

グローバル金融危機後のアジア証券市場

— 現地視察記も合わせつつ —

川村 雄介

はじめに

御紹介いただきました川村でございます。よろしく願います。

初めに現地視察、いささか大げさではあるんですが、今年二月に香港から海南島に参りまして、つい先々週、連休のときに北京に参りまして、いずれも中国なので、今日の話は、どうしても中国の印象みたいなことになるんだと思うんです。実はこの会でお話しさせていただくのが、三

回目になります。数年前、二年前、そして今年と、二年ごとぐらいにアジアに絡む話をさせていただいているんですが、いつももっともらしくまとめてはみるものの、やればやるほど迷ってくるというのが正直なところであります。何が本当なのかというところがあるわけであります。

私、一カ月ちょっと前までは長崎におりました。今長崎は龍馬のブームで、「花月」という料亭の床柱に、坂本龍馬が刀傷をつけたというのが名所になっているんですが、私は、多分それはうそなんだと思うんです。ただ単なる傷だと思う。

なぜかというところ、考えてみてください。まともな料亭に行つて、酔っぱらつて刀を抜いて、床柱に切りつけるやからなんて、よほど野蛮か下品で、それが幕末の英雄とは到底思えないですね。多分何かざれごとでやったことが、だんだん伝言ゲームでそうなつたのかなと。つまり、何を申し上げたいかというと、アジアにもそういうところが多分にあるんじゃないか。北京とか、全く対極にある海南島などを眺めてみると、そういう感に深くしているわけでありまして。それはまた後ほど申し上げたいと考えております。

そういう意味で、最初に常識のうそみたいなことをちよつと申し上げますと、これは現地ということじゃないんですが、実はあるテレビ局から、「今度『日本を買いあさる中国』という特集をやりたい。チャイナマネーが日本の不動産あるいは会社をばんばん買っているという番組をつくるの

で、コメントで出てくれ」という依頼が割に最近ありました。

しかし、それは変だなという感じもあつて、改めて調べてみたところ、少なくとも数字の上でそういうものは全く出てこない。よく中国の企業が日本の著名なブランド企業を買収したりすると、何か中国がどんどん日本の会社を買収したように見えますが、レコフ社というM&Aのデータを集めておられる著名なシンクタンクがございます。これは公表してない数字なんですけど、中国がどれくらい日本の会社を買収しているかというデータを見てみますと、香港とメインランド・チャイナを含めて、過去のピークは二〇〇〇年なんです。その後若干ごちよごちよと入り繰りはあるけれども、二〇〇〇年を超えている年というのは、その後一〇年間一度もない。むしろ今低水準です。それから、中国が日本の不動産を買いあさつて

いるとよく聞くんですが、実際に国際収支統計をきっちり見ていただければわかりますが、中国の資本収支で対日の「その他」の中に、不動産も含めてですから、不動産以上に大きいんですが、そのシェアというのは〇・四〇・五％にすぎない。しかも、大してふえていない。金額にして、たしか二〇〇〇三〇〇億円だと思うんです。二〇〇〇三〇〇億円だったなら、都心のオフィスビルを一つ買ったらおしまいぐらいのものでありますから、これまでも現象面と実際の真の姿は違うんじゃないか。

「いやいや、そんなことはない。韓国の済州（チェジュ）島なんて買いまくっているじゃないか」。それは事実です。ただ、日本と著しく違うのは、韓国の場合には、たしか日本円で五〇〇〇万円ぐらい。これは正確じゃありませんが、五〇〇〇万円ぐらいの不動産を買って、五年ぐらい静

かに暮らしていると永住権のよなものが手に入ると聞きます。つまり、中国の人たちは、値段じゃなくて将来住むことを考えて買っているという部分がかなりある。香港の場合は六五〇万香港ドルというふうに言われていますから、九〇〇〇万円ぐらいでしょうか。そういう日本と全く違う条件があるんですが、そういうことを全部無視して比較してしまうと、あたかも何かチャイナマネーが日本じゅうを奔流しているような錯覚には陥るのかなという気がしているわけであります。

そんな前置きはさておき、次に入りたいと思います。

I アジアの概要

(1) V字型の回復を見せるアジア諸国

「アジアの概要」（図表1）、これはもう皆さん

図表1 アジアの概要

	面積 (平方キロ)	人口 (億人)	GDP/1人当たり	経済成長率 2007→2009→2010(予)
中国	960万	13.1	1800ドル	13.0%→8.7%→9.6%
インド	329万	10.3	622ドル	9.2%→7.2%→8.2%
アセアン	448万	5.6	2260ドル	6.5%→1.2%→5.0%

(2006年 アジア開発銀行(ADB)データより)

御高承のとおりでありますけれども、ここで何と
 いっても目を引くのは、一番右側の経済成長率、
 二〇〇九年、リーマンショックの影響がまだ残っ
 ていた時期であります。それでも、例えば中国
 で見ると八・七、そして、今年は九・六ぐらい。
 これはアジア開発銀行の予測であります。ほかに
 も世銀とかいろんなところが出しておりますが
 ら、若干数字の絶対値は違いますが、傾向として
 はまさにV字型であるし、同じようなことはイン
 ドでも言えます。

ASEAN諸国全体、これは中国、インド以外
 のASEAN一〇カ国であります。二〇〇七年
 の六・五から、急ブレーキがかかって一・二まで
 下がったけれども、今年はまた五%ぐらいまでに
 回復していくというふうに、著しい回復といいま
 すか、再成長を見せているわけです。ここ
 にも書きましたように、サブプライム問題の後の

回復というのは、明らかにアジアがキーになって
いたというデータでございます。

(2) ASEANの域内の金融協力

次に、よく言われているASEANの域内の金融協力、まあ金融協力に限りませんが、二〇〇三年に当時のASEANの会合で、いわばEUを意識したようなアイデアでありますけれども、アジアの共同体を、特にアジア経済共同体というものを二〇二〇年までにつくり上げようということを決意したわけであります。さらに、二〇〇七年のASEANのトップ会合では、それを五年早めて、少なくとも経済協力度については、二〇一五年までに完成しようという決意表明をしているわけであります。

この分野、前々回あたり、私がストレスを置いてお話しさせていただいたのは、ABMI

(Asian Bond Markets Initiative)‘アジア債券市場育成イニシアチブ’というものが二〇〇三年あたりから本格的にスタートして、これはASEANのみならず、日本、中国、韓国、ASEANプラス3で具体的に推進しております、かなりの程度形としては成果が出てきている。その転がり、ABF1、ABF2というファンドでございますけれども、最初はドル建て、次は現地通貨建てというふうに、次第に洗練された債券分野のインフラもできている。

そして、もう一つ大きいのは、「CMI」と言っておりますが、チェンマイ・イニシアチブ、ややおさらいになりますが、これはもともとアジア通貨危機のときに、流動性が非常に枯渇し、大変な危機になったので、二重、三重にいろんな防衛策を整えておかなければいけない。そういう危機に瀕したときに、直ちに相当量の外貨をお互い

に融通し合うというネットワークをつくらうではないかという、当時タクシンさんだったと思いますが、タイのチェンマイで合意されたチェンマイ・イニシアチブ。当初は二国間であったものが、次第に拡充し、額もどんどん上がっていった、直近までは七〇〇億ドルだったものが、この三月からは一二〇〇億ドルというふうに倍増ぐらい枠が広がってくる。しかも、従前は二国間だったものを多国間、マルチにしていくということになってきております。

これはアジア危機のころ、当時の日本の宮澤大臣が、アジア版のIMF、当時「AMF」と呼んでいたと思いますが、アジア通貨基金をつくらうではないかと言ったときに、アメリカが強力に反対し、かつ中国も日本のプレゼンスを嫌気して、米中の反対によってAMFは実現はできなかったわけですが、今回のチェンマイ・イニシア

チブがここまで金額がふえて、かつ多国間ということになってきますと、機能的にはかなりの程度、AMFに近いものになってきたという感じがするわけであります。

このような大きな進展を遂げるアジアではありませんけれども、もう一つ、今日は触れませんが、イスラム金融、この日本証券経済研究所の講演あるいは会合でも、イスラム金融は何度か専門家の方からレクチャーやディスカッションが行われておりますが、このイスラム金融が世界的にもプレゼンスを高めてきたということも一つの特徴としてあるかと思えます。

(3) アジアのリスク

① 対米、対日経済依存度の高さ

ただ、こういう中でアジアは幾つもリスクがあるわけでありまして、ここはざっと五つばかり挙

げさせていただきましたが、まず対米、対日経済依存度が高いというところがあります。もちろん対米、対日に限らず、ちょっと最近気になるのは、対欧州、ヨーロッパであります。ここに書きましたように、「日米が傾くとアジアも倒れてしまう」という相互依存はあるわけですが、実はヨーロッパも、昨今非常に大きな懸念材料の一つがギリシャの危機、あれがどこまで広がるか、いつまで続くか、おさまるのかということが気になるところであります。当然ヨーロッパに対してもこれに準じたところがありますし、特に牽引車になっている中国などもヨーロッパへの依存度も非常に高いわけありますので、一番目は、国外経済に依存している部分が大きいです、海外の状況に大きく左右されてしまうところがリスクということは言えると思います。

②原油等の一次産品や農産物の値上り、資金余剰に伴うバブル化の懸念

それから、二番目は、特に原油などがあります。一次産品の値上がりが直撃する。そして、一方で農産物も、中国も部分的にはかなり干ばつで厳しい状況にあるようでありまして、インドなどもモンスーン次第で豊作になったり不作になったりという、現在の人間のたどり着いたレベルではなかなかコントロールできないことがいろいろあるということで、こういうインフレを呼びかねない、あるいは企業収益を圧迫しかねない要因があるとともに、このところ、これも特に中国に顕著に見られますが、いわゆる金余りに伴うバブルというものがどうなのかということもリスクの中に入ってくると思います。

③インフレと成長鈍化への同時対応が迫られる

三番目は、それに絡むのでありますが、一方で、ちょうどリーマンショックの前までは、アジアのこの地域は、いかにインフレを退治するかということが大きな課題だったのが、リーマンショックでそれどころじゃなくなつて、財政総出動、金融緩和、すべてを發動して、とにかく経済を持ち直さなければということをやってきたわけですが、ここへ来てまた、先ほどの二番目の一次産品の問題等、ややインフレの芽が出てきております。

それから、サブプライムの影響はもう終わったつちやうたように考えておりますけれども、私は、実はこれはそう簡単にすぐ解決する話じゃないんじゃないか。つまり、あれほど劇症の状況というのは、それはさすがにもうないと思います。よく考えてみると、住宅ローン危機というのは、ア

メリカよりむしろヨーロッパが始まりだったわけでありまして、まだ深刻なものは相当あるのではないかと。まして今回のギリシャ危機などがあると、すぐ「もうサブプライムは昔の話です」と言うわけにはいかないんじゃないか。したがって、そういう意味で世界的に成長がややとろとろとしてくるリスクがある中にインフレが出てくるということになると、これはアジアとしては結構きついなということでもあります。

④国内、アジア域内の格差の問題

それから、四番目、よく言われている格差です。先ほどごらんいただいた、GDP一人当たり、中国が一八〇〇ドル、インドが六二二ドル、ASEANが二二六〇ドル、これは単純平均なのでありますが、実際にはもっとあるところにはあるし、ないところにはもっとないわけがあります

が、シンガポールが三万五〇〇〇、日本が大体四万ドルぐらいです。ミャンマーは三〇〇ドルに至らない。この一〇〇倍以上の差というものがASEANの中にある。そして、今いろいろ大変なタイでありますが、三八五〇ドル。

これは理論的な根拠はないんですが、よく言われる話に、「一人当たりのGDPが一万ドルを超えてくると、人民は文句を言わず、おとなしくお上の言うことを聞くものだ。五〇〇〇ドルをちょっと切ってくると暴れる。一〇〇〇ドルだと、食べ物もなくて、暴れる元気もない。日本のように五万ドルとなると、政府がなくても暮らしでいける。こういうような意識を人々は持つんだ」ということを言う開発途上国の人がいます。それはもう数年前に聞いていて、そんなものかなと思ったんですが、改めてタイの約四〇〇〇ドル、「五〇〇〇ドルをちょっと切ってくると、

人々は暴れる」というのは、何となく符合するような気もするわけであります。

この格差というのは相当激しいものがあって、東南アジアへ行くと、やはりタクシン氏の影響力というものはまだまだ相当強いものがあります。ASEANの後発グループと言われている、例えばオース、カンボジア、ミャンマー、あたりに、タクシンさんの影響力があるという説もあります。例えばモンゴルとタクシンとか、土地もはるかに離れているところで、一見全然関係なさそうなんですけれども、割とよく語られる話でもあります。

この格差、中国もここまでじゃないですが、やはりあります。例えば、後ほど海南島のところでも言いますが、ちょっと話が前後しますけれども、海南島というのは中国の一番南のほうにある島なんです、非常に発展もしていますが、ちょっと

郊外に行くと、我々男性は困らないんですが、女性が一番トイレで困っちゃう。

他方、北京の一流ホテルは、一台八〇〇万円というウォシユレット付トイレがあったり、この極端な差は何だろうというのは、中国の中でも感じるわけであります。

⑤ 政治リスク

それから、五番目、先ほどタイのことを申しましたけれども、政治リスクという問題が離れない。これは、ここにちよつと書きましたが、開発経済体制は、ある種独裁のほうで、上から下まで言うことを聞いて計画どおりいくという部分があるわけですが、民主化ということになると、それぞれいろんな人たちがいろんな要求を言うわけですから、一つの方向にはまとまりにくいという部分がある。そして、第二次大戦前の植民地とは

違った形で西欧化というのが進む。そういう中で固有文化がどんどん失われるけれども、他方で固有社会を守ろうということがあって、これらを同時並行にすると、どうしても摩擦が出てくるという、この非常に根の深い問題が一番最後にはあるんだと思います。

下のほうにつまらないことを書いておきましたけれども、昔よく「アメリカがくしゃみをする」と、日本が風邪を引くんだ」と言われましたが、昨今は、中国が風邪を引くと日本は寝込んだんじゃうという状況は御高承のとおりであろうかと思うわけであります。

図表2 国際金融危機の影響

	アメリカ	ヨーロッパ	アジア
資産の目減り額	8700億ドル	3870億ドル	358億ドル
資本調達額	6460億ドル	3940億ドル	697億ドル

(アジア開発銀行(ADB)データより)

Ⅱ 国際金融危機の影響

(1) アジアの金融面への影響は相対的には小さかった

先ほどの通貨危機の影響ということをちょっと復習しておきます。今となつては若干古い話になるわけですが、図表2に示していますように、ちょうど二〇〇七年後半から、一番劇症が来たのは二〇〇八年の秋ですが、そのときにアメリカの銀行であります、大体九〇〇〇億ドルぐらいの資産の目減りがあって、エクイティ・ファイナンスで六〇〇〇億ドルぐらい何とか注入したけれども、まだ二千数百億ドルは足らなかつた。ヨーロッパは大体行つて来いの感じで、このとおりなら、やや余裕を持って調達ができた。

それに対してアジアは、けたが一けた違いまし

た。一けたヨーロッパより少なく、かつ資本調達もほぼ倍できた。ここに書きましたように、アジアの金融機関や投資家は、エキゾチックな商品への投資は非常に限られていたということが言えるわけがあります。

これをやや敷衍して申し上げますと、そもそもサブプライムの損失というのは非常に小さかった。日本と中国は若干ありましたけれども、それでも欧米に比べればほとんど無視できる。結局、その理由はというところではありますが、アジアの銀行は、まず地域のリテールを中心にやっていれば十分食べられるというのがあって、グローバルマーケット、しかも、ホールセール市場でお金を調達するという必要も余りなかった。お金は地域で十分取れていたということがあります。

もう一つ大きな要因として、域内投資家が、こういう何かよくわかったようなわからないような

商品に余り興味がなかった。理解してないという部分もあると思いますし、また、そういう仕組み物というのは、この域内には余り出回っていない、持たれてはいなかったということもあります。

それから、もう一つ、域内銀行の資本規制は欧米に比べるとかなり緩やかで、あえていろいろ会計上のマジックを使ってオフバランスにしたり何かして、見せかけの資本内容がいいという、いわば合法的ドレッシングをするようなインセンティブはないということもあったと思います。結局、総じて見ると金融ビジネスが十分利益を生める。あえてレバレッジ金融で大きなリスクをとる必要はなかったということが言えるんだろうと思います。

(2) 金融危機のアジアの経済成長への影響も少な

かった

そういう中での諸国の成長ぐあいでありますけれども、二〇〇八年、一昨年は非常によかったんですが、御存じのとおり、リーマンショックからはスローダウンしたけれども、ここへ来て非常によくなってきた。特にマーケットとの関係で言うところ、国債を中心に債券が非常に発行され、また、後ほどもちよつと申しますけれども、国債市場が拡大しただけじゃなくて、社債、コーポレートの部分もかなり大きくなっております。こういうふうに、グローバルな経済全体は、特にギリシャ危機など懸念されるわけですが、少なくとも足元を見てみると、調子は非常にいいということであります。ただ、ちよつとインフレが気になって、かつ不動産では、特に中国では明らかにバブルだろうという現象が起こっているわけであります。

(3) アジアのインフレ率

ここでアジアのインフレ率ということで図表3をご覧くださいなのですが、これは見てのとおりに、先ほどもちよつと申しましたけれども、実は二〇〇八年も、リーマンショックの前までの段階を見ると、かなり高率のインフレに悩まされていたというのが実態であります。全アジアで七%ぐらいのインフレ率になっているわけでありますので、非常に厳しかったわけです。それが、全体で見えていただくと、二〇〇九年には一・五というふうに下がってきたものが、ここへ来てじわじわと上がってきているという状況になるわけです。もともアジアは相当高水準のリザーブがあり、かつ成長が高いということもあって、今現在そうですが、いわゆるキャピタル・インフロー、外からのお金がどんどん入ってきているということは言えるわけであります。

図表3 アジアのインフレ率

	中国	アセアン	インド	全アジア
2007年	4.8%	4.1%	4.8%	4.4%
2008年	5.9%	8.8%	8.3%	6.9%
2009年	-0.7%	2.7%	3.6%	1.5%
2010年(予)	3.6%	4.5%	5.0%	4.0%

(アジア開発銀行 (ADB) データより)

そういう中で、これはお手元の資料にはつけて
 ございませんけれども、ADBがアジア・キャピ
 タル・マーケットモニターというものを、この五
 月、ついこの間発表しております、これは、
 さっき申し上げたように、データのベースが違
 うと数字は少しずつ違うんですが、こういう中
 の姿で簡単に数字を申し上げておくと、まず、GDP
 の成長率で世界とアジアを比べると、アジアとい
 うのは、ここでは日本を除くアジアというふう
 に考えていただきたいと思います、世界の昨年
 の暮れ、第4クォーターの成長率が一・六%で
 すが、アジアは八・一であった。それから、G3、
 これは日本とアメリカとユーロで、インフレ率
 が今年の三月で見たときに一・〇。それに対
 して、アジアは三・六、世界全体では三・三
 という数字をADBは出しております。

国債、社債の話は後ほどいたします。

Ⅲ エクイティ市場

(1) アジアの株式市場の概観

株を指数で見た場合ではありますが、これが二〇〇八年九月、ちょうどリーマンショックの直前を一〇〇とした場合であります。それを指数化すると、世界のことではなく、エマージングだけで比較しておりますけれども、エマージング・アジアで見ると一三〇、三割上がっているというデータになっております。それに比べると、ヨーロッパのエマージング・ヨーロッパで見ると一〇〇であります。横ばいというか、リーマンショックの直前に戻った。それに対して、日本を含む先進国は九六、まだちょっと足りない。したがって、アジアはもうリーマンショック前よりも三割高くなっているということになるわけであり

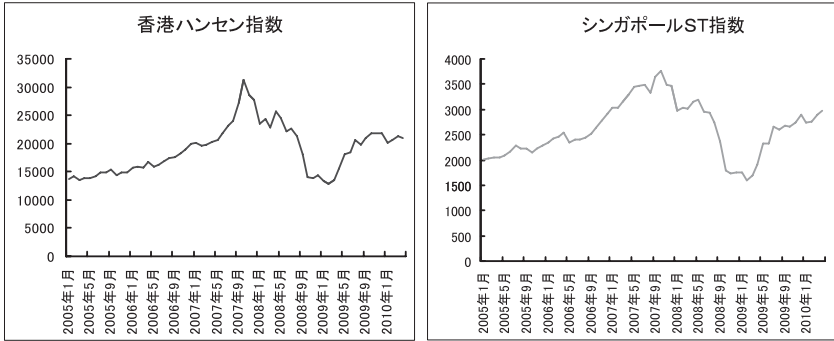
ますし、同じようにアジアへの資金の流入、それから、エクイティ・ファイナンスの状況、その他のさまざまなデータを見ても、明らかにアジアが極めて好調だということは言えるわけであります。

P E Rで見えていきますと、アジア全体が一七というところです。インドが一、中国が二八というのが直近の状況になっています。ただ、これが高いか低いか、P E Rの絶対水準はどがいいのかというのはなかなか難しいところでありますが、中国は二〇〇七年のピークのときは、P E Rが七〇でありましたし、インドは二八、アジア全体で一五ぐらいということです。

(2) アジア各国の株式市場の動向

そういう中で、エクイティ市場をもう少しブレイクダウンして見てみたいと思うんですが、や

図表4-1 アジア諸国の株式市場の動向(香港・シンガポール)

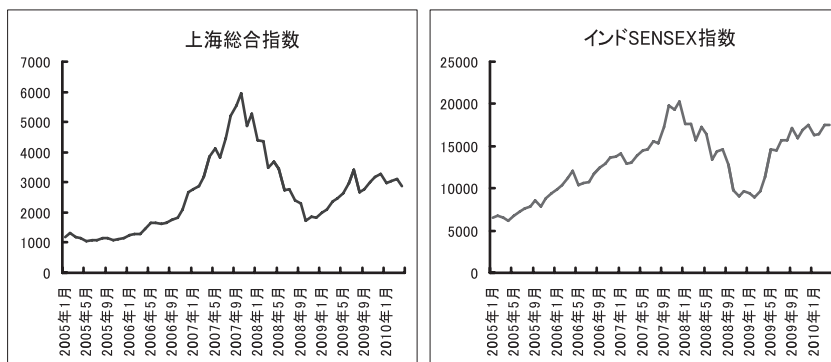


(Bloombergデータより大和総研作成(2点共に))

はリエクイティのほうがデットよりもリーマンショックの影響は大きかったということで、このように半分から三分の一ぐらいまでになってしまった、インドネシア、フィリピンはもっと下がってしまった。ただし、このところ急回復しているわけでありまして、そこからまた倍ぐらいが上がってきた。そして、投資も多くなっているけれども、何が要因かと言えば、かなり強烈な景気刺激策による实体经济が回復してきたということと金融緩和に多分尽きるんだろうと思います。(図表4-1)、(図表4-2)、(図表4-3)を参照してください。

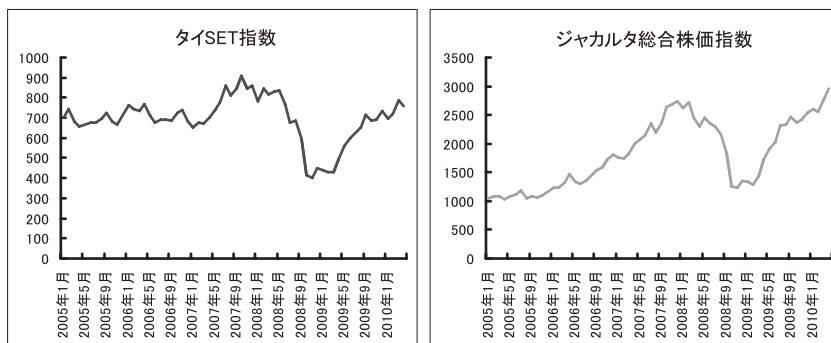
それと、もう一つよく言うのが、中国なんかも盛んに使う言葉ですが、基数効果とかベースライン効果、要するに、比較になる二〇〇九年後半が余りに低いので、それから見ると物すごく高くなったように見えるけれども、それだけで高い高

図表4-2 アジア諸国の株式市場の動向(上海・インド)



(Bloombergデータより大和総研作成(2点共に))

図表4-3 アジア諸国の株式市場の動向(タイ・ジャカルタ)



(Bloombergデータより大和総研作成(2点共に))

いというのは問題ではないかということも言われているわけであります。ただ、四月下旬ぐらいからマーケットの株価水準そのものはやや低調だということとは言えると思います。

これは特に上海のマーケットなんかにそれが顕著だと思うんですが、理由として二つ考えられて、何といっても、一つは、中国が引き締めに入っていくのではないか。後ほども申し上げるバブル懸念とかインフレ懸念とかある中で、中国がこれから利上げという形で行くのか、いずれにしてもマネーサプライを絞っていくという方向に行くのではないかという懸念が一つ。

それから、もう一つは、ギリシャに端を発する第二リーマンショックじゃありませんが、これほどの程度影響するのか、ちょっと模様眺めをしたいということもあって、特に中国の株式市場は、このところやや低調ということでは言えると思います。

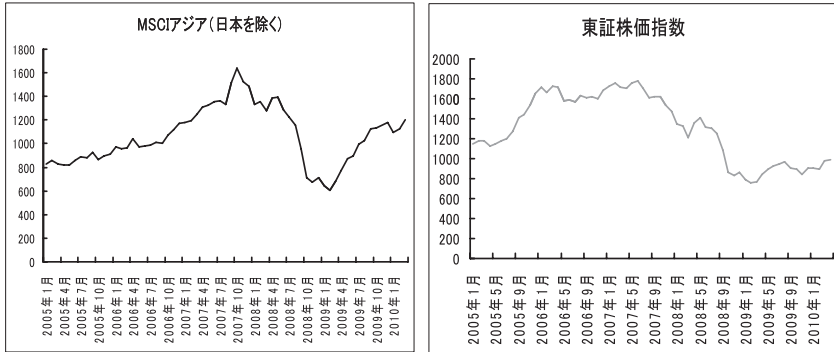
す。

(3) アジアと日本の株価比較

ほかの個別の国々もお手元にはあると思いますけれども、全体で見るとは、図表5に示していますように、日本を除くアジアと東証株価指数を比較していただければ一番はつきりするわけでありまして、リーマンショック前の上昇が日本はなかったわけです。そのかわりドーンと下がる。下がるときは日本も下がったわけでありますが、そこからがただらだらというのが日本のマーケット、御高承のとおりであります。

それに対して、アジアの場合は急回復してきて、V字型になっています。ただ、今年明け以降、ちょっとだれているというのが直近の状況であらうかと思います。

図表5 日本を除くアジアと東証株価指数の比較



(Bloombergデータより大和総研作成(2点共に))

IV 債券市場

(1) アジアの債券市場も急速に回復

次にボンドのほうは、最初にも書きましたように、当然ながらリーマンショックのさまざまな影響は受けたわけですが、これも回復はかなり早かった。リーマンショック前後のスプレッドを見ますと、例えば図表6に示していますように、これは、中期ゾーンの大体五年ぐらいのA Aの社債と国債のスプレッドで見た場合に、中国一三〇、マレーシア八〇等々非常に拡大したんですが、これはほぼ一年前のデータですので、直近はもっとこれがタイト化している。去年の暮れぐらいからは、おおむねリーマンショック前のクレジットレベルに戻ってきていると言われております。つまり、債券のほうもほぼ回復している。

図表6 アジア諸国の民間債のスプレッドの推移

	中国	マレーシア	韓国	タイ
2008年9月	130	80	170	100
2009年6月	110	50	80	70

(アジア開発銀行(ADB)データより)

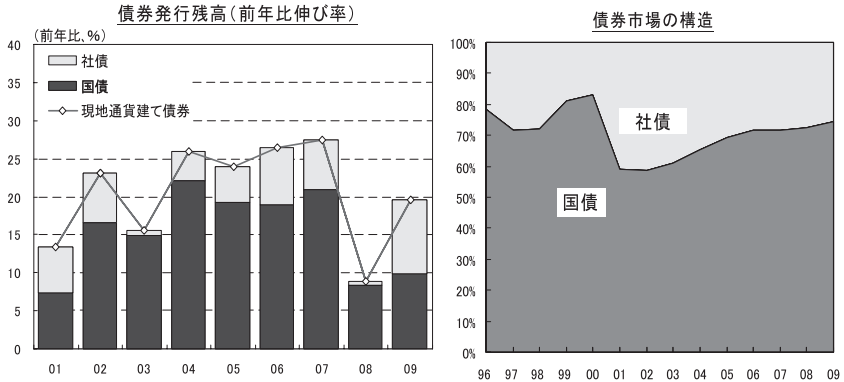
(2) アジアの債券の発行残高と構造

図表7は、昨年の債券の発行残高と構造ですが、リーマンショックのこの年激減したものが急回復しているということが一つと、もともとABMIが始まるころのアジアというのは、国債の比重が圧倒的に高かったわけです。例えば、○三年などはほとんど国債という状況だった。それが昨年はほぼ半々に近いぐらい。半々までは行きませんけれども、かなり社債というものがウエートを高めてきている。社債市場もそれなりの発展を遂げてきているということが、まずここで言えると思います。

(3) アジアと日本の債券市場の比較

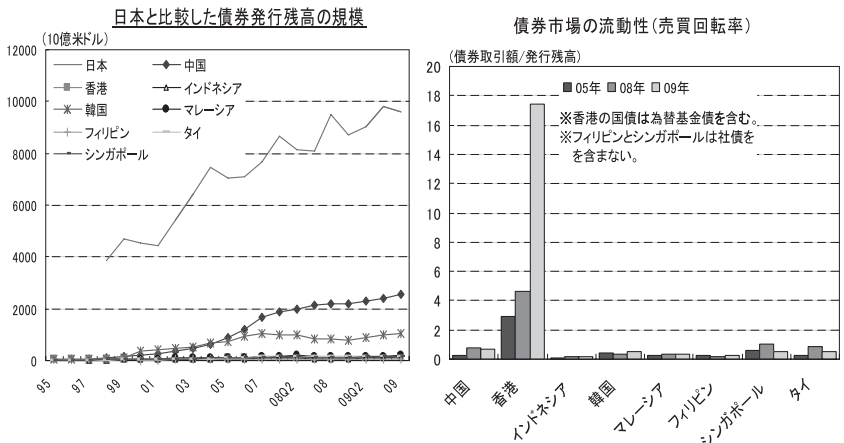
それから、図表8は、日本と比較した場合の規模なのでありますが、これは圧倒的に日本が大きいわけです。ただ、これは例の巨額の国債がある

図表7 アジアの債券の発行残高と構造



(Bloomberg データより大和総研作成 (2点共に))

図表8 アジアと日本の債券市場の比較



(Bloomberg データより大和総研作成 (2点共に))

ものですから、日本を参考にしていいかどうかというところはやや議論があるとは思いますが。そう
いう中で、アジアの諸国で見ると、中国が債券市場も伸びている。一般的に中国というと、株式市場ばかり頭に浮かぶわけですが、実は債券市場もかなり堅調に伸びてきているし、韓国もちょっと横ばい基調ではあるものの、水準そのものはかなり高くなっているということが言えるわけであります。

ただ、流動性についていきますと、これは発行残高と売買高を比較したものでありますが、ある種の回転率と考えるといいと思います。香港は〇九年、為替基金債という、ちょっと特殊なのを出しています。水準的に見ると香港はまああの回転率がある。しかし、この中だとせいぜい中国とシンガポール、韓国でしょうか、ほかはどうもアジアの大半の国は、債券市場のセカンダリーで、

どうのこうのというレベルにはまだ至っていない
ということが言えると思います。

(4) スプレッドもほぼ正常化

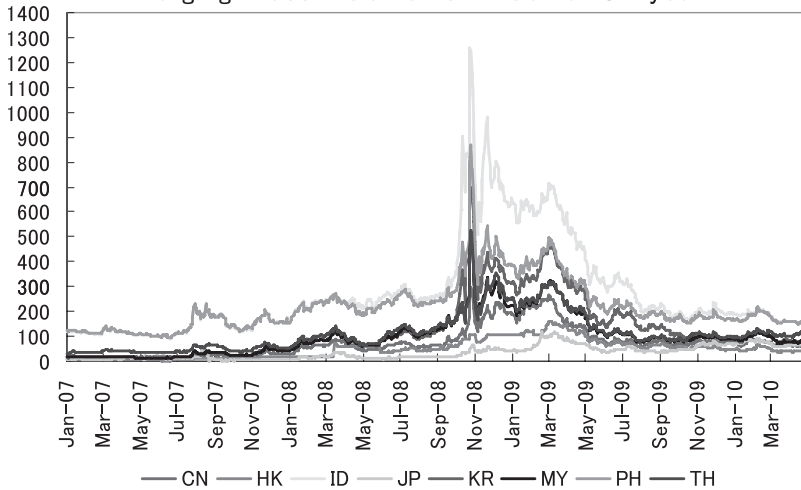
先ほどスプレッドの話をいたしましたが、図表9に示しましたように、四月までなんですが、CDSの五年のスプレッドで見えていきますと、もう細かく申すまでもなく、この絵の示すとおり、スプレッドは、このように急速に縮んできて、リーマンショックがこの辺ですから、今はむしろパリバショック前ぐらいの水準に戻ってきて、このクレジットレベル自体はほとんど正常になったと言えると思います。

(5) アジアの現地通貨建債券の発行状況

発行のところに戻ってみますと、昨年のファースト・クォーターに、現地通貨建てのいわゆる

図表9 アジア諸国のスプレッドの推移

Emerging East Asia CDS — Senior 5—year



(ADB Asian Bonds Online)

ローカル・カレンシー・ボンド、LCBと呼ばれるものの発行は急回復しておりますし、これは国債、社債両方がふえたことです。ここにありますように、〇八年に比べると、〇九年に倍以上になる。先ほどグラフでござんいただいたとおりです。ただ、主要な発行者は引き続き限られております。つまり、巨大なインフラ関連、もともと国営企業だったような会社あるいは銀行、エネルギー。要するに、一部の大企業のセクターにかなり限定されているということが特徴だと言えると思います。

(6) アジアの民間部門の起債状況

ここにありますように、そうは言っても、民間部門の起債というものが社債市場拡大の大きな原動力になっている。現状、空売り規制等まだ規制は相当行われておりまして、早くこの規制が解除

されないかというのをマーケット関係者はみんな言っているわけであります。ただ、中長期的な対応として、やはり何といってもA B M Iを早く拡充することが重要であります。

あと、ついこの間ではありますが、七億ドルの社債に対する保証基金、日本が二億ドル出しているんですが、これは五月二日にA S E A Nプラス3の財務相会議でこれを決定しておりますので、この社債を出した場合に、七億ドルが保証原資になるということで、域内の社債発行をさらにてこ入れしようというものであります。そして、今年の夏には債券市場フォーラムを設ける方向で、域内各国ともいろいろ歩を進めているところであります。

(7) アジア債券市場の課題

そういう中で、アジア債券市場の課題は何だろ

うかということ考えたときに、これは先ほど申し上げたA B M Iでもロードマップを具体的に書き、個別項目について、具体的なワーキンググループも長年、何度も組成されております、推進しております。

ここでは七つほど挙げておりますが、まず国際的な監督や監視体制の整備とか、規制はやはり各国ごとに少しずつ違う。これをどうやってハーモナイズしていくかという問題。それから、リスクをどう評価して、どう管理していくかというリスク対応。そしてアジア域内の基準の共通化、そして、各国相互、進展ぐあい、あるいは課題がどうかというレビューを継続的にしていく必要がある。そして、ドル建てはまだしもいいんですが、域内のローカル・カレンシーのボンド市場の流動性を高めなきゃいけない。そのために、いかにバリエーションとオフバランス会計を整備するかと

いう、テクニカルだけれども、重要な問題がある。そして、クロスボーダーの金融サービスを、まあ意識しているのは欧米の巨大金融機関がまず念頭にあるわけでありますが、資本が急速に入って急速に出ていくという、かつてのアジア通貨危機のようなことが事前にちゃんと予知できる、あるいは過度に投機的な動きがないように、どうやって透明にしていくのかというもの、これはかなり政治的な問題でもあろうかと思います。

それから、いわゆる実体経済と金融部門は切り離せないんですが、ちょっと景気が悪くなったから、急に金融が締まる、緩む、逆というような、ここをもう少し緩和する激変緩和的な政策措置はできないものか。それから、もう一つ、銀行からお金が出なくなったときに、換金性のある債券市場をどうやってつくっていくのかという、どこの国も多かれ少なかれこういう問題を持っています

けれども、特にアジアにおいてはこれが大きな課題となっていて、ABMIではこれらのことを含めた対応が急がれているということになるわけがあります。

そういう中で、六、七年前から大きな進展がないのは、実は投資家層です。投資家はどうしてもあまり育ってない。機関投資家があり大きいのがいない。個人はボンドをあまり積極的には買わないという、この投資家の部門、お金の出し手の部分について大きな課題がまだ残っていると思います。年金とか保険のような大きなファンドも、ボンドに関しては、国債ばかり買って、なかなか社債を買ってくれないという問題がありますし、ましてや個人は債券というものになかなか手が出ない。債券はわかりにくい、難しいという意識は非常に強いようであります。

日本でも投資教育というと、株式の投資教育と

いうのはよくやるんですが、債券というのとはなかなかわかりにくいという投資家の皆さんの反応が非常に強うございます。大学でいろんな講義をしていても、株式の話はわかるんだけど、つまり、株は価値が上がれば値段が上がるという関係なんです、債券のほう、特に債券価格と利回りの関係がひっくり返るというところがなかなかぴんとこない人が多くて、それで嫌になっちゃうみたいなどころがあるわけです。そういうこともあって、どうやって投資家を増やしていくか。

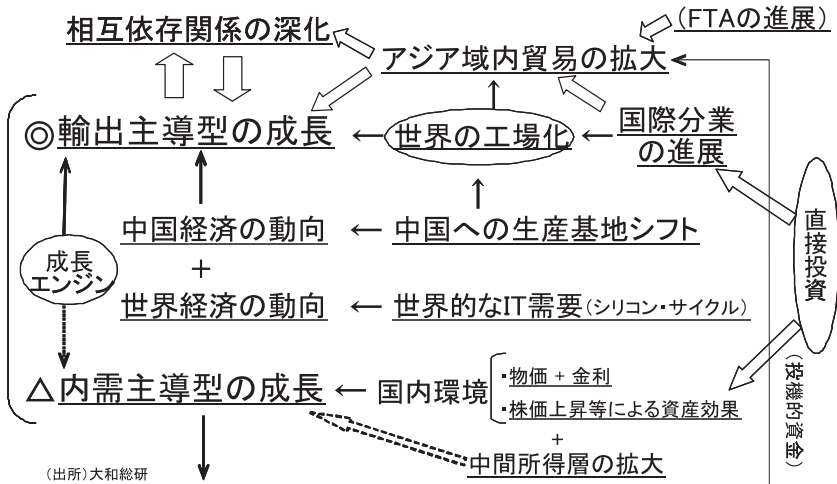
それから、もう一つは、債券を含む証券市場よりも銀行への依存度が大きいし、また、証券市場だとエクイティのほうに依存度が高いんだという現状があります。この辺をどうやって改善していくか。一つは、金融市場がしっかりしている。価格発見機能というのは、流動性が高くてフェアであるということです。それから、域外からの資金

がやたら巨額なものが入ってきて、また巨額なものが出ていくというような不確実性をなるべく低める。それから、これは当然のことですけれども、持続的な経済発展ということが重要ですが、先ほど申し上げたように、もつと多様な機関投資家の育成というものが必要である、ということが言われるわけであります。

(8) アジア経済の成長フレームワーク(図表10)

これは一つのイメージ図にすぎません。別にこれがすべてということじゃないわけでありまして。ただ、相関関係で見ると、輸出主導の成長と、もう一つ、内需主導の成長というのを対極に置いた場合に、従前のアジアは、明らかに輸出主導型で行っているわけです。今、こっちもやらなければいけないということになるわけですが、輸出主導の場合、幾ら内需、内需と言っても、すぐ

図表10 アジア経済の成長フレームワーク



に内需に転換できるわけじゃありませんので、当面はやはり輸出主導型が続くんだろう。ということになると、今や世界の工場となった中国経済が非常に大きな意味を持つてくる。

そうすると、これに対してどういう形でお金を回していくか。これはどれがどうということじゃなくて、右回りでもあるし、逆に左回りでもあるわけです。いろんな絵が描けると思うんですが、このような相関関係にあるんだろうなという一つの絵であります。

V 各国の概況

改めてこの三月に発表されました各国の概況を見てみると、図表11のとおりでありまして、二〇〇九年に比べると、すべてのエリアで二〇一〇年よりも成長率は高くなっている。特にこの中でも

図表11 各国の概況

(ADB 2010年3月発表)

(%)

	2008年	2009年	2010年(予)	2011年(予)
中国	9.6	8.7	9.6	9.1
インド	6.7	7.2	8.2	8.7
インドネシア	6.0	4.5	5.5	6.0
韓国	2.3	0.2	5.2	4.6
マレーシア	4.6	▲1.7	5.3	5.0
フィリピン	3.8	0.9	3.8	4.6
タイ	2.5	▲2.3	4.0	4.5
ベトナム	6.2	5.3	6.5	6.8
全アジア	6.6	5.2	7.5	7.3

顕著なのは、中国、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、タイもそうなんですが、タイはご案内のとおり、よく見えません。よく見えないうのは、今のあのような政治的な混乱が続くと、いろんな試算があるんですが、GDPを二％ぐらいもう既に下げてしまっているのではないかという想定をするアジアのシンクタンクもあります。ですから、今後のタイはちょっと気がかりなところではあります。

Ⅵ 気になる中国は？

(1) 急回復している経済

次に、「気になる中国は？」ということなんですが、ここにも書きましたように、グローバルな危機からいち早く、またV字型の非常に強い回復を見せておりまして、かつ今年は、政府の通年の

八%という目標を大きく上回っています。先般発表された今年の第1四半期の成長率というのは、前年同期で約一二%増。昨年の第4クオーターが一%弱ですから、それを一%以上上回るスピードで大きく成長している。その内訳を見ると、工業生産は約二〇%伸びている。

次に、やや気になるところが固定資産投資です。これが、中国は政策目標は二〇%というのを打ち立てているんですが、実績としては二五・六%伸びている。実は昨年の同期は、これが二九%ほどでしたので、それに比べると、伸び率そのものは少し弱まっているとはいえ、依然二五%を超える、政策目標の二〇%をはるかに超える伸びというのはちょっと気になるところではあります。

次に、社会消費品、日本で言ういろんな耐久消費財等々を含めた小売が一八%増で、政策目標一五%増にもかかわらず、それを上回って大変好調

なんです。特に車は七二%増とめちゃくちゃ伸びているという感じであります。

CPI、消費者物価であります。二・二%。政策目標は三%だから、二・二%ならまだ十分許容範囲でしょうと言っていたのは、これは三月の発表なんですね。ところが、ついこの間発表された四月の数字を見ると二・八%になっています。

第1クオーターは二・二でありましたが、四月は二・八と、喫水線ぎりぎりにまで物価は上がってきている。CPIが上昇基調というのは一年半ぶり、一八カ月ぶりぐらいです。そうなってくると、先ほどの固定資産の投資でありますとか、あるいは消費の伸びでありますとか、そこへもってきてCPIが三%に近づいてくるというこのことから見ても、そろそろ引き締めが来るのかなという予感させるわけであります。

それから、貿易収支の黒字は激減しています。

三月は赤字でした。四月はちょっと黒字になりましたけれども、貿易収支はひとところほど極端なこととはなくなっている。

個人所得は、農民が一割ぐらい伸びて、都市部が七〇八%伸びているということなのですが、ここに書きましたように、実はこれだけ差があるわけです。月収が農民が一八一四元といいますと、今一元って大体一四〇一五円ぐらいですので、月収が二万七〇〇〇八〇〇〇円、都市部で八万円ぐらいというのが今の平均的な姿。具体的に言うと、北京の中央政府の公務員で四二〇四三歳の方というのは、日本で言えば、昔で言う国家公務員上級職に合格しているエリート官僚が、年収で大体二〇〇万円ぐらいと言われている。

これはやや余談になりますが、御夫婦で働いていて、二人ともエリート官僚だとしても、両方合わせて五〇〇万円になるかならないかの年収で、

一人っ子政策ではありますけれども、それでベンツとかBMWとかレクサスとか、町なかにそういう車がいっぱい走っているわけです。全部が全部社有車ではなくて、個人の持っているのがいっぱいある。世帯収入五〇〇万で、どうやってベンツとかBMWとかレクサスを買うんだろうというのが不思議に思います。

恐らく皆さんは中国へ何度も行っておられるんだと思うんですが、私が初めて万里の長城へ行ったのが、今から二五〇二六年前だったんですけれども、当時は北京から万里の長城へ、下の道をずっと行って、途中から山道を未舗装のところも含めて、がたがた道を行ってようやく着いた。万里の長城は、当時写真でしか見たことがありませんでしたので、平たんだと思ったら、とんでもない坂で、あれを上るのに、翌日、足腰立たないぐらいの思いをした記憶があるんですが、今はそこ

まで高速道路がビュッと通っています。しかし、私が行きましたのは五月のゴールデンウィークということもあって、つい二週間ほど前ですが、高速道路ができる前よりも大渋滞で、時間がかかるんですね。ただ、万里の長城へ着くと楽なのは、私が大汗かいて上りおりしたところは、ロープウエーでビュッと行っちゃうんです。この四半世紀の変化というのはすごいなと思いました。が、万里の長城の近くの家々を見ると、月収一八一四元の実感はいたします。

あと明の十三稜とかいろんな名勝があります。が、そこへ向かう一般道で渋滞のときに見るともなく見ていると、ドライフルーツを売っている農家の人がいっぱいいるわけです。こういうところでドライフルーツを売っても、買う人がいるのかと思うと、渋滞の一時間ぐらい眺めていましたけれども、そこのおばさんは寝ているだけで、だ

れも客は来ないんですね。なるほど収入は先ほど申し上げたレベルなのだろうなという気はするわけです。ただ、そのドライフルーツのお菓子はなかなかおいしいと思います。

(2) バブル懸念は？

問題は、バブルがどうかというところであります。これは大変気になるところです。

まず、金融面から見ると、三月のマネーサプライ、M2で見えますと、これが実に前年同月比で二三%ふえているんです。政策目標は一七%の信用拡大を限度としているというにもかかわらず、これはもう明らかに——政策目標の一七%でもかなりなもので、成長率を八%から九%を見通している、マネーサプライ一七%というのかなりむちゃな話だと思うんですが、ましてや実績は二三%ぐらいふえてしまっているという状況に

あります。

先ほどごらんいただいたように、固定資産投資というのはややスローダウンをしたとはいえ、やはり二六%という水準になっている。特に上海とか北京とか都市部の不動産開発投資は、三五%ふえちゃっているわけでありまして。特に今年に入つて二月～三月の不動産の取引量というのは物すごい伸びでありまして、上海はプラス二五二%ですから、三・五倍です。北京もプラス一九〇%、深圳が一〇七%というふうに、今年に入つて急に不動産取引がふえている。

例えば、北京の新築のマンションでも、住宅平均ですけれども、一平米二万元ということは、日本流に一坪ということにすると、大体一〇〇万円ぐらい。一二万元を三〇万として、その三・三倍ですから、一〇〇平米のマンションの値段が数千万円ということになるわけです。前年同期比八

〇〇元、四割新築価格が上がっている。

それから、後ほどちょっと触れますが、「中国版ハワイ」と言われている海南島に至つては、海口という北のほうの首都が、前年同期比で六五%、リゾート地域の三亜が五八%。いずれにしても、六割という異常な値上がりを示しているという状況になっております。

先ほど見ましたように、CPIは落ちついていると言えは落ちついているけど、やはりじりじりと上がってきている。ただ、政府は比較的樂觀しているところがあつて、ガソリン価格を四%ほど、この四月に引き上げたりしている。ただし、いずれにしても、全般としてはかなりバブル懸念はあると言わざるを得ないんじゃないか。

このバブルをやつつけるためにどうしたらいいかという、いろんなアイデアが語られるわけです。一つは、これだけで専門家の方から随分いろ

んなお話があるんだろうと思いますが、人民元の切り上げ問題、これは今月中でまた会議があつて、そこで何かの進展が見られるんじゃないかとも言われておりますが、この人民元を切り上げるべきかどうかということについては、実は中国の中でもかなり意見が割れている感じがいたしました。基調としては、やっぱり上げるべきだろうという意見が多いわけですが、人民元を切り上げたからといって、過剰流動性がすぐ解決がつくわけじゃないだろうという意見も根強い。

それから、もう一つは、プラザ合意以降の日本のひどいさまを他山の石として、中国が同じような目に遭わないように、プラザ合意以降、バブル崩壊に至る日本の歴史を徹底的に研究しています。同時に今、ドイツの研究が非常に盛んで、プラザ合意で同じように当時のドイツマルクもかなり切り上げられたのに、日本で見られるようなひ

どい崩壊はなかった。それはなぜなんだろうか。つまり、中国の認識からすると、日本は極端なバブルを呼んだ後、急速なバブル崩壊、その後一〇年以上に及ぶ低迷という悲劇のシナリオを書かれてしまったけれども、ドイツはそこまでひどくなかったではないか。どこに違いがあるんだ。もし中国がやるとすれば、ドイツ流のやり方にヒントがあるのではないかという研究をいろいろしているようであります。

それともう一つ、中国の国内の過剰流動性の問題というのは、実は中国の銀行の預貸率が七割行っていない。日本より低い。六十数%のはずなんです。ですから、それだけお金の貸し出し先がないという中で、かなりの貸し出し競争が行われている現状にある。一方で、貸し出し先が余らないということはないんですけれども、もっと正確に言うと、貸し出すお金よりもっと貯金され

ちゃっているという現状があるわけです。銀行から見ると、運用するお金よりもはるかに大きなお金が預けられてしまっている。貯金者、預金者の預金が多いということなのですが、それはなぜか。

これも諸説あるわけですが、一番大きい理由は、一人っ子政策だろうと言われております。一人っ子政策というのは一九七九年に始まっているので、その最初に生まれた子どもたちというのは、今年三一歳になるわけです。農村部と都会部では大分違いますけれども、中国の結婚の平均年齢というのが、男性で大体三一―三二歳、女性で二九歳ぐらいと言われております。一人っ子政策の一番大きい世代の人たちが結婚年齢になってきている。

そうすると、真っ先に直面するのは、夫婦二人で四人の面倒を見なきゃいけないという現状なわ

けであります。つまり、三一歳ぐらいですと、親の年というのは六〇代半ばから七〇ぐらい。まだ中国の平均寿命というのは七四―七五歳だったと思いますから、ありていにいけば、あと一〇年は生きるぐらいの年の親がいる。カップル合わせて二人だけど、カップルの親は四人いて、中国の年金とか保険はまだまだ整備されておりませんから、結局自分たちが面倒を見ていかなきゃいけない。医療保険も日本のようなわけにはまいりません。そうすると、勢いその防衛のためには貯蓄せざるを得ないというのがどうも、預貸率が低いというよりも、貯蓄過剰になっている原因があるのではないかという分析があるわけであります。

そういう状況の中で、お金がどんどん余っていくのと同時に、もう一つは、御案内のとおり中国は、世界で一番外貨準備を積み上げているわけです。一般的には、いわゆる中央銀行の不胎化政策

によって、ある程度のところまではトレードオフの関係になって、通常は過剰流動性が発生しないようにするわけですが、中国の場合は、どうも民間の銀行の中の資金の仲介機能というのは、そんなに円滑にいかないという部分もこれありで、不胎化が十分効いてない。不胎化が効いている部分というのは、全体の六割行くか行かないかではないか。四割ぐらいは不胎化できてないのではないかという分析もあります。つまり、外貨準備がそのままほとんど国内の過剰流動性に直結してしまうというところがあるとも言われております。

結局、その部分を解決するためには、金融引き締め策と人民元の切り上げの合わせわざだろうというのが多分、中国の今の多数説というか、一番有力説なんじゃないかと思います。ただ、中国の場合は金利政策というよりも、金融政策につい

ては指導というのが非常に効くわけです。かつての日本の不動産貸し出しの総量規制とかございましたけれども、もっと強力な窓口規制的なもののほうが金利規制よりも効く。というのは、さっき申し上げたように、民間金融機関の中の金融の波及経路というのが必ずしもスムーズではないので、金利の上げ下げとかそういうことよりも、直接的にお金の蛇口を絞るか緩めるかという政策のほうが、効果が早く、かつ確実に効くと言われております。

そうしますと、そういう意味での金融政策を一部、そして人民元の切り上げを一部、両者合わせてというのが、今中国政府の一番考えているシナリオじゃないかなという気はいたします。人民元を切り上げても、こればかりは政治的ないろんなことがありますので、理屈ではない世界ですが、まあ多分四〇五〇というのが恐らく中国の識者

で、かつ政治力のある人たちも考えているレンジではないのかなという気がいたします。

ちなみに、細かい話ですけども、中国中央政府はもう既に引き締め策に入っていてまして、特に不動産に関しては、最初に買うときの頭金の比率を徐々に上げていく。あるいは、二軒目からは原則として住宅ローンを供与しないと、三軒目からだったら、住宅ローンは一切供与しないから、全額自分のお金で買いたさうとか、不動産保有税をかけるとかいろんな、税の面とローンの面と買いかつという面とで、特に三月以降は急速な締めには入っております。ですから、不動産のほうは、感じとしては、恐らく今月ぐらいから少しずつ落ちついてくるんじゃないかというふうには見えております。

(3) 海南島のインフラ整備見て歩記

次に、海南島のインフラ整備というところなんです。これは、今年の二月になぜ行ったかといいますと、実は中国で今、金融としてはこれから非常に盛んになるものは、インフラ関係のファイナンスと、もう一つはマイクロファイナンスであるというふうな中国の人たちは言っています。

マイクロファイナンスといっても、グラミン銀行が有名であります。ああいうものもそうですけれども、村鎮銀行、「村鎮」とか「郷鎮」とか言っていますが、日本で言えば漁協、農協の金融部門とか、信用組合、大きくても信用金庫、ああいった形の、村々にある、地域と同業者同士の相互扶助的な金融機関が、これからは非常に大きな意味を持つてくるんじゃないかと言われています。

そういうものを象徴している場所が海南島なん

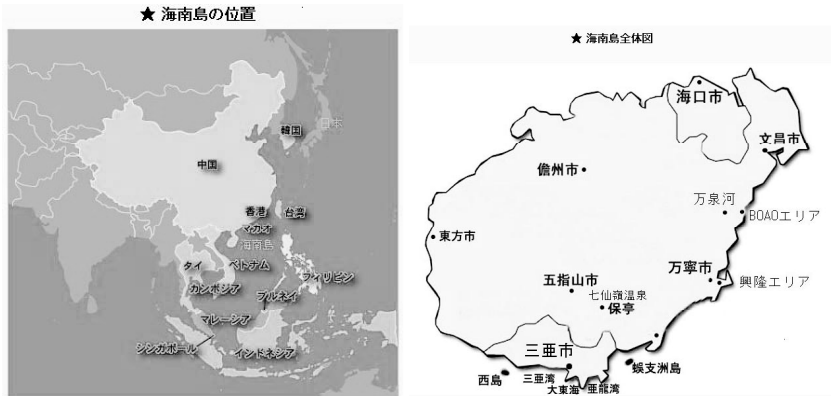
だということ、海南島と一緒に行ってくれということを知り合いの中国人から言われました。時あたかも二月の半ばという春節のど真ん中に香港経由で行ってきたんですが、すごい民族の大移動ですね。

本当に鳥かごを飛行機に乗つけようとして、鳥かごの中に鳥が入っているんですよ、それを助手席に乗せるんだと言って、だめだと係員とやり合っている、昔の「Raiders of the Lost Ark」とか、ハリソン・フォードの出てくる映画、あんなシーンが海南島だとまだ繰り返し広げられて、おもしろいかなって思っただけです。中国の経済全体で見ても、省レベルでは下から四番目ですし、人口も八六〇万人と非常に少ない。下位の四位です。一人当たりのGDPは全国平均の七割ぐらいで、農業、漁業のウエートが高くて、工業の比重が低い。

「海南島」と言うと、ついつい島というふうにもちろん「島」という名前がついているわけですが、図表12をご覧くださいとおわかりいただけれると思うんですが、これが九州です。これが海南島です。大体九州と同じぐらいです。四国よりもずっと大きいです。ですから、「海南島」と一言で「島」と言っても、立派な国ぐらいの大きさはあるんです。

この海口というところが省都なので、この海口の空港から、ここあたりを大体回ってきたんですが、日本でもひとところゴルフ場のリゾート建設なんかでブームになったのは、ここ三亚、これが南のリゾートです。さっき申し上げた海口とか三亚の土地の値上がり率が一番高かったと言われているわけですが、中国政府が「海南島を中国のハワイにする」という計画をぶち上げたものから、それで急に投資マネーがバッシュと入ってき

図表12 海南島の地図



海口職工国際旅行社HPより(2点共に)

たというところはある。

これは実は結構古く歴史がありまして、有名な蘇東坡という宋代の詩人がいましたが、彼が王安石の官僚改革に盾突いて、左遷に左遷されて、最後は海南島まで流されてきた。ようやく許されて都に帰る途上、有名な「青山一髪是中原」のフレーズという詩を詠んだ。彼はとうとう都の土を踏むことなく亡くなるんですけれども、当時から言えば絶海の島です。

しかも、ここで見ていただくように、隣はもうベトナムです。ベトナムのカルチャーというのが、こういうところには相当入っています。宋家の三姉妹、宋美齡、宋慶齡等三姉妹が、孫文の奥さんになったり、蒋介石の奥さんになって有名ですが、宋家の出身地はこの海南島だということもあります。実は、海口からこっちのほうに鉄道が走っている。この鉄道をよく作ったなと思った

図表13 海南島と北京の風景

【海南島】



【北京】



(3点共に著者撮影)

ら、日本が戦前作った鉄道だ。それを現在でも一部使っています。

海口の町並みは、中国の普通の中堅の都会と余り変わらないわけですが、この辺の港湾開発の現状を見てくれと言われて、行ったんですね(図表13)。その港湾の写真が、携帯の写メでやったので、ちょっとピントがぼけていて恐縮なんです。これは全部木造船です。これは何で傾いているかという、ここは干潟なんですね。ですから、ふだんはこの辺まで水があるときは船は浮かんでいるんですが、潮が引いちゃったので傾いている。そういう珍しい、日本じゃ余り見れない風景です。

これは何かというと、タクシーです。東南アジアにありますよね、原チャリの横つちにリヤカーみたいなのをくつつけて、これが一番メインのタクシーで、これは漁港です。この日は春節で

休みなので魚が揚がっていませんが、ここに水揚げして競りをするという設備です。これが海南島の風景であります。

田園の風景を写しませんでした、この山側のほうに行くと塩田が広がります。なぜかという、畑作をやるよりも、塩を売ったほうがまだ金になるということなんだそうです。その途中、春節なのに葬儀の一隊に遭遇したり、いろんな経験をしましたけれども、街じゅう黒豚であふれ返っているんです。犬や猫がいなくて、豚ばかり。それをどうやって夕方連れ帰るのか不思議でしょうがないんですけれども、昼間は放し飼いにしている。それを夕方みんな連れて戻って、もちろん食べるためなんです。

そういうまちの風景で、ひよつと見ると、畑とか水田とか、そこに水牛が何頭もいて、黒豚がちょろちょろするところに、大きな橋げた

の道路工事みたいなのが物すごい勢いで行われているので、「これは何ですか」と聞いてみると、「あれは新幹線の工事をしているんだ」。これだとあと三年ぐらいたつたらできるんだろうなと、「三年後ぐらい完成ですか」と聞くと、えつという顔して、「いや、年末にできます」。すごいスピードなんです。しかも、その新幹線はどこを通るかという、この海口から三亜に至ることを、今八時間半ぐらいらしいんですが、一時間半で結ぶと言っていました。これは平たんに見えますが、この辺はかなり峻険な山です。少数民族が住んでいるところですが、海口からこういうエリアで、その新幹線が年末にできちゃうと言うわけです。

海口と大阪の関空は、去年までは中国南方航空が直行便を飛ばしていました。このあたりが新幹線で結ばれるということになると、日本からも相

当たくさん人が行くんじゃないかと思えます。このあたりは、海岸というか、棧橋から見ると、浅瀬に変な丸っこい石みたいなのがいっぱい落ちてるので、これは何が落ちているのかなと思って聞いてみると、石ではなくて、それが動くんです。何だろうなと思うと、全部カブトガニなんです。直径五〇センチぐらいの巨大なカブトガニがいっぱいいる。

この港湾整備をするというので、こんなカブトガニがいっぱい生息するところを、しゅんせつしちゃったら大変じゃないかと言うと、多分一九六〇年代の日本人も同じ答えをしたんでしょうね。

「カブトガニよりも港のほうが大事だ。カブトガニは食べれるけど、そんなにおいしくない。別に埋めても構わないんだ」。エコとかなんとかいうのは、地元の人の意識には恐らくまだないんでしょうね。ただ、急速にそれは広がっていくんだ

と思います。いずれにしても、この海口からわずかこのくらいの距離が、不潔で臭いトイレが当たり前なのに、新幹線が年末にもできる。そういう中国の発展のスピードというものを目の当たりにさせられる感じがいました。

(4) 北京の証券業者の思いと悩み

業者の話でまず驚いたのは、ある証券会社の社長は、中国证券监督管理委员会から出向しているんです。社長が出向しているって、これはなかなかない。役所から出向してということは、理屈の上から言えば、戻る可能性あり得べしなんです。とにかく証券業の経営者は公人（おおよけびと）なんだという位置づけは、私どもが思っている以上に強いなと思いました。

それから、次に「現代版科挙」と書きましたけれども、もちろん日本でも外務員試験とか内部管

理者試験とかあるわけですが、中国の場合は、それはそれとして、まず、日本で言えば課長になるのに試験が要る。部長になるにも昇格試験が要る。支店長になるためにも試験がある。そして、社長になるため、まず役員登用試験に受からなければ役員になれないし、したがって社長にもならない。その社長に聞いたのは、「あなたは受けたんですか」、「もちろん受けました」。ただ、若いうちは割と実務的な、日本で言えば取引所規則とか協会ルールとか、細かいそういうレベルの話が多いんだけど、役員昇格試験とかになつてくると、会社法とかガバナンスとか会計原則とか、そういう話になっていくという中身の違いは言っていました。

ただ、「例えばそこで、もし支店長昇格試験に落っこっちゃったらどうなるんですか」と言ったら、「ああ、それはクビです」、「えっ？ そのま

ま会社にいれないんですか」、「いやいや、そんなことなくても、人はいっぱいいるから、試験に落ちた人はみんなクビです」。日本語の上手な社長さんでしたけれども、いとも簡単にそう言っていました。

もう一つ、より深刻な問題として、ここにも書いておきましたように、中国も、高齢化社会が非常に急速に進んでいくわけです。かつ、先ほど申しましたように一人っ子でありますから、これは大変深刻です。だれも面倒を見てくれない。そうすると、やはり年金に頼りたいんだけど、これが整備されてない。幾ら中国の金利が日本に比べると高いとはいったって、物価上昇率も高いわけですから、リスク投資というのは絶対不可欠なので、そこに証券会社が株式等エクイティ商品を推めたいし、やりたい。

しかしながら、ここに書いたように、歩合制外

務員が主体ということもあって、実は勧誘に非常に問題がある。それから、正直、いろんな試験を受けたら研修とかやっているんだけど、どうしてもまだ情報管理という点に問題がある。かつ、「バリユエーションなんかで投資しません。フィーリングで投資します」という投資家を相手にしている。同時に、そもそもデイスクロージャーがきっちり行われているのか、上場会社のガバナンスがちゃんとしているのか、コンプライアンスの意識は十分か、この辺にはかなり証券会社の経営者としても懸念を持っている。

創業板、これは深圳にできたベンチャー市場です。これも非常に鳴り物入りで、浙江省だけで〇〇〇社待機しているとか言われているぐらい、日本の現状からするとうらやましい限りなんですけれども、新興企業で不祥事が絶えない。香港でも非常に大きなIPOが中断する。それは何かと

いうと、会計の不正でありますとかさまざまな問題で、日本で言う新興企業の姿勢の問題というところで、うまくいってない部分もある。つまり、非常に成長しているけれども、こういうものが内実あるので、この辺が証券業者としての大きな悩みである。

特に中国の場合も、モバイルを使ったネット取引が個人の場合、主流になっています。そのモバイルの中にどういう情報を入れるかということが各証券会社の大きな競争の要因にもなっている。そうすると、勢い入れちゃいけない情報が入ったり、他社の情報をコピー&ペーストして送っちゃうとか、そういうケースもあるらしい。ですから、この辺の情報管理に非常に頭を痛めている。

そういう話があったので、私も「日本も実は新興市場というのは、非常に重要なことはわかって

いるんだけど、残念ながらいろんなことがあつて、非常に大きな課題なんです。証券会社の勧誘姿勢は随分よくなってきました。ただ、投資家のセンチメントに関連した似たような問題、例えばリスク投資が、金利はもうほとんどゼロに近いところで、エクイティが大事だと言ってもなかなか思うような進展がみられない、スピード感がないんだ」という話をしますと、「いや、中国も全く同じなんです」ということで、非常におもしろいなのと思つたわけであります。

若林常務理事

川村専務、どうもありがとうございます。

アジアの証券市場の状況あるいはアジア経済の動きにつきまして、大変体系的に、かつ、わかりやすく御説明いただいたと思います。また現地視察のお話など、とても興味深く聞かせていただき

ました。

それでは、ここで若干お時間をいただいておきますので、皆様方から御意見や御質問をお受けしたいと思いますが、いかがでございましたか。

質問者 今日生々しいお話から、ありがとうございます。

足元の情勢なんですけれども、今ヨーロッパのほうで、サブプライム・ショックとはまた別のギリシャ危機という形で、変な意味、それがユーロの大きな崩壊につながるかもしれないぐらいの、そういった大きな問題に発展してきたなど。一部先ほどのお話の中で、アジア経済共同体、発想のもととは同じようなところにあつたのかなというふうにも思われるんですが、今回のユーロの、まあとギリシャ危機をきっかけに、アジアの今後のあり方みたいなものについて、大きく何か変化が起きているかどうかというところについて、少し

御意見を聞かせていただきたいと思います。お願いします。

川村 御質問は、そこは非常に重要なポイントの一つだと思っていますが、結論的に言うと、今回のユーロのある種危機というか、これがアジア共同体の動きに対して何か影響しているかという、今のところ影響はしてないと思います。

なぜか。ただ、なぜかというところは、もう少し深刻だと思いますが、難しいところは、「みんなで共同体をつくりましょう。一緒になってやりましょう」という総論のところまでは、ほとんどだれも反対することはないわけです。じゃ、各論としてどう進めようかというときに、通貨の統合というのが経済の最後の行き先だとしたら、政治統合とか文化とは全く別で、経済だけに限っていいくと、通貨統合というのは一つの完成に近いところなんだろう。あと、金融政策とか財政とかとい

うのは、もちろんそれにつながるわけですが、大きな一里塚は通貨統合でしょう。

じゃ、アジアのASEANプラス3でも、そこに対してどの程度本気でいうか、まじめに考えているかと言うと、やや疑問に思うんですね。御案内のとおり、ひところ「バスケット通貨構想」というのも盛んに言われました。要するに、円なり人民元なり何なりという単一の通貨をアジアの通貨にするわけにいかないだろう。そうすると、例えば、日本円と中国人民元と韓国ウォンと何と何をまぜてバスケットにしましょう。しかし、これは、一つの通貨にするのと余り変わらないんじゃないかなと思っていたんです。なぜかという、比重でもめるに決まっているわけです。どれだけどれを入れるんだという話で、1%ふやすかふやさないかで大けんかになっちゃうだろう。そうすると、これはそこでもめるので、それも

ちよつと余り現実的じゃない。

ユーロと考えたときには、共通通貨のユーロという意味で、アジア何とかという形までは、考えている人もいますけれども、一〇年、二〇年のスパンで本気で考えている方は少ないんだろう。じゃ、その手前の部分で何かと言えば、ボンドマーケットであり、エキタイトの共通のプラットフォームでありという、金融の世界のインフラを共有してこういう、こっちの動きなんだと思うんです。

ただ、時間の制限もあって、先ほど余り申し上げなかったんですが、ABMIにしても何にしても、私は二つ気になるところがあつて、一つは、どうしても官主導で進んでいる。政府主導で各国とも進められている。そうすると、ABMIについては、私の感じとすると、二〇〇七〜二〇〇八年ぐらいから、財務省の現場あるいはそれ

に一緒に協力している民間の金融人は別として、国全体として見ると、急速に日本の勢いが無い。

ブレーキがかかっている。言いかえると、これは日本の政治力というか、政治体制がどんどん弱くなっているなど。つまり、官がリードしていく世界の競争に日本は負けているという部分、政治的なリーダーシップを発揮しなきゃいけない部分で、日本は「ディッシング」されているという感じはしております。ここは非常に懸念されることです。

それから、もう一つは、日本の民間の金融機関が腰を入れてどの程度本気でやっているのかなというところについては、やや、はてなと思うところがあります。つまり、儲からぬだろうという話です。いろんな、どうしても仕組み物をやったり、例えばASEANでも、タイ、マレーシア、インドネシア等々大きいところはまた別として

も、じゃ、ラオスとかミャンマーとかカンボジアとかブータンだとか、こういうところに日本の金融機関が本気で行くかと言ったら、多分行かないと思うんですね。それは「何月何日をもってブータン支店長を命ず」、同期は「福岡支店長」、どっちを選ぶと言ったら、多分今の日本人ははっきりしているだろう。その辺が、無理からぬところもあるんだけど、民間のコミットメントがなかなかとれない。

昔、「アメリカの企業は、株主責任があるから短期の経営しかない。日本はジャパン・インクだから、長期の視点で経営する」というふうに言われましたが、それは今や昔じゃないかなという気がします。実際、アジアの地域でプレゼンスの高い金融機関は、ヨーロッパ系か中国系。一にヨーロッパ系、二に中国系、三、四がなくて五にアメリカ系、日本は番外という状況です。

なぜヨーロッパ系なのか。植民地時代からとか、そういうこともあるんでしょうけれども、植民地というのはもう六〇〜七〇年前に、東京オリピックとともに終わっているわけでありまして、その後、長い目で続けてきた成果というのは出ているんじゃないかと思うんです。どうも日本の金融機関が、従前「現地化」とか「ローカライゼーション」と言いながら、うまくいってなかったというのは、結局、ごく短期で、お金、人を入れてもすぐ引き揚げちゃう。例えば、証券取引のプラットホームとかインフラの世界でも、今や日本よりも韓国のコミットメントなり影響力のほうが強くなっているわけです。この辺をよく見ていかなきゃいけないなど感じているところです。

いずれにしても、御質問の、ヨーロッパのことが直接影響したかという点、余り影響してない。なぜかと言えば、実はまだそこまで行ってないと

いう部分があるんじゃないかと思います。

若林常務理事 よろしゅうございますか。

ほかにございませんでしょうか。——いかがでしょうか。

それでは、私から一つ質問をさせていただきますと思います。日本の証券市場がアジアの証券市場の発展に寄与するというアプローチの仕方として、補完的な役割を果たしていくのか、あるいは競合関係にあるということを強く意識しまして、より世界レベルの、最先端の市場環境整備を進めていくという考え方で行くのがいいのか、その両方ともあるのかと思いますが、その辺のところ、川村専務はどのようにお考えになっておられますでしょうか。

川村 日本の市場のあり方ということですね。これはもちろん両方ということになるんだと思うんです。

例えば、今日はアジアということで、特に中国を中心に申しましたけれども、私は日本、中国、端的に言えば、東京、大阪、上海、香港、シンガポール、この辺が金融拠点ということで、同時に並行的に競争が始まっていると思うんです。日本は、日本の国内がメインマーケットで、アジアがサブマーケットというのは、今までの日本の金融機関というか、証券会社からの位置づけだったと思うんですが、そうじゃなくて、日本もマザーマーケットだけでも、アジアもマザーマーケットだということになると、東京も、今申し上げたアジアの諸都市も、多分同一平面上で行動しなきゃならない。そうすると、結論としては最先端を追求せざるを得ないだろうと思います。

つまり、東京が上海やシンガポールより劣後すれば、それはもう日本がマーケットとして低下していくわけで、いろんな仲介機能というのは、

例えばシンガポールなり上海なりに移るということを意味していくと思うんです。ただ、それをまだ後発である、とても日本や中国の一〇の一、一〇〇分の一にも至ってないところも同じスピードなり同じレベルでできるかという、これはまた別の話ですので、そこはもうちょっとレベルを低くしてカスタマイズしたようなものを提供していくとか、それは必要なんだと思うんですが、競争とか併存という感じからすれば、やはり日本の金融都市というべきところは最先端のものを、今アジアだけで申しましたけれども、恐らくこれからアジアのお金がヨーロッパで、アメリカのお金がアジアでと当たり前になってくるわけなので、そうなるやはり世界レベルの最高のもので競争していく。

そうすると、私はインフラで重要なのは、何といてもシステムと制度、もう一つは言葉だと思

うんですね。日本がやっぱり一番劣後しているのは言葉です。英語でビジネスができない。英語のドキュメンテーションが事実上認められないというマーケットは、残念ながらだめだと思うんです。ですから、私は、これから新入社員には外務員試験とともに、三年以内に中国語何級かを取らせるべきだと思います。韓国でよく言われていますが、事業会社ですが、サムスンなんかは、四カ国ができなければ管理者にならない。要するに、ハングル以外に英語と中国と日本語を徹底的にたたき込まれる。それで世界のマーケットに出ていっている。四カ国とまでは申しませんが、せめて三カ国語ですね。そういう人間の、ヒューマン・リソースのインフラを整えなきゃいけないんじゃないか、そんなふうに感じています。

若林常務理事

どうもありがとうございました。

それでは、時間も参りましたので、本日の「証

券セミナー」はこれで終了させていただきたいと思えます。

川村専務、どうもありがとうございました。

(拍手)

(かわむら ゆうすけ・大和総研専務理事
当研究所理事・客員研究員)

(この講演は、平成二三年五月一九日に開催されました。)

川 村 雄 介 氏

略 歴

1977年 東京大学法学部卒
1977年 大和証券株式会社 入社 調査部配属
1997年 同 資本市場本部シンジケート部長
2000年 長崎大学経済学部 同大学院教授
2001年 日本証券経済研究所客員研究員（現任）
2004年 財務省国際局 アジアにおける債券市場研究会座長
2007年 JASDAQ 証券取引所社外取締役
2008年 日本証券業協会 自主規制会 議公益委員（現任）
2008年 長崎大学評議員
2009年 財政制度等審議会専門委員（現任）
2009年 一橋大学大学院客員教授（現任）
2010年 日本証券経済研究所理事（現任）
2010年 大和総研 専務理事（現任）
現在に至る

【著書】

『アジア証券市場とグローバル金融危機』
（金融財政事情研究会、2010年3月）：監修・著
『金融商品取引業のコンプライアンス』
（金融財政事情研究会、2008年4月）：監修・著
『アジア証券市場と日本』
（金融財政事情研究会、2007年10月）：監修・著
『日本の金融（図解雑学）』
（ナツメ社、2007年10月）：監修
『最新 証券市場－基礎から発展』
（財経詳報社、2006年4月）：著
『実務に使える！金融商品取引法の重要ポイント54』
（ダイヤモンド社、2006年9月）：著
『今日から即使える最初に読みたい株の教科書（明快！図解講義）』
（朝日新聞社、2005年12月）：著
『証券外務員試験対策問題集』『最短合格よくわかる証券外務員』
（きんざい）：監修

ほか