



——「熱点」とは中国語で、今注目のホットな話題、という意味である

## 中国の金融三十条意見を通じた 資本市場改革

### I. 金融三十条意見の公表

2008年11月に開催されたG20財務大臣・中央銀行総裁会議（ブラジル・サンパウロ）と緊急金融サミット（ワシントン）を前に、中国政府は4兆元（約53兆円）<sup>1</sup>規模の景気対策を行うことを内外に発表し話題を呼んだ。この大型景気対策は、2008年11月5日に開催された国務院常務会議（閣議に相当）で10項目の措置として正式決定されているが（図表1）、4兆元という規模ばかりが注目され、一番最後の「経済成長に対する金融の支援を強化する」という措置が盛り込まれたことが必ずしも注目を集めたわけではなかった。

その後、同年12月3日に「金融による経済促進の九措置」が発表され、この金融面での挺入れ策に関する基本原則が示された（図表2）。この基本原則を踏まえ、続く12月8日には国務

図表1 中国の景気対策（2008年11月5日）

1	社会保障的性格をもつ住宅安定プロジェクト建設を加速する。
2	農村インフラ建設を加速する。
3	鉄道・道路・空港等の重要インフラ建設を加速する。
4	医療・衛生・文化・教育事業の発展を加速する。
5	自然環境整備を強化する。
6	自主的なイノベーションと構造調整を加速する。
7	地震被災地域の災害復興のための各種施策を加速する。
8	個人所得の水準を引き上げる。
9	全国すべての地域・全業種において、増値税の転換改革を全面的に実施し、企業の技術革新を奨励し、企業の税負担を1,200億元軽減する。
10	経済成長に対する金融の支援を強化する。 商業銀行に対する貸出総量規制を取り消し、貸出規模を合理的に拡大し、重点プロジェクト・「三農（農業・農村・農民）」・中小企業、技術革新・M&Aへの貸出支援を強化する。

（出所）国務院より野村資本市場研究所作成

図表2 金融による経済促進の九措置（2008年12月3日）

1	適度な金融緩和政策を実施し、銀行システムの流動性を確保する（政策性銀行の2008年度の貸出規模を1,000億元追加する）。
2	貸出サービスを強化・改善し、中小企業、農村、消費市場（住宅、自動車）などの分野の資金需要を満たす。
3	株式市場や先物市場の安定的な発展を促進し、債券の発行規模を拡大する。
4	「三農（農業・農村・農民）」、住宅・自動車、健康、年金などへの保険業務の展開と保険会社のインフラ投資を促進する。
5	企業の新たな資金調達方法（銀行のM&A貸出、不動産投資信託（REIT）、エクイティ投資基金等）を開拓する。
6	外貨資金の使用効率を向上させ、対外貿易の発展を促進する。
7	金融サービスの現代化とサービス水準の向上を加速する。
8	租税・財政政策を用いながら、金融業の不良債権処理能力を強化する。
9	金融改革を促進し、金融監督・リスク管理を強化する。

（出所）国務院より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> 本文中の邦貨換算については、2008年12月31日付中間レートに基づき、1元=13.2円として計算した。

図表3 当面の金融による経済発展促進に関する若干の意見（2008年12月8日）

金融三十条意見の主な内容	資本市場 関連政策
<b>1. 基本方針—適切な金融緩和と政策を徹底し、マネーサプライの伸びを促進</b>	
(1) ・ 銀行システムの潤沢な流動性を保ち、マネーサプライの伸びを促進するため、2009年のマネーサプライ伸び率を17%以上に設定し、3年物の人民銀行手形の発行を停止し、1年物と3ヶ月物の発行頻度を減らす。 (2) ・ 政策性銀行（国家開発銀行、中国輸出入銀行、農業発展銀行）の2008年の貸出枠を1,000億元追加し、商業銀行による中央投資プロジェクトへの資金投入を奨励する。同時に2008年通年の新規貸出規模を4兆元以上に増加させる。 (3) ・ 貸出金利の基準金利（法定下限金利）を柔軟に適用する。 ・ 主体性・コントロール可能性・漸進性という原則に基づき、人民元為替相場の形成メカニズムを一層完全なものに作り上げ、人民元相場の柔軟性を拡大し、人民元相場の合理的で且つ均衡水準での推移を維持する。	
<b>2. 貸出政策—貸出サービスの改善と強化を通じ、資金ニーズを充足</b>	
(4) ・ 金融政策と産業政策、貸出政策の協調性を強化し、産業政策に一致する業界、「三農（農業・農村・農民）」等への貸出を拡大し、一般加工業向け貸出をコントロールし、エネルギー多消費、汚染物質多排出及び設備過剰業種への貸出を制限する。 (5) ・ 商業銀行がリスコンコントロール可能なことを前提に、基本状況が良好でありながらも一時的な経営難や財務困難に陥った企業に対し、資金支援を行うことを推奨する。 ・ 当面の特殊な期間のニーズに応じ、「貸出通則」等の関連規定を修正し、貸出規制を緩和する。 (6) ・ 多様化する中小企業向け貸出についての保証基金及び保証会社を設立し、条件に一致する中小企業信用保証機関の営業税を免除し、中小企業向け貸出の拡大をはかる。 (7) ・ 金融機関の人民元建輸出信用業務（バイヤーズクレジット）の取り扱いを認める。金融機関の輸出信用業務に輸出信用保険を活用する。 (8) ・ 産業移転向けの銀行融資を強化し、国内過剰生産能力の海外移転を支援する。 (9) ・ 農業発展銀行、郵政貯蓄銀行、農村信用社による農業金融を政策的に支援する。森林権抵当貸付を含め担保の多様化を進める。 (10) ・ 最初の普通住宅購入や普通住宅改築のための住宅ローンを支援する。都市部の低所得者向け住宅等への貸出を支援する。 ・ 自動車ローン業務の発展を支援するため、自動車金融会社の資金調達ルートを広げる。	○
<b>3. 資本市場—多層的な資本市場システムの構築と資源配分機能を発揮</b>	
(11) ・ 有効な措置を取り、株式市場の安定運営をはかり、資源配分機能を発揮させる。 ・ 中小企業板（深圳証券取引所）の諸制度を完備すると同時に、適切なタイミングで創業板（新興市場）を試行する。 ・ 資本市場を通じた企業の合併・リストラを支援し、審査手順を簡素化し、効率を向上させる。 (12) ・ 先物市場を発展させる。 ・ 鋼材、米などの商品先物の取引を早期に開始する。 (13) ・ 企業債、公司債、短期融資債券（CP）及び中期手形（中国版MTN）の発行規模を拡大し、中小企業集合債券の発行を展開し、中小企業の短期融資債の発行を試行する。 ・ 海外機関及び海外企業の中国国内での人民元建て債券発行を検討する。 ・ 中国大陸内での業務量の多い香港企業や香港の金融機関による香港での人民元建て債券の発行を認める。	○ ○ ○ ○ ○ ○ ○ ○
<b>4. 保険業—保障機能及び資金調達機能を発揮</b>	
(14) ・ 農業保険、住宅ローン・自動車ローン関連保険、重要プロジェクトのための建設工率保険、災害復興に対応した保険を発展させる。 ・ 短期輸出信用保険市場の開放と商業保険会社の参入を検討する。 (15) ・ 保険会社による国債、金融債、企業債及び公司債の購入を奨励する。 ・ デットなどの方式を通じた交通、通信、エネルギー分野と農村地区のインフラ建設への投資を誘導する。 ・ 国有大型企業へのエクイティ投資を推進する。 (16) ・ 商業保険を通じた多層的な年金保障プランの構築を奨励、支援し、税制優遇措置も検討する。健康保険や農民向け保険も発展させる。	○ ○ ○ ○
<b>5. 企業金融—新たな資金調達方法の開拓</b>	
(17) ・ 商業銀行による企業の内外M&A向け貸出解禁する。企業のM&Aに伴う租税政策も検討する。 ・ ジャンク・ボンドやレベニュー・ボンドの発行を試行する。 (18) ・ 不動産投資信託（REIT）を試験的に展開し、不動産企業の資金調達ルートを拡大する。 (19) ・ エクイティ投資基金管理弁法を制定し、ベンチャーキャピタル企業向けの税制優遇政策を整備する。 (20) ・ 村鎮銀行等新型農村金融機関のテストや小額ローン会社のテストを拡大する。 (21) ・ 信用リスクの管理手法を開発する。銀行間債券市場での中小企業向け貸出、農業向け貸出、国家重点プロジェクト向け貸出等を標準化した資産とした信用リスク管理手法を試行する。	○ ○ ○ ○ ○ ○
<b>6. 外貨管理—貿易と投資の利便性のため、外貨管理規制を緩和</b>	
(22) ・ 企業の輸出前受金の人民元転換比率を10%から25%に引上げ、小口の輸出前受金を人民元転換枠管理対象から除外する。 ・ 輸入延払の年度発生額上限を前年度輸入外貨支払額の10%から25%に引上げる。 ・ 企業の（貿易決済に関する）臨時申請と人民元転換増加申請の手続きを簡素化し、審査時間を短縮させる。 ・ 企業グループ（地場企業と外資企業を含む）の外貨資金集中管理を認可し、資金利用効率を向上させる。 ・ 香港での人民元業務の発展を支援し、周辺諸国との貿易における人民元建て決済の規模を拡大する。	○ ○
<b>7. 金融サービス—現代化とサービス水準の向上</b>	
(23) ・ 資金決済システムを改善する。 ・ 国家集中支払制度を拡大して、財政支出に伴う最終受益者への適時、安全な支払を確保する。 ・ 信用評価システムの構築（特に中小企業と農村向け）を加速する。 ・ 債券市場の格付けシステム（特に中小企業向け）を規範化する。	○
<b>8. 租税・財政政策—金融サービスを強化し、経済発展能力を促進</b>	
(24) ・ 中小企業向け貸出の不良債権の償却条件を緩和し、一定の条件を備えれば債務のリストラと金利減免を認める。 ・ 借入人が借り入れ元金利息を期日通りに返済できない場合、リストラや利息減免などを通じて返済可能と見込めれば、金融機関による同貸出のロールオーバーを可能とする。 (25) ・ 税務部門は金融機関の不良債権償却手続きを簡素化し、不良資産の早期処理を促進し、貸出の縮小を防止する。 ・ 金融機関の担保資産処理に関する租税政策を検討する。 ・ 消費型増値税へのシフトに合わせて、ファイナンスリースの租税政策を調整する。 (26) ・ 地方政府による「中小企業向け貸出リスク補償基金」設立を支援する。 ・ 金融機関の中小企業向け貸出専門部門の設立を奨励する。 ・ 先進的な技術・製品の導入のための外貨資金ニーズに応ずるため、中国輸出入銀行を通じた低利融資を以って支援する。	
<b>9. 金融改革の促進—リスク管理の強化と金融秩序の維持</b>	
(27) ・ 国際金融危機のモニタリング及び対応メカニズムを整備する。国内金融市場の流動性の状況、金融機関の流動性と資産負債の変化について注視する。 (28) ・ 金融管理監督システムを整備する。中央銀行と金融管理監督部門との協調を強化する。 (29) ・ 商業銀行及びその他金融機関の各種改革を継続する（ガバナンス、内部コントロール及びリスク防止メカニズム）。金融を通じた経済発展の質を高め、低水準の重複投資を防止する。 (30) ・ 地方政府による金融サービスを改善するための条件整備を支援し、奨励する（銀行債権の保護、銀行債務逃れの防止、担保資産処理、法に則った破産・清算処理）。地方金融機関の改革を引続き推進する。	

(注) 資本市場関連政策は、筆者にて分類。  
 (出所) 國務院より野村資本市場研究所作成

院弁公庁（内閣官房に相当）から「当面の金融による経済発展促進に関する若干の意見」が発表され、三十項目に及ぶ施策が明らかにされた（図表 3）。この意見は、現在、「金融三十条意見」と呼ばれ、短期的な景気対策としても、また中長期的な規制緩和や市場整備策としても、中国国内の金融・資本市場関係者の間で話題を呼んでいる。

金融三十条意見は、「金融による経済促進の九措置」に沿って、基本方針、貸出政策、資本市場、保険業、企業金融、外貨管理、金融サービス、租税・財政政策、金融改革促進の九措置を更に内訳を明確にする形で構成されている。

## II. 新たな金融商品やサービスの登場

金融三十条意見には、資本市場の分野で、既に導入されている制度や商品の強化だけでなく、新たに導入する金融商品やサービスも含まれている。以下、業務分野別に概観する。

### 1. 資金調達業務

金融三十条意見の柱の一つは企業（特に中小企業）の資金調達支援となっており、銀行融資についても多くの内容が含まれているが、資本市場についてもいくつかの目玉がある。

株式市場については、深圳証券取引所にある中小企業板の制度整備を継続するとともに、2008年から懸案となっている創業板（新興市場）を試験的に実現するとしている。新興企業の資金調達を目的とした創業板については、2008年3月、「創業板上場管理弁法」の草稿が既に発表されており、当初は2008年内の実現を目標としていた<sup>2</sup>。金融三十条意見により創業板の設立作業も加速していくことと思われる。株式市場で長年懸案となっている先物市場の発展も掲げられている。

債券市場では、社債市場の規模を拡大するとしている。社債には、企業債（国家发展改革委員会所管）・公司債（証券監督管理委員会所管）と、短期融資債券（CP）・中期手形（中国版MTN）（以上、中国人民銀行所管）が含まれる。中小企業による短期融資債券の発行については、中国人民銀行が2009年1月9日、銀行間債券市場での最低発行金額（5億元、66億円に相当）を撤廃しており、既に道筋が付けられている。中小企業向け貸出債権の証券化に相当する中小企業集合債券については、過去に深圳市で発行されたことがあり<sup>3</sup>、今後も実績を積み重ねていくことになろう。また、金融三十条意見では、特に中小企業を意識しながら、債券市場での格付けシステムを整備することも謳っている。

金融三十条意見には、自動車金融会社の資金調達ルートの拡大も盛り込まれている。2008年には上海 GM の自動車金融会社による自動車ローン担保とした証券化が行われたことがあり、後続案件や社債発行の可能性も注目される。パンダ債（非居住者人民元建債券）についても、これまで ADB（アジア開発銀行）や IFC（国際金融公社）といった国際金融機関に限定してきた発行体を、海外企業にも開放するとしている。海外企業にとっては、パンダ債の開放は、中国国内での人民元資金の調達に資することになろう。

新たな金融商品として、不動産投資信託（REIT）を試験的に解禁するとしていることも注目

<sup>2</sup> 神宮健・神山哲也「中国におけるプライベート・エクイティ市場の現状」『季刊中国資本市場研究』2008年夏号。

<sup>3</sup> 2007年、深圳市の中小企業20社を対象に10億元が発行されている。期間は5年。

される。不動産市場の梃入れを狙ったものとも言える。ジャンク・ボンドやレベニュー・ボンドの発行も試験的に解禁する方針である。

また、企業（国内企業、外資系企業）の外貨資金集中管理を認可するとしており、他国・他地域で行われているような米ドルや円によるキャッシュマネジメントの実現に道が開けるかどうかも期待される場所である。

## 2. M&Aアドバイザー業務

中国企業の（クロスボーダーを含む）M&Aには関係省庁の認可が必要であるが、M&Aを円滑に推進できるよう、審査手続きを簡素化することが盛り込まれている。また、M&Aに伴う商業銀行融資は、1996年から禁止されてきたが、金融三十条意見ではこれを解禁するとした。

前者の審査手続きについては、2009年1月14日、企業登記を管理する国家工商行政管理総局が「持分出資登記管理弁法」を公布し（施行は同年3月1日）、現地法人の出資持分等を用いたM&Aに関する要件や手順が明確にされた。後者のM&A融資については、2008年12月6日、中国銀行業監督管理委員会は「商業銀行のM&A貸出のリスク管理手引き」を公布・施行している。当該手引きの公布・施行後、国家開発銀行や中国工商銀行による特定企業向けのM&A与信枠の設定も相次いでいる。

## 3. 資産運用業務

中国の年金体系は、基本養老保険（日本の国民年金・厚生年金保険に相当）、企業年金、個人貯蓄の三つの柱から構成されているが、中国では、保険会社が提供する年金保険を「商業保険」として位置付けており、金融三十条意見では、この商業保険を発展させ、多層的な年金保障プランを構築するとしている。税制優遇も検討される予定で、保険資金の運用も重要となろう。

## 4. その他資本市場関連業務

自己投資業務にも関連するが、エクイティ投資やベンチャーキャピタル企業向け投資を促進するための税制優遇措置などを整備するとしている。

保険業界関連では、保険会社による国有大型企業へのエクイティ投資や、エネルギー分野やインフラ建設へのデット投資も支援、奨励するとしている。合わせて、保険会社による社債投資を奨励するとしている。

商品開発に関しては、鋼材、米などを対象とした商品先物を早期に導入するとしている。その後2009年2月19日、証券監督管理委員会は、鋼材に関し、上海先物取引所での線材及び異形棒鋼の先物取引を認可したことを明らかにした。

# III. 人民元のオフショア業務も具体的段階に

## 1. 人民元建て貿易決済の試験的導入

金融三十条意見では、人民元のオフショア業務を具体的に進めることも盛り込まれている。一つ目として、香港での人民元業務の発展の支援と、周辺諸国との貿易における人民元建て決済を実現するとしている。世界各国の景気減速や元高により、中国の輸出企業の経営や収益は大きな影響を受けているが、人民元建ての貿易決済が認められれば、輸出企業の為替リスクのヘッジに

資することになる。

2008年12月24日、国務院常務会議は、輸出促進支援策の一つとして、広東省・長江デルタ地区（上海市、江蘇省、浙江省）と香港・マカオ間の貿易取引、広西チワン族自治区・雲南省とASEANとの間の貿易取引について、時期は明示していないが、人民元建て決済を試験的に導入することを決定している。

広東省・長江デルタ地区から香港・マカオへの2007年の輸出金額は1,748億ドル（中国全体の14.36%）、輸出入総額は1,849億ドル（同8.51%）となっている。また、広西チワン族自治区・雲南省からASEANへの2007年の輸出金額は39億ドル（中国全体の0.32%）、輸出入総額は59億ドル（同0.27%）となっている。試験地域からの輸出金額は、中国全体の輸出金額の約15%にも上っており、これらの輸出金額が今後もし全て人民元建てで決済されれば、輸出企業にとっても相応のインパクトがあろう。

貿易取引の人民元建て決済に当たっては、相手国・地域にも人民元資金や人民元市場が必要となる。このため金融三十条意見では、金融機関にも人民元建輸出信用業務（バイヤーズクレジット）<sup>4</sup>の取り扱いを認めるとしている。香港には既に人民元預金市場があるが、2009年1月20日、中国人民銀行とHKMA（香港金融管理局）は2,000億元（2,270億香港ドル相当）の通貨スワップ協定を結んだ<sup>5</sup>。続く同年2月8日、中国人民銀行とバンク・ネガラ・マレーシア（マレーシア中央銀行）は800億元（400億マレーシアリング相当）の通貨スワップ協定を結んだ。これらの通貨スワップ協定は、緊急時の相互の資金融通に備えると同時に、貿易取引の人民元建て決済実現のための資金基盤とすることも狙っている。

## 2. 香港での人民元建て債券発行の拡大

2007年から大陸系銀行の香港での人民元建て債券発行が解禁されてきたが、香港人民元債は香港の人民元預金にとっての重要な運用手段となっている。金融三十条意見では、香港人民元債の発行体を、中国大陸内で多くの業務を抱える香港企業や香港金融機関にも開放することを謳っている。香港人民元債の市場規模の拡大は、前述の貿易取引の人民元建て決済と車の両輪で進むことになる。

以上のように、金融三十条意見では、中国自身の資本市場の改革や人民元の国際化に向けた重要な措置が戦略的に盛り込まれている。グローバルな金融危機下でも静かに進んでいる一連の措置が着実に実施されれば、危機収束後、中国の資本市場を新たなステージに押し上げることとなる。

株野村資本市場研究所 主任研究員  
関根 栄一

<sup>4</sup> 輸入者を直接の貸付の相手方とする。

<sup>5</sup> 合意は2008年12月19日。