

金融・資本市場から見た中国の第14次5ヵ年計画 — 直接金融の比率向上に向けて —

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. 2021年3月11日、中国の全人代において第14次5ヵ年計画が承認され、2021年から2025年までの中期的経済運営方針と、2035年までの長期的経済運営方針が示された。計画では、国内と国際の2つの循環が相互に促進する新たな発展モデルの構築を目指す「双循環戦略」を採択するとともに、金融仲介機能の改善のため、直接金融の比率拡大を進める方針を示していることが特徴である。
2. 直接金融の比率拡大に向け、中国証券監督管理委員会の易会満主席は、計画の2020年10月の建議（提案）段階で、①株式発行登録制度の全面的実行、②証券取引所の各ボードのあり方の見直しと多様な資本市場の構築、③開示制度や上場廃止制度の整備、④債券市場の取引プラットフォーム改革、⑤プライベートエクイティファンドの発展、⑥外資も含めた長期資本の市場参入促進、を進めるとしている。
3. 計画策定の背景にある中国の直接金融の実態を資金循環表（フロー、2019年）から見ると、企業の資金調達のうち借入は7割を超え、家計の資金運用では現預金が6割を超えている。計画には、家計の資産運用に適した金融商品をより多く開発し、企業年金・個人年金の市場育成を進めていく方針も盛り込まれている。
4. また、国際分散投資面では、段階的ではあるが、QDII（適格国内機関投資家）の運用枠拡大、債券通（ボンドコネクト）のサウスバウンドや年間5万ドルを上限とした個人の対外証券投資制度の創設も進められようとしている。
5. 計画期間中、金融仲介機能改善が進めば、過去の過剰債務問題の解決の道筋が見えてくるとともに、中国経済のイノベーションがさらに進むことが期待されよう。また、直接金融の比率拡大のためには、「開放を以って改革を促す」政策をベースに、外資系金融機関のグローバルな経験やノウハウがさらに国内市場に導入されることも重要であろう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 関根栄一「上海での新興市場（科创板）の創設と今後の展望—イノベーション型企業の資金調達を支援—」『野村資本市場クォーターリー』2019年秋号。
- ・ 関根栄一「中国の第13次5ヵ年計画要綱から見る金融改革の展望」『野村資本市場クォーターリー』2016年春号（ウェブサイト版）。

I 第14次5カ年計画の公表

1. 習近平指導部による2021年以降の中長期的経済運営方針

第13期全国人民代表大会（全人代）第4回会議最終日の2021年3月11日、「中華人民共和国国民経済・社会発展第14次5カ年計画と2035年までの長期目標要綱」（以下、第14次5カ年計画）が承認され、同年3月13日には新華社経由で全文が公表された¹。

今回の第14次5カ年計画は習近平指導部として2回目の5カ年計画であるが、同計画によって、2021年から2025年までの中期的経済運営方針と、2035年までの長期的経済運営方針が示されたこととなる。また、今回の計画では、金融・資本市場において、株式発行登録制度の全面的な実行を中心に「直接金融の比率拡大」に向けた取り組みが強化されていることが特徴である。

2. 第14次5カ年計画の概要

1) 計画の構成

第14次5カ年計画は、合計19編と65章から構成される。

各編の構成は、第1編社会主義現代化建設、第2編イノベーション駆動型発展、第3編現代的産業体系の構築、第4編国内市場の整備、第5編デジタル化の加速、第6編高水準の社会主義市場経済の構築、第7編農業・農村政策、第8編新型都市化戦略、第9編地方経済の発展政策、第10編文化・ソフトパワー政策、第11編グリーン政策、第12編高水準の対外開放の推進、第13編教育・衛生・人口政策、第14編民生・福祉政策、第15編安全保障政策、第16編国防政策、第17編法治・ガバナンス政策、第18編香港・マカオ・台湾政策、第19編計画の実施体制、となっている。

2) 計画の基本的考え方

(1) 成長率目標

2021年から2035年までの5カ年計画期間中の平均GDP成長率の目標は明示されなかった一方、2035年までの長期目標として、1人当たりGDPを中等先進国の水準にするとした。また、同年までに、中国経済がコア技術で重大なブレークスルーを実現すると明記した。

(2) 向こう5年間の目標

第14次5カ年計画は、①中国共産党の全面指導を堅持する、②人民中心を堅持する、③新発展理念を堅持する、④改革開放の深化を堅持する、⑤システム（系統）的取り組みを堅持する、という五つの原則に従い、向こう5年間の目標を、①経済発展

¹ http://www.xinhuanet.com/2021-03/13/c_1127205564.htm

で新たな成果を得る、②改革開放の新たな歩みに向けて踏み出す、③社会文明水準を新たな高みに引き上げる、④生態文明建設の進歩を新たに実現する、⑤民生福祉を新たな水準に引き上げる、⑥国家ガバナンス機能を新たな高みに引き上げる、と設定した。

また、計画では、国内市場と海外市場との関係において、内需拡大を「国内の大循環を主体とする」と言い換え、国内と国際の2つの循環が相互に促進する新たな発展モデルの構築を目指す「双循環戦略」を採択している。その上で、金融・資本市場分野では、第6編において「高度な適応性、競争力、包摂性を備えた現代的な金融システムを整備し、金融が実体経済を有効に支える体制メカニズムを構築する」と明記し、金融仲介機能の改善に向けた措置を進めようとしている。

II 金融仲介機能の改善に向けた方針

1. 直接金融の比率拡大が課題

金融仲介機能の改善に向けては、習近平指導部の二期目が発足した2017年10月の中国共産党第19回全国代表大会（党大会）で採択された政治報告において、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、②そのために金融サービス業の対外開放を拡大する、という方針が盛り込まれていた。

前者については、2035年までに中国経済がコア技術で重大なブレイクスルーを実現するために、リスクマネーを市場に呼び込む上でも重要である。また、後者のうち、証券・資産運用業については、2018年に3年後の2021年に外資出資上限を撤廃するとしていた方針を公表し、かつ1年前倒しして、2020年4月に撤廃している。直接金融の比率拡大に関する制度改革については、第14次5ヵ年計画でも引き継がれる形となった。

2. 証券監督当局による背景解説

第14次5ヵ年計画は、2020年10月に開催された中国共産党第19期中央委員会第5回全体会議において、まずは建議（提案）の形で採択されている。建議の採択・公表後に出版された同計画の学習書籍では、各分野の行政部門等のトップが政策のバックグラウンドを解説している。そのうち、証券分野では、中国証券監督管理委員会（証監会）・易会満主席が、「直接金融の比率拡大」に向けた方向性を以下の通り解説している。

1) 直接金融の比率拡大の意義

易主席は、まず、直接金融の比率拡大の重要な意義を十分に認識すべきと説いている。

2020年9月末時点の直接金融の発行残高は79.8兆円で、社会融資規模²発行残高の29%を占めてはいるものの、直接金融のさらなる比率拡大を目指す。その背景として、①イノベーション駆動型発展戦略に貢献するための差し迫った要求であること、②資源配分の市場化の整備に向けた鍵となる措置であること、③金融分野の供給側構造的改革の深化に向けた意義があること、④高水準の開放型経済新体制に向けた重要なルートを構築すること、を指摘している。

2) 直接金融の比率拡大に向けて直面している機会と課題

次に、易主席は、第14次5ヵ年計画期間中、(前述の)「双循環戦略」においては、①実体経済の潜在性が巨大であること、②マクロ経済環境が総じて良好であること、③家計の資産運用のニーズが旺盛であること、④中国資本市場の国際的な吸引力が絶えず増加していることが、直接金融の比率向上に向けた貴重な戦略的機会を中国に提供していると説いている。

こうした機会の一方で、課題としては、①中国では長期にわたり間接金融が主要な地位を占めてきており、金融仲介機能における間接金融の慣性や粘着性も強いこと、②市場参加者から暗黙の保証への期待がまだ強いこと、③資本市場の新たな転換ルートは見えてきているが、発展は不十分で、制度のカバー範囲の強化が待たれること、④金融仲介機関の資本力が弱く、専門的なサービス能力が不足していること、⑤市場の信用メカニズムが不足しており、一部の分野で制約は今なお多く、分野を越えた制度の協調に向けた強化が必要であること、を指摘している。

3) 直接金融の比率拡大に向けた重点任務

このため、第14次5ヵ年計画期間中において、以下の制度改革を重点任務にする²と提案している。

第一に、株式市場では、これまでの証监会による発行審査・認可制度に代わり、上海証券取引所のテック企業向けの新興市場(科学技術創新板、略称は科創板)での実験を踏まえ、株式発行登録制度を全面的に実行し、直接金融の入口を拓げる。

第二に、証券取引所の各ボードのあり方を見直し、多様な資本市場システムを構築し、直接金融のカバー範囲を高める。

第三に、開示制度や上場廃止制度の整備等を進め、上場会社の「質」向上を推進し、直接金融の発展の礎を固める。

第四に、証券取引所と銀行間債券市場に分断されている取引プラットフォームの見直し等により、債券市場の革新的な発展を大きく推進し、直接金融のツールを増やしていく。

² 「社会融資規模」とは、中国人民銀行が公表している実体経済が金融システムから調達する資金総額に関する統計で、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等から構成されている。

第五に、プライベートエクイティファンドの発展を加速し、イノベーションに向けた資本の戦略的役割を十分に活かす。

第六に、外資の参入も含め、長期資金の市場参入を大きく推進し、直接金融の資金源を豊かにする。

以上の重点任務を進めるために、市場参加者、監督当局、マクロ管理当局、新聞メディア等の各方面が力を合わせて、①直接金融と間接金融の協調した発展の促進、②直接金融に関連する制度の更なる整備、③直接金融の比率拡大に有利となるような良好な市場エコシステムの構築を進めていく必要があると、易主席は訴えている。

Ⅲ 計画に盛り込まれた措置

1. 直接金融の比率拡大に向けた措置

直接金融の比率拡大に向けた措置について、計画では、第 20 章の現代的な財政・税制・金融制度の構築の中の第 3 節「金融供給側構造的改革の深化」の中で、以下の通り盛り込まれている。

第一に、資本市場の基礎制度を整備し、多様な資本市場体系を構築し、機関投資家を大いに発展させ、直接金融、特にエクイティファイナンスの比率を高める。

第二に、株式発行登録制度を全面的に実行し、常態化された上場廃止制度を整備し、上場会社の質を高める。

第三に、新三板（店頭市場）改革を進める。

第四に、市場化された債券発行メカニズムを整備し、債券市場の規模を段階的に拡大し、債券の種類を増やし、長期国債及びインフラ長期債券を発行する。

第五に、投資家保護制度を整備する。

2. 計画前後の動き

1) 株式発行登録制度改革

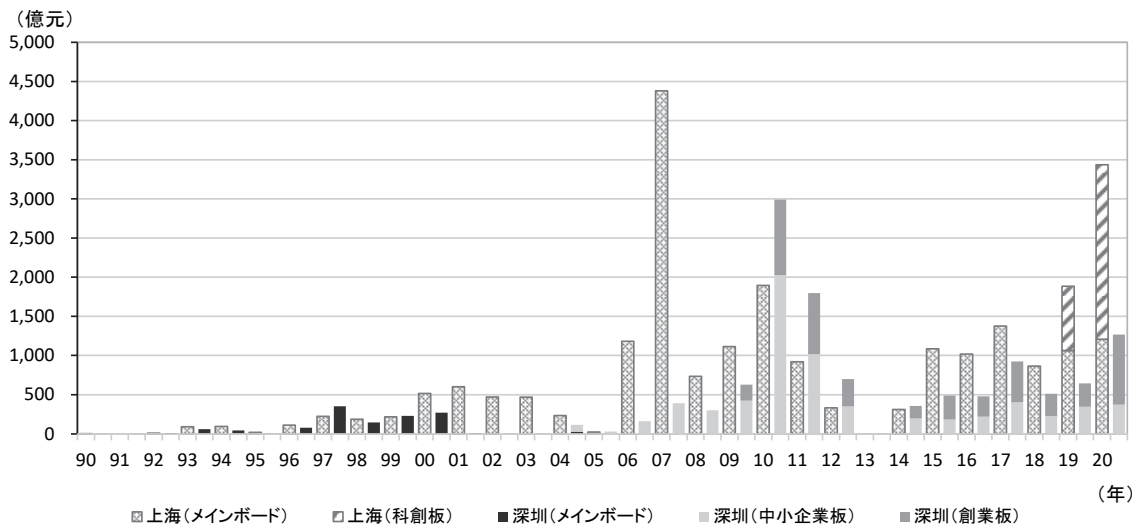
第 14 次 5 ヶ年計画の策定前後に、すでに表面化している動きをしてみる。まず、株式発行登録制度改革については、前述の通り（2019 年 7 月から始まった）上海証券取引所における科創板にて、先行して実験が行われている。科創板での IPO（新規株式公開）金額は、2019 年の 824 億元から 2020 年には 2,226 億元へと 2.7 倍に達し（図表 1）、2020 年の上海のメインボードの IPO 金額 1,208 億元の 1.8 倍にも達している。

また、科創板での実験と並行して、株式発行制度を規定する証券法の改正が進められ、2019 年 12 月 28 日、改正証券法が公布され、2020 年 3 月 1 日から施行された³。

証券法の直前の改正は 2014 年で、2019 年の改正前は、証券を公開発行するためには

³ http://www.moj.gov.cn/Department/content/2019-12/30/592_3238998.html

図表1 上海・深圳証券取引所のIPOの動向（金額）



(出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

国務院（内閣）証券監督管理機関または国務院が授権する部門による審査・認可が必要とされていたのに対し、改正証券法では、これを国務院証券監督管理機関または国務院が授権する部門への登録制に変更し、登録制の具体的範囲・実施手順は国務院が定めることされた⁴。

その後、改正証券法施行後の2020年6月12日、証監会より、深圳証券取引所の新興市場である創業板を対象に、株式発行登録制度を実験する規則が公布され、即日施行された⁵。同年8月24日には、第一陣として18社が上場した。創業板のIPO金額は、2019年の301億元から2020年には893億元と約3倍に増加した（前掲図表1）。

2) 多様な資本市場体系の構築

易主席は、前述の学習書籍の中で、多様な資本市場体系の構築について、メインボード・中小企業板改革と新三板改革について触れている。

そのうち、前者について、2021年4月6日、深圳証券取引所は、（一部に相当する）メインボードと（二部に相当する）中小企業板の統合を行っている。統合直前の4月2日時点でのメインボード上場会社は468社、時価総額は約13兆元、中小企業板は同じく1,004社、13.4兆元となっていた。統合後、発行・上場条件、投資家の条件、売買メカニズム、証券コード及び略称について変更はなく、業務規則及び管理監督モデルの運用が統一された。

後者の新三板については、2019年の新三板改革で従来の創新層、基礎層に加え、

⁴ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201912/t20191228_368688.html

⁵ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202006/t20200612_378199.html

新たに精選層（精選ボード）と呼ばれるボードが設立されている。また、2020年6月3日、新三板登録企業の証券取引所への上場（市場変更）に関する指針が証監会から公表され、その後、2021年2月25日には上海・深圳両証券取引所から新三板登録企業の科創板・創業板への上場に関する試行規則が公表されている。

3) 上場会社の質向上

上場会社の質向上に向けた取り組みとして、前述の改正証券法では、年度報告と半期報告は変わらないものの、報告内容については、国务院証券監督管理機関及び証券取引所が定める内容・書式に従うこととされた。その後、証監会は、2021年3月19日、「上場会社情報開示管理弁法」の改正版を公布し、同年5月1日から施行した⁶。改正版では、①簡潔明瞭、わかりやすさの原則を追加し、情報開示義務者の範囲を明確化し、②定期報告を中間・年度報告とし、報告内容に対する真実性等に取締役、監査役、高級管理職が異議を有する場合の意見表明制度を整備し、③臨時報告に関し、開示義務は取締役、監査役、高級管理職が重大事案の発生を知った時に生じることを明記したりしている。

また、2021年3月、上海証券取引所は、「上海証券取引所メインボード株式の上場及び上場廃止審査実施細則」の改正版を公布しており、制度整備が続けられている。

4) 機関投資家

機関投資家の資本市場への参入促進に向け、外資について、計画における第40章の「更なる高水準の開放型経済新体制の建設」で、基金管理会社（資産運用業）等の金融分野の開放を着実に推進する方針を盛り込んでいる。2020年4月1日に資産運用業への外資出資上限規制が撤廃された後、同年8月21日、証監会は、米ブラックロックが100%出資する基金管理会社の設立を認可し、公募基金の組成に関わるライセンスを取得している。また、現在、米系ではニューバーガーバーマン、フィデリティ、ヴァンエック、アライアンス・バーンスタイン、英系ではシュローダーがそれぞれ基金管理会社の新設に向けた申請を証監会に行っている。

また、計画における第5章の「企業の技術革新能力の向上」で、①テック企業の国内での上場・資金調達ルートを円滑化するため、（上海証券取引所の）科創板の「キー・アンド・コアテクノロジー」という特徴を強化する一方、（深圳証券取引所の）創業板の成長型創新スタートアップ企業に寄与するという機能を強化する、②エンジェル投資、ベンチャー投資の成長を奨励し、ベンチャー投資基金や私募エクイティ基金の役割をさらに発揮させる方針を盛り込んでいる。②については、外資の私募投資について、これまで適格海外有限責任組合（Qualified Foreign Limited Partner、略称 QFLP）と呼ばれるライセンス及び運用枠を地方政府に与える実験を行ってきている。計画前後の動きを見ると、海南省での自由貿易港区構想の下、2020年11月、

⁶ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202103/t20210319_394493.html

海南省は「QFLPによる国内エクイティ投資暫定弁法」を制定している⁷。続いて2021年5月、北京市も「QFLPの試行展開に関する暫定弁法」を制定している⁸。

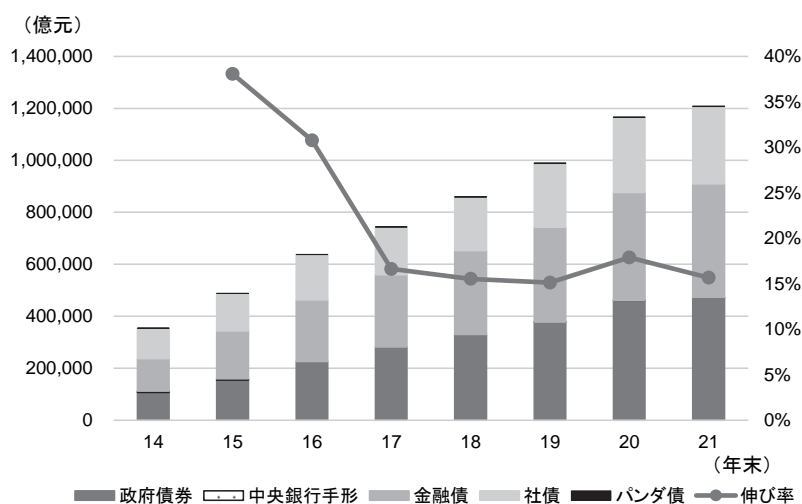
5) 債券市場

(1) 証券取引所と銀行間債券市場に分断された市場構造

2020年7月3日、中国人民銀行は、自行のSNSで、同年6月末時点の中国債券市場の発行残高が108兆元となり、世界第2位になったと発表した。その後の同行の統計発表によると、2021年4月末時点の中国債券市場の発行残高は120兆8,693億元で、前年同月比15.7%増となっている。また、発行残高のうち、事業会社が発行する社債は29兆8,054億元と全体の24.7%、非居住者が発行するパンダ債は1,537億元と同じく0.1%、となっている(図表2)。一方、中国の債券市場は、歴史的経緯により、発行市場・流通市場ともに、証券取引所と銀行間債券市場(China Interbank Bond Markets、略称CIBM)に分かれてきた。特に、事業会社が資金調達する社債市場には、歴史的な経緯により、銘柄毎、かつ種類毎に複数の官庁によって管理されてきた中国固有の制度体系がある。

①企業債及び公司債：中国では国家的プロジェクトの資金調達を念頭に、国家計画委員会(当時、現在の国家発展改革委員会)による発行審査・認可制度の下、1987年から企業債(Enterprise Bond)が導入されている。続いて、2007年からは上場会社が発行する公司債(Corporate Bond)が新たに導入されている。

図表2 中国債券市場の発行残高推移



(注) 2021年は4月末時点の数値。

(出所) 中国人民銀行、CEICより野村資本市場研究所作成

⁷ https://www.ndrc.gov.cn/xwdt/ztzl/hnqmsghgkf/gzdt/202011/t20201126_1251409.html

⁸ http://jrj.beijing.gov.cn/jrgzdt/202105/t20210511_2386141.html

企業債・公司債とも、公募債で、原則、証監会が管理する証券取引所で流通・売買される。また、企業債・公司債ともに、前述の改正証券法の施行に合わせて、2020年3月より発行審査・認可制度から、発行登録制度に移行し、発行規制緩和が行われている。

②銀行間債券市場で発行される社債：中国には、中国人民銀行が管理する1997年に創設された銀行間債券市場があり、金融機関が発行する金融債のほか、企業が発行する社債（「非金融企業債務融資工具」と命名）もある。後者のうち、コマーシャルペーパー（CP、発行期間1年以内）に相当するのが2005年に導入された「短期融資債券」であり、ミディアムタームノート（MTN、発行期間3～5年）に相当するのが2008年に導入された「中期手形」である。

また、2008年のMTNの導入を機に、銀行間債券市場での社債発行は、中国人民銀行による審査・認可制度から、自主規制機関である中国銀行間市場取引者協会（NAFMII）が発行登録を行う仕組みに規制緩和が行われている。

③非居住者が発行するパンダ債：パンダ債とは、非居住者が発行する人民元建て債券で、東京市場のサムライ債（非居住者が発行する円建て債券）に相当し、2020年は554億元が発行されている（前年比18.3%増）。パンダ債は、債券発行市場の対外開放の一環として、2005年10月に国際開発金融機関が初めて発行認可を受けている。その後、人民元国際化の進展等に応じて、発行体も、国際開発金融機関から、外国政府や、外国の事業会社・金融機関に拡大してきている。

（2）債券市場間コネクト構想

2019年末の債券発行残高99兆1,043億元のうち、銀行間債券市場発行残高は86兆4,460億元（残高全体の87.2%）、取引所債券市場発行残高は12兆6,583億元（同102.8%）となっており、各流通市場においても、市場に参加できる投資家の属性によって区分が設けられてきたことで、計画でいう「市場化された」債券発行メカニズムの整備にとって障害となってきた。

このため、2020年7月19日、中国人民銀行と証監会は共同で公告を公表し、銀行間債券市場と証券取引所の相互接続に向けた債券市場間コネクトの仕組みを作る方針を明らかにした⁹。コネクトの下では、①両市場での債券の発行登録や取引、カスタディ、決済の相互接続を市場の仲介機関に認め、②適格投資家も両市場で取引される債券を売買できるようになる。また、外資系銀行を含め、これまで取引所債券市場に参加できなかった銀行も、コネクト通じて、または取引所債券市場に、直接、口座を開設することを通じて、取引に参加できるようにした。中国当局には、①債券市場間コネクトによって、金融政策の効果を債券市場全体に波及させ、マクロコントロール

⁹ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202007/t20200719_380295.html

有効に実施できる基盤を作る、②中国債券市場の基礎制度のサービス水準・効率を向上させ、顧客を中心に適度に市場間競争を促す、といった狙いがある¹⁰。

(3) 中国債券市場の対外開放に向けた国内市場間連携

続いて、2021年1月31日、中国共産党中央弁公庁及び国務院弁公庁は、共同で、「ハイレベル市場システムの構築に向けたアクションプラン」を公表している。同プランの中では、金融業の対外開放に関し、①銀行間債券市場と取引所債券市場の対外開放を統括的に計画し、参入基準、発行管理を最適化し、中国債券市場の対外開放にかかる全体的な制度枠組みを明確に示すこと、②「取引所債券市場における海外機関の債券発行管理暫行弁法」の制定について検討していくこと、が提起されている¹¹。

発行市場のうち、取引所債券市場でもパンダ債の発行に向けた細則制定は、証監会によって2019年6月にすでに課題として設定されている。第14次5ヵ年計画の下で、どのように国内の債券市場間連携が進んでいくかが注目される。

6) 投資家保護

(1) 証券法改正（株式市場関連）

前述の改正証券法では、投資家保護の観点から、以下の規定が盛り込まれている。

①委任状勧誘：1%以上の議決権株式を有する株主等は、勧誘者として、自ら、または証券会社等に委託して、上場会社の株主に対し、株主総会への代理出席ならびに提案権及び議決権等の株主の権利の代理行使を自らに委任するよう公に請求することができるとしている。

②代表訴訟制度、集団訴訟制度の整備：投資家の利益に損害を与える行為について、（新設を予定している）投資家保護機関が投資家を支援して、人民法院（裁判所）に訴訟を提起できる代表訴訟制度が創設された。また、投資家が、虚偽の陳述等、証券に関する民事賠償請求訴訟を提起する場合、訴訟の目的物が同一であり、かつ当事者の一方の人数が多い時は、代表者を選任して訴訟を行うことができる集団訴訟制度が創設された。前述の投資家保護機関は、50人以上の投資家の委託を受けて、代表者として訴訟に参加することができる。

証監会・閻慶民副主席は、2021年5月15日の会議の席上、「投資家利益保護条例」の新規立法と「投資家保護専門賠償基金」の創設に言及しており¹²、今後の検討動向が注目される。

¹⁰ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202007/t20200719_380296.html

¹¹ http://www.gov.cn/zhengce/2021-01/31/content_5583936.htm

¹² http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202105/t20210515_397820.html

(2) 証券法改正（社債市場関連）

改正証券法のうち、社債市場では、社債を公募発行する場合、社債権者集会を設置し、社債受託管理人との間で社債受託管理契約を締結しなければならないとした。

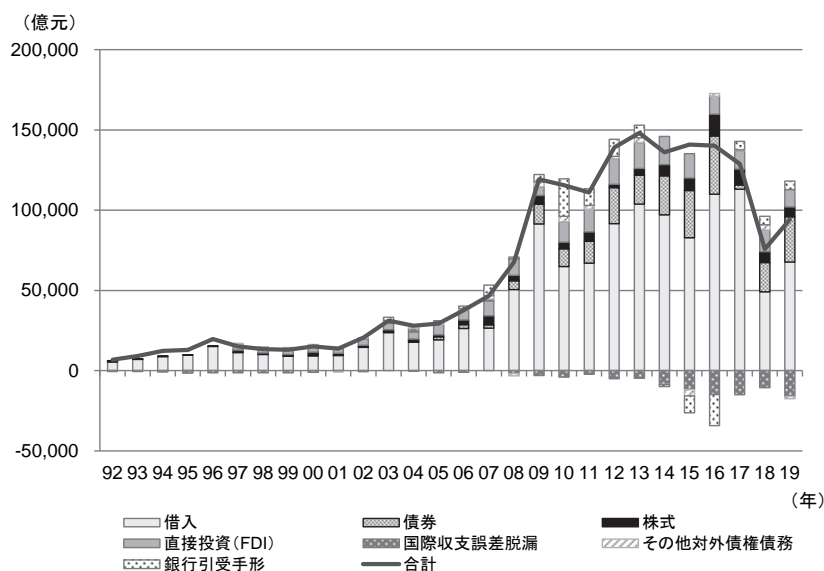
改正証券法の施行後の2020年7月1日、中国人民銀行、国家発展改革委員会、証監会は共同で、「社債デフォルト時の処理に関する通知」を公布し（同年8月1日施行）¹³、銀行間債券市場と取引所債券市場共通の処理指針を策定している。同指針では、①社債デフォルト時に、社債受託管理人と社債権者集会に中核的な役割を担わせること、②引受主幹事と社債受託管理人による発行体の経営状況・財務状況に対するモニタリング及び分析を強化すること、③重大訴訟、重大資産リストラ、資産売却、株主変更等、発行体の償還能力に影響のある点をフォローし、デフォルトに関する早期発見・早期識別・早期処理を行うこと、を規定している。

3. 計画策定の背景にある中国の直接金融の実態

1) 企業の資金調達

前述の計画の建議段階での学習書籍で、易主席は社会融資規模残高から直接金融の比率に言及しているが、これを中国人民銀行の資金循環表（フロー）から見ると、企業の資金調達においては、間接金融が中心の実態が続いていることが分かる。直近統計の2019年の非金融法人の資金調達は9兆4,134億元で、その主な内訳は、借入が6兆7,631億元（全体の71.8%）、債券が2兆8,384億元（同30.2%）、株式が6,046億元（同6.4%）、直接投資（FDI）が1兆749億元（同11.4%）となっている（図表3）。

図表3 非金融法人の資金調達（フロー）の推移



(注) 合計が内訳と合わないのは国際収支上の誤差脱漏による。

(出所) CEIC より野村資本市場研究所作成

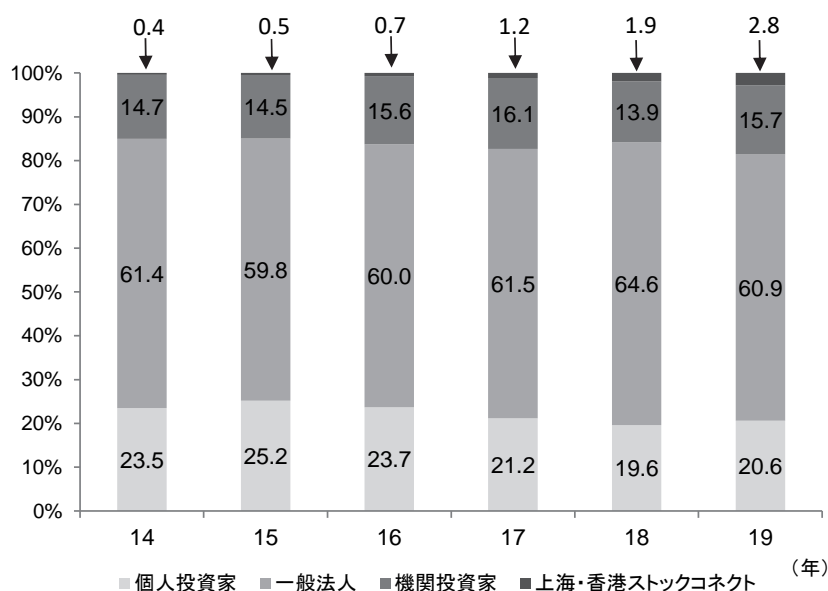
¹³ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4048483/index.html>

2) 機関投資家の動向

機関投資家のうち、中国の（クローズド・エンド型を含む）公募基金純資産は、2018年12月末時点の13兆347億元から、2019年12月末時点では14兆7,673億元へと1兆7,326億元増加した。その後、新型コロナ禍の下でも2020年12月末時点では19兆8,915元と、前年末より5兆1,242億元増加した。また、投資信託市場規模の世界ランキングを見ても、2020年末時点で第5位（世界全体の投資信託残高63兆590億ドルのうち中国は2兆6,550億ドル）と、2019年末時点の第8位（中国の投資信託残高は1兆8,890億ドル）から3ランク上昇している¹⁴。

一方、上海証券取引所の公表している投資家構成（株式保有比率）を見ると、2019年末時点では、個人投資家が20.6%、一般法人（事業法人）が60.9%、機関投資家（公募ファンド等）が15.7%、上海・香港ストックコネクト（ノースバウンド、外国人投資家に相当）が2.8%となっている（図表4）。一般法人の比率が高いのは、中国では、国有企業（非上場）の場合、上場のための子会社の株式を親会社や関連会社が保有する部分上場のためと考えられるため、第14次5ヵ年計画においても、第19章の「様々な市場主体の活性化」において、国有企業の混合所有制改革を更に進める方針が盛り込まれている。引き続き、株式型報酬制度や従業員持株会によって、個人による上場株式を保有する仕組みが促進されていくこととなる。

図表4 上海証券取引所の投資家構成（株式保有比率）



(注) 「一般法人」は、①銀行、証券、ファンド、保険等の金融機関、及び②外国法人のような特殊法人、を除く法人。

(出所) CEICより野村資本市場研究所作成

¹⁴ なお、日本は、2019年末時点の2兆640億ドル（世界第7位）から、2020年末時点では2兆3,920億ドル（世界第8位）に増加したものの、1ランク低下している。

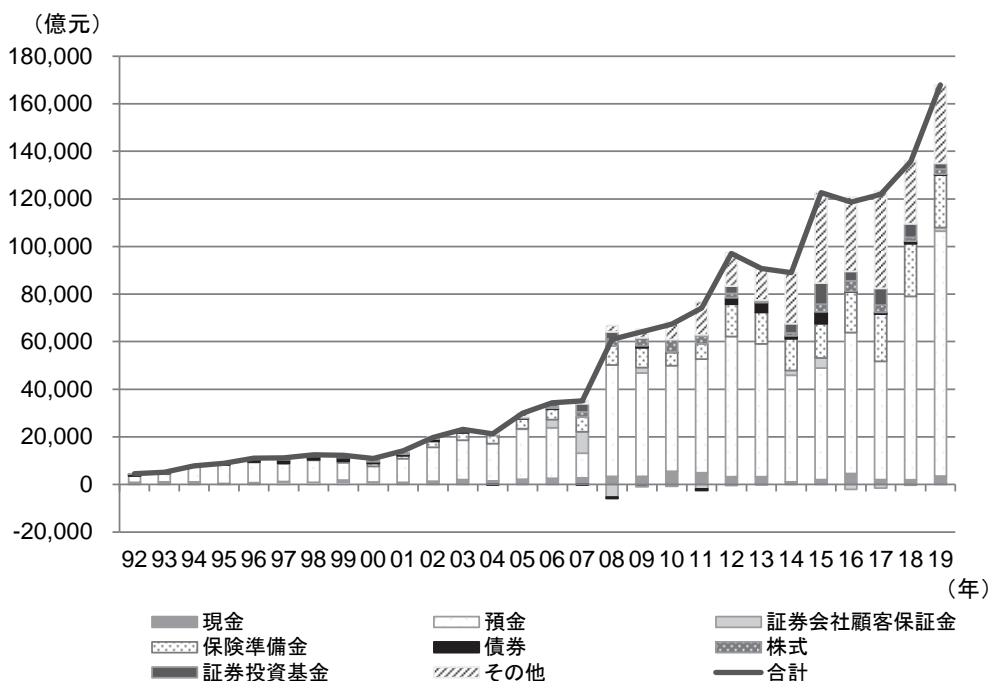
3) 個人金融資産の動向

中国人民銀行は、資金循環表をフローで発表しているが、近年、ストックでは公表していないため、個人金融資産の残高・内訳を外部から把握できない。このため、参考までに、フローで見ると、2019年の家計部門の資金運用は16兆7,908億元となっており、その内訳は、現預金が10兆6,453億元（全体の63.4%）、証券会社顧客保証金が1,550億元（同0.9%）、保険準備金（社会保険及び商業保険基金の純資産等）が2兆2,095億元（同13.2%）、債券が293億元（同0.2%）、株式が2,113億元（同1.3%）、証券投資基金が2,380億元（同1.4%）、その他が3兆3,023億元（同19.7%）となっている（図表5）。

また、ストックについて、中国証券投資基金業協会（日本の投信協会に相当）が過去に取った統計によると、中国の家計金融資産は、2014年末の76.7兆元から、2016年末には92.2兆元に増加しており、2016年末時点の内訳は、銀行預金が60.7兆元（全体の65.8%）、株式が14.6兆元（同15.9%）、公募基金が3.5兆元（同3.8%）、銀行理財商品が13.5兆元（同14.6%）となっている。

第14次5ヵ年計画では、第48章の「収入分配構造の最適化」において、多様な手段を講じて個人の資産所得を増やし、上場会社の配当制度を充実させ、家計の資産運用に適した金融商品をより多く開発する方針が盛り込まれている。また、第49章の「多様な社会保障システムの構築」においては、高齢化の進展を念頭に、年金保険シ

図表5 家計部門の資金運用（フロー）の推移



(出所) CEIC より野村資本市場研究所作成

システムの階層や支柱を増やし、企業年金のカバー率を高め¹⁵、第三の柱となる年金保険¹⁶の規範的な発展をはかる方針を盛り込んでいる。

中国では、2004年に確定拠出型の企業年金制度を導入済であるが、個人口座では加入者自らに投資選択権がなく（運営管理業者による一括運用）、国際分散投資も想定されていない。また、米国の個人退職勘定（Individual Retirement Account、略称IRA）をモデルにしたと思われる個人所得税課税繰延型商業養老保険が上海等のテスト地域で始動しているが、同保険に開設する個人口座の投資対象は、当初は年金保険のみとなっている。他に、公募基金としての年金ターゲットファンドの商品組成・販売も始動しているが、特段、税制上の優遇措置が付与されているわけではない。個人の預貯金を市場運用を通じて資産形成に繋げていくサービス・商品の開発や、そのために必要となる立法措置・規制緩和・税制上の手当等は、第14次5ヵ年計画期間中も引き続き中国当局や金融仲介機関に求められていくこととなる。

IV クロスボーダー取引とリスク管理措置

1. 対内・対外直接投資

1) 対内直接投資（FDI）

(1) 外資企業による資本市場の活用可能性

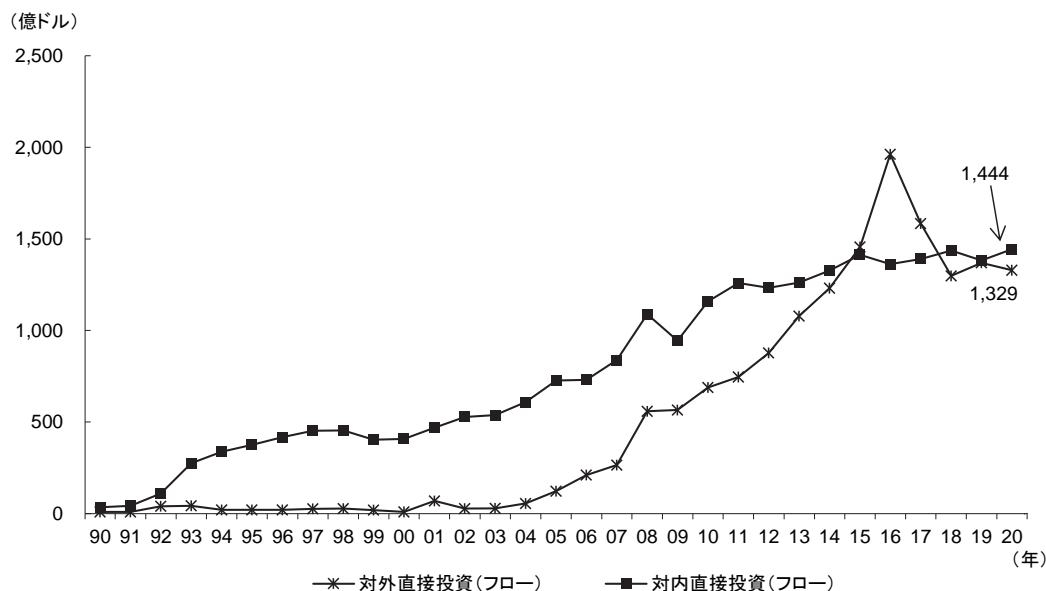
第14次5ヵ年計画の第9章「戦略的新興産業の発展と成長」では、技術革新と企業の合併・再編を奨励し、低水準での重複建設を防止する方針を盛り込んでいる。

企業の合併・再編では、外資がグリーンフィールド投資やM&Aで果たす役割もあり、同計画の第13章「国内・国際双循環の促進」の第2節「国際的な双方向の投資水準の向上」では、外資誘致と海外進出双方への重視を堅持し、グローバルな資源要素と市場空間をハイレベルの双方向投資で高効率に利用し、産業チェーン・サプライチェーンの保障の仕組みを整え、産業の競争力向上を推し進めるとした。その上で、対内直接投資（FDI）では、①外資の誘致と利用にさらに力を入れ、電気通信、インターネット、教育、文化、医療などの分野にかかわる業務の開放を秩序立てて推進する、②外商投資サービスを全面的に改善し、外商投資の促進と保護を強化し、重要外資プロジェクトのモデル効果を発揮させ、外資によるミドル・ハイエンド製造、ハイテク製造、伝統的製造業の業態転換・高度化、現代サービスなどの分野と中西部地区の投資の拡大を支援し、外資企業による研究開発センターの設立と国家科学技術計画プロジェクトへの参加を支援する、③外資企業の利益再投資を奨励する、といった方針を明記している。統計の制約上、非金融部門が対象となるが、2019年のFDI実行

¹⁵ 関根栄一、杜進（翻訳協力）「課税繰延措置を導入した中国の確定拠出型企業年金の展望」『野村資本市場クォーターリー』2014年春号。

¹⁶ 宋良也「中国年金制度における第三の柱の重要性と公募ファンドへの注目」『野村資本市場クォーターリー』2018年秋号。

図表6 中国の対内直接投資と対外直接投資（いずれもフロー）



(注) 1.金融部門は、対内直接投資には2000年から、対外直接投資には2006年からそれぞれ含まれる。
 2.2019年及び2020年の対内直接投資は非金融部門のみが集計の対象。
 (出所) 商務部より野村資本市場研究所作成

金額は1,381億ドルで、伸び率は前年比2.35%増、新型コロナ禍の2020年は1,444億ドルで、伸び率は4.51%増となっている(図表6)。

前述の「外商投資の促進と保護」に関しては、中国では、2019年3月15日、全人代において、「外商投資法」が可決され成立している(2020年1月1日施行)。同法は、総則、投資の促進、投資の保護、投資の管理、法律責任及び附則の6章、計42条で構成されている。同法では、外国投資者による中国への投資を促進するために、①外商投資政策の透明性の引き上げ、②平等な市場競争参加の保障、③外商投資の奨励及び誘致、を規定している。特に②においては、外資による株券、社債の公開発行等の方式による融資(17条)の支援が盛り込まれており、今後の細則制定と実務の動向が注目される。

(2) ネガティブリスト管理方式の継続

第14次5ヵ年計画の第40章の「更なる高水準の開放型経済新体制の建設」では、第13次5ヵ年計画期間に実現した外資参入前の内国民待遇とネガティブリスト(制限・禁止項目)方式を前提に、ネガティブリストの項目をさらに減少させ、参入後国民待遇を徹底し、内資企業・外資企業の公平な競争を促進する方針を盛り込んでいる。また、銀行、証券会社、保険会社、基金管理会社、先物会社などの金融分野の開放を着実に推進する方針も盛り込んでいる。

2) 対外直接投資 (ODI)

(1) 国際的に双方向で投資水準の向上を実現

前述の第 13 章・第 2 節の「国際的な双方向の投資水準の向上」で触れた通り、計画は、中国企業の海外進出を支援する姿勢も示している。

内容としては、①企業を主体とし、海外投資方法を刷新し、海外投資の構造・配置を改善し、リスク予防能力・収益レベルを高める、②海外における生産サービス網と流通システムを整え、金融・コンサルティング・会計・法律などのサービス業の国際化発展を加速させ、中国製品・サービス・技術・ブランド・基準の海外進出を推進する、③企業のグローバル産業チェーン・サプライチェーンへの参入を支援し、国を跨った経営能力・水準を向上させる、④企業のコンプライアンス遵守マネジメントを強化し、中国本土外の政治、経済、安全などさまざまなリスクを防止・解消するよう導く、⑤多国間・二国間投資協力メカニズムの整備を推し進め、海外投資促進・保障の政策・サービス体系を整備し、海外投資に向けた立法を推進する、となっている。

(2) 対外直接投資の「質」を重視へ

また、「一帯一路」に関する政策では、第 41 章の「「一帯一路」共同建設の質の高い発展の推進」の第 3 節「経済・貿易・投資の実務協力の深化」の中で、①国際生産能力協力を深化させ、第三国市場協力を展開し、互惠・ウィンウィンの産業チェーン・サプライチェーン協力システムを構築し、双方向の貿易・投資を拡大する、②企業を主体とし、市場主導で、国際慣例と債務の持続可能性の原則に従い、多元的な投融资体系を構築することを堅持する、と明記している。

中国経済を取り巻く外部環境は、この数年の貿易摩擦等によって大きく変化している。中国企業の対外直接投資 (ODI) も、貿易摩擦が激化する前から、中国当局による非中核業務での海外投資規制や資本流出規制により、2016 年の 1,962 億ドルをピークに減少し始めている (前掲図表 6)。2020 年の対外直接投資は 1,329 億ドルで、そのうち金融部門向けが 228 億ドルとなっている。第 14 次 5 ヵ年計画期間中、企業を主体とし、市場主導によって進める対外直接投資の「質」が問われていくこととなろう。

2. 対内・対外証券投資

1) クロスボーダー証券投資制度改革を継続

クロスボーダー証券投資に関し、第 14 次 5 ヵ年計画の第 40 章では、中国本土内・本土外の資本市場の相互接続を深化させ、適格海外投資家制度を整備する方針を盛り込んでいる。クロスボーダー証券投資のうち、株式や債券に対する対内証券投資制度は、これまで段階的に規制が緩和されてきている。第 14 次 5 ヵ年計画期間中は、複数ある対内証券投資制度の利便性の向上に加え、各制度の統一化・簡素化も重要になってこよう。

(1) QFII 及び RQFII

中国金融当局は、2001年の中国のWTO加盟後、2002年11月、外国人投資家による中国証券市場への投資を認めるQFII（適格外国機関投資家、Qualified Foreign Institutional Investorsの略称）制度を創設した。QFII制度の下では、証監会から認可を受けた海外の運用会社、保険会社、証券会社、商業銀行、年金基金などの機関投資家が、国家外為管理局から認められた投資額の範囲内において、外貨を中国国内で人民元と交換し、中国国内の証券（上場株式、上場債券、投資信託など）に投資をすることが可能とされた。続いて、2009年7月から中国本土で始まった人民元建て貿易決済により、香港等に蓄積している人民元を、中国国内に還流し、そのまま投資できるルートとして（当初は債券市場が対象）、2011年12月、RQFII（人民元建て適格外国機関投資家、RMB Qualified Foreign Institutional Investorsの略称）制度が導入された。

その後、2013年3月には、QFIIによる銀行間債券市場への投資が解禁された。また、従来、QFII・RQFIIともに、個別機関投資家の運用枠の上限が設けられていたが、2020年5月7日、中国人民銀行および国家外為管理局は、QFII・RQFIIの投資上限制度を撤廃するとともに（「適格投資家」に統一）、外貨・人民元の管理を一本化し、入出金・為替交換の登録制に移行することなどを公表した。続いて、2020年9月25日、中国人民銀行および国家外為管理局は、従来、参入条件・投資対象等を別々に規定してきたQFII・RQFIIの規則を統合した「QFIIおよびRQFIIの国内証券・先物投資管理弁法」を公布した（同年11月1日施行）。

(2) ストックコネクト

2014年11月17日、「上海・香港相互株式投資制度」（上海・香港ストックコネクト）が始動した。ストックコネクトの下では、上海証券取引所が中国本土サイドの投資家による香港株の売買を、香港聯合取引所がグローバルを含む香港サイドの投資家による上海株の売買を、双方の決済会社を使って仲介する仕組みが導入されている。このため、運用枠制度を撤廃する前のQFII制度とは異なり、①上海・香港の両サイドから投資家が双方向で、かつ②人民元建てで投資を行い、③個人投資家も現物株を直接購入できることが、ストックコネクトの最大の特徴である。2016年12月5日には、「深圳・香港株式市場取引相互接続制度」（深圳・香港ストックコネクト）も始動している。

その後、2018年4月10日のボアオ・アジアフォーラムでの習近平国家主席の対外開放に関するスピーチを受け、11日、中国人民銀行・易総裁は、同年6月末を期限とする6項目、同じく年内を期限とする6項目、計12項目の金融分野の外資参入規制の緩和方針を打ち出した。計12項目のうち、中国本土（上海・深圳）－香港間のストックコネクトについては、2018年5月1日より一日当たりの投資枠を4倍に拡大することとなった。この結果、上海・深圳への各投資枠（ノースバウンド）を130億元

から 520 億元に、香港株への各投資枠（サウスバウンド）を 105 億元から 420 億元へ拡大することとなった¹⁷。

（3）海外政府系機関投資家向け投資制度

2010年8月、（人民元を外貨準備として運用できることを念頭に）海外の中央銀行と通貨当局に対し、中国人民銀行は銀行間債券市場での投資制度を創設した。

その後、2015年7月には、（人民元の国際通貨基金（IMF）・特別引出権（SDR）への採用を念頭に）対象投資家に国際開発金融機関と政府系ファンドを加えた。また、運用枠上限を撤廃し、同時に市場参入に当たっての審査・認可制を登録制に転換している。

（4）海外機関投資家向け投資制度（CIBM Direct）

2016年2月、中国人民銀行は、海外の商業銀行、保険会社、証券会社、基金管理会社（運用会社）等を対象に、運用枠に特段制限を設けず、銀行間債券市場で、直接、投資できる制度を創設している。この投資制度は、同市場の略称を使って CIBM Direct と呼ばれている。

（5）債券通（ボンドコネクト）

2017年7月には、（前述の（1）、（3）及び（4）のように）銀行間債券市場に参加して口座を開設することを容認されている海外の機関投資家を対象に、香港経由、中国本土の銀行間債券市場で売買を行う新たな制度として債券通（ボンドコネクト）が始まった（ノースバウンド）。ボンドコネクトの下では、QFII 等の既存の制度とは異なり、投資家は、中国本土ではなく香港の決済機関（CMU）に債券口座を開設し、英文表示の海外電子取引プラットフォームを通じて、中国本土のマーケットメーカーと直接売買が行えることが特徴である。当初、QFII 等に課せられていたような運用枠の上限もない。

ボンドコネクトの下でのノースバウンドの債券売買に際し、海外の機関投資家は、事前に中国人民銀行に投資家登録を行う。CMU は、中国本土の決済機関に債券口座を開設し、自社の名義で、海外の機関投資家のために債券を保有する。債券売買に伴う通貨は、海外の機関投資家が保有する人民元でも、外貨を購入して人民元転しても可能である。2021年には、中国本土から香港債券市場向けに投資を行うサウスバウンドの制度創設も検討されている。

¹⁷ 2020年6月1日、香港株式市場のハンセンテクノロジー株指数に連動するETFが初めて上海証券取引所で上場しており、中国本土投資家の香港テック企業向けの新たな投資手段・商品としても注目される。

2) 対外証券投資運用枠の拡大は引き続き段階的に推進

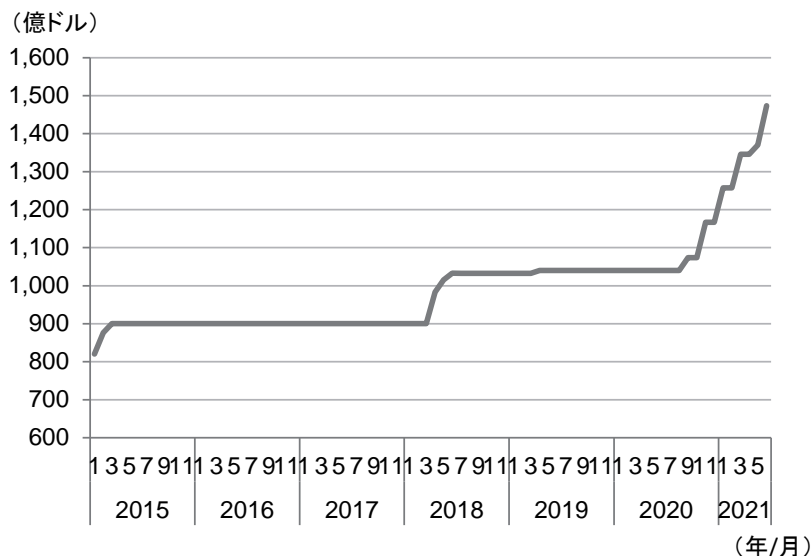
(1) QDII の動向

中国国内の金融機関による対外証券投資として、2006年4月、QDII（適格国内機関投資家、Qualified Domestic Institutional Investors の略称、キューディーと呼ばれる）制度が導入されている。QDII は、先ず各金融機関の監督当局よりライセンスを取得し、次に国家外為管理局より運用枠を取得し、その枠の範囲内で対外証券投資を行うものである。

QDII の運用枠は、人民元の為替相場の安定（資本流出規制）や、国際収支の動向によって、認可スピードが国家外為管理局によりコントロールされている（図表7）。例えば、2015年3月末の899.93億ドルから、2015年8月の人民元為替改革と相場下落、2016年の中国企業の対外直接投資規制を経て、2018年3月末に至るまで新規・増枠ともに認可されていなかった時期がある。その後、2018年4月末時点では983.33億ドルと83.4億ドル増加（うち同年4月の新規認可は22.5億ドル）し、3年ぶりに増加に転じた。また、2018年7月末以降、運用枠の認可が再度停止された時期がある。

2020年に入ってから、9月23日時点で33.6億ドルが認可され1,073.43億ドルに、同年11月8日時点で50.6億ドルが認可され1,124.03億ドルに、同年11月30日時点で42.96億ドルが認可され1,166.99億ドルとなった。2021年以降も運用枠の認可が続き、1月13日時点で90.2億ドルが認可され1,257.19億ドルに、同年3月31日時点で88.5億ドルが認可され1,345.69億ドルに、同年5月31日時点で24.5億ドルが認可され1,370.19億ドルになった。その後、（直前に発生していた人民元高対策の一環として）2021年年6月2日時点で103億ドルが認可され1,473.19億ドルに増加した。第

図表7 QDII（適格国内機関投資家）運用枠の推移



(注) 2021年6月2日までの数値。

(出所) CEIC、国家外為管理局より野村資本市場研究所作成

14次5ヵ年計画期間中も、機関投資家が、国際分散投資を安定的に予見可能性を持って行えるよう、継続的なQDII運用枠の認可が期待される。

(2) 新たな対外証券投資制度の構想

第14次5ヵ年計画期間中は、機関投資家を対象としたQDII以外に、個人投資家を対象にした新たな対外証券投資制度の検討も進められている。

第一が、「越境理財コネク」(Cross-border Wealth Management Connect Pilot Scheme)である¹⁸。2020年6月29日、中国人民銀行、香港金融管理局、マカオ金融管理局は、共同で広東省・香港・マカオのビッグベイエリアにおける「越境理財コネク」業務テストの実施に関する共同公告を公表している。同コネクの下では、①ビッグベイエリアの中国本土居住者が香港・マカオの銀行で投資口座を開設し、香港・マカオ地区の銀行が販売する適格投資商品を購入すること(サウスバウンド)と、②香港・マカオの居住者がビッグベイエリアの中国本土銀行で投資口座を開設し、中国本土銀行が販売する適格理財商品を購入すること(ノースバウンド)が可能となる。2021年も同コネクの実現に向けた細則の制定が進められている。

第二が、個人投資家による対外証券投資制度の新設である。2021年2月19日、国家外為管理局・資本項目管理司・葉海生司長は、雑誌『中国外為』の中で、年間5万ドルを上限とした個人投資家による対外証券・保険等投資制度を検討していることを明らかにした¹⁹。他に、海外上場企業の株式型報酬制度に個人が参加する場合の年間の為替購入額の制限を撤廃する方針も明らかにしている。

第三が、海南自由貿易港区における越境証券投資の試行である。第14次5ヵ年計画の第40章の第2節「対外開放プラットフォームの機能向上」は、海南自由貿易港区構想について触れており、同構想の中で、越境証券投融資改革の試行とデータ越境送信安全管理の試行を展開するとしている。2021年4月9日、中国人民銀行・国家外為管理局等は共同で海南省の改革深化を金融面で支援するための措置を公表している²⁰。措置の内容として、①前述のQFLPに関しては、残高管理方式を用い、自由な入出金を容認し、外国為替登録手続きを簡素化すること、②海外の私募ファンドに投資する適格国内有限責任組合(Qualified Foreign Limited Partner、略称QDLP)については、基本的な運用枠の割当の下、毎年、追加して割当を増加していくこと、を盛り込んでいる。

¹⁸ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4046650/index.html>

¹⁹ <http://finance.people.com.cn/n1/2021/0220/c1004-32032418.html>

²⁰ <https://www.safe.gov.cn/safe/2021/0409/18713.html>

3. 人民元国際化との関係

1) 市場主導で人民元国際化を推進

直接投資や証券投資のクロスボーダー取引の活性化とも関係があるのが、人民元国際化に向けた政策である。第14次5ヵ年計画の第40章では、着実に人民元国際化を進め、市場主導及び企業の自主的選択を堅持して、人民元の自由な利用を基盤とした新型の互いに有益なパートナーシップを構築する方針が盛り込まれている。

2) 金融分野も経済安全保障の対象に

一方、人民元国際化には、中国当局としては越境資本移動に伴う国内経済へのリスクの波及も防止する必要がある。第14次5ヵ年計画では、国家経済安全保障が一つの章（第53章）として設けられ、食糧、資源と並んで、金融も組み入れられた。この「金融安全保障戦略」の下では、「金融リスクの予防・事前警告・処理・問責制度体系を構築し、管理監督上の責任と管轄地域での責任を着実に果たし、違法・規則違反行為に対して一切容認せず、システミックリスクを発生させないというボトムラインを護る」という方針が明記されている。その上で、①国境を越えた資本移動管理スキームを整備し、管理監督面での協力を強化し、開放された条件下でのリスクの防止・コントロール及び対応能力を高める、②人民元のカロスボーダー決済システムの建設を強化し、金融業の情報化の核心技術の安全性・コントロール可能性を高め、金融の基盤インフラの安全を維持する、としている。

リスク管理に関し、2021年4月19日、証監会・方星海副主席は、ボアオ・アジアフォーラムの席上、A株の国際的インデックスへの組み入れ比率を高め、組み入れ範囲を拡大することを通じて、A株市場への外資の投資を促進する方針を示す一方、①ヘッジファンドをバックにした外国証券会社の自己投資を注視している、②ストックコネクトにおいては、規定上、もし資金の大規模な出入りによって市場が大幅に変動した場合には売買を停止することができる、③このため、証監会は海外機関投資家や海外の監督当局と意思疎通を図っており、開放の過程でも資本市場の安定を維持できると確信している、と述べている²¹。

V 結びにかえて

第14次5ヵ年計画では、他に、直接金融の比率向上と関りがあるものとして、金融イノベーションに関する政策も盛り込まれている。具体的には、①Fintechを段階的に発展させ、金融機関のデジタル化への転換を加速すること、②RegTechの応用及び金融イノベーションリスクへの評価を強化し、イノベーション商品への是正・一時停止メカニズムの構築を検討すること、③（中央銀行として）デジタル通貨の研究・開発を段階的に推進

²¹ <https://news.cnstock.com/news,yw-202104-4690067.htm>

する²²、④デジタル通貨等に関する国際的なルールやデジタル技術規格の策定に積極的に関与すること、が明記されており、デジタル人民元（e-CNY）の中国国内での実証実験の動向も含めて、第14次5ヵ年計画期間中の進展が見込まれよう。また、国際的にも関心が高い中国の2060年のカーボンニュートラルの目標達成に向けて、計画では、金融面で「グリーンファイナンス（緑色金融）を大きく発展させる」方針が盛り込まれている。

第14次5ヵ年計画は、金融・資本市場において、2017年10月の第19回党大会の政治報告に盛り込まれた「直接金融の比率拡大」という方針を、さらに具体的な政策に落とし込んで行く方向性を示したものとして評価できる。今後、直接金融の比率拡大によって、金融仲介機能改善が進めば、過去（特に2008年のグローバル金融危機以降）の過剰債務問題の解決の道筋が見えてくるとともに、中国経済のイノベーションがさらに進むことが期待されよう。また、直接金融の比率拡大のためには、これまでの「開放を以って改革を促す」政策をベースに、外資系金融機関のグローバルな経験やノウハウがさらに国内市場に導入されることも重要であろう。全体の計画が公表された後、現在、各省庁がそれぞれの分野で計画を作っている過程にあるものと思われるが、金融・資本市場版の計画策定とその内容についても、今後、注視していく必要があるだろう。

²² 関根栄一「「デジタル人民元」の中国国内での初の市民参加型実験の概要－深圳市・蘇州市に加え、北京冬季五輪での実験も始動－」『野村資本市場クォーターリー』2021年冬号。