

トップ会談

中国がめざす資本市場改革に、  
日本の経験と助言が役立つに違いない。

東京証券取引所会長 西室泰三  
野村ホールディングス会長 氏家純一  
司会 日本国際貿易促進協会理事長 中田慶雄

たくましい成長を続ける中国経済。その成長を維持・発展させていくには、海外からの投資促進をはじめとする資本調達が欠かせない。その受け皿となる資本市場の育成に、世界の投資家が熱い視線を投げかけている。いま中国が進めようとしている株式市場の改革に、日本における経験が役立つに違いない。今回は、アジア最大・世界第2位の規模と実績を誇る東京証券取引所の西室泰三会長と、日本最大の証券グループ野村ホールディングスの氏家純一会長にご登場いただき、共存共栄をめざす日中の証券市場のあり方についてお話をうかがった。



氏家純一氏 中田慶雄氏 西室泰三氏

中国発展フォーラムなどを通じて、中国要人と交流を深める。

中田 本日は日中間のかかわりの中でも、証券市場における協力関係についておたずねしたいと思い、お二人においでいただきました。まず、お二人の中国とのかかわりから、お話いただきたいと思います。

西室会長は東芝の社長・会長を務められ、今年の6月末に東京証券取引所の会長に就任されたわけですが、初めて訪中されたのはいつ頃だったのでしょうか？

西室 私我第一次中国を訪れたのは1979年です。以来、1年に2~3回は訪れています。東芝が中国に工場進出したのは80年頃からで、現在では40工場、設立した会社数は70数社に増えています。中国での事業は多岐にわたりますが、東芝が中国で成功を収めることができたのは、日本人だけでオペレーションするのではなく、中国の人たちの力を借りながらやってきたことが大きな要因だったと思っています。私は東芝に44年間在籍していましたので、つい話に力が入ってしまいました(笑)。

氏家 野村グループと中国のおつきあいは、世界の金融界の中でも古いほうに属します。70年代の後半からトップ層が盛んに訪中し、82年には北京事務所を開設しました。当時は、世界のどの証券会社も北京に事務所を持っていませんでした。そのため、国の機関や国有企業の海外での資本調達にコミットすることができました。2~3例をあげると、82年に中国国際信託投資公司(CITIC)が国際資本市場で、円建て債を私募発行しましたが、そのときは野村証券が主幹旋人となりました。その後も、84年に中国銀行が初の円建て公募サムライ債を発行しましたが、そのときも私どもが引き受けを行いました。そのほか、直接投資にもかかわり、野村グループとして上海の花園飯店や北京のオフィスビル発展大夏にも出資しました。

私自身の中国とのおつきあいは、90年代の初頭からです。当時私はニューヨークに駐在しており、そのニューヨークで上海市長顧問会議が開かれ、そこで初めて中国上層部の方にお目にかかりました。本格的に中国とかかわるようになったのは、97年に野村證券の社長に就任してからのことです。以後、国務院発展研究センターで各種のセミナーを開催するとか、中国証券監督管理委員会(CSRC)に対して提言を行う、さらには中国企業の日本における株式・債券の発行などに関しては、私が中心としてやってきました。いまでも1年に4~5回は行ったり来たりしています。

中田 中国は78年に改革解放の方針を打ち出し、市場経済に移行していきましたが、中国の金融セクターの立ち上げに、野村グループは人材育成をはじめ、大きな貢献をなさいましたね。

氏家 研修生の受け入れを随分やりました。80年代から90年代の初めにかけて、計1,000人を受け入れました。現在ではその方々が中央政府・地方政府の重要な役職に就いておられます。いまでも研修生だった方々のパーティが開かれており、交流が続いています。

西室 私と氏家さんの中国に関する共通項としては、国務院発展研究センター

が開催する中国発展フォーラムに二人で出席しています。このフォーラムは全人代開催の直後に行われ、各省庁の責任者が採択されたばかりの政府方針を説明し、その後、温家宝首相と会談して意見交換を行うという有意義なものです。そのような貴重な会議に出席できることを、日本の経済人として非常に光栄に思っています。

中国経済の発展が、日本の景気回復を後押ししている。

中田 ところで、現在の日本はさまざまな経済指標から、回復基調にあると言われていています。経済界の第一線で活躍しておられるお二人は、どのように実感されておられるのでしょうか？

西室 日本経済は90年代初頭以降、10数年間にわたり停滞し続けてきました。しかし、ここへ来て国際競争力が確保できる状況にまで回復してきました。産業界では、人員削減だけでなく、会社の組織・運営・商品構成などを含む事業構造のリストラクチャリングがほぼ完了し、今年3月の企業決算は軒並み史上最高を記録しました。これには、日本企業の頑張りもありますが、相当程度、中国の経済成長に助けられたと言えます。2004年には香港を含む中国が初めて、日本の最大の貿易相手国になりました。それは日本経済の中国への依存度が高まり、中国経済の安定的な発展が日本経済にとって欠くべからざるものになったことと同時に、中国経済の日本への依存度が高まってきたことをも意味しています。つまり、両国は相互依存の切っても切れない関係になったと言えます。

氏家 日本経済はこの15年ほど、3つの過剰に悩まされてきました。その3つとは言うまでもなく、設備・雇用・債務の過剰です。しかし、最近では企業の設備投資が順調に伸び、失業率も好転し、主要銀行の不良債権問題もほぼ終了といえる段階に達してきました。事実、投下資本に対するリターン、ROEはバブル期を超えています。この景気回復を牽引したのは中国・米国への輸出です。外需に牽引されて景気が上向く中で、国内需要に火がつき、設備投資から個人消費までが活発になってきた。こうしたプロセスから見て、日本経済は着実に回復してきた、と私は見えています。

中国経済はマクロコントロールを用いて安定成長へ。

中田 一方、中国経済は好調を通り越して、バブルではないかという声が聞こえてきます。中国政府も経済の加熱を懸念して、マクロコントロールに乗り出しました。特に不動産をはじめ原材料への投資には、コントロールをかけてきています。こうし中国政府の施策をどう見ておられますか？

西室 中国政府がマクロコントロール政策を導入したのは、04年前半からでし

た。それが浸透し徐々に効果を発揮するようになったのは、05年に入ってからだと見ています。このように政府主導で過剰な投資を抑えようとしていますが、それにもかかわらず05年の経済成長率は9%台が見込まれています。これは驚異的な状況と言わねばなりません。もうひとつ心配なのは、昨年発生した過剰な原材料の購入が在庫として残っていて、これを急速かつ安定的に解消できるかという問題です。

中国では、これまで、収益の上がる可能性の高い固定資産に投資が集中する傾向がみられました。しかし、これからは、マクロコントロールに導かれて、将来の健全な成長のための投資に変わっていく、と私は見ています。

氏家 中国がマクロコントロールを用いるようになった点は、高く評価できません。それは個別介入で価格を統制したり、需給を調整するより、マクロコントロールで行ったほうが、資源配分の上からも望ましいからです。中国は今後さらに、マクロコントロールに重点を置いた経済運営に移っていくことでしょう。

不動産についての価格、信用供与についても、直接コントロールするよりも、価格メカニズムを広く使った、例えばローン金利や、金融政策でコントロールしていったほうが望ましいと言えます。そうしないと、過剰需要や過剰供給が起き、価格が乱高下する状況が発生しかねません。現状では、不動産に資金が回りすぎていることは確かです。そのため、不動産の現在価値が、将来得られるであろう収入を大幅に上回っています。この問題に関しても、マクロコントロールを用いることで、適正範囲内に価格誘導することが可能です。

循環型エネルギー政策への転換で、持続的成長が可能になる。

中田 中国の経済成長を考える場合、いま一番懸念されるのは資源問題です。

中国は年間1億5,000万トンの石油を生産しており、日本も国交回復から一昨年まで、約30年間にわたり中国から原油を輸入していました。ところが中国での石油消費が増え、中国が石油輸入国に変わりました。現在では年間1億3000~4000万トンを入力しており、年間消費量は3億トンにおよんでいます。中国政府もこのままエネルギー多消費型の経済モデルを続けるわけにはいかないと、省エネ・エネルギー循環型の経済に転換しようとしています。その分野で日本は、大いに協力できるのではないのでしょうか？

氏家 中国がエネルギー効率をどこまで改善するかは、単に中国一国の問題ではなく、なってきました。中国経済が日本やアメリカの成長に影響を与えるようになった現在、中国がどれだけ持続的に成長できるかは、世界経済

にとって大きな問題です。そのため、世界中から大きなプレッシャーがかかってくるに違いありません。市場メカニズムを通じてエネルギー・コストが正しく中国経済に反映され、それに呼応してエネルギー循環型経済に転換していけば、中国は長期にわたって持続的な発展をとげることができる、と私は思っています。

西室 石油の需給が逼迫していると言っても、日本では1973年の第1次オイルショックのときのような切迫感はあまり感じられません。あのとき日本では一時的に原油の輸入がストップし、物不足状態に陥りスーパーマーケットに行列ができるなど、大きな社会問題となりました。政府も企業も国がつぶれるのではないかとの思いで、省エネ対策や、省エネ商品の開発に心血を注ぎました。それがその後の日本の発展につながったことは、ご承知のとおりです。

ところがいまの中国には、そのような危機感・切迫感があまりないような気がします。それには2つの理由があると思います。1つは、中国にとってのエネルギー源は7割程が石炭であり、それを国内で自給できるという事情があります。もう1つは、今申し上げたとおり、世界市場で石油が逼迫しているとはいいいながら、日本をはじめ世界のどの国を見てもそれほど切迫した様子が見られていないということがあります。

しかし、中国の経済成長に伴い、世界のエネルギー市場に与える影響が高まってきている中、中国がエネルギー循環型経済へ転換できるかどうか、世界が注目しています。その成否によっては、中国を見る世界の目も変わってくるのではないのでしょうか。

日中経済は相互依存・相互補完の切っても切れない関係に。

中田 日中の経済関係は、近年、ますます広く深くなってきています。昨年の日中貿易は総額で1,680億ドル、投資件数は3万3,000件、投資額は480億ドルに達しました。今後、日中の経済関係はどのような方向に進むとお考えでしょうか？

西室 中国と日本の関係は、経済ばかりでなく文化面などを含め、ますます切っても切れない関係になっていくと思います。日本の産業界や消費者が中国に期待するところは非常に大きいといえます。日本の企業が世界的な発展をめざすならば、中国の存在を無視することはできません。日本の企業はますます中国へ進出し、投資をするでしょうし、中国の企業が日本に進出してくるのも当たり前になるでしょう。それは日本のためにも、中国のためにも良いことだと思います。

氏家 私が見る限り、中国の製造業と日本の製造業は、多くの部分で補完的で

す。中国の強みは質の高い労働力が比較的安い賃金で手に入ることであり、これが大きな競争力となっています。それに対し日本は、労働賃金は高いけれど、技術・デザイン・研究開発などで競争力を維持しています。これからもこの補完関係は、急速に変わることはないと思っています。

製造業の補完関係をベースに、日中の対米輸出を見ると、日本と中国の輸出商品でオーバーラップしているものはそう多くはありません。ところが、中国と韓国、中国とASEAN諸国ではオーバーラップしているものが多く、競合関係にあります。こうしたことから、日本と中国のWin-Winの関係は今後も続いていくに違いありません。

西室 日本の対中投資に関して、日本のマスコミの一部が、中国進出企業の日本回帰が始まっているとの内容を伝えているようです。しかし、そうしたケースは極めて少ない、というのが私の実感です。確かに日本企業による国内投資は増えていますが、それと同時に、中国への投資も増えていきます。それは企業にとって、日中両国への投資が最も効率的だからにほかなりません。

製造拠点をつくる場合、日本と中国ではそれぞれ強みが違います。中国に製造拠点をもちメリットは、良質な労働力が低コストで確保できることにあります。加えて、消費市場が急速な拡大を遂げているということも大きな魅力です。さらに、大学の教育水準が高く、研究開発に関する良質な人材が確保できます。一方、日本の拠点を強化するメリットは、最先端の技術開発に関する限り日本国内で行ったほうが効率的だということがあります。こうしたことから、日本企業による中国への投資は、決して後退することはないと思われます。

中国企業にとっても魅力的な東京証券取引所へ。

中田 今回のメインテーマは証券分野に関してですが、失礼ながら日本の証券市場は外国企業にとって魅力が薄いのではないかとの話も聞かれます。その点に関して、東京証券取引所会長である西室さんはいかがお考えでしょうか？

西室 私はこの6月末に東京証券取引所の会長をおおせつかったところで、いまだ勉強中の身ですが、産業界での経験を加味しながらご説明したいと思います。

ご承知のように東京証券取引所は、ニューヨーク証券取引所に次いで世界第2位、アジアでは最大の規模を維持しています。しかし、ご指摘のように海外での存在感が大きいとは言えません。その理由のひとつとして、海外企業に対し参加を呼びかける努力が足りなかったという指摘もあります

が、その点は率直に認めざるを得ないと思っています。80年代の後半には、欧米企業を中心に約130社の外国企業が東証に上場していました。しかし現状では約30社に減少しています。

しかし、東証には大きな潜在力があります。アジアでは最大の資本市場であることは疑いのない事実です。

東証と中国との関係では、首脳レベルを含めた中国証券監督管理委員会との交流や、深圳及び上海証券取引所との相互協力に関する覚書締結など、その強化に努めています。また、その一環として、国際協力機構（JICA）とも協力して、研修生の受け入れや専門家の派遣などの技術支援を積極的に行っています。今後はこのような関係強化に加えて、中国企業が東京市場で資金調達を容易に行えるような環境整備を更に進め、中国企業の上場促進をはかっていきたいと考えています。東証では、外国企業にも上場していただけるマーケットとして、市場第一部、第二部に加えて、新興市場であるマザーズを設置していますが、こうしたことを含めて東京市場を中国の皆さんにアピールしていきたいと思っています。

中田 東証はいわゆる「日本版ビッグバン」以後、改革が大きく進んだと聞いています。証券会社の立場から、氏家会長はどのようにご覧になっておられますか？

氏家 ビッグバン以後、手数料の完全自由化や事前介入の廃止など、開かれた市場になると同時に体質が強化されたと評価しています。そうした時期に日本経済が回復し、東証の取引量は昨年から今年にかけて急速に拡大してきました。しかし、外国企業の重要な資金調達の場となっているとは、残念ながら言い切れません。それは90年代からの株価の下落と出来高の低迷で、上場しても十分な資金調達が得られないという問題があったからです。東証の株価はバブルのピーク時から最大で1/4にまで下がりました。しかし、現状の株価が将来1/4に下がるには到底考えられません。すでに株価は上昇しており、外国企業にとっても極めて魅力のある市場になってきています。そうしたときにこそ、市場改革へのスピードを速めていただきたい。そうすれば、中国企業にとっても極めて資金調達に有利な市場になっていくと思います。

西室 おっしゃるとおりで、もっと使いやすい、もっと参加しやすい市場にしていかなければならないと思っています。そうするためには、私ども市場運営者の努力に加え、外国企業の上場を後押しするような制度面における改革も必要だと思っています。こうしたことを、一つひとつ、努力を惜しまずやっていきたいと思っています。

氏家 いま日本では、国をあげて貯蓄から投資へということが言われています。

投資先として中国に魅力を感じている個人投資家は大勢います。しかし、そうは言っても上海や深圳の市場で株を買うのはハードルが高い。もし東証で中国企業の株が買えたとしたら、当然中国株に注目が集まってくるでしょう。それには中国企業が日本の証券市場に上場すること。それが日本の貯蓄を中国投資に結びつける、一番確実な方法だと言えます。

中国政府の非流通株問題解決への姿勢は尊敬に値する。

中田 では中国の証券市場に対して、お二人はどのようなご意見・ご感想をお持ちなのでしょう？

氏家 証券市場は大きく株式市場と債券市場とに分かれますが、中国の債券市場はまだこれからという段階です。したがって対象となる証券市場は、株式市場ということになります。中国では90年代の初頭に、深圳と上海の2つの株式市場が開設され、急速な成長を遂げてきました。現在では時価総額ベースでアジア第3位の取引所となっています。ただ成長が急速であっただけに、その歪みとも言える問題を抱えていることも事実です。問題はいろいろあって、証券法や会社法などの法整備は、現在それなりに進んでいます。残る最も大きな問題は、長年の懸案事項である非流通株に関するものです。上場企業の約2/3弱が非流通株というのは、あまりに大きな問題と言わねばなりません。これまで二度ほど解決が試みられましたが、いずれも株式市場にマイナスの影響が現れ、中止せざるを得ない状態に追い込まれました。それに対し、05年春から行われている実験的な改革は、極めて順調にいったいと思っています。

中田 非流通株問題解決のポイントはなんだとお考えですか？

氏家 まずは非流通株が市場に大量に放出される懸念を取り除き、流通株の株主にも公正・公平に恩恵が与えられるようにしておくことです。その点、今回は極めていい順序だてて問題の解消をはかろうとしています。現在の方式を貫いていけば、解決の方向が見えてくるでしょう。ただし、短時間では無理ですし、短時間でやろうするとマイナス面が出てきかねません。流通させるという方向性をはっきり示し、その制度をつくっていくことが、成功につながると思います。

西室 中国政府が非流通株問題の解決に着手したこと自体、大変な進歩だと思います。非流通株の多くは国営企業または地方政府系企業の株式ですから、これが流通株となり企業が民営化されるということは、中国の経済が本格的に市場経済に変わっていくことを意味します。それを政府指導でやるというのですから、尊敬すべきことであり、世界経済にとっても歓迎すべきことです。



中田 非流通株問題の解決は、中国にどのようなメリットをもたらすのでしょうか。

氏家 非流通株が少なくなるということは、中国企業の経営形態が変わることを意味します。つまり、コーポレートガバナンスが劇的に変わるということです。株主の2/3が国または地方政府であった状態から、一般の株主が多数を占める状態になると、誰のほうを向いて経営するかという問題に、明確な答えが出てきます。会社が株主のほうを見て経営されていることが明らかになれば、世界中の機関投資家の目が中国企業に向けてくるでしょう。そうすると、中国への投資は飛躍的に伸びるに違いありません。

もうひとつ、世界中の機関投資家の目を中国企業に向けさせるには、株取引におけるリスクヘッジのための道具、金融派生商品をそろえておく必要があります。これが揃えば、中国株はもっと買いやすくなります。

西室 いま中国に求められているのは、株式市場と企業の透明性です。中国の場合、残念ながら透明性の点で問題を残すといわざると得ない状況が続いてきました。それが非流通株問題の解決でコーポレートガバナンスが大きく変われば、世界の投資家の目が中国企業に向けられます。つまり、中国企業が世界の投資家から資金調達したいと考えるなら、透明性の問題にメスを入れざるを得ないわけです。私はそこに大いに期待しています。

証券市場の関係強化が日中両国の発展につながる。

中田 中国における証券市場の発展は、日中経済にどのような影響を与えるのでしょうか？

西室 中国の証券市場が発展すれば、これまでの貿易による物品の取引に加えて、資本・金融の取引が増え、両国の経済的な結びつきはさらに強まってくるはずですよ。

氏家 中国における資本・金融市場の制度改革は、少しずつ整備されてきています。例えば、海外の機関投資家が中国のA株を買える制度や、中国の機関投資家が外国株を買える制度(QDII)など、内外の資本移動を促す制度ができつつあります。日本と中国の資本取引を考えた場合、日本にある個人金融資産1,400兆円の投資先として、当然中国が考えられます。中国企業がアメリカやヨーロッパだけの資金に頼るのではなく、違う判断をすることもかもしれない日本の資金を組み入れることは、大いに意味のあることだと言えます。

中田 資金調達に関して、日本は長い間、間接金融に頼ってきました。中国も同じような傾向にあります。日本はいま直接金融へと軸足を移そうとしています。中国もいずれそのようになると思われませんか？

氏家 日・米・中の金融構造を比べてみると、アメリカはもともと資本市場に長期資金調達の間を求めてきました。それに対して、日本や中国は銀行に頼ることが多かったわけです。これを続けていたらどうなるか。つい最近までの日本を見ればわかるように、銀行セクターに不良債権が積み上がるという問題が起きかねません。日本にはそうしたにがい経験があるので、この件に関して中国に協力できることがあると思います。

西室 間接金融から直接金融への流れという点では、日本では国民の資産運用という観点から官民挙げて推進していますが、東証も市場の信頼性の向上や投資家教育という面で一役買っているところです。今度、中国でも同様の動きが強まるでしょうから、こういった分野でも東証の経験を参考にさせていただけるのではないかと考えています。

中田 すでに野村さんは中国株をいろいろと扱っておられますね。

氏家 先ほど中国企業の東証への上場の話が出ましたが、最近、上場せずに株式を公募しようという中国企業が散見されるようになり、この分野の約7割を野村が扱っています。しかし、これでは発展性にとぼしいと言わねばなりません。公募した以上、取引所で価格が形成され、売り買いができるのが本来のルールです。いまの状態では個人投資家が締め出されかねません。この問題を解決するには、取引所を中国企業が上場しやすい市場に変えていく必要があり、東証の努力を大いに期待したいですね。

西室 もちろん私たちも大いに汗をかかねばならないと思っています。ただ、証券取引所だけでは解決できない問題もいろいろあり、証券会社さんと一致協力して取り組んでいきたいと思っています。これからも、よろしくお願い致します。

中田 お二人のお話からも、日中両国の証券界の発展が、両国の友好関係に切っても切れないものであることがよく分かりました。本日は貴重なお話ありがとうございました。

西室 泰三

1935年生まれ。61年、慶應義塾大学経済学部卒業。同年東芝へ入社。92年、取締役東芝アメリカ副会長。96年、代表取締役社長。2000年、代表取締役会長。2005年、東京証券取引所取締役会長に就任、現在に至る。

氏家 純一

1945年生まれ。75年、野村證券入社。90年、取締役。95年、常務取締役。97年、取締役社長。2003年、野村ホールディングス取締役会長兼執行役員に就任、現在に至る。

中田 慶雄

1930年生まれ。45年、中国にわたり、戦後、中華人民大学、上海復旦大学で学ぶ。58年、日本に帰国。64年より、日本国際貿易促進協会に勤務し、94年より理事長、現在に至る。