



——「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

## ポールソン米財務長官による 上海スピーチのインパクト

### I. 金融・資本市場改革を促す上海スピーチ

米国のポールソン財務長官が、今月、東京に続き上海を訪問し、上海先物取引所で、中国の金融・資本市場改革に関する重要スピーチを行った（2007年3月7日）<sup>1</sup>。今回の上海スピーチは、2001年の中国のWTO加盟時の承諾後、この5年間の金融・資本市場の開放を振り返った上で、次に規制緩和すべき分野・項目を中国側に明確にしたという意味で、歴史的なスピーチとなる可能性がある。この上海スピーチは全体で六章から構成されている（スピーチの概要はBOX参照）。

冒頭、世界の中での中国経済の位置付けや米中の経済関係の重要性などを述べた後、第一章の「金融市場の重要性」では、効率的で競争力のある金融市場が経済に果たす役割と、強い資本市場の条件について触れている。第二章の「中国における資本市場の役割」では、中国での資本市場の発展は、マクロ的な不均衡の是正に寄与するだけでなく、家計所得を増大させ、教育、医療、退職保障に貢献することを述べている。第三章の「中国の金融市場改革」では、過去10年間の銀行業、証券業、保険業での改革を振り返り、改革を継続することの利益を説いている。第四章の「構造的なチャレンジに直面する中国」では、資本市場、機関投資家、銀行業、規制枠組みの四分野の問題点をそれぞれ指摘し、中国が取り組むべき改革の方向性を示唆している。第五章の「開放の促進から競争へ」では、海外のプレーヤーが中国の金融・資本市場に参入する意義と、さらなる規制緩和に向けた政策提言を行っている。最後の第六章の「結論」では、中国の金融・資本市場の発展は、単なる一国の問題ではなく、グローバル・レベルでの責任を伴う問題で、中国自身にも利益をもたらすことを強調している。

### II. 証券分野での重要な政策提言

ポールソン長官は、今回の上海スピーチの中で、資本市場の規制緩和に向けた重要な政策提言を行っている。

まず証券分野では、①合弁証券会社の外資の出資規制（33%が上限）の撤廃<sup>2</sup>、②合弁資産運用会社の出資規制（49%が上限）の撤廃、③QFII（適格海外機関投資家）の運用枠拡大、④資産運用会社へのQDII（適格国内機関投資家）ライセンスの拡大、を訴えている。次に銀行分野では、中小銀行については外資の出資規制（25%が上限）を撤廃すべきと提言している。以上の規

<sup>1</sup> <http://www.ustreas.gov/press/releases/hp301.htm>。中国人民銀行（中央銀行）の周小川総裁も同席している。

<sup>2</sup> 出資規制のほかに、合弁証券会社には、国内投資家向け上場株式（A株）のブローカレッジ業務やトレーディング業務が認められていないというライセンス上の制限が存在している。

制緩和に関する中国側の懸念に対しては、ポールソン長官は、自国の金融・資本市場を外資金融機関に開放しても、外資金融機関はあくまで中国当局のルールと監督の下で活動すること、また、名前は外資でも、一旦中国に進出すれば「中国の」金融機関として雇用・利益などが中国にもたらされることを丁寧に説明している。

第二に社債市場の改革の必要性を訴えている。中国では社債市場の発行に時間がかかりすぎる点、少なくとも三つの政府部門が管理監督を行っている点を批判している<sup>3</sup>。また、社債市場の発展のために、先ずは国債市場を発展させなければならないことも訴えている。

ほかには、国有企業の配当性向を高めること、情報開示機能を強化し民間セクターへの金融仲介機能を高めること、機関投資家を育成すること、などを提言している。いずれも、中国はその経済規模（GDP）に比べ、株式市場や債券市場の割合が低すぎるという問題意識から出発しているものである。

### Ⅲ. ポールソン財務長官とは？

ちなみに、ポールソン長官の前職は米投資銀行のゴールドマン・サックスの会長兼CEOであるが、同長官はゴールドマン・サックス時代に中国を 70 回以上も訪問しており、中国側からは元々「古い友人」として遇されている。今回の上海スピーチの中でも触れられている金融・資本市場における投資銀行の役割について言えば、ゴールドマン・サックス自身、中国ではQFII業務<sup>4</sup>、合弁証券会社の設立<sup>5</sup>、国有商業銀行の株式会社化に伴う戦略投資、国有企業のM&Aなどを手がけ、圧倒的な存在感を示しているといつてよい。今回の上海スピーチの中でも、グローバルなレベルで経験・ノウハウ・人材を総合的に組み合わせて行う投資銀行業務での自分自身のエピソードを披露している。

今回の上海スピーチで、ポールソン長官は、中国の胡錦濤国家主席・温家宝総理が目標として掲げている「調和の取れた社会」「イノベーション能力の向上」にも配慮し、これを金融分野に置き換えた場合どのように解釈すべきか、中国側の視点にも立って平易に説明している。また、本年 1 月に開催された全国中央金融工作会議<sup>6</sup>の内容にも触れ、中国の金融・資本市場改革の動向を注視している様子が伺える。いずれにせよ、スピーチ全体に通じるトーンとしては、米中経済戦略対話<sup>7</sup>にも代表されるように、米国と中国との経済利益は一致しており、問題は中国の改

<sup>3</sup> 社債の発行のためには、国家发展改革委員会からの発行枠を確保した上で、個別の銘柄ごとに審査・批准が行われる。また、発行金利については中国人民銀行が、証券取引所での上場については中国証券監督管理委員会がそれぞれ審査を行う合計三重の管理監督体制となっている。

<sup>4</sup> ゴールドマン・サックスが 3 億ドル、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントが 3.5 億ドルの運用枠を取得している。

<sup>5</sup> 「高盛高華証券」。現行の出資制限の範囲内ではあるが、変則的は方法で中国国内での証券業務に関するフルライセンスを取得している。詳しくは「中国証券市場ハンドブック 2006」（株式会社野村資本市場研究所）参照。

<sup>6</sup> 1997 年と 2002 年にも開催されているが、いずれも中国の金融改革に関する重要な方針決定を行っている。

<sup>7</sup> 正式な英文名称は、‘the U.S.-China Strategic Economic Dialogue’。第 1 回米中戦略経済対話は、2006 年 12 月 14 日～15 日の 2 日間、北京で開催された。ブッシュ米大統領特別代表のポールソン財務長官と胡錦濤中国国家主席特別代表の呉儀・副総理とが共同議長を務めている。第 1 回対話のテーマは「中国の発展の道と中国の経済発展戦略」。第一回対話には、米国側からレビット厚生長官、ボドマン・エネルギー長官、グティエレス商務長官、チャオ労働長官、シュワブ通商代表、ジョンソン環境保護局長官、バーナンキ連邦準備制度理事会議長が、中国側から金人慶・財政相、馬凱・国家发展改革委员会主任、徐冠華・科学技術相、田成平・労働社会保障相、劉志軍・鉄道相、李盛霖・交通相、王旭東・情報産業相、薄熙来・商務相、高強・衛生相、周小

革のスピードにあるという点である。

#### IV. 今後の展望

今回のポールソン長官の上海スピーチと前後するが、本年3月5日に開催された全人代（国会）の政府活動報告の中で、温総理は、2007年の施政方針の一つとして金融システム改革のスピードアップについても取り上げている。具体的には、①国有銀行改革の推進（中国農業銀行の株式会社化を含む）、②農村金融改革の加速化、③資本市場の発展（直接金融の比重の増大などを含む）、④保険業の改革の推進、⑤対外開放の推進、⑥管理・監督体制の強化と金融リスクの有効なコントロールの六項目を挙げている。特に、③の資本市場改革では、今回、ポールソン長官も指摘しているが、温総理は債券発行制度に市場原理を持ち込む改革を行うと明言している。第二回米中戦略経済対話は、本年5月にワシントンで開催されることになっている。米国側から中国側にボールが投げられた今、今度は中国側が応える番である。ポールソン長官の上海スピーチに対する中国側の反応が引き続き注目される<sup>8</sup>。

㈱野村資本市場研究所 副主任研究員  
関根 栄一

川・中国人民銀行総裁、李長江・国家品質監督検査検疫総局長、周生賢・国家環境保護総局長が出席した。

<sup>8</sup> 米中戦略経済対話については、1989年に始まった日米構造協議になぞらえる向きもある。



ポールソン財務長官「中国の金融市場の発展と将来」のスピーチ概要（2007年3月7日）

【全体の構成】

はじめに

- I. 金融市場の重要性
- II. 中国における資本市場の役割
- III. 中国の金融市場改革
- IV. 構造的なチャレンジに直面する中国
- V. 開放の促進から競争へ
- VI. 結論

【概要】

はじめに

- 中国経済の成長は、中国国民のみならず、世界の人々にも利益をもたらす。
- 米国・中国間の経済関係は米中関係全体の重要な一部である。（昨年）12月に第一回米中戦略経済対話を開催、（今年）5月にワシントンで第二回会合を開催予定である。
- 両国は、多くの共通の目標を共有している。認識の違いは、オープンで市場原理に基づく政策という変化の方向ではなく、変化のスピードである。

I. 金融市場の重要性

- 金融市場は、成長と発展をサポートし、社会の希望とニーズを満たすよう寄与する力を持っている。また、オープンで競争力がある世界規模の金融市場は、安定したバランスの取れた成長のバックボーンでもある。
- 効率的で競争力のある金融セクターは、希少な資源を最も生産性のある分野に振り向け、経済成長に向けた重要な乗数効果を生み出すのを支援する。
- 強い資本市場の構築は、経済の繁栄と開発を支援する。強い資本市場は、強い所有権、強い監督体制、健全な会計基準、強いコーポレートガバナンス、強い金融機関、客観的かつ独立した金融情報・アナリスト・リサーチ、有意義な情報開示体制、独立した格付け機関を要求する。

II. 中国における資本市場の役割

- 十分に発展した金融市場は、中国の発展にとっても必要な前提条件であり、中国をよりバランス・調和が取れ、イノベーションを基礎とし、環境的にも持続可能な成長に向かわせる。効率的かつ発展した資本市場により、中国国民は貯蓄と投資から十分なリターンを得られるようになる。
- 金融セクターの発展は、工業への依存度を低め、さらに多くの高付加価値品を生産し、天然資源の浪費を避ける経済に中国が移行するための鍵である。これは、中国の第11次5カ年計画や全国金融工作会議の目標と合致している。
- もし中国の金融セクターが発展し、多様な貯蓄や証券、その他の手段を提供するようになれば、中国国民のニーズ、教育費用、医療、退職保障を満たすのに貢献する。

III. 中国の金融市場改革

- 銀行業については、国有銀行への資本注入、戦略投資家の導入、IPOを評価。大型銀行のコーポレートガバナンスの改善、不良債権の減少、外資銀行の現地法人設立を評価。金融政策・金融安定の責任と銀行等の規制・監督との分離を評価。規制の透明性も改善。外資銀行関連規制の公布前のパブリックコメント徴求も評価。
- 証券市場については、新会計基準の導入、上場企業の非流通株のシェア減少、IPOの再開、証券会社の再編、株式市場への海外からの参入、中国の投資家による海外株式・債券投資の開始、CP市場の創設、投資信託とその運用会社の増加を評価。
- 保険については、海外及び国内の保険会社の営業地域の拡大、新商品の投入を評価。中国の保険会社の質も改善している。

- バランス・調和の取れた成長という目標を達成するために、オープンで競争力のある資本市場の発展のためになすべきことはまだある。世界の他国の経験も参考になる。

#### IV. 構造的なチャレンジに直面する中国

##### 1. 資本市場

- 中国の資本市場は、経済規模に比した割合（GDP に対する株式時価総額や社債の割合）がアジアの新興市場と比べても小さい。
- 国有銀行への銀行融資が過剰である一方、民間セクターの資金調達は困難な状況にある。国有企業は利益を計上しながら配当を行っていない。非効率な投資や過剰投資が横行している。
- 国債市場の発展は、債券市場の発展のための最初のステップである。OTC（店頭）市場と証券取引所に分かれている社債市場の分断を取り除くべきである。
- 情報開示を基礎としたシステムに移行すべき。優秀な格付け機関の存在も重要である。
- プライベートエクイティやベンチャーキャピタルの育成も重要である。

##### 2. 機関投資家中心の市場と資産運用

- 世界の発展した資本市場は、投資信託やその運用会社などの機関投資家が中心である。個人投資家に依存しすぎると、投機的となり、ボラティリティが高まる。
- プロフェッショナルの資産運用ビジネスへの参入も重要である。

##### 3. 銀行

- 中国の銀行システムは、適切なコントロールと経営、そして専門家を備えた上で、健全で効率的で市場をベースにしたシステムにまだ移行すべき段階にある。
- 中国の銀行セクターの改革のためには、良好なリスクマネジメント、十分に改革された与信部門、多くの消費者向け金融商品、預金利息やリスクに対するプライシングの幅の拡大、統合された監督と報告、電子支払システムを含む大幅な競争、新設銀行が支店網をもっと早く拡大できる柔軟性が必要である。
- 保険業も、銀行セクター改革からの利益を得る。

##### 4. 規制枠組み

- 現代的な金融市場のイノベーションと発展を妨げる規制枠組みを改革すべきである。社債の発行には、少なくとも三つの政府部門からの認可が必要となっており、発行までに 1 年以上を有している。政府の適切な役割とは、一般的に市場のためにルールを設定しそれを執行することであり、個別の投資に関する政策決定を行うことではない。
- 政府は、コーポレートガバナンスのルールの設定・実行の責任を持っているが、これらのルールは不透明である。特に、中国の会計基準は、国際基準に近づいているが、絶えず流動的で、不確実で、財務上の情報開示を弱めている。
- 国有企業の民営化のスピードを上げ、十分な配当を行うべきである。
- 厳格な人民元為替レート制度と大規模な貿易黒字の組合せが、銀行システムに過剰流動性をもたらしており、中央銀行の不胎化操作による銀行の負担が高まっている。効果的な金融政策は、行政指導ではない。

#### V. 開放の促進から競争へ

- 中国の金融市場には、さらに多くの海外のプレーヤーが参加すべきで、その結果、市場の安定性と繁栄がもたらされるだけでなく、改革のスピードを速めることができる。
- 中小銀行については、現行の出資規制（25%が上限）を撤廃すべきである。
- 中国が自国市場を海外のプレーヤーに開放したとしても、それらのプレーヤーは、中国の規制と監督に服すことになる。一部は外国人経営層となるが、雇用の大部分は中国人であり、生み出された利益も主に中国に残される。海外の金融機関が本部を中国に開くことは、中国国内のスキルの向上と将来の金融業のリーダーのトレーニングにもつながる。
- 海外の証券会社には合併の 33%を上限とする出資規制、海外の資産運用会社には合併の 49%を上限とする出資規制がある。合併モデルは証券業では機能しない。投資銀行がその機能を発揮するために

は、母国市場と世界市場とで、アドバイス、セールス、リスクマネジメント、マーケットメイキング、そして投資スキルを組み合わせなければならない。最終的には、人材の問題に帰着し、大部分のトレーニングは、OJTを通じて行う必要がある。

- QFII（適格外国機関投資家）枠の増加は、中国の金融市場の発展を加速させる。海外の証券会社に、金融派生商品を通じたボラティリティの管理や証券売買に伴うポジション相殺を認めるべきである。
- さらに多くのQDII（適格国内機関投資家）ライセンスを資産運用会社に認可すべきである。
- 中国は、自国の資本市場の能力向上に結びつく世界レベルの金融ノウハウへのアクセスを制限することで、中国自身が有する潜在力に限界を設けるべきではない。

#### VI. 結論

- 時間が重要である。中国のリスクは、透明で流動性・安定性がある資本市場への移行が遅いことである。保護勢力の台頭によるパフォーマンスの低下を避けるべきである。
- 米国や英国でも、市場参加者は金融セクターの改革に抵抗したが、最終的には社会全体と金融セクターに成長と繁栄をもたらした。
- 金融市場は監督と規制の間、ダイナミズムと効率性との適切なバランスを取る必要がある。
- グローバルな経済リーダーとしての中国の出現は、重要な責任を伴う。私（長官）は、米中戦略経済対話を通じた中国との協力を期待する。（今年）5月の第二回対話のため、呉儀副総理と中国代表団のワシントン訪問を歓迎する。中国の資本市場改革の成功が続くことを祈念する。

以上