

第 I 部 中国の経済と改革

第 1 章 国内経済

第 5 節 資本市場動向

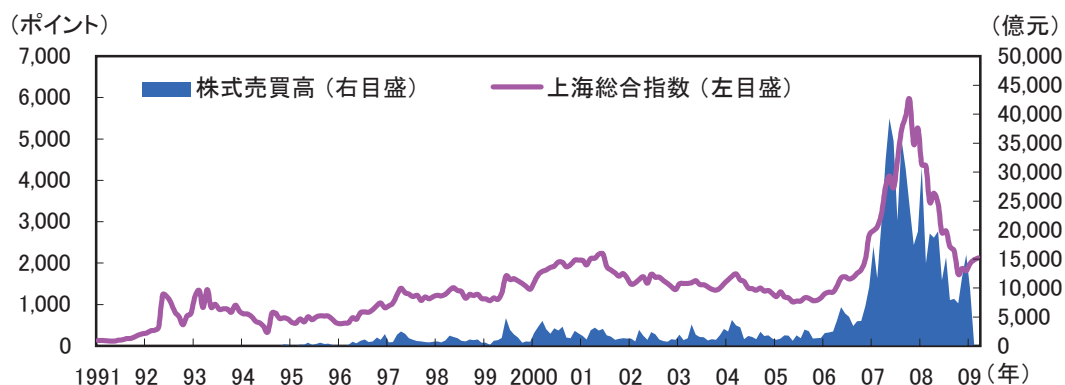
1. 概観

(1) 株式市場

中国では、上場会社の発行する株式は、その流通性の違いから「流通株」と「非流通株」に大別されている。「流通株」は、取引所に上場され、一般的に売買が可能な株式を指すが、売買が可能な市場の種類によって、A 株（国内一般投資家向けの人民元建て取引株式）、B 株（外国人投資家向けの外貨建て取引株式）、海外上場外資株（外国人投資家を対象に募集し海外の取引所に上場している株式）、レッドチップ株（香港設立の中国企業が発行する株式）に分かれている。「非流通株」は、その保有主体により国家株、法人株、従業員株に分類されている。一方、非流通株の存在が中国の株式市場を歪めているという認識の下、非流通株を市場で流通させるための改革、いわゆる非流通株改革が 2005 年から進められたが、改革後も一定期間、売却制限が設けられたため、改革の終了した非流通株を「売却制限付株」と呼んでいる。

2008 年末現在、上海証券取引所及び深圳証券取引所に上場している企業は合計 1,625 社で、株式時価総額は 12 兆 1,366 億元となった。2007 年末の 32 兆 7,141 億元と比べ 6 割以上減少した。うち、流通株の時価総額は 4 兆 5,214 億元と、2007 年末の 9 兆 3,064 億元に比べ、約 5 割減少した。また、2008 年の中国企業の株式発行による A 株市場での資金調達では、78 社が新規上場（IPO）し、資金調達額は 1,037 億元となった。増資等も含めた A 株市場での資金調達額全体は、3,336 億元となったが、2007 年の 7,723 億元に比べ、6 割近く減少した。優良企業の上場という観点からは、大型海外（香港）上場企業の A 株市場への回帰の傾向に変わりはないが、鉱業や金融・保険業の大型上場が一巡したこともあり、2008 年は製造業にも IPO の業種が多様化した。

図表 1 株式売買代金と上海総合指数の推移



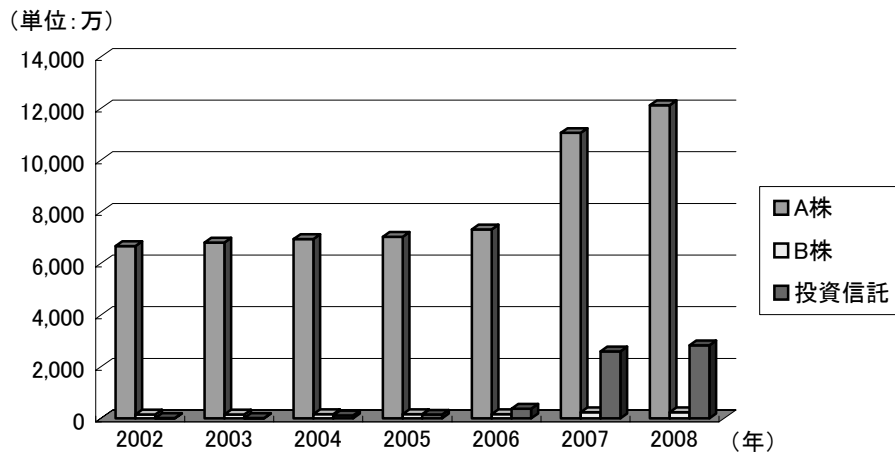
(注 1) 株式売買代金は 2009 年 1 月までの数値

(注 2) 上海総合指数は 2009 年 3 月 13 日時点の数値 (2,128.85)。

(出所) 上海証券取引所、Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

2008年の時価総額とA株の資金調達額が2007年に比べ減少した要因は、景気減速や金融危機の影響を受けた株価の低迷によるものである。上海総合指数は、2005年末の1,161ポイントから2007年10月16日には史上最高値の6,124ポイントをつけたが、2008年11月4日の終値では同年で最低の1,707ポイントを記録した(図表1)。これは例えて言うなら、日経平均が3万円から1万円を割るといふ日本のバブルの絶頂期から崩壊までをたった1年間の間に経験したに等しい変化があったと形容することも出来る。上海総合指数は、2008年末で1,821ポイントとなり、2009年に入ってから2,000ポイント台まで回復している。証券口座数について見てみると、A株口座は2007年末の1億1,053万口座から2008年末の1億2,124万口座へと1,071万口座、B株口座は2007年末の234万口座から2008年末の240万口座へと6万口座増加した(図表2)。増加幅は、2006年末から2007年末にかけてよりも大幅に鈍化している。

図表2 近年の証券口座数の推移



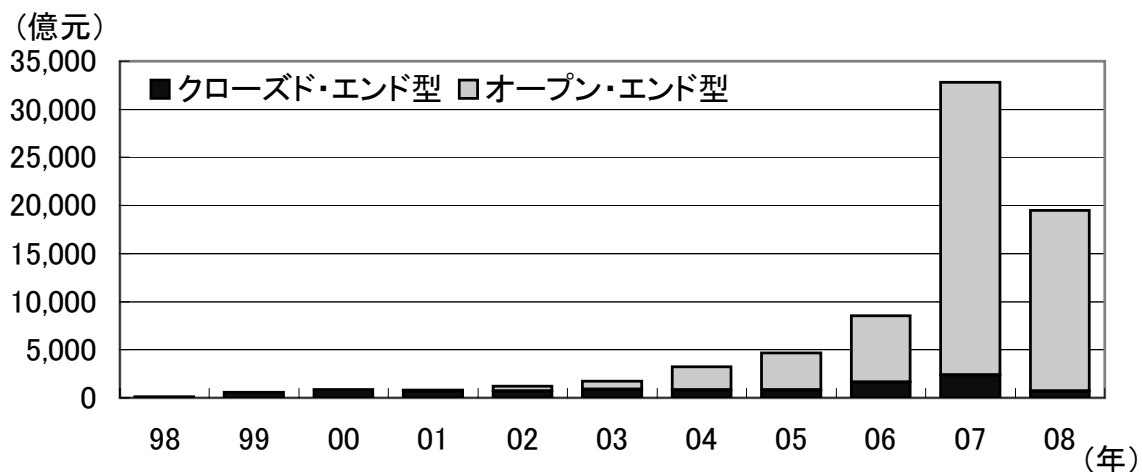
(出所) CSDCC (中国証券登記結算有限責任公司) より野村資本市場研究所作成

(2) 投資信託市場

中国では1997年に有価証券への投資を目的とする証券投資信託に関する規定が整備され、証券投資信託の本格的な設定・販売が始まった。2000年にはオープン・エンド型投資信託に関する規定が整備され、2001年に第1号が設定された。以来、オープン・エンド型投信を中心に市場が急拡大してきている。

中国の投資信託市場は、2008年末時点でクローズド・エンド型が694億元、オープン・エンド型が1兆8,779億元(うちQDII=適格国内機関投資家=が516億元)、合計1兆9,473億元の純資産残高となっている(図表3)。なおオープン・エンド型の場合は投資家は常に純資産価格での換金が保証されているのに対し、クローズド・エンド型の場合は証券取引所などでの市場価格で取り引きされる。2007年末時点の投信残高3兆2,831億元から約4割減少している。株価の下落と資金流出が純資産残高の減少を招いたものと思われる。

図表3 投資信託純資産の推移



(注) 純資産には QDII (適格国内機関投資家) も含まれる。
 (出所) 中国証券監督管理委員会、Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

口座数は、2006 年末の 372 万口座から、2007 年末には 2,600 万口座となり 1 年間で 7 倍に増えたのに対し、2008 年末は 2,834 万口座と前年末比で 9% 増に留まった (図表 2)。投資信託は、個人貯蓄を投資に仲介する機関投資家としても重要な存在であり、今後の動向が引き続き注目される。

(3) 債券市場

中国の債券市場は、国債や政策性銀行が発行する金融債といった公共債を中心とする市場で、民間の企業債 (社債) 市場についてはまだ発展途上にある。債券の発行市場と流通市場は、一般の投資家に開かれた取引所市場と銀行の店頭における取り引き、機関投資家に参加が限定される銀行間債券市場の三つに分かれている。

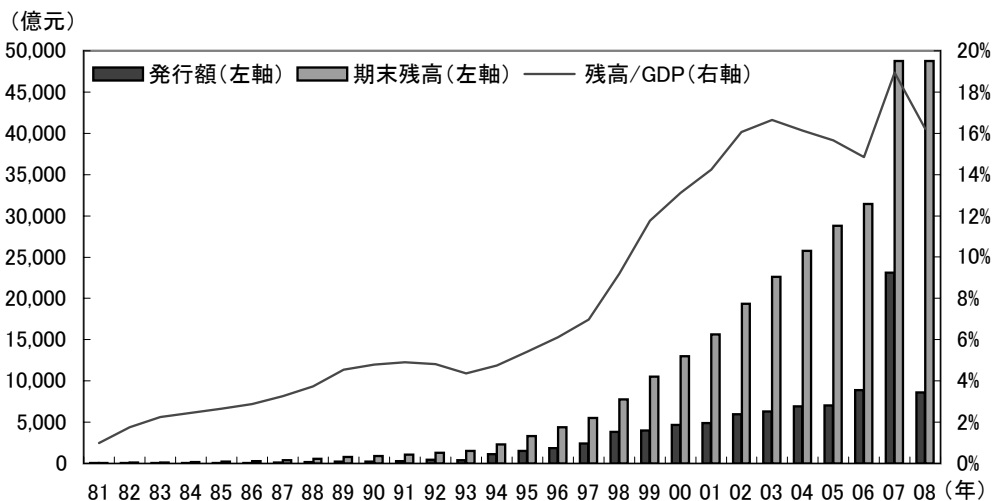
債券の種類を詳しく見てみる。第一に国 (財政部) が発行する国債である。国債は、証書式国債と記帳式国債に分かれている。第二に中国人民銀行が金融調節を目的とした公開市場操作のために発行する中央銀行手形である。第三に金融機関が発行する金融債である。金融債は、政策性銀行や商業銀行が発行する一般金融債、商業銀行が資本充実のために発行する劣後債、証券会社が発行する証券会社債に分類することができる。第三に企業が発行する社債である。企業債は、これまで、国家発展改革委員会が管理する企業債、証券監督管理委員会が管理する公司債が発行され、原則、取引所で流通されてきたが、2008 年は企業債の発行規制が大幅に緩和された。また、2008 年は、中国人民銀行が管理する銀行間債券市場では、中期手形、いわゆる中国版 MTN が導入され、これまで発行されてきた企業の短期資金調達のための短期融資債券 (CP) と合せ、銀行間債券市場でも大幅に発行規制が緩和された。第四に資産の流動化を目的とした資産証券化商品である。第五に中国国内で非居住者が人民元建てで発行するパンダ債 (日本のサムライ債に相当) である。

上記のうち、中国版 MTN について簡単に説明する。MTN とは、スキームや使用通貨

等について多様な形態での発行を規定した1つのプログラム（MTN プログラム）に基づいて発行される債券である。また、MTN プログラムとは、社債発行により資金調達を予定している発行体が、あらかじめディーラー数社と MTN 発行に関する基本契約を締結しておき、起債関係人との関係を包括的に定めておくことにより、発行限度枠で個別の債券を随時発行できるようにした契約である。中国版 MTN は、中国国内の発行体による国内債券市場での人民元建て債券ではあるが、MTN 及び同プログラムの考え方を取り入れたもので、2008 年 4 月に導入され、短期融資債券と共に、これまでのように中国人民銀行が直接発行認可するのではなく、自主規制機関としての中国銀行間市場取引者協会（中国語名は「中国銀行間市場交易商協会」）が、審査登録を行う柔軟な仕組みに改革された。

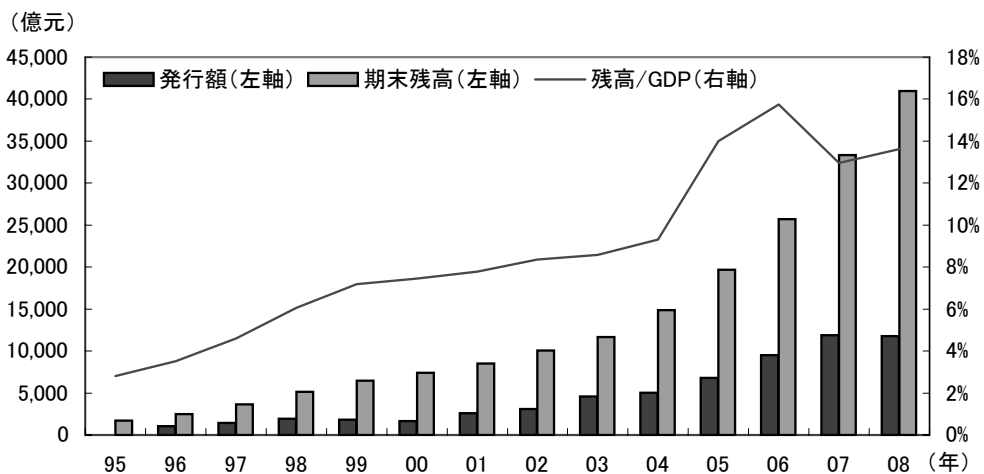
2008 年の中国の債券市場における個別銘柄の発行状況を見てみると、国債が 8,615 億元

図表 4 国債の発行額と残高の推移



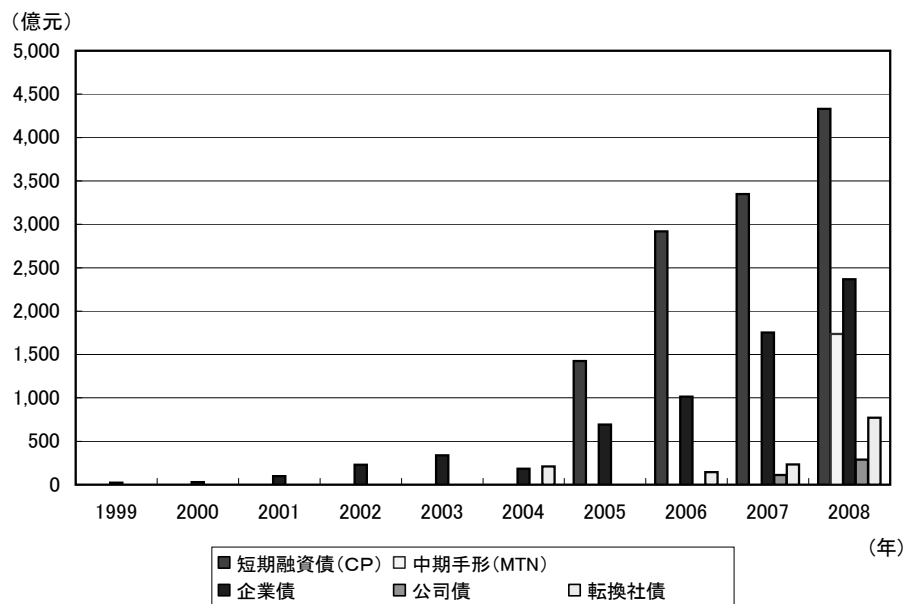
(出所) 「中国証券期貨統計年鑑」、中国国家统计局、中国国債協会、中央国債登記結算公司資料、Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

図表 5 金融債の発行額と残高の推移



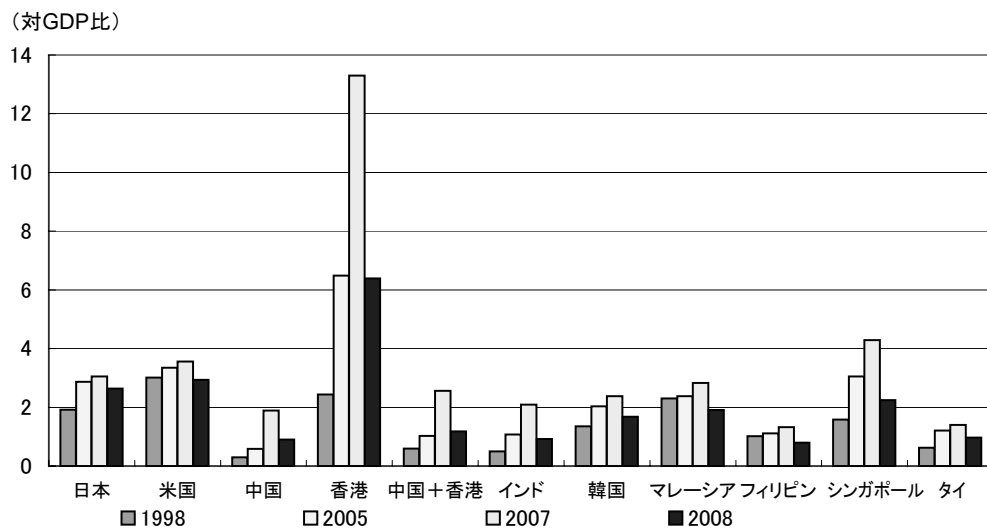
(出所) 「中国証券期貨統計年鑑」、中国国家统计局、中央国債登記結算公司資料、中国債券信息網、Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

図表6 社債市場の発行金額



(出所) Wind 資訊、中国債券信息网より野村資本市場研究所作成

図表7 経済規模と証券市場



(注) 1. (株式時価総額 + 債券発行残高) ÷ GDP の値。ただし、中国とインドの 1998 年の値については、他と出所が異なる。

2. 2008 年の値は、株式時価総額については年末時点、債券発行残高については 6 月末時点、GDP については IMF 推計ベースの値を用いて算出した。

(出所) BIS、WFE、IMF の公表資料より、野村資本市場研究所作成

(図表 4)、金融債が 1 兆 1,783 億元 (図表 5)、企業債が 2,367 億元、短期融資債券が 4,332 億元、中期手形が 1,737 億元、公司債が 288 億元となっている (図表 6)。

2009 年から 2010 年の 2 年間に亘って実施される 4 兆元の景気対策のため、2009 年の国債発行額は大幅に増加する見込みである。地方債も 2,000 億元発行されることが決まっている。なお、2008 年の企業債、公司債、中国版 MTN を合計した社債発行金額は 4,392 億

元となり、同年の A 株 IPO・増資（株主割当を含む）による資金調達で 3,336 億元を上回った。中国版 MTN の導入は、中国に進出した外資系企業による社債発行の道を開く可能性もあり、拡大を続ける中国の社債市場の動向が引き続き注目される。

以上、株式市場、債券市場も含めた中国の証券市場は、経済規模を表す GDP と比較すると、日米や他のアジア諸国と比較して、まだまだ証券市場に発展の余地があることが分かる（図表7）。

2. 金融危機下の中国資本市場

2008 年 11 月に開催された G20 財務大臣・中央銀行総裁会議（ブラジル・サンパウロ）と緊急金融サミット（ワシントン）を前に、中国政府は 4 兆元規模の景気対策を行うことを内外に発表し話題を呼んだ。この大型景気対策は、2008 年 11 月 5 日に開催された国務院常務会議で 10 項目の措置として正式決定されているが、4 兆元という規模ばかりが注目され、一番最後の「経済成長に対する金融の支援を強化する」という措置が盛り込まれたことが必ずしも注目を集めたわけではなかった。

図表 8 金融による経済促進の 9 つの措置（2008 年 12 月 3 日）

1	適度な金融緩和政策を実施し、銀行システムの流動性を確保する（政策性銀行の 2008 年度の貸出規模を 1,000 億元追加する）。
2	貸出サービスを強化・改善し、中小企業、農村、消費市場（住宅、自動車）などの分野の資金需要を満たす。
3	株式市場や先物市場の安定的な発展を促進し、債券の発行規模を拡大する。
4	「三農（農業・農村・農民）」、住宅・自動車、健康、年金などへの保険業務の展開と保険会社のインフラ投資を促進する。
5	企業の新たな資金調達方法（銀行の M&A 貸出、不動産投資信託（REIT）、エクイティ投資基金等）を開拓する。
6	外貨資金の使用効率を向上させ、対外貿易の発展を促進する。
7	金融サービスの現代化とサービス水準の向上を加速する。
8	租税・財政政策を用いながら、金融業の不良債権処理能力を強化する。
9	金融改革を促進し、金融監督・リスク管理を強化する。

（出所）国務院より野村資本市場研究所作成

その後、同年 12 月 3 日に「金融による経済促進の 9 つの措置」が発表され、この金融面でのてこ入れ策に関する基本原則が示された（図表 8）。この基本原則を踏まえ、続く 12 月 8 日には国務院弁公庁から「当面の金融による経済発展促進に関する若干の意見」が発表され、30 項目に及ぶ施策が発表された（図表 9）。この意見は、現在、「金融 30 条意見」と呼ばれ、短期的な景気対策としても、また中長期的な規制緩和や市場整備策としても、中国国内の金融・資本市場関係者の間で話題を呼んでいる。

金融 30 条意見は、「金融による経済促進の 9 つの措置」に沿って、基本方針、貸出政策、資本市場、保険業、企業金融、外貨管理、金融サービス、租税・財政政策、金融改革促進のそれぞれについて更に内訳を明確にする形で構成されている。金融 30 条意見では、中国自身の資本市場の改革や人民元の国際化に向けた重要な措置が戦略的に盛り込まれている。グローバルな金融危機下でも静かに進んでいる一連の措置が着実に実施されれば、危機収束後、中国の資本市場を新たなステージに押し上げることとなる。

図表9 当面の金融による経済発展促進に関する若干の意見 (2008年12月8日)

金融30条意見の主な内容	資本市場 関連政策
1. 基本方針－適切な金融緩和政策を徹底し、マネーサプライの伸びを促進	
(1) ・銀行システムの潤沢な流動性を保ち、マネーサプライの伸びを促進するため、2009年のマネーサプライ伸び率を17%以上に設定し、3年物の人民銀行手形の発行を停止し、1年物と3ヶ月物の発行頻度を減らす。 (2) ・政策性銀行(国家開発銀行、中国輸出入銀行、農業発展銀行)の2008年の貸出枠を1,000億元追加し、商業銀行による中央投資プロジェクトへの資金投入を奨励する。同時に2008年通年の新規貸出規模を4兆元以上に増加させる。 (3) ・貸出金利の基準金利(法定下限金利)を柔軟に適用する。 ・主体性・コントロール可能性・漸進性という原則に基づき、人民元為替相場の形成メカニズムを一層完全なものに作り上げ、人民元相場の柔軟性を拡大し、人民元相場の合理的で且つ均衡水準での推移を維持する。	
2. 貸出政策－貸出サービスの改善と強化を通じ、資金ニーズを充足	
(4) ・金融政策と産業政策、貸出政策の協調性を強化し、産業政策に一致する業界、「三農(農業・農村・農民)」等への貸出を拡大し、一般加工業向け貸出をコントロールし、エネルギー多消費、汚染物質多排出及び設備過剰業種への貸出を制限する。 (5) ・商業銀行がリスクコントロール可能なことを前提に、基本状況が良好でありながらも一時的な経営難や財務困難に陥った企業に対し、資金支援を行うことを推奨する。 ・当面の特殊な期間のニーズに応じ、「貸出通則」等の関連規定を修正し、貸出規制を緩和する。 (6) ・多様化する中小企業向け貸出についての保証基金及び保証会社を設立し、条件に一致する中小企業信用保証機関の営業税を免除し、中小企業向け貸出の拡大をはかる。 (7) ・金融機関の人民元建輸出信用業務(バイヤーズクレジット)の取り扱いを認める。金融機関の輸出信用業務に輸出信用保険を活用する。 (8) ・産業移転向けの銀行融資を強化し、国内過剰生産能力の海外移転を支援する。 (9) ・農業発展銀行、郵政貯蓄銀行、農村信用社による農業金融を政策的に支援する。森林権抵当貸付を含め担保の多様化を進める。 (10) ・最初の普通住宅購入や普通住宅改築のための住宅ローンを支援する。都市部の低所得者向け住宅等への貸出を支援する。 ・自動車ローン業務の発展を支援するため、自動車金融会社の資金調達ルートを広げる。	○ ○
3. 資本市場－多層的な資本市場システムの構築と資源配分機能を発揮	
(11) ・有効な措置を取り、株式市場の安定運営をはかり、資源配分機能を発揮させる。 ・中小企業板(深圳証券取引所)の諸制度を完備すると同時に、適切なタイミングで創業板(新興市場)を試行する。 ・資本市場を通じた企業の合併・リストラを支援し、審査手順を簡素化し、効率を向上させる。 (12) ・先物市場を発展させる。 ・鋼材、米などの商品先物の取引を早期に開始する。 (13) ・企業債、公司債、短期融資債券(CP)及び中期手形(中国版MTN)の発行規模を拡大し、中小企業集合債券の発行を展開し、中小企業の短期融資の発行を試行する。 ・海外機関及び海外企業の中国国内での人民元建て債券発行を検討する。 ・中国大陸内での業務量の多い香港企業や香港の金融機関による香港での人民元建て債券の発行を認める。	○ ○ ○ ○ ○ ○ ○
4. 保険業－保障機能及び資金調達機能を発揮	
(14) ・農業保険、住宅ローン・自動車ローン関連保険、重要プロジェクトのための建設工事保険、災害復興に対応した保険を発展させる。 ・短期輸出信用保険市場の開放と商業保険会社の参入を検討する。 (15) ・保険会社による国債、金融債、企業債及び公司債の購入を奨励する。 ・デットなどの方式を通じた交通、通信、エネルギー分野と農村地区のインフラ建設への投資を誘導する。 ・国有大型企業へのエクイティ投資を推進する。 (16) ・商業保険を通じた多層的な年金保障プランの構築を奨励、支援し、税制優遇措置も検討する。健康保険や農民向け保険も発展させる。	○ ○ ○ ○
5. 企業金融－新たな資金調達方法の開拓	
(17) ・商業銀行による企業の内外M&A向け貸出を解禁する。企業のM&Aに伴う租税政策も検討する。 ・ジャンク・ボンドやレバニュー・ボンドの発行を試行する。 (18) ・不動産投資信託(REIT)を試験的に展開し、不動産企業の資金調達ルートを拡大する。 (19) ・エクイティ投資基金管理弁法を制定し、ベンチャーキャピタル企業向けの税制優遇政策を整備する。 (20) ・村鎮銀行等新型農村金融機関のテストや小額ローン会社のテストを拡大する。 (21) ・信用リスクの管理手法を開発する。銀行間債券市場での中小企業向け貸出、農業向け貸出、国家重点プロジェクト向け貸出等を標準化した資産とした信用リスク管理手法を試行する。	○ ○ ○ ○ ○
6. 外貨管理－貿易と投資の利便性のため、外貨管理規制を緩和	
(22) ・企業の輸出前受金の人民元転換比率を10%から25%に引上げ、小口の輸出前受金を人民元転換枠管理対象から除外する。 ・輸入延滞の年度発生額上限を前年度輸入外貨支払額の10%から25%に引上げる。 ・企業の(貿易決済に関する)臨時申請と人民元転換増加申請の手続きを簡素化し、審査時間を短縮させる。 ・企業グループ(地場企業と外資企業を含む)の外貨資金集中管理を認可し、資金利用効率を向上させる。 ・香港での人民元業務の発展を支援し、周辺諸国との貿易における人民元建て決済の規模を拡大する。	○ ○
7. 金融サービス－現代化とサービス水準の向上	
(23) ・資金決済システムを改善する。 ・国家集中支払制度を拡大して、財政支出に伴う最終受益者への適時、安全な支払を確保する。 ・信用評価システムの構築(特に中小企業と農村向け)を加速する。 ・債券市場の格付けシステム(特に中小企業向け)を規範化する。	○
8. 租税・財政政策－金融サービスを強化し、経済発展能力を促進	
(24) ・中小企業向け貸出の不良債権の償却条件を緩和し、一定の条件を備えれば債務のリストラと金利減免を認める。 ・借入人が借り入れ元利金を期日通りに返済できない場合、リストラや利息減免などを通じて返済可能と見込めれば、金融機関による同貸出のロールオーバーを可能とする。 (25) ・税務部門は金融機関の不良債権償却手続きを簡素化し、不良資産の早期処理を促進し、貸出の縮小を防止する。 ・金融機関の担保資産処理に関する租税政策を検討する。 ・消費型増値税へのシフトに合わせて、ファイナンスリースの租税政策を調整する。 (26) ・地方政府による「中小企業向け貸出リスク補償基金」設立を支援する。 ・金融機関の中小企業向け貸出専門部門の設立を奨励する。 ・先進的な技術・製品の導入のための外貨資金ニーズに応ずるため、中国輸出入銀行を通じた低利融資を以って支援する。	
9. 金融改革の促進－リスク管理の強化と金融秩序の維持	
(27) ・国際金融危機のモニタリング及び対応メカニズムを整備する。国内金融市場の流動性の状況、金融機関の流動性と資産負債の変化について注視する。 (28) ・金融管理監督システムを整備する。中央銀行と金融管理監督部門との協調を強化する。 (29) ・商業銀行及びその他金融機関の各種改革を継続する(ガバナンス、内部コントロール及びリスク防止メカニズム)。金融を通じた経済発展の質を高め、低水準の重複投資を防止する。 (30) ・地方政府による金融サービスを改善するための条件整備を支援し、奨励する(銀行債権の保護、銀行債務逃れの防止、担保資産処理、法に則った破産・清算処理)。地方金融機関の改革を引続き推進する。	

(注) 資本市場関連政策は、筆者にて分類。

(出所) 国务院より野村資本市場研究所作成