

## 中国政府による株式市場対策の発動 —短期的対応と長期的改革の視点から—

関根 栄一

### ■ 要 約 ■

1. 2018年10月19日、国務院・劉鶴副総理（金融担当）は、前日の18日の上海総合指数の終値が2,500ポイントを割り込み、終値として2014年11月以来の安値を記録したことを受け、市場安定化策等の5分野から成る株式市場対策を発表した。中国政府が株価維持政策（PKO）を発動するのは、2015年夏の株式市場危機期以来である。
2. 株式市場対策の背景には、2018年に入り、政府の政策的誘導によるオフバランス融資の削減が進む中で、民間の中小企業が株式担保融資を通じて資金調達を行ってきたことがある。株価下落が続くことで、借り手が流動性の問題に直面し、短期金融市場に混乱が発生することを回避する必要があった。
3. 株式市場対策は、短期的には、①保険会社や証券会社が組成するファンド等を通じた株式担保融資の継続または担保株式の買取りを支援、②中国证券监督管理委员会によるM&A審査の迅速化、③中国人民銀行による再保証を通じた民間企業の社債発行支援の三つの柱から構成されている。
4. また、株式市場対策には、①銀行理財子会社による資本市場での投資の容認といった機関投資家の市場参入促進、②会社法の改正による自社株買いの促進、といった制度改正を伴う中長期的な市場育成措置も含まれている。
5. 今回、株式市場対策が必要となった背景には、民間の中小企業の資金調達難の問題がある。当面は、政府が銀行に貸出目標を設定して対応する方針が出ているが、中長期的には、金融仲介のゆがみの解消に向け、資本市場を通じたリスクマネーの供給を図り、直接金融の割合を高めていくことが重要である。

## I 株式市場対策の発表

2018年10月19日、国務院（内閣）の金融担当である劉鶴副総理は、株式市場対策を発表した。いわゆる株価維持政策（Price Keeping Operation、PKO）の発動である。これは、前日の18日の上海総合指数の終値が、前日比で2.9%安の2,486.42ポイントと、2,500ポイントを割り込み、終値として2014年11月以来の安値を記録したことを受けたものである。中国政府がPKOを発動するのは、2015年夏の株式市場危機期以来である。

株式市場対策は、①市場安定化策、②市場制度改革策、③長期資金の市場参入奨励策、④民間企業支援策、⑤対外開放の拡大、の5分野から構成され、同時に、各金融当局のトップである中国人民銀行・易綱総裁、中国銀行保険監督管理委員会（銀保監会）・郭樹清主席、中国証券監督管理委員会（証監会）・劉士余主席（当時）も、上記5分野に関する声明をそれぞれ発表した。2015年夏の株式市場対策と同様、今回も、短期的には、株価を維持することで金融市場での流動性リスク、ひいてはシステムック・リスクの発生を未然に防止しようという点で共通している<sup>1</sup>。

## II 株価下落の背景と原因

### 1. 株価下落を警戒する背景とリスクシナリオ

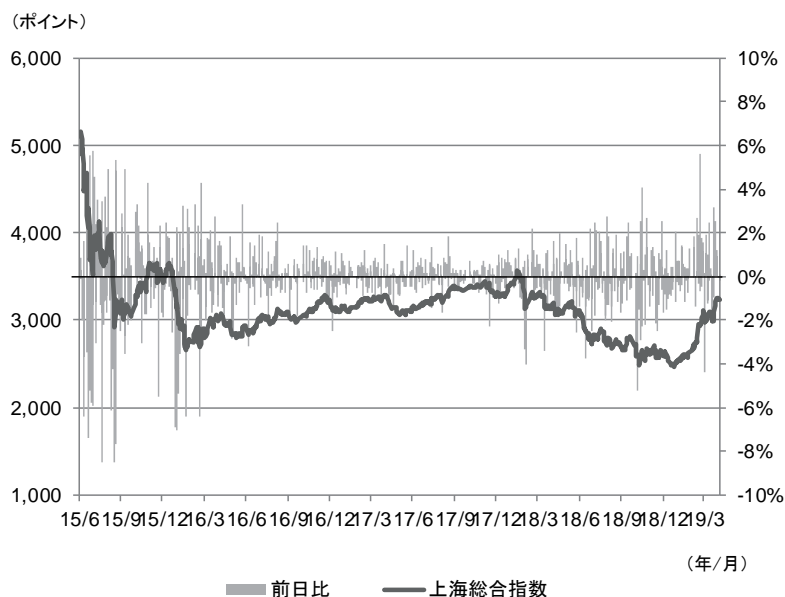
株価下落は、実は2018年の半ばから始まっている（図表1）。きっかけは、2018年6月15日に米国政府が課すと決定・発表した中国からの製品輸入に対する制裁関税である（7月6日に340億ドル分の制裁関税を発動）。この米中貿易摩擦の本格化によって、中国経済への見通し不安感により投資家の売り注文が増加し、同年6月19日に上海総合指数の終値は2,907.82ポイントと、2016年9月26日の2,980.43ポイント以来の3,000ポイント割れとなった。

株価下落の影響は、単に投資家の損失だけに留まらない。実は、中国国内では、民間の中小企業を中心に、「株式担保融資」を通じた資金調達が広がってきていた。株式担保融資とは、借り手が保有する株式に担保（質権）を設定し、時価評価額へ担保掛け目を乗じた金額を上限として融資を受ける方法である。担保として差し入れた株式の時価が上昇すれば、担保掛け目に応じて融資金額も大きくなる反面、時価が下落し、担保評価額が融資金額の一定割合（警告マージン比率）を下回ると、借り手は、担保価値の不足分について追加担保を差し入れるか、担保とした株式を売却して清算するかを決めなければならない。また、時価がさらに下落して、予め設定した第2の水準（維持証拠金率）を割り込んだ場合、貸し手は担保株式を売却して資金を回収することになる（強制清算）。

株価下落が続けば、株式担保融資の貸し手は、いっせいに資金の回収に動き、借り手が

<sup>1</sup> 関根栄一「中国の株価維持政策（PKO）の発動経過と出口に向けた模索」『野村資本市場クォーターリー』2016年春号参照。

図表1 上海総合指数の推移と前日比（2015年6月～）



（注） 2019年4月10日までの数値。  
（出所） CEICより野村資本市場研究所作成

流動性の問題に直面する可能性もあった。その際、追加で差し入れる担保のない借り手は、新たな融資資金も利用できないため、企業破綻の増加、実体経済の悪化、貸し渋りや貸し剥がしなどの金融仲介機能の低下、更なる実体経済の悪化という負のサイクルが続く可能性がある。また、実体経済の悪化には至らないとしても、短期金融市場での混乱が発生する可能性もある。

## 2. 株式担保融資が広まった原因

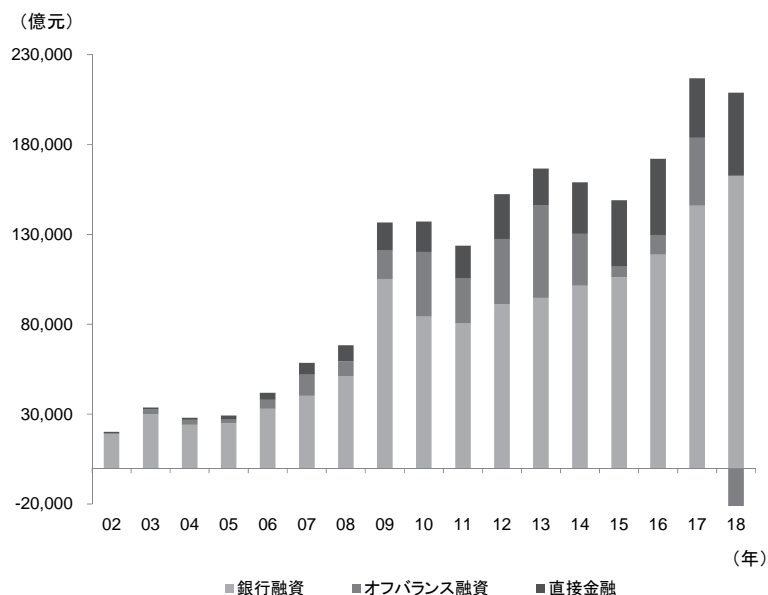
### 1) オフバランス融資の削減

株式担保融資残高は、2018年9月末時点で約1.5兆元との試算もあるが、2018年に入り、民間の中小企業が株式担保融資に頼り始めた背景には、中国政府が進めてきた脱レバレッジ政策の影響でこれまでの資金調達源が次第に絞られてきたという事情がある（図表2）。

中国人民銀行は、実体経済が金融システムから調達する資金総額を「社会融資規模」として、フローとストックともに、毎月公表している。実体経済とは、中国人民銀行の定義によれば、国債の発行主体や金融法人を除く居住者とされており、非金融法人と家計（個人事業主を含む）から構成されるものである。

また、社会融資規模は、資金源によって、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、非金融機関国内株式発行から構成され、2017年からは、預金取扱機関が発行する資産証券化商品（ABS）、貸付金償却、地方政府特別債券が加わっている。これらのうち、人民元貸付、外貨貸付、貸付金償却を「銀行融資」、

図表 2 独自分類後の社会融資規模（フロー）



(注) 地方政府特別債券、預金取扱機関発行 ABS、貸付金償却が、2017年から加わっている。  
 (出所) 中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

委託貸付、信託貸付、銀行引受手形、預金取扱機関発行 ABS を「オフバランス融資」、社債、地方政府特別債券、非金融機関国内株式発行を「直接金融」に分類し、2018年のフローを見ると、銀行融資が16兆2,658億元、直接金融が4兆6,214億元であったのに対し、オフバランス融資はマイナス2兆3,369億元となっている。

オフバランス融資は、実体経済から見れば、金融機関のバランスシートを経由しない資金調達手段であるが、2018年は融資よりも回収が大幅に上回ったことを示している。オフバランス融資の調達主体は、統計上は明記されていないものの、銀行融資を受けにくいリスクの高い部門や脆弱なセクター、例えば不動産や民間の中小企業や個人事業者が考えられよう。

## 2) シャドーバンキングの規模の減少

オフバランス融資減少の原因には、シャドーバンキングである資産管理商品の発行残高の減少も挙げられている。

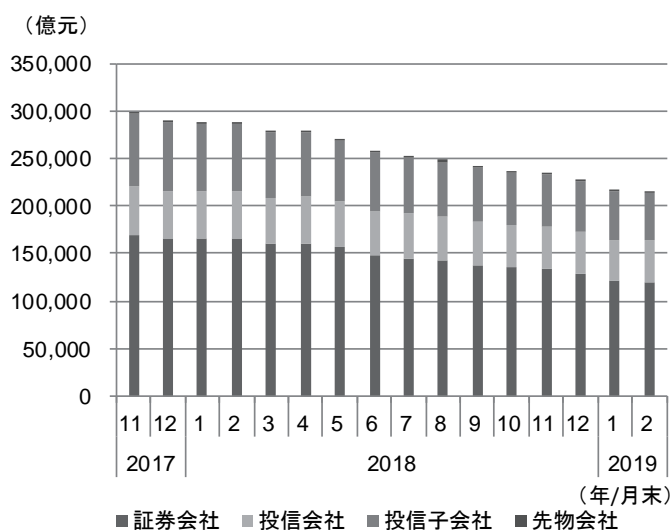
中国人民銀行の統計によれば、多数の投資家から集めた資金によって事業運営や有価証券等に投資して得られた収益を出資者に分配する集団投資スキームである資産管理商品の2016年末時点の発行残高を96.2兆元と算出している。そのうち、銀行分野では、銀行理財商品（オフバランスシート型）が23.1兆元（全体の24.0%）、信託会社が受託管理する資金信託プランが17.5兆元（同18.2%）となっている。保険分野では、保険会社の資産管理プランが1.7兆元（同1.8%）となっている。証券分野では、公募基金が9.2兆元（同9.6%）、証券会社・資産管理プランが17.6兆元（同18.3%）、基金管理会社（投信会社）及び子会社の資産管理プランが16.9兆元（同

17.6%)、私募基金が 10.2 兆元 (同 10.6%) となっている。

同時に、中国人民銀行は、商品間の相互保有 (相互投資) を控除した後の各業界・各金融機関の資産管理商品の発行残高を、合計で約 60 兆元強と試算している。つまり、約 30 兆元が商品間で相互保有されていることとなる。中国人民銀行は、この相互保有に対して、複数階層での商品設計によるレバレッジの存在、銀行・保険・証券と異なる管理監督体制ゆえのセーフティネットの脆弱さ、投資家のモラルハザードの存在といった問題点を指摘している。商品の規模やレバレッジの度合で単純に比較することはできないものの、金融機関のオフバランス業務が引き金となった 2008 年の米国で発生した「市場型危機」の発生メカニズムは、中国でもリスクシナリオとして警戒される状況である。このため、中国政府は、2017 年 11 月に「金融機関の資産管理業務の規範化に向けた指導意見」(指導意見)の草案を公表、パブリックコメントを経て、2018 年 4 月には正式版を公布している<sup>2</sup>。

現在、各金融当局は、細則の制定と実施を順次進めており、資産管理商品の資金プール、複数階層での商品設計、暗黙の元利保障等の問題の解消を目指しているが、指導意見のパブリックコメント版が出た段階から、各金融機関は、規制の強化を先取りして対応を行ってきている。実際、資産管理商品のうち、証券会社・投信会社・先物会社の資産管理商品 (非公募) の発行残高について、指導意見のパブリックコメント版と同じタイミングで公表され始めた 2017 年 11 月以降の動きを見てみると、同時点の 29 兆 8,500 億元から、1 年後の 2018 年 11 月末時点では 23 兆 3,800 億元と、6 兆 4,700 億元も減少している<sup>3</sup> (図表 3)。

図表 3 証券・投信・先物会社の資産管理商品 (非公募) の発行残高 (業者別)



(出所) 中国証券投資基金業協会より野村資本市場研究所作成

<sup>2</sup> 関根栄一「中国・資産管理業界への包括的・横断的な規制導入の動き」『野村資本市場クォーターリー』2018 年秋号 (ウェブサイト版) 参照。

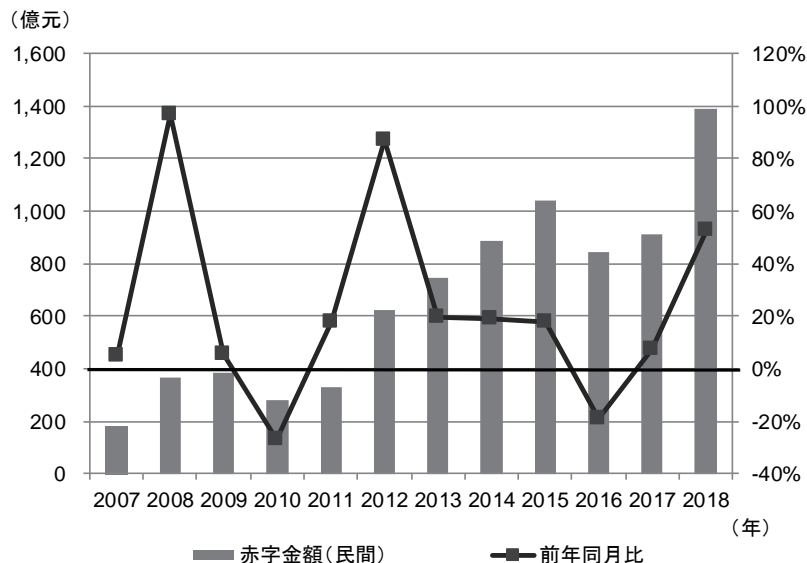
<sup>3</sup> 民間の中小企業の資金調達源ともなっていたと見られる融資型クラウドファンディング (P2P) の統計を見ると (網貸之家)、2018 年の取引金額は 1 兆 7,948 億元と、2017 年の 2 兆 8,048 億元に比べ、約 36%減少している。

### 3) 民間企業の赤字の拡大

資産管理商品の残高の減少は、実体経済からすると、これまでの資金調達源の原資がその分だけ減っていくこととなるため、新たな借り換え先が必要となる。オフバランス融資以外の借り換え先として、直接金融であれば社債の発行となるが、格付けの低い民間の中小企業の場合は、社債市場を通じて投資家を募ることは難しい。企業が、銀行融資を当てにする場合は、銀行サイドも担保として物的保証や人的保証を融資条件に求めることとなろう。今回の株式担保融資は、まさに前者の物的保証を民間の中小企業に求めた結果と言えよう。

民間の中小企業が、どれだけ流動資金の手当ての問題に直面しているかの直接の統計はないが、赤字金額の動向を見ることで、借り換えが必要な流動資金の規模やその動きを推計することはできよう。例えば、国家統計局が公表している工業分野の企業統計のうち、大企業や中小企業も含めた民間企業の 2018 年 12 月末時点の赤字金額（各年累計値）は 1,391 億円で、前年同月比で 52.6% 増となっている（図表 4）。伸び率は、グローバル金融危機が発生した 2008 年 12 月末に記録した 97.0% 増の約半分の水準にとどまってはいるものの、赤字金額は同年の 364 億円の約 3.8 倍の規模となっている。なお、同様の統計に基づく赤字企業数は、2018 年 12 月末時点で 2 万 8,276 社、前年同月比で 40.7% 増となっている。赤字企業数は既に 2008 年末時点の 2 万 6,332 社を上回る水準となっており、政府としても民間企業の流動資金への支援策に乗り出さざるを得なくなっている。

図表 4 工業分野における赤字企業の推移（民間）



(注) 赤字金額は、各年累積値。

(出所) 中国証券投資基金業協会より野村資本市場研究所作成

### III 株式市場対策の概要

## 1. 短期的には三つの柱から構成

### 1) 株式担保融資の継続または担保株式の買取りを支援

株式市場対策のうち、短期的には株価暴落に伴う株式担保融資の強制清算をいかに回避するかが課題である。このため、金融当局は、貸し手が株式担保融資を続けるよう行政指導を行う一方<sup>4</sup>、借り手の流動性を支援するスキームを構築した。

一つ目が、借り手が株式担保融資を継続できるようにしたり、借り手の担保株式を買い取るための金融商品やファンドの組成である。借り手への投融資の原資としては、①保険会社の資産管理子会社が組成する特別商品、②中国証券業協会主導で複数の証券会社が組成したファンド、③地方政府が組成するファンドが想定されている<sup>5</sup>。これらのうち、保険資金の活用に関しては、2018年10月25日、銀保監会は、保険会社の資産管理子会社である保険資産管理会社の特別商品組成に関する通知を公布している。同通知では、特別商品の投資先を、①上場会社株式、②上場会社及びその親会社が発行する公募債、③上場会社の株主が非公開方式で発行する転換社債、④その他資産、とし、特別商品が上場会社の担保株式の流動性リスクの解消に向け投資することを容認するとしている。また、特別商品への主な投資家を、①保険会社・全国社会保障基金等の機関投資家、②金融機関の資産管理商品、としている。

執筆時点で確認できる範囲では、①保険資産管理会社10社が登録した特別商品は約1,160億元で、そのうち5商品が組成され、約22億元を投資済（2019年1月25日時点）<sup>6</sup>、②証券会社38社が組成したファンドは計64本で529.3億元、そのうち19社がファンドを通じて84.99億元を投資済（2019年1月23日時点）<sup>7</sup>、③地方政府が発行した救済ファンド向け特別債券は4,000億元（2018年11月30日時点）<sup>8</sup>とされている。これらのうち、証券会社が組成するファンドは、最終的に、銀行・保険・国有企業・政府機関からも調達し、1,000億元規模を組成することが目標となっている。証券会社や地方政府が組成するファンドは、「救済基金」とも呼ばれ、通常のファンド業務とは別枠で管理されている。

<sup>4</sup> 銀保監会・郭樹清主席は、担保株式が損失防止ラインに達した際、貸し手は借り手の実際のリスク及び将来の発展見通し等の要素を考慮して、適切なやり方で保守的に処理することを金融機関に求めている（2018年10月19日）。

<sup>5</sup> 2015年夏のPKOでは、（中央政府の下）政府系ファンドや公募投資信託を活用した「国家チーム」が組成され、直接、株式市場での買い支えを行なったのに対し、今回は、保険会社・証券会社・地方政府を中心としたファンドが、株式担保融資の借り手の流動性を支援する点に違いがある。

<sup>6</sup> <http://www.cbrc.gov.cn/chinese/newShouDoc/7BB2B982F4DD4343A2766D4438C2DDCF.html>

<sup>7</sup> [http://www.sac.net.cn/hyfw/hydt/201901/t20190123\\_137649.html](http://www.sac.net.cn/hyfw/hydt/201901/t20190123_137649.html)

<sup>8</sup> 2018年12月8日付金融時報。

## 2) M&A の促進

二つ目が、M&A の証監会による承認手続きのスピードアップである。担保株式の処分（売却）は、株主の変更や、M&A にもつながりうる。このため、証監会・劉士余主席は、「少額スピード」審査制度と、「レーンシステム」審査制度を活用すると表明した。

前者は、M&A の審査金額が少額の場合は、予備審査を経ることなく、直接、証監会の M&A 審査委員会が審議し、行政手続きを簡素化して、審査時間を短縮するものである。後者は、ハイテク産業の M&A については、優先して審査を行うものである。対象となる業界は、戦略的新興産業に属する高度デジタルコントロール型工作機械・ロボット、航空宇宙設備、海洋工事設備及びハイテク船舶、先進的鉄道交通設備、電力設備、新世代情報技術、新材料、環境保護、新エネルギー、バイオ等となっており、M&A によって、産業の高度化を速やかに実現することも証監会は狙っているものである。

他に、M&A に関する審査手続きで、証監会は、一旦 IPO 申請の審査が通らず、M&A を通じて上場会社のリストラに参加する企業について、3 年間は申請不可としていた期間を、今回、6 ヶ月に短縮するとした特例措置を打ち出している。

## 3) 民間企業の社債発行支援

三つ目が、中国人民銀行による民間企業の債券発行支援プログラムである。同行による再貸出の一部を原資とした信用枠を設定し、一時的な流動性の困難に直面しているものの、市場・見通し・技術競争力のある民間企業の債券発行を支援する。具体的には、投資家が、社債購入と同時に、主幹事や専門保険会社が組成した信用リスク軽減ワラント（Credit Risk Mitigation Warrant、略称 CRMW）と呼ばれるデフォルト保険（中国版 CDS）の保険料を払って購入し、当該社債が債務不履行になった場合に損失分を受け取れる仕組みの下、中国人民銀行が当該損失分の支払を保証（二次保証）するものである。

CRMW は、銀行間債券市場の自主規制機関である「中国銀行間市場交易商協会（NAFMII）」への登録・届出業務となっており、オリジネーターとして銀行・証券の計 30 社にライセンスが付与されている<sup>9</sup>。オリジネーターには、NAFMII が主導・出資して 2009 年 9 月に設立した債券市場の信用補完専門会社である「中債信用増進投資株式有限公司（China Bond Insurance Co., Ltd.）」が含まれている。

併せて、証監会・劉士余主席は、こうした信用補完手段を用いて、民間企業（特に民間ホールディングス上場会社）の債券発行難の問題解決を図るとし、中小民間企業のハイイールド債、私募債、その他の債務ツールの発行を支援すると表明している（2018 年 10 月 19 日）。

<sup>9</sup> 外資系銀行では、BNP パリバ（中国）とドイツ銀行（中国）がライセンスを取得している。



## 2. 制度改正を伴う措置

今回の PKO には、短期的な株価維持に加え、制度改正を伴う措置が盛り込まれている。この措置には、健全な株式市場を育成しようとする金融当局の意図も見て取れる。

### 1) 機関投資家の市場参入促進

#### (1) 銀行理財子会社による資本市場での投資の容認

株式市場の新たな買い手として、金融当局は、銀行本体から理財（資産運用）業務を切り離した子会社による株式投資を容認するとした。

前述の金融機関の資産管理業務に対する指導意見では、資産管理業務を主要業務としていない金融機関は、独立した法人格を有する資産管理子会社を設立し、法人としてのファイヤーウォールを強化しなければならないとしている。同時に、条件を備えていない金融機関は、専門の資産管理業務運営部門を設立して業務を行うことが出来るとしている。

銀行理財業務については、銀保監会が、2018年9月28日、「商業銀行理財業務監督管理弁法」を公布し（即日施行）、銀行は独立した法人格を有する子会社（理財子会社）を設立して理財業務を行わなければならないが、暫定的に条件を備えていない場合は、銀行の本店に理財業務の専門部門を設立して、理財業務に対する集中かつ統一した経営管理を行わなければならないとした。その後、銀保監会は、2018年12月2日、「商業銀行理財子会社管理弁法」を公布した（即日施行）。

両管理弁法に基づくと、銀行理財商品の投資対象として、①債券、②預金、③社債、④資産証券化証券、⑤公募証券投資基金、⑥その他債権型資産、⑦エクイティ型資産が列挙されており、理財子会社を設立した場合、募集投資家が200名超の公募型銀行理財商品は、直接、株式を購入できるとしている。また、公募型理財商品について、最低販売金額を現在の5万元から1万元に引き下げ、投資家層の拡大を図っている。

両管理弁法の施行後、2018年12月27日には中国建設銀行と中国銀行、2019年1月4日には中国農業銀行と交通銀行、同年2月15日には中国工商銀行の理財子会社の設立がそれぞれ銀保監会から認可されている。近々、これら五大商業銀行の理財子会社の運営と商品組成が始まるものと思われる。

#### (2) 保険資金の株式運用促進に向けた特例措置

銀保監会・郭樹清主席は、保険資金の長期的・安定的投資の利点を十分に発揮し、保険資金のブルーチップ銘柄への財務投資・戦略投資を強化すると述べたうえで（2018年10月19日）、前述の通り、保険資金が特別商品を組成し、上場会社の担保株式の流動性リスクの解消に参画する場合、株式投資比率に対する管理監督を対象外にする方針を示した。

保険資金の株式を含む権益類資産投資に関し、2017年1月24日、中国保険監督管

理委員会（現在の銀保監会）は、①保険会社の権益類投資資産残高（額面）は、前年末総資産の 30%を上限とすること、②保険会社の単一の株式投資残高（額面）は、前年末総資産の 5%を上限とすること、を通知しており、今回の株式市場対策で保険会社の資産管理子会社が組成する特別商品については、この投資比率の例外扱いになることになろう。

### （3）私募基金等の登録手続きの簡素化

証監会・劉士余主席は、私募エクイティ投資基金<sup>10</sup>や（後述する）証券会社の資産管理商品が、それぞれ、あるいは共同で新たな基金を組成することを奨励すると表明した（2018年10月19日）。

新たな基金の組成に関し、2018年10月22日、私募基金の登録機関である中国证券投資基金業協会は、私募基金等による特別商品の登録と重要事項の変更に、特別ルートを提供すると通知した。同ルートの下では、協会は書類を受領後、二営業日以内に登録・公告手続きや変更手続きを完了することとなる。

同時に、劉主席は、私募エクイティ投資基金が、株式の①非公开发行、②協議譲渡、③大口取引等の方法を通じて、上場会社の株式を購入したり、上場会社の M&A に参画することを奨励するとも表明しており、取引所外で株価に影響を与えない形での買取りを誘導しようとしているとも言える。

### （4）証券会社の資産管理商品に対する制度整備

前述の金融機関の資産管理業務に対する指導意見は、証券会社の資産管理商品も対象に制度改革を進めるとしている。この制度改革は、今回の株式市場対策の一環としても位置付けられ、2018年10月22日、証監会は「証券・先物経営機関私募資産管理業務管理弁法」を公布した（即日施行）。

同管理弁法の中で、商品設計については、指導意見の考え方や用語を受け、証券会社の私募資産管理業務を、投資家数によってあらためて区分し、①単一の投資家向けの場合は「単一資産管理プラン」、②2人から200人までの場合は「集合資産管理プラン」と命名した。また、投資対象は、標準化資産（公開市場）と非標準化資産（非公開市場）に区別されることとなった。株式担保融資のリスク解消を目的とした特別商品の組成も、近々、同管理弁法に沿って行われることとなろう。

<sup>10</sup> 中国の私募基金は、①私募証券投資基金（公開市場の証券に投資）、②私募エクイティ投資基金（非公開市場の証券に投資）、③私募創業投資基金（私募エクイティ基金の一類型で未上場の創業企業の普通株等に投資）、から構成される。関根栄一「外資系運用会社による中国の私募基金業界への進出の動き」『野村資本市場クォーターリー』2017年夏号、及び宋良也・塩島晋「中国の私募ファンドにおける販売チャンネルと受託管理業務の変化」『野村資本市場クォーターリー』2019年冬号参照。

## 2) 自社株買いの促進

自社株買いは、株主への利益還元策の一つであり、自社の株式が割安になっているとのアナウンスメント効果もあるとされる。実は、証監会は、2018年10月19日の株価下落に先立ち、同年9月6日、会社法142条の自己株式取得規定の修正に関する改正案を既に公表し、株式市場対策公表直後の同年10月27日、全国人民代表大会常務委員会で可決された<sup>11</sup>。改正案の骨子は以下の通りとなる。

### (1) 自社株取得の要件の変更・追加

自社株買いに関し、従来は、①会社の登録資本を減少する場合、②自社株式を保有するその他の会社と合併する場合、③株式を褒賞として自社の従業員に給付する場合、④株主が株主総会で行った会社合併または分割の決議に異議を有し、会社にその株式の買取りを求める場合、の4要件のみを条件としていた。改正案では、従来の4要件のうち、③を「従業員株式保有プランまたは持分インセンティブに使用する場合」に変更すると同時に、新たに⑤上場会社がその発行する社債の株式への転換のために使用する場合と、⑥上場会社が企業価値及び株主の権益を保護するために必要な場合、を追加している。

### (2) 手続きの緩和

上記改正案の③、及び追加された⑤と⑥については、会社定款の規定または株主総会の授権により取締役会で決定することが出来るとした。これらの要件以外は、原則、株主総会での承認手続きが必要となる。

### (3) 取得株式数の制限の緩和

自社株取得の上限は、旧142条の③では、発行済株式総額の5%に設定していたものの、上記改正案の③、及び追加された⑤と⑥については、発行済株式総額の10%に設定する規制緩和を行う。

### (4) 金庫株制度の新設

上記改正案の③、及び追加された⑤と⑥については、自社株取得から3年間は譲渡または消却をせずに保有し続けることが出来るとした。

以上の改正案の可決を受け、上海証券取引所は、2019年1月11日に実施細則を公表しており、実務的な対応も始まろうとしている。

<sup>11</sup> [http://www.gov.cn/xinwen/2018-10/27/content\\_5334901.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2018-10/27/content_5334901.htm)

## IV 民間部門の資金調達問題の解決に向けて

### 1. 銀行分野での取り組み

#### 1) 工業分野での民間の中小企業向けの貸出の実態

今回、民間の中小企業の資金調達問題が顕在化したことをきっかけに、中国の政治指導者は、繰り返し民間企業の中国経済における重要性を強調している。2018年11月1日には、習近平国家主席が主宰する民間企業座談会が開催され、重要講話を行い、当面の重要政策として、①企業の税・費用負担を軽減すること、②民間企業の資金調達難・資金調達コスト高の問題を解決すること、③公平な競争環境を作り上げること、④政策の執行方法を整備すること、⑤清廉な政治・ビジネス環境を構築すること、⑥企業家の人身・財産の安全を保護すること、に取り組んでいくと表明している<sup>12</sup>。これらの中の2番目で取り上げられている中国での民間の中小企業向けの貸出の問題は、古くて新しい課題である。ここでは、工業分野に限られるが、企業規模別の貸出の動向を見てみる。

まず、企業の規模別の定義については、工業・情報化部が、国家統計局、国家発展改革委員会、財政部とともに2011年6月18日に公布した「中小企業分類基準規定」と、同規定に基づき国家統計局が2011年9月11日に公布した「統計上の大・中・小・零細企業の区分弁法」とがある。これらの企業区分を基に、従業員数や売上高に基づいて規模を設定している。2016年末の工業分野の企業数は、大型企業が9,631社（全体の2.5%）、中型企業が5万2,681社（同13.9%）、小型企業が31万6,287社（同83.5%）となっている（図表5）。

次に、規模別の企業向け貸出残高を見ると、2016年末の（工業分野を含む）全業種向けの国内貸出残高のうち、大型企業向けが22兆607億元（全体の35.3%）、中型企業向けが20兆6,957億元（同33.1%）、小型企業向けが17兆5,431億元（同28.0%）、零細企業向けが2兆2,786億元（同3.6%）となっている。

工業分野に関する零細企業の企業統計は開示されていないものの、企業数で全体の

図表5 企業（工業分野）の規模別定義と現況（2016年及び同年末）

企業規模 基準	大型企業		中型企業		小型企業		零細企業		全体
	従業員数	売上高	従業員数	売上高	従業員数	売上高	従業員数	売上高	
項目	数値	(内訳)	数値	(内訳)	数値	(内訳)	数値	(内訳)	数値
企業数(社)	9,631	2.5%	52,681	13.9%	316,287	83.5%			378,599
総資産(億元)	508,070	46.8%	258,989	23.9%	318,806	29.4%			1,085,866
中核業務収入(億元)	436,445	37.7%	286,490	24.7%	436,064	37.6%			1,158,999
総利益(億元)	26,788	37.2%	19,405	27.0%	25,729	35.8%			71,921
(参考) 全業種向け 国内貸出残高(億元)	220,607	35.3%	206,957	33.1%	175,431	28.0%	22,786	3.6%	625,781

(注) 企業規模別の国内貸出残高は、工業分野を含む全業種向けの数値。

(出所) 国家統計局、『中国統計年鑑2017』、CEICより野村資本市場研究所作成

<sup>12</sup> <http://cpc.people.com.cn/n1/2018/11/02/c64094-30377324.html>

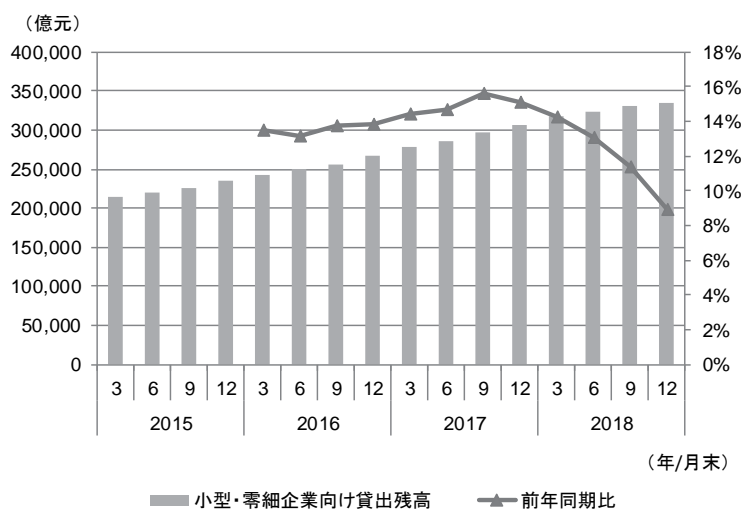
8割以上を占める小型企業を例にとれば、雇用の裾野を支える意味でも、小型・零細企業の資金調達を支援することの重要性は、あらためて指摘するまでもない。

## 2) 金融当局の方針・対応

民間の中小企業の資金調達問題のうち、銀行分野では、2018年11月9日、銀保監会の公式サイトで、郭樹清主席が、民間企業向けの貸出目標を設定することを明らかにした。これは「1・2・5」目標と言われているもので、新規の企業向けの貸出に占める民間企業の比率を、①大手銀行は「3分の1」以上、②中小銀行は「3分の2」とすることで、③3年以内に銀行全体で民間企業向けの貸出を5割以上に高めるというものである。

工業分野に限らないが、銀保監会は、銀行業金融機関の小型・零細企業向けの貸出残高を四半期毎に公表している。同統計によると、2018年12月末時点の小型・零細企業向けの貸出残高は33兆4,923億元、前年同期比で8.9%増となっているものの、伸び率は2017年9月末時点の15.7%増をピークに低下してきている<sup>13</sup>（図表6）。このため、2018年10月19日の劉鶴副総理による株式市場対策の発表を受け、同年10月22日、中国人民銀行は、再貸出、再割引等の手段を総合的に用いて、商業銀行における民間企業向けの貸出の拡大を支援すると表明した。具体的には、同行は、2018年6月に設定した再貸出・再割引の限度枠1,500億元に加え、さらに1,500億元を追加し、計3,000億元を設定するとした。

図表6 小型・零細企業向けの貸出残高の推移



(注) 1. 統計の対象は銀行業金融機関であり、商業銀行とその他金融機関が含まれる。  
2. 前年同期比は2016年からの数値。  
(出所) 中国銀行保険監督管理委員会より野村資本市場研究所作成

<sup>13</sup> 小型・零細企業向けの貸出や、農業分野向けの貸出を促進するため、中国政府は、2018年7月26日に国家融資保証基金有限責任公司を設立し、地方政府（省レベル）の信用保証機関に対する再保証の仕組みを構築している。株価下落が深刻化する同年9月26日には、同公司与安徽省など8つの省政府信用保証機関、また同公司与中国建設銀行など7つの銀行との間で契約が結ばれている。日本の中小企業向けの信用保証制度と類似した仕組みを導入している。

同行は、上海総合指数の終値が 2,549.56 ポイントと、前日比で 1.05% 下落し、株式担保融資の強制清算の防衛ラインとみられる 2,500 ポイント割れが警戒された 2018 年 12 月 19 日の夜、中期貸借便利 (MFL) と呼ぶ市中銀行向けの短期貸出金利を引き下げた。小型・零細企業及び民間企業への貸出を増やした銀行を対象に、期間 1 年の金利を 3.3% から 3.15% に引き下げ、借り換えも最大 3 年まで認めるというものである。続いて、2018 年 12 月 26 日から上海総合指数終値の 2,500 ポイント割れが続く中で、2019 年 1 月 4 日、中国人民銀行は預金準備率を計 1.0% 引き下げる金融緩和措置を発表した。これにより、市場に 1.5 兆元の資金を供給する効果があると説明した。

## 2. 金融仲介の歪みの解消の重要性

2019 年 3 月の全国人民代表大会 (国会) では、政府活動報告の中で、2019 年は、国有大型商業銀行による小型・零細企業向けの貸出を 30% 以上増やすとの目標が設定された。当面は、銀行貸出を民間の中小企業に割り当てることで金融当局も対応していかざるを得ないだろうが、中長期的には、金融仲介のゆがみを解消していくことが重要である。中国の場合、1978 年に始まった改革開放を機に、先進国で形成された製品やビジネスモデルにキャッチアップしていく過程では、キャッチアップすべき目標が明確であることから、過去の日本と同様、間接金融を中心とした金融仲介を通じた資源配分が急速な経済発展に貢献した。今後、中国経済が、これまで経験してきたキャッチアップ型の成長モデルを脱却していく上で、イノベーションを中心とした生産性の上昇に基づく成長モデルに移行していくためには、市場の価格決定メカニズムを十分に活用していく必要がある。このためには、資本市場を通じたリスクマネーの供給を図り、直接金融の割合を高めていくことが重要である。

2017 年 10 月の中国共産党第 19 回党大会でも、①直接金融の比率を引き上げ、多様な資本市場の健全な発展を促進すること、②金融業を含めたサービス業の対外開放を拡大すること、を政治報告に盛り込んでおり、金融仲介機能の改善に向けた政策の方向性を示している。今回の株式市場対策の中で、前者の資本市場改革に関しては、科学技術イノベーション企業に対する上場支援の強化や新三板 (店頭市場) 制度改革が盛り込まれている。新興企業の中国国内での上場に関しては、海外上場企業の中国国内での中国預託証券 (CDR) の発行に関するルールを既に整備しており<sup>14</sup>、また新たに上海証券取引所での新興企業ボードの設立と発行登録制のテスト<sup>15</sup>を進めようとしている。後者の対外開放に関しては、中国政府は、外資の証券業への出資上限を 2018 年から数えて 3 年後の 2021 年ま

<sup>14</sup> 関根栄一「中国におけるイノベーション型企業向け上場制度改革」『野村資本市場クォーターリー』2018 年秋号参照。

<sup>15</sup> 上海証券取引所での新興市場板の設立計画は、上海で開催された第 1 回中国国際輸入博覧会で習近平国家主席が公表した (2018 年 11 月 5 日)。中国語での名称は、科学技術・創業ボードを短縮した「科創板」と呼ばれ、英文では「Science and Technology Innovation Board」と報道されている。また、株式発行登録制度改革は、2013 年 11 月の中国共産党第 18 期中央委員会第 3 回全体会議で決定された改革プランでもある。

で撤廃する方針を明示している<sup>16</sup>。金融仲介の歪みをもたらしているシャドーバンキング問題に代表される金融リスクの制御についても、中国政府は、向こう3年間の処理計画を設定するなど、時間軸を明確にして対応しようとしている。

## V 結びにかえて

米中貿易摩擦を機に始まった株式市場の変調は、中国の金融仲介の古くて新しい問題をあぶりだす結果となったが、中国政府としては、短期的には株式市場や金融市場での流動性リスクの発生を回避しつつ、中期的には、米中貿易摩擦を外交的にうまく管理し、中国国内では市場メカニズムによって資源配分を効率化するための金融分野の改革と開放を進めて行くほかないだろう。

2018年12月20日には、国務院金融安定発展委員会の事務局が、金融機関を招いた資本市場の改革・発展をテーマにした座談会を開催している。同委員会事務局である中国人民銀行からの発表によれば<sup>17</sup>、資本市場の改革に関し、①上場会社の質を高め、ガバナンスを強化し、上場廃止制度を厳格に執行すること、②情報開示制度を強化し、投資家保護を進めること、③市場化の原則を徹底し、取引に対する行政干渉を減少させること、④国際的な方法を参照して、中長期的な投資家を育成し、各金融商品が資本市場で投資するルートを整備すること、において参加した金融機関との間でコンセンサスが得られたとした。今回の株式市場対策の中の制度改正を伴う措置には、市場参加者とのコンセンサスを体現したものも含まれている。

2019年2月14日には、中国共産党・国務院は、18項目から構成される「民間企業への金融サービスの強化に関する若干の意見」を公布し<sup>18</sup>、今回の株式市場対策を含む民間企業向け金融サービスの包括的な指針が示された。続いて、2019年4月7日、国務院は、「中小企業の健全な発展の促進に関する指導意見」を公布し<sup>19</sup>、金融面では、直接金融を含む中小企業の資金調達ルートの積極的な拡大が盛り込まれた。前後するが、株式市場を管理監督する証監会の主席について、2019年1月28日、劉士余氏から易会満氏（中国工商銀行・前会長）への交代が行われている<sup>20</sup>。春節（旧正月）明けの2月中旬から上海総合株式指数が上昇局面に入った中であっても（前掲図表1）、易・新主席の下で、今回の株式市場対策が着実に実施されていくかが引き続き注目される。

<sup>16</sup> 関根栄一「金融業への外資出資比率の緩和と同時に株主管理を強化する中国政府の動き」『野村資本市場クォーターリー』2018年夏号参照。

<sup>17</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3720059/index.html>

<sup>18</sup> [http://www.gov.cn/zhengce/2019-02/14/content\\_5365818.htm](http://www.gov.cn/zhengce/2019-02/14/content_5365818.htm)

<sup>19</sup> [http://www.gov.cn/zhengce/2019-04/07/content\\_5380299.htm](http://www.gov.cn/zhengce/2019-04/07/content_5380299.htm)

<sup>20</sup> 易・新主席（1964年12月生まれ）は、1984年8月の中国人民銀行での勤務（約5ヵ月間）を皮切りに、1985年1月から中国工商銀行での勤務と昇進を重ねてきた。プレーヤーとしても管理監督者としても、易・新主席のこれまでの証券分野との関わりは伝わってきておらず、その見識や手腕を注意深く観察する必要がある。