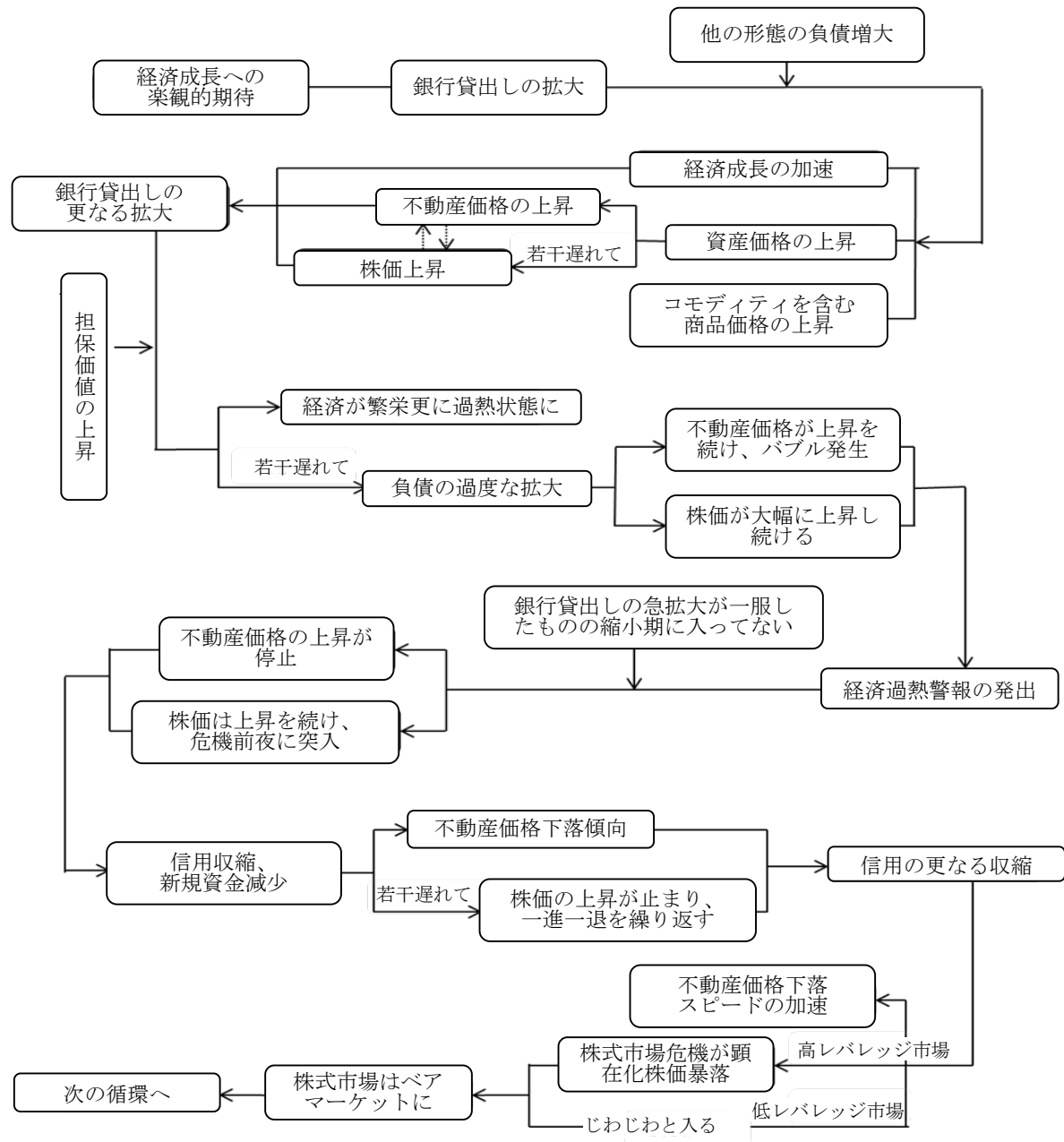
理論面からの問題提起



二、株式市場危機のメカニズム

1. 株式市場危機ひいては金融危機の発生メカニズムとは？

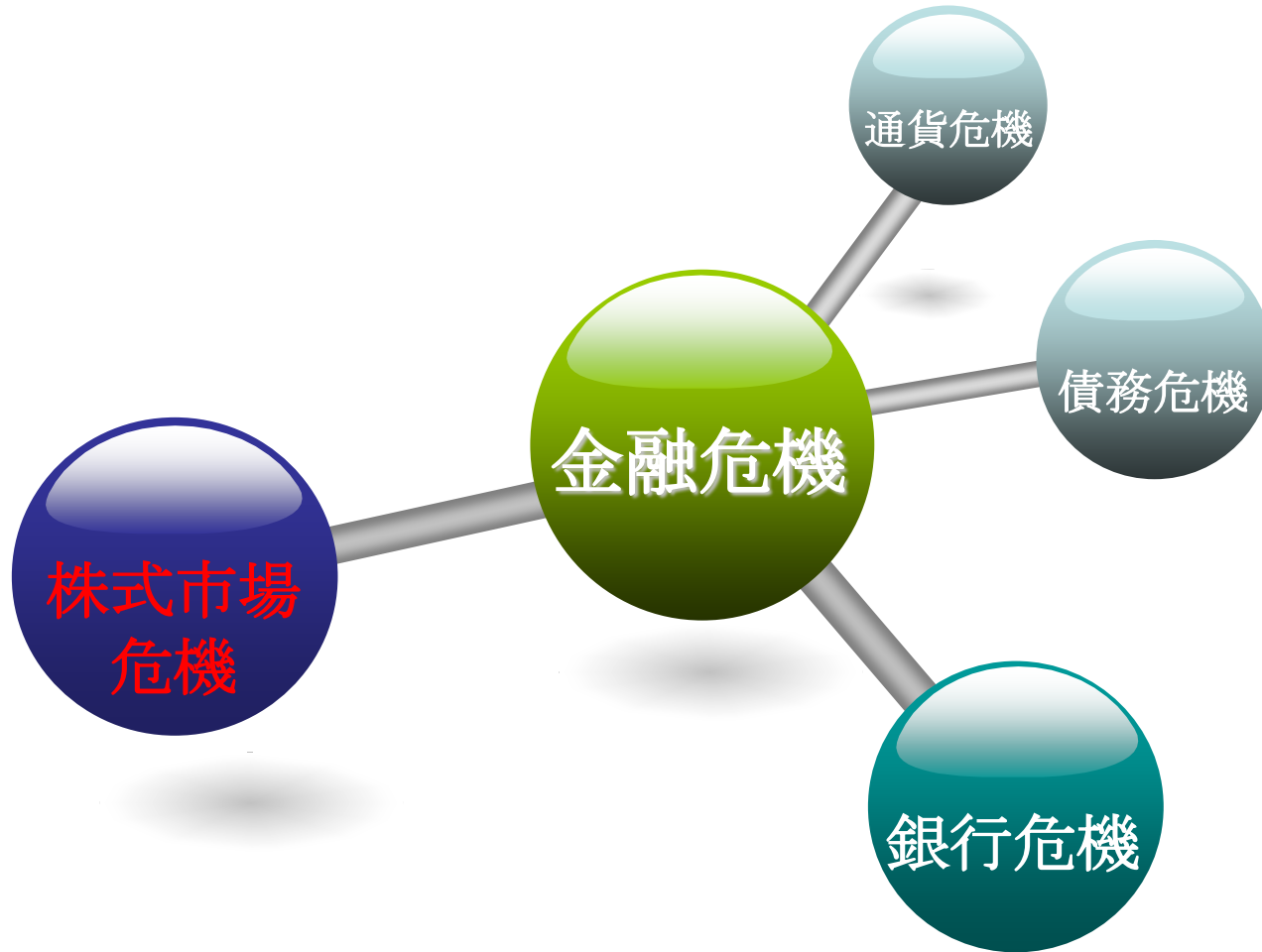
株式市場危機の発生メカニズム



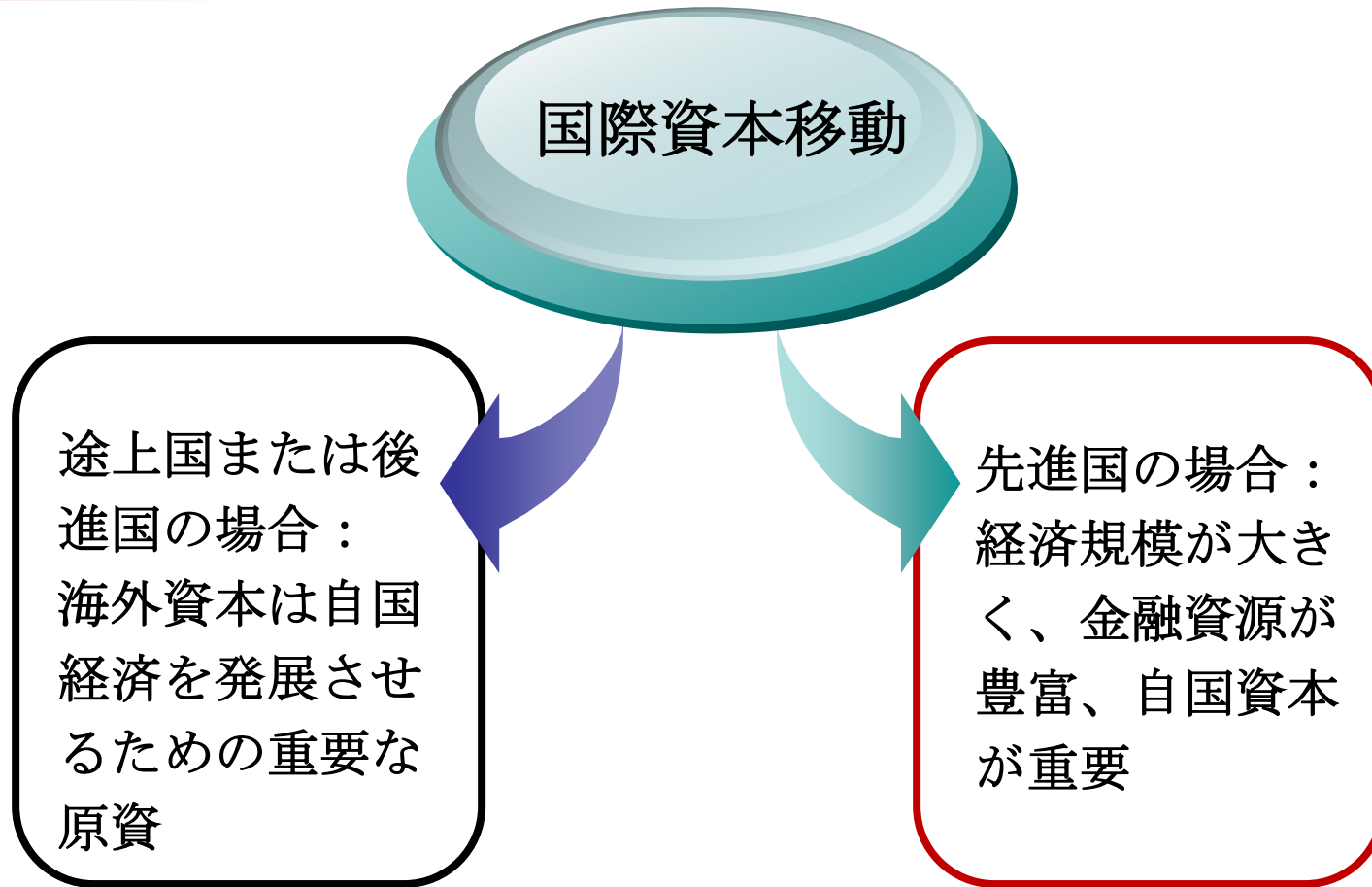
二、株式市場危機のメカニズム

2. 様々な危機は互いにどう波及しあうのか

二、株式市場危機のメカニズム



二、株式市場危機のメカニズム



二、株式市場危機のメカニズム

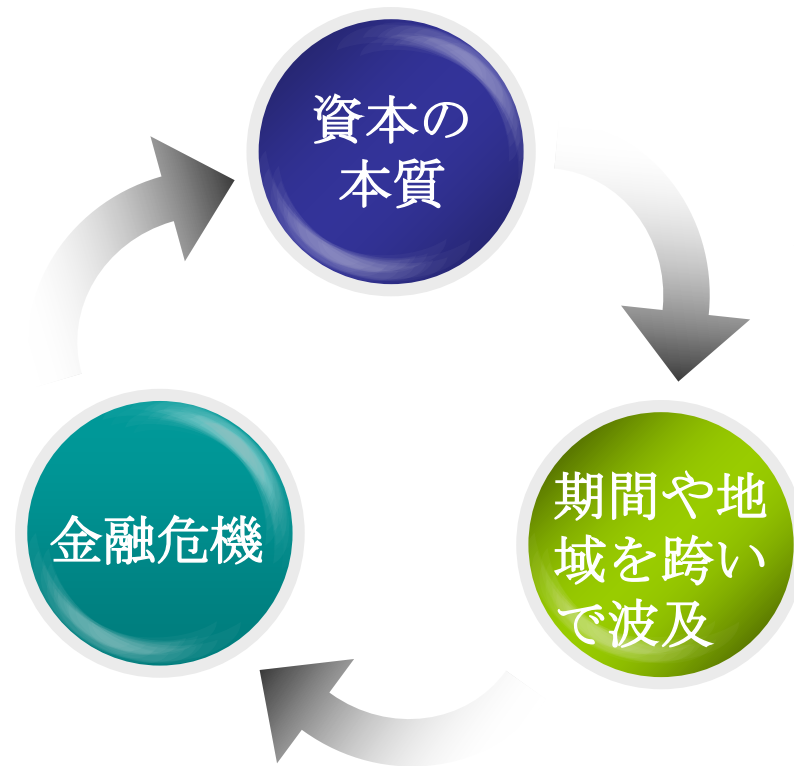
海外資本への依存度が高い国の場合、金融危機は通常海外資本の大量流入、為替レートの上昇から始まり、複合型金融危機が多い。

自国資本を中心とする国の場合、株式市場危機にとどまる場合が多い。

二、株式市場危機のメカニズム

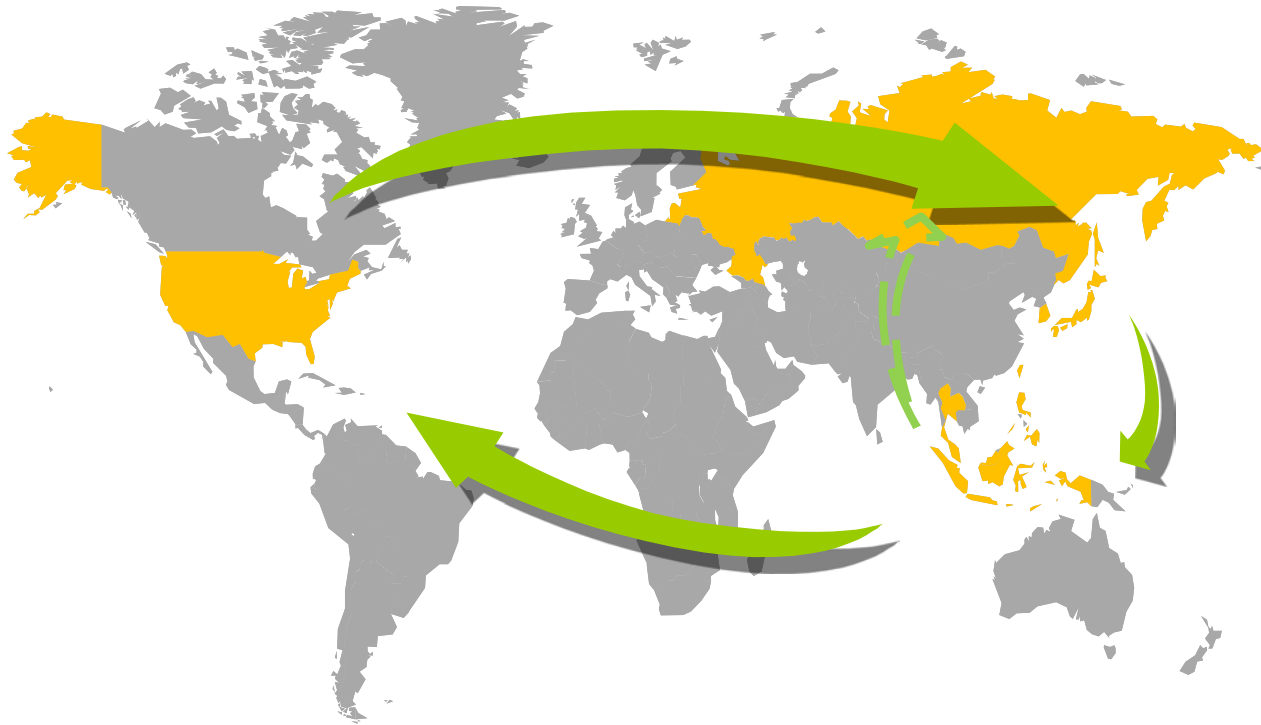
3. 危機は期間または地域を跨いで波及する
のか

二、株式市場危機のメカニズム



金融危機は派生的なインフレで、資本が利益を追求する結果である。その本質はやはり通貨過剰である。

二、株式市場危機のメカニズム



金融危機の国際波及経路

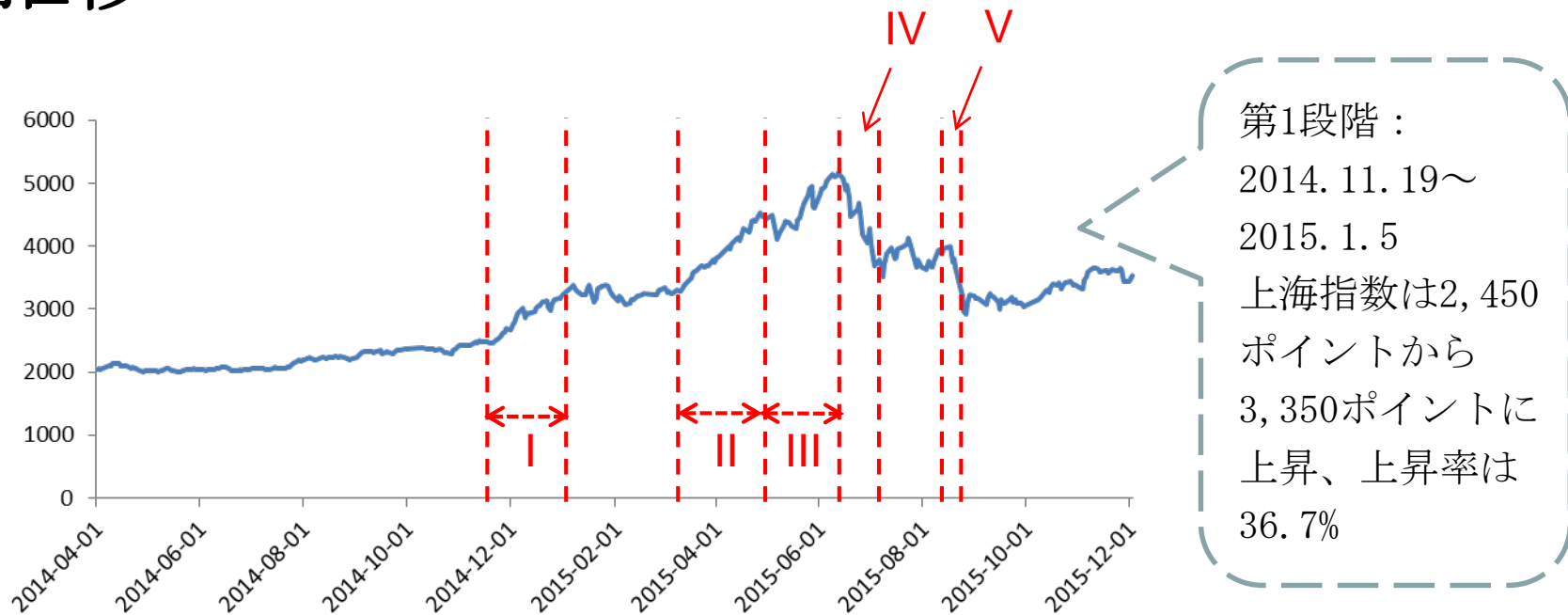
3

2015年に中国で発生した 株式市場危機



三、2015年の中国株式市場危機

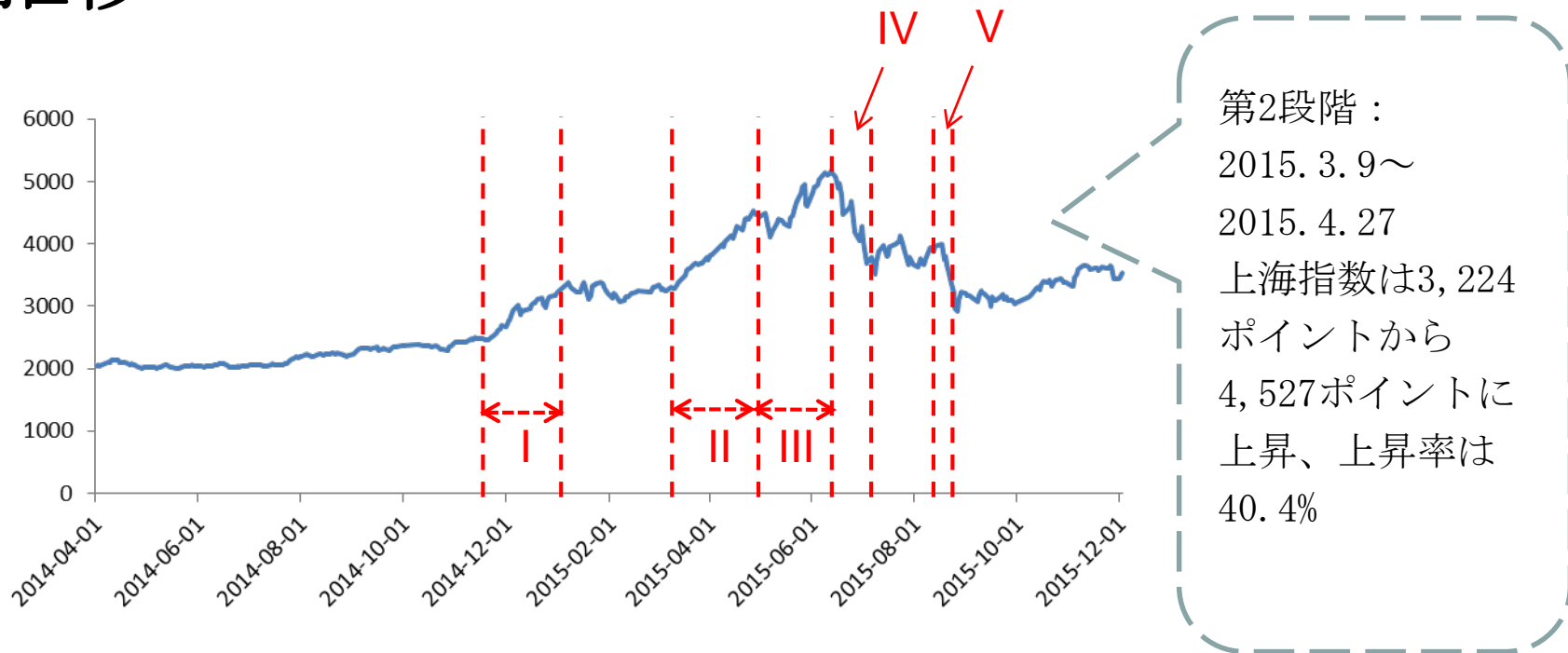
1. 推移



上海総合指数 (2014. 4-2015. 12)

三、2015年の中国株式市場危機

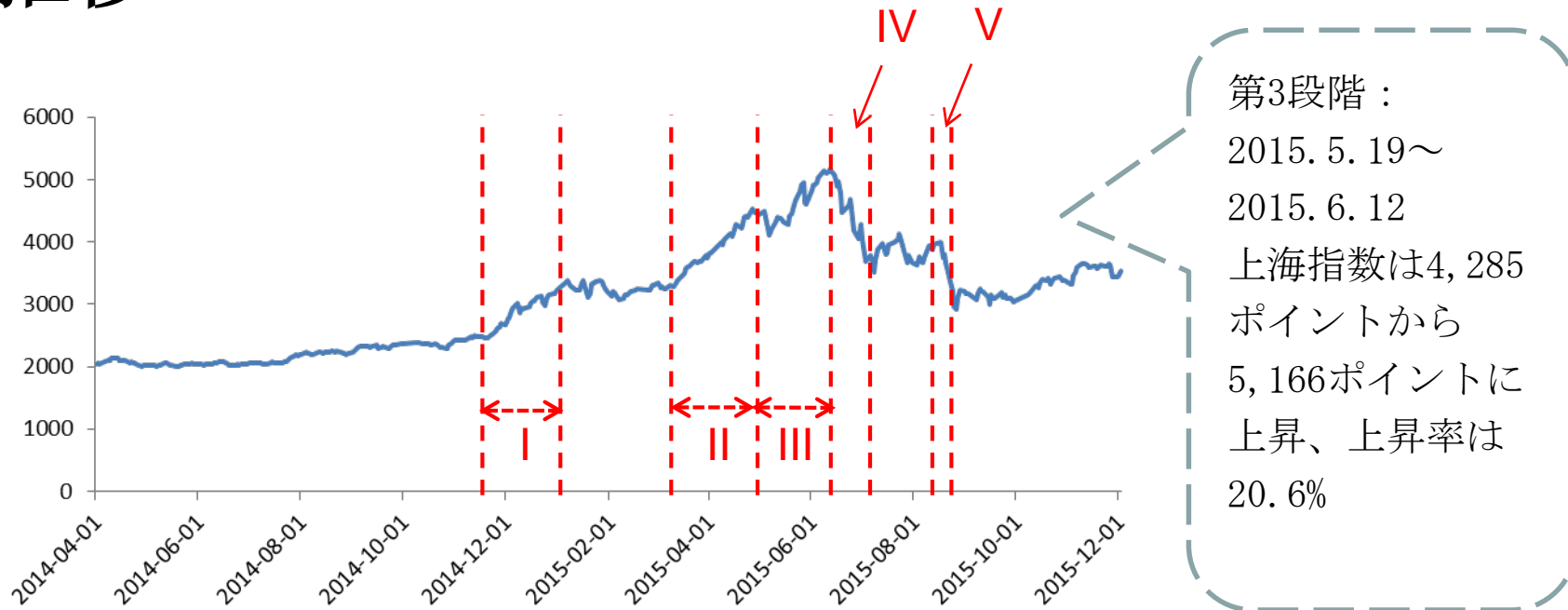
1. 推移



上海総合指数 (2014. 4-2015. 12)

三、2015年の中国株式市場危機

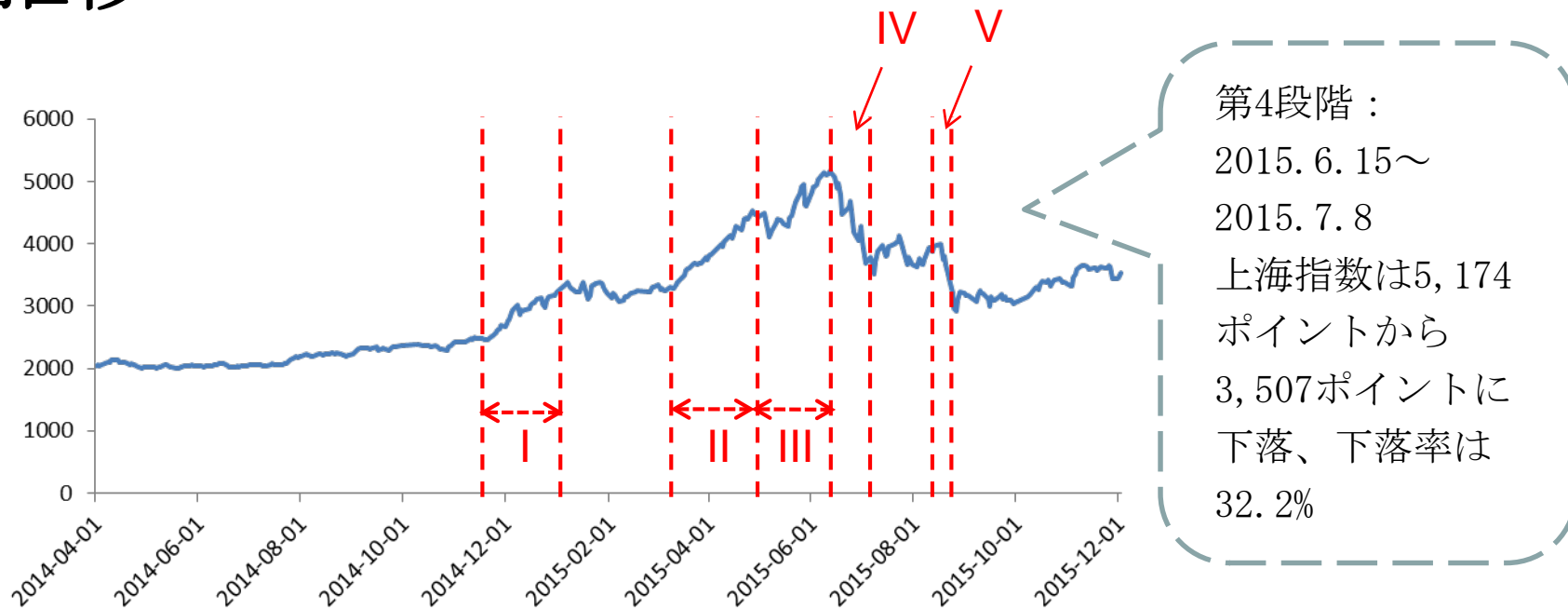
1. 推移



上海総合指数 (2014. 4-2015. 12)

三、2015年の中国株式市場危機

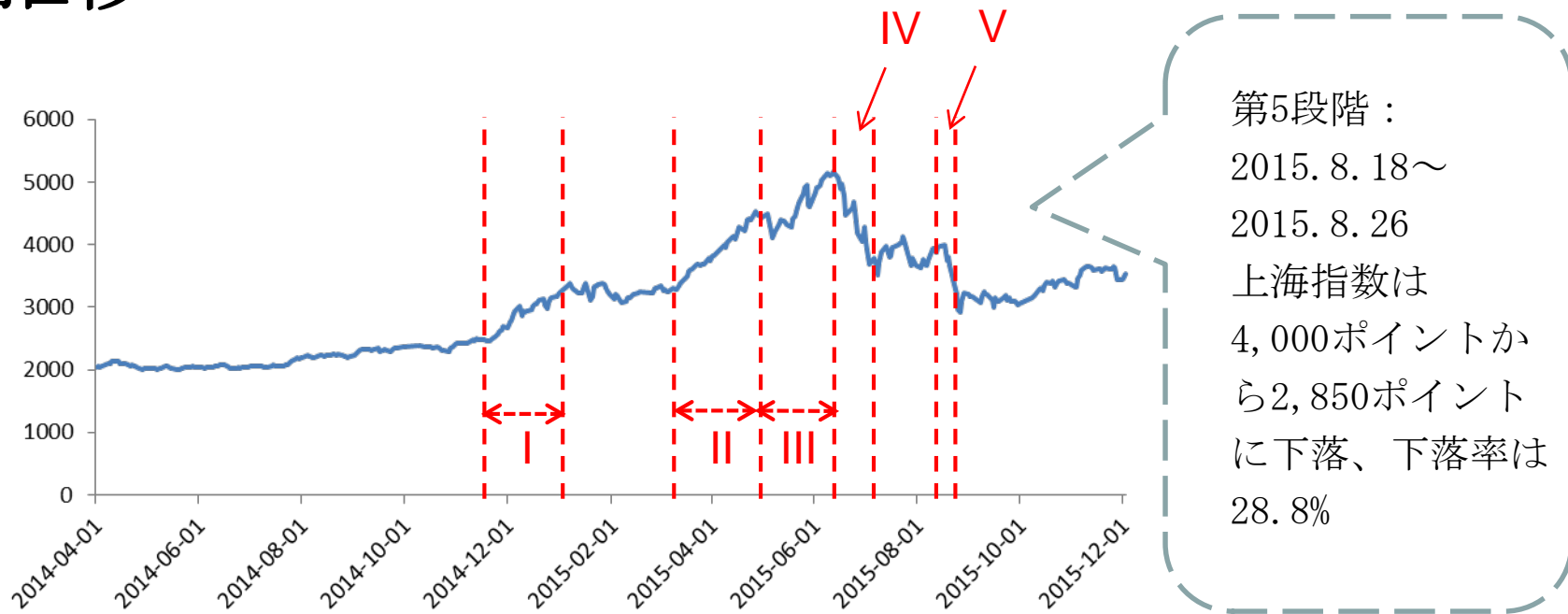
1. 推移



上海総合指数 (2014. 4-2015. 12)

三、2015年の中国株式市場危機

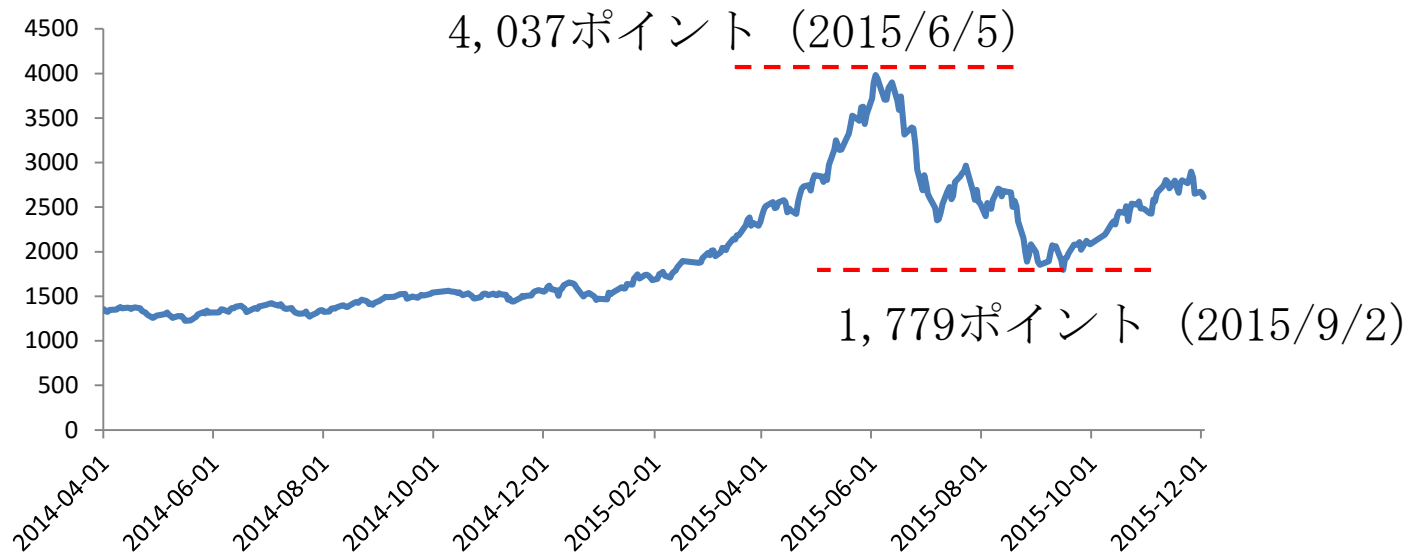
1. 推移



上海総合指数 (2014. 4-
2015. 12)

三、2015年の中国株式市場危機

1. 推移



創業ボード指数 (2014. 4-2015. 12)

三、2015年の中国株式市場危機

2. 原因分析

● 中国経済改革への期待は短期的には楽観すぎる一方、長期的には慎重すぎる



三、2015年の中国株式市場危機

中国経済への新しい期待

「一帯一路」

「インター
ネット+」

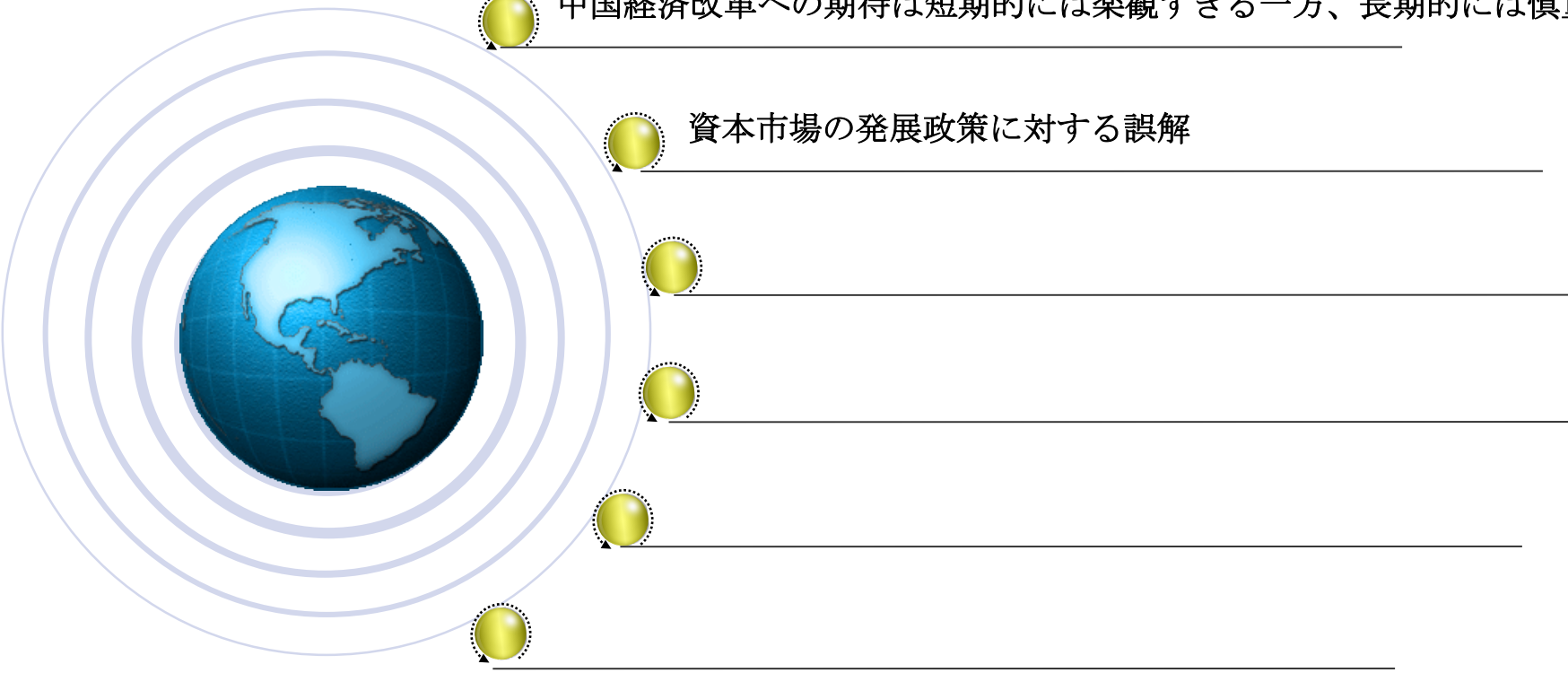
新興産業

成長センター
の多極化



三、2015年の中国株式市場危機

2. 原因分析



中国経済改革への期待は短期的には楽観すぎる一方、長期的には慎重すぎる


資本市場の発展政策に対する誤解

三、2015年の中国株式市場危機



三、2015年の中国株式市場危機

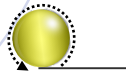
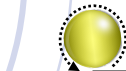
2. 原因分析



● 中国経済改革への期待は短期的には楽観すぎる一方、長期的には慎重すぎる

● 資本市場の発展政策に対する誤解

● 高いレバレッジによる信用取引



三、2015年の中国株式市場危機

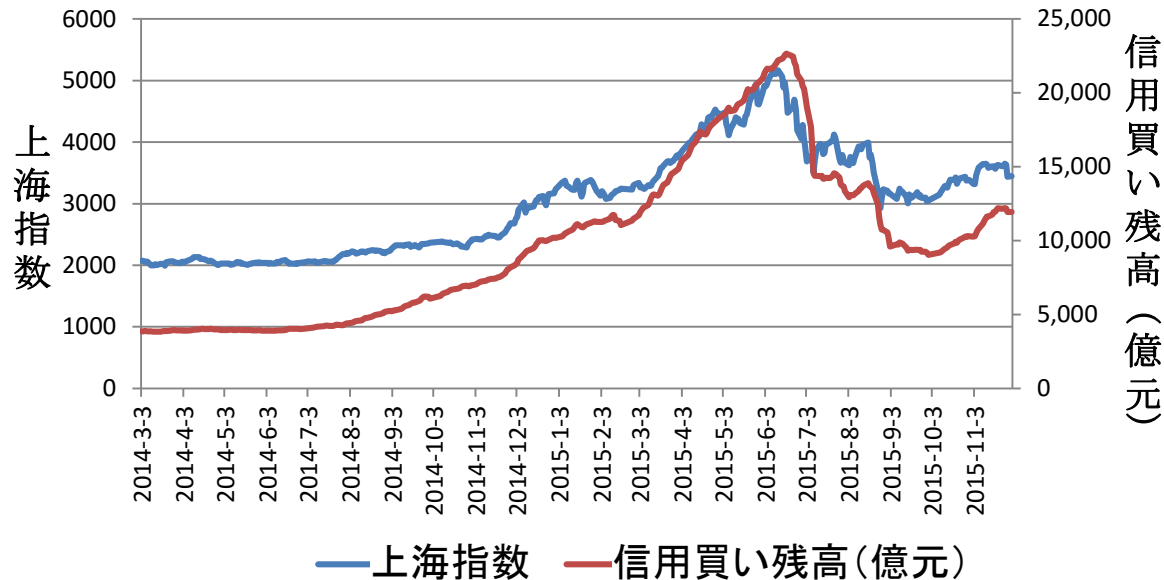
2. 原因分析

様々なルートからのレバレッジ資金のピーク時の規模及び全体に占める割合

| 資金別分類 | ピーク時（億元） | 割合（%、中間値を採用） |
|--------------------------|-------------|--------------|
| 信託からのレバレッジ資金 | 18000—22000 | 35.04 |
| 民間融資 | 4000—6000 | 8.76 |
| スクラクチャードファンドの 優先部分の規模 | 1752 | 3.07 |
| 資産管理会社の融資規模 | 7655 | 13.41 |
| 外部融資合計 | 31407—37407 | 60.29 |
| 場内信用買い残高 | 22666 | 39.71 |
| 信用買いの合計規模 | 54073—60073 | 100 |

三、2015年の中国株式市場危機


2. 原因分析



場内信用買いと上海指数変動相関図 (2014. 3-2015. 11)

三、2015年の中国株式市場危機

2. 原因分析



● 中国経済改革への期待は短期的には楽観すぎる一方、長期的には慎重すぎる

● 資本市場の発展政策に対する誤解

● 高いレバレッジによる信用取引

● 取引ルール of 構造的欠陥



三、2015年の中国株式市場危機

1

「T+1」の
取引制度
の妥当性

2

市場「売
買停止」
規定の改
革

3

自動売買
の市場効
果

4

信用取引にお
けるロング、
ショート取引
ルールの非対
称性


5

危機時に
おける指
数先物の
役割



三、2015年の中国株式市場危機

2. 原因分析



● 中国経済改革への期待は短期的には楽観すぎる一方、長期的には慎重すぎる

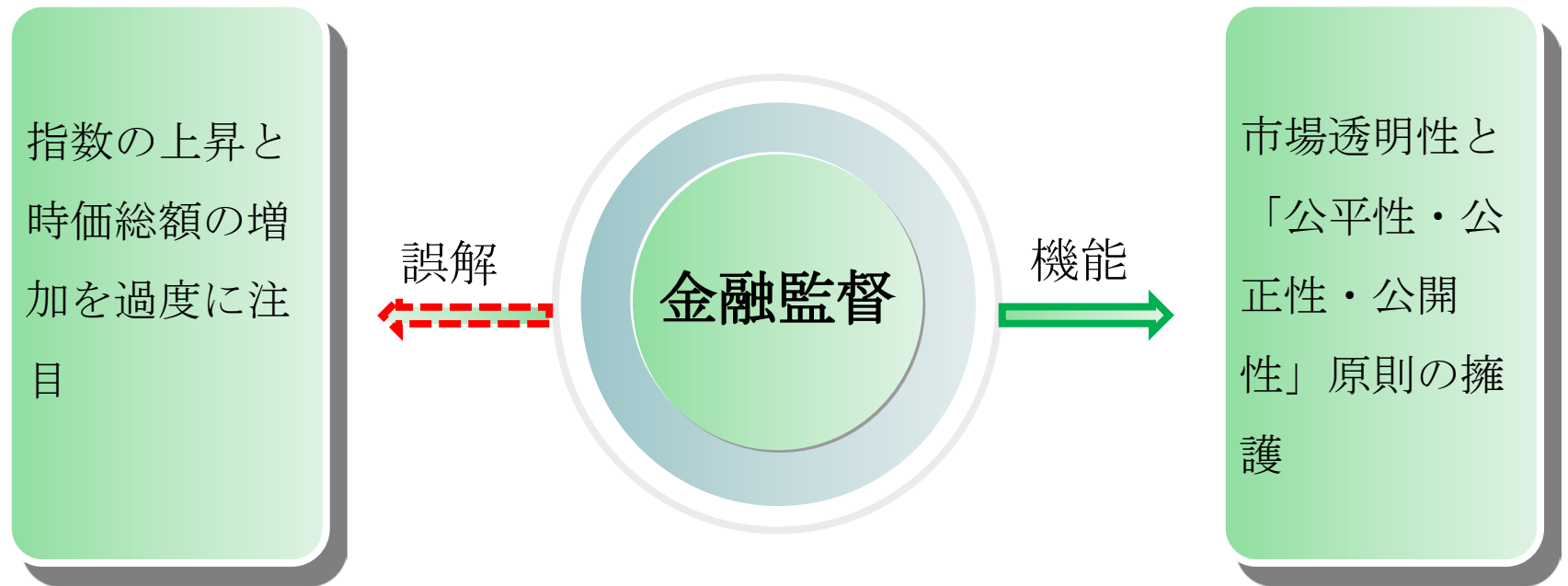
● 資本市場の発展政策に対する誤解

● 高いレバレッジによる信用取引

● 取引ルールの構造的欠陥


● 規制・監督措置の遅れと監督当局の独立性の弱体化

三、2015年の中国株式市場危機

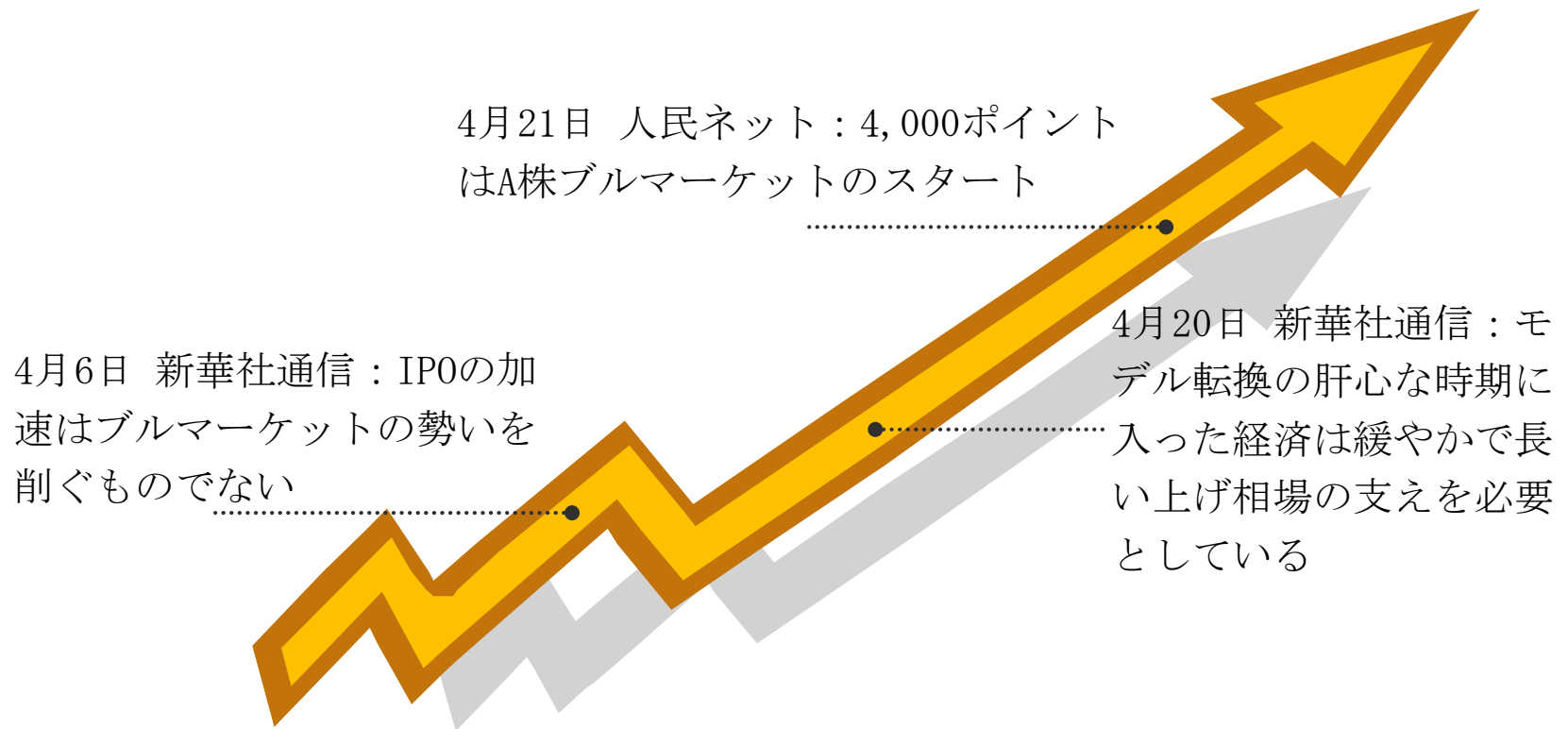


三、2015年の中国株式市場危機

2. 原因分析

- 
- 中国経済改革への期待は短期的には楽観すぎる一方、長期的には慎重すぎる
 - 資本市場の発展政策に対する誤解
 - 高いレバレッジによる信用取引
 - 取引ルールの構造的欠陥
 - 規制・監督措置の遅れと監督当局の独立性の弱体化
 - マスコミによる「ブルマーケット」の過度な宣伝

三、2015年の中国株式市場危機



三、2015年の中国株式市場危機

3. 政策提言

(1) 資本市場を大いに発展させるという方向性を変えてはならない。

中国が金融大国になったことを示すコアシンボルは人民元の国際化と資本市場の国際センター化である。先進的で、透明性の高く、国際金融センターの地位を有する資本市場は金融大国の礎である。

三、2015年の中国株式市場危機

3. 政策提言

(2) 基本制度において、引き続き重層的資本市場の発展を推進すべき。

行政主導の資源配分という現行の株式発行の認可制を抜本改革し、市場による資源配分を目指して、情報開示の強化を中核とする登録制に移行すべき。

現在、登録制改革が先送りされたが、方向性は変わらない。

三、2015年の中国株式市場危機

3. 政策提言

(3) 資金調達ルート of 適正化を図り、レバレッジに関する動的調整体制を整備する。

- ① レバレッジを大幅に下げ、レバレッジ率を逆循環的に調整する体制を整備。
- ② 市場の資金調達ルート of 適正化を図り、監視可能・調節可能なレバレッジファイナンス体制を整備。

三、2015年の中国株式市場危機

3. 政策提言

(4) 取引制度

個別銘柄の値幅制限制度と市場全体の「サーキットブレーカー制度」の並存不可。「サーキットブレーカー制度」の機能と実施条件をよく理解しなければならない。1月7日夜、試行運用4日後に、CSRCは「サーキットブレーカー制度」の凍結を発表。

中国で、「サーキットブレーカー制度」の運用はなぜ難しいか。

三、2015年の中国株式市場危機

3. 政策提言

(4) 取引技術の革新とリスクコントロールの関係を
バランスよく処理する。

取引技術と取引プラットフォームの革新を奨励
しつつ、これらを監視可能な範囲に留める必要が
ある。

三、2015年の中国株式市場危機

3. 政策提言

(5) 監督当局の独立性を高め、監督の重点を見直す。

① 監督当局の独立性を強化。

② 監督の重点を見直し、事前監督を中心に、事中と事後監督をも重視するやり方から事中と事後監督の一体化へと移行。

③ マクロ監督体制の改革。

4

株式市場危機に関する認識



四、株式市場危機に関する認識

1. 金融危機の本質は通貨現象、もしくは深刻な資本過剰によってもたらされた現象である。

四、株式市場危機に関する認識

2. 実際に、金融危機は様々な形を取るが、株式市場危機が大体入っている。

四、株式市場危機に関する認識

3. ある国（エコノミー）の金融危機は複合的な全面危機になるか、それとも株式市場にとどまる危機になるかは、当該国の経済規模、市場化レベルと競争力だけでなく、通貨の弾力性と金融リスクの構成によって決まる。

四、株式市場危機に関する認識

4. 金融危機は短期的に見て、資本過剰を背景に過度な投機に起因する現象だが、経済成長段階の異なる国において、過剰資本の形成メカニズムと期限構造の相違により、金融危機の主な形態と発生過程が完全に違う。これは今後中国が金融危機を管理・制御する上でのカギとなる。

四、株式市場危機に関する認識

5. 金融危機を経験した国を見ると、それが株式市場危機にとどまるにしても、複合型または全面金融危機になるにしても、資産価格の継続的大幅な上昇が共通する重要な前提である。

四、株式市場危機に関する認識

6. 水量調整に弁の開閉度制御が必須であるのと同様に、株式市場危機を防ぐために、レバレッジ率を適切にコントロールしなければならない。

四、株式市場危機に関する認識

7. 実効的かつ独立性が保たれる監督は市場の安定剤であり、市場秩序と透明性の確保にも大きく寄与する。監督者に発展という責務を負わせてはならない。

ご静聴有難うございました！

