



資本市場改革の新たな進展¹

李 永森※

要 約

1. WTO（世界貿易機関）加盟に伴う移行期間の終了を踏まえ、2007 年 1 月に開催された第三回全国金融工作会議では、新たな段階に入った中国の金融セクターの改革について議論が行われた。これまでの中国の金融セクターの改革は、各領域相互の関連をあまり考慮してこなかったが、今後は、金利の市場化、為替レートの決定システム、国際収支の均衡などを総合的・全体的に考慮しながら進めていく必要がある。
2. 資本市場の改革は金融セクターの改革の要であり、直接金融の拡大に向けた多層的な金融市場システムを構築する必要がある。資本市場の改革では、規模・量の面で資本市場の「懐」を拡げることと、市場構成と商品構成を多様化することが重要な課題である。
3. これまで中国の資本市場は株式中心及び現物中心の市場であったが、多層的な金融市場システムの構築に当たっては、債券市場の発展、店頭市場の発展、デリバティブといったリスクヘッジ手段の提供、上場企業のレベル向上が欠かせない。

1. はじめに

中国では、資本市場改革が重要な転換期に入り、望ましい発展の傾向が新たに見え始める中で、第三回全国金融工作会議²が開催され、中国共産党中央政治局会議では金融セクターのあり方について検討がなされた。これは、今までの発展を踏まえた、重大な金融改革がすでに始まっていることを意味している。第二回全国金融工作会議³が行われて以来、中国の金融セクターの改革では大きな成果が見られている。国有銀行改革には重要な進展が見られ、株式市場の非流通株改革は基本的に完了した。金利の市場化⁴に向けた改革も安定的に進んでおり、人民元為替レート決定システムの改革及び外国為替管理体制の改革も大きく進展している。金融分野ではWTO（世界貿易機関）加盟後の5年間の移行期間を経て、全ての方面での開放を目指す新たな段階を迎えようとしている。金融業界全体の實力はかなり強化され、その運営は安定した。その一方で、金融業者に対する管理・監督も合理的に行われ、金融セクターはマクロ経済の健全な発展におい

¹ 本稿は、中国人民大学金融証券研究所編『資本市場評論』2007 年第 3 期掲載の「資本市場改革の新たな進展」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。

² 2007 年 1 月開催（以上、訳者注）。

³ 2002 年 2 月開催（以上、訳者注）。

⁴ この場合の「市場化」は「自由化」を指す。（以上、訳者注）

※ 李 永森 中国人民大学金融証券研究所 研究員

て然るべき重要な役割を果たしている。金融セクターの改革は、重要な転換期、かつ重要な発展期とも言える段階に入った。温家宝首相は、雑誌『求是』2007年第5期において「金融改革を全面的に深め、金融業の持続的かつ健全で安全な発展を促進する」と題した署名論文を発表し、政府の上層部が金融改革を重要視していることを示した。この論文では、資本市場および保険市場の発展に力を注ぎ、多層的な金融市場システムを構築することを謳っている。

Ⅱ、統一的に進められるべき新段階の金融セクター改革

長年にわたる改革を通じ、金融システムの各領域には明らかな改善がみられる。市場化も大きく進展し、金融システムの各領域において、異なる市場の間、異なる機関の間、異なる資金調達方法の間、そして異なる金融領域の間での関係が強まってきている。このことは、金融システム全体の能力が次第に高まってきている一方、金融セクター改革の問題を総合的かつ全面的に考慮する必要が高まっていることを示している。実際、金融セクターの一つの領域で起こった金融問題が、他の領域に波及していく傾向が高まっている。さらに、金融セクター改革は、国内のバランスだけではなく、海外とのバランスをも考慮していく必要がある。例えば、中央銀行は金利引上げを行うことで、信用貸付に対する引締めを適切に行うというマクロ経済を運営する上での必要性を満たし、通貨の過剰流動性を緩和させることができる。しかし同時に、人民元の上昇期待の増大、資本流入の増加、国際収支の黒字拡大、外貨準備高の増加、さらには中央銀行による人民元レートを維持するための通貨供給など、信用貸付面での引締めという当初の趣旨に反した事態を招くことになる。だからこそ、金利の市場化、為替レートの決定システム、国際収支均衡問題を総合的に考慮していく必要がある。また、人民元の自由交換を実現する過程で資本取引の管理を緩和することになるが、このような資本規制の緩和に伴い生じる海外からの資本流入に備え、規模が大きく、流動性の高い、そして効率性の高い市場（株式市場だけでなく債券市場も含む）を整える必要がある。株式市場のリスクを考慮すると、流入した資本の一部が債券市場に流れる可能性がある。しかし、中国では金利の市場化の度合いはまだまだ低く、債券市場は規模の面でも取引の活発さという面でもかなり劣っている。このことは、中国が対外開放をさらに進めていく上での障害を大きくしている。したがって、それぞれの部門に与える影響を考慮しつつ、人民元の自由交換、金利の市場化、債券市場の発展の問題を検討していく必要がある。

これまでの金融セクターにおける各領域の改革では、主に各自の領域内で問題に対応し、解決していた。このように分割された形の改革でも一定の成果をあげてはいたが、各領域間の関連についてあまり考慮してこなかった結果、特定の領域の改革が明らかに遅れるという現象が発生している。一方の領域の改革が他方の領域の改革に比べて遅れを取った例は多い。例えば、農村の金融改革が都市の金融改革に遅れる、政策性銀行の改革が商業銀行の改革に遅れる、債券市場の発展が株式市場の発展に遅れる、金融デリバティブ市場の発展が機関投資家の発展に遅れる、外貨準備資産の経営管理改革が外貨準備の急速な増加に遅れるなどが挙げられる。

新時代への重要な転換点にさしかかった金融セクターの改革とは、統一的に計画・調整を行った上で金融セクターの各領域を改革することである。すなわち、現状の金融セクターの矛盾点・問題点を総合的に検討し、弱点となっている領域の改革の歩みを速め、系統的に改革を進め、金融セクター全体の改革の効果を高めることである。

Ⅲ、金融セクター改革の要となる資本市場改革

市場経済改革で最も重要なことは、市場化に向けた改革、すなわち経済運営の中で市場メカニズムが調整作用を発揮できるようにすることである。なかでも金融は現代経済の中心であり、实体经济が健全に発展するために必要なエンジンである。そのため、金融セクターの改革は、経済、社会の発展のすべてに直接関係している。特に資本市場の改革は金融セクターの改革の要であり、金融がどの程度、資源配分の効率化を促すことができるかに関わってくる。資本市場の健全な発展がなければ、直接金融の拡大はありえず、銀行融資などの間接金融に過度に依存する状況からの脱却が難しくなり、経済変動のリスクがこれまでと同じように銀行に集中してしまう。さらに、資本市場によってリスクを分散させることができなければ、資金運用効率が低下している状況も根本的に変えることは難しい。だからこそ、第三回全国金融工作会议では、資本市場及び保険市場の発展に注力し、多層的な金融市場システムを構築することが謳われたのである。

Ⅳ、改革と発展の中で解決すべき資本市場の主要問題

中国の資本市場改革は、これまで目に見える成果を収めてきた。しかしこれからは、資本市場の発展過程における多くの矛盾や問題にも同時に向き合っていかなければならない。我々はこれらの問題について、改革と発展の中で解決していく必要がある。

中国の資本市場発展の新しい時期に我々が対処していくべき重要な課題は、資本市場の「懐」を広げること、そして市場の構成を多様化していくことである。

資本市場の「懐」を広げる——これは主として市場の規模と受け入れることのできる資金量を拡大することを指す。現在、中国資本市場の総体的な規模はもとより、単独の株式市場や債券市場の規模も、実際の需要に比べると明らかに小さい。機関投資家の育成や株式市場の対外開放に当たっては、市場の規模と受け入れ可能な資金量は大きくなくてはならない。2006年、中国工商银行、中国银行、中国国际航空がA株市場で続々と上場したものの、中国工商银行、中国银行、中国石油化工などごくわずかな銘柄が時価総額の大部分を占めている。これはクジラが池に入っているようなものであり、少数企業の株価の上下動が株式市場を大きく乱し、株価指数を著しくゆがめてしまう。この状況を改善するためには、優良銘柄（ブルーチップ）の上場のテンポを引き続き速め、より多くの優良銘柄を集めることで株式市場の安定を促し、市場が吸収可能な資金量を増やす必要がある。2006年末時点での時価総額は8兆8,928億元に達し、2005年末の1.74倍にも増加している。また、2006年の時価総額の対GDP比は40%前後であるが、米国、英国、日本などの先進国ではいずれもこの数字が100%を超えている。市場の成熟した国家と比較すると、中国における企業の資金調達、銀行融資を主とする間接金融に過度に依存しており、効率が低く、リスクが銀行融資に集中しているなどの特徴がある。そのため、社会全体の資金が資本市場に直接流れるように促し、銀行の持つ資金が資本市場に合法的に向かうようなルートの構築を図っていく必要がある。現在、中国の直接金融の割合は15%に満たない。それに比べ、先進国の直接金融の割合は、一般的に50%から80%である。

資本市場を多様化する——これは市場構成と商品構成を多様化することを指す。中国経済の発展には、多様化された資本市場の確立が必要とされている。各企業は、それぞれのニーズに合った資本市場からの資金調達を必要としており、投資家たちもそれぞれ、彼らの望む形で投資を行

える市場を求めている。リスクが低く収益が低い市場、リスクが高く収益が高い市場はどちらも必要である。また同時にリスク、収益の双方が中程度の市場も必要である。十分に多様化された市場があつて初めて、資金調達者と投資家のそれぞれのリスク・収益に見合った形で投資・資金調達の需要を満足させることができる。

これまでの長い間、中国では株式市場の発展は相対的に速く、債券市場の発展は緩やかであつた。通常、資本市場といえば、株式市場を思い浮かべ、債券市場への注目は比較的小さく、中国の債券市場も、規模から見ても流動性から見ても、株式市場には遠く及ばないものであつた。実際のところ、各投資家によって投資のリスク、収益の組み合わせに対する要求は異なり、同一の投資家であっても、投資活動において様々なリスクと収益の投資商品を組み合わせる必要がある。資金調達者側から見れば、資産と負債の構造に対する株式と債券の影響は異なる。したがって、ただ株式を利用して資金調達するだけでは必要な資金をまかなえず、多くの場合、債券市場を利用する必要がある。債券による資金調達には、資金を借り入れる期間をある程度自分で選べること、株式とは異なり元本を返済できること、株主の保有比率が変わらないこと、さらにはレバレッジを効かせることができるといった特長がある。海外の成熟した市場では、債券による資金調達の比率は、一般的に株式による資金調達をはるかに上回っている。機関投資家が増加し対外開放のテンポが加速している中国の資本市場では、債券市場の育成を急ぐ必要がある。時代にそぐわない企業債券関連法規、多すぎる管理・監督機関、厳しい発行条件、煩雑な手続などが、企業債券市場の発展を阻む主な原因となっている。現在、政府当局が債券市場の発展の加速を提言するのは、まさに時宜にかなったことと言える。

株式市場においても、メインボード市場の発展は比較的速いが、新興市場、店頭市場の発展は明らかに遅れている。深圳中小企業版⁵が開始されてから約 3 年間、全体の運営状況はよくなってきた。しかし、中小企業版は、多くの面から見て成長企業の市場とはいえない上に、中小企業にとっても上場の条件は非常に厳しい。また、中小企業版の上場企業数は少なく、新興企業が多いという特長を実現できておらず、上場企業のリスクも大きいものとはなっていない。

現在、成長企業のための市場を構築する時機は熟しており、機会を見て市場を開設すべきである。また、中国のほとんどの株式会社が非上場企業で、これらの会社の株式の流動性はこれまで大きな制限を受けており、市場の資源配分機能を著しく制約してきた。そのため OTC 市場の発展の必要性は差し迫ったものであるが、OTC 市場の複雑性、管理・監督の難しさにも目を向けるべきであろう。OTC 市場の整備は難しく、大きな仕事であり、一面においてはメインボード市場の整備よりも大変であるため、長期的な困難と努力が伴う。

また、市場の商品の種類の少なさが、長らく中国の資本市場の大きな欠点となってきた。資金調達手段及び投資手段の多様化への需要を満たすことができず、先物やオプションなど市場におけるリスクヘッジ手段がなかったために、現物市場からのリスク分散のルートが欠けていた。中国金融先物取引所が設立され、株価指数先物が開始されれば、中国資本市場に単一の現物市場しかないという状況は打破され、同時に株価指数先物によって、機関投資家のリスク回避の要求にもある程度応えられる。しかし、デリバティブ特有のリスクも軽視することはできず、それに伴う市場リスクを十分に考慮する必要がある。関係部門は、市場の変化を注視し、市場のリスクを

⁵ 2004 年 6 月 25 日、深圳証券取引所に設けられた中小企業を主な対象とする銘柄分類。上場基準を別にする正式な市場区分ではなく、深圳証券取引所のメインボードの中に新たに中小企業版という分類を設けている（以上、訳者注）。

その都度効果的に防止し、株価指数先物の安定的な販売を確保していかなければならない。また、金融デリバティブ商品は非常に多く、株価指数先物はそのうちの一つにすぎない。実際、残されている課題はいまだ多く、中国金融デリバティブ市場の発展への道のりは長いものとなるだろう。

上場企業は資本市場の礎であり、上場企業のレベル向上が資本市場の健全な発展を実現していく上での基本である。上場会社の構造から見た資本市場の大きな問題点は、業績のよい大企業が極端に少ない一方で、規模が小さく業績が悪い企業が多いことである。これに対しては銘柄数の増加、上場企業の質的向上の2つの面から調整していくことが必要となる。銘柄数の増加という面では、中国国内での再上場、A株とH株の同時発行、A株発行の形式を含む大規模な優良企業の上場を引き続き奨励していくことが必要である。質的向上の面では、上場企業の退出メカニズムをさらに強化していき、優勝劣敗という市場の機能を発揮させ、上場企業の再編、合併を同時に奨励していく必要がある。また、上場企業のコーポレートガバナンスを高め、情報開示を厳しくし、日常の管理・監督を強化して、経営管理の効率を高める必要がある。

中国における資本市場の発展の変遷を振り返ると、度重なる困難と危険を乗り越え、目を見張る成果をあげてきたことがわかる。中国の資本市場は、金融市場の最も重要な構成部分となり、中国の金融セクターの改革は、後戻りできない情勢の中で益々深化している。将来に目を向けると、資本市場の改革は重大な事業であり、道のりは長い。そして改革への道も決して平坦ではなく、なお幾多の曲折があることは想像に難くない。我々は改革の困難さと複雑さを十分に認識すべきである。しかし同時に、新たな時代において、資本市場の健全な発展が中国の平和的台頭にかつてない積極的な役割を果たし、開放に向かう中国の金融市場が、国際金融市場の中で重要な位置を占めることを確信している。

著者紹介

李 永森 (Li Yongsen)

中国人民大学金融証券研究所 研究員

1961年生まれ。1982年鉄道兵工程学院卒業、1986年中国人民大学卒業。

中国青年政治学院経済学部教授、中国青年政治学院金融研究所所長、中国人民大学金融証券研究所研究員および「資本市場評論」執行主編。

主要著書に『消費者ローン Q&A』、『現代金融：理論の探求と中国での実践』（共著）などがある。

・中国人民大学金融証券研究所は、中国の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