

経済情報

改革深化が期待される中国の株式市場

【要旨】

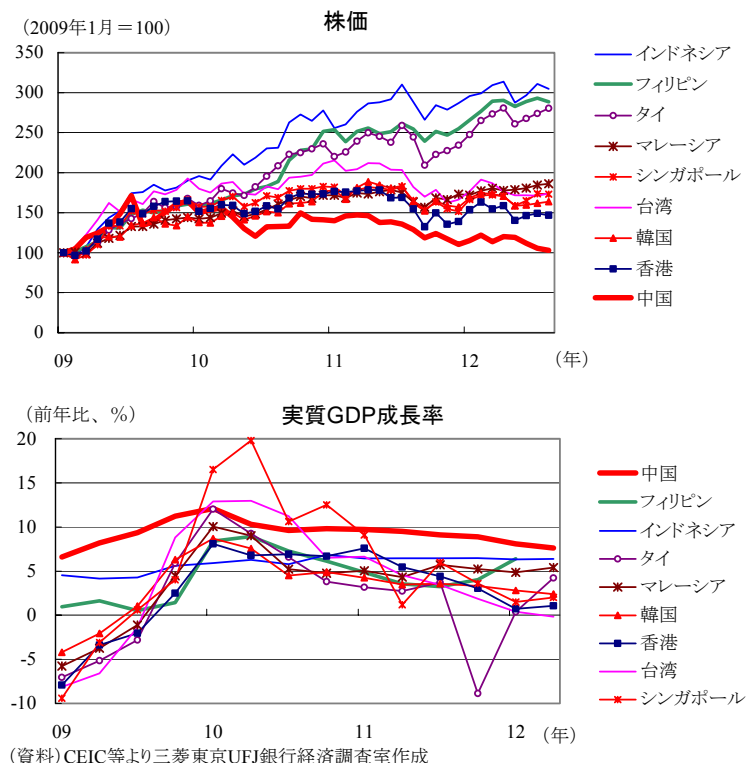
- ◇ 中国では、相対的に高めの経済成長にもかかわらず、株価が下落基調にある。その背景には、①中国の株式市場は 90 年初頭に試験的に開設され、歴史が浅く、独自のシステムを持った市場であること、②対内、対外ともに証券投資が厳しく規制された閉鎖的な市場であること——があり、中国は、現在、そうした状況からの改革の途上にある。
- ◇ 中国の株式市場システムのなかで、とくに大きな問題をはらんでいたのは、全体の 3 分の 2 を占める非流通株の問題で、非流通株主が上場企業ならびに一般投資家（流通株主）の利益を損なうケースが少なくなかった。2005 年から全ての株を流通化させる改革が進展し、非流通株主の大量売却による株価下落は避けられたものの、上場企業への支配力はさほど衰えず、市場の健全性の問題は今日まで払拭されていない。
- ◇ 2009 年以降、新興企業向け市場の創設、信用取引・先物取引の解禁などが相次ぎ、中国の株式市場が厚みを増すなかでも、株価は下落基調を辿った。その要因として、投資家の市場に対する信認の低下が指摘されており、証券監督管理委員会は 2011 年に就任した郭樹清主席を中心に市場の健全性・透明性の向上への取り組みを強化している。
- ◇ 高成長期から安定成長期へのステージ移行を踏まえて、中国の金融システムの効率化は不可欠となっており、株式市場改革の深化はその中心的課題の一つといえる。非流通株の問題が一応の解決をみたことで株式市場の機能は高まったとはいえ、市場の健全性向上を含め、課題は少なくなく、今後の改革の進捗には注視を要しよう。

中国では、3年に渡り、株価が下落基調にある。中国はグローバル危機下の2009年を9.2%の高成長で乗り切り、足元で景気は減速しているとはいえ、欧州債務問題が重石となっている世界経済のなかで、相対的には高めの成長を維持している。にもかかわらず、中国の株価の上昇率はNIEs、ASEAN4カ国を下回っている（第1図）。

中国の株価動向が世界の標準的な動きと異なるのは今に始まったことではない。その背景には、①国の株式市場は90年初頭に試験的に開設され、歴史が浅く、独自のシステムを持った市場であること、②対内、対外ともに証券投資が厳しく規制された閉鎖的な市場であること——があり、中国は、現在、そうした状況からの改革の途上にある。

中国の金融システムにおいては、銀行が中心的な役割を果たしているが、国有大企業に優先的に資金を供給して、民間企業の資金需要には応えず、効率的な資金配分を歪めていると批判されてきた。高成長期から安定成長期へのステージ移行を踏まえて、こうした金融システムの是正は急務となっており、その観点から、株式市場も改革を深化させ、企業の資金調達のみならず、投資家の資産形成にも資するべく機能を向上させる必要性が高まっている。そこで、以下で、中国の株式市場の独自性と改革の進捗状況を見ていきたい。

第1図：アジアの株価と成長



1. 中国の株式市場の独自性

中国では、90年に上海、91年に深センに証券取引所が開設されたが、社会主義下の実験的な位置付けゆえに、独自のシステムが採用された。国家株（国家が保有する

株)、法人株〔法人（主として国有企業）が持合で保有する株〕などの非流通株が全体の3分の2を占め、残る3分の1のみが流通株として株式市場における取引対象となった。これは、市場開設の主目的が国有企業の新たな資金調達源の確保にあり、政府が上場後も国有企業に対し、非流通株を通じて支配権の維持を図ったためと考えられている。

中国の株式は、中国人投資家向けに人民元建てで取引されるA株と外国投資家向けに外貨建てで取引されるB株という形でも分かれている（第1表）。ただし、B株については2001年以降、中国人投資家も取引可能となった。また、中国企業の株式は、1993年の香港上場を初めとして、世界の主要市場に上場するようになったが、香港上場株（H株）が大半を占めている。なお、2002年には適格海外機関投資家（QFII）に対してA株投資が解禁、2006年には適格国内機関投資家（QDII）に対して海外株投資が解禁されたが、投資可能な金額は極めて小規模にとどまっている。

第1表：中国の株式構成

	株式時価総額									QFII投資認可額	QDII投資認可額
	合計	非流通株			流通株			H株（注）			
		A株	B株		A株	B株					
2000	5,919	3,866	3,858	9	2,053	1,875	68	109	0	0	
2001	5,386	3,511	3,492	19	1,875	1,612	135	128	0	0	
2002	4,796	3,122	3,118	4	1,674	1,416	93	166	0	0	
2003	5,649	3,538	3,530	8	2,112	1,487	105	519	17	0	
2004	5,063	3,079	3,073	7	1,983	1,314	83	586	35	0	
2005	5,670	2,724	2,722	2	2,946	1,220	75	1,652	57	0	
2006	15,776	8,340	8,338	2	7,436	2,946	163	4,327	91	204	
2007	51,267	32,569	32,566	2	18,699	11,870	347	6,482	100	509	
2008	21,267	11,533	11,533	1	9,734	6,108	116	3,510	134	542	
2009	41,768	14,716	14,715	1	27,052	20,745	264	6,043	167	628	
2010	46,778	13,660	13,659	1	33,118	26,085	331	6,702	197	726	
2011	39,359	10,583	10,582	1	28,776	23,272	229	5,275	216	749	

（注）海外上場株のほとんどは香港上場のH株なので、海外上場株はH株で代用。

（資料）CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

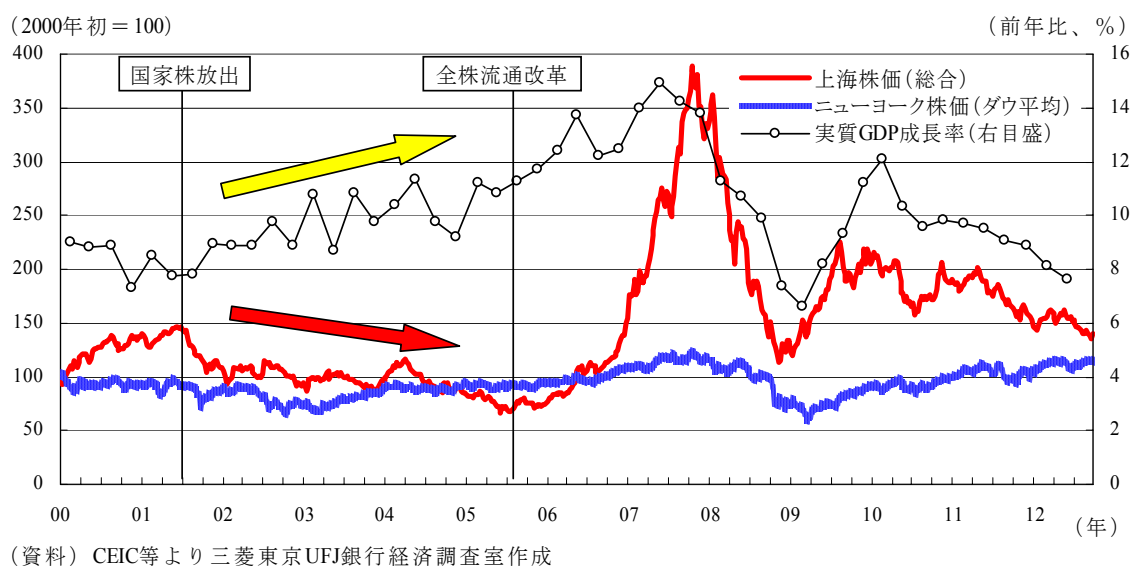
2. 全株流通改革の進展

独自色が強い中国の株式市場システムのなかでも、とくに大きな問題をはらんでいたのは、非流通株が全体の3分の2を占めたことであった。非流通株主が支配権を有する上場企業の資金・資産流用などで上場企業の価値を毀損し、上場企業ならびに一般投資家（流通株主）の利益を損なうケースが少なくなかった。株主によるモニタリング機能やガバナンス向上を促す機能が乏しければ、市場の信頼性・健全性も低下する。上場企業自体にも粉飾決算、株価操作、インサイダー取引など違法行為が指摘された。この結果、機関投資家の育成が遅れるなかで、個人投資家が企業のファンダメンタルズよりも、風評に反応して、短期売買を繰り返し、ボラティリティの高い不安定な市場を形成することとなった。

さらに、株価は全体の3分の1に過ぎない流通株の需給に基づいて形成されたため、非流通株の流通を可能とする制度変更があれば、値崩れするリスクを内包していた。2001年6月、非流通株である国家株の売却策が導入されると、その危惧は現実のもの

となった。政府は、国有企業の新株発行時に資金調達額の10%相当額の国家株を売却し、その資金を全額社会保障基金に納入することで、当時の株高メリットを、将来的に資金不足の恐れがある社会保障資金の拡充に活用しようとしたのだが、結局、株価の急落を招き、頓挫した。しかも、投資家に需給悪化のリスクを認識させたため、その後、経済成長加速の下での株安という異例の事態が長期化した（第2図）。

第2図：株価と経済成長

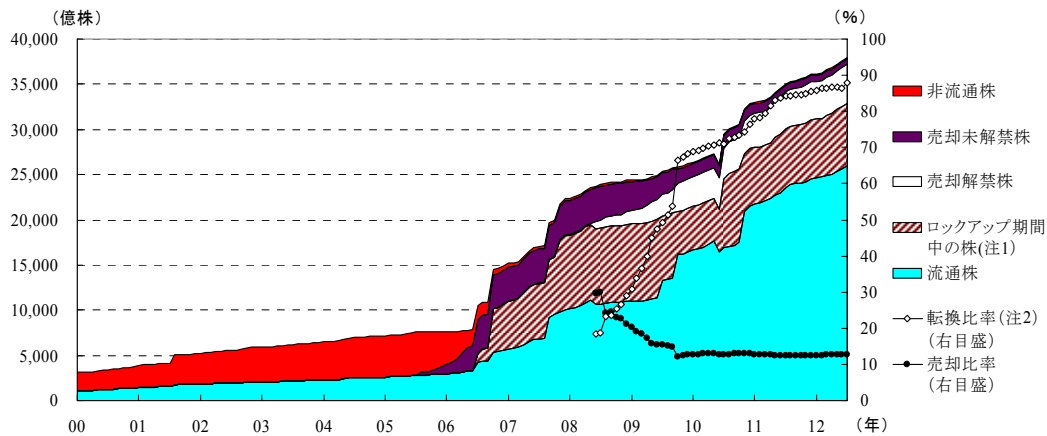


2005年4月には、非流通株の流通化は全株流通改革として再開された。その際には、非流通株主が上場企業に対する強力な支配権ゆえに、一般投資家や上場企業の利益を損なう行為を取る傾向にあり、株式市場への信認を低下させるという問題を解決することが主眼とされた。政府も徐々に株式市場育成の必要性に対する認識を深め、投資家の利益にも目配りするようになったのである。

証券監督管理委員会（証监会）は株式の需給不安に配慮し、①非流通株主から流通株主への需給悪化の対価（株・現金）の交付、②1年間売買凍結、③大株主に対する売却制限、④新規株式公開（IPO）の1年間凍結——など制度設計に細心の注意を払った。また、2006年末までに全上場企業の非流通株を解消するという方針に基づき、改革実行企業に対する優遇措置と改革未実行企業に対する制裁措置を通じ、ほとんどの上場企業を2006年中に改革完了させた。

非流通株のうち、売却凍結期間を経て売却解禁に至った株の比率は2008年6月の18.4%から上昇の一途を辿り、2012年7月には87.8%に達している（第3図）。一方、非流通株主が売却解禁株を売却した比率は12.6%にとどまり、改革に伴う株価下落リスクは杞憂に終わった。このため、2009年6月には、全株流通改革後に上場した企業に関し、新規発行株の10%に当たる国有株（国家株、国有法人株）を移管させることにより、社会保障基金の拡充も可能となった。もっとも、非流通株主の売却比率が低いということは上場企業への支配力がさほど衰えていないことを意味しており、市場の健全性の問題は今日まで払拭されていない。

第3図：全株流通改革の進捗状況



(注1) 2006年以降、新規上場会社の株は原則として流通株であるが、支配株主については3年間、ロックアップ期間として売却が禁じられている。

(注2) 転換比率は、非流通株から売却解禁株への転換の比率、売却比率は売却解禁株を非流通株主が売却した比率。

(資料) Wind資訊等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. 株式市場における新市場・新取引の導入

2006年には全株流通改革の目処が立ったこともあり、株式市場に厚みを加えるべく、新市場・新取引の導入に向けた機運が高まった。しかし、その後、急騰した株価抑制への対応が急務となり、続いて、グローバル危機の混乱などがあり、実現に至ったのは2009年秋以降であった。

(1) 創業板（新興企業向け市場）の開設

2009年10月30日、創業板が10年もの準備期間を経て、深セン証券取引所に開設された。創業板は新興企業育成のためのハイリスク・ハイリターンの市場という位置付けであり、第2表の通り、上場基準における利益条件は、メインボードに比べ、若干緩和されている一方、引受主幹事による指導については、より長期かつ綿密な規定がある。

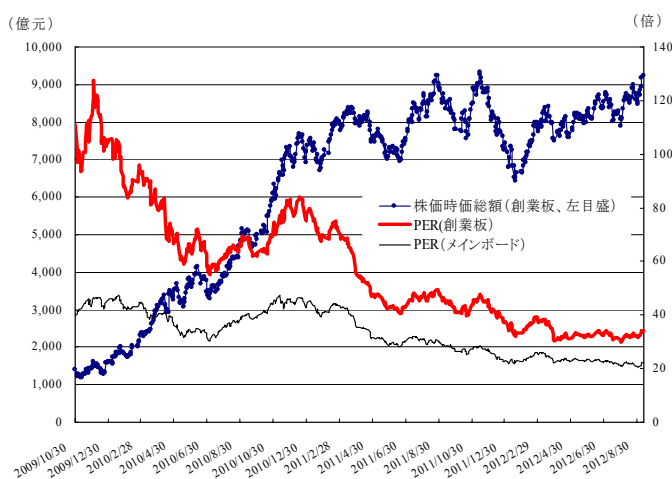
第2表：創業板とメインボードの比較

	創業板	メインボード
上場基準	営業実績	上場申請前に3年以上の株式有限会社
	利益条件	①ないし② ① 直近2年連続の利益計上、かつ、累計額1,000万元以上、かつ、持続的に増加。 ② 直近1年の利益計上、かつ、純利益500万元以上、直近1年の営業収入5,000万元以上、直近2年の営業収入増加率がともに30%以上。
	株式資本総額	発行後で3,000万元以上。
	純資産	発行前で2,000万元以上。
	業務	主として1種類の業務を営んでいること。
保証推薦人による指導	監督指導継続期間	監督指導継続期間（保証推薦人となる証券会社が、発行企業の健全性維持のため、継続的に監督指導する期間）は、IPOの場合、上場年度とその後の3年間。
	報告書の発表	IPO後の「監督指導継続期間」中の発行企業による年度・中間決算発表後15営業日以内に、保証推薦人は、当該企業の健全性にかかわる項目について分析を行い、独立意見を示した報告書を証券監督管理委員会が指定したウェブサイトに表示。

(資料) 深セン証券取引所資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

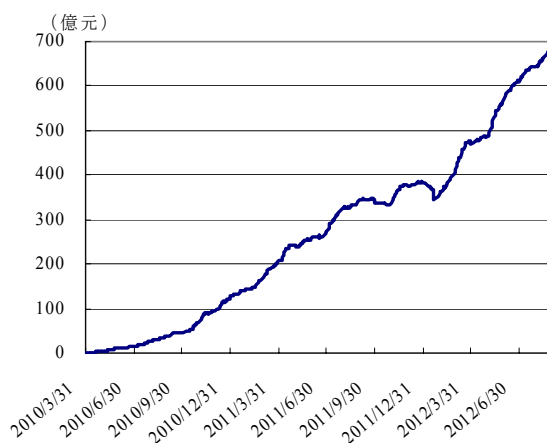
2012年8月末時点で、上場企業数は349社、株価時価総額は8,541億円（深セン取引所の株式全体の12.7%）、取引高は8月で深セン取引所の株式全体の11.7%まで拡大している。2010年初頭までは、PERがしばしば100を超えるほどの盛り上がりであったが、その後の金融引き締め強化の下で、他の株式同様、株価が下落し、足元のPERは30前後まで低下してきた。それでも、深センのメインボード株の約20に対して相当に高水準にある（第4図）。

第4図：創業板の時価総額とPER



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：信用取引残高



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 信用取引の解禁

2010年3月31日、上海・深センの両証券取引所において、信用取引が試験的に解禁された。取扱証券会社は证监会の認可を受けた6社、対象銘柄は上海50銘柄、深セン40銘柄となった（現在は取扱証券会社70社、対象銘柄は上海185銘柄、深セン102銘柄）。口座開設には最低で50万元の預かり資産を必要と定め、金利を高め設定するなど、極めて、限定的な形で開始した。それでも、同年12月には、取引残高が早くも100億元に達し、その後も順調に拡大した（第5図）。

こうした状況を踏まえ、2011年11月25日、上海・深セン両取引所は、信用取引実施細則を公布し、信用取引を試行段階から通常取引に格上げした。さらに、2012年8月30日には、証券会社11社について、銀行、ファンド、保険会社等から資金・株式を借り入れ、信用取引向けに転貸することが可能となり、取引拡大に弾みがつくことが期待されている。ちなみに、2012年8月末の取引残高は675億元となっている。

(3) 株価指数先物取引の解禁

2010年には信用取引に続いて、4月16日に株価指数先物取引も解禁された。参加に当たって、法人投資家の場合は、純資産額100万元以上、保証金口座残高50万元以上に加え、財務状況、業務スタッフの質、内部リスク管理なども精査の対象となる。一方、個人投資家にも、口座保証金残高50万元以上、株価指数先物に関する試験の

合格、株価指数先物の模擬取引もしくは商品先物取引の経験という厳しい条件が課せられており、実態的には参加は極めて難しくなっている。対象証券は、上海・深セン300 株価指数先物のみであるが、取引は活発で、2012 年の売買高は現物市場のほぼ倍に達している。

4. 市場の健全性・透明性向上への取り組み

こうして新たな市場や取引が導入され、中国の株式市場が厚みを増すなかでも、株価は下落基調を辿った。中国の景気は引き締め政策下で減速しつつあったとはいえ、諸外国に比べれば、相当に高水準の成長が続いていたにもかかわらず、株安を余儀なくされた。その背景には投資家の市場に対する信認の低下が指摘されていた。そこで、2011 年 10 月に証監会の主席に就任した郭樹清氏は市場の健全性・透明性の向上への取り組みを強化した。

(1) 投資家保護のための規制強化

2012 年 1 月 10 日、証監会は投資家保護局を設置し、投資家保護のための法律や規制の立案・修正のほか、投資家教育、投資家からの苦情処理プロセスの合理化などにも注力することとした。

続いて、2 月 14 日、「上場企業買収管理法」を一部改正し、大株主による株式買い増しに関する規制を強化した（3 月 15 日施行）。30%以上の株式を保有する株主が 12 カ月以内に 2%以下の株を買い増す場合、および、50%以上の株式を保有する株主が買い増す場合には、買い増す株が 1%で翌日公表、2%超ならば、当日および翌日は株式の買い増しを一時停止することとした。これにより、株価のボラティリティを抑制し、取引の公正性を高める意図がある。

証券取引所も規制強化を進めている。3 月 8 日から、深セン取引所は、新規上場株式の急激な価格変動を抑制するため、上場日に価格が 10%以上変動するか、取引高が流通株式数の 50%を超える場合、取引終了 3 分前まで取引を停止することとした。従来は、株価変動が 20%で 30 分、30%でさらに 30 分の取引停止で、80%でようやく取引終了 3 分前までの停止であった。

また、6 月 28 日には、両取引所において、上場廃止基準の強化が決定された。従来、3 年連続赤字で上場暫定停止、4 年連続赤字で上場廃止と規定されていたが、上場暫定停止の段階で、関連会社による優良資産の注入や他企業による買収などがあり、上場廃止に至るケースはほとんどなかった。しかし、新たな規制においては、取引高や株価に基づく上場廃止規定が加わり、また、上場暫定停止の企業が上場廃止を回避し、上場再開を果たすためには、資産の注入などの非経常性の損益を控除したベースでも黒字となるほか、売上、純資産、ガバナンスなど多くの条件をクリアすることが必要となった。この結果、値動きの激しさから人気を集めていた ST 株（監理銘柄に相当）は上場廃止リスクから株価下落を余儀なくされた。また、以前から低調であった B 株市場では、終値が 20 日連続で額面を下回るという上場廃止条件に抵触し、暫定停止

に陥った企業が出て、低迷に拍車をかける結果となっている。株式市場の健全性向上を狙った措置であったが、今のところ、市場の信認回復から株価が持ち直すには至っていない。

(2) 対内投資規制の緩和

対内投資規制の緩和も進んでいる。新たな投資家を呼び込み、低迷する株式市場の回復を図るのみならず、外国投資家による上場企業のモニタリング機能などへの期待も大きいと考えられる。

2011年12月16日、外国投資家に対して人民元の運用機会を拡充するという人民元の国際化の意味合いもあり、RQFII（人民元適格海外機関投資家）制度が新設された。これに伴い、ファンド管理会社および証券会社に対し、人民元建てでの対内証券投資が解禁された。当初の認可額はRQFII全体で200億元であったが、2011年末までに政府はファンド管理会社9社、証券会社12社を認可し、200億元の割り当てを完了したため、2012年4月3日にRQFIIの投資枠を700億元に増額した。この際、同時に、QFII全体の投資枠も300億ドルから800億ドルに拡大した。

2012年6月には、QFIIに関する規制が大幅緩和された。QFII資格要件の引き下げ（第3表）、資格申請手続きの簡素化、投資対象の拡大などに加え、QFII全体の持株比率も20%以下から30%以下に引き上げられた。これに伴い、2011年12月から目立っていたQFII資格の認可ペースの加速に一段と弾みがついた。QFII資格の認可数は2011年1～11月の15社に対し、12月のみで14社、2012年には1～8月で41社に達している。この結果、8月時点のQFIIは176社、認可額は298.7億ドルとなっている。

第3表：QFII資格要件の変更

	経営年数	規模
ファンド管理会社、保険会社、その他の機関投資家（年金基金等）	5年以上→2年以上	証券資産：50億ドル以上→5億ドル以上
証券会社	30年以上→5年以上	払込資本金：10億ドル以上→純資産：5億ドル以上 預かり証券資産：100億ドル以上→50億ドル以上
商業銀行	なし→10年以上	総資産：世界上位100位以内→コア資本：3億ドル以上 管理証券資産：100億ドル以上→50億ドル以上

（資料）証券監督管理委員会「適格海外機関投資家による対内証券投資管理法の実施に関する規定」等より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

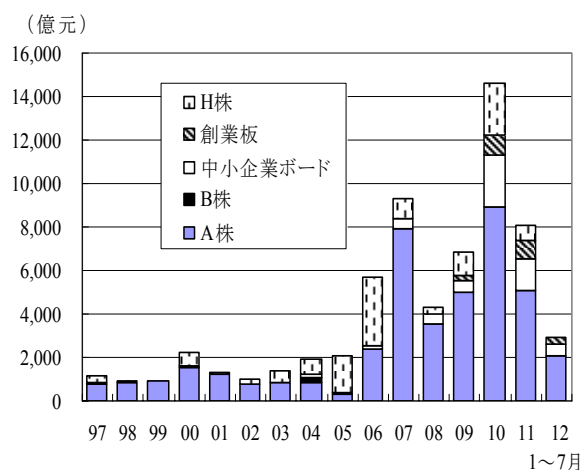
5. 求められる改革の深化

冒頭で述べたとおり、高成長期から安定成長期へのステージ移行を踏まえて、中国の金融システムの効率化は不可欠となっており、株式市場改革の深化はその中心的課題の一つといえる。

これまでの改革を振り返ると、全株流通改革が株価下落を引き起こすことなく進展したこともあり、株式市場の機能は高まったと評価できよう。とくに、株式発行による資金調達額は2000年代後半以降、格段に増加した（第6図）。とはいえ、企業の資金調達における株式市場の位置付けは依然として限定的であり、銀行部門への依存度

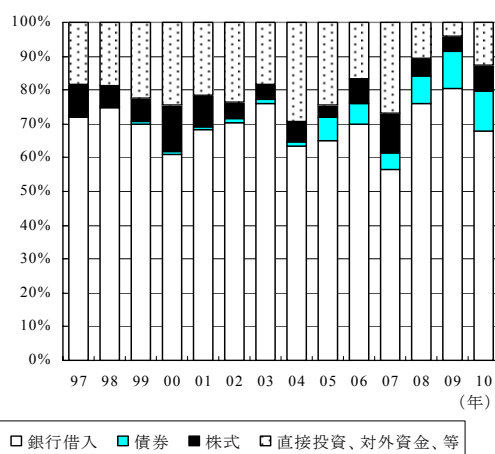
が極端に高い状況は変わっていない（第7図）。一方、家計の資金運用面では、全株流通改革を経て、運用手段として定着した感がある。株価が急騰した2007年以降、新規投資家が急増し、有効投資口座数は1億3,861万口座に達しており、個人投資家は約7,000万人といわれる（第8、9図）。しかし、3年超に渡る株価下落局面で、投資家の資産形成という機能が損なわれている。2011年に時価総額が6兆円目減りするなかで、アンケート調査に基づく個人投資家の損失額は平均4万円と1人当たりGDP（35,083円）を上回るほどである。

第6図：株式発行による資金調達額



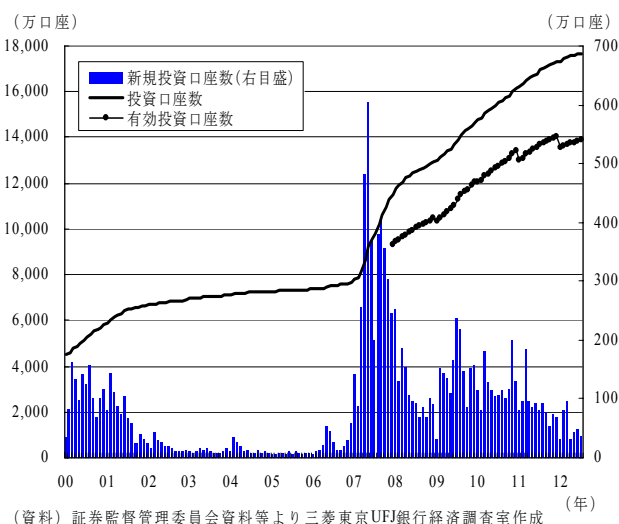
(資料) CEIC等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年)

第7図：企業の資金調達（フローベース）



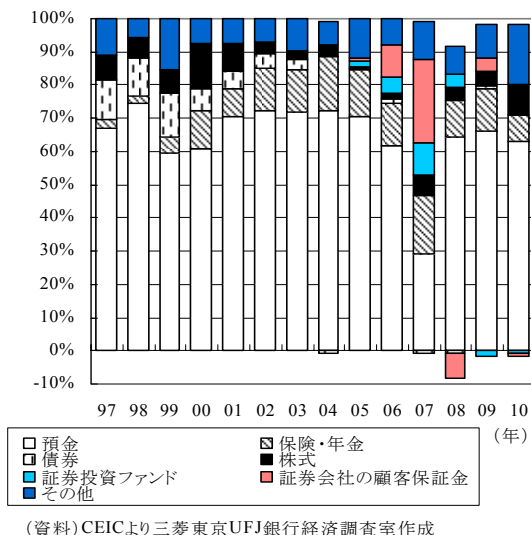
(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：投資口座数の推移



(資料) 証券監督管理委員会資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年)

第9図：家計の資金運用（フローベース）



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

非流通株主が引き続き、大株主として支配力が維持しているだけに、今後とも、市場の健全性・透明性を高めるための政策を積み重ねていくことは不可欠と考えられる。もっとも、市場整備のための上場廃止基準の強化が、上場廃止がないことを前提に投機的取引に注力していた投資家に対してリスクを認識させ、株価下落の一因となるなど、投資家の質に関わる問題は根深い。それだけに、対内証券投資の規制緩和を通じた外国投資家の拡大がもたらす投資家全体のレベルアップに期待がかかる。また、外

国企業が上場する「国際板」も早期開設が望まれる。昨年来、上海証取で開設準備が進んでいるものの、需給不安に伴う株安の恐れから延期されている模様であるが、外国企業の上場は既存の上場企業にとってガバナンス改善の圧力になり得よう。

改革が進展するに伴い、中国独自のシステムも国際標準に近付くと考えられる。そうなれば、中国についても、株価が景気の先行指標としての機能を果たし、また、国内外の投資家が株価上昇を通じて経済成長の利益を享受する体制が構築されよう。このように、中国の株式市場改革はマクロ・ミクロ経済両面に影響力が大きく、その進捗には引き続き注視を要しよう。

以 上

(H24.9.18 萩原 陽子 youko_hagiwara@mufg.jp)

発行：株式会社 三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室
〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。