

■連載 (全12回) ■

アジア株式市場のいま



財団法人 国際通貨研究所
開発経済調査部主任研究員

糠谷 英輝

第1回 概観*

No. **286**
(2009年6月号)

第2回 シンガポール*

No. **289**
(2009年9月号)

第3回 インドネシア*

No. **290**
(2009年10月号)

第4回 マレーシア*

No. **291**
(2009年11月号)

第5回 タイ*

No. **292**
(2009年12月号)

第6回 フィリピン、
ベトナム*

No. **293**
(2010年1月号)

第7回 韓国

No. **295**
(2010年3月号)

第8回 台湾

No. **296**
(2010年4月号)

第9回 香港

No. **297**
(2010年5月号)

第10回 中国

No. **299**
(2010年7月号)

第11回 オセアニア

No. **307**
(2011年3月号)

第12回 インド

No. **309**
(2011年5月号)

*経済調査部上席研究員 亀井 純野氏との共著

(本連載は、「アジア/G20株式市場のいま」として、引き続き2011年6月号からサウジアラビア、トルコ、ロシア、南アフリカ、ブラジル、アルゼンチンの各国を取り上げる予定です。)

財団法人 **資本市場研究会**
Capital Markets Research Institute

<http://www.camri.or.jp>

アジア株式市場のいま

—第10回 中国の株式市場

財団法人 国際通貨研究所
開発経済調査部主任研究員

糠谷 英輝



1. 直接金融比率の低い中国市場

経済成長の進展とともに中国株式市場も急速な拡大を見せている。2009年末の時価総額を見ると、上海証券取引所はロンドン証券取引所を若干下回る世界6位（時価総額2兆7,500億米ドル）であるが、上海と深圳の両取引所を合算したベースでは東京証券取引所を上回る世界2位の規模を誇る（図表1）。また売買高では上海証券取引所単独でも東京証券取引所を上回る世界3位の取引所となっている。しかも前年比の増減率を見ると、日米欧の証券取引所がいずれも大きく売買高を減らしているのに対して、上海、深圳の両取引

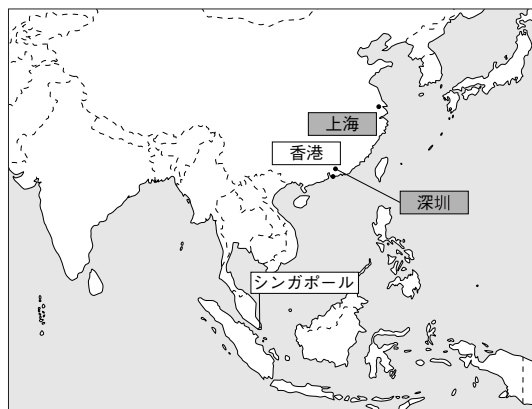
所は、それぞれ前年比95.7%、123.2%と倍増を記録している。

これだけ規模が大きくなった中国株式市場であるが、金融資産の構成を見ると、中国では銀行預金が58%を占め、株式は23%、債券は19%にすぎず、間接金融中心の市場であることが窺える（図表2）。中国の直接金融比率はアジア新興国に比べても大きく下回っている。

後述するように中国株式市場は対外開放されておらず、国内個人投資家中心で、外国企業の

〈目次〉

1. 直接金融比率の低い中国市場
2. 中国株式市場の概要
3. 中国株式市場の特徴と最近の規制緩和

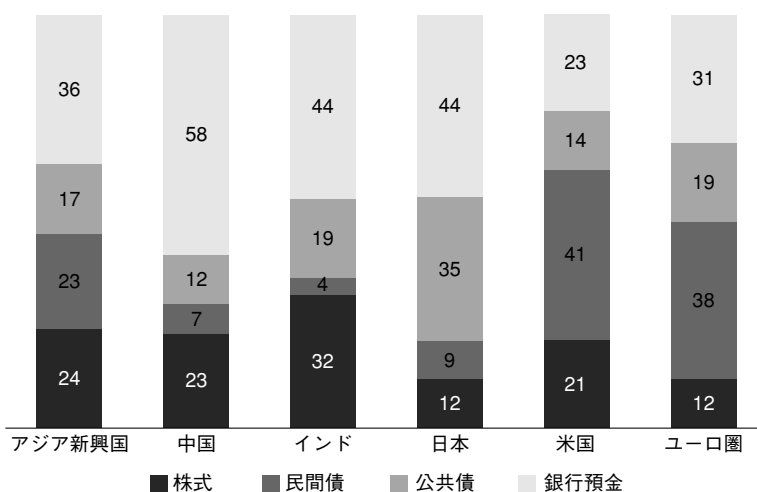


(図表1) 世界の証券取引所ランキング (2009年)

	時価総額 (10億米ドル/対前年比%)	売買高 (10億米ドル/対前年比%)
1	ニューヨーク証券取引所 (11,838/28.5%)	ニューヨーク証券取引所 (17,521/-36.6%)
2	東京証券取引所 (3,306/6.1%)	NASDAQ OMX (13,608/-42.9%)
3	NASDAQ OMX (3,239/44.0%)	上海証券取引所 (5,056/95.7%)
4	ユーロネクスト (2,869/36.5%)	東京証券取引所 (3,704/-29.4%)
5	ロンドン証券取引所 (2,796/49.7%)	深圳証券取引所 (2,772/123.2%)
6	上海証券取引所 (2,705/89.8%)	ユーロネクスト (1,935/-49.6%)
	2. 上海+深圳証券取引所 (3,573/100.8%)	3. 上海+深圳証券取引所 (7,828/104.6%)

(出所) WFE

(図表2) 地域・国別金融資産のシェア (2008年、%)



(出所) McKinsey Global Institute

上場も行われていない。ほぼ国内のみの市場でこれだけの規模にある中国株式市場は、今後、規制緩和、対外開放が段階的に進んでいけば、その潜在成長性は極めて大きなものであると言えよう(注1)。

急成長を見せている中国株式市場もその歴史はまだ浅い。深圳証券取引所が設立されたの

は1990年8月、上海証券取引所は同年11月の開設である。当初はA株市場(株式の種類については後述)のみであったが、1992年に外国人投資家専用のB株市場が創設され、2001年2月にB株市場も国内個人投資家に開放された。中国株式市場は証券取引所が設立されてからまだ20年も経っていない。

(図表3) 中国株式市場多層化の概観

市場	取引所		対象企業	備考
メインボード	上海証券取引所		大企業	
		(国際ボード)	レッドチップ企業	検討中
	深圳証券取引所	中小企業板	中小企業	
創業板 (ChiNext)	深圳証券取引所		新興企業	
三板市場	店頭市場	老三板	上場廃止銘柄等	
		新三板	ハイテク企業	

(出所) 各種資料

2. 中国株式市場の概要

(1) 株式市場の多層化

① メインボード

中国の株式市場は上海証券取引所と深圳証券取引所に分けられ、上海証券取引所が大企業向け、深圳証券取引所が中小企業向けとして棲み分けがなされている。深圳証券取引所にはメインボードの一部に中小企業板が設けられているが、実際には比較的規模の大きな企業が上場している。また中小企業板には当初予定していた「成長性が高く技術力を持った新興企業」が少なく、民営製造業中心の市場となっており、ベンチャー市場の機能は果たしていない。

中国株式市場では外資合弁企業の上場例はあるものの、外国企業の上場は認められていない。現在、中国商務省が外国企業の国内株式市場への上場を容認する方向で検討がなされている。これは上海証券取引所に国際ボード

を開設するもので、香港市場に上場するレッドチップ株が主流となる見込みである。但し、レッドチップ株は、実質的には中国本土の支配下にある企業であり純粋な外国企業ではない。

上海、深圳のメインボードに加えて、創業板、三板市場の両市場があり、中国株式市場は多層化しているが、圧倒的にメインボードが株式取引の中心である(図表3)。

② 創業板

創業板 (ChiNext) は中国版ナスダックと呼ばれる市場で、深圳証券取引所に開設され、2009年10月30日に取引が開始された。創業板は2001年に構想されたが、米国のITバブル崩壊を受けて、創業板に先立って、深圳証券取引所のメインボード内に中小企業板を開設するという方針転換がなされた。しかし前述した通り、深圳証券取引所の中小企業板はベンチャー市場とはなっておらず、ベンチャー企業の資金調達手段は極めて限られる。このためベンチャー企業の資金調達市場として、

(図表 4) 主な上場基準

メインボード	創業板
設立後、営業期間が3年以上	設立後、営業期間が3年以上
発行前の資本金が3,000万元以上	発行後の資本金が3,000万元以上
直近3年の純利益が黒字かつ累計で3,000万円超	直近2年間連続黒字で、直近2年間の純利益が累計で1,000万元以上で、利益が増加し続けていること あるいは、直近1年間が黒字で純利益が500万元以上、直近1年間の営業収入が5,000万元以上、かつ直近2年間の営業収入の増加率が30%以上
直近3年のキャッシュフローの累計が5,000万円超、あるいは直近3年の営業収入が累計で3億元超	
直前期末の無形資産が純資産の20%以下	直前期末の純資産が2,000万元以上、かつ補填されていない損失がないこと

(出所) 各種資料

構想後10年を経てようやく創業板が開設されるに至った。

創業板には第一陣で28社が上場したが、上場企業の業種はハイテク、情報通信、医薬、バイオなどの成長性の高い企業となった^(注2)。創業板上場基準はメインボードに比べて緩いが(図表4)、上場企業の質を維持し透明性を高めるために、上場廃止制度はメインボードよりも厳格に規定された。上場廃止の要件としては、直近1会計年度の純資産がマイナス、年度報告書に会計事務所が不適正等の意見を付加、年度報告書や半期報告書の期間内未発表、120取引日間の累積取引高が100万株未満などが挙げられている(深圳証券取引所創業板上場規則第14章)。

2010年3月末時点で創業板の銘柄数は65銘柄、時価総額は3,108億人民元、1日の売買高は約80億人民元となっている。

③ 三板市場

中国には三板市場を除いて、店頭株式市場(OTC市場)は基本的に存在しない。三板市場は老三板市場と新三板市場に分けられる。老三板市場は上場廃止銘柄、既に廃止された取引システムで取引されていた銘柄を対象にしている。老三板市場では追加発行等の資金調達はできない。これに対して新三板市場はハイテク企業が集積する北京市の中関科学技術パークの企業のみを対象にしており、増資などが可能である。新三板市場は試行段階と捉えられ、今後、全国へ拡大する計画が表明されている。

三板市場は老・新合わせて、110銘柄程度にすぎず、市場規模は小さく、流動性は極めて低い。また三板市場取引の多くは老三板市場での取引となっている。三板市場は証券監督管理委員会が基本的な方針を決め、証券業協会が具体的な規則を制定している。

(図表 5) 株式の種類

		投資家	額面	取引通貨	時価総額 (億ドル)	シェア (%)
非流通株	発起人株など	—	人民元	—	11,142	52.4
流通株	A株	国内一般投資家、QFII	人民元	人民元	6,499	30.6
	B株	外国投資家、国内一般投資家	人民元	上海：米ドル 深圳：香港ドル	116	0.5
	H株	外国投資家、QDII	人民元	香港ドル	3,509	16.5

注：時価総額、同シェアは2008年。計数は三菱東京UFJ銀行「経済レビュー・世界的な影響力を強める中国株式市場」(2009年9月29日)。

(出所) 各種資料

(2) 株式の種類

① 流通株と非流通株

2005年4月に非流通株を流通化させる改革が実行され、改革終了後、非流通株は流通株と売却制限付株のどちらかに分類されることになった。統計上も2006年以降、実際上の非流通株は発起人(国、地方政府、企業など)が保有する発起人株、募集設立によって発起人以外が保有する募集法人株、投資ファンドに割り当てられた投資信託割当株、長期的な経営戦略のために大口投資家に割り当てられた戦略投資家割当株などに分類されている。また当局は売却凍結期間、売却可能株数、大口取引など、売却制限付株の売却規制を随時付加している。売却解禁後も、特に大口株主による売却が進んでおらず、現在でも市場で売買できる流通株の比率は全体の半分強にすぎない(注3)。

② A株とB株

中国の流通株式はA株とB株に大別される(図表5)。A株は中国人と適格外国機関投資家(QFII、後述)のみが売買可能であり、建値、取引ともに人民元建てである。一般の外国人投資家が売買可能なのがB株であり、建値は人民元建てだが、取引は上海証券取引所では米ドル、深圳証券取引所では香港ドルで行われる。B株は銘柄数も、売買高も少ない。

上海証券取引所の上場銘柄数は2010年3月末で922銘柄(A株868銘柄、B株54銘柄)、深圳証券取引所は971銘柄(A株473銘柄、B株54銘柄、中小企業板379銘柄、創業板65銘柄)である(注4)。上海証券取引所の株式取引の大半はA株取引であり、B株取引のシェアは僅かにすぎない(2010年1～3月でA株取引のシェアは売買高ベースで99.45%、B株取引のシェアは0.55%)。深圳証券取引所でも2010年3月末の売買高ベースのシェアを見ると、A株51.7%、B株0.3%、中小企業板39.7%、創業板8.3%で、A株と中小企業板の

取引が大半である。

B株上場企業のうち、約8割はA株も上場しているが、両市場が分断されており、かつ流動性が大きく異なるため、同一企業のA株とB株との価格差が生まれる。これは市場の効率性を損なうものと指摘されている。

A株、B株の他に、海外で上場される中国株として、H株（香港）、N株（ニューヨーク）、L株（ロンドン）、S株（シンガポール）などがあり、外国人投資家並びに適格国内機関投資家（QDII、後述）の投資を可能にしている。中国本土市場が大規模国有企業の資金調達の間となっているため、中国本土市場から締め出された中小企業、民間企業などは資金調達の場を求めて海外市場に流れる^(注5)。

なお、上海、深圳の両証券取引所には、株式の他、投資信託（オープンエンド型、クローズエンド型）、ETF、ワラント、転換社債を含めた債券などが上場、取引されている。

(3) 証券取引所の動向と株式取引

① 証券取引所の動向

上海証券取引所、深圳証券取引所の時価総額、売買高、上場企業数の動向はそれぞれ（図表6）、（図表7）の通りである。両取引所ともに2007年に時価総額、売買高が急増した。これは2006年に証券法、会社法が改正され、市場の健全性・透明化のための法的基盤が整ってきたこと、人民元相場の急騰を抑えるための為替市場介入によって過剰流動性が発生したことなどが背景にある。また同じく

2007年に上場企業数も増加しており、両取引所合計で109社が新規上場し、10兆円超の資金が株式市場から調達された。上場企業の質を向上させるために、当局が香港上場企業の本土回帰や香港市場との同時上場を推進した結果、大型国有企業（金融、保険、航空、石油、通信など）の本土市場への上場が増加したのである^(注6)。

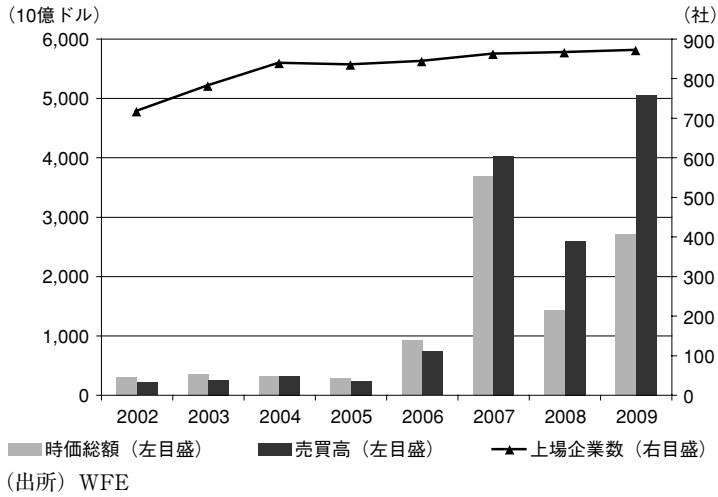
② IPO

株式の発行に関しては、1998年の証券法の公布により、行政による企業推薦人制度が廃止され、国による発行割当額の設定も撤廃された。2003年12月には保証推薦人制度（スポンサー制度）が導入され、IPOに際して発行業務に精通した証券会社などが保証推薦人として発行体を指導することとなった。保証推薦人は発行後も担当上場企業の情報開示などの法的責任も負っている。

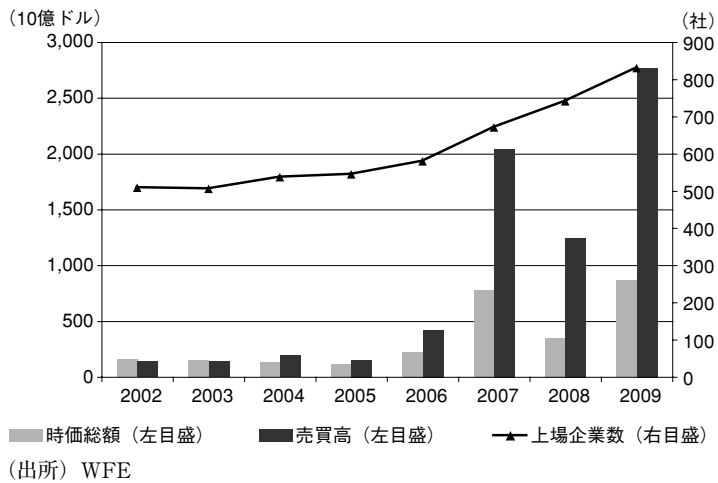
しかし実際に株式の発行を管理するのは中国証券監督管理委員会であり、株式発行（IPO、増資）は政府管理下にある。上場審査手続きは非常に煩雑で効率性が低いとの批判も受けている。また政府の方針によってIPOが凍結される場合もあり、最近では2005年4月に開始された非流通株改革の実施のために約1年間IPOが凍結され（再開は2006年9月）、さらに2008年9月から2009年6月までは世界金融危機の影響からIPOが凍結された。

中国には未上場の株式会社が数十万社以上あると言われ、送電企業、軍需産業、鉄道会社

(図表 6) 上海証券取引所の概況



(図表 7) 深圳証券取引所の概況



などの国有基幹産業も上場していない。またH株、レッドチップ株などのなかには、海外では上場しているが本土で上場していない有力企業もある。それだけ今後の株式市場の成長性も高いと言える一方で、大型IPOなど、市場混乱の要因を内包しているとも言えよう。

③ 株式取引の概要

株式の取引時間は月曜から金曜日まで、板寄せが9:15~9:25、前場が9:30~11:30、後場が13:00~15:00となっている。取引単位はA株、B株とも100株1単位、呼び値の単位はA株が0.01人民元、上海B株は

0.001米ドル、深圳B株は0.01香港ドルである。1日の値幅制限は前日終値から上下10%であるが、2年連続の純損失を計上するなど上場廃止リスク警告制度の対象となるST (Special Treatment) 銘柄については、値幅制限が5%に縮小される。またA株は50万株または300万人民元以上、上海B株は50万株または30万米ドル以上、深圳B株は5万株または30万香港ドル以上の取引はブロック取引となる。

取引注文は価格優先・時間優先の原則に基づいて、システムによって自動的に照合される。売り注文の場合には投資家口座の保有残高もチェックされる。資金決済は中国証券登記結算公司 (CSD&C) が売り方・買い方の間に入るセントラル・カウンター・パーティとなり、ネット決済が行われる。また証券決済もブックエントリー・システムによってCSD&Cに開設された各投資家の証券取引口座の振替で行われる。決済期間はA株がT+1、B株がT+3である。

(4) 投資家動向

① 個人投資家中心の市場

中国株式市場は個人投資家の比率が極めて高い。投資家別のシェアを見ると (2009年9月末)、時価総額では個人投資家が37%、機関投資家が63%であるが、売買高では個人投資家が圧倒的でシェア87%を誇り、機関投資家はシェア13%にすぎない。2009年1~9月の上海証券取引所の株式売買回転率では、個人投資家が9倍なのに対して、機関投資家は

2.3倍であり、株式取引は個人投資家中心であると言える (注7)。これは後述する中国株式市場の特徴である価格変動の激しさの要因にもなっている。

機関投資家ごとの株式保有シェアを見ると、投資信託15%、民間保険会社1.7%、全国社会保障基金0.9% (注8)、企業年金0.1%で極めて低い。なお、全国社会保障基金の株式保有比率の上限は25%、民間保険会社は同20%である (注9)。

② QFIIとQDII

中国政府は世界貿易機関 (WTO) 加盟時の公約として、外国機関投資家のA株市場への参入を一部解禁し、2002年11月に適格外国機関投資家 (QFII) 制度を導入した。QFII制度では、証券監督管理委員会から認可を受けた外国の運用会社、保険会社、証券会社、銀行、年金基金などの投資家が、国家外国為替管理局 (SAFE) から認められた運用枠の範囲内においてA株等の中国国内証券に投資することが可能になる (注10)。2009年末時点で、中国で業務展開する86機関に合計166億7,000万米ドルの投資枠が与えられている。この他に海外の8機関がQFIIの承認を取得しているが、SAFEから投資枠を割り当てられていない。なお、2009年9月10日に、SAFEはQFII 1社当たりの投資枠上限を8億米ドルから10億米ドルに引き上げた (注11) (注12)。

適格国内機関投資家 (QDII) 制度は中国投資家の資金を海外投資に向ける目的で2006年に導入された。海外投資を行う金融機関等は

監督当局からQDIIのライセンスを取得し、さらにSAFEから実際の投資枠を取得すれば、その枠内で対外証券投資が可能となる。

世界金融危機を受けて、2008年5月の認可を最後に新たな投資枠の割当は事実上凍結されていた。しかし海外市場が落ち着きを取り戻してきたため、2009年10月にSAFEは新たな投資枠の設定を再開した。これにより投資枠を与えられたQDIIは58機関、投資枠合計は559億米ドルとなったが、実際に海外に投資された金額は287億米ドルに留まっている。中国の個人投資家が海外で資金を運用するためには、QDIIの設定するファンドに出資する必要がある。QDII認可ファンドは27社だが、実際に売り出したのは9社に留まる。

■ 3. 中国株式市場の特徴と最近の規制緩和

(1) 価格変動の激しい市場

中国の株価動向が海外の株価動向に影響を及ぼす傾向が最近が強まっているが、中国は価格変動の激しい、ボラティリティの高い市場であり、しかも国内市場が開放されていないため、海外市場との直接の連動性が低いという特異な市場である。

近年の株価指数の推移を見ると、過剰流動性の発生を背景に2006年初から上昇過程に入り、上海総合指数は同年1年間で約2.3倍、翌2007年も約2倍の急上昇を記録した。しかしその後、世界金融危機を受けて上海総合指数は

2008年には3分の1に急落したが、2009年には政府による景気刺激策と金融機関の融資急増の効果で再び株価は急騰に転じた(上海、深圳の株価指数の推移は(図表8)、(図表9)参照)。

このように市場の変動が激しくなる要因として、主に次のようなポイントが挙げられる。

まず投資家サイドについては、前述の通り、株式取引の中心が個人投資家であり、機関投資家の存在感が極めて低いことが問題である。個人投資家は風説等に影響されやすい。その背景には、本来、資産運用のアドバイスを行うべき証券会社が顧客の注文を取引所に繋ぐだけの役割に留まっていることがある。このため個人投資家の株式取引は中長期的な運用ではなく、どの銘柄を買えば儲かるか、短期売買で収益を上げる目的に傾斜することになる。その結果、個人投資家の投資行動が、株価の変動、しかも一方向への変動を助長する要因になっている。

上場企業サイドについては、時価総額ベースで大きなシェアを占める金融、エネルギー等の大型国有企業は流通株のシェアが低く、流通株のシェアでは比較的小規模の企業が多くなっている。このため市場に厚みがなく、市場操作が行われやすい。また大型国有企業が優良資産を集約させた子会社を上場させるケースも多く、その場合にはグループ全体の収益状況や資産内容の把握が難しく、正確に企業価値の評価を行うことができなくなっている。こういった上場企業の質の不透明さも価格変動を助長していると言える。

(図表 8) 上証総合指数 (Shanghai SSE Index) の推移



注：上証総合指数 = 上場全銘柄を対象、1990年12月19日を100。
(出所) 上海証券取引所

(図表 9) 深証成指指数 (Shenzhen SSE Component Index) の推移



注：深証成指指数 = 主要上場会社40社の発行するA株及びB株の指数、1994年7月20日を1,000。
(出所) 深圳証券取引所

また株式取引は現物取引のみであり、リスク削減手段としての先物、オプションといったデリバティブ取引や信用取引が提供されていない(株価指数先物取引の解禁については後述)。

さらに政策面について言えば、国有大手企業は、その業績等が政府の政策に左右されやすい。加えて中国の株価は金融引締めや緩和といった金融政策に大きく反応する傾向があるが、

これは貸出の相当部分が投機資金に流用されているためと考えられる。このため中国株式市場は政策相場、流動性相場の色彩が強くなっている。

またインサイダー取引などの不正取引も相場変動拡大要因として指摘されている。

(2) 最近の規制緩和

中国の株式市場は規模こそ巨大であるが、海外から隔絶された国内市場であり、また政府によって管理される発展途上の市場である。しかし市場の育成に向けて、徐々に規制緩和が実行されつつある。ここでは最近の規制緩和のなかでも今後の市場の発展に重要と思われる株価指数先物取引と信用取引の解禁の2点を取り上げておきたい。なお、中国の規制緩和は試験段階等を経て、慎重に行われるものであり、すぐに大きく市場が変わるものではない。

① 株価指数先物取引の解禁

2010年1月8日、政府は株価指数先物取引の導入を改めて承認した。この改革自体は2008年に承認されていたが、世界金融危機の影響で導入が延期されていたものである。

続く1月19日には、中国金融先物取引所(注13)が株価指数先物取引について、最低証拠金を12%に設定すること、持ち高の上限を100枚とすることなどの方針を発表した。

2月になると、中国証券監督管理委員会によって、株価指数先物取引に参加を認める投資家に関する規則が定められた。同規則によれば、株価指数先物取引に参加できる資格として、保証金50万人民元以上、取引所が準備する試験に合格、20回の模擬取引に参加などが定められた(注14)。

2月20日には中国証券監督管理委員会が中国

金融先物取引所の滬深300指数(CSI300)(注15)先物契約と業務規則を正式に承認したことで、株価指数先物取引は4月16日に予定通り開始された。取引の初日には、5月限、6月限、9月限、12月限の全4限月が基準値から上昇して始まり、値動きは比較的小幅に留まる一方で、取引高は膨らんでいる。

② 信用取引の解禁

2010年3月19日に中国証券監督管理委員会が証券会社6社に対して試験的に信用取引の取扱いを認可し、続く3月31日に上海、深圳の両証券取引所が信用取引システムを稼働させたことで、投資家が証券会社から資金や株式を借りる信用取引が解禁された。信用取引も法制上はこれまでも可能であったが、実際の解禁が先送りとなっていたものである。

口座開設には最低50万人民元の預かり資産が必要であり、対象銘柄は上海A株50銘柄、深圳A株40銘柄の合計90銘柄に限定される。まだ試験段階であり、証券会社は自社の資金あるいは証券だけを信用取引に利用でき、市場から資金や証券を調達することは認められない。

現在では多くの本邦個人投資家が投資信託等を通じて中国株への投資を行っている。しかし中国株式市場は規模こそ巨大になったが、日米欧市場とは全く質の異なる市場であることには十分な注意が必要である。今後の中国当局の政策変更や規制緩和などによって大きく変動する可能性があるハイリスクな市場であることを忘れてはならない。

(注1) 中国は経常黒字額でも外貨準備額でも世界の約3割を占める。また株式時価総額で見た世界のトップ企業10社のうち、上海、香港上場企業が4社を占めるなど、存在感は極めて大きい。このように規模では中国は既に日本を上回っていると言えるが、これに加えて2010年1月には、国債のクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)の保証料率でも日中が逆転した。規模だけではなく、質の面でも日本は中国に追い抜かれつつあると言える。

(注2) 取引開始初日の終値は、平均で公募価格に比べて70%上昇し、早くも過熱を見せた。上場企業の質は玉石混交とも言われ、新たな投機市場となる懸念も指摘されている。

(注3) 上場会社の業種別構成を見ると、データは少し古くなるが、2006年末の時価総額ベースで、金融・保険業39.4%、製造業26.4%(うち金属等8.1%、機械等6.2%、食品3.6%、石油・化学等3.5%)、鉱業9.4%、運輸・倉庫7.3%、電力・ガス・水道4.2%、不動産3.1%、情報技術3.1%などとなっている。

(注4) 基本的なデータは次のサイトから入手可能である。上海証券取引所：<http://www.sse.com.cn>
深圳証券取引所：<http://www.szse.cn>

(注5) S株の増加については、本連載第2回シンガポールの株式市場参照。またN株は、額面は人民元、

募集は米ドル、配当は人民元で発表されるが、支払いは米ドルである。N株は通常の株式ではなく、米国預託証券(ADR: American Depository Receipt)として発行される。

(注6) これは結果的にそれまで以上に両取引所の大企業色を強め、中小企業を市場から締め出すことに繋がったと指摘される。締め出された中小企業はシンガポール市場など海外に資金調達先を求めることにもなった。

(注7) 株式売買の口座を持っている投資家は1億3,400万人程度であるが、実際に株式取引がある口座はおよそ5,000万口座にすぎない。限られた投資家が頻繁に売買を繰り返しているものと見られる。

(注8) 中国は一人っ子政策によって急速に少子高齢化が進展しており、社会保障制度を充実させるために、自発的な年金制度を促進する政策が打ち出されている。このため今後、年金基金が中長期的な投資を行う機関投資家に成長することが期待される。また全国社会保障基金は、運用資産に占める海外投資の比率を現行の7%から20%に引き上げる方針を明らかにした(2009年12月)。

(注9) 中国当局が、保険会社に対して、株式やファンドに投資できる上限を、現在の総資産の20%から25%に引き上げ、さらに香港株式市場に上場す

〈コラム〉

上海国際金融センター

本文でも言及したが、上海では2020年を目標に「上海国際金融センター」の建設が計画されている。上海市政府は2006年11月に上海国際金融センターを建設する独自の計画を発表しているが、2009年4月に国務院(政府)が上海に国際金融センターと国際運輸センターを建設する意見を公表したことで、上海国際金融センターが政府のお墨付きを得たことになる。また最近では上海と香港にオフショア人民元センターを作る計画を政府が検討しているとの報道もなされている。

一方、中国国内では上海以外にも内陸の都市なども含めて複数の金融センターの建設が計画されている。なかでも深圳は2009年に、金融改革を行うモデル都市として国務院の承認を受けたことを発表し、金融センター化に向けた計画(金融改革創新総合試験区)を進めている。また2009年8月には香港と広東省との間で、深圳西南部の前海地区を経済特区として共同開発する合意文書が調印された。国際金融センターで先行する香港の協力を得て、深圳の金融センター化を目指すものである。

今後、香港、上海、深圳の各市場がどのような動きを見せていくのか、それによって中国市場のグローバル化の進展状況も変わっていくものと思われる。

る全銘柄への投資を解禁（現在は香港株式市場に上場する中国本土市場の株式のみ）する可能性が報道されている。

(注10) 厳しい為替管理で海外からの投資資金の流入を制限する中国でも、規制をかいくぐって流入してくる資金の存在が指摘されている。貿易決済を装った投資資金の流入などである。

(注11) QFIIとは別に、2006年2月には「戦略投資家」制度が設けられ、外国人投資家によるA株購入が認められた。戦略投資家制度は、直接投資の一環として非流通株を保有していた外国人投資家が非流通株改革の結果としてA株を取得する例が現れたため、現実を追認する方向で設けられた制度である。戦略投資家は払込資本金の10%以上を保有し、3年間は売却が禁じられる。しかしQFIIと違い、投資枠はなく、当該企業経営に参加することも可能である。

(注12) 発行済株式のうち、QFIIが単体で保有できるのは10%までであり、QFII全体で20%までに制限されている。

(注13) 中国金融先物取引所は2006年の証券法の改正を受けて上海に設立されていた。

(注14) 中国証券監督管理委員会は、証券会社の自己勘定売買、投資信託会社の売買について、ヘッジ目的に限定して株価指数先物取引を認める方針を検討している。株価指数先物取引は個人投資家を対象としたもので、証券会社、投資信託会社、保険会社は先物取引口座の開設を認められていない。また適格外国機関投資家（QFII）にもヘッジ目的の株価指数先物取引を認める方針が示されている。

(注15) 上海証券取引所と深圳証券取引所を合わせた中国の株式市場全体の株価動向を反映する株価指数。

糠谷 英輝（ぬかや ひでき）

1983年慶應義塾大学法学部法律学科卒業。同年、東京銀行（現三菱東京UFJ銀行）に入行。2度のドイツ勤務、調査部、キール世界経済研究所客員研究員などを経て現在に至る。

専門は国際資本市場、イスラム金融、中東経済など。

・これまでの連載記事

【アジア株式市場のいま】

- (第1回) アジア株式市場の概観 …2009年6月号
- (第2回) シンガポール …… ♪ 9月号
- (第3回) インドネシア …… ♪ 10月号
- (第4回) マレーシア …… ♪ 11月号
- (第5回) タイ …… ♪ 12月号
- (第6回) フィリピン、ベトナム …2010年1月号
- (第7回) 韓国 …… ♪ 3月号
- (第8回) 台湾 …… ♪ 4月号
- (第9回) 香港 …… ♪ 5月号
- (第10回) 中国 …… ♪ 7月号

・関連記事

【論文】

- 中国株式創業市場設立について
孫 田夫……2009年7月号
- 建国60周年を迎えた中国
—発展途上国と経済大国の両面性を
持つ国としての課題と今後の展望
汎 小晨…… ♪ 11月号
- イスラム金融の最近の国際動向について
糠谷英輝……2010年2月号
- アジア証券市場連携の動きと決済面の取組み
西向一浩…… ♪ 5月号
- アジア資産運用ビジネスの拡大と
日系運用会社の対応 浦壁厚郎…… ♪ 6月号

【講演録】

- 世界金融危機とその後のアジア証券市場
川村雄介…… ♪ 2月号

※ 【連載 アジア株式市場のいま】は今回で終了いたします。本誌では、今年11月のAPEC首脳会合に向けて、アジア債券市場の現状、債券市場育成に向けたこれまでの取組みなどについて、今後3回に亘り連載する予定です。その後、第2弾として、アジアからさらに地域を拡大し、これまで取り上げられることの少なかったG20新興諸国の資本市場を連載で紹介する予定です。