



金融構造の改善こそ中国経済の活路¹

郭 樹清*

要約

1. 中国の経済構造が歪められているが、その要因の一つは、要素市場が資源配分における基本的な役割を十分に発揮していないことである。改革を深化させ、労働力・土地・資本などの要素市場に長期にわたって存在してきた制度的な障害を取り除いてこそ、資源配分の効率を著しく向上させることができる。産業の構造調整と高度化に向けて、金融サービス業システム、中でも直接金融の健全化と改善を急がなければならない。
2. 資本市場の科学的な発展を推進するには大きな努力が必要である。すなわち、発行及び上場廃止制度改革を揺るぎなく深化し、多層的で品揃えの良い資本市場体系の発展を加速し、上場会社のコーポレート・ガバナンスの改善にしっかりと取り組み、より大きな決心とより細かい気配りで機関投資家を育成し、市場の効率を絶え間なく向上し、リージョナル・リスクとシステムック・リスクの発生を断固として防ぐことである。

I、はじめに

30 数年の間、超高度成長を続けてきた中国経済は、グローバル経済・政治の構図の根本的な変化を促した。しかし、これらの成果には代償がないわけではない。要素投入のコストと資源配分の効率の面で、多くのことがすでに限界に達している。このため、2012 年に入ってから中国における経済成長の鈍化はごく正常なことであり、理にもかなっている。中国は発展の方式を変えなければならない。これはまさに「第 12 次五ヵ年計画」の核心である。この過程において、金融システムの更なる改革の果たすべき歴史的役割は極めて大きい。

II、中国経済における貯蓄と投資の深刻なアンバランス

国家統計局のデータに基づいて分析、比較してみよう。2011 年の国内総生産（GDP）は 47 兆円で、そのうち最終消費が 22.5 兆元、総資本形成が 22.9 兆元、純輸出が 1.2 兆元である。これに基づいて計算すると、中国の貯蓄率は 52%に達し、これは世界でも類を見ない水準であり、大国について言えば、前例がない。このため、一部の経済学者は、中国の計算方法が国際社会で

¹ 本稿は中国社会科学院世界経済政治研究所『国際経済評論』2012 年第 4 号掲載の「金融構造改革の改革がなければ中国経済に活路はない」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。

* 郭 樹清 中国証券監督管理委員会 主席

通用するルールと大きな隔たりがあると疑っている。しかし、45%の貯蓄率で計算しても、中国の年間貯蓄総額は21.5兆元を超え、現在の為替レートで換算すると約3.4兆ドルとなる。この数字は世界最高水準であり、中国が資金不足であるとは言えず、問題はその配分と利用効率が低いことである。

中国の貯蓄は、まず工業投資に使われ、その割合は固定資産投資総額の40%に達している。しかし、2009年時点では、24の工業業種のうち21業種がすでに生産能力過剰になっている。技術が成熟した製造業であれば、生産能力が足りない業種はほとんどない。第12次五ヵ年計画期間中に、時代遅れの設備を淘汰することはますます重要な課題となっている。近年、大規模な投資の対象となっている多結晶シリコンや、太陽電池、風力発電設備、電気自動車などいわゆるハイテク・新技術産業は大幅な赤字に直面している、あるいは間もなく直面することになるだろう。

二つ目は、インフラ建設への大規模な投資である。エネルギー、交通、通信への投資は固定資産投資総額の約12%を占める。これらの分野は、もともと中国の「ボトルネック」だったが、現在はすでに局地的に過剰に陥っている。一部の道路と線路は遊休化するのが確実であり、また多くの施設はすでに破損している。

三つ目は、都市建設への投資である。そのうち不動産だけで約25%を占める。様々な要因により、取り壊しては建てるという繰り返しが多い。一部の道路や配管・配線は、完成して数年も経たないうちに取り壊されて作り直される。農村地域や、学校、病院などを含めた公共事業は不足であると同時に、重複・遊休という問題が深刻である。

四つ目は、農村への投資が少なく、年間3兆元強にとどまる一方、無駄が多い。農民の自宅建設において、取り壊しては建てるという繰り返しの問題はさらに深刻である。沿海の発達した地域には、改革開放以降、すでに四代目、五代目の住宅が建てられ、その投資額は年間1兆元に達し、平均6、7年ごとに立て直されていると推計される。都市部に出稼ぎに行ってしまった人が多いので、実際、農村部の多くの家には人が住んでいない。

五つ目に、その他のサービス業への投資が固定資産投資総額に占める割合は20%未満である。そのうち、卸売り・小売りが2.4%、科学研究と技術サービスが0.5%、教育が1.3%、衛生・社会福祉が0.8%、住民サービスが0.4%、文化・娯楽が1%となっている。注目すべき点は、水利、林業、環境保全の合計は僅か1.9%にとどまることである。

物的資本形成に比べ、人的資本形成がより重要となる。2008年の教育に使われる公共支出の対GDP比は、高所得国の平均が5.4%、中所得国の平均が4.5%、世界平均が4.6%であり、中国は2012年に政府目標の4%に達すると期待される。医療衛生については、その支出の対GDP比は世界平均で9.7%、中所得国家が5.4%、高所得国家が11.2%であり、中国は4.3%で、そのうち公共資金が占める割合についてもほかの国の平均水準を下回っている。

貯蓄形態の違いも大きい。中国はアメリカより高齢化が進んでおり、全人口に占める60歳以上の人口の割合は13.7%に達しているものの、年金規模がごく僅かである。現時点では、対GDP比は7%未満の約3兆元にとどまり、一人当たり2,300元となっている。OECDの統計によると、2010年にアメリカの年金規模の対GDP比は73%に相当し、一人当たり3.5万ドルに達している。この比率は、イギリスでは87%、カナダでは61%、チリでは67%となっている。

貯蓄、投資、消費の構造が正常な状態からかけ離れていることは、経済・生産構造のアンバランスを裏付けている。経済活動において、金融を含めた第三次産業の発展が不十分であり、2011年にGDPに占める割合は僅か43%に過ぎない。これは、先進国の約73%、中所得国の約53%

より低いだけでなく、多くの発展途上国よりも低い。2008年の世界平均は69%だった。

構造のアンバランスは、社会、文化、経済・政治体制と深く関わっている。大きな要因の一つに、要素市場が資源配分における基本的な役割を十分に発揮していないことがある。このため、改革を深化させ、労働力・土地・資本など要素市場に長期にわたって存在してきた制度的な障害を取り除き、資源配分の効率を著しく向上させる必要がある。

Ⅲ、急務である金融サービス業システムの健全化と改善

中国の金融業を巡っては、「ジレンマの問題」がよく知られている。つまり、企業が多い一方、資金調達が難しい、資金が多い一方、運用の対象が限られている。中国が毎年、世界経済に提供する貯蓄原資は2,000億ドルに上り、国内農業への固定資産投資よりも多い。

このパラドックスを解決するための鍵は、金融システム改革と資本市場の構築にある。実際、中国の金融市場自身も比較的深刻な構造問題を抱えている。

まず金融における構造上のアンバランスの問題である。最も突出しているのは、間接金融への過度の依存と、直接金融の割合が低い点である。2012年以降、社会融資額のうち、貸出と銀行引受手形が80%を占め、株式と債券による資金調達は20%未満となっている。全国の資金調達をストック面で見ると、2011年末の銀行貸出残高の割合が54%に達しているのに対して、企業の株式の時価総額と債券残高の割合は僅か26%にとどまる。この割合は、直接金融主導のアメリカとイギリス（各々73%、62%）を遥かに下回るだけでなく、間接金融主導のドイツと日本（各々39%、44%）よりも低い。中国の個人金融投資を見ると、銀行預金は64%、株式・債券・投信などは14%未満である。これに対し、アメリカの個人金融資産の70%弱は株式、投信、資本市場に投資する年金となっている。

次に、資本市場の内部においても構造上のアンバランスが見られる。一つ目は、債券市場の発展が大きく後れている点である。2011年末の中国の株式時価総額は社債残高の約4.5倍となっている。しかし、多くの成熟した市場では、社債の規模は通常、株式市場よりも大きい。二つ目は、エクイティ・ファイナンス市場の構造が単一である。アメリカには、ニューヨーク証券取引所、ナスダック市場、OTCブリティンボード市場、ピンクシート市場、グレー・マーケットなどいくつかの階層の市場があり、ピラミッド式となっている。しかし、中国証券市場の場合、メイン・ボード、中小企業板、創業板、株式譲渡代行システムは逆ピラミッド式になっている。三つ目は、先物などの派生商品市場の発展が不十分な点である。成熟した市場では、先物、オプション、スワップなど派生商品の種類が豊富で、取引規模も大きく、経済発展との関連性が非常に強い。四つ目は、投資家の構造が合理的でない点である。機関投資家が保有する株式は、中国の株式市場（A株）の場合、時価総額の15.6%にとどまっているのに対し、先進国市場ではおおむね70%となっている。五つ目は、取引構造が非合理的なことである。個人投資家が保有する株式（A株）は時価総額の26%にとどまっているのに対し、売買高に占める割合は85%に達している。

最後に、実体経済に対応する金融サービスにおける構造的なアンバランスである。商業銀行主導の金融システムでは、大企業や政府関連企業が金融資源の取得において明らかに有利な立場にある一方、中小・零細企業と革新型企業が受けられるサービスは非常に限られる。2011年時点で、中国には1,000万社以上の中小企業があり、彼らは税収の50%を納め、国内総生産の60%

を生み出し、研究開発の成果の 70%を作り出し、都市部雇用の 80%を提供し、全国の企業数の 99%を占めている。中関村科学技術パークだけで創業板の上場基準を初歩的に満たす会社は 1,000 社余りに達しているが、資本市場にアクセスするチャンネルが非常に限られている。

IV. 産業構造調整と高度化を促進する直接金融

前述のように、現在、中国経済が抱えている最も深刻な問題は小型・零細企業の資金調達難である。銀行の潜在力を発揮させた上で、民間貸出の規範的な発展も積極的に推進しなければならない。その上、小型・零細企業が通常必要とする資本金、あるいは期限がやや長いデット・ファイナンスについては、直接金融によって賄われなければならない。

科学技術の革新と文化・クリエイティブ産業を発展させ、産業の高度化を実現するには、資本市場をより上手に活用しなければならない。多くの既存産業を再編するには、買収・合併市場の役割を一層発揮させるべきである。先進国では、市場原理に基づく買収・合併の取引額は、一般的に GDP の 5%以上、場合によって 10%超に相当する。新興国でさえ 3%以上に達しているが、中国は僅か 1%前後である。また、戦略的新興産業を新たに見出し、発展を促進する過程においても、同じように資本市場の役割を發揮させるべきである。真の新興産業は、しばしば零細企業の中から育まれてくるものであるが、こうした企業は極めて大きな不確実性と少ない資産という特徴から、銀行融資を受けるのが難しい。しかし、株式、債券、ベンチャー・キャピタル、プライベート・エクイティ・ファンドなどを含めた資本市場の場合、資金調達側と投資側のリスク分担、利益共有というメカニズムが備わっており、革新型企業の成長を促す基本的なプラットフォームになることができる。

実際、世界的な新興産業の競争の焦点は、常に各国経済・社会の資源配分の効率にある。アメリカが 1980 年代のハイテク・ブームで独り勝ちできたのは、資本の有効利用と科学技術を結びつけるメカニズムの存在による。近年、アメリカのアップル（Apple）やフェイスブック（Facebook）が素晴らしい成功をおさめ、スマートフォンやタブレット型コンピューター、交流サイトなどの新興産業が急速に台頭したのは、資本市場がこれら産業をいち早く察知し、その急成長を促すことができたからである。2012 年 4 月 5 日に、アメリカが中小企業の資金調達促進のための法案²を公表し、中小企業の上場手続きの簡素化、上場基準の緩和を打ち出したのも、革新型・成長型企业に良好な金融サービス環境を提供するためである。

国民がさらに社会保障の恩恵を受けられるようにするには、根本的に資本市場の十分な発展が必要である。2020 年に中国の 65 歳以上の人口は総人口の 12%を占めると予想されている。しかし、社会保障と年金システムの整備が大きく遅れており、社会保障の資金や企業年金など長期資金は、投資チャンネルが少なく、価値の維持・増加のために、専門の機関投資家の育成を通じて、科学的かつ合理的に資本市場に参加する必要がある。中国の国民の一人当たり銀行預金は 2.3 万円で、貯蓄の動機の多くは老後の備えである。これは本来非常に良いことだが、問題はその価値の維持・増加を可能にしなければならない点である。資本市場がなければ、それはできない。

資本市場の発展は、金融システムの内部のリスクの分散に役立つだけでなく、システムック・リスクの発生の頻度を減らし、悪い結果を軽減することもできる。直接金融は、資金調達側と投

² Jumpstart Our Business Startups Act（訳者注）

資者を直接に結び付け、社会コストを引き下げると同時に、資金調達の主体の信用度と投資家のリスクに対する認知をより厳しく求める。欧州において、その昔、オランダ、イギリス、フランスの三大資本市場で相次いでバブルと危機が発生したのも、当時、情報の非対称性が大きく、市場が行き過ぎた楽観的ムードによって支配されていたことと関係する。資本市場の発展はその他の要素市場の発展、さらに社会全体の公平・正義と民主法治と深く関わる。絶え間なく市場効率を向上させ、資源配分を改善することは永遠の課題である。フェイスブックの上場に伴う新株購入や投機的な売買の現象は、たとえ成熟市場といえども、理性的でない行動も多く存在することを示している。JP モルガンの「ロンドンの鯨」事件は、危機の中で最もパフォーマンスが良かった銀行でさえも、そのリスク管理には致命的脆弱性が存在し得ることを警告している。

2008 年の世界金融危機の際、本来、アメリカが金融危機の中心で、欧州は飛び火を受けただけだったが、危機発生後の 3 年後にはアメリカ経済は欧州よりも早く回復した。これまで、アメリカの GDP は 12 四半期連続の増加を実現しており、その規模はすでに危機前の水準まで回復しているが、ユーロ圏経済はマイナス成長に陥っている。金融システムの構造の違いは二者の差異を説明する重要な要因のひとつである。直接金融を主とする経済は、より高い柔軟性、より強い回復力をもつ。これは、資本市場の幅広い参加者は市場のインパクトをよりうまく分散し、危機に伴う悪影響を解消することができるからである。実際、危機が最も厳しい年にアメリカの実体経済が受けた影響は限られており、大企業の資金は潤沢で、革新型企業も相変わらずエクイティ市場とハイ・イールド債市場から必要な資金を調達することができた。

国際通貨基金の二人のエコノミストは、サブプライムローン危機の前から、84 回にも及ぶ危機後の 17 の国・地域の回復状況について研究した。その結果によると、アメリカ、カナダ、オーストラリアなど直接金融主導の国は、ベルギー、イタリア、スペイン、ポルトガルなど銀行主導の国より回復の速度が早く質も高い。また、1913 年のアメリカ株式市場の時価総額と銀行預金の比率はほぼ 1 : 1 で、1960 年によく 1929 年の 2 : 1 の水準に回復し、1990 年に約 3 : 1 で、1999 年には 9 : 1 に上昇した。このことは、アメリカが世界金融市場の頂点に立っている、あるいは国際経済の覇権を握っていることを端的に示している。

V. 資本市場の健全な発展を推進するには多大な努力が必要

中国の資本市場が世界一流になれないわけではない。しかし、この目標を実現することは決して簡単ではなく、そのために、中国は次のような難しい課題に地道に取り組まなければならない。

発行及び上場廃止制度の改革を揺るぎなく強化する。新株発行の過程における様々な法律・規定違反の行為に対する監督・管理と懲罰の度合いを強化し、企業の責任に対する意識と法令順守の意識を高める。メイン・ボード、中小企業板の上場廃止制度改革案の実施にしっかりと取り組み、新制度への移行を円滑に行い、具体的な実施の過程に対する監督・コントロールを強化し、リスクをタイムリーに発見し、措置を改善し、安定的な移行を確保する。

多層的で品揃えの良い資本市場体系の発展を加速させる。債券市場を大いに発展させ、店頭市場に対する監督・管理の一本化を積極的に推進し、地域的なエクイティ取引市場を規範化しながら発展させる。先物などの派生商品市場を着実に発展させ、多層的な資本市場体系を形成し、資本市場の範囲と許容量を拡大する。金融商品の革新の度合いを高め、中小企業の私募債発行の実験に真剣に取り組む、原油先物と国債先物市場を創設し、個人の資産運用のチャンネルを拡大する。

上場会社のコーポレート・ガバナンスの改善にしっかりと取り組む。上場前の早い段階からコーポレート・ガバナンスが健全かどうか、権力のチェック・アンド・バランスが明確かどうか、権力を制約する有効な制度があるかどうかについて、重点的に注意を払う。上場会社の取締役会、監査役会の運営に対する監督を一層重視し、コーポレート・ガバナンスの有効な働きを確保する。上場会社の質が保証されてはじめて株式市場の基礎が堅固なものになる。

より大きな決心とより細かい気配りで機関投資家を育成する。資産運用業を拡大し、対外開放の度合いを高め、各種の専門の機関投資家を導入し、企業年金、社会保障基金、住宅積立金などが資本市場へ参入するための公平かつ効率の高いプラットフォームを提供する。保険業が世界第6位で、ミューチュアル・ファンドが世界のトップ10のランク外に位置するようでは、強大で成熟した資本市場にはなり得ない。

市場の効率を絶え間なく向上させる。投資家の利益を守ることを最優先し、市場の投資の機能を強化し、成熟した理性的な市場文化を築く。仲介機関の育成と資本市場に関する司法制度作りを強化する。政府と市場の役割分担を見直し、市場化へ向けた改革を推進する。公平かつ競争的な市場秩序を維持し、懲罰制度を強化し、信用情報システムを整備する。

リージョナル・リスクとシステムック・リスクの発生を断固として防ぐ。国務院が一括して計画し、その指導の下で、規範的でない取引所の整理を加速する。金融危機からも分かるように、市場のマイクロ主体に対する監督・管理の強化だけでなく、マクロ・プルデンシャルな監督・管理の強化も必要であり、特にシステムック・リスクの予防が必要である。サブプライムローン危機前には、アメリカの不動産貸出残高の対GDP比は90%にも達し、ほかの国の30~40%を大きく上回っていた。これは当時、最も直感的な先行指標だったかもしれないが、監督・管理当局に十分に注視されなかった。この教訓を汲み取るべきである。マクロ経済分析を強化し、異なる監督・管理部門と地方政府間の協力を強め、共にシステムック・リスクを予防しなければならない。

著者紹介

郭 樹清 (Guo Shuqing)

中国证券监督管理委员会 主席

1956年、内モンゴル生まれ。南開大学哲学専攻、中国社会科学院法学博士。

国家経済体制改革委員会総合司総合計画・試作司司長、国家経済体制改革委員会マクロコントロール体制司司長、貴州省副省長、中国人民銀行副行長、国家外為管理局局長、中央匯金投資有限責任公司董事長、中国建設銀行董事長などを経て2011年より現職。

・中国证券监督管理委员会は、国務院の直属機関として全国の証券・先物市場を監督・管理する行政機関である。



Chinese Capital Markets Research