

〈論 説〉

中国の株式市場への統計的分析

長 国 強

1. はじめに

中国経済の成長期待から中国株式に注目が集まっている。中国の株式市場は、国有企業改革を促進する目的で1990年に上海証券取引所、1991年に深セン（シンセン）証券取引所が設立されて株式の上場取引が開始した。設立当初は国内投資家向けのA株市場のみでしたが、1992年には、国内企業に外資を導入し、さらなる体質改善を行う狙いでB株市場も設立された。

中国の株式市場は歴史が浅いが、高い経済成長率や株式育成政策、法律制度の整備などを背景に急拡大している。株価がピークを迎えた2001年3月末には時価総額5兆1,295億人民元（6,195億米ドル）を超え、香港市場（6,148億米ドル）を上回って東京証券取引所に次ぐアジア第2の規模となった。上（海）証（券）総合指数を例にとっても、1990年12月19日に基準値100ポイントでスタートしたこの指数は、2003年11月末に1,397.23ポイントとなり、株価で見ると、これまでほぼ順調な成長を続けてきた。だが、2003年に入り、日米欧などの株式市場が長い低迷からようやく上昇してきたことに対し、中国の株式市場はむしろ下げの方向に向っている。

この論文は統計的手法を利用し、中国の株式市場の現状と問題点を検証する。

2. 中国株式市場について

2.1 中国株の種類

中国内陸の株式市場は、国有企業改革を促進する目的で1990年12月17日に上海証券取引所、1991年7月3日に深セン証券取引所がそれぞれ設立されて株式の上場取引が開始した。上場企業の株式はA株、B株、H株、N株とS株などの区分があり、ちょっと複雑です。

A株とB株は上海と深センの両取引所で売買されている。A株の正式名称は“人民幣普通株”、国内の投資家しか取り扱えない。B株の正式名称は“人民幣特種株”、設立当初は海外の投資家しか取引できなかったが、2001年2月26日より国内の投資家も売買できるようになっている。B株は人民幣で株価を表示するが、実際には外貨で取引されている。また、B株上場企業中、A株市場にも上場されているケースが多く見られる。

A・B株とは別に、中国企業で香港市場に上場されるH株、ニューヨーク市場に上場されるN株、シンガポール市場に上場されるS株などがある。以下の表は中国株式の分類を示したものだ（2003年11月28日時点）。

表2.1 中国株式市場の分類

市場名と株種類	投資家	取引通貨	上場会社数	時価総額（億円）	
上海市場	A株	国内	人民幣	765	361,437
	B株	内外	米ドル	54	5,623
深セン市場	A株	国内	人民幣	490	156,458
	B株	内外	香港ドル	57	6,870
香港市場	H株	内外	香港ドル	81	15,578

注 (1) 『全景網』のウェブサイトより掲載されている。

(2) 香港市場のデータは2003年8月25日時点のもの、『内藤証券』のウェブサイトより入手した。

(3) 為替レートは1香港ドル=15円、1人民幣=13.2234円で換算。

2.2 売買手数料と印紙税

2002年5月1日より、中国株式市場の株売買手数料制度が大きく変更された。従来の一律約定金額の0.35%の固定手数料体系が改められ、上下限が設定された新しい自由型手数料制度が登場した。具体的には、A・B株に対し、手数料の上限を約定金額の0.3%に、下限を証券会社が中国証券監督管理委員会（『証監会』）に支払う管理費と証券取引所に支払う代行手数料の総額に設定された。なお、A株の1つの取引での手数料が5人民元未満の場合は5人民元に、B株の1つの取引での手数料が1米ドルまたは5香港ドル未満の場合は1米ドルまたは5香港ドルにする、と定められている。

表2.2と表2.3は上海証券取引所及び深セン証券取引所の株取引におけるそれぞれの所要費用一覧表である。

表2.2 株取引における所要費用一覧表（上海証券取引所）

	所要費用	A株	B株
個人	口座開設費	40人民元/1口座	19米ドル/1口座
	手数料	約定金額の0.3%以下、 但し、下限は5人民元	約定金額の0.3%以下、 但し、下限は1米ドル
	印紙税	約定金額の0.2%	約定金額の0.2%
	名義変更料 または決済料	約定額面金額の0.1% 但し、下限は1人民元	約定金額の0.05% (決済料)
証券会社	代行手数料	約定金額の0.011%	約定金額の0.026%
	『証監会』費	約定金額の0.004%	約定金額の0.004%

- 注 (1) 上海証券取引所ホームページ、2003年11月24日現在。
 (2) 所要費用は口座開設費を除き、売・買双方に適用される。

表2.3 株取引における所要費用一覧表（深セン証券取引所）

	所要費用	A株	B株
個人	口座開設費	50人民元/1口座	120香港ドル/1口座
	手数料	約定金額の0.3%以下、 但し、下限は5人民元	約定金額の0.3%以下、 但し、下限は5香港ドル
	印紙税	約定金額の0.2%	約定金額の0.2%
証券会社	代行手数料	約定金額の0.01475%	約定金額の0.03%
	『証監会』費	約定金額の0.004%	約定金額の0.004%

- 注 (1) 深セン証券取引所ホームページ、2003年11月24日現在。
 (2) 所要費用は口座開設費を除き、売・買双方に適用される。

2.3 一級市場と二級市場

中国では、IPO（Initial Public Offering、新規株式公開）市場を一級市場、既存株式市場を二級市場と呼ばれている。

先進国のIPO市場と同じように、中国の一級市場は二級市場と比べてリスクが低くかつ短期間で高い利益を生み出せるため、投資家らは約7,000億人民元の資金を常に待機してこの市場を狙っているといわれている。

中国の株式市場には先物取引やオプションなどのデリバティブ（派生商品）がないので、リスクヘッジが困難なことから大口の機関投資家の介入が少なく、そのため値動きが激しくなる傾向がある。そのため、二級市場には上下10%の値幅制限があり、株を購入した日の売却もできないようにしている。次の表は中国株式市場が出来てからの年度別新規上場企業の数とその増加率、上場企業の（累積）数とその増加率のデータである。

表2.4 一級市場と二級市場の年度別上場会社数

年度	一 級 市 場		二 級 市 場	
	新規上場会社数	増加率 (%)	上場会社数	増加率 (%)
1990	7	—	7	—
1991	1	—85.71	8	14.29
1992	43	4,200.00	51	537.50
1993	129	200.00	180	252.94
1994	110	—14.73	290	61.11
1995	32	—70.91	322	11.03
1996	207	546.88	529	64.29
1997	215	3.86	744	40.64
1998	107	—50.23	851	14.38
1999	98	—8.41	949	11.52
2000	139	41.84	1,088	14.65
2001	72	—48.20	1,160	6.62
2002	64	—11.11	1,224	5.52

注：基礎データの出所：中国『証監会』ホームページ。

2.4 ST株とPT株

中国株式市場には日本とは全く違うルールがある。その1つとして、上場廃止に関する規定が挙げられる。中国市場には、数年赤字決算が続けば、上場廃止になるという規定があるが、もっともその企業に最悪の信用欠落となる上場廃止を行うことは、国有企業改革と矛盾するし、今までは行われるケースもあまり多くはなかった。例えば、2001年2月に『証監会』が「赤字企業の上場を一時停止及び最終廃止に関する実施方法」を公表してから2003年11月30日までに、実際に上場廃止された企業は上海水仙、奥金曼など僅か6社のみである。

だが、中国株式市場には、銘柄名称の前に“ST”文字がついている株がよく見られる。これらの株は、時には何日間のストップ高、時には何日間のストップ安を演じるなど、悪質な投機対象となる場合もあるので不安定という特徴がある。ST (Special Treatment) 株は、1998年4月に上海・深セン証券取引所上場規則第九章「上場企業の異常期間における特別処理」の規定に基づきできたもので、2年連続赤字決算または企業経営に異常が生じた時の特別措置である。普通銘柄は1日の値幅が上下10%ですが、STでは上下5%になっている。A株に限って見ると、1998年のST株は27社、1999年には54社まで拡大した。最近(2003年11月30日時点)では125社となり、上場A株企業(1,255社)の約10%になっている。

さらに、3年連続赤字決算の場合はそのST株が一時上場停止される措置が取られる。なお、上場停止中のST株を合法的な場で取引できるために1999年7月9日にPT制度が登場された。PT (Particular Transfer) 株を売買するには、毎週平日の金曜日の普通銘柄の取引時間帯のみ、1日の値幅が上下5%、1日一回しかない株価は競売によって決定される、となっている。

ST株やPT株について、業績が回復に向かえば、STという汚名を返上できる場合もある。またPTからSTに格上げされたり、更にPTから普通銘柄になることもかなり少ないが有り得る。

2.5 市場規模

中国の株式市場は歴史が浅いが、高い経済成長率や株式育成政策、法律制度の整備を背景に急拡大している。株価がピークを迎えた2001年3月末には時価総額5兆1,295億人民元（6,195億米ドル）を超え、香港市場（6,148億米ドル）を上回って東証に次ぐアジア第2の規模となった。上海・深セン両証券取引所に上場している株式の時価総額は1991年12月末の109億人民元から2002年3月末の43,050億人民元までに増え、上場企業の株式市場を通しての資金調達累積額も1991年の5億人民元から2002年3月末の963億人民元までになっていた。さらに、年間の売買代金は1991年の43億人民元から2002年の27,990億人民元までに増えた。中国の株式市場はこの10年間、中国の市場経済の目覚ましい発展と共に成長してきた。

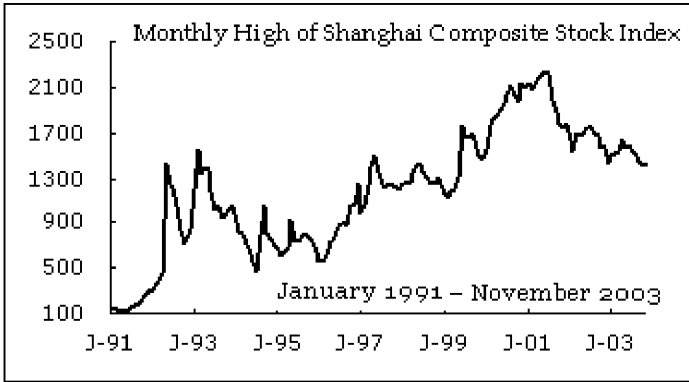
表2.5は最近5年間の中国株式市場の主要データ、図2.1は上証総合指数の時系列をグラフ化したものである。

表2.5 中国株式市場の主要データ

年度末時点	1998	1999	2000	2001	2002
上場企業総数（社）	851	949	1,088	1,160	1,224
時価総額（億元）	19,506	26,471	48,091	43,522	38,329
流通株時価総額（億元）	5,746	8,214	16,088	14,463	12,485
株券総数（億株）	2,527	3,089	3,792	5,218	5,875
口座開設数（万口座）	3,911	4,482	5,801	6,650	6,884
年間調達資金（億元）	840	944	2,103	1,199	962
年間売買代金（億元）	23,544	31,320	60,827	38,305	27,990
印紙税（億元）	226	251	486	291	112

注：基礎データの出所：中国『証監会』ホームページ。

図2.1 上証総合指数 (1991.01-2003.11)



3. 中国株式市場の特徴

中国株式市場は急速に成長しているが、さらに検討を加えると中国特有ないくつかの特徴が明らかとなる。

3.1 国有株が4割

第一の特徴は、中国株の約4割に相当する株式が（中央・地方政府、および国務院や政府に任命された部局によって保有される）「国家株」と（上場企業の発起人である母体国有企業が保有する）「国有法人株」を合計した「非流通株（国有株）」から構成されていることである。2001年10月末に、中国国内市場（上海・深セン両市場）に上場されている1,246社の企業の発行株総数は5,678億株、内国有株は2,304億株、全体の40.58%である。株式市場の規模を測定する場合には、非流通株を除いた流通株時価総額も用いる必要がある。流通株は、A株、B株とH株などから構成されている。A株は一般株、従業員株、株主割当発行株などから構成される。一般株は、一般投資家や機関投資家の保有する株式である。従業員株は職員の士気を高めるために上場企業の従業員や経営者に与えられる株式であり、通常は6ヶ月から1年の保有期間を経て証券

表3.1 上海・深セン両取引所上場企業の株式構成

流通株計(%)	41.3	35.2	34.6	34.0	35.2	36.6	36.6
A株	21.0	21.9	23.0	24.1	26.9	29.0	25.7
B株	6.7	6.4	6.4	5.4	4.3	4.2	3.1
H株	7.7	6.9	5.2	4.5	3.9	3.5	6.4
非流通株計(%)	64.6	64.8	65.4	66.0	64.8	63.3	65.3
国家株	38.9	37.7	35.4	34.3	31.6	37.1	46.2
法人株	24.5	24.9	26.7	28.2	29.6	24.9	18.3
その他	1.2	2.2	3.3	3.4	3.6	0.3	0.8

注：参考文献〔3〕による。

取引所で売却できる。流通株の時価総額の対GDP比は1993年の3%から2000年には僅か18%へと増加したに過ぎない。

第二の特徴は、第一の特徴と関連するものですが、上場企業の多くが事実上の国有企業であることです。2001年10月末に、中国国内市場に上場されている1,246社の内、831社が国有株であり、全体の66.69%である。上場企業の65%の筆頭株主が国である。非流通株の最終的な保有者は政府であることから、たとえ一般株主が集团的に投票権を行使したとしても経営に影響を及ぼすほどの投票率に達するのは困難なので、多くの上場企業にとって企業の統治方法が株式の上場によって本質的に変わるとは考えにくい。すなわち、国有企業の最終的な所有権は国民に属し、国家は国民を代表して企業を経営する。一方、経営者は経営の失敗による責任を負っているわけではなく、国有企業が経営困難あるいは破綻する場合に、最終的な損失は税金によって処理されるという間接的な形態をとるため、国民が経営者を監視する動機も低いと言える。

3.2 国有株減持計画

第三の特徴として、中国政府は、全国社会保障基金の財源捻出のために非流通株の売却を意図しているが、売却が株価暴落を誘発して一般投資家が損失を蒙り反発することを恐れて、売却を断行できないことである。

1999年11月、中国『証監会』は国有株市場売却の最初の試みとして、国有株比率が60~70%に達する上場国有企業10社をテストケース対象企業に指定した。これら10社のうち中国嘉陵、貴州タイヤの2社を対象に、同年末に国有株の一部売却が実施された。

実施対象となった2社はいずれも業績が良好ではないにも関わらず売却価格は市場価格にかなり近い水準に設定され、売却決定時に一時的に急騰した2社の株価が売却実施後に急落してしまい、国有株売却政策に対する株式市場の警戒感を深める結果となった。このため、当初2000年に実施を予定していた残り8社についての実施が事実上中止され、主として政府・『証監会』内部で国有株売却方式の再検討が進められた。

中国政府は、2001年6月14日に「国有株放出による社会保障資金調達に関する暫定規則」を発表し、国が株式を保有する企業（国外の上場企業を含む）は、株式の新規公開あるいは増発を行う際に、追加資金調達額の1割に当たる国家株を売却し、その売却額を社会保障基金に納めることを義務づけた。

中国政府は「暫定規則」に基づく国有株売却により2001年内に200億人民元程度の調達を意図していたと伝えられ、史上最大の上場となった中国石化をはじめ10社前後で実施に移された。だが国有株売却に対する株式市場の警戒感は、政府の予想をはるかに上回るものがあつた。5月まで記録的な高値で推移していた株式市場は、同規則の公表と前後して急落を開始した。10月までに下落幅は3割以上に及び、『証監会』は10月22日に同規則に基づく国有株売却の執行停止を宣言する事態に追い込まれた。売却による調達額は計画の1割程度に止まった模様である。1兆人民元近い時価総額の縮小が生じたことで、国有株売却政策に対する投資家の恐慌心理をかえって煽り立てる結果となってしまった。

ところが、中国政府は再び12月17日に「国有株放出は中国政府にとって社会保障を充実させるための重要な資金源で、これを停止するわけにはいかない」という方針を示した。しかし、高まる一般投資家の憂慮に応えるために、中国政府は、結局、2002年6月23日に国内上場企業の非流通株放出に関する規定方案の停止を決定し、これにより国有株の市場流通が凍結し、それによる社会保

障基金調達計画は変更が迫られることになった。この発表を受けて翌日の両証券取引所では10%の値上げ幅を記録した。その後、中国政府は、国有株放出は重要な改革であり、その方向性は正しいと強調し、現在は、広範囲に受け入れられる方案を検討している。

国有株売却推進にあたって中国政府がもっとも注意を払ってきたのは、株式市場への影響である。国有株売却額を株式発行・増資額の10%に留めたのも、売却を漸進的に進めることで株式市場への衝撃を抑制するという意図を反映している。こうした慎重な配慮にもかかわらず株式市場が劇的な反応を示し、政策停止のやむなきに至ったことは、中国政府にとっては大きな衝撃だった。

「暫定規則」による国有株売却失敗の原因の一つとして批判の対象となっているのは、売却価格を一律市場価格によると規定した点である。この規定は国有株売却政策を所管する財政部の売却収入を最大化しようとする意図を反映している。だが発行済株式のうち3分の1の株式しか市場での流通を認められていないという特殊な条件の下で形成されている現在の市場価格は、企業業績からみて大幅に割高であるとみなされている。このような状況で市場価格による売却を行うことは市場の不安定化を招くと批判されているが、中国財政部は依然として市場価格による売却に執着する姿勢を崩していない。

3.3 市場の投機的性格

中国の株式市場は、依然として投機的色彩がきわめて強い。売買回転率（期間売買高／年末流通株式数）は500%前後に達しており、日欧米の成熟した株式市場の10～15倍に相当する。株式の平均保有期間は2カ月にも満たない。一般投資家からみた投資リスクは高く、中国インターネット・サービス大手の『新浪網』と『証券市場週刊』は2003年9月中旬に、9,644人を対象に株式投資についてサンプル調査を実施したが、それによれば、近年の株価下落で中小投資家の9割近くが損失を蒙っており、特に損失が50%以上をも出している人が全体の4割に達している。こうした高リスクの状況を改めないかぎり、家計資産配分の貯蓄から株式投資への一層のシフトは望めない。

市場の投機的性格の重要な原因の一つは、上場企業経営の不安定性である。中国の上場企業は上場時の好業績を安定的に維持できない傾向が強い。粉飾決算が依然として深刻であることも相まって、企業業績を合理的に予想することは著しく困難である。このため投資家側でも長期的な収益を追求するよりは短期のさや取りにのみ関心を払うことになる。こうした投資家の短期利益志向は市場の値動きを大きくし、結果としてさらに市場の投機的性格を強める効果を持つ。

中国をマクロ的にみれば、株式市場の資金調達能力拡大を可能にする条件を見いだすことができる。すなわち、10兆人民元を超える家計貯蓄の存在である。家計貯蓄の増加幅は1996年にピークを示したのち2000年まで低下してきたが、それでも貯蓄残高は毎年5,000億人民元近くかそれ以上の伸びを示してきた。中国人民銀行が実施した1999年末時点での家計金融資産の推計では、家計金融資産総額 8兆1,674億人民元のうち預金資産は 5兆9,622億人民元に達し、7割強を占める。一方株券等の株式資産の占める比率は6%にすぎない。

2000年前後から、株式市場が長期の低迷を脱すると共に、株式投資への意欲は高まってきている。2001年第1四半期に実施された中国人民銀行の都市家計貯蓄意向調査では、株式を主要な金融資産とみなす家計の比率は1999年第4四半期の6.8%から12%へと、一年余りでほぼ倍増した。株式投資口座数は2001年1年で850万口座増加して6,650万口座に達した。

家計金融資産に占める株式資産の低さからみれば、今後家計が株式保有を拡大する可能性は十分にある。その鍵となるのは、株式投資に伴うリスクを如何に低減するかである。

3.4 中国と日米市場の相関について

変数のデータ (x_1, x_2, \dots, x_n) 、 (y_1, y_2, \dots, y_n) の間の関係を探る方法や関係の強さを測る尺度について考えよう。よく知られるように、

$$s_{xy} = \frac{1}{n}(x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})$$

を x と y の標本共分散 (Sample Covariance) という。但し、 $\bar{x} = 1/n \sum_{i=1}^n x_i$ 、 $\bar{y} = 1/n \sum_{i=1}^n y_i$ はそれぞれ x と y の標本平均である。なお、標本共分散 s_{xy} はデータの単位に関係するので、単位に無関係な

$$r = \frac{s_{xy}}{\sqrt{s_{xx}s_{yy}}}$$

が便利である。これを標本相関係数 (Sample Correlation Coefficient) という。 $-1 \leq r \leq 1$ の関係があり、 $r=1$ または $r=-1$ なら (x_i, y_i) , $i=1, 2, \dots, n$ はある直線上にある。

どの程度の値で高い相関というかは一概にはいえないが、一応の目安として次のようにいわれている。ただし、相関係数がマイナスの場合は逆相関である。

$$\left\{ \begin{array}{ll} \text{高い相関がある} & |r| \geq 0.7 \\ \text{かなり相関がある} & 0.4 \leq |r| \leq 0.7 \\ \text{低い相関がある} & 0.2 \leq |r| \leq 0.4 \\ \text{ほとんど相関がない} & |r| \leq 0.2 \end{array} \right.$$

表3.2は1991年1月から2003年11月までの日経平均 (日経)、ドウ30種株価指数 (DOW)、ナスダック株価指数 (NAS)、上 (海) 証 (券) 総合指数 (上証) のデータを使って計算した上証と日経、上証とDOW、上証とNASの相関係数のまとめである。具体的には、

(1) 1991.01-2003.11: 全体的には中国、米国株式市場は共に拡大していることに對し、日本市場は低迷・縮小している。したがって、上証とDOW、上証とNASの間にはそれぞれ強い相関が存在したが、上証と日経の間には相当なマイナス相関があった。

(2) 2001.06-2002.12: 中国政府は2001年6月14日に、「国有株放出による社会保障資金調達に関する暫定規則」を発表した。これを機に中国株式市

表3.2 中国・日本・米国の株式市場の相関係数

期 間	(日経 vs 上証)	(DOW vs 上証)	(NAS vs 上証)
1991.01-2003.11	-0.6984	0.8432	0.7230
2001.06-2002.12	0.7852	0.6376	0.6338
2003.01-2003.11	-0.8306	-0.6598	-0.6646

場の低迷が続いていた。一方、この期間は世界的なネットバブル破壊期でもあったため、上証と日経、上証とDOW、上証とNASの間に強い相関が存在した。

(3) 2003.01-2003.11: 日米株式市場が長い下落から漸く脱出して上昇に転じたが、中国市場は低迷したままであるため、上証と日経、上証とDOW、上証とNASの間に強いマイナスの相関が生じた。

4. 中国株式市場の動向

4.1 QFII (有資格国外機関投資家)

QFIIとは、Qualified Foreign Institutional Investorsの略で、『有資格国外機関投資家』を指す。中国『証監会』が認めた海外機関投資家に対し、中国国内株である人民元建てA株の取扱や売買を条件付で可能にする制度です。中国政府は大量の資本移動で為替レートが不安定になることを恐れ、外資によるA株投資を全面的に禁止していたが、2002年11月のQFII制度導入の発表により、国内市場であるA株を部分的に開放したと言える。

2002年12月1日に施行の「有資格境外機構投資者境内証券投資管理暫行弁法(QFII暫定弁法)」によると、申請資格を有する『有資格海外機関投資家』の条件は以下のようになっている。現在のところ、相当の大手でなければ参入の障壁は高いようです。

投資信託委託会社：業務経験5年以上、直近の会計年度の資産運用総額が100億米ドル以上。保険会社と証券会社：業務経験30年以上、払い込み資本金10億米ドル以上、直近の会計年度の証券運用総額が100億米ドル以上。銀行：直近会計年度の総資産が世界100位以内で、証券運用総額が100億米ドル以上。

また、証券売買などの業務に関して以下のような厳しい規制があり、資金の持ち出しも厳しく制限されています。

売買できるのはA株のほか国債、転換社債、社債、その他『証監会』が認可したもの。実際の資産管理と証券売買は、有価証券の保管業務を受託する銀行や証券会社に委託しなければならない。

運用を開始した元本は、クローズドエンド型ファンドの場合は3年間、その他のファンドでは1年間経過しないと海外送金はできない。1度に送金できる額は元本の20%までで、次の送金までにクローズドエンド型ファンドは1カ月以上、その他のファンドは3カ月以上の間隔を空けなければならない。

2003年7月29日現在、投資限度額が認可されているQFIIはスイス銀行：3億ドル；野村証券：5,000万ドル；シティーグループ：7,500万ドル；モルガンスタンレー：3億ドル；ゴールドマンサックス：5,000万ドル；などとなっている。

中国『証监会』が発表した、QFII導入にあたりその「模範銘柄」として推奨されている銘柄は、青島ビール（600600）、中国石油化工（600028）、華能国際電力（600011）、万科企業（000002）、宝山鋼鉄（600019）、上海浦発銀行（600000）などである。

4.1 QDII（有資格国内機関投資家）

QDIIとは、Qualified Domestic Institutional Investorsの略で、『有資格国内機関投資家』を指す。外貨流出入の規制を行っている国で、当局が一部金融機関を指定し、その国の一般の人でも指定機関を通じて、海外の資本市場、特に株式市場の取引を行うことができるようにするというシステムです。現在のところ、この制度はまだ導入されておらず、中国国内の投資家による外国株投資は禁じられているが、このQDII制度が中国で導入されれば、香港はもちろん、日本やシンガポールといった国外の株式にも投資できるようになる。ただし人民元の資本項目が開放されるまでは、当面投資対象は香港に限定されるものと思われる。

QDIIが認可された際に、真っ先に資金の流入が予測されているのはH株です。H株を発行する企業の多くは、中国本土の人民元建てA株市場にも株式を同時上場しているが、両株価には大きな価格差があり、高い流動性に加えて投機的な買いも入りやすいことなどから、A株の価格は為替レートを修正しても、H株の4倍前後という高水準で取引されている。こうした実状の下では、中国

の機関投資家にとってH株の価格が“超割安”に映ると考えられる。こうした中、860億米ドルに及ぶといわれる国内個人の外貨預金がQDIIの導入により香港に投資されるようになれば、H株の大幅な値上がりの可能性が予想される。実際にB株では、2001年2月に国内投資家に開放した後、株価が3倍に上昇する銘柄もあった。

また、QDII制度はA株の株価にも大きく影響すると予測されている。1つの上場企業がA株とH株の双方を上場している場合、株価の低いH株の影響を受け、A株も株価を下げることになる。A株市場全体の相場を下げる可能性もあるが、一方では、投機的投資の空間が狭められ、市場の成熟を促進するとの期待の声もある。低迷する国際市場が中国国内のA、B株市場にマイナス影響を与えかねないと懸念の声もある。一方、国際市場の不振から、海外の余剰資金が中国に流入するため国内市場へのダメージは避けられるとの見方もある。香港では、低迷する経済のカンフル剤として期待されている。

4.3 A株・B株の統合

中国B株市場は、人民元が自由に兌換できない条件の下で外資を調達する場所として1992年2月に設立された。しかし、一時的には活気を見せたものの、冷却化し、流動性に欠くようになるのも早く、A株市場との価格格差も5-6倍にのぼるようになった。外資も次々に撤退し、現実には市場参加者の8~9割が国内個人投資家で、国内資金がいわばグレーゾーンを通じて流入するようになっていた為、市場の実態が不透明になっていたり、A株市場に比べ長期低迷状態にあり、このままではB株の存在意義が危うくなるだろうといわれていた。

そこで2001年2月19日に中国『証監会』は、外国投資家に限定されていた上海B株・深センB株購入資格を外貨預金口座を持つ国内投資家にも開放した。中国政府は「国内居住者B株投資規定・細則」で「B株購入に使用可能な外貨(米ドル、香港ドル)は、銀行の外貨口座に預金された合法的な外貨のみ」と規定し、B株市場の透明性を高めると同時に、個人所有の外貨に用途拡大の機会

をもたらした。

2月18日より上海、深セン証券市場のB株取引は停止されたが、再開の28日までの10日間に開設された新規口座は34万口を越えたといわれ(『中国証券報』)、香港からも深センにつめかける市民が激増、上海でも一般市民開設日の26日には朝早くから長蛇の列が続き2時間で2,500の取引口座が開設されたと報じられている。株価に関しては、開放前の1999年から開放後の2001年5月までに上海B株指数は約10倍に跳ね上がり、国内開放後のわずか3カ月では上海市場のB株54銘柄は2.8倍に、深セン市場のB株57銘柄は3.3倍に跳ね上がった。その後、6月1日には上海・深センB株の国内投資家への全面開放が行われた。

この事は、中国の証券市場が歴史的・構造的に抱えてきた問題を調整し、今後のA・B株市場の統合と国際化を促進するものといえる。そして大切なことは、中国B株の国内個人投資家への開放と同時に、中国『証監会』が赤字企業に対して、「連続赤字企業の上場停止及び上場規則細則」を定め、原則2年連続赤字のST銘柄や3年連続赤字のPT銘柄の監視を強化し、4月にPT上海水仙電器が中国初の上場廃止が決まったことです。また、7月に銀行の不正融資資金(他目的の理由で貸し出された資金が株式に流入したこと)にメスが入ったことも、市場改革という点で中国B株国内個人投資家開放と一貫性を持つとの認識が必要です。

中国株式市場の巨大化・国際化を図りたい中国当局では、“A株とB株の市場統合”という計画もある。ただし、A株とB株の市場統合について、中国『証監会』の一部では依然慎重論が出るほか、朱鎔基前首相が「統合が望ましい」とのコメントを発して入るものの、一般的にはあと5年から10年は諸々の準備で時間がかかると見られている。

5. 中国株式市場の長期展望

5.1 人民元の兌換自由化

まず、「人民元切り上げ」問題について再考が必要だと思う。繊維製品から

電機製品まで、安価で良質な「メイドインチャイナ」が大量に入ってくることで、日米の産業界からは「人民元を切り上げせよ」との悲痛な声があがっている。見方を変えれば、これは「いつか来た道」である。日本の貿易黒字は1968年頃に定着し、IMF 8 条国に移行したが、その3年後にはニクソン大統領の「ドル・金交換禁止」によって固定相場制が崩壊し、円レートは切り上げられた。途上国は国際競争力をつけて行く過程で、通貨の切り上げを余儀なくされる。貿易黒字と直接投資によってコンスタントに外貨を稼いでいる中国経済にとっても、人民元の切り上げ圧力は避けて通れない。

事実上、中国は通貨・人民元の資本取引は政府の管理下に置きつつも、経常取引はじょじょに自由化している。たとえば外国人による中国の株式購入は米ドルか香港ドル建てに限られ、債券の購入も原則禁止。逆に中国人が海外の株式投資を行うことも原則禁止だし、海外の債券の購入は事前許認可が必要だ。

しかしWTOに加盟したこともあり、資本項目の自由化は不可避である。中国当局は少しずつ金融市場の開放と、外国為替管理の緩和を進めていくだろう。

中国国家計には800億米ドルの外貨預金があるといわれ、中国国民の外貨選好の強さから考えて、資本取引が自由化された瞬間に、怒涛のような資本逃避が生じるのではないだろうか。つまりその時点で膨大な「人民元売り、ドル買い」需要が発生する。ドルショックのときの日本とは逆に、「人民元安、ドル高」が進行してしまうのではないか。したがって、人民元の兌換自由化を進めていく過程で、1つの考えとして、まず、人民元の香港ドルへの交換自由化を実現した上で人民元と香港ドルを統一させ、最終的に統一された通貨を自由に兌換できるようにするという方法をとるべきである。

5.2 上海・深セン・香港市場の統合

最近、米国のナスダック市場がニューヨーク株式市場への統合を望んでいるという凄いニュースをラジオで聞いた。次表にあるように、中国大陸の株式市場は12年間の歴史しかなく、早期に日欧米のような巨大の市場と肩を並べるには分散された市場を統合するしか道がないだろう。

表5.1 株式市場別の時価総額（億米ドル）

東証	NYSE	NASDAQ	中国国内	香港	台湾
23,187	117,137	28,999	6,195	6,148	2,475

注 (1) 東証、NYSE、NASDAQの数値は2001年12月末時点。

(2) 中国国内、香港、台湾の数値は2001年3月末時点。

市場への影響などを考えて、まず、深セン取引所を上海市場へと統合させ、それから香港市場を上海市場へとの統合も考えるべきである。将来的には、台湾市場もこの市場に加えることができれば一番理想である。

5.3 A株・B株・H株の統合

配当金の権利など同じ価値を持つ株式は同じ株価であるのが一般的です。しかし、中国では同一の企業であってもA株、B株、H株は異なる株価になっている。それを改めるには統合するしかないと思う。

A株・B株・H株の統合には、外せない前提条件がある。それはB株・H株市場の活性化です。A株、B株、H株には大きな価格差があり、A株をこれ以上下落させるわけにはいかないから、外資導入も含めて、B株、H株市場にはまだ多くのテコ入れ策が必要となる。

A株・B株・Hの統合が実現されれば、現在株価がA株に比べて割安に設定されているB株・H株がA株の価格水準に近づく。また、上海に巨大なマーケットが出現することも意味する。アジア経済、さらには世界経済に影響を及ぼす株式市場が中国に誕生することになる。

5.4 機関投資家の育成

1999年以降、株式市場への機関投資家の参入が政策的に奨励されると共に、機関投資家のプレゼンスは急速に増大しているとみられる。2001年に中国人民銀行の推計によれば、機関投資家の保有する株式は流通株式総額の3割程度に達した。

だが目下のところ、機関投資家の急速な成長は必ずしも株式市場の安定化に

貢献していない。むしろ機関投資家の側では株式市場の投機性に適応し、投資規模の相対的な大きさを利用して相場操作による収益を計る傾向すらある。2000年10月には証券ファンドによる不正な相場操作が普遍的に行われていることを証券取引所関係者が暴露して関係者に衝撃を与えた。

株式市場安定化を担う機関投資家としては、一般の投資ファンドよりむしろ年金ファンド・保険ファンドが有望であると思われる。これらのファンドはその性格上、長期に安定した収益を上げることが重視すると期待される。現在整備が進められている公的年金に加え、企業による補充年金や個人の貯蓄性年金などの商業年金も成長しつつある。当局も年金・保険ファンドによる株式直接投資の容認、株式投資比率の引き上げなど、年金・保険ファンドの株式市場参入を促す措置を実施している。

また、株式市場の活性化という観点から、信用取引制度の導入や株式指数による先物取引の創設なども考えるべきである。

5.5 新興市場の創設

中国では新興市場（『創業板』）の創設を求める声はだいぶ以前から根強く、関連部門はこれに対してしっかりと準備活動を進めてきていると認めた。また現在、中国においてベンチャー投資は発展の最中にあるので、『創業板』の早期全面開放は時期尚早と指摘する声がある。

しかし、ベンチャー投資市場の発展を加速させるためにも、中国では『創業板』設立に向けた三段階戦略を考えているといわれる。

第一段階は「ハイテクボード」を立ち上げることで、収益力やポテンシャルなどを考慮してハイテク企業の株式上場を促すことを訴えている。

第二段階ではベンチャー投資市場の発展状況に合わせてその規制を徐々に引き下げていき、第三段階において、全面的に『創業板』として開設して、全面的に開放するというものである。

したがって、『創業板』の実現は遠い将来のことではないだろう。

6. おわりに

1990年に上海証券取引所、1991年に深セン証券取引所が設立されてA株取引が始まり、1992年にそれぞれB株が始まったということから、僅か12年の歴史しかない。この12年間に多くの国有企業が民営化され、上海・深センの両市場には2003年11月30日末に1,224社が上場され、43,051億人民元の時価総額を誇るに至っていた。

しかし、現状をみれば自由兌換できない通貨、過剰な国有株比率、機関投資家の未熟、分散された株式市場（上海、深セン、香港）、複雑なA株・B株・H株制度、日常茶飯事的な粉飾決算、投機的な売買が主流な個人投資家など問題点も非常に多い。

日欧米市場のように、海外からそれなりの投資を集め、国内投資家が主役となるような健全かつ大規模な株式市場の形成が出来るかどうか、現時点では誰にも判断がつかないというのが正直なところである。

中国の生命保険最大手、中国人寿保険（北京）は2003年12月17日にニューヨーク証券取引所に株式を新規公開した。世界の株式市場で2003年におけるの最大規模の新規公開で、中国経済の急速な拡大を背景に、同社株価は一時売り出し価格を約35%上回る過熱ぶりをみせた。資金調達額は12月18日に上場する香港市場での公開分を含め約30億米ドルにもものぼったのである。

したがって、現在投資先として具体的に検討するのは性急過ぎるとしても、将来の中国経済の可能性を考えると、中国の株式市場は定点観測する意義が非常に大きいと思う。

参考文献

- [1] 白井 早由里「中国の金融・資本市場改革の成果と今後の課題」『開発金融研究所報』、第15号、pp. 82-103、2003。
- [2] 吉崎 達彦「特集：中国経済への深まる疑問」『溜池通信』、第151号、pp. 1-9、2002。
- [3] 今井 健一「株式市場を通じた民営化－大企業民営化への途－」『アジア経済研究所』トピックリポートNo.47:「中国の公企業民営化－経済改革の最終課題－」、2003。
- [4] 長 国強「NIKKEI・DOW・NASDAQの相関について」『駒大経営研究』、第35巻、第1・2号、pp.1-40、2003。

ウェブサイト：

- [1] 『中国情報局』 (<http://stock.searchina.ne.jp/>)
- [2] 『中国証券監督管理委員会』 (<http://www.csrc.gov.cn/>)
- [3] 『全景網』 (<http://www.p5w.net/p5w/home/data/gengra/index.html>)
- [4] 『内藤証券』 (<http://www.naito-sec.co.jp/>)
- [5] 『上海証券取引所』 (<http://www.sse.com.cn/>)
- [6] 『深セン証券取引所』 (<http://www.szse.cn/>)
- [7] 『深浪網』 (<http://www.sina.com/>)
- [8] 『証券市場週刊』 (<http://www.zhoukan.com.cn/>)