



世界的視野から見た中国資本市場¹

呉 曉求※

要 約

1. 中国の金融システムの改革において実現すべき戦略的目標とは、①市場主導型金融システムを構築すること、②最大限にリスクを分散することで、金融システムの流動性を良好に保ち、保有資源の配分の最適化や社会の富（金融資産）の持続的な増加を促すこと、③金融システムの競争力を全面的に引き上げ、経済大国から経済強国への転換を成し遂げることである。この目標を実現する過程において、資本市場は主導的な役割を果たす。
2. 2005 年より実施された非流通株改革は、中国の資本市場を発展させるための土台となった。2005 年以降の歴史的・飛躍的發展は、①非流通株改革による制度面の効果、②ブルーチップ（優良企業）の国内市場回帰による資産面の効果、③流動性の過剰・流動性の充実がもたらした巨大な需要面の効果、④マクロ経済の持続的成長や上場企業の大幅な業績向上による期待面の効果によるものである。中国の資本市場の発展は、国際的な金融業界における中国の台頭につながっている。
3. 今後の資本市場の発展のためには、これまでの需要抑制政策から供給拡大政策への転換が必要であり、印紙税・資本利得税に関しては慎重な税制政策を講じるべきである。供給拡大のためには、①海外における中国ブルーチップの国内市場回帰の継続的推進、②上場企業（特に中央企業）の支配株主の関連優良資産を含めた全体上場の推進、③社債市場の発展が必要である。
4. また、供給拡大政策の推進に当たっては、中国国内の投資家（特に投資信託といった機関投資家）による内部需要を円滑に喚起するとともに、対外開放を継続的に進め適格外国機関投資家（QFII）などの国外からの外部需要を積極的かつ着実に増加させていく必要がある。「香港株直通列車」のような需要（資金）流出政策は中国の資本市場の発展に対してプラスの意義はなく、需要（資金）流入政策に重点が置かれるべきである。

I、金融資産の急速な増加——経済大国から経済強国への転換

中国の金融システムの改革において実現すべき戦略的目標とは、①市場主導型金融システムを構築すること、②最大限にリスクを分散することで、金融システムの流動性を良好に保ち、保有

¹ 本稿は、中国人民大学金融証券研究所編『資本市場評論』2008 年第 1、2 期掲載の「世界的視野から見た中国資本市場」を邦訳したものである。なお、翻訳にあたり原論文の主張を損なわない範囲で、一部を割愛したり抄訳としている場合がある。

※ 呉 曉求 中国人民大学金融証券研究所 所長

資源の配分の最適化や社会の富（金融資産）の持続的な増加を促すこと、③金融システムの競争力を全面的に引き上げ、経済大国から経済強国への転換を成し遂げることである。この目標を実現する過程において、資本市場は主導的な役割を果たす。

中国は、30年近くにわたる改革開放と発展を経て、貧しく立ち遅れた閉鎖的な国から、比較的強い競争力を有し、国際化も進んだ巨大な潜在成長力を備えた経済大国へと変貌している。1978年、中国のGDPは3,650億元に過ぎなかったが、2007年には23兆元にまで達しようとしている。経済規模の急速な拡大の過程では、比較優位を生かして形成された多くの製造業が、極めて重要な役割を果たしてきた。世界的な経済構造の調整を受け、世界の製造業の大規模な中国へのシフトが起こり、中国を経済大国に押し上げた。そして今、中国は新しい戦略的目標に直面している。つまり、いかにして経済大国から経済強国へ転換するかである。

経済強国への転換を示す尺度として、研究者はさまざまな指標を挙げている。経済規模という基礎的な指標以外に、社会の富の規模も最も中心的かつ重要な指標と考えられている。金融市場、中でも資本市場の発展に伴い、金融資産、とりわけ証券化された金融資産²は、社会の富を反映する重要な指標になりつつある。現在の経済・金融構造において、経済大国から経済強国への転換を示す最も明確な尺度として、金融資産、中でも流動性の高い、証券化された金融資産は必ずといってよいほど急増することが指摘できる。この点では、中国も例外ではないと考えられる。

現代における金融の様々な機能のうち、大いに注目すべき機能が一つがある。それは、市場における価格決定メカニズムや人々の保有資産の証券化によって形成される富の発生・蓄積・成長のメカニズムである。現代の金融におけるレバレッジ効果による資産の増加機能は、資本市場によって生み出される。資本市場の観点から見れば、経済の持続的成長、経済規模の持続的拡大、経済競争力の向上は、保有する資産価値の大幅な上昇により経済成長をさらに促すことを意味している。これらの保有資産の証券化を継続的に進めた場合、資本市場によるレバレッジ効果により、証券化された金融資産（主に権益型資産³）が実際の経済成長の規模や速度を上回るペースで成長することになる。このことから導かれる結論は、経済の持続的成長や経済規模の持続的拡大、経済の持続的成長を促進する保有資産（主に権益型資産）の証券化および資本市場の適正な価格決定メカニズムこそ、国の金融資産、とりわけ証券化された金融資産の急成長（こうした急速な成長を「金融資産の膨張」と呼ぶ人もいる）の大前提となる。この分析に基づく、次のような結論が導かれる。すなわち、中国经济の持続的成長に伴って、権益型資産の証券化の傾向がより明確になるということである。加えて、この傾向には加速する兆候が現れているため、中国の金融資産、とりわけ証券化された金融資産は、今後相当の期間にわたり従来には無い成長と発展を遂げ、金融資産が膨張期に入ったと思われる水準にまで達しよう。こうした金融資産の膨張は、実際には後戻りできない傾向にあり、中国が経済大国から経済強国へと進んでいく過程にあることを示している。

保有資産、特に権益型資産の大規模な証券化の過程は、従来の金融の視点に基づけば、金融資産の膨張とみなされる。膨張の原動力は、金融資産構造の変化に起因している。すなわち、資本市場で誕生した富の成長に対してレバレッジ効果を持つ証券化された権益型資産が、従来の証券化されていない金融資産よりもずっと速いスピードで成長していることである。現在、中国では、このような金融資産構造の転換期に差し掛かっている。換言すれば、中国の資本市場は、飛躍的

² 著者は、「証券化された金融資産」を「株式」「投資信託」「債券」と定義している模様である（訳者注）。

³ 株主資本に基づく資産の意（訳者注）。

発展を遂げる歴史的な時期にすでに入っていると言える。

以上の分析から、資本市場は、保有資産、特に権益型資産の大規模な証券化の基本的なプラットフォームであり、市場メカニズムによる保有資産の価格決定を行うプラットフォームであり、金融資産の内部構造の変化をもたらすプラットフォームであり、ひいては金融資産の規模が膨張するプラットフォームでもあると理論上位置づけられる。従って、資本市場の発展は、中国を経済大国から経済強国へ転換させる過程の中で、特に重要な役割を果たしているのである。

Ⅱ、資本市場の飛躍的発展と金融構造の変化、金融資産の急成長

ここでは、金融資産構造の変化と金融資産規模の急速な拡大という観点から非流通株改革（国有株の放出）、つまり 2005 年中盤以降における中国の資本市場の発展について、客観的な分析と評価を行う。

2005 年 5 月、中国の資本市場の創設以来、最も重大かつ複雑な制度改革となる「非流通株改革」が始まった。今回の制度改革の中心となるのは、保有資産の利害関係や利益構造を調整することで、各投資家が共通の利益を持てるようにすることである。同じ方向性の利害関係を形成することは、資本市場が発展するための土台となる。この 2 年余りにわたる取り組みの結果、非流通株改革の主な目的はすでに実現されたと言えよう。非流通株改革の当初、上海証券取引所の株価指数は 1,000 ポイント（2005 年 6 月 6 日は 998 ポイント）であったが、2007 年には 6,100 ポイント（2007 年 10 月 16 日には史上最高値となる 6,124 ポイントを記録）まで上昇し、時価総額も改革当初の 3 兆元から現在では約 30 兆元にまで拡大した。中国の資本市場は、制度面においても市場規模や時価総額の成長においても目覚ましい発展を遂げており、歴史的かつ飛躍的発展の時期に突入している。

中国の資本市場が飛躍的な発展を遂げたこの間、ある種の構造的な問題や構造的バブルは存在していたものの、全体的に見ると、正常かつ必然的な発展であった。市場のこうした飛躍的発展を導いた要素として、主に次の点が挙げられる。

① 非流通株改革による制度面の効果

過去の相当の期間、中国の資本市場は、流通株・非流通株が並存していたことにより、大きな制度的制約を受けてきた。非流通株改革により、利害関係が整理され、投資家の期待が調整されるなど、制度面で大きな効果がもたらされた。このことは、過去 2 年間に市場が空前の発展を遂げた主な要因であり、最大の推進力でもある。実際、市場が 1,000 ポイントから 4,000 ポイントへ上昇した最大の要因は、非流通株改革による制度面の効果にある。

② ブルーチップ（優良企業）の国内市場回帰による資産面の効果

2006 年 5 月に始まったブルーチップの国内市場回帰により、上場企業の構成が改善され、市場にとっての投資価値が大幅に向上し、市場の資産管理機能が大きく改善された。中国の資本市場は、単なる資金調達機能だけではなく、資産管理機能の役割を重視する方向へと転換しつつある。資本市場の機能転換により、より多くの資金が流入し、投資家が増えたばかりでなく、投資家の構成も根本から変化している。機関投資家はすでに資本市場の発展に対して主導的な役割を果たすようになり、機関投資家の保有する株式の時価総額は、流通株の時価総額の約 40%を占めるまでに至った。ブルーチップの国内市場回帰により、市場の機能が向上し、

投資家の構成が根本から変化したことは、非流通株改革に次いで、市場が飛躍的發展を遂げるための重要な要素となった。市場が 4,000 ポイントから 6,000 ポイントへ上昇し、時価総額が 10 兆元から 30 兆元余りへと拡大した最大の要因は、ブルーチップの国内市場回帰による資産面の効果がもたらしたものである。

③ 流動性の過剰・流動性の充実がもたらした巨大な需要面の効果

流動性の過剰とは、実体経済のみを重視した考え方に基づく概念であり、金融構造の市場化に向けた改革や金融市場の発展のために流動性が必要であることは考慮されていない。この意味から言えば、通貨が流動する規模が実体経済の需要を大きく超えた局面を「流動性の過剰」と表現するより、「流動性の充実」という概念で表現する方が適切である。中国における現在の「流動性の充実」の背景には、世界経済の大規模な構造調整や中国経済の台頭という歴史的な動きがあるほか、過渡期を迎えている為替レート形成のメカニズムや中国経済への楽観的観測による人民元の上昇傾向など、通貨面の動きもある。今後、相当の長い期間にわたり、「流動性の充実」は存在しつづけ、それは中国が資本大国へとなるための前提条件となるだろう。

「流動性の充実」は、大きな商品需要を生み出すことで、物価の上昇をもたらす可能性がある一方、未だかつてない巨大な資産（資産商品）需要を生み出すことで、資産価格の上昇や資本（資産）市場の急速な発展を促す可能性がある。すでに存在する「流動性の充実」に対する政策の重点は、資本市場の構造を変えていくよう誘導することに置かれているが、こうした構造的誘導のポイントは、充実した流動性をいかに資本市場に引き入れるかである。従って、「流動性の充実」は、金融構造の市場化に向けた必要条件であり、資本市場が飛躍的發展を実現する上での重要な力にもなる。「流動性の充実」は、中国の推進する金融構造の市場化や資本市場の飛躍的發展のために、歴史的なチャンスをもたらしている。

④ マクロ経済の持続的成長や上場企業の大幅な業績向上による期待面の効果

中国経済は、2000 年から急成長期、すなわち経済の離陸期に入った。2006、2007 年の経済成長には明らかな加速傾向がみられた。この 10 年余り、さらには 20 年にも及ぶ経済の離陸期間は、中国経済の近代化に向けた重要な時期にあたる。マクロ経済が持続的かつ急速な成長を遂げる中で、上場企業の業績はここ数年で大幅に上昇し、2006 年の 1 株当たり利益（EPS）は 2005 年より 4.55%増加し、1 株当たり 0.23 元となった。利益総額は 2005 年の 2,627 億 3,100 万元から 2006 年の 5,109 億 7,500 万元（成長率は 94.49%）にまで拡大した。自己資本利益率（ROE）は 2005 年の 8.19%から 2006 年の 10.18%にまで上昇した。2007 年の 1～9 月までの 1 株当たり利益（EPS）は 0.39 円で前年同期比 69.6%増、利益総額は 5,641 億 9,600 万元で同 10.42%増となった。2008 年は、マクロ経済のファンダメンタルズも、上場企業の業績も、2006、2007 年の成長トレンドを引き継ぐとみられる。マクロ面のファンダメンタルズや企業業績の好調が続くことで、資産価格は大幅に上昇し、市場による期待という面でも大きな効果が生まれている。

前述した「制度、資産、需要、期待」という 4 つの面の効果が重なり、中国の資本市場は、株価指数、時価総額ともに飛躍的な発展を遂げた。これは、金融資産規模の急成長をもたらしただけでなく⁴、金融資産構造の大幅な改善にも役立っており、証券化された金融資産が全金融資産

⁴ 2007 年 9 月末、中国の金融資産総額は 54 兆 674 億元となり、2005 年の同時期（38 兆 4,165 億元）や 2006 年

に占める比率は、2005 年末の 8.87%から 2007 年 10 月の 55.10%へと上昇した。経済の証券化率⁵は、2005 年末の 18.54%から 2007 年 10 月の 134.57%へと急上昇している。中国の金融や資本市場の飛躍的發展には、ある程度の、そして構造的なバブルが存在するかもしれないが、中国の金融システムが市場化への歩みを進め、競争力を大幅に強めたことも確かである。

中国資本市場の飛躍的發展により、中国は資本大国に変貌しようとしている。中国の資本大国化は、中国の金融面での台頭を進める役割を持つとともに、金融面での力量を示す重要な目安ともなっている。中国の金融面での台頭は、21 世紀初頭の 20 年において、世界の金融業界の中でも最も劇的な歴史的イベントであり、資本市場も 21 世紀における大国のマネーゲームの舞台になっていくだろう。中国の金融面での台頭に伴い、国際的な金融秩序や金融市場構造にも重大な歴史的変化が起こりつつある。国際通貨システムには、人民元の国際化によって構造的な変化が起こりつつあり、新しい国際金融センターが東洋に出現しようとしている。資本市場の飛躍的發展によってもたらされた中国の金融面の台頭という動きについて、筆者は 2007 年に発表した中国資本市場研究レポート『中国の資本市場：制度変革から戦略的転換へ』の中で、次のように記した⁶。

28 年にわたる改革開放及び発展を経て、中国はすでに貧しく立ち遅れた国から、経済大国へと転換した。驚異的な生産力をもつ製造業が中国を経済大国の地位に押し上げたというならば、中国が将来、経済大国から経済強国への転換を実現するためには、独自の高い水準の技術革新能力を持つだけでなく、資本市場に依拠する高い資源配分能力や、資産創出効果のある現代型金融システムを持つことが不可欠である。われわれは中国の資本市場と金融システムが 2020 年までに次の戦略目標を実現しているものと確信しており、その根拠も十分にある。

中国の資本市場は、世界で最も重要で、最大の規模を持ち、最高の流動性をもつ資産取引市場の一つとなり、その時価総額は、100 兆元を超えるだろう⁷。

人民元はその頃には、世界で最も重要な三大国際通貨の一つとなり、比較的発達した資本市場を柱とする中国の金融システムは、世界の多極的金融センターの一翼を担い、人民元と人民元建て資産の価格決定センターとなり、人民元や人民元建て資産の価格決定権を持つようになるだろう。

世界の金融センターの一極が、中国へ大きくシフトしてきている。私たちはこの流れに乗り、歴史的なチャンスをつかまなければならない。

出版から 1 年が経過した今、私はこの発展の理念や戦略的目標の正しさ、実現性についてさらに確信を深めている。

の同時期（44 兆 9,540 億元）と比べ、それぞれ 40.74%、20.27%伸びている。

⁵ 経済の証券化率とは、証券化された金融資産が GDP に占める割合を指す。ここで言う証券化された金融資産とは、株式を指し、投資信託や債券などの金融資産は含まない。

⁶ 呉曉求ほか『中国資本市場：從制度變革到戰略轉型』（中国の資本市場：制度変革から戦略的転換へ）中国人民大学出版社、2007 年 4 月出版、10～11 ページ参照。日本語訳全文は、「中国資本市場の戦略目標と戦略的転換」『季刊中国資本市場研究』2007 年夏号を参照（編者注）。

⁷ 前掲論文では 60～80 兆元。

Ⅲ、供給拡大、構造改善による供給政策の重要性

資本市場の飛躍的な発展を受け、中国は資本大国への道を進んでいるが、こうした資本大国としての地位は、中国の金融面での台頭にとって重要な戦略的意義を持っている。戦略的目標を実現し、資本市場の持続的可能性を確保するため、中国は資本市場政策の重点を調整しつつ、グローバルな視点に基づき、資本市場のどの部分を政策的に後押しするかを検討する必要がある。

実際のところ、私たちは長い間資本市場の戦略的意義を深く理解せず、実用主義に則り、需要政策を資本市場発展の主導的政策と位置づけてきた。実際の政策運営の中で、資本市場の発展を主導するはずの需要政策は、需要抑制に重点を置く政策へと変化した。市場価格の上昇が続けば、これは過剰な需要によるものと理由付けられた。こうした判断を受け、「資産バブル」を防ぐための需要抑制政策が次々と打ち出された。このような需要抑制政策が長く続けば、必然的に資本市場の成長が抑えられ、資本市場では低い水準での循環が繰り返されることになる。このような政策環境では、資本市場はいかなる発展も遂げられず、実体経済の成長や金融システムの変革にも役立たない。1990～2005年の資本市場は、ほとんどこうした状況にあった。

中国の資本市場が従来の非効率的な運営サイクルから脱却するためには、制度の改革や戦略的目標の洗い直しが必要になるほか、戦略目標に見合った発展政策を策定し、資本市場の飛躍的發展に対して政策的に支持すべき点を検討しなければならない。では、どのような発展政策を策定し、どの点を政策的にてこ入れすべきだろうか。

中国の当面の資本市場政策のトレンドが、発展を重視する政策となっていることは間違いないと筆者は考える。発展型政策の中心となる理念は、需要主導型ではなく、供給主導型でなければならない。現在の中国の資本市場政策でてこ入れすべき部分は、供給の拡大、構造の改善、需給関係の適正化である。需要抑制政策という理念は捨てなければならない。

資本市場における需要抑制政策の中でも最も典型的で、最も強い影響力を持つのは、税制に関する政策である。税制を頻繁に変更することで人々の投資行為に影響を及ぼし、資本市場の調整を図ろうとする行為は、資本市場の発展の戦略的意義を十分に認識していないことの現れである。こうした行為は、市場の正常な発展に負の影響をもたらし、市場の変動を人為的に高めるものであり、長期的に見れば、市場の正常な成長を著しく阻害する。従って、資本市場の発展過程では、特に中国のような転換期にある新興市場にとっては、慎重な税制政策を講じるべきである。

資本市場において、流通市場における投資行為に対する税の種類としては、証券取引にかかる印紙税と資本利得税がある。うち印紙税は、流通市場の取引行為や取引量、市場の流動性に直接的な影響を与えるものであり、短期的には市場に対し鎮静剂的な役割を果たす。一方、資本利得税は市場の収益・リスク構造を根本から変えるものであり、市場の資金動向に重大な影響を与える。これまでの実情からみて、資本利得税の導入は、資本市場の発展に著しい影響をもたらす、ひいては市場の危機を引き起こしかねない。中国の資本市場の発展戦略を考えれば、当分の間、資本利得税の導入による投資行為の抑制は断じて避けるべきである。投資の需要を円滑に喚起するためには、構造的な金融政策を実行するよりほかないのである。

前述の通り、中国では、資本市場の発展に向けた政策の重点が供給に置かれるべきであり、供給政策こそ中国の資本市場の主導的政策であると言えよう。主導的役割を果たす供給政策の中心となるのが、供給の拡大、構造の改善である。主な実現手段としては以下が挙げられる。

① 海外における中国ブルーチップ（優良企業）の国内市場回帰を継続推進

海外における中国ブルーチップ（優良企業）には、海外市場にまだ上場、流通していない株式と、国内市場回帰によりA株⁸として新たに発行される株式が含まれる。海外市場に上場、流通していない株式とは、主にH株⁹またはレッドチップ株¹⁰として会社が保有する未流通株である。2007 年末現在、海外市場に上場するブルーチップのうち、50 社がA株市場での上場を果たした（うち 2006 年以降で 17 社）。50 社のA株市場における時価総額は約 22 兆 7,570 億 7,000 万元で、A株市場全体の 78.5%を占める。つまり、すでに海外市場に上場する国内ブルーチップのA株上場は、主として既存の保有株を国内市場で流通させる形になっている。このことは、A株市場の時価総額の拡大や資産構造の改善に対して、特に重要な意義を有している。

現在、海外市場に上場している国有ブルーチップのうち、まだ A 株市場への上場を果たしていない企業には、中国移动、中国电信、中国海洋石油、中国网通、招商局、中国海外集団などがある。このうち、中国移动などの数社はレッドチップ株である。レッドチップ株の A 株市場への上場をめぐるのは、株式発行会社を「公司法（会社法）」や「証券法」の規定に適合させる必要があるなど、現時点では若干の法律的障害がある。もちろん、このほかにも、A 株市場と香港市場のルールを合わせるなどの課題があるが、総じて見れば、法律を整備し、中国本土・香港双方による監督面の連携を図ることで、こうした障害は解消できるだろう。

② 中央企業¹¹を含む上場企業について支配株主¹²の関連優良資産を含めた全体上場を推進

中国資本市場の発展の 17 年間の歴史において、長い間にわたって、発行枠制度が設けられてきた。発行枠が存在するため、上場会社の資産は程度の差こそあれ、経営面での完全な独立を果たすことができず、親会社（支配株主）との「関連取引」が日常的に行われていた。資産の非独立性に起因する関連取引は、通常、上場企業の利益を損なうものである。こうした中で、関連取引による上場会社の損失を回避し、上場会社が資源の豊富な完全な形の市場参加者となるために、上場会社を通じて、親会社の関連優良資産を使った全体上場を奨励すべきである。仮に海外市場に上場したブルーチップの国内 A 株市場回帰を資本市場の供給政策の幕開けだとすれば、上場企業（中央企業を含む）の支配株主が有する関連優良資産を使った全体上場は、供給政策が佳境に入ることを意味しよう。株価指数が 1,000 ポイントから 4,000 ポイントに上昇した原動力が非流通株改革であり、4,000 ポイントから 6,000 ポイントへの上昇を導いたのが海外上場企業の国内市場回帰であるとするならば、上場企業（特に中央企業）の支配株主の関連優良資産を含めた全体上場が実現することで、中国の資本市場はさらに新たな時代、段階へと進むことができるだろう。

上場会社の親会社の関連優良資産の全体上場にあたっては、中央企業に重点が置かれるべきである。2007 年 12 月 25 日時点で、中国の中央企業は 151 社¹³（国有系の金融企業を含めない）あり、主な内訳は、航空宇宙・軍事関連 10 社、情報技術関連 14 社、石油化学工業関連 6

⁸ 国内一般投資家向けに人民幣建てで取引を行う株式（訳者注）。

⁹ 外国人投資家を対象に募集し海外の取引所に上場している株式のうち、香港に上場されている株式を指す（訳者注）。

¹⁰ 香港設立の中国系企業（訳者注）。

¹¹ 中央政府直属の国有企業（訳者注）。

¹² 親会社（訳者注）。

¹³ 「上海証券報」2007 年 12 月 25 日第 1 面を参照。

社、電力・石炭関連 16 社、機械関連 13 社、鉄鋼関連 8 社、非鉄金属関連 9 社、輸送・海運関連 11 社——などとなっている。中央企業はこれらの業界をリードしているか、独占的な地位を占めている。資源や市場の独占や、優遇政策への過度の依存にはここでは触れないが、実際の経済運営、特に一部の基幹産業において中央企業が主導的な役割を果たしていることは明らかである。この点を無視したままで、資本市場を発展させることは困難であり、資本市場の戦略的目標の実現にもつながらない。2007 年 10 月現在、中央企業が株式支配権を持つ上場企業は 279 社に上る。これらの企業は、中央企業の関連優良資産の全体上場を進める上で、主要な足がかりとなるだろう。そのためには、長期的な戦略計画が必要である。

③ 社債市場の発展の推進

債券市場、特に社債市場は、資本市場の重要な構成要素である。社債市場が未発達な資本市場は、構造上欠陥があり、機能上異常があり、資源配分の最適化や企業の資本構造管理にとってマイナスであるだけでなく、資本市場が持つ資産管理機能やリスク配分機能をも損ないかねない。現在、中国の資本市場の環境は、社債市場の発展に適している。社債市場を発展させる鍵となるのは、時代遅れで硬直化した社債発行管理体制を改革し、市場化された企業の業績に応じた透明な管理体制を築くことにある。2007 年 8 月、社債発行業務は中国証券監督管理委員会へ移管され¹⁴、その 1 カ月後に社債市場がスタートした。中国の金融構造改革が深まるにつれて、社債市場が急発展を遂げるものと見込まれている。

中国の資本市場の供給政策としては、前述した三つの主要方針の他、多層的な資本市場の整備、中小ハイテク企業の株式発行・上場、インデックス先物を含む金融派生商品の開発なども重要な内容となっている。

Ⅳ、内部需要の円滑な喚起と外部需要の開拓が需要政策の基本

主導的な役割を担う供給政策に合わせた中国資本市場の需要政策としては、次の二つの基本方針が挙げられる。一つは、積極的に内部需要の流れを整理し、金融資産の構造を絶えず調整し、個人と企業の金融資産構造を、これまでの銀行預金への一辺倒から、銀行預金と証券化された金融資産とを組み合わせた資産構造へと変えることである。証券化された金融資産が金融資産全体に占める割合を高めることは、中国の金融システムの市場化に向けた重要な目標となっている。もう一つは、外部需要の開拓に大きく力を入れることである。海外投資家を受け入れ、資本市場における海外投資家の投資比率を引き上げることは、資本市場の対外開放を進め、市場の需給関係の動的な均衡を保つための重要な措置となり、資本市場の国際化において重要な意義を持つ。

① 内部需要の円滑な喚起に向けた誘導が当面の中国資本市場の需要政策の基本方針

私たちは、長年取ってきた需要抑制（すなわち、資本市場への資金流入の抑制）という政策理念を捨てる必要がある。過去 30 年近くにわたる改革開放や発展を経て、中国社会はすでに

¹⁴ これまで社債の発行には、国家發展改革委員会、中国人民銀行、中国証券監督管理委員会（証監会）の承認が必要であったが、2007 年 8 月 14 日に施行された「公司债券発行試点弁法」により、テストの初期段階では、上海・深圳証券取引所に上場している会社と、中国国内で登記され海外で上場した株式有限会社の社債発行に限り、証監会に権限が一本化されることとなった。（以上、訳者注）

金融資産構造の大きな調整期を迎えており、投資家は収益・リスクがさまざまなレベルでバランスする多様な金融資産を待ち望んでいる。金融資産構造が変化しつつある今、投資家はハイリスク・ハイリターンで流動性が高く、証券化された金融資産を志向するようになり、こうした流れはすでに後戻りできないトレンドとなっている。流れに逆行するのではなく、合わせるこそが正しい政策である。

いわゆる内部需要とは、個人や企業の金融資産への需要を指しており、内部需要の円滑な喚起に向けた誘導とは、投資家が証券化された金融資産を志向することを前提に、政策的に資本市場への資金流入を導きつつ、金融資産構造の転換を図るプロセスのことである。ここで言う内部需要とは、「フロー型需要」¹⁵と「ストック型需要」¹⁶に分けられる。「フロー型需要」とは、投資家が当期の収入から当期の消費を差し引いた余剰分を証券化された金融資産に投資しようとする需要であり、「ストック型需要」とは、投資家が保有金融資産の構成を調整する中で、既存の資産を証券化された金融資産に転換する需要を指す。「フロー型需要」の増加の流れを誘導し、増えた資金が資本市場に投入される比率を引き上げることが、資本市場における需要誘導政策の第一歩であり、当面の重点政策でもある。一方、保有金融資産の構造調整によって「ストック型需要」を喚起し、ストックされた資金が資本市場に投入される規模を増やしていくことは、資本市場の需要誘導政策の戦略的目標になっている。

前述の需要誘導政策を実現するためには、供給拡大、構造改善という供給措置が必須になるほか、これと合わせた政策として次のようなものが不可欠になる。

第一に、機関投資家の増加に力を入れることである。中でも重要なのは、（オープンエンド型）証券投資信託である。これは一般投資家が市場へ参加するための手段であるが、より重要な点は、それ自体が証券化された金融資産の重要な構成部分であることである。証券投資信託は金融資産の種類を豊富にする上でも、金融資産構造の市場化や証券化を促す上でも、重要な役割を担う。

第二に、適切な課税政策がある。総じて言えば、流通市場での投資行為に対する税を増やすべきではなく、資本市場の発展を根本から脅かす資本利得税の導入は断じて避けなければならない。さもなければ、新規資金を次々に資本市場に回すことで需給の動的な均衡を保つという目標は実現できず、市場は以前のような停滞に逆戻りするだろう。

② 資本市場の対外開放の継続的拡大と外部需要の積極的かつ着実な増加

巨大な潜在的供給に見合った外部からの巨大需要を徐々に形成することが、資本市場の需要政策の重点戦略となる。

認識しておくべき点は、現在、中国の資本市場の時価総額はすでに約 30 億元に達しているものの、流通株の時価総額はこの 3 分の 1 に過ぎないことである。中国の時価総額上位 10 社の合計は、19 億 2,100 万元に達するが、流通株の時価総額は、9,035 億 7,100 万元で、時価総額全体の 5%に過ぎない。中国石油と中国工商銀行を例にとると、流通株の時価総額は、それぞれ株式時価総額全体の 1.64%、3.61%である。法律上は、3 年間の売却制限期間が過ぎれば、現在の売却制限付株式が流通株となるため、市場に対する心理的圧力が懸念される。巨大な潜在的供給に対して、内部需要だけで市場の戦略的バランスを保つことは困難であり、これに見

¹⁵ 原文は「増量需求」。

¹⁶ 原文は「存量需求」。

合った外部の巨大需要を探ることが必須になる。中国の資本市場にとって、適格外国機関投資家（QFII）は外部需要ではあるものの、「巨大需要」ではない。中国の金融システム改革や資本市場の対外開放に伴う外部の「巨大需要」の形成は、漸進的な過程になる可能性がある。従来の QFII の高いハードルを引き下げ、さらには海外一般投資家の参入を許可していくという変化の過程を経るかもしれない。海外上場したブルーチップ企業の国内市場回帰の規模や速さに比べ、外部需要受け入れの規模や速さは遅れており、中央企業の全体上場など、資本市場における供給が今後さらに拡大することを考えると、外部の「巨大需要」の形成は待ったなしの重要課題となっている。

資本市場の需要政策の制度設計において、適切な対応が求められる課題が一つある。すなわち、需要（資金）の流入・流出の関係であり、需要（資金）の流出、流入のいずれに政策の重点を置くかという問題である。著者としては、需要（資金）の流入を重点とすべきであり、供給政策において供給拡大が重点になるのと同様に、需要（資金）の流出は資本市場の需要政策の柱にはならないと考える。こうした意味から言えば、「香港株直通列車」¹⁷のような需要（資金）流出政策は、中国の資本市場の発展に対して何らプラスの意義を持たないのである。

V. 結び：資本市場と大国のマネーゲーム

資本市場の発展には数百年にわたる歴史があり、その過程には喜びと悲しみ、理性に基づく繁栄やバブルの崩壊、未来への憧れや期待、すべてが水泡に帰するやるせなさが入り交じっている。しかし、これこそが資本市場が生まれ持つ性質である。人類社会が 21 世紀に入った後も、資本市場のこうした性質は変わっておらず、さらに変化が生じて新たな特徴も生まれている。つまり、現在の資本市場はこれまでにないほどの重要性を帯び、著しい発展を遂げ、人々の熱い注目を浴びている。経済におけるグローバル化が進み、金融の重要性が増している今日、資本市場はすでに大国のマネーゲームの中心舞台となり、マネーゲームは国際的な経済競争の支柱の一つとなっている。

資本市場が 21 世紀における大国のマネーゲームの舞台となり得た背景としては、次の点が挙げられる。

- ・現代金融の中心が資本市場であり、資本市場は資源配分の過程において他には取って代わることをできない重要な役割を果たしていること。
- ・資本市場は以前にも増して現代経済の強力な原動力となっていること。このような強い原動力が、フロー資金の調達やストック型資産の調整、富の創造、リスクの流動化などの機能を一身に集め、その絶妙な構造と機能によって、日増しに拡大する実体経済を発展させ続けていること。
- ・資本市場が実体経済の成長を推し進めると同時に、レバレッジ効果により巨大かつ生命力溢れる資産を生み出し、さらには金融構造に変化をもたらし、金融の革新や変革を絶えず促していること。
- ・資本市場が富の流動状態の変化を通じて、リスクを固定されたものから流動化されたものへと変え、金融リスクの流動化によりリスク分散が現実的に可能になり、現代金融を一種の芸術た

¹⁷ 今後解禁の可能性がある中国本土の個人による香港株への直接投資（記者注）。

らしめ、金融構造の制度設計を一種の国家戦略としたこと。

われわれは前述の理念や視点から資本市場を理解してこそ、資本市場発展に向けた正しい道を探り当てることができるだろう。

【参考文献】

呉曉求ほか『中国資本市場：從制度変革到戰略轉型』（中国の資本市場：制度変革から戰略転換へ）中国人民大学出版、2007年

呉曉求『中国資本市場分析要義』（中国の資本市場分析の要点）中国人民大学出版社、2006年

呉曉求「対当前中国資本市場的若干思考」（当面の中国の資本市場に対する若干の考え方考）『經濟理論与經濟管理』（經濟理論と經濟管理）2007年9期

著者紹介

呉 曉求 (Wu Xiaoqiu)

中国人民大学金融証券研究所 所長

1959年生まれ。1983年江西財經大學經濟学部卒業後、中国人民大学で博士号取得。

1987～2002年、中国人民大学の經濟研究所マクロ室主任、財政金融研究科副研究科長、研究生院副院長などを歴任。1996年より中国人民大学金融証券研究所所長、2002年より同大学學術委員会委員、2006年より同大学校長補佐、研究生院常務副院長などを務め、現在に至る。

主要著書に『市場主導与銀行主導：金融体系在中国的一种比較研究』、『中国資本市場分析要義』などがある。

- ・中国人民大学金融証券研究所は、中国の国家重点大学の一つである中国人民大学内に設置された金融分野・証券分野を研究するシンクタンクである。



Chinese Capital Markets Research