

2010年4月27日、野村総合研究所（NRI）は清華大学中国金融研究センターと共同で、「中国資本市場十年展望国際フォーラム」を開催した。本フォーラムは、NRIが2009年9月より同センターへ委託した研究の成果を発表するとともに、有識者パネルディスカッションを実施し、中国資本市場の発展動向について理解を深める目的で開催したものである。当日は、中国の証券業界およびメディア関係者など約130名が集まった。

## 講演1 資本自由化・対外開放の資本市場に与える影響

株式会社野村資本市場研究所 北京首席代表 神宮 健氏

本講演では、戦後の日本金融・資本市場史を概観した上で、中国に対する示唆を述べた。

まず、日本の主要マクロ経済指標の推移を振り返った。実質金利は1960年代を通して低位で推移していた。1960年代後半以降は、経常収支の黒字が蓄積されてきた。1973年から、日本の為替は変動相場制に移行したが、現在に至るまで、円高が趨勢であったといえる。貯蓄・投資の推移をみると、1960年代以降一貫して家計が資金余剰部門であり、その資金が民間企業、政府、国外の投資へ充当されてきたことがみてとれる。

これらの経緯をまとめ、日本の経済発展の過程を簡潔に整理したのが図表1である。黄色部分は、現在の中国经济に相当すると考えられる部分である。たとえば、中国の為替は、実質的に固定されてきたが、徐々に柔軟化

が図られつつある。また、資本勘定についても、QFII/QDII（適格国外／国内機関投資家制度）の導入により、徐々に自由化されつつある。金利の規制はまだ強く、資本市場による調達が一般化するのはいずれからである。経緯が異なるので一概には言えないが、中国の状況は日本の1970年代半ばから80年代初頭の段階にあり、日本が80年代半ば以降に経験したことを、中国もこれから経験するかもしれないと推察することができる。

次に、1955年から1974年の経済高度成長期について日本当局がとった政策の特徴と影響を整理した。この時期は、先進国へのキャッチアップを図るため企業の設備投資を促進する必要があり、そのため、設備投資資金を調達しやすくする政策が採用された。「税金の減免による貯蓄奨励策」「低利率維持による投資刺激策」「銀行融資の直接的な調整（窓口指導）」などである。また同時に、国内金融資本市場は国外市場と隔絶され、資本流動性については強い制限があった。さらに、社債受託管理制度を敷くことにより、社債制度は実質的に銀行融資の一環という位置づけにとどまっておらず、資本市場から自由に資金を調達するというよりは、当局・銀行を通じた政策的な投資が優先された。

石油危機を経て、上記の政策が大きく転換された。石油危機後の景気悪化をきっかけとして国債大量発行時代を迎えたことに応じて、国債を市中で消化するための諸措置がとられた。すなわち、債券取引制限の緩和（流通市場の発達）、利率規制の廃止、銘柄の多様化、証券会社への参入規制緩和などである。これにより、金融資本

図表1 日本経済の発展過程と現在の中国经济の対比

	1960年代	1970年代	1980年代	1990年代
経済成長	高度成長	安定成長	バブル	バブル後+低成長
経常収支	赤字	黒字		
為替	固定	不動		
資本収支	規制	逐次自由化		自由化
利率規制	規制	自由化		
金融チャンネル	間接金融			直接金融+間接金融
財政	均衡	赤字	均衡	赤字

(注) 現在の中国经济の対応関係を黄色で表示  
(出所) 野村資本市場研究所より野村総合研究所作成

市場の自由化が進み始めた。

さらに、1975年以降の経済安定成長期から1980年代後半のバブル期にかけて、企業ファイナンス行動が変わってきた。石油危機後のインフレ対応のため金利引き締め策（金利コスト上昇）が採られたこともあり、それまで日本企業が採ってきた高レバレッジ戦略（負債比率を高くする戦略）からエクイティ重視へと潮目が変わってきた。また、並行して、日米の景気回復に伴う株価水準の継続的な上昇があった。これを受けて、日本企業は時価発行増資、転換社債、ワラント債などのエクイティ・ファイナンスブームを迎える。

さらに、経常収支黒字の定着を背景として、「国際金融センター構想」が唱えられ、資本市場の国際化も進捗した。1970年のサムライ債解禁（中国で言えばパンダ債に相当）に始まり、1973年の為替変動相場制導入、1980年の外為法改正（為替自由化）など一連の施策がとられた。また、「日米円ドル委員会」など外圧により、市場国際開放政策への転換がなされた。これらの過程は、現在の中国金融資本市場の国際開放をめぐる状況に非常に似ているといえる。

1980年代初めの段階では、国内債券発行制度の整備がまだ遅れており、債券国内発行コストは高止まりしたままだった。そのため、ユーロ債を発行する日本企業が相次いだ。こうした国外発行債券は主として国内機関投資家により購入され、前述の「国際金融センター構想」とは裏腹に、国内金融市場は空洞化していたといえる。1993年に商法改正等一連の施策により内外社債発行コスト差が解消され、ようやく国内発行は増加した。これを教訓とすれば、中国金融資本市場が国際開放を進める際、同時に国内市場の整備を進めていかないと、裁定が働いて国外市場の利用が急進し、国内市場が空洞化してしまうという示唆が得られる。

なお、資本市場の内外不均衡を是正する一連の規制緩和は、大企業を直接金融に誘導する効果をもったため、企業ファイナンスにおける銀行の優位性を弱めるものとなった。1980年代後半から、銀行は新たな融資先を求めて、中小企業や建設・不動産セクターへの依存を強めていった。そのため、バブルが崩壊したときに多大な不良債権が残り、1990年代の「失われた時代」の大

きな要因の一つとなったわけである。

最後に、以上の日本経済の経験に基づき、中国経済に対する示唆として以下の3点を挙げた。一つは、資本市場の開放と国内規制緩和を協調させること、二つ目は銀行中心体制が市場化体制にシフトした際の銀行経営のあり方（高リスク融資先への傾倒を抑制すること）、三つ目は情報開示制度、格付制度などからなる企業価値評価体系の確立である。

## 講演2 中国資本市場十年展望

清華大学経済管理学院 副院長 金融学教授 廖理氏

中国が徐々に国際資本市場に参入しつつある。このような中で、内外の資本をどのように導入して、過去の教訓をどのように生かすかを考えることが我々の課題である。本日は、まず過去のデータを振り返りながら、国外資本市場と中国資本市場を比較する。証券業界（証券会社）の比較も行い、最後に、今後10年の中国資本市場の発展方向を展望する。

過去10年の株式市場は激動の時期だった。2001年に公的年金基金が株式運用に参入。2004年に中小企業の上場が開始され、2006年に株式の権利に関する改革（非流通株改革）が行われた。これを受け、2007年に相場が暴騰し、2008年に反動があり、現在に至っている。

上場企業数を見ると、昨年末までに1700社あまりとなっている。時価総額は20兆元に達している。中国株式市場は、2005年ごろまで低迷していたが、2006年から株価が上昇し、2007年に頂点に達した。出来高は一日あたり2000億元以上に達している。

債券市場の構造を整理すると、銀行間取引や銀行窓販が行われている一方、取引所上場債券の取引もある。現在では、銀行間市場取引が9割以上を占め、残りは取引所取引で、窓販はごくわずかである。債券の発行残高は年々増加している。その半分以上を、銀行が保有している。債券の種類としては、国債と金融債がほぼ半分ずつで、事業債はまだ少ない。

次に、ファイナンス方式、株式市場、債券市場の観点で、国外資本市場と中国資本市場を比較してみた。世界的に見ると、企業の公募調達は、8割以上が債券に拠っている。

図表2 中国資本市場ロードマップ

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
国政環境	11-5計画	第12次5ヵ年計画					第13次5ヵ年計画				
	2014年末にGDPが49兆元に到達(世界第2位)					2019年末にGDPが72兆元に到達					
金融監督 管理制度	混業経営の逐次進展、金融持株会社による総合経営の実現										
	投資家保護制度、市場監督管理制度の整備、投資家の成熟										
株式市場	2014年末に、時価総額51兆元、上場企業数2450社、年間売買高81兆元に到達					2019年末に、時価総額86兆元、上場企業数3200社、年間売買高120兆元に到達					
	新株発行・入札方式制度改革			B株改革			市場メーカー競		新株発行・登録制度導入		
	信用取引制度導入	国際ボード導入		B株改革			市場メーカー競		T+0化実現、値幅制限撤廃		
	三板市場拡充、取引活発化										
債券市場	2014年末に、債券発行残高26億元、年間売買高202兆元に到達					2019年末に、債券発行残高53億元、年間売買高が528兆元に到達					
	貨幣市場の金利市場化			貸出金利の市場化			預金金利の市場化				
	省級政府発行債券の規範化・制度化					公司債・企業債の統一					
証券会社	証券業の収益力強化、業界再編の加速										
	証券業ビジネスモデルの多様化					グローバル証券会社の出現					

(出所) 清華大学中国金融センター 廖理教授作成

株式のIPO・売出しの割合は1割程度である。アメリカでの上場企業の調達率はほとんどが公募であるが、中国では私募が多くなっている。世界の上場企業数は、2008年には45,000社ほどに達している。過去10年間の中国の上場企業増加率は、世界平均と同程度である。俗に中国で上場は難しいと言われるが、データからは読み取れない。

1995年から2009年までの世界の株式市場全体の収益水準の推移を見ると、この15年間で約1.5倍になっている。各国証券取引所別では、時価総額の約7割をニューヨークとロンドンで占めている。中国の株式市場の時価総額はまだこれに及ばない。GDPに占める株式時価総額の比率(証券化率)は、香港やシンガポール市場が特に高い。中国は100%弱である。株価収益率(PER)を見ると、中国市場が特に2007年に急上昇していたことがわかる。

2008年における世界各国のGDPの総額(約60兆ドル)と、債券市場・株式市場の時価総額を比べてみると、債券による資金調達(約82兆ドル)が株式(約32兆ドル)よりも非常に大きい。世界の中では、米国が4割近くを占めており、中国のシェアは3%未満に過ぎない。国別にみた国内および国外の債券発行残高では、中国はいずれも低い水準にとどまっている。GDPに対する債券残高の比率も、中国は最も低い。中国でも今後、債券による調達が発達する余地は大きい。

続いて、米国と中国の証券会社比較を行った。米国では、証券会社数が減少傾向にあるものの5000社弱存在し、従業員数は42万人強に達している。2008年の

従業員一人当たりの付加価値額は約68万ドル(2007年は約114万ドル)、一人当たり報酬額は約22万ドルになっている。

米国証券業界の2008年の総収入は3000億ドル弱、収入構成は非常に多様化している。コストは、人件費が約3割、金利費用が約4割を占めている。諸数値をみると、中国証券業界全体の規模は米国に比べてまだ小さく、今後の発展余地が大きいと推察される。

以上のデータ分析に基づき、今後の中国資本市場の展望を行った。ここでは、株式時価総額、上場企業数、株式売買高、債券発行残高、債券取引高について、いくつかの仮定を置いて、10年後の規模を予測した。また、金融機関の監督管理制度、投資家保護制度、株式市場制度(発行市場、流通市場、国際ボードなど多様な株式市場の創設)、債券市場制度、および証券会社の発展方向については、定性的な考察を行った。

これらを総合し、「中国資本市場ロードマップ」として整理することができた(図表2)。今後の中国資本市場の発展を考える上で、ぜひ参考にさせていただきたい。

### パネルディスカッション

#### 中国資本市場の現状と発展動向

モデレーター：清華大学経済管理学院 金融学副教授 何平氏、  
パネリスト：清華大学経済管理学院 金融学教授 楊曙光氏、  
国泰君安証券 首席エコノミスト 李迅雷氏、招商証券投資銀行本部 執行役員 李黎明氏、南京証券副総裁 范慧娟氏

「規制緩和・市場開放」と「適度な規制・当局指導」

の対立を主要な論点として、証券会社エコノミスト、投資銀行部門、経営層、および学界のパネリストの立場に基づいた議論が激しく交わされた。

**何氏** それでは、これよりディスカッションを始めます。まず、中国資本市場にとって現時点で最も解決すべき課題は何だと考えていますか。

**范女士** 私は、資本市場に関わる投資家、つまり、投資需要に即して考えていくことが重要だと思います。

**李迅雷氏** これから先の10年は、本当の意味での「改革・開放」、つまり、金融の改革、資本市場の対外開放と、人民元の自由化が行われ、国内投資家が一日も早く理性的な投資家になれることを期待しています。

**李黎明氏** 流通・発行市場ともに、オープンな環境を整えること。また、証券会社が重要な役割を果たすこと。人民元の切り上げに関して言えば、資産価格上昇という機会を証券会社がいかにつかむかだと思います。

**楊氏** 清華大学の研究者として、今後業界が必要とする人材像に対し、大学がどのような人材を養成するか考えたいです。この10年間の資本市場改革を受け、今後は制度の完成度を高めることが必要。銀行と資本市場の間での調和も含まれます。

**何氏** 人民元の切り上げ問題と資産価格上昇が中国経済にインパクトを与えつつありますが、どうすれば日本で起こったようなバブルを避けられますか。

**李迅雷氏** 不動産バブルの懸念が、株式市場にも影響を与えています。安定的な経済発展が重要です。人民元の大幅な切り上げも、金利の引き上げもないと予想しています。むしろ経済低迷を懸念しています。投資の重点を切り替えていくべきだと思います。不動産というエンジンがうまく働かなければ、製造業やインフラなどその他の部門で調整すれば良いと思います。

**何氏** 中国の証券会社が、国際市場で地位を高めるために必要なことは何でしょうか。

**李黎明氏** 廖理先生の講演にもあったように、他国と証券会社の収入構造を比較すると大きな差があります。証券会社の収入モデルが少なすぎます。また、中国の証券会社には、国際発展に役立つ人材が不足しています。金融持株会社を中心としたビジネス展開や、国外証券会社

との協業が必要でしょう。

**何氏** 人々の生活水準の向上のためには、どのような金融商品が必要でしょうか。

**范女士** 株式市場の信用を高め、より多くの商品を提供することが重要です。銀行に眠っているお金をどのように投資に振り分けていくか。また、債券の比率が高まっていけば、商品の多様化も進みます。

**何氏** 外資参入にはどう対処すべきでしょうか。

**李迅雷氏** 政府の監督・指導が強いですが、オープンな制度にならないと、国外の投資家を呼び込めません。

**李黎明氏** 中国の国有商業銀行上場時には、国外投資家も参加して収益を上げました。QFIIの枠をもう少し大きくした方がよいでしょう。このような施策は政府の指導なしにはできません。現状では、政府の適度な規制・政策が必要だといえます。

**李迅雷氏** 規制緩和した方が、国外投資家は投資しやすくなるはずですが、政府があまり関与していると、腐敗や不正取引の生じる懸念が増してしまいます。

**范女士** 自由・規制どちらも必要でしょう。改革・開放は国の方針のため堅持が必要ですが、すべてオープンにすると副作用が生じるでしょう。政府のコントロールの反面、市場の効率性を高めることも急務です。中国市場では投資家はまだ少なく、専門的知識を備えていません。この状態で国外の専門的な投資家が集中すると、中国資本市場が大変なことになります。機関投資家は、今後さらに取り組みを強化する必要があり、国外の同士とも協力することが必要です。

**楊氏** 中国資本市場は徐々に発展させるべきでしょう。改革・開放を否定するわけではありません。

**何氏** 議論をまとめると、実情を注視しながら、適度な規制・コントロールを施しつつ、中国資本市場を安定的に発展させるため柔軟に対応していくべきということですね。本日はありがとうございました。

今回のフォーラムの企画・運営に携わった野村総合研究所のアジア金融事業部は、NRIのソリューションサービスにより中国資本市場の発展に貢献したいとの考えのもと、中国資本市場の発展動向の調査、当局・証券会社幹部との継続的協議などの取り組みを行っている。