



## IV 海外だより

### 中国の証券市場について

日本生命北京事務所 桂田 考司

#### 1. はじめに

中国では1979年から開始された経済改革に伴い1981年に国庫券(国債の一種)の発行が22年ぶりに再開された。その後、有価証券の種類は国債(国庫券、国家重点建設債券、国家建設債券、財務債券、基本建設債券、保値公債、特種国債)、企業債券(地方企業債券、重点企業債券、企業短期債券、企業内部債券)、金融債券そして株式とその数を増し、1990年末までに発行された各種有価証券額は1,914.5億元(1元=約24円)に達し、1990年の国民収入との比較では13.3%を占めるに至っている。

また、1990年12月には新中国成立後初の証券取引所が上海に設立され、1991年7月には経済特別区深圳にも証券取引所が設立されるなど流通市場整備の実験も着実に進んでいる。さらに、1991年12月には外国人向け株式(B株)が上海で発行され、深圳でも同様の株式発行が計画されるなど証券市場の改革・開放はここ1、2年で一気に加速された観がある。

そこで、本レポートでは1981年の国債発行再開から現在に至るまでの中国の証券市場をまとめてみた。

#### 2. 中国の有価証券の種類

1981年の国庫券(国債の一種)の発行後、現

在までに大きく分けて国債、企業債、金融債、株式の4種類の有価証券が発行されている。

##### 1) 国債

中国の有価証券市場において、発行量・流通量ともに最大で、ごく一部を除き財政部(大蔵省に相当)が発行。

##### ①国庫券

国家が財政上の必要を満たすため、個人、企業、官公庁、その他法人を対象に発行する債券。1981年より毎年発行することを国務院が決定し、1990年末までに604.15億元を発行。償還期間3-10年。

##### ②国家重点建設債券

エネルギー、交通、原材料等の重点プロジェクトの資金需要を満たすため、個人・金融機関を対象に発行する債券。1987年に55億元を発行し、現在に至る。償還期間2-3年。

##### ③国家建設債券

国家重点建設債券と同じ目的で、個人・金融機関を対象に発行する債券。1988年に30.65億元を発行し現在に至る。償還期間2年。

##### ④基本建設債券

建設資金を調達し、国家の基本建設の需要を保証するため、専門銀行を対象に発行される債券。1988年に80億元を発行し1990年末までに94.59億元を発行。償還期間5年。

##### ⑤財政債券

国家の建設資金を調達し、財政赤字を補填するために、金融機関を対象に発行する債券。1988年に66億元を発行し、90年末までに137.16億元を発行。償還期間2-5年。

⑥保値公債

財政赤字を補填するために、個人・保険会社等を対象に発行する物価スライド制の債券。1989年に87.4億元を発行し1990年末までに124.83億元を発行。償還期間3年。

⑦特種国債

国家が財政上の必要を満たすため、企業・金融機関・官公庁・年金基金・その他法人を対象に発行される債券。1989年に43億元を発行し1990年末までに76.09億元を発行。債券現物は発行せず領収書形式をとる。償還期間5年。

2) 企業債

1984年より一部の企業が発行を始めてから1990年末までに461.40億元が発行される。1987年に国務院が「企業債券管理暫行条例」を制定し、企業債の発行も中国人民銀行(中央銀行)の認可が必要となり、全国規模で発行量が管理されるようになった。

①重点企業債券

資金を集中的に使用する国家計画内の重点企業の資金を調達するため、当該重点企業がその他企業・事業機関・個人を対象に発行する債券。1987年に30億元が発行され、1990年末までに54.00億元を発行。償還期間3-10年。

②地方企業債券

全民所有制(国営)企業が、技術改造・建設資金及び運転資金を調達するため、当該企業が主に個人を対象に発行する債券。1984年頃から

表-1 中国の有価証券市場規模

(単位:億元、カッコ内構成比%)

	発行量(累計) (1990年末)	残 額 (1990年末)	取 引 量 (1990年)
国 債	1,122.47 (58.6)	973.46 (71.7)	116.13 (85.1)
国 庫 債	604.15 (31.6)	484.92 (35.7)	105.11 (77.0)
国家重点建設債券	55.00 ( 2.9)	50.00 ( 3.7)	0.01 ( 0.0)
国家建設債券	30.65 ( 1.6)	5.87 ( 0.4)	0.02 ( 0.0)
財 政 債 券	137.16 ( 7.2)	137.16 (10.1)	— ( — )
基本建設債券	94.59 ( 4.9)	94.59 ( 7.0)	0.23 ( 0.2)
保 值 公 債	124.83 ( 6.5)	124.83 ( 9.2)	10.76 ( 7.9)
特 種 国 債	76.09 ( 4.0)	76.09 ( 5.6)	— ( — )
企 業 債	461.40 (24.1)	249.53 (18.4)	0.96 ( 0.7)
重点企業債券	54.09 ( 2.8)	54.09 ( 4.0)	—
地方企業債券	224.16 (11.7)	96.42 ( 7.1)	0.84 ( 0.6)
企業短期債券	91.59 ( 4.8)	44.12 ( 3.2)	0.12 ( 0.1)
企業内部債券	91.56 ( 4.8)	54.90 ( 4.0)	— ( — )
金 融 債	285.06 (14.9)	89.46 ( 6.6)	0.45 ( 0.3)
株 式	45.90 ( 2.4)	45.90 ( 3.4)	18.90 (13.9)
計	1,914.51	1,358.35	136.44

(資料)「中国証券市場 1991」

発行され、1990年末までに224.16億元を発行。  
償還期間1－5年。

### ③企業短期債券

全民所有制（国営）企業が、季節的な短期運転資金を調達するため、当該企業がその他企業・事業機関・個人を対象に発行する債券。1988年にいくつかの大都市で試験的に発行され、1989年の「企業短期融資券管理弁法」制定により全国的に発行される事となり、1990年末までに91.59億元を発行。償還期間3、6、9ヶ月。

### ④企業内部債券

全民所有制（国営）企業が、資金需要を満たすため従業員を対象に発行する債券。1989年より正式に発行され、1990年末までに91.56億元を発行。償還期間は区々。

で285.06億元を発行。償還期間1－5年。

### 4) 株式

1979年の経済体制改革以来、資金の調達・企業活動の効率化等を目的として株式の発行や株式会社の設立が当初無秩序に行われ、株式の内容もまちまちで殆ど債券と同内容のものが多かった。1987年に国务院より「株式と債券管理を強化することに関する通知」が出され、これ以後の株式の発行は全て中国人民銀行の認可が必要となり株式の内容も日本のそれに近づいて来ている。1990年末までに45.9億元が発行されているが、その内の公開発行額は約18億元で、さらに流通可能な株式額は約1億元余りにすぎない。

### 3) 金融債

銀行・その他金融機関が個人を対象に発行する債券。1985年より発行が開始され、1990年末ま

表－2 中国の財政収支

(単位：億元、カッコ内%)

(年度)	歳入 (A)	歳出 (B)	バランス (A-B)	債務収入 (C)	バランス (A-B-C)	$\left(\frac{A-B-C}{A}\right)$
1978	1,121.1	1,111.0	10.1		10.1	(0.9)
1979	1,103.3	1,273.9	▲170.6	35.3	▲205.9	(18.7)
1980	1,085.2	1,212.7	▲127.5	43.0	▲170.5	(15.7)
1981	1,089.5	1,115.0	▲25.5	73.1	▲98.6	(9.1)
1982	1,124.0	1,153.3	▲29.3	83.9	▲113.2	(10.1)
1983	1,249.0	1,292.5	▲43.5	79.4	▲122.9	(9.8)
1984	1,501.9	1,546.4	▲44.5	77.3	▲121.8	(8.1)
1985	1,866.4	1,844.8	21.6	89.9	▲68.3	(3.7)
1986	2,260.3	2,330.8	▲70.5	138.3	▲208.8	(9.2)
1987	2,368.9	2,448.5	▲79.6	169.6	▲249.2	(10.5)
1988	2,628.0	2,706.6	▲78.6	270.8	▲349.2	(13.3)
1989	2,947.9	3,040.2	▲92.3	283.0	▲375.3	(12.7)
1990	3,312.6	3,452.2	▲139.6	375.5	▲515.1	(15.5)

(資料)「中国統計年鑑 1991」

表-3 中国の財政構成

歳出の構成

(単位：億元、カッコ内は構成比%)

	1986	1987	1988	1989	1990
総 支 出	2,330.8	2,448.5	2,706.6	3,040.2	3,452.2
基 本 建 設 支 出	671.82 (28.8)	628.12 (25.7)	633.37 (23.4)	625.76 (20.6)	725.60 (21.0)
企業潜在力発掘技術開発費	129.85 (5.6)	124.93 (5.1)	151.01 (5.6)	146.30 (4.8)	153.91 (4.5)
農村生産支援支出及び 各種農業事業費	124.30 (5.3)	134.16 (5.5)	158.74 (5.9)	197.12 (6.5)	221.76 (6.4)
文教、科学、衛生事業費	379.93 (16.3)	402.75 (16.4)	486.10 (18.0)	553.33 (18.2)	617.29 (17.9)
国 防 費	200.75 (8.6)	209.62 (8.6)	218.00 (8.1)	251.47 (8.3)	290.31 (8.4)
行 政 管 理 費	182.43 (7.8)	195.48 (8.0)	239.35 (8.8)	284.77 (8.4)	333.47 (8.7)
債 務 支 出	50.16 (2.2)	79.83 (3.3)	76.75 (2.8)	72.36 (2.4)	190.40 (5.5)
価 格 差 補 給 金	257.48 (11.0)	294.60 (12.0)	316.82 (11.7)	373.55 (12.3)	380.80 (11.0)
そ の 他	334.1 (14.3)	379.0 (15.5)	416.9 (15.4)	535.54 (17.6)	538.66 (15.6)

(資料)「中国統計年鑑 1991」

歳入の構成

(単位：億元、カッコ内は構成比%)

	1986	1987	1988	1989	1990
総 収 入	2,260.3	2,368.9	2,628.0	2,947.9	3,312.6
各 種 租 税 収 入	2,090.73 (92.5)	2,140.36 (90.3)	2,390.47 (91.0)	2,727.40 (92.5)	2,821.86 (85.2)
うち工商税収入	1,299.69 (57.5)	1,385.38 (58.5)	1,577.16 (60.0)	1,877.33 (63.7)	1,970.87 (59.5)
関 税	151.62 (6.7)	142.37 (6.0)	155.02 (5.9)	181.54 (6.2)	159.01 (4.8)
農 牧 業 税	44.52 (2.0)	51.81 (2.2)	73.69 (2.8)	84.94 (2.9)	87.86 (2.7)
企 業 収 入	42.04 (1.9)	42.86 (1.8)	51.12 (1.9)	63.60 (2.2)	78.20 (2.4)
債 務 収 入	138.25 (6.1)	169.55 (7.2)	270.78 (10.3)	282.97 (9.6)	375.43 (11.2)
エネルギー交通重点建設 資金徴収収入	157.07 (6.9)	180.18 (7.6)	185.93 (7.1)	202.18 (6.9)	185.08 (5.6)
そ の 他 収 入	156.95 (6.9)	212.38 (9.0)	176.18 (6.7)	270.60 (9.2)	430.74 (13.0)
企 業 赤 字 補 給 金	▲324.78 (▲14.4)	▲376.43 (▲15.9)	▲446.46 (▲17.0)	▲598.88 (▲10.3)	▲578.88 (▲17.5)

(注) 企業赤字補給金は歳入から差し引くという処理が行われている。

(資料)「中国統計年鑑 1991」

### 3. 中国の債券発行の背景

#### 1) 国債発行の背景

##### ①財政赤字

国債発行の最大の原因はやはり財政赤字である。1979年の経済体制改革以来、国家財政収入が伸び悩む一方で、現代化建設の必要性から歳出は増大し赤字が続いてきた。1978年以降の国家財政を見ると、78年度は10.1億元の黒字を計上したが、79年度、80年度は100億元を越える赤字を記録し、その後も財政赤字が続いている。80年代前半の、財政赤字の主な原因は①79年より農業・軽工業重視へ政策が転換されたため重工業生産の伸びが鈍化し企業の収益性が悪化した、②主要農産物の国家買い付け価格の引上げ、生活必需品の価格補助、賃上げといった農民・労働者の生活改善支出が増加した、③外国への大型プロジェクト支払い代金が多額にのぼった、④基本建設投資が増加したことなどである。その後、国債の発行も含め様々な措置の結果、85年度には一旦は表面上、黒字に転換する（実質的には赤字）ものの、翌年からは再び赤字に転落した。現在も赤字抑政策を採っているものの、価格差補助金、国営企業欠損補

助金の増加、さらには国外借元利支払い、国債元利支払いなどもあって一向に改善されない。なお中国の国家予算は建国以来、短式予算制をとってきたが、今年度（92年1月）より複式予算へと変更し、経常予算と建設予算を分離することを決定した。

##### ②個人金融資産の活用

農村における各種請負制の進展及び企業改革により農民・労働者の収入は増加し、個人の金融資産も増加した。以前はいわゆるタンス預金が個人金融資産の約半分を占めていたが、これらの遊資を建設投資およびその他の資金需要を満たすため、また消費過熱によるインフレ抑制のため、銀行預金制度の充実とともに国債の発行が行われることとなった。

#### 2) 企業債・金融債発行の背景

企業債・金融債発行の背景には、①企業自主権の拡大、②資金効率の向上、③財政赤字の削減、などが上げられる。

改革以前には国営企業の設備投資や原材料購入資金は政府から無償で交付され、赤字が出ても国家により補填されたため、企業から見れば設備投資計画を柔軟に決定できず、また資金効率にも無関心でいられ、財政赤字の原因の一つになっていた。そこで、企業債・金融債の発行を認めることで各企業に資金調達の自主権を与える（中央銀行の認可は必要）とともに債務返済の責任を負わせ、盲目的な投資を抑制し資金効率を考えた企業行動を求めると同時に財政赤字削減を狙ったものである。

表-4 個人預金の増加と財政収入

(単位：億元、カッコ内%)

	個人預金残高	年間増加量 (a)	財政収入 (b)	$\frac{a}{b}$
1978	210.6	29.0(16.0)	1,121.1	( 2.6)
1979	281.0	70.4(33.4)	1,103.3	( 6.4)
1980	399.5	118.5(42.2)	1,085.2	(10.9)
1981	523.7	124.2(31.1)	1,089.5	(11.4)
1982	675.4	151.7(29.0)	1,124.0	(13.5)
1983	892.5	217.1(24.3)	1,249.0	(17.4)
1984	1,214.7	322.2(36.1)	1,501.9	(21.5)
1985	1,622.6	407.9(33.6)	1,866.4	(21.9)
1986	2,237.6	615.0(37.9)	2,260.3	(27.2)
1987	3,073.3	835.7(37.3)	2,368.9	(35.3)
1988	3,801.5	728.2(26.9)	2,628.0	(27.7)
1989	5,146.9	1,345.4(35.4)	2,947.9	(45.6)

(資料)「中国金融年鑑 1990」

表-5 中国人民(個人)金融資産構成

(単位：億元、カッコ内構成比%)

	預金	現金	有価証券	保険	合計
1978年	211 (54.8)	174 (45.2)	—	—	385
1989年	5,147 (65.9)	1,899 (24.3)	724 (9.3)	42 (0.5)	7,812

(資料)「中国金融年鑑 1990」

#### 4. 有価証券流通市場の整備

1981年の国債の発行再開およびその発行量の増加をうけ、また中国の金融制度改革の一環として有価証券流通市場の整備も着実に進められてきた。

##### 1) これまでの経緯

まず、1986年に瀋陽市信託投資会社が有価証券の店頭取引を開始したのに続き、同年には上海市工商銀行信託投資会社が株式の店頭取引を開始した。その翌年の1987年には41の都市にて有価証券店頭取引が開始され、続く1988年には61の都市にて国庫券店頭取引が開始された。そして、1990年12月には新中国成立後初の証券取引所が上海市で設立され（上場銘柄数：国債6、金融債9、企業債8、株式8）、1991年7月には経済特別区の深圳市にも二番目の証券取引所が設立された（上場銘柄数：株式5）。また、有価証券取引を担当する証券会社は1987年に深圳に設立された深圳証券会社が最初で、その後1988年に34の証券会社が全国に設立され、現在では46の証券会社と約700の金融機関の証券営業部がその任にあっている。

##### 2) 最近の動き

このように、証券取引は中国各地に拡大していったが、広大な中国の各都市間の通信手段の不備や、都市毎に異なる需給関係から取引価格は各都市で区々であった。そこで、有価証券流通市場整備の第2段階として全国統一的な市場の形成を目指す動きがあり、1990年12月には、証券取引所研究設計連合弁公室（SEEC）により、6都市18の証券会社・金融機関の証券営業部を結ぶコンピューター・ネットワークが完成し、これを利用した取引も開始されるなど全国一律の相場形成と健全な流通市場育成が期待されている。また、1991年4月からは中国人民銀行の報価中心（オファー・センター）が中心となり設立した「全国金融市場

報価、情報、取引系統」が電話、人工衛星、コンピューターを利用した金融市場情報ネットワークの運用を開始した。

#### 5. 中国の株式市場

##### 1) これまでの経緯

1979年の経済体制改革以来、資金の調達・企業活動の効率化等を目的として株式の発行や株式会社の設立が当初無秩序におこなわれ、発行株式は殆ど債券と同内容のものが多かった。例えば、発行時から配当金額が決まっている、またはそれに加え業績に応じて割増配当を支払うものや、償還期限のあるものなのである。一方では、1984年7月に株式会社としての内容を備えた最初の企業として天橋百貨股份有限公司（株式会社）が北京で設立されるなど株式の発行や株式会社の設立の実験が徐々に進められ、1987年に国務院より「株式と債券管理を強化することに関する通知」が出されたことにより、これ以後の株式の発行は全て中国人民銀行の認可が必要となり、株式内容の改革とともに秩序だった実験が進められてきた。以後、1988年末までに約6,000社の株式会社が誕生し、約35億円の株式が発行された。

経済体制改革の一貫として株式発行の実験が進む一方で、この資本主義的な実験に対し賛否両論がある。そのポイントは以下の通りである。

- 〔賛成派〕・株式制は所有関係の具体化を可能ならしめ、企業所有者、経営者、従業員間の利害関係を明確にし、企業経営の合理化を推進できる。
- ・社会の遊資を吸い上げ、国家投資の膨張抑制に繋がる。
- ・従業員に自社株式を所有させることにより、企業の生産活動に強い関心を植え付けることが可能となる。
- 〔反対派〕・国営企業については株式会社化しても過半数の株式を国家がもつかぎり

は所詮は国家所有であり、政治と経済の職責分離は促進されない。

- 配当や売却益といった不労所得を生み社会主義精神文明建設と矛盾する。
- 配当引上げ競争に走る結果、短期的経営に陥りがちとなる。
- 自社株式を所有していることは従業員が企業の主人公であるという意識には繋がらない。生産手段が全従業員の利益のために使われているかどうかという点が重要。

## 2) 株式流通市場

1990年未までに45.9億元が発行された株式であるが、中国の株式はその所有形態別に国家所有株、組織（企業）所有株、個人所有株に分類され、発行形態から公开发行株、非公开发行株に分類できる。この内、流通が許されているものは、公开发行された個人所有株の全部と組織（企業）所有株の一部であり、全発行額に占める割合はごく僅かなものとなる。

しかも、株式の流通は証券取引所開設以前から上海と深圳の2都市に限られてきた（上海と深圳で発行された株式のみ流通可）ため1990年未までに発行された45.9億元のうち流通可能額な株式額は1億元余りに過ぎず、上海、深圳に証券取引所が開設されたものの、まだまだ実験段階であり、上場銘柄数の拡大など今後の進展が期待されている。

## 5. おわりに

中国の証券市場は、企業改革、財政改革などの手段として80年代に着実に整備されてきた。昨年発表された「国民経済と社会発展10年計画及び第8次5カ年計画の建議」の中でも債券と株式の発行の拡大と監督の強化が明記されている。また、昨年8月には中国証券業協会が中国で初めての業界自主組織として発足し、理事長には中国の金融制度改革を担当する中国人民銀行金融管理司（大蔵省の局に相当）金建棟司長が就任するなど、中国の証券市場改革に対する力の入れようが伺え、今後の更なる発展が予想される。

表-6 株式分類別株式発行量(1988年末累計)

(単位:百万元、カッコ内構成比%)

国 家 株	1,440.8 (40.4)
公开发行	701.4 (19.7)
非公开发行	739.4 (20.7)
法 人 株	1,450.9 (40.7)
公开发行	378.7 (10.6)
非公开发行	1,072.2 (30.1)
個 人 株	674.4 (18.9)
公开发行	186.5 (5.2)
非公开发行	487.9 (13.7)
計	3,566.1

(資料)「中国証券市場 1991」