



# 上海証券取引所の中国資本市場の 発展に向けた提言

関根 栄一\*

## 要約

1. 10年に一回の政権交代となる中国共産党第18回党大会の開催日である2012年11月8日と同日に、上海証券取引所内の資本市場研究所による「中国経済の持続的成長のエンジンは十分である」（以下、提言）と題した提言が公表された。
2. 提言は、第一部の「三つの角度からの国際比較で明らかになる中国経済の中長期成長の潜在力に変化なし」、第二部の「中国経済の発展に向けた新たな三頭の馬車」、第三部の「市場化改革が開く新たな三つの制度的ボーナス」、第四部の「中国資本市場が中国経済とともに迎える飛躍的大発展」という計四部から構成されている。
3. うち、第一部では、中国経済は「中所得の罫」を克服可能と判断し、続く第二部では中国経済成長の三つのエンジンとして、①都市化、②産業構造の転換、③産業構造の高度化を挙げている。
4. 更に提言の第三部では、①独占の打破による民間資本の導入、②金利の市場化（自由化）など金融改革の推進、③人民元の国際化、の三つの制度改革が、中国経済にボーナスをもたらすと指摘している。
5. 提言では最後に、今後の制度改革を進めていく上で資本市場を通じた資源配分機能を活用することが重要で、過去一年間の中国証券監督管理委員会の改革措置を高く評価している。上海証券取引所自身による取り組みも始まっている。日米に比して高すぎる貯蓄率の是正のための新政権による今後の仕掛けづくりが注目される。

## I、党大会の開催日に合わせた提言の公表

### 1. 上海証券取引所内の資本市場研究所による提言

10年に一回の政権交代となる中国共産党第18回党大会が2012年11月8日に開催され、その後も指導部人事や指導部の発言が注目を集める一方で、党大会の開催日に合わせて発表された上海証券取引所による提言が、中国の市場関係者の間で静かな話題を呼んでいる。

この提言の作成に当たったのは、上海証券取引所に新たに設置されている資本市場研究所（胡汝銀所長、1955年生まれ）で、「中国経済の持続的成長のエンジンは十分である」（以下、提

\* 関根 栄一 榊野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表

言)と題している。胡汝銀所長は、1997年から上海証券取引所の研究センター主任を務めており、その発言は金融界でも注目されている。

## 2. 提言の全体の構成

提言は、全体で四部から構成される。第一部は「三つの角度からの国際比較で明らかになる中国経済の中長期成長の潜在力に変化なし」、第二部は「中国経済の発展に向けた新たな三頭の馬車」、第三部は「市場化改革が開く新たな三つの制度的ボーナス」、第四部は「中国資本市場が中国経済とともに迎える飛躍的大発展」となっている。

# Ⅱ、中国経済に対する評価

## 1. 提言では「中所得の罍」は克服可能と結論

第一部では、①過去の世界の成功した経済体の発展の経験から、中国は「中所得の罍（わな）」を克服する制度上及び経済上の優位性を備えていること、②東南アジア諸国の経済発展の歴史を見れば、中国経済はなお高成長の潜在力を有していること、③米国経済の1970年代の転換過程から見れば、現在、中国経済は成長モデルの転換の開始時期にあること、を定性・定量の両面から分析している。

上記のうち、「中所得の罍」<sup>1</sup>とは、世界銀行が2007年に発表した「東アジアのルネッサンス」という報告書において提示した概念で、ある国が、一人当たり所得が世界の中レベルに達した後、発展戦略及び発展パターンの転換を順調に実現できなかったために、新たな成長の原動力不足を招き、経済が長期にわたって低迷することを指すものである。「中所得の罍」に陥った国々に共通した特徴として、余剰労働力の減少、産業高度化の停滞、貧富格差の拡大といった、それまで蓄積された成長制約要因が一気に顕在化することが挙げられ、中国国内でも「中所得の罍」を巡る論争が活発化している。提言では、50%近い国内貯蓄率に基づく投資が高成長のエンジンとなり、同時に経済発展方式の転換を遂げることにより、「中所得の罍」にはまらないようにすることは可能だと結論付けている。

## 2. 今後の三つの成長のエンジン

次に、第二部では、中国経済の成長の三つのエンジンとして、①都市化、②経済構造の転換、③産業構造の高度化を挙げている。

第一に、都市化では、日本と韓国の一人当たりGDPが1万ドルに達した時の都市化率がそれぞれ50%と72%であったのに対し、中国の2011年の都市化率は51.27%としている。しかしながら、中国の都市化率の分子は「常住人口」で、分子には都市戸籍住民と同等の社会保障を享受していない農村戸籍の農民工1.8億人が含まれていることから、これら農民工が十分な社会保障を受けることを「市民化」と定義した国務院発展研究センターの研究成果を引用した上で、市民化1,000万人当たり経済成長を1%牽引するとし、提言ではこの市民化を重要な成長エンジンと見ている。また、この市民化の過程は10年以上続くとしている。

<sup>1</sup> 関志雄「『中所得の罍』と『体制移行の罍』の克服に挑む中国—新指導部の最重要課題に」日本経済研究センターウェブサイト <http://www.jcer.or.jp/international/chinapolicy.html> (2012年11月6日)。

第二に、経済構造の転換では、消費、特にサービスに対する消費の拡大の余地があることを強調している。

第三に、産業構造の高度化では、戦略的新興産業七業種（省エネ・環境保護、バイオテクノロジー、新素材、次世代 IT、高付加価値設備製造、新エネルギー、新型エネルギー自動車）の生産付加価値の GDP に占める割合が 2015 年の 8% から 2020 年には 15% となるよう中国政府が第 12 次 5 年計画で目標を設定していることも、今後の重要な成長エンジンと見ている<sup>2</sup>。

### Ⅲ、制度改革がもたらす三つのボーナス

更に提言の第三部では、前述の三つの成長エンジン以外に、中国経済が 1978 年の改革開放以来行ってきた農村改革、国有企業改革、社会主義市場経済の構築、WTO（世界貿易機関）加盟といった四大経済改革と同様、以下に掲げる三つの分野の制度改革が、中国経済にボーナスをもたらすとしている。以下、提言の内容をそのまま紹介する。

#### 1. 独占の打破がもたらすボーナス

現在、中国では、製造業への民間資本の参画が比較的高いことを除き、サービス業、採鉱業、電力・ガス・水道といった公益事業部門では、国有企業の投資が今なお主導的な地位を占めている。それ以外でも、民間資本の投資分野は限定的で、民間資本の 60% 以上が主に不動産や製造業に投資されている。これは、企業の投資に向けた積極性を抑制しているだけでなく、生産過剰や経済の不均衡を招いている。

このため、将来、国有企業による独占を打破することで、民間資本が更に多くの投資分野を有するようになり、経済の新たな成長分野を創造することができる。

#### 2. 金融改革がもたらすボーナス

資金調達難は、既に、中国の民間経済発展の主要なボトルネックとなっており、現在、段階的に着手されている金利の市場化（自由化）がこの難題の解決に向けた鍵となっている。

中国の経済成長は、2001 年の WTO 加盟を機に上昇サイクルに入り、今回の世界的金融危機による世界的な不景気とともに終了した。一般的には、中国は WTO 加盟により、生産過剰の問題を解決しただけでなく、更に重要なのは中国の民間経済の資金需給問題を解決したと言える。しかしながら、世界的金融危機の発生後、外部資金の流入は目に見えて減少し、資金コストも急速に上昇し、中国の民間経済の資金調達難の問題が再び現れた。従って、今後金融改革を進めることが、資金調達難を解決する一助となる。

#### 3. 人民元国際化がもたらすボーナス

一国の通貨の国際化のレベルは、当該国の総合国力を反映する。人民元の国際化は、世界経済及び金融分野とそのルール制定において、中国に大きな発言権を与え、国際的に大きな経済上の影響力を行使できるようにした。中国自身の経済発展の面でも、人民元の国際化は、中国経済の

<sup>2</sup> 関根栄一「本格化する中国の企業再編と新興産業の育成に向けた動き」『野村資本市場クォーターリー』2011 年冬号参照。

改革に向けた巨大な推進力となっている。

人民元の国際化により、貿易のコストは減少し、経常収支黒字をバランスさせ、国内居住者の海外投資の機会を作り出し、中国経済の内需と対外貿易を二つの柱とする経済モデルへの段階的転換を促進している。また、更に多くの企業が、人民元の国際化により海外投資を促進している。人民元の国際化は、金融の市場化のレベルを引き上げ、現在の行政中心の管理手法がもたらす資源配分の歪みを効果的に解消させ、経済の更なる安定的発展を推進するものとなる。

## IV. 資本市場の資源配分機能の重要性

### 1. 資本市場を通じた資源配分機能の活用

提言は、第 18 回党大会により、中国経済が新たな飛躍的発展の時を迎えるのみならず、中国資本市場にとっても新たな発展の時代の始まりとなるとの認識を示している。すなわち、経済発展方式の転換と経済構造の調整のためには、資本市場の資源配分機能を十分に活用する必要があるということである。

具体的に資金調達面では、中国経済の工業化・市場化・国際化・都市化と、民間企業・中小企業・ベンチャー企業の発展には、資本市場の支援が必要であるとしている。また、資金運用面では、一般市民の巨額の資産運用ニーズと資本市場、そして最後に、金融改革の観点から、資金調達構造の最適化とシステミックリスクの軽減と資本市場は、それぞれ切り離せないとしている。

その上で、中国証券監督管理委員会が過去一年間に進めてきた①バリュー投資の提唱、②新株発行制度改革、③上場廃止制度の整備、④個人投資家保護、⑤債券市場の発展の促進、⑥長期資金の市場運用の促進、⑦手数料・税率の軽減、⑧行政審査・批准の削減、⑨店頭市場の育成、⑩証券会社経営の革新の推進等といった一連の措置は、証券市場の将来の改革と発展の方向を示すものであり、これらの措置によって証券市場が長期にわたり発展するための基礎が固められたと評価している。

### 2. 上海証券取引所自身の取組み

党大会の閉幕直後から、上海証券取引所としての新たな取り組みも出始めている。

まず、上海証券取引所は、資本市場改革の核心である多様なブルーチップ株式市場の建設を目指し、四市場の共同発展を継続して推進すると発表した<sup>3</sup>。具体的には、①多様なブルーチップ株式市場の建設、②債券市場の発展、③投信市場の発展、④金融派生商品市場の四市場の発展を目指すとしている。

次に、上海証券取引所は、ハノイ証券取引所（ベトナム）とマレーシア取引所との協力覚書を締結した<sup>4</sup>。具体的内容は、①双方での人材交流・情報交換、②債券商品・債券取引インフラ等の共同開発等で、長期的で安定した協力関係の確立を目指すとした。人民元の国際化をにらんだ共同での商品開発やプラットフォーム作りが念頭にあるものと思われる。

<sup>3</sup> 2012年11月17日付『証券時報』。

<sup>4</sup> 2012年11月20日付『上海證券報』。

## V. むすびにかえて

### 1. 絶妙な提言発表のタイミング

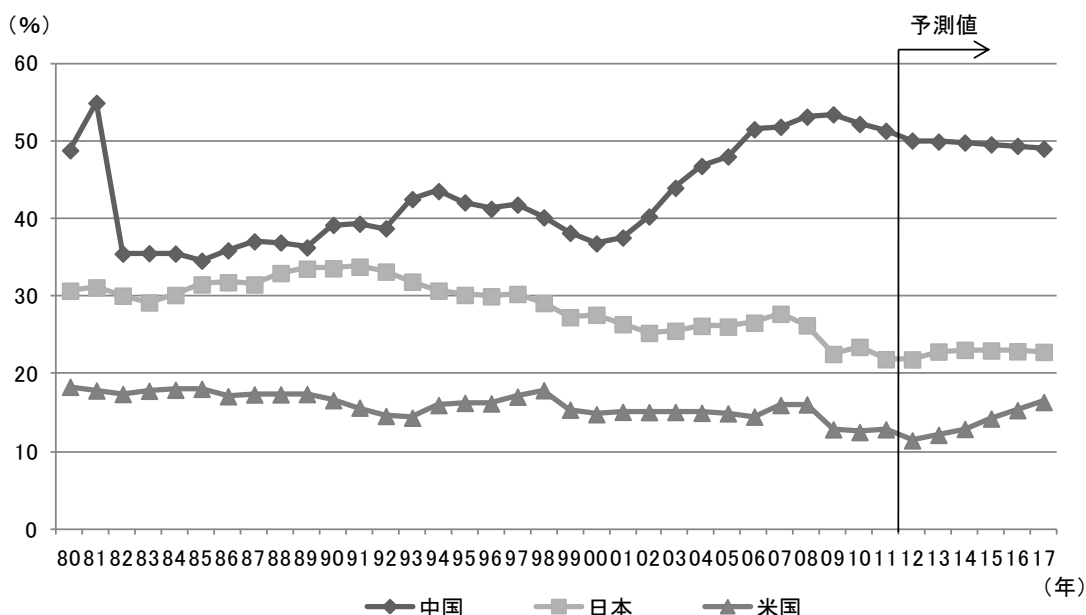
第18回党大会では、初日の胡錦濤氏（国家主席）の政治報告で、経済発展方式の転換を進めるための経済体制改革の中で、①金融制度改革の深化、②金融管理監督の整備、③金融イノベーションの推進、④金融安定の維持を進めることを掲げており、新たに選出された習近平政権でもこの路線を継承していくものと見られる。

習近平党総書記は、2007年から2008年まで上海市党委書記を務めており、上海の国際金融センターとしての役割・重要性を十分に認識しているものと思われる。また、上海証券取引所が、傘下の研究所の名義とは言え党大会の開催日というタイミングで提言を発表したのも、習近平政権による資本市場改革の動きを後押しする狙いがあるものと思われる。

### 2. 注目される新政権の今後の取組み

今回、上海証券取引所・資本市場研究所が提言した三つの制度改革（独占打破、金融改革、人民元国際化）は、新政権にとっても十分に検討価値のあるものとなろう。提言にもある通り、IMF統計に基づくGDP比で見た中国の貯蓄率は、2009年の53.2%をピークに減少傾向にあるものの、2011年時点でも51.3%と高水準である。また、中国よりも工業化・サービス産業化が進んでいるとは言え、日米の2011年時点のGDP比で見た貯蓄率と比較すると、日本の21.9%、米国の12.9%と比較しても、中国は異常に高い（図表）<sup>5</sup>。中国の豊富な貯蓄を資本市場を通じて

図表 日米中の貯蓄率



(注) 1. 2012年10月9日時点の統計。貯蓄率はGDP比で表される。

2. 2012年以降は予測値。

(出所) IMFより野村資本市場研究所作成

<sup>5</sup> この中国の分子の貯蓄には、統計上、家計貯蓄のほか、政府貯蓄と企業貯蓄も含まれているものと思われる。

国内投資に転換し、並行して人民元国際化を進めて対外投資にも転換すること、そしてそのような転換の仕組みを金融改革を通じて実現することが、新政権の課題である。

また、資本市場を通じて貯蓄の運用利回りを高めることは、新政権が課題とする所得分配制度改革にも貢献するものとなろう。今後、上海証券取引所・資本市場研究所の提言内容を新政権がどのように取り上げ、具体化していくのかが注目される。

## 著者紹介

関根 栄一（せきね えいいち）

株式会社野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表

1969年生まれ。1991年早稲田大学法学部卒業、1996年北京大學漢語センター修了、2002年早稲田大学社会科学部研究科修士課程修了（学術修士）。1991年日本輸出入銀行（現・国際協力銀行）入行、北京駐在員事務所、開発金融研究所等を経て、2006年5月野村資本市場研究所に入社。2010年7月より現職。主要論文に「動き始めた中国の対外証券投資」『資本市場クォーターリー』2006年秋号、『中国証券市場大全』（共著）などがある。



Chinese Capital Markets Research