

# 新常态下の中国金融・資本市場

野村資本市場研究所 関根栄一



## 新常态（＝ニューノーマル）下の 実体経済

中国経済が新常态に入つてから久しい。「新常态」とは「ニューノーマル」を示す中国経済を見る上でキーワードである。

ニーノーマルは、経済成長の目標成長率の引き下げを示すシグナルでもあり、従来の輸出・投資主導から内需・サービス主導に向けた成長モデルに転換していく中で、段階的に成長率が鈍化していくプロセスをも指している。

習近平国家主席がニューノーマルを初めて使ったのが2014年5月の河南省視察時で、以降、中国の実質GDP成長率は、2014年4～6月期が7・4%、

7～9月期が7・2%、10～12月期も0%、4～6月期も7・0%、7～9月期が6・9%と徐々に鈍化している。

GDPは、投資、消費、純輸出から構成されるが、成長率の鈍化の背景には、

まずは投資の伸び率の鈍化が指摘できる。中国の投資を表す指標は固定資産投資であり、投資全体において前年同期比の累計伸び率は2015年1～10月で10・2%と、毎月鈍化が続いている。中でも不動産投資の伸び率は2%と、同じ投資の中でも鈍化が際立っている。貿易動向では、中国の2015年1～10月の累計のドル建て輸出は前年同期比で2・5%減、同じく輸入は15・7%減となっている。うち、2015年10月単月のドル建て輸出

は前年同月比で6・9%減と4か月連続の前年割れ、同じく輸入は18・8%減と12か月連続の前年割れが続いている。

また、内需のうち、製造業について、国家統計局と中国物流購入連合会が共同で発表している製造業購買担当者景気指数（PMI）も、8月から景気判断の分かれ目となる50を3か月連続で下回っている。国有企業の総利益については、2008年9月のリーマン・ショック直後に政府が実施した4兆元の景気対策の効果が剥落して以降、長らく低迷している。2015年1～10月の国有企業全体の総利益の伸び率は前年同期比でマイナス9・8%、うち中央企業がマイナス11・3%、地方企業が同マイナス6%と、鈍化が続いている。これらは、過剰投資と

過剰生産の問題に結びついており、裏側には過剰債務が存在している。リーマン・ショック後の景気対策を機に国有企業の財務レバレッジは過度に拡大しており、潜在的な不良債権と見ている。

### 堅調な消費が中国経済を下支え

一方、消費については、習近平指導部により打ち出された反腐敗運動の影響で、2013年以降、官官接待や、民による官の接待が難しくなり、前年同月比の消費の伸び率のうち、飲食業は2012年12月の15・1%から、2013年4月には7・9%と一気に半分以上下落した。飲食業の落ち込みが消費全体の伸び率への下押し圧力となっていたが、2014年8月の8・4%を底に上昇し始め、2015年3月からは消費全体の伸び率を上回っている。飲食業が牽引する形で、消費全体の伸び率も、2015年4月の10%を底に回復基調にある。

中国の消費金額は、2014年通年で27兆1896億元と、1元=20円として円換算すると約540兆円で、日本のGDP並みの規模となっている。

2015年1~10月は24兆4359億元で、通年では28兆元を超える見込みで

ある。近年では、ネットショッピングの急速な普及も消費の特徴である。ネットショッピング金額は、2005年の160億元から、2014年には2兆7900億元に増加し、消費金額全体に占める割合も同じく0・23%から10・26%に拡大している。2015年で7年目を迎える11月11日の「独身の日」のネット通販商戦では、中国の電子商取引最大手アリババグループの当日の売上高は約912億元（約1・8兆円、前年比約6割増）に達した。また、消費のパターンも、沿海の都市部を中心に、単なる「モノ消費」から、イベント型の「コト消費」に移りつつあり、旅行もブームとなっている。対日観光も、コト消費の流れの中にある。

国家統計局が2015年6月3日に発表したデータによると、2014年の最終消費、資本形成、純輸出のGDP成長率への寄与率はそれぞれ50・2%、48・5%、1・3%で、GDP成長率を3・7ポイント、3・6ポイント、0・1ポイント引き上げており、消費の牽引力は明らかである。また、2014年の中国GDPの産業別内訳は、第1次産業が9・2%、第2次産業が42・7%、第3

GDP統計については、内外から精度についての疑義が上がっているが、投資については過剰投資のもとで過大に計上されている恐れがある半面、消費については統計で捕捉しきれていない部分もあると思われ、過小評価されている可能性がある。問題は、中国经济の成長モデルの転換が進む中で、次第に統計間の整合性が取れなくなってきた点にある。典型的な例として、第2次産業や重厚長大産業が牽引してきた遼寧省をモデルにした李克強指数（銀行融資、電力消費量、鉄道貨物輸送量）がある。市場関係者が多用してきた同指数では、今や中国经济の変化を捉えられなくなってきた。

### 株式市場改革は「改革の本丸」

中国株式市場の課題のうち、発行市場では、企業が成長度合いに応じて上場先を変える「指定替え」ができないなど資金調達上の制約が大きく、新規株式公開（Initial Public Offering、略称IPO）や増資でも実現までに時間がかかりすぎたといった問題が挙げられる。一方で、2013年秋の中国共産党第18期中央委員会第3回全体会議（第18期3中全会）で採択された改革プランでは、株式市場も

改革の本丸に位置づけられ、企業が成長段階に応じて資金を調達でき、多様な投資家の参加が見込めるような市場に育成すべく変革が進められようとしている。

発行市場では、多様な株式市場を構築することが政策の目標となっている。企業数から見たピラミッドの頂点から見ると、日本の東証1部に相当する「主板」（メインボード）を筆頭に、東証2部に相当する「中小企業板」、東証マザーズのようない新興企業を対象とした「創業板（二板）」、新規の株式登録・公開を扱うジャスダックに似た「新三板」が公開市場として存在する。新三板は、北京に本部がある全国中小企業株式譲渡システム有限責任公司が運営している。このほか非公開市場としては地方のエクイティ市場として「四板」が整備されている。

これまで、中国の株式市場のうち、大企業は上海証券取引所、中小企業や新興企業は深圳証券取引所で上場するという。企業は深圳証券取引所で上場するといふ棲み分けができていたが、企業の新陳代謝を促進するため、上海証券取引所としても新興企業向け市場として「戦略新興産業板」の開設計画を進めていた。現在、中国証券監督管理委員会（証監会）に開設を申請中である。また、企業がIPOないし増資を行う場合、これまで

中央の証監会が審査・認可に当たつていったが、銀行融資ではなく、市場からの資金調達を円滑かつ速やかに進めるため、「株式発行登録制度」を導入し、今後は各証券取引所に審査権限を委譲する計画もある。そのためには「証券法」を改正する必要があり、当初は2015年内の改正作業の完了を目指していたが、2015年6月以降の株式市場の動搖を受け、全人代での審議が遅れ、改正・実施時期は2016年に延期されることが確定的な情勢となっている。（後述）

制度改革は今後の課題として、実態上、新興企業の登録数は飛躍的に向上している。2013年末から2014年末にかけて、新三板の登録企業数は356社から1572社へ、四板は6538社から1万4952社へとそれぞれ急増している。新三板の登録企業数の増加は2015年も続いており、同年10月末時点では3896社に達している。このように新三板や四板に登録する将来のIPO予備軍が増加した背景には、企業の新陳代謝を促す政策がある。例えば、「会社法」が改正され、最低資本金制度の撤廃や資本金払込みスケジュールに関する規制緩和が実施されている。

株式発行登録制度改革後、旺盛なIPO

IPOを支える資金として、個人金融資産の存在が指摘できる。筆者の試算によれば、2014年の個人金融資産の純増額は約14兆元で、円換算すると280兆円規模の増大となる。個人金融資産残高についても2014年末時点で約93兆元、円換算では1860兆円となり、既に日本の個人金融資産1700兆円を超える規模となっている。ただし、中国の個人金融資産の内訳を見ると607割が現預金で、これが銀行部門に対する貸出圧力として働き、不採算部門を延命させる結果となっている。貯蓄を投資に転化することは、リスクマネーを新興産業に供給し、経済成長のモデル転換を促す上でも重要である。

### グローバル市場に影響した株価暴落

過去10年間の上海総合指数を見ると、二度の下落局面があった（図1）。最初はリーマン・ショックの1年前で、2007年10月の60000ポイント強をピークに1年後には20000ポイントを割り込む水準にまで下落した。その後は2014年まで2000～30000ポイントを挟んだ展開となつたが、2014年11月に中国人民銀行が利下げに踏み

切ったのを機に、株価は反転し始めた。9月上旬のG20財務相・中央銀行総裁会議で中国人民銀行・周小川総裁が述べたように、2015年6月以降、株価は計3回の大規模な調整が発生した。第1回が6月12日で、上海総合指数が516



上海総合指数は3725・56と先週末の終値と比べて8・48%下落し、1日の下げ幅としては2007年2月以来の大変な値下がりとなった。第3回目が8月24日で、上海総合指数は3209・91と先週末の終値と比べて8・49%下落し、7月27日の1日の下げ幅を再度更新した。この第3回目の急落の翌日の8月25日、中国人民銀行は、2014年11月以来、計5回目の利下げを行った。この利下げは、国内の実体経済を回復させるためといふより、中国で起きた株価の急落がグローバルな株式市場に波及するのを防ぐためだったと理解できる。

上海A株の時価総額は、2015年6月12日にピークの約41兆元をつけて以来、一時3分の2の水準まで落ち込んだ。ただし7月8日に本格的に始まった株価維持政策（Price Keeping Operation 略称PKO）や利下げの効果もあり、時価総額および売買水準は国慶節明けから持ち直し、株価についても7月の水準を回復する36000ポイント台まで戻っている。株価の割高・割安となる株価収益率（PER）の水準も、6月12日に

記録したピークの24・9倍から11月は18倍前後にまで低下し、小康状態を保っている。

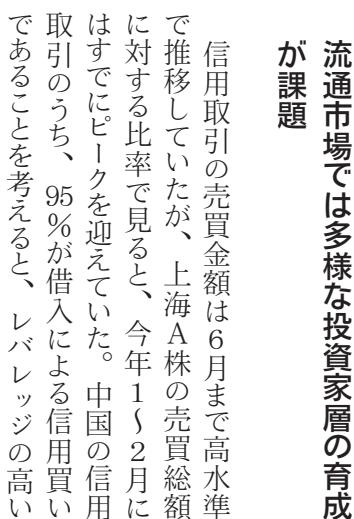
## PKOの功罪

中国当局によるPKOへの評価については、単に自らの株価を操作したというだけでなく、株式市場の問題が金融市場に転化し、金融システムリスクが顕在化しないよう、手を尽くした結果とも捉えている（図2）。「国家チーム（国家队）」と呼ばれる中国のPKOを担う政府系ファンドは、1つが国有独資の投資会社である「中央滙金投資有限責任公司」、もう1つは日本証券金融株式会社に相当する「中国証券金融株式有限公司」である。今回、中国証券金融から証券会社21社に対し、総額2600億元に上る与信枠が設定され、証券会社の資金繰り緩和および上場投資信託（FTTF）経由での株価維持に利用された。同時に中国人民銀行のバランスシート上では「その他金融機関」向け貸し付けが約2000億元増加しており、特定はできないものの、大半が中国証券金融向けで、実質的には同社を介して当局から資金が供給されたと考えられている。一時

期、2,800銘柄のうち、1,400銘柄が売買停止となつたことで、証券会社の短期の資金調達が困難になるなか、中国証券金融からの大規模融資は証券会社の資金繰りを助ける効果があつた。ただし、中国証券金融を通じた買い付けおよ

びファイナンスはあくまで有事の対応で、中国国内には、もし当局が株式市場に介入するのであれば、1997年のアジア通貨危機の際に香港で生まれたトラッカー・ファンドのようなものを作り、ルールと出口を明確にした上で関与すべきではないかとの議論もある。こうした議論も、証券法の改正の遅れの原因となっているようである。

株価暴落の局面では、証監会は、個人投資家に対して信用取引における契約の更新回数を2回から無制限に延期したほか、追い証（追加担保の差し入れ義務）も機械的に求めないなど、規定改正を即座に実施した。信用取引の約9割は借り入れにより賄わっていたため、仮に規定改正がなければ、個人投資家が返済不能に陥るケースが多発し、証券会社のバランスシートも毀損していた可能性が高い。中国人民銀行の周小川総裁、李克強総理、そして習近平国家主席も、9月以降の国際会議の場で、「金融システムリスクだけは起こさない」と揃って発言しており、並々ならぬ決意の表れと受け止めることができる。中国人民銀行にはまだ、資金供給余力があるものの、中国市場においてはシステムリスクが高い



### 流通市場では多様な投資家層の育成が課題

信用取引の売買金額は6月まで高水準で推移していたが、上海A株の売買総額に対する比率で見ると、今年1～2月にはすでにピークを迎えていた。中国の信用取引のうち、95%が借入による信用買いであることを考えると、レバレッジの高い

留意する必要がある。

このほか、個人投資家が株を1年以上保有する場合には、配当課税を免除することで株式保有のインセンティブを高めた。また、企業に対しては、自社株買いを推奨して市場での買い付けを促した。一方で、2015年7月8日には売却禁止の措置も講じており、自社株を5%以上保有している大株主等に対し向こう年間の売却制限（ロックアップ）を実施している。この結果、発行済み株式総数のうち、少なくとも5～10%が塩漬けとなり、市場で売買されないことで間接的に株価が維持された側面もある。7月のロックアップは年明けには解除されるため、再び売り圧力が高まることが予想される。PKOの出口局面についても留意する必要がある。

投資は、1～2月を境に「売り」に転じたことを意味しており、賢明な投資家は株価暴落前の2015年の春先には取引を手仕舞つていたと筆者は見てている。

2015年の春先以降の株価上昇には要因が2つある。1つは個人投資家の利便性を高める狙いで4月13日から一人一口座の制限が撤廃されたことである。これにより、A株の新規口座開設数が爆発的な伸びを示した。中国の株式市場のうち、上海証券取引所では、個人投資家の売買比率が82%（2013年）を占めるなど、以前から個人投資家に偏重した投資家構成となっていたが、今回の規制緩和を受け、個人投資家によるA株の新規口座開設数は3月の約486万口座から4月には約1300万口座に急増した。

春先の株価上昇のもう1つの要因は、中国の人民日報が4月下旬に「上海総合指数の4000ポイント到達は新たな買い相場の始まりである」という社説を掲載したことである。「一带一路（新丝绸之路）構想」の下で、人民元の国際化が進むと、人民元サービスを提供する銀行に新たなビジネスチャンスが生まれる。この結果、上海市場の優良企業である銀行は業績が向上し、株式市場は今後も有望というのが人民日報の狙いだった

ようである。

しかし、賢明な投資家は年明けには信用取引を縮小していたと見られるなかで、口座数の規制緩和や人民日報の不用意な社説により、80～90年代生まれの若い個人投資家が新たに株式市場に参入し、買いが買いを呼ぶサイクルに入ってしまった。結果として、当局が株式投資ブームを主導したことになる。

外国人投資家の株式保有比率は、2015年8月末で1・25%にとどまっている。一方、日本の同比率は2015年3月末時点で31・7%と、2年連続で3割を超えている。中国で外国人投資家が株式市場で売買するにはQFII（適格外人機関投資家）、人民元建てであればRQFII（人民元建て適格外人投資家）のライセンスと運用枠を取得する必要がある。

今後、外国人投資家を株式市場に呼び込むためには2つの条件が考えられる。1つは水際での資本流入規制の緩和である。例えば、QFIIを認可制から登録制に緩和し、投資の運用枠も撤廃するような自由化である。2015年10月の中国共産党第18期中央委員会第5回全体会議（第18期5中全会）で採択された第13次5か年計画の建議では、参入前の内国民待遇とネガティブリスト管理制度を全面実行するとしている。ネガティブリスト方式の下では、投資分野に原則制限を設げず、制限は例外扱いとして管理されるため、直接投資にせよ証券投資にせよ、外資の投資分野が拡大し、より投資しやすい環境が構築されていく可能性がある。第18期5中全会に先立つ10月19日、国务院は「市場参入ネガティブリスト制度の実施に関する意見」を公

本項目の自由交換性を段階的に実現し、資本市場の双方向の開放を推進する中で、対内・対外投資の運用枠規制を改革し、段階的に取り消すとしている。対内証券投資については、現行の「運用枠」という考え方方が将来的にはなくなり、資本の流出入が容易になる可能性がある。もう1つは中国の上場会社に対する投資規制の緩和である。現在、中国への直接投資や証券投資に対しては、国家発展改革委員会と商務部が定める「外商投資業指導目録」に基づき、投資分野を奨励・制限・許可の3類型に分け、具体的な投資分野を列挙して管理し、併せて各分野への外資の進出条件（出資比率、ライセンス内容）を定めている。いわゆるポジティブリスト方式である。これに対し、第13次5か年計画の建議では、参入前の内国民待遇とネガティブリスト管理制度を全面実行するとしている。ネガ

ティブリスト方式の下では、投資分野に1つは水際での資本流入規制の緩和である。例えば、QFIIを認可制から登録制に緩和し、投資の運用枠も撤廃するよう自由化である。2015年10月の中

表し、中国全体でのネガティブリスト方式の適用に向け、2015年12月1日から2017年12月31日まで一部地域で試行し、2018年より全国で実施するとしている。ネガティブリスト方式の採用に当たり、このように実施時期を区切り、改革を後戻りできないようにしてい るのも特徴である。

IPO再開は金融仲介機能の歪みを是正する上でも重要。中国では、2015年6月以降、IPOが止まっており、今後もこの状況が続くようであれば、金融仲介機能に歪みが生じることが懸念される。中国人民銀行は、「实体经济が金融システムから調達する資金総額（フロー）」を「社会融資規模」と定義し、人民元貸付、外貨貸付、委託貸付、信託貸付、銀行引受手形、社債、非金融機関国内発行株式に分けて、2002年から統計を発表している。

社会融資規模のうち、筆者にて、人民元貸付・外貨貸付を「銀行融資」、委託貸付・信託貸付・銀行引受手形を「オフバランス融資」、社債・非金融機関国内株式発行を「直接金融」とそれぞれ独自分類して計算すると、社会融資規模に占める銀行融資の割合は、2002年の95・5%から徐々に低下し始め、オフバラン

ス融資が拡大した2013年には54・6%と、社会融資規模の半分近くまで低下した。これは、实体经济の「銀行離れ」を示しているものである。銀行融資の社会融資規模に占める割合は、2014年が61・6%、2015年（1～9月）が73・8%と回復してきているよう見えが、これは、シャドーバンキングに対する金融当局の規制の結果、オフバランス融資が絞り込まれて いるからであり、实体经济の「銀行離れ」の傾向が是正され て いるためではない。むしろ、銀行の融資難に直面する中小企業や民間企業は、先進国でも広まっているソーシャルレンディングの活用に踏み出しているのが実態である。銀行借り入れにアクセスできない企業は、地下金融に向かってしう可能性もある。

中小企業や民間企業の中でも、将来性のある新興企業に株式市場の機能を活用できるようにさせることは、金融仲介機能を正常に戻すための必須条件であり、もしこれなければ、別のリスクを市場に蓄積させることとなる。2015年11月6日、証監会は、IPOの再開を公表し、既に認可済の28社のうち、10社を行して上場させるとしている。IPO予備軍の出口戦略を加速する必要がある。

## 人民元切り下げは国際化の一環

「国際金融のトリレンマ」とは、「独立した金融政策」「固定相場制」「自由な資本移動」の3つの政策を同時に実現することはできないという概念である。中国的将来の姿として、金融政策の独立性は必要である。さらに経済がグローバル化するなかで自由な資本移動も不可欠であると考えると、固定相場制を維持し続けるのは難しく、フロート制に向けた為替レートの柔軟化に着手していくかざるを得ないと考えられる。こうした背景から、株価暴落と同時期に実施されたのが人民元の基準値の切り下げで、対ドルレートの切り下げ幅は8月11日からの3日間累計で4・5%に及んだ。貿易動向、特に輸出動向の悪化により、7月下旬に元安誘導が予想させる政策が当局から出ていたことや、折からの株式市場への当局の干渉により、内外の市場参加者は、人民元の強引な切り下げで支えなければならぬほど实体经济は良くないと、警戒するようになった。

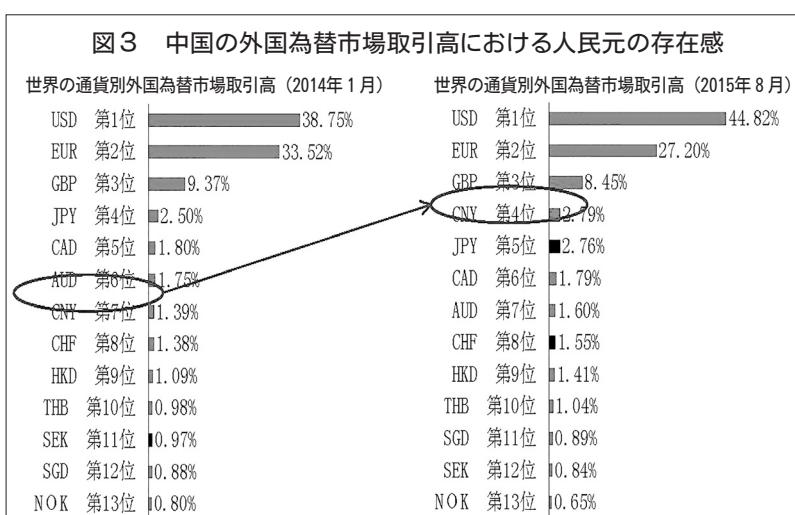
ところが、中国人民銀行は人民元の国際化を念頭に、人民元レートについては市場実勢に合うよう調整していくという

自由化・市場化に向けたスタンスを崩しておらず、実体経済の浮揚を狙った切り下げとの認識は、同行の市場とのコミュニケーション政策の不足によって生まれた誤解と思われる。中国人民銀行を含む中国当局には、外国人投資家を含めたマーケットの理解が得られるよう、市場との対話を工夫していく余地があろう。

人民元の国際化については、中国人民銀行が中心となって、RQFIIのほか人民元のクリアリング銀行、直接交換取引、人民元建て債券などの「仕掛け」を用意し、主要国と個別に交渉した上で二国間金融協力の枠組みについて合意するというやり方を推し進めてきている。一方、東京市場には人民元のクリアリング銀行もRQFIIも設定されておらず、歐州先進国のみならず新興国にも劣後してしまっている。10月8日からは、日銀の外為円決済システム(CIPS)が稼働しており、各市場に人民元のクリアリング銀行がなくとも、海外銀行が現地法人を通じて中国銀行のシステムに直接参加し、国際的な取引決済を実行することが可能になっている。しかし、邦銀は残念ながら対象リストから漏れている。日本中関係の影響が二国間の金融協力にも

影を落としていると言えよう。

人民元の国際的な為替取引量は2015年8月、世界第4位、市場シェア2・79%となり、日本円の市場シェア(2・79%、世界第5位)を初めて逆転した(図3)。その後、同年9月には、人民元が再び世界第5位に後退したものの、中



### 講師略歴（せきね　えいいち）

1969年生まれ。早稲田大学法学部卒業、北京大学終了。2002年早大社会科学研究科修士課程修了。  
1991年日本輸出入銀行（現国際協力銀行）入行。北京大学研修（漢語センター）北京駐在員事務所棟を経て、2006年5月野村資本市場研究所入社。2010年より現職。  
著書『中国証券市場大全』（共著、日本経済新聞出版社）、『激流アジアマネー新興金融市場の発展と課題』（共著、日本経済新聞出版社2015年）など

国のGDPが世界全体の13%を占めていることを考えると、貿易、直接投資、証券取引を通じて人民元の利用はさらに加速していくと思われる。すぐに国際的な取引量が増えるわけではないが、国際通貨基金(IMF)の特別引出権(Special Drawing Right、略称SDR)構成通貨に人民元が採用されることは、人民元が国際的な主要通貨として認知されたことを意味する。今後、国際通貨化する人民元を東京市場にどのように取り込んでいくかも問われている。

(2015年10月15日・アジア研究懇話会)