

アジアの最新ファイナンス事情① ～「アジア財務戦略」講義から～

はじめに

九州大学経済学研究院・ビジネススクールでは、福岡銀行と連携して昨年度より「アジア財務戦略」と題した特別講義を開講しています。これはアジアの金融情勢およびビジネス環境を主に財務面からレビューするもので、中国経済の台頭や新興諸国の市場化に伴い拡大するアジアビジネスにスポットをあて、その背景となるファイナンス事情をレクチャーしていきます。あわせて毎回新聞記事による生の時事解説も加え、教室と実体経済の同時進行型講義形式を目指しています。本誌では2回にわたりこの講義から、実務家の皆様にも参考となる部分を選んでそのポイントをご紹介していきたいと思いません。

金融危機とアジア経済

リーマンブラザーズの経営破綻からすでに1年以上が経過しました。当時の浮足立った状況は今でも記憶に新しいところです。世界中が金融システムの崩壊や株価暴落、通貨危機におびえ、ただ嵐の過ぎ去るのを待つのみという状況でした。そしていま小康状態を取り戻した世界経済のなかに金融危機は結局何を残していったのでしょうか。この辺で一度総括してみたいと思います。

アジアに限って言えば、当時二つのショックが直ちに懸念されました。すなわち短期的な資金ショートの問題(マネーフロー)と、中長期的な輸出減の問題(実体経済)の二者で、前者は10年前のアジア通貨危機の再来、後者は8年前の9.11テロやSARS感染による不況を思い起こさせるものでした。この結果アジア株は上海の7割下落を筆頭に軒並み半値以下に暴落し、いずれも金融危機の発信地である米国よりも大きなショックを受けたこととなります。

これは何も不思議なことではなく、アジア経

九州大学大学院教授 丹羽 由一



1977年 東京大学経済学部卒
日本開発銀行入行。

ハーバード大学客員研究員、大蔵省シニアエコノミスト、日本経済研究所総務部長、日本政策投資銀行シンガポール事務所長、えひめ地域政策研究センター常務理事を経て2008年より現職。

済はマネーフロー面でも、実体経済構造面でも、欧米の影響を大きく受ける体質なのです。まず資金面では、アジアは域内の金融・証券市場が未整備なため、欧米の短期投機資金を受け入れる一方で、余資の運用は欧米の長期債に回すといういびつなポジションを取っており、昨年秋のような信用収縮・流動性低下局面では、海外からの資金引き揚げや運用先のデフォルトにより資金ショートに陥る危険性が高いのです。また実体経済面でも、軽工業品、エレクトロニクス製品、観光業など、アジアは最終需要の多くを欧米に依存しており、欧米消費の落ち込みは即不況につながります。

しかし、この二つの問題は予想以上に早く解決されました。ショートタームの資金繰りに関しては、中国をはじめとして各国政府が大量の通貨供給と金融緩和を実施した結果、流動性が回復し信用収縮は収まりました。また通貨価値についても、韓国ウォンのように一時は半値まで下落したケースもありましたが、現在ではいずれもむしろ高値基調です。

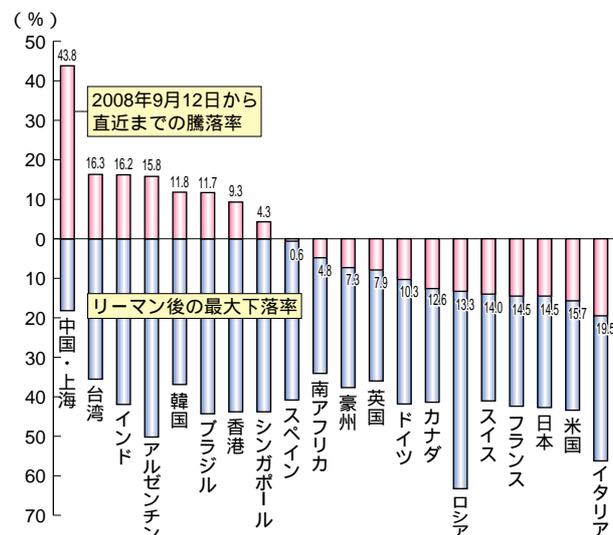
また実体経済も、欧米の需要収縮により確かに先進国向け輸出はかなり減少したものの、一方でアジア域内の消費は思いのほか順調に推移し、景気を下支えしています。日本は「輸出減少 雇用調整 消費低迷」という「負のスパイラル」にはまり込んでしまったわけですが、すでに国内市場が飽和して「お金をもらってもあまり買いたい物がない」という日本とは異なり、アジアではバイク、自動車、家電、IT、生活

雑貨、ファッションなどまだまだ多くの消費財が普及段階にあり、いわゆる「内需主導の自律的成長」が可能な状態にあるのです。

この結果アジア各国の株価はいずれも大きくリバウンドし、ほとんどの国でリーマンショック前を上回りました(図1)。

内需に頼れない日本がひとり取り残されているのとは対照的です。しかしこの状況は実は手放しで喜べない事情を含んでいます。それはこの相場のかなりの部分は人為的な過剰流動性による、いわば「作られたバブル」であるからです。前述のようにアジア各国では金融・証券市場が未整備で、金融商品の種類が乏しく余った資金を運用する先が限られています。それに加えて中国などでは構造的な低金利政策のせいで銀行預金の実質金利はマイナスという状態が続き、いきおい株式市場にマネーが集中してどこも「国営カジノ」の様相を呈しているわけです。また不動産市況も上海、香港、ホーチミン、シンガポールなどで急騰し、さながらバブル期の東京のようです。

図1 リーマンショック後の株価騰落率



(出所)日本経済新聞記事

つまり流動性確保のための大量の資金供給(輸血)の結果、血圧が高くなりすぎ今度は脳卒中の危険が出てきたようなもので、ここに来てインドやベトナムが公定歩合の引き上げに踏み切ったのに続き、中国人民銀行も国債の売りオペにより市場から資金を吸収し、金融引締めに転ずる動きが出ています。各国とも当面は為替

と金利と株価を注視しつつ、バランスのとれた成長を指向することになるでしょう。

人民元をめぐる最近の動き

このところ人民元に関するニュースが頻繁に流れています。日経新聞のここ1年間の主な記事を以下に紹介します。

「中国、元の決済解禁へ」(1/9付)

中国政府はASEANなど近隣国・地域との貿易取引について、人民元建てでの決済を一部解禁する方針だ。まず①香港・マカオと上海を含む長江デルタ地帯・広東省の間、②ASEANと雲南省・広西チワン自治区の間の貿易取引について元決済を試験的に認める。これは中国国内でしか使えなかった元が国際通貨として一步踏み出すことも意味する。ドルの地位が揺らいだときに備え、中国政府はASEANなどを巻き込んだ元経済圏の構想を練っているとの憶測もくすぶる。ただそのためには元をいつでもどこでも交換できるようにする必要があり、中国政府は元相場を管理しきれなくなる。元相場の急騰は中国の輸出にとって大きな打撃となるため、中国政府は現段階で元の国際化を一気に進める考えはない。また元建て債券市場が十分に育っておらず、各国は外貨準備で元を保有しても運用先がない。中国政府は元建て債券市場の整備に本腰を入れているが、まだ緒に就いたばかりだ。

「人民元、事実上の固定相場 - 資金流出懸念で動けず」(3/26付)

人民元の対ドル相場が動かない。中国の為替相場は今も政府が管理しており、背景には当局の思惑がある。上にも下にもいかず横に伸びた人民元レートのグラフをみると、固定相場に戻ったかのような印象を受ける。人民元の対ドル相場はほぼ1ドル=6.83元。この状態がすでに9か月近く続いている。

「人民元上昇容認せず - 米側けん制か」(5/29付)

中国政府は世界的な経済危機で苦境に立つ国内輸出企業向けの新たな支援策をまとめた。人民元相場の安定を維持する方針を盛り込み、元相場の上昇を容認しない姿勢をにじませた。ガイトナー長官の訪中を控え、中国として譲れな

い一線であつことを示す狙いもあるとみられる。ガイトナー長官は就任前の今年1月「オバマ大統領は中国の通貨操作を信じている」と発言し、中国側の猛反発を浴びた。

「中国本土で元建て債券 - 英スタンダード銀、外資初」(6/5付)

英スタンダードチャータード銀行の中国法人(上海市)は、中国本土市場初の外資による人民元建て債券を発行することを明らかにした。中国政府は5月、国際金融センター構想を掲げる上海市で、外資の人民元建て債券発行を解禁したばかり。これは外資系企業の中国国内での資金繰りを容易にする一方、中国の機関投資家にも投資先の多様化につながる。

「中国外資上場を容認へ - 人民元国際化も狙う」(7/4付)

中国政府は外国企業による国内市場での株式上場を容認する方向で検討に入った。すでに解禁した外資の人民元建て社債発行と併せて、資本市場を段階的に開放し人民元の国際化にもつなげる。中国政府は外国企業が中国国内で資金調達しやすくなるよう、規制緩和に動き始めている。

「元建て決済外資に解禁 - まず三菱UFJなど」(9/5付)

中国人民銀行(中央銀行)は、これまで中国系銀行に限定していた人民元の国際貿易決済業務を、三菱東京UFJ銀行、三井住友銀行、英スタンダードチャータード銀行、英HSBC、香港の東亜銀行の中国法人にも解禁した。人民元の国際貿易決済は7月に一部地域で解禁。外資系にも解禁することで、人民元の国際化を促す。

「中国、香港で元建て国債 - 本土外で初」(9/9付)

中国財務省は8日、香港で人民元建て国債60億元を発行すると発表した。中国本土外で初の元建て国債で、外国人投資家の購入も認める見通し。域外での元建て金融商品の幅を広げ、人民元の国際化につなげる狙いだ。

「人民元に切り上げ圧力 - 資産バブルの恐れ」(10/17付)

人民元に切り上げ圧力が高まっている。回復傾向を強める中国経済への期待から、国内に短

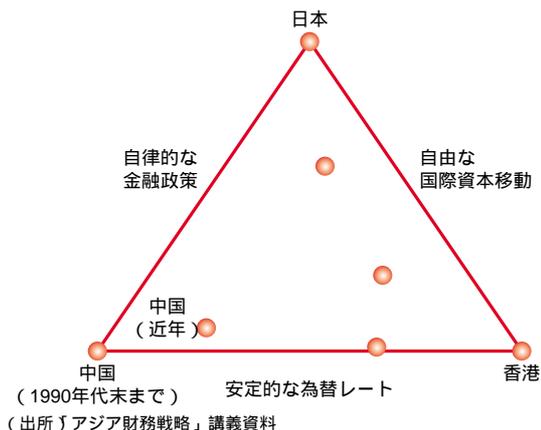
期の投機資金が流れ込んでいるためだ。中国の通貨当局は国内の輸出企業を支援する狙いで、元売りドル買いの市場介入を強化、元相場の上昇を食い止めている。しかし介入の拡大は国内の過剰流動性を膨らませ、資産バブルやインフレを育てかねないとの懸念も浮上している。

「人民元改革 - 欧米で対中包囲網」(11/25付)

EUは対中不均衡の一因は固定化された人民元相場にあるとし、柔軟な為替政策を中国に求める考え。先週の米中首脳会談でもオバマ大統領が言及しており、欧米による人民元改革の対中包囲網が強まってきた。

以上これらの記事はすべて人民元の国際化に関するものと言えます。私見を述べれば中国は間違いなく元の基軸通貨化を狙っています。ドルに取って代わるような地位は無理だとしても、近い将来アジアの基軸通貨になるべく、懸命に国際通貨に向けた規制緩和を進めているのです。ただしいま直ちに元の国際化が一気に進むと見るのは早計で、最初の記事に記されている通り、中国政府の目下の最優先事項は元相場の維持です。急激な元高は輸出企業の閉鎖などから大量の失業者を発生させ、これが暴動など政治リスクにつながることを最も恐れているのです。では元相場の維持と国際化は同時に達成できないのでしょうか。残念ながらこれは互いにトレードオフの関係にあり、両立しません。図2は国際金融における「不可能な三角形」と呼ばれているもので、各国通貨当局の3つの政策目標すなわち「自律的な金融政策」「自由な国際資本移動」「安定的な為替レート」のうち、

図2 国際金融の政策目標達成



同時に2つまでしか達成できないことを表しています。

例えば日本は、金融政策と円の国際化は達成していますが円レートについては管理できません。どんな円高も受け入れるしかないのです。また香港は香港ドルの国際化と為替管理(実質ドルペッグ)はできますが、金利は市場まかせで管理できません。ですから時々激しいインフレに見舞われます。そして中国は金利と為替レートは自分で操作できますが、その代償として人民元の国際取引を自由化できないのです。それでもここに紹介した記事にみられるように、最近中国も三角形の頂点から少しづつ内側へ移動(国際取引を一部解禁)していることがわかりいただけだと思います。

アジアの証券市場入門

皆さんは証券会社の店頭などで「中国株ファンド」とか「アジアボンドミックス」といった金融商品を目にされたことがあると思います。一昔前ならこれらはハイリスクの金融商品でしたが、いまや上海市場の時価総額は東証を上回り、またシンガポールにはジム・ロジャースなど世界の投資家が集まっています。表1にあげたようなアジア市場の株価指数は毎日世界中で注目され、金融マーケットを動かしています。

表1 アジアの代表的な株価指数

市場	株価指数	算出機関
東京	日経平均	日本経済新聞社
上海	上海総合	上海証券取引所
香港	ハンセン	恒生(ハンセン)銀行
シンガポール	ST	Straits Times(海峽時報)社

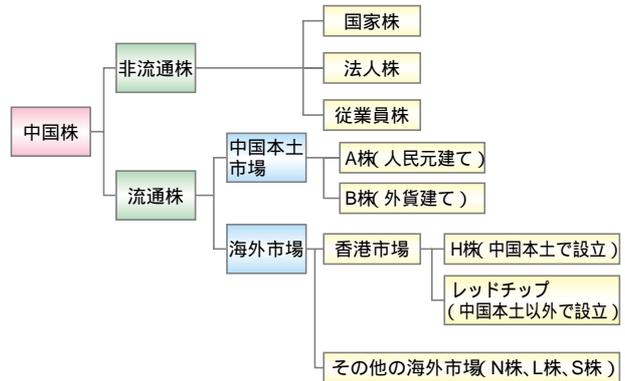
(出所「アジア財務戦略」講義資料)

以下ではグローバルマネーが渦巻くアジアの代表的な証券市場(中国、香港、シンガポール)を概観してみましょう。

① 中国

そもそも共産主義国の中国に、資本主義の象徴とも言える株式市場が存在すること自体何か不自然ですが、実は1949年の建国直後に中国は証券取引所をいったん全廃し、金融も産業もすべて国が運営してきました。その後鄧小平の改革開放政策の下で株式や社債が復活し、さらに

図3 中国株の種類



(出所「アジア財務戦略」講義資料)

1990年になって上海証券取引所が浦東に開設され今日に至っているわけです。

このような事情から、中国の株式市場はまだ自由化の過渡期にあり、他国にみられない特殊な制度がいくつか存在します。図3は中国株の種類を示したのですが、まず第一の特徴として市場で取引されない「非流通株」が全体の2~3割も存在しています。

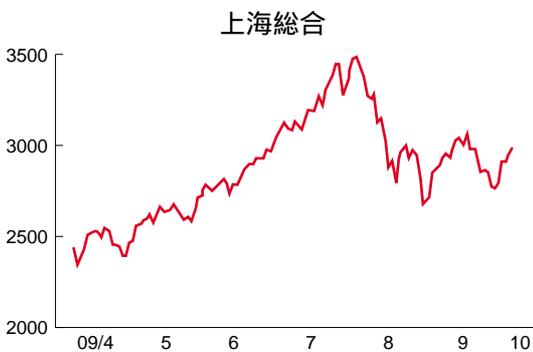
これは国営企業時代の名残で、国や別の国営企業、労働組合などが民営化の際に資産分配を受け保有しているものです。そしてこれはかつてのNTT株同様、順次放出されるため株価の重しとなります。また第二の特徴として、同一の企業が人民幣建てのA株と外貨建てのB株の2種類を発行している点です。これは外資には本来の株式市場(A株市場)を開放せず、とりあえず別の市場(B株市場)で実験的に売買してもらい、様子を見ながら少しづつ国際化を進めようという試みです。このため同じ企業の株でありながらA株とB株の株価が大きく乖離するという、いわゆる「一物二価」の状態が放置されています。第三の特徴は、香港など海外市場にも上場されている銘柄が多いということで、これを香港ではH株とかレッドチップと称して、純粋な香港企業の株式と区別しています。

このような事情から中国株は独特な値動きをする場合があります。例えば昨秋の上海市況が反落した局面(図4)を、日本経済新聞は「上海総合指数、上値重く」という見出しで報じていますが、そのきっかけとなったのは、9月に開設された深セン証券取引所の創業板(中国版ナスダック市場)に資金が流れたことと、10月末

に行なわれた中国工商銀行の非流通株の巨額放出です。

一方、中国の債券市場は株式市場とは対照的に未成熟な状態です。もともと国債や社債の市場が無く、機関投資家もごく少数に限られた状況下で、イールドカーブもまだはっきりとは成立していません。種類別の発行残高をみても、国債と国営銀行債で9割以上を占め、社債は一部の優良な大企業が発行している程度です。中国政府は社債市場の整備に意欲的ですが、規制の撤廃や透明性の確保が前提となるだけに当分は難しいと思われます。

図4 上海株式市場



(出所)日本経済新聞記事

② 香港

香港は1997年に中国に返還されて以降も従前の自由経済体制を保障され、国際金融センターとしての地位を保っています。取引の自由、取引の透明性、英国の法律・会計制度、英語社会など中国にない様々な長所がある上、税率の低さも評価され、さらに中国へのゲートウェイ市場として中国、欧米日双方からのマネーが集積しています。特に株式市場は近年中国企業による大型IPO(新規上場)が相次ぎ、活況を呈しています。もともと香港経済はさきほどの「不可能な三角形」でみたように金利変動をコントロールできず、また銘柄が金融と不動産関係に偏っていたため、これが株価の攪乱要因となっていました。さまざまな中国企業の参加によりバランスの取れた構造に転換しつつあります。ただ反面、中国企業特有の不透明な売買や不十分な情報開示、横領や計画倒産など劣悪なガバナンスという問題も増加しつつあります。

一方香港の債券市場は、中国と同様未成熟な状態です。香港は健全財政で国債の発行がほと

んど無かったことや、社債はニューヨークやシンガポールなど海外市場で発行する方が低コストであったため、鉄道債など一部の公営企業債に限られています。これがアジア三大市場のうち、香港が東京、シンガポールに遅れをとっている点でもあります。

③ シンガポール

シンガポールは名実ともにアジアで最も国際化された金融市場です。欧米系の投資銀行や格付会社はシンガポールにアジア本部を置いており、例えば日本企業のM&Aや日本国債の格付は東京ではなくシンガポールで行われています。欧米人にとってシンガポールは英国と同じ言葉、同じルールですべてが処理できる「アジアのなかの英国」であり、金融危機下においてもむしろ資金の逃避先として強い信頼を置いています。

特に債券市場はいわゆる「外-外取引」の典型で、発行体も買い手も外人という形が一般的です。まさに「自国には強い選手はいないが世界中の一流選手がここで試合をする」というウインブルドン現象そのものです。また富裕層の資産運用市場としても急拡大を続けており、スイスに代わる地位を得るとの見方もあります。さらに他民族国家であるため、昨今注目を集めるインドビジネスやイスラム金融にも強いことから、世界のマネーの集積地として注目されています。

一方、株式市場は外資系経済という産業構造を映じ、世界の名だたる企業が上場してはいるものの国内企業の層の薄さからやや発展性に欠けます。これはちょうど地場企業の集積が一つで、今後の市場活性化が課題となっている日本の各地方の証券取引所と同様の環境にありますが、シンガポールの場合はシドニーなど海外市場との提携(上場企業の相互乗り入れ)に活路を見出そうとしています。

以上アジアの3市場をみてきましたが、文字通り三者三様で、それぞれの生い立ちにより長所短所があることを認識いただきたいと思います。上場、起債などアジアでの直接金融によるファイナンスに際しては、これらの状況を踏まえて最適な手段とタイミングをご選択下さい。