Strategic Research Area for Sustainable Development in East Asia
Research Center for Sustainable Development in East Asia
埼玉大学東アジアSD研究領域・東アジアSD研究センター

Discussion Paper series

SU-RCSDEA　2021-003

中国金融構造の現状と問題点

埼玉大学東アジア SD 研究センター研究員

黄　月華

2021 年 12 月

中国金融構造の現状と問題点

1.　はじめに

　経済発展と金融構造の関係に関しては長期にわたり研究が行われてきた。これまでの研究は、①金融構造（金融機関と金融市場の組み合わせ）が経済発展に影響するか否か②経済発展を影響するのは金融構造か金融発展水準か③金融機関主導がいいのか、資本市場主導が経済発展に有利か④金融機関と資本市場の役割は経済発展段階によって異なるのかに焦点を当て理論と実証の両方で研究が行われた。経済発展に関する究明が明確でない一方、国によってその経済発展を実現する方法が異なるとしたら、経済発展の内生的システムとしての金融も異なる構造に形成されるであろう。

　中国の市場経済発展は 1978 年より約 40 年続き、経済発展に伴い金融部門もそれに応ずる形で変化を遂げてきた。これまでの金融構造が経済発展において最適であったとは判断不可能であるが、経済発展を支えるべく変化を続けたとはいえよう。金融部門の発展状況は金融構造の変化（各種金融チャネルと金融組織、性質と規模）に現れ、金融資産の構造変化に帰結すると考えられるため、本文では 2000 年以降の金融構造変化の確認と問題点の指摘を目標とする。

2.　統計からみる中国金融

2.1 金融資産保有状況

 ここではまず表 1 をもとに 1991 年、2007 年、そして 2018 年における国内金融資産保有状況を見ていきたい。

 まず、金融資産ストックの持続的な増加から金融深化が続けられていることがわかる。1991 年時点で中国保有金融資産残高合計は 5.1 万億元、対ＧＤＰ比は 232.2%で、同じく 2007 年には 159. 1 万億元と 588.9%、2018 年には 722.1 万億元と 785.5%となっている。2007 年の金融資産残高は 1991 年の約 31.19 倍、期間中年間増加率は約 18%である。2018 年の金融資産残高は 2007 時点の 4.54 倍、年間増加率は約 14.7%で、1991-2007 年期間より資産保有ペースが遅くなっていることがわかる。

　それから、国内経済主体による金融資産保有の急増が見受けられるが、2007 年までは国内保有有価証券、2007 年以降は国内向け貸出の拡大によることがわかる。国内経済主体による保有金融資産残高は 1991 年時点で 4.8 万億元、対ＧＤＰ比は 218.1%で、同じく 2007 年には 149.4 万億元と 533.0%、2018 年には 686.5 万億元と 746.7%になっている。期間中、国内金融資産の保有は 1991 年の 4.5 万億元、対 GDP 比 218.1%、同じく 2007 には

132.7 億元、491.3%、2018 年には 636.5 万億元、692.0%である。国内保有金融資産の拡大は 1991-2006 年期間中主に有価証券、特に株式の増加によるもので、2007-2018 年は銀行貸出の寄与が大きいことがわかる。1991 年銀行貸出の残高は 2.2 万億元、対 GDP 比が 100.8%、同様 2007 年は 27.1 万億元、100.5%、2018 年には 162.4 万億元、176.7%となっている。

表１　中国金融資産保有状況（ストック）　　　　　　　　　　　　単位：万億元、%

	1991年		2007年		2018年	
	残高合計	対GDP比	残高合計	対GDP比	残高合計	対GDP比
金融資産合計	**5.1**	**232.2**	**159.1**	**588.9**	**722.1**	**785.5**
１国内経済主体保有金融資産	**4.8**	**218.1**	**149.4**	**533.0**	**686.5**	**746.7**
国内経済主体保有国内金融資産	4.5	203.3	132.7	491.3	636.2	692.0
現金	0.3	14.4	2.9	10.6	7.3	7.9
預金	1.8	81.7	41.2	152.6	189.1	205.7
保険準備金	ー	1.9	2.9	10.7	19.2	20.9
準備金	ー	ー	6.1	22.4	23.8	25.9
貸出	2.2	100.8	27.1	100.5	162.4	176.7
有価証券	0.1	4.5	45.1	166.9	124.6	135.5
債券	ー	ー	12.6	46.8	83.5	90.9
株式	ー	ー	32.4	120.1	41.0	44.6
理財商品、投資信託、証券投資等	ー	ー	3.2	11.8	53.5	58.2
中央銀行貸出	ー	ー	0.7	2.8	10.4	11.3
その他	ー	ー	3.5	13.1	45.9	50.5
２国内経済主体保有海外金融資産	**0.3**	**14.8**	**16.7**	**61.7**	**50.3**	**54.7**
直接投資	ー	1.3	0.8	2.9	13.0	14.2
証券投資	ー	ー	0.1	0.5	3.4	3.7
デリバティブ	ー	ー	ー	ー	0.0	0.0
その他投資	0.1	6.8	4.5	16.8	12.0	13.1
準備資産	0.1	6.7	11.2	41.5	21.7	23.7
3海外経済主体保有国内金融資産	**0.3**	**14.1**	**9.7**	**35.9**	**35.6**	**38.8**
直接投資	0.1	5.9	5.2	19.4	19.0	20.6
証券投資	ー	1.4	2.9	10.6	7.5	8.2
デリバティブ	ー	ー	0.0	0.0	0.0	0.0
その他投資	0.2	6.9	1.6	5.9	9.1	9.9

注１：表の中のーは統計不備又は数値考査不能を表す。
出所：易（2020）ｐ６、表１より整理作成。

有価証券の残高合計をみると、1991 年には 0.1 万億元、対ＧＤＰ比は 4.5%と非常に低かったが、2007 年には 45.1 万億元、166.9%と急速に保有残高が増加したことがわかる。2018 年には有価証券保有残高は 162.4 万億元と増加しているが、対ＧＤＰ比は 2007 年時点より低下し 135.5%となっている。1991 年から有価証券の保有残高が増加した背景としてあげられるのは国内資本市場の開放である。1991 年の証券取引所の開設をはじめ、政府の資本市場開放により株式の発行と取引が可能となり、2007 年以降の有価証券保有残高の減少は、

主に株式発行減速によることである。2007 年株式保有残高は 32.4 万億元、対 GDP 比 120.1%から 2018 年には 41.0 万億元、44.6%と株式保有残高は対 GDP 比から見て激減していると言える。

2007 年以降株式の保有残高減少と相対的に、債券残高の緩やかな増加が見受けられる。債券市場の制度整備などをうけ、債券保有残高は 2007 年の 12.6 万億元、対 GDP 比 46.8%から 2018 年の 83.5 万億元、90.9%となっている。債券発行は直接金融になるが、社債発行はまだ限定であること考慮すると、債券の多くは国債であることを推測できる。

2007 年以降、株式保有水準が低下し、銀行貸出と債券保有が急増しているため、全体的な負債水準が非常に高いまま進行している。総負債対ＧＤＰ比は 2008 年の 145.4%から 2018 年の 248.7%へ上昇している。特に企業部門の負債比率が高くなっているが、2016 年には 159.8%と、世界でもまれにみる高い水準を記録した。

国内経済主体が保有する海外金融資産は国内金融資産と比較するとまだ小規模にとどまるが、保有ペースに関しては 1991-2007 年の間速かったことがわかる。その期間中海外資産保有残高は 0.3 万億ドルから 16.7 万億ドル、対ＧＤＰ比は 14.8%から 61.7%となり、年平均増加率 28.1%である。2018 年の海外資産残高は 50.3 万億元、対 GDP 比が 54.7%であり、対 GDP 比でみれば低下し、2007-2018 年の年間増加率も 18.1%と、海外資産保有は減速している。その理由は外貨準備とその他投資の水準に低下である。

海外経済主体による国内金融資産の保有は 1991-2007 年の間急増した。1991 年の保有残高は 0.3 万億元、対 GDP 比は 14.1%であったが、2007 年には 9.7%、35.9%、2018 年には 35.6 万億元、38.8%である。2007 年までに資産残高急増は直接投資と証券投資の増加によるもので、2007 年以降保有ペースは鈍化した結果となるが、対 GDP 比でみれば直接投資の拡大と証券投資の減速が原因である。

2.2 企業の資金調達

表 2 は 2000 年より中国企業の資金調達内訳を示している。表 2 が示すように企業の資金調達において資本市場の利用は近年徐々に増加している傾向を見せているものの、圧倒的に銀行借入れに依存している。海外資金の利用は直接投資が中心になっているが、2008 年以降は減速しているように見受けられる。

銀行借入れは企業にとって最も重要な資金調達のチャネルであり、他国と比較しても強い依存度を見せている。期間中借入れのウェイトはかなり変動もしているなか、高い水準を維持している。2000-2009 年の平均は 68.２％、2010-2018 年では 68.0%で 7 割弱の資金を銀行から調達していることがわかる。銀行への強い依存は企業の財務状況の悪化と銀行の不良債権累積のリスクを伴っているため、銀行システム全体でのリスク増加および監督当局の負担を加重させているといえる。

有価証券の利用は 2002-2004 年に一旦低下してから、徐々に回復し特に 2014 年からウェ

イトの上昇が確認できる。有価証券のうち、利用増加となっているのは債券で、株式は減速している。統計上、有価証券のうち株式と債券の割合が確認できるのは2011年からになる。2011-2018 年まで株式の割合は有価証券のうち約 25%を占めているため、債券利用が圧倒的に多いことになる。2010 年より新しい調達手段が登場するが、まだ限定的ともいえる。

対外調達は直接投資と対外債務が含まれるが、中国の場合圧倒的に直接投資の利用が中心となっている。直接投資の利用が特に集中しているのは 2000-2008 年で平均 16%、2008 年を期に直接投資は減速し平均 10.９％となっている。

以上でわかるように中国は完全なる銀行中心の金融システムである。2000 年以降企業の資金調達において有価証券と直接投資はかなりのウェイトを占め、さらに上昇傾向を見せるも、銀行借入れへの依存はいまだに強い。有価証券のうち株式発行より債券が増加していることから、国全体の負債比率の上昇を意味し、監督・政策当局は負債過剰リスク対応が求められる。

表２　企業の資金調達内訳（フロー・ベース）　単位：%

	借入	有価証券（社債）	銀行手形	直接投資	その他対外債権債務
2000年	61.2	14.4	0.0	20.9	10.5
2001年	68.2	26.5	0.0	-1.6	-3.3
2002年	70.2	6.2	0.0	19.8	1.2
2003年	76.1	5.8	0.0	12.5	1.3
2004年	63.4	7.2	0.0	16.3	5.5
2005年	65.1	10.5	0.0	22.0	7.1
2006年	70.0	13.5	0.0	16.5	2.8
2007年	56.7	16.6	0.0	19.8	4.4
2008年	72.6	15.1	0.0	17.7	-2.3
2009年	78.7	16.8	0.0	5.3	2.2
2010年	54.5	15.7	19.8	10.6	2.8
2011年	60.3	17.4（12.3）	9.2	12.8	2.2
2012年	65.9	17.7（16.2）	7.5	11.5	1.0
2013年	70.0	15.0（12.2）	5.2	10.8	2.1
2014年	71.3	23.3（17.0）	-0.8	12.3	-0.1
2015年	58.8	26.3（26.3）	-7.5	10.8	-2.8
2016年	78.4	35.4（25.6）	-13.9	8.1	1.2
2017年	87.8	9.7（2.0）	4.2	8.8	0.4
2018年	64.9	33.0（25.5）	-8.4	17.8	4.2

注１：合計 100%でない場合は統計誤差による。

出所：中国統計司公表資金循環統計（金融取引）より作成。

2.3　企業の高負債比率の問題点

銀行借り入れへの強い依存と資本市場における債券発行への偏向により企業及び経済全体における高負債率はすでに確認済みである。ＢＩＳは家計非金融部門貸出／ＧＤＰ比で銀行危機の指標を作成し、10 を超える該当国は 3 年以内に銀行危機が発生する可能性の高い国としているが、2016 年第 4 半期の中国の銀行危機指数は 24.6 で香港に次ぐ高い水準であった。さらにＩＭＦも中国の債務問題に対し、継続的企業負債の高止まりは破壊的な調整リスクの上昇を招き、全面的な調整政策が必要であると強調している。だが、負債比率を調整する過程はデフレが伴い、それはマクロ経済の後退を意味するため、実際の政策運営は困難である。

このような指摘のもと、特に 2009 年以降高負債率の進行をもたらす原因を張（2018）は名目ＧＤＰ成長率の減速にあると分析している。中国の家計・企業の負債比率は 2008 年より高くなりつつあるが、それも 2 段階に分けてみるべきである。まず、2008-2009 年の負債比率の上昇は金融危機をうけ、国内では大規模な信用拡張を行ったからである。2009 年からは信用拡張が急速に伸びたのではなく、GDP 成長率の減速があったため、分母が小さくなったことが原因と指摘している。

2001-2008 年の間、非金融機関の債務総額は 14.2 万億元から 45 万億元、年平均 17.9%増加し、名目 GDP は 11 万億元から 31.9 万億元、年平均 16.3%増加している。同時期負債比率は 128%から 141%へと増加した。2009-2016 年の間、非金融機関の負債総額は 61.8 万億元から 190.9 万億、年間平均 17.5%増加している。同時期名目 GDP は 34.9 万億元から 73.5 万億元、年平均 11.4%の増加率で、負債比率は 177%から 257%となった。すなわち、負債比率の上昇は、負債規模の急激な拡大によるものではなく、名目 GDP 成長率の減速にあると考えられる。

金融危機前のアメリカと比較すると、アメリカは負債規模の急拡大による負債比率の上昇で、中国は GDP 成長率の減速が原因である。アメリカの負債主体は家計部門で、返済困難による金融危機であったが、中国の負債主体は主に企業であるため、金融危機へ発展する可能性を論ずるには状況がまた異なる。

鐘（2016)、李（2020）は、非金融部門のなかでも企業部門、特に国有企業と民営上場大企業の負債比率が高く、その他民営企業と外資系企業に関しては負債比率が相対的に低いと指摘している。企業の高負債率は銀行危機のリスクを負っている以外、経済全体で考慮すると一部企業への貸出集中は資源の有効分配の非効率性を意味することでもある。したがって資源の有効分配と銀行危機のリスクは、高負債率で進行している中国金融の主要問題点ともいえよう。

高負債比率の調整にあったって、中国は金融政策面で信用緊縮と金融構造面では資本市場の育成両方から対処しているように見受けられる。2008 年以降政策当局は 2009-2011 年、2016-2017 年と 2 回にわたる信用緊縮を行うも、劉（2018）などの指摘も含め、上記金融資産負債比率からみても、政策効果は限定的ともいえよう。さらに、2018 年からの貿易摩

擦、新型コロナの影響および中国の経済移行段階、その他国内外の経済状況などから、国内経済安定を最優先するなかで、政策当局は穏健な政策運営を継続し、流動性過剰供給と負債比率の乱高下をさけ、長期かつ合理的な範囲内で段階的に負債比率の上昇を容認する方針であると述べている（黄など、2020）。

3.中国資本市場の育成と問題点

中国において資本市場の育成は企業の多様な資金調達チャネルの整備ともに、リスク分散及び政府監督コスト低減の観点からも非常に重要である。1991 年に深圳と上海株式市場が開設され、経済開発の早期段階から資本市場の育成と制度整備に取り組んできた。だが、資金仲介チャネルとしての資本市場の発展が現段階において十分とは言えない。発展途中国において資本市場の発展は制度整備、家計の資産保有状況、家計の投資傾向に関連するため、次はその検討を行いたい。

3.1　家計の資産運用

表 3　中国家計資産運用の内訳（フロー・ベース）　単位：％

	預金	有価証券	保険
2004	73.8	2.4	16.5
2005	70.4	0.9	14.0
2006	61.9	17.5	12.7
2007	29.7	40.8	17.7
2008	79.5	-1.1	14.1
2009	71.0	9.6	13.8
2010	65.1	7.8	8.3
2011	64.3	4.2	18.6
2012	60.7	7.8	14.0
2013	61.6	5.8	14.5
2014	50.7	7.4	15.0
2015	38.2	13.9	11.8
2016	50.0	7.8	14.3
2017	40.7	8.8	16.3
2018	56.8	6.1	16.3

注 1：有価証券には株式、債券、証券投資ファンドの合計である。
出所：中国統計司公表資金循環統計（金融取引）より作成。

表 3 が示すように、中国の家計部門における主要資産運用先は預金、保険、有価証券とな

る。個別の年度を除けば 2013 年まで預金の割合は資産運用の約 6 割以上を占めてきたが、それ以降は５０％強を維持していることがわかる。家計の資産運用先として比較的に安定しているのは保険である。有価証券への資産運用は増えているなか、特定期間中に乱高下する傾向を見せている。特に 2006-2008 年には中国国内での資本市場政策と金融危機をうけ、家計の有価証券保有は急増した。年金制度の未整備などを背景に、家計の将来設計を保険によって補っている側面もあり、期間中保険の割合の平均は 14.5%である。

また、同じく成長段階にあったアジアの国と比較した場合（附表 2 参照）、2000 年以降中国家計資産運用状況は成長期の日本に近い。有価証券のなかでも、中国の家計資産運用では株式が主要となり、債券ではほぼ国債になっているのが現状である。

3.2　2000 年までの株式市場（初期の市場整備）

1978 年から市場経済への転換が始まり、株式会社の設立が認められた。それにより沿海地方の農村から経営者および農民の共同出資による株式会社形式の民営企業（郷鎮企業とも呼ばれる）が現れた。このような民営企業がかなり成功していたこと、国有中小企業に資金難が起きていたことをうけ[1]、政府は 1983 年から株式会社へと移行した国有企業の株式発行を実験的に行われ、やがて国有大企業の株式発行を認めるようになった。この時期国有企業の株式を所有していたのは会社従業員、地域住民及び関連会社であった。

株式の所有により取引需要が生じ、上海（1986）と深圳（1987）の店頭市場が設立された。上海と深圳の店頭市場の設立により公募で株式発行することができた。これにより株式の発行と流通ができるようになったが、制度、政策、関連法律が完全ではないこともあって混乱することも多かった。

1990 年上海の経済特区設立をうけ、開発政策で重要な一部として上海証券取引所（1990）と深圳証券取引所（1991）が設立された。創設当初の証券取引所は地元企業の上場が多く、監督管理は地方政府と人民銀行の地方支店が行っており、証券取引所は地域性が高かった。各地方政府の債券発行と流通の需要が高くなり始めた 1990 年代初期、各地で証券取引センターが設立された。例えば武漢証券取引センター（1992）、瀋陽証券取引センター（1992）、天津証券取引センター（1992）などがある。だが、これらの証券取引センターでは地元企業の株式発行は可能であっても、取引は禁止されていたため、各センターでの取引は債券が中心であった。

1992 年より政府は企業の株式上場規模数値を設けるも、上場会社数を増加させる政策を実行した。政府政策のもと上海と深圳で上場会社が増加し、株式の取引が許可された市場でもあったため、地域性から脱出した。両取引所が証券市場での中心的地位を確立したことを

[1] 政府が国有企業への資金配分をやめ、企業の資金調達を銀行貸出へと転換したためである。

うけ、政府は従来の分散した監督体制を変え、一貫体制中心である証券管理委員会と執行機関の証監会（1992）を設立した。株式市場の規模が急拡大したうえ、各地方の証券取引センターの混乱と違法行為が散乱していたことをうけ、政府は「株式場外違法取引の整理整頓」（1998)、「証券取引センターの整理整頓案」(1998）を公布し、同年には違法取引所と取引センター41 社、翌年には 26 社が閉鎖された[2]。

3.3　2000 年以降の株式市場（市場改革）

中国の株式市場が本格的に発展し始めるのは 2000 年以降となるが、制度面からは株権分置、株式発行制度の移行、国際化などが含まれる。

中国は 2003 年ＷＴＯ参加を期に、資本市場の改革も一気に進むようになった。中国の株式市場で最も問題になっていた上場株式の流通不可の問題（株権分置、to float the non-tradable shares equity division）[3]と株式発行制度の移行、及び国際化推進は 2000 年以降の課題となっていた。

株権分置問題

株権分置（to float the non-tradable shares equity division）とは、株主が持っている上場会社の一般市場向けに発行した株式について、証券取引所で取引される流通株と、公開発行前に上場流通しない株式である非流通株式と区分されるが、中国特有の問題であった。資本市場形成初期に国有企業の株式流通問題を先送りしたのが発端となり、株式市場での需給バランスの不均衡と株主利益保護などが問題として指摘されるなか、本格的な改革を始めたのが 2005 年となる[4]。改革の推進により国有株、法人株、流通株の利益分置、価格分置の問題が解決され、市場による価格形成が行われることによって、株主利益保護の基礎が整備されたこととなる。2007 年年末、上海と深圳証券取引所で上場した会社数の 98%、1298 社が改革実行段階に入り成功を収めた。

株式発行制度

株式の発行制度は大きく審査制、許可制、登録制に分かれるが、中国の場合 1990-2000 年年までは発行総量規制がかけられたうえ政府の審査許可をうけることになっていた。2000 年以降発行額の総量規制は撤廃され、2000-2004 年までは上場希望の会社が証券会社の証券監督管理委員会への推薦を通して上場可能となった。ただし、各証券会社の推薦枠は制限

---

[2] 2003 年 6 月までにすべての地方証券取引センターが閉鎖された。

[3] 株式の上場は可能であるが、流通不可となっていることを指す。特に国有企業（商業銀行）の株式の流通可能比率は極めて低い。

[4] 具体的な進行は附表 1 を参考に。

され、同時複数社の上場推薦は規制される審査認可制をとっていた。この段階の上場制度では証券会社への負担が大きくなったうえ、上場を控える会社の利益保護を責任問題が不明確であったことから、2005 年からは審査認可制を維持するうえ、保証を立てることが求められた。

株式上場における登録制への移行は 2014 年から検討され、2019 年 6 月上海証券取引所の「創科板」で試験が始められた。「創科板」での試験を終え、2020 年 3 月から新「証券法」が実施され、登録制移行への基盤を作った。

株式市場の国際化

WTO 加入に際し中国は金融・サービス業の国際化を約束し、加入 5 年までに外国資本による保険、銀行、証券業への部分参入を認めるとしていた。証券市場に関しては外国金融機関と中外合弁投資ファンドの設立が認められ、外国資本による株式保有比率は 33%まで、WTO 加入 3 年後からは 49%までと制限した。また、外国金融機関は中外合弁証券会社の認められるとし、同じく外国資本による株式保有比率は 33%、業務範囲は主に証券の引き受けで、ブローカー業務は規制された。

2018 年まで合弁投資ファンドは 44 社（全体の約 3 割)、合弁証券会社は 13 社（全体の約 1 割）となり、おもにアメリカ、フランス、スイス、ドイツおよび日本などからの投資である。合弁投資ファンドはと比較して合弁証券会社は、業務分野制限により外資による投資が消極的であることがわかる。この状況は 2018 年 4 月より、外国資本による株式保有比率の規制の段階的な緩和を決定されたことより、改善されると見込まれている。

外国資本による株式保有比率規制の緩和以外、一部の証券会社の株式保有比率が 51%まで認められ、業務分野規制の撤廃が行われたことから、規制緩和が漸進的に進められ、2020 年の 1 月、4 月、12 月には先物市場、合弁投資ファンド、合弁証券会社の外資株式保有規制を順次撤廃すると発表した。

外国資本による株式市場への投資を可能にしたのは 2002 年の適格海外機関投資家（QFII）制度の導入からである。QFII により外国機関投資家の国内への投資を認め、さらに 2011 年の RQFII 制度導入により国外投資家が保有する人民元による国内への投資を認めた。QFII と RQFII 制度導入からしばらくの間、外国機関投資家の投資資金額に上限を設けていたが、2019 年 9 月廃止された。

外国資本による株式への投資をさらに進めたが、2014 年 11 月と 2016 年 12 月に開始された「沪港通」、「深港通」制度である。これにより上海証券取引所、深圳証券取引所と香港証券取引所が連携され、投資者は投資額上限内で売買取引を双方の市場を通して可能となった。

株式市場は民間から自発的に発生し、のちに制度化されるようになったといえよう。2000 年までの株式市場は混乱し、規範化されていなかった。2000 年以降から株式市場の発展と阻害した株権分置、発行制度の登録制への移行、また国際化がすすめられ、近年その成果が

企業の資金調達構成にも表れた。だが、株式市場の市場化はまだ進行中であり、国内外の市場環境、また政府の政策などの影響で不安定な面をみせ、外国資本の投資に不利な面もある。また対外的な市場開放は漸進的に行われているといえ、国際資本の自由移動は為替制度、金融政策の自主性と関連しているため、政策当局としては選択をせめられている。国際資本の自由移動を完全に実現するにあたっての条件のひとつである、金利自由化の制度整備は終えた（2019 年）ものの、金利の自由化の未実現も問題として指摘できる。

3.4　債券市場

債券市場制度整備（社債市場）

　中国は市場経済の導入へ方向転換を決めてから、1983 年に企業債[5]発行を再開し、1987 年中国国務院は「企業債券の管理に関する試行条例」を発表した。企業債は経済全般における公共性の高い部門に低コストの資金提供チャネルを整備する目的で発行されることを目標とし、インフラ建設、重化学工業の開発事業を担う国有企業の資金調達のために発行されることが多い。たとえば大型水力発電所、鉄道建設、電力供給網建設、鉄鋼、化学工業、その他エネルギー分野が含められる。それ以外、近年は環境問題、公営住宅の建設、貧困対策事業、高齢者向け福祉事業などで資金提供分野を拡大している。

　初期企業債の監督管理は、中国人民銀行と中国国家発展改革委員会共同で行ったが、1990 年に国家発展改革委員会が唯一の管理監督機関となった。各種企業債は特定プロジェクトの財源として発行されることが多く、管理・監督機関はプロジェクトの認可、そして関連債券発行の両方を監督するようになっている。企業債はほぼ国有企業（中央および地方）による起債で、現在約 8 割は地方政府資金融資プラットフォーム（LGFV：Local Government Financing Platforms）が発行する投資債である。

　社債市場の発展が進んだのは 2004 年である。資本市場の自由化を加速させるため、金融機関の金融債や資産担保証券をはじめとする新しい金融商品が導入された。2007 年に誕生した公司債[6]は当初上場企業のみ起債できるよう規制したが、2015 年には非上場企業向け私募債発行が可能となり、会社債市場は大きく拡大するようになった。

　さらに、企業の資金調達のチャネル多様化を目的に 2005 年には CP[7]、2008 年には中期手形が導入された。中期手形は登録制で発行できる最初の債券となり、2017 年時点での発行残高は 6000 億ドル、社債発行残高の 26%を占めている。償還期間が 3 か月、6 か月、9

[5]企業債は中国国家開発委員会が管理監督し、銀行間債券市場と取引所債券市場の両市場で取引可能で、ほぼ国有企業の起債に利用される債券である

[6] 公司債中国証券管理委員会が管理監督し、取引所債券市場のみで取引され、主に民営企業の起債に利用される債券である。

[7] 1988 年に CP 発行を一回廃止した。

か月、12 か月の CP の発行残高は 2200 億ドル、社債発行残高の約 8 割を占めている。

表 4　中国の社債市場

種類	企業債	公司債	中期手形	ＣＰ
償還期間	主に 3-10 年	1 年以上 (3-10 年)	1 年以上	1 年以下
監督機関	国家発展開発 委員会	証券管理委員会	銀行間取引商 協会	銀行間取引商 協会
発行制度	承認制	承認制	登録制	登録制
取引所	銀行間市場 証券取引所	証券取引所	銀行間市場	銀行間市場
保管 決済機関	ＣＣＤＣ ＣＳＤＣ	ＣＳＤＣ	ＣＣＤＣ 上海決済所	上海決済所

出所：筆者まとめ。

中国の債券市場は資本市場全体の国際化の流れに合わせて、2002 年より徐々に対外開放を行ってきた。中国は 2002 年に適格海外機関投資家（QFII）制度を導入し、債券市場に関しては 2010 年から割当を通じて QFII の証券取引所と銀行間取引所での投資を認めた。また、2011 年には人民元適格海外機関投資家（RQFII）制度により、海外の機関投資家が保有する人民元の利用し、国内債券市場への投資を可能にした。

2005 年には中国国外の発行体による人民元建て債券（パンダ債）発行可能な債券市場を開設し、企業、海外銀行、国際機関、ソブリンによる債券発行を認めた。銀行間市場で発行されたパンダ債総額は 2017 年時点で 1250 億人民元に達している。さらに 2017 年には債券通（ボンドコネクト）を始動され、外国人投資家が香港特別行政区と中国本土で取引される債券を売買可能にした。現在、債券通は外国資本の流入のみ認められ、外国への資本流出は規制されているため、中国国内資本による外国資産の売買はできない。

中国の社債は異なる監督当局に管理・監督され、それによって発行手続きや売買取引・決済フラットフォームも異なる。企業債は「会社法」、「証券法」、「企業債券条例」に基づき中国国家発展改革委員会によって管理監督され、銀行間債券取引市場と証券取引所の両方で売買取引可能である一方、会社債は「証券法」と「公司債の発行・取引に関する管理方法」に基づき、中国証券管理委員会の管理監督をうけ、証券取引所でのみ売買取引可能である。また、中期手形とＣＰに関しては、「銀行間債券市場における非金融企業の資金調達手段に関する管理方法」に基づき、中国人民銀行直轄機関である中国銀行間市場取引商協会に管理監督をうけ、銀行間取引市場でのみ売買可能となっている。

社債市場の現状

中国で企業債が初めて発行されたのは 1983 年で、それ以降市場規模は拡大し、社債の種類も増え、企業の資金調達に占める割合も高まる傾向を見せている。海外投資家による債券市場への参入は非常に限られ、全体投資家の約 1 %に満たない海外投資家か国債市場に集中している。中国の社債市場で取り扱っている債券種類は企業債、公司債、中期手形、CP、私募債、転換社債、エクイティ・ワラント債などが含まれる。2017 年までの発行総額（ストック）をみると、公司債が 28%、企業債が 17%、中期手形が 26%、私募債が 11%、ＣＰが 8%となっている。

表 5 が示すように、2017 年新規社債の発行総額は 3730.95 億元、企業の資金調達に占める割合は 2 %であった。社債発行総額で占める企業債が 6.7%、公司債が 10.0%、私募債が 9.5%、転換社債が 3.8%、中期手形が 18.5%、CP が 42.5%、その他が 8.8%である。さらに 2018 年を見ると、新規社債発行総額は 2418.38 億元、企業の資金調達に占める割合は 25.5%である。社債発行総額で占める企業債の割合は 3.3%、公司債が 13.7%、私募債が 8.8%、転換社債が 1.7%、中期手形が 22.8%、CP が 42.2%、その他が 7.3%となっている。このように、近年社債発行において登録制で発行可能な中期手形と CP が中心となっている傾向が窺える。

表 5　2017 年と 2018 年各種社債発行内訳　　　　　　　　　　　単位：%

	2017 年	2018 年
企業債	6.7	3.3
公司債	10.0	13.7
私募債	9.5	8.8
転換社債	3.8	1.7
中期手形	18.5	22.8
CP	42.5	42.2
その他	8.8	7.3

出所：https://www.sohu.com/a/286590563_481741 より作成。

債券市場特に社債市場は株式市場と比較して発展は遅いが、2020 年にはアメリカに次ぐ市場へと成長した。2000 年以降は政府債の発行が主要であった状況に変化がみられ、社債市場は債券種類も発行制度においても改革がすすみ、2015 年以降企業の資金調達でもチャネルとしての重要性をみせた。だが、債券市場の市場化はまだ進行中であると同時に、民営企業特に中小企業の債券市場利用と国際化における金融の自由化実現などの問題はまだ残っているとは言えよう。

3.5　金融の機能と中小企業の資金調達

資金の調達者と運用者の間にある銀行などの金融機関、資本市場の制度は資金を提供者から調達者へ円滑に移動させるためのもので、以下の 3 つの機能を果たしている。まずはリスク分散機能で、資金提供者が金融機関や制度を利用することによって、資金運用を多様化でき、運用リスクを分散できることを指す。銀行または証券会社は投資先の収益とリスクに関する情報生産を専門的に行っているため、資金提供者は重複して情報生産しなくてすむことで、金融はプロジェクト評価機能を果たす。最後は調達者と運用者間の長期と短期の期間調整をすることで、流動性リスクを管理する。

発展途上国の場合、先進国に比べて労働力は豊富であるが、資本と技術が欠けていることが一般的である。そのため労働集約型産業の発展が有利になることが多く、発展途上国の金融システムの円滑な資金提供を図る指標の一つは、中小規模企業への資金需要を満足させられるか否かである。経済発展水準と金融システムの類型に関わらず、中小企業の資金難は共通しているともいえ、中国の場合特に民営中小企業[8]の資金難はかねてから問題視されてきた。

中国の各企業が経済発展でそれぞれの役割を果たしてきた。国有企業はインフラ・重化学および医療・福祉と関連する公共性の高い産業、民営企業は建築・流通・製造業、外資系企業が製造・金融・その他サービス業を担うなか、民営中小企業は輸出向け製造業で中心的な役割を果たした。范 (2013) によれば 2010 年時点で、企業数 99.2%、従業員数 75.8%、輸出総額の 57.7%を占めている[9]。

2000 年以降、中国は積極的に民営中小企業の発展を奨励する一方、資金難に対処すべく制度整備と各種政策を行ってきた。2003 年の「中華人民共和国中小企業促進法」の実施により、中小企業向け貸出制度及び国有商業銀行による中小企業向け融資政策が実施された。同年、地方政府の独立性を重んじた「農村信用社会改革を進化させるための法律」が公表され、農村信用社の所有権制度の多様性を認めた。また、2004 年には中小企業向け資本市場の整備が始まり、インフォーマル金融に対する政策当局の積極的な評価をうけ、地域中小企業資金調達のチャネルとなっていった。

制度面で中小企業金融の支援で重要なのが信用保証制度である。2002 年「中小企業促進法」が制定され、全国の県以上の行政単位以上の政府に中小企業信用保証制の設立が求められた。同法によって地方政府出資による保障機関、民間出資による商業性保障機関、企業間

---

[8] 所有形態で企業類型を分けると公有制企業（国有企業、集団制企業）、非公有制（私有企業、三資企業）と郷鎮企業（集団所有制、1990 年以降ほぼ民営化される）になる。

[9] 輸出産業で中心的な役割を担っているのは台湾と共通し、台湾の場合 5-7 割の輸出を中小企業が占めていた。

の相互保障機関の設立が認められ、現段階では民間出資による商業性保障機関が担保の中心機関となっている[10]。

金融政策面では中小企業金融支援の一環として中小企業向け貸出金利上限規制を徐々に緩和した。1998 年 11 月、中小企業向け貸出金利上限を 10%から 20%へ引き上げ、1999 年 9 月には 20%から 30%へ、2003 年には 30%から 50%、2004 年 1 月には 70%まで引き上げた。ついに 2004 年 10 月には貸出金利下限規制（10%）を残したまま、金利上限規制を撤廃した。

中小企業資金調達の内訳をみると、国有商業銀行が 30%、株式制商業銀行が 24%、農村商業銀行が 25%、少額貸付（P2P など）が 7%、有価証券が２%、インフォーマル金融が１%となっている（神宮、2015)。このように、中小企業金融においても金融機関貸出に強く依存する傾向を見せている。

中小企業の資金難の原因としてよく指摘されるのは経営状況の判断に必要な財務諸表の未整備である。この状況で中小企業への資金提供にもっと有利なのは資本市場ではなく、地方の金融機関であると考えられる。また、金融機関からの貸出は資本市場からの資金調達よりコストが抑えられる。輸出関連の中小企業なら労働集約型製造業を担う企業と推測でき、製造業はスマイルカーブの最底辺にあり、最も利益の少ない産業分野であるため、資金調達においてそのコスト低減は必須になる。そのため、金融機関の貸出は最善な選択肢となる。だが、資本技術集約型産業分野での起業を考える際、既存研究によれば資本市場がもっと適している。技術の発展、会計制度の整備及び政策補完により、産業構造高度化を図ろうとしている段階において、中小企業向け資本市場の整備などを通じてより円滑な資金提供に期待をかける。

4.終わりに

2000 年以降の中国の金融構造を見ると、まだ金融機関が中心で、企業の資金調達は銀行借入に強く依存している。国全体的負債比率が高いが、特に国有企業と民営大企業において前例を見ない高負債比率は大きなリスクを招きかねない状況にあると指摘されている。資本市場の育成と国際化が進められ、その結果、企業の資金調達において有価証券の利用、特に社債利用の割合が高まっている。だが、民営企業、特に中小企業への資金供給チャネルとして成長の余地を残している。

WTO 加入とともに中国経済の発展は急速であるが、それは市場経済への移行過程で、産業構造高度化、市場化、国際化の並行過程でもあるといえよう。この過程に伴って、金融構造も変化したと考えられる。

---

[10] 藤井（2018）では、中小企業担保は政府の支援策であるべきであり、民間の営利行為の対象とするのは、市場経済に対する政府の役割に誤認があると指摘している。

金融システム形成に影響を与える要素に政治、思想・理念、法律体系及びその根源などの研究があるが、戦後東アジア各国をみれば、その形成は経済発展過程に伴っている。また、経済発展は産業発展（特に製造業）と産業構造の高度化、製造業中心から金融・サービス業中心へと移行過程として表れている。したがって、金融システムの形成と発展は国内の産業発展とその変化に過程によって変化し、形成する過程になるのではないかと考えられる。その検証を次の作業として残したい。

附表 1：株権分置改革進行表

2005年	
4月29日	中国証券監督委員会による「上場会社の株権分置改革試験点における関連問題に関する通知」発表
5月08日	上海、深圳証券取引と中国証券登記決済会社による「上場会社株権分置改革試験点のおける業務手引き」を発表、三一重工、紫江企業、金牛エネルギー、清華同方を試験会社と指名
6月10日	三一重工が上場
6月16日	中国証券委員会は「上場会社による社会公衆株式購入に関する管理方法（試行）」を発表
6月17日	国務院国有資産管理委員会「国有持ち株会社の株権分置改革に関する指導意見」を発表
6月19日	改革対象企業を42社指定
8月23日	中国証券委員会、国家資産管理委員会、財政部、中国人民銀行と商務部連合で「上場会社の株権分置改革に対する指導医年」、中国証券委員会は「上場会社株権分置改革における管理方法」を発表
9月06日	上海、深圳証券取引所と中国証券登記決算会社によって「上場会社株権分置改革業務操作手引き」を発表
9月12日	40社が業務操作の実行段階に入る
11月05日	中国証券委員会と商務部により「上場会社株権分置改革に関連する外資管理問題への通知」を発表
11月22日	深圳証券取引所での中小企業部門で50社が上場
2006年	
5月08日	「上場会社証券発行管理方法」実行され、上場会社への融資が再開される
5月24日	中工国際工程株式有限会社の上場により直接金融による融資開始
2007年	
12月31日	新制度のもと上場会社の株式時価総額が全体の98%となり、改革完了を意味する。

出所：「中国資本市場報告2015」より作成

附表２　各国の家計資産運用内訳　単位：％

タイ					台湾				
	預貯金	有価証券	年金保険	その他		預貯金	有価証券	保険信託	その他
1967-1970 年	51.9	38.9	3.9	5.3	**1965-1970 年**	37.0	41.2	1.4	20.4
1971-1975 年	60.7	31.8	2.8	4.7	**1971-1975 年**	50.6	25.8	8.6	15.0
1976-1980 年	61.0	21.6	1.1	16.3	**1976-1980 年**	45.1	29.8	7.1	18.0
1981-1985 年	61.2	17.6	2.6	18.6	**1981-1985 年**	61.9	19.6	8.3	10.2
1986-1990 年	61.9	21.5	2.9	13.7	**1986-1990 年**	52.8	26.7	14.0	6.5
1991-1996 年	57.3	25.9	4.6	12.2	**1991-1996 年**	53.6	24.0	7.9	14.5
韓国					**日本**				
	預貯金	有価証券	保険年金	その他		預貯金	有価証券	保険年金	その他
1965-1970 年	80.0	7.0	4.0	9.0	**1960-1964 年**	59.1	21.7	14.7	4.5
1971-1975 年	44.6	15.7	4.6	35.1	**1965-1969 年**	73.5	8.7	13.9	3.9
1976-1980 年	48.8	26.0	9.2	16.0	**1970-1974 年**	72.9	10.1	13.2	3.8
1981-1985 年	45.6	22.4	18.8	13.2	**1975-1979 年**	73.6	14.3	16.5	－4．4
1986-1990 年	49.2	24.6	19.5	6.7	**1980-1984 年**	66.3	15.3	19.5	－1.1
1991-1996 年	61.9	16.5	18.2	3.4	**1985-1989 年**	62.6	9.3	35.1	－7.0

出所：各国資金循環統計より作成。

参考文献：

日本語文献
李　彭 (2008)、「中国中小企業資金調達の実態と問題点」『松山大学論集』第 20 巻第 4 号、149-178 頁。
神宮　健（2015)、「中国金融制度改革と中小企業金融・消費者金融の課題と新たな動き」『知的資産創造』、第 23 巻 11 号、8-21 頁。
岸　真清 (2015)、「中国の中小企業と金融システム」『中央大学経済研究所年報』第 46 号、163-182 頁。
藤井　喜一郎（2018)、「中国の中小企業金融制度に関する一考察：1978～2018 年の中小企業政策を巡って」『埼玉学園大学紀要』、8 巻、15-27 頁。
岸　真清 (2019)、「私募債と中国の中小企業―日本の経験を参考にして―」『経済学論叢（中央大学)』第 59 号第 3・4 合併号、101-119 頁。
王　君（2019)、「中国の地方債券市場の新展開」『証券経済研究』第 111 号、111-127 頁。
王　東明（2021)、「中国株式市場の生成と拡大のプロセスに関する一考察（上)」『経営研究』、第 72 巻第 2 号、61-84 頁。
王　東明（2021)「中国の WTO 加盟と金融・資本市場の開放に関する一考察」『創造都市研究　電子版』通巻 21 号、1-38 頁。
アルフレット・シプケ、マルクス・ロドラウアー、張龍梅　編、金森　俊樹　監訳 (2020)、『中国債券市場の未来』、日本証券経済研究所。

中国語文献
中国证券管理委员会（2008)、「中国资本市场发展报告」、 中国金融出版社。
林毅夫（2019)、『新结构经济学』、北京大学出版社。
刘晓光、刘元春、王建（2018)、「经济增长与衰退」『中国社会学科』、2018 (2) 50-70.
张斌、何晓贝、邓欢（2018)、「比一样的杠杆-从国际比较看杠杆上升的现象，原因与影响」『金融研究』 No,452.15-29.
李娟、杨晶晶、赖明勇 (2020)、「金融市场化促进了企业部门结构性去杠杆吗？来自中国制造业企业的证据」『 财经研究、 第 46 卷第 10 期 33-47.
杨玉龙、王曼前、许宇鹏（2020)「去杠杆，银企关系与企业债务结构」『财经研究』、 第 46 卷第 9 期，138-152.
黄 革、何雁明、黄邱婧 (2020)「宏观杠杆率变化趋势及政策选择」『中国金融』、 2020 (21) 60-61.
易 纲（2020)「再论中国金融资产结构及政策含义」『 中国人民银行政策研究』、 2020 (1) 1-25.
吴 晓求，方 明浩 (2021)「中国資本市場 30 年 :探索与变革」『Finance＆Trade　Economics』、Vol.42, No.4,20-36.