

2009年の中国証券市場の回顧と2010年の証券市場政策¹

神宮 健

■ 要 約 ■

1. この論文は、2009年の中国証券市場について、主要な改革、主な市場参加者の動向、対外開放の観点からまとめた上で、2010年の証券市場改革の展開を見たものである。
2. 2008年が株価対策の1年であったとすれば、2009年は、金融危機後の景気対策、特に金融緩和策の動向に影響された1年となった。証券市場改革では、6月の発行制度改革、10月の創業板導入が2大トピックであった。さらに、2010年に入ると、株価指数先物と信用取引の導入が発表され、両者とも取引が開始された。
3. 2009年の証券会社の利益は、株式市場が復調する中で好調であった。ブローカー業務、投資銀行業務とも上位会社への集中が見られ、「強い証券会社をより強くする一方、弱いところは淘汰する」という当局の方針に沿った動きになっている。当局が「一参一控」（本文参照）達成の日程を発表したことで、今後2、3年で証券業界の再編はヤマ場を迎えることになる。
4. 対外開放では、2009年に上海証券取引所の「国際板」（海外企業のA株発行）設立に向けた動きが出た。現在、関連部署で規則の調整が続いている。また、2009年は人民元建て国債が発行された。人民元の海外流通に備えて、香港に人民元オフショア市場を育成する方向が明白になった。
5. 株価指数先物と信用取引導入により、中国の証券市場改革は新たな方向に動き出した。証券市場改革は、2005年以降の非流通株改革等に代表される「負の遺産」の整理の時期、2007年以降の基礎固めの時期を経て、2010年は株価指数先物と信用取引の導入を以て「金融革新」の方向へ踏み出した。加えて、発行制度改革の継続、上海証券取引所の国際板導入、全国的な場外市場の構築等も注目点である。

¹ 本稿は、公益財団法人野村財団の許諾を得て、『季刊中国資本市場研究』2010Vol.4-1より転載している（一部内容を更新）。

I 2009年の証券市場概況

1. 株式市場

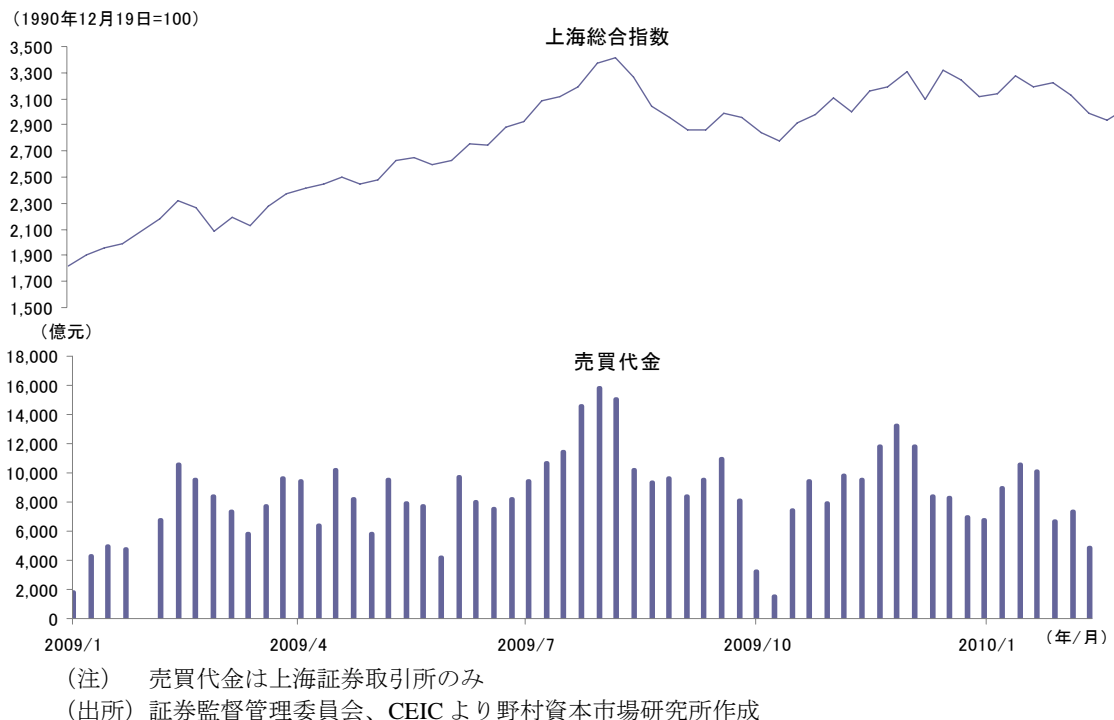
この論文では、2009年の証券市場動向を主に株式市場を中心に見ることとする²。2008年の証券市場が株価対策に影響されたとすれば、2009年の証券市場は、金融危機後の景気対策、特に金融緩和策に大きく影響されたと言える。

2009年の株価（上海総合指数）は、2008年末の1,820.81から2009年末3,277.14と約80%上昇した。株価の動きを見ると、年初から8月4日のピーク3,471.44まで急速に上昇した。株価は8月に調整局面に入り、9月1日の2,683.72まで約1ヵ月間で急落し、その後、年末まで緩やかに戻った（図表1、2）。

こうした動きの背景を見ると、まず、2008年中に発表された景気対策の影響がある。鉄鋼・自動車を始めとする10大産業振興策が発表され、各産業の株式のサポート材料となった。マクロ政策では、積極財政に伴い年初から銀行融資が急速に伸び、前半で新規融資は約7.7兆元に上った。これは2008年のGDP比で2割強である。こうした急激な金融緩和を受けて、一部の資金が不動産市場や株式市場に流れた。また、中国経済が他国に先駆けて急速に回復したことから、海外からホットマネーが再び流入し始めたこともある。

こうした中で、年央には資産価格バブル形成が懸念されるようになり、人民銀行は行き過

図表1 株価と売買代金（上海証券取引所、週次）



² 金融債券市場の2009年の動向については、神宮（2010）参照

図表 2 証券市場主要統計

	2007年	2008年	2009年
株価指数(上海総合指数)	5,261.56	1,820.81	3,277.14
P/E(上海A株)	59.24	14.86	28.73
時価総額(億元)	327,140.89	121,366.44	243,939.12
うち流通株(億元)	93,064.35	45,213.90	151,258.65
売買代金(億元)	460,556.22	267,112.64	535,986.74
口座数(万)	9,281	10,450	12,038
上場会社の数	1,550	1,625	1,718
A株資金調達額(億元)	7,722.99	3,288.03	4,996.15
うちIPO(億元)	4,590.62	1,036.52	1,831.38
ファンド数	346	439	557
銀行間国債指数	110.22	124.08	117.16

(出所) 証監会、ChinaBond、CEIC より野村資本市場研究所作成

ぎた金融緩和を微修正し始めた。具体的には、公開市場操作による資金量の調節や一部の投機資金源になっている実体取引のない手形の振出・割引を検査することによる融資内容の改善等が含まれる。こうした金融政策の微修正を受けて株価は調整に入ったと見られる。

また、株式需給を見ると、IPO（新規公開）は2008年9月から2009年6月まで一時停止されていた。但し、IPO再開後には、111社が、IPOにより1,831.38億元を調達し、通年では2008年の1,074.61億元を上回る1,973.84億元を調達した³。また、増資（含むワラント行使）を見ると、2009年は135社が3,174.80億元を調達した（2008年は2,259.05億元）。割当増資が中心で、後述するように上場会社の資産再編に関連した割当増資を含んでいる。さらに、2009年は、以前からわかっていたことではあるが、非流通株改革関連の売却解禁株が2008年末の1,364億株から2009年末3,260億株へと約1,900億株と大幅に増えた⁴。2009年末時点では、もともとの非流通株関連の売却制限株のうち、既に約68.38%が売却解禁株になっている（2008年末は29.14%）。そして、2009年中は、前半に株価が上昇したこともあり、通年で125.83億株の解禁株が実際に市場で売却された。

こうした中、政策面では、6月に国有株の全国社会保障基金への組み入れが発表された。具体的には、非流通株改革後の2006年6月以降のIPOについて、国有株主はIPOの10%相当分の国有株を全国社会保障基金に移転しなければならなくなった。これは遡及して適用される。そして、当該国有株については、売却制限期間を元の制限期間に加えて、さらに3年間延期する措置が採られた。これは、社会保障制度の強化が目的であるが、株式需

³ A株・H株を含む。会社数はWind資訊、金額は証券監督管理委員会。

⁴ 中国証券登記結算公司

給対策の側面もある。

また、10月には、政府系金融機関である中央匯金が3大銀行の株式を買い増した。さらに、2010年1月1日から、個人による株式売却について、売却株式がもともと売却制限株の場合は20%の所得税を課す一方、公開発行や流通市場で得た株式については所得税免除を継続することが発表された。これにも、解禁株の売却抑制の意図があると見られる。

資本市場改革を見ると、創業板が導入され10月から取引が開始されたことにより、多層的資本市場の構築が進んだ。創業板導入は上述のIPO再開と並んで2009年の資本市場の2大トピックの一つであろう。また、2010年1月初には、株価指数先物と信用取引の正式導入が発表され、2010年4月中旬時点で両者とも正式な取引が始まっている。

後述するように、長らく待たれていた創業板、株価指数先物、信用取引が次々と導入されたことで、中国の資本市場改革は新たな時代に入ったと言える。

2. 債券市場

債券市場を見ると、債券価格は、2008年に金融危機による景気悪化に伴って急伸した後、2009年は基本的に狭い範囲で動いた。銀行間国債指数⁵は、2008年末の124.08から2009年末は117.16へ低下し、イールドカーブも年間を通して上方シフトした。景気刺激策の下で、銀行が債券から銀行融資へ資金を振り向けたこと、景気回復とインフレ期待が出たこと、上述したように金融政策が微調整されたこと等が債券相場下落（金利上昇）の背景にあらう。

発行市場を見ると、景気刺激策が採られる中で国債の発行量が増え、地方債も初めて発行された。一方、基本的に金融政策が緩和基調にある中で、市中資金の吸収に使用される中央銀行手形の発行は減少した。なお、地方債は、財政部が地方政府のために代理発行したもので、銀行間市場と証券取引所で取引される⁶。4月から9月にかけて合計2,000億元が発行された。用途は中央政府による公共プロジェクトへの地方政府のマッチング資金や公益プロジェクト投資（民生・環境・医療衛生・教育等のインフラ投資）である。

II 2009年の主要な資本市場改革

1. IPO再開と発行制度改革

1) 発行制度改革に関する意見

この章では、2009年の主な出来事について見る。中国証券監督管理委員会（以下、証監会）は、6月10日に「新株発行体制のさらなる改革と改善に関する指導意見」（以下、指導意見）を発表した。IPO（新規公開）再開の条件となっていた発行制度

⁵ ChinaBond 中国債券信息网

⁶ 地方債は、満期3年の固定利付債である。詳しくは、関根（2009）参照。

改革に関する意見が発表されたことで、2008年9月以降停止されていたIPO（新規公開）は2009年6月に再開された。

中国では、2005年に、ブックビルディングによる発行価格決定方式が導入されたものの⁷、従来から、①価格決定への行政関与、②実需を反映しない購入希望価格申請による機関投資家の価格吊り上げ等の行為、③発行市場の過熱等の問題が指摘され、発行市場改革が求められていた。

「指導意見」は、市場メカニズムのさらなる発揮を発行制度改革の原則としている。具体的には、①市場メカニズムによる新株発行価格決定のさらなる推進、②市場によるチェック・メカニズム育成、③発行会社・投資家・スポンサー（保証推薦人となる証券会社）等、市場参加者の職責履行の推進、④中小投資家の市場参加意欲の重視が挙げられている。そして、「指導意見」は、今後の改革を何段階かに分けて進めるとした上で、6月時点では以下の4つの措置を採った。

第一は、ブックビルディングにおける仮条件決定のためのヒアリングの際の購入希望価格と実際の購入申込価格のチェック・メカニズムの改善である。具体的には、ブックビルディングに参加する機関投資家に、購入価格・数量について、ヒアリング段階と本需要決定の際で矛盾がないように自主規制を求め、スポンサー証券会社にそのチェックを求めている。スポンサー証券会社は、機関投資家に不当行為があった場合、証監会へ報告しなければならず、証監会も現場検査等を行う。

第二は、インターネット経由での発行メカニズムの改善であり、「インターネット経由の投資家とブックビルディングに参加する機関投資家を分離する」。従前から、個人投資家の申込みは、インターネット経由のみであったので、この措置は、機関投資家にブックビルディングに参加するかインターネット経由で申込みかの選択を迫るものである。

第三に、「インターネット経由の申込みについて、1口座あたりの上限を設定する。上限は、発行体とスポンサー証券会社が発行規模と市場状況に基づいて設定するが、原則的には、インターネット経由の発行株数の0.1%を超えないこととする。1投資家は1つの口座を使用して新株の購入申込みが可能である」。

第四は、「新株購入に関するリスク喚起の強化」である。IPO後に価格が必ず上昇するといった「新株不敗神話」がある中で、上の第二の措置を受けて個人投資家向け発行分が増加することもあり、個人投資家のリスク意識を高める必要があった。

2) IPO再開後の状況

6月の措置は、段階的に採られる具体的な措置の最初のものともみなされる。実際、発行制度改革後も、発行価格の抑制効果は限定的である。依然として例えば80倍といった高いPEレシオの発行価格でのIPOが続いており、2010年に入ると発行価格割

⁷ 仮条件を設定する段階と本需要を決定する2段階からなる。新株は、ブックビルディングに参加した機関投資家への割当てと証券会社を通じた投資家向けの募集（インターネット経由の発行）を通じて発行される。

れの銘柄が続出するという問題が出ている。2009年のIPOの再開後、13件（2月5日現在）が発行価格割れとなっている。背景には、発行体企業はもちろんのこと、手数料を得たいスポンサー証券会社に高価格で売り出すインセンティブが働く一方、機関投資家側も高値で応募していないと、割当が受けられないという事情がある⁸。このように価格形成に歪みが残ることから、発行制度についてはさらなる改革を進めることが検討されている。

2. 創業板の導入

1) 「株式新規公開発行・創業板上場管理暫定弁法」

証監会は2009年3月31日、「株式新規公開発行・創業板上場管理暫定弁法」（5月1日実施、以下「暫定弁法」）を発表した。これにより、長らく導入が待たれていた新興企業向け市場が深セン取引所に設立されることになり、10月30日には実際に上場・取引が始まった。2000年代初頭、先進国でのITバブルの崩壊を受けて、創業板市場設立の話が立ち消えになった経緯を考えると、創業板は10年近い年月を経て漸く日の目を見たことになる。

「暫定弁法」は、発行条件、発行手順、情報開示、監督管理・法律責任等を規定している。「暫定弁法」から創業板の特徴を見ると、まず、「自主创新（イノベーション）企業とその他の成長型創業企業の発展を促進する」（第1条、一部略）とあり、企業の自主技術革新の能力や成長性が上場基準の重要な要素であることがわかる。実際、当局は、規模の上では同じ中小企業であっても、創業板が、企業発展段階の初期・成長・成熟段階のうちの初期段階にあり、技術革新や経営モデルの革新に特色がある企業を対象とするのに対し、メインボードの中小企業板は成熟段階の企業で収益力も比較的安定している企業を対象にすると両者を特徴づけている。具体的には、革新的な技術を持つハイテク企業等が創業板、伝統的産業の中小企業が中小企業板上場するというイメージを当局は持っていると思われる。

次に、「創業板市場は、投資家のリスク受容能力に相応する市場参入制度を制定し、投資家に投資リスクを十分に提示しなければならない」（第7条）とある。リスク・コントロールを強化するために、いわゆる「適格投資家」の概念が導入されている。具体的には、深セン取引所弁法により、証券会社は顧客（投資家）の身分、財産・収入、証券投資の経験等を把握していなければならず、個人投資家には、原則2年以上の株式取引の経験が求められる。

企業の上場・発行条件を見ると、直近2年間連続で黒字であり、直近2年間の累計純利益が1,000万円を下回らず、且つ利益が増加し続けていること（（第10条二一部略。なお、メインボードはそれぞれ3年間、3,000万円）、発行後の資本金が3,000万円以上であること（第10条四。メインボードは発行前の資本金が3,000万円

⁸ 2010年2月8日経済観察報

以上) というように数値基準のハードルは、メインボード (含む中小企業板) よりも低くなっている。その一方で、上述の適格投資家制度の導入等の措置により、投資家保護やリスク・コントロールを図る仕組みとなっている。

この他、スポンサー証券会社は、発行企業の成長性や自主革新能力についても意見を出さなければならず、スポンサーの責任強化が図られている。また、新規発行により上場する会社の審査については、証監会が審査確認することになった。情報開示について見ると、発行企業は、目論見書において、創業板企業は業績が不安定で経営リスクが高く、上場廃止リスクも大きいといった点を明示しなければならない。これらは、各主体 (支配株主、実質支配者、取締役、監査役、高級管理職、スポンサー) の責任強化と投資家へのリスク提示の強化を意図したものであり、「暫定弁法」を始めとする一連の創業板関連の規定において底流をなす考え方である。

2) 設立後の動向と意義

設立後の動向を見ると、第1陣 (28社、10月30日) の上場を皮切りに、2010年4月中旬までに計65社が上場している。ある程度予想されていたことではあるが、設立直後は、上場後に価格が暴騰するといった不安定な状況が生じたが、2月の第5陣頃には次第に落ち着きを見せ始めている。

創業板の設立の意義は、まず、株式市場の多層化の骨格が完成したことである。これまでは、メインボード (中小企業板を含む) と店頭市場である三板・新三板の間が大きく抜けていた感があったが、創業板設立により、メインボード・中小企業板・創業板・三板新三板という一連の多層的構造ができあがった。今後は、新三板から創業板へ、また創業板からメインボードへと移動していく会社も現れると思われる。また、創業板の設立は、最近増えつつある人民元 PE ファンドにエグジット (投資資金回収) を提供する点でも重要である。

3. 株価先物と信用取引の導入

2010年1月の出来事ではあるが、株価指数先物と信用取引の導入も重要である。2009年中はいわゆる証券市場で「革新」面の動きはなかったものの、2010年は、1月8日の国務院による①証券会社の信用取引業務の試行と②株価指数先物の導入の認可というニュースで幕を開けた。

振り返れば、信用取引は2006年に「証券会社信用取引 (中国語で「融資融券」) 業務試行管理弁法」と関連細則が発表され、株価指数先物についても、2006年設立の中国金融先物取引所 (「中金所」) で同取引所設立当初から模擬取引が行われ、2007年には「先物取引管理条例」により金融先物導入の法律上の障害も取り払われていた。換言すれば、過去2年間、株価指数先物・信用取引の両者ともほぼいつでも導入できる状況にあったものの、経済・社会情勢等への配慮等から導入が見合わせられていたものである。

株価指数先物と信用取引の導入は、過去数年間で見られたような過熱か急落の一方に振れやすい株式相場の形成メカニズムの改善につながる事が期待されている。また、これまでヘッジ手段を持たなかった機関投資家にも歓迎されよう。但し、中国は90年代に債券先物で大失敗を経験していることから、今後の導入はリスク管理の点から慎重に行われると思われる。

信用取引については、2010年3月31日に取引が開始された。当初、取引を行える証券会社は6社であるが、徐々に拡大していくと見られる。株価指数先物についても、株価指数先物取引規則（改定）と関連規則、上深300指数先物契約がそれぞれ発表された後、4月16日に取引が開始された。なお、商業銀行、保険会社、QFII等の機関投資家は特定機関と分類されており、条件等について関連当局とのすり合わせが続いていると見られる。

Ⅲ 主な市場参加者の動向

本章では、主な市場参加者の動向を見る。

1. 証券会社

1) 収益と業務展開

証券会社を見ると、2009年は、株式市場（取引額）が復調する中で利益は好調であった。2010年1月時点で判明している57社の純利益は合計611.19億元で前年比90.1%の増加となった。営業収入は1,409.96億元（前年比54.8%増）で、内訳を見ると依然としてブローカー業務による収入が約7割程度を占めており、相場次第の収益構造が続いている。また、上位10社の営業収入が全体（57社）の約53%を占めており上位集中が見られる。取引所の売買代金の増加はブローカー業務にとってプラスであるが、証券会社間の競争激化から手数料率が低下している。手数料率については上限0.3%との規定があるのみで、実体は0.1%前後になっている⁹。また、手数料の下限について、12月に証券業協会が、証券会社に手数料の下限を設定させる措置を撤廃したため、完全自由化になっている模様である¹⁰。

一方、IPOの再開は、投資銀行業務の収益に貢献した。Wind 資料によれば証券会社43社で、引受・スポンサー収入は45億元であり、うち上位10社が約7割を占め、ここでも上位証券会社への業務集中が進んでいることがわかる¹¹。また、証券業協会が発表した2009年の株式の引受額ランキングを基に計算すると、上位5社で全体の約56%、上位10社で約72%のシェアを占める。証監会は、強い証券会社をより強くし、弱いところは淘汰していく方針をかねてから打ち出しており、現実にその方針に

⁹ 上海証券報 2009年12月30日 「手数料の水準は業界の極限へ接近」

¹⁰ 経済観察報 2009年12月11日 「証券会社の手数料下限撤廃」

¹¹ 21世紀経済報道 2009年12月25日 「2009年投資銀行業績表」

沿った動きになっていることがわかる。また、上述した創業板における新規公開は、公募の倍率が高く応募金額が大きくなる傾向もあって、新たな引受手数料の収入源となっている。

また、「直投」業務（証券会社が子会社を通して、ベンチャー企業、上場前の企業、上場会社の株式に投資する業務）を行える証券会社にとっては、創業板ができたことで、投資先企業を創業板上場させることにより「直投」業務からも収益が得られるようになってきた。

次に、証券会社の 2009 年における業務展開を見る。第一に、5 月発表の「証券会社直接投資業務試行手引き」により、直投業務を行える証券会社の条件が引下げられた。これを受けて、2009 年に 2 社（国元証券、銀河証券）が新たに直投業務の認可を受けた。2009 年末で合計 13 社が直投業務の資格を得ている。

第二に、商品面での展開を見ると、証券会社の提供する資金運用商品である「集合理財」の規模が拡大した。集合理財商品は、2009 年中に 46 商品が登場し、2009 年末現在で集合理財商品の規模は 978 億円となり、前年比 126%増加となった¹²。背景には、9 月に証監会が、集合理財商品の存続期間と規模に関する規制を設立 2 年以上の証券会社について撤廃したことがある¹³。また、証券会社は、商品規模 10 億円以下、顧客 200 人以内、一顧客の最低投資金額は 100 万円という「小集合」を販売できることになったこともある。

ここ数年間、集合理財は、銀行や基金管理会社（以下、基金公司。証券投資信託の運用会社）の提供する資金運用商品に押されていたことに加えて、後述するように、2009 年中に基金公司に「一对多」の資金運用商品（最低投資金額 100 万円、顧客 200 人以内）が認められたことにより、証券会社にも基金公司に対抗できる中高所得者層向け商品を認める必要が生じたことがある。今後は、中高額所得者向けの資金運用商品の市場において、証券会社、基金公司、私募基金（後述）等の間での競争が激しくなることが予想される。

第三に、証券会社の支店開設が増加した。5 月から 9 月の間に、42 社が 123 の支店開設を認可されている¹⁴。また、10 月に営業所の開設条件が緩められたこともあり（例えば、全国範囲での営業所設立について、1 営業所平均のブローカレッジ業務の純収入が業界 3 位以内であるという条件が、20 位以内に緩められる、等）、新たな営業所を増やすことの可能な証券会社が 64 社へと増加した。このうち、全国に営業所を出せる証券会社は、15 社から 34 社に増えている¹⁵。

第四に、証券会社の新商品・新業務・支店・営業所の展開の際の基準となる証券会社の分類管理の規定「証券会社分類監督管理規定」が 5 月に簡略化された¹⁶。これま

¹² Wind 資訊

¹³ 証券時報 2009 年 12 月 24 日 「証券会社の集合理財、再び拡大の動き」

¹⁴ 証券時報 2009 年 11 月 30 日 「証券会社の 5 カ月間で 123 支店を設立」

¹⁵ 上海証券報 2009 年 10 月 29 日 「証監会が条件緩和、営業所新設可能な証券会社は 64 社に」

¹⁶ 証券会社は、AAA 級から E 級まで 5 大分類 11 級に分類され管理されている。詳細は、野村資本市場研究所（2007）参照。

では、リスク管理能力について6種類（資本、企業統治・合法的管理、リスクモニターとコントロール、情報システムの安全性、顧客権益保護、情報開示）計69の評価指標により分類されていたが、6種類27指標に簡素化された。そして、2010年1月には、証券子会社は親会社と合算して分類評価されること、証券会社の自己評価の際の隠蔽やスポンサー代表・財務顧問の違反行為等も減点の対象となること等の通知も出された模様である¹⁷。

第五に、規則の面では、4月にブローカー業務に携わる職員の質の向上を意図した「証券会社ブローカー管理暫定弁法」が発表された。違法行為の取締まりでは、後述する基金業界の場合と同様に、インサイダー取引等の取締まりが続いた。

2) 業界再編

証券業界の再編は加速の兆しが出ている。証監会は、10月に「一参一控」の日程表を発表した¹⁸。これによれば、証券会社は2010年末までに「一参一控」の要求を満たさなければならず、また、2009年末までに実行可能な計画を提出しなければならない。但し、中央匯金と建銀投資は例外で、2013年5月末までに「一参一控」を実現しなければならないことになった。日程が明確になったことにより、華泰証券が傘下の聯合証券と業務の整理を進めて、華泰聯合証券となる等、各証券会社は傘下にある証券会社の整理や吸収に動き始めている。

なお、例外扱いとなった中央匯金を見ると、2008年時点では中央匯金の直接傘下に建銀投資、銀河証券、申銀万国証券、国泰君安証券があり、さらに建銀投資の直接傘下に中投証券、宏源証券、西南証券、齐鲁証券、瑞銀証券、中信建投証券、中国国際金融があった。但し、これらの建銀投資傘下の証券会社は、2009年中に、宏源証券と西南証券を除いて中央匯金の直接傘下に移った。このため、現在、中央匯金は、銀河証券、申銀万国証券、中投証券、中国国際金融の支配株主で、国泰君安証券、中信建投証券、齐鲁証券、瑞銀証券に資本参加していることになり、整理には時間がかかるとみなされたものと思われる（図表3）。

再編に関連して、外資との合弁会社設立の状況を見ると、2009年1月にドイツ銀行と山西証券の合弁証券会社設立が証監会に認可された。これは、2007年に外資との合弁証券会社設立が再開されてからは2件目の外資との合弁会社である。一方、1件目の瑞信方正証券（2008年認可、クレディスイスと方正証券の合弁会社）は2009年2月から営業を開始した。

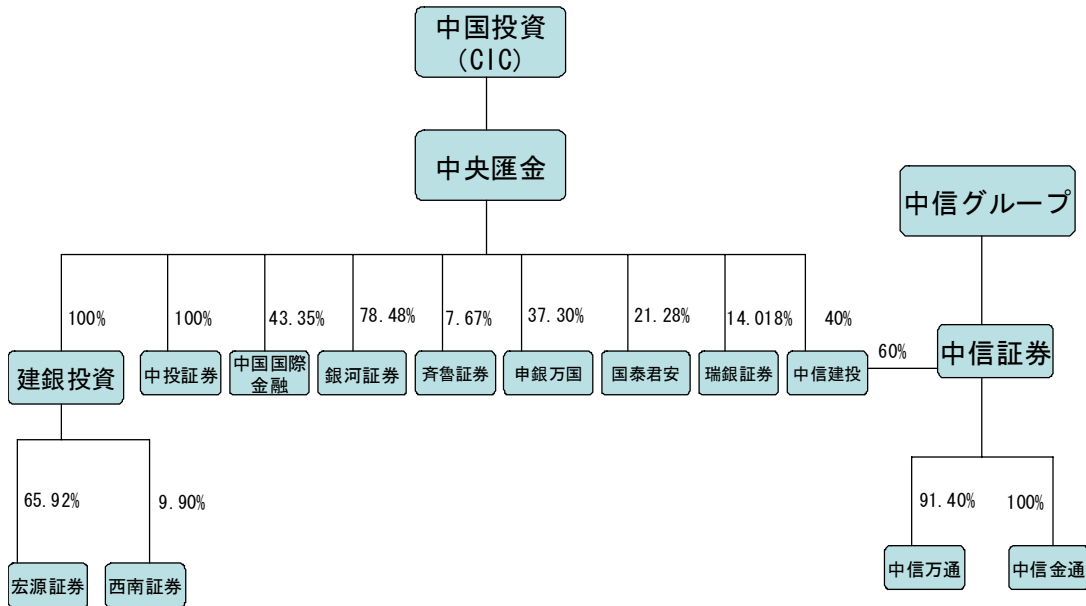
次に、証券会社の上場について見ると、2009年は、1月に西南証券（借殼上場）¹⁹、

¹⁷ 上海証券報 2010年1月19日 「証券親子会社の連結評価、隠蔽は減点」

¹⁸ 「一参一控」とは、同一株主が多くの証券会社を支配したり、また資本参加したりすることを、関連取引・利益相反等の観点から禁止したもの。具体的には、同一株主は、1社の支配株主であると同時に他の1社に資本参加できるが、それ以上は禁止される。2008年3月「証券会社の支配関係の認定標準と関連指導意見」、同4月の「証券会社監督管理条例」等が根拠。また、証券業界再編の基本的な流れについては、神宮（2008）参照。

¹⁹ 借殼上場とは上場廃止手前といった業績の悪い会社に資産を注入する形の裏口上場である。

図表3 中国の証券業界（中央匯金系と中信グループ）



(出所) 野村資本市場研究所作成

8月に光大証券（通常のIPO）、11月に招商証券（IPO）の3社が上場した。加えて、2010年2月に広發証券（借殼）が上場し、2010年2月時点で上場証券会社は12社となった。自己資本は、上述したように証券会社の分類管理上の重要な指標であるため、証券会社には、上場によって自己資本を厚くすることで、分類管理上、高い級を得て新規業務等の業務拡大をしやすくする意図がある。

2. 基金管理会社

2009年の証券投資基金（投資信託）の状況を見ると、年初から株価が回復する中で、年末の純資産規模は2兆6,760.8億元となり前年比38%増加した²⁰。また、2009年に、ファンド数は118ファンド増加し年末時点では557ファンドとなった。特徴を見ると、株価が下落した2008年とは対照的に、株式型ファンド数が75ファンド増加し、年末では282ファンドとなり、純資産規模も1兆6,068億元と前年比84%増加した。一方で、債券型ファンド、マネーマーケット型ファンドはファンド数がそれぞれ20、3ファンド増加したものの、解約も増えたため口数は減少し、2009年末の純資産規模は債券型ファンドが836.6億元（前年比-55.4%）、マネーマーケット型ファンドが2,595.3億元（同一33.3%）となった。

株式型ファンドの中では、インデックスファンドが増加した。これは、インデックスファンドのパフォーマンスが良好であったことが背景にある。インデックスファンドは、

²⁰ この節のデータは、Wind 資訊による。

26 ファンドが新たに発売され、1,355.97 億元を集めた。ETF（上場型インデックスファンド）や 2009 年中に新たに認められた ETF 連動ファンド、LOF（上場型投資信託）等が増加した。上海証券取引所も ETF を後押ししている。LOF については発行された 10 本のうち 7 本がインデックスファンドであった。また、中堅上場会社を対象にした中証 500 のインデックスファンド等も導入された²¹。

新たに導入された商品を見ると、いわゆる「一対多」の「専用口座資金運用」が 6 月より認められ、細則の発表を経て 8 月より発売された。いわゆる「専用口座資金運用」²²については、2008 年 4 月以降、単一顧客向け（「一対一」）業務が開始されており、これが、特定多数の顧客に対する業務についても認められたものである。「一対多」の場合、一顧客の最低投資金額は 100 万元であり、顧客数は 200 人を超えてはならないと定められている。9 月に第 1 陣が発売された際は、非常な人気であったが、12 月時点では落ち着いた動きになっている²³。今後も銀行の資産運用商品、上述した証券会社の集合理財、私募基金と中高所得者層向け市場で競合すると予想される。

また、海外 ETF 発行への準備も始まっている。具体的には、香港、米国、日本（TOPIX コア 30）等の海外の主要指数を基にした ETF 商品の開発が進んでいる。

基金業界全体の改善策としては、第一に、「老鼠倉」（フロントランニング行為）が、かなり厳しい取締りを受けた。具体的には、いくつかの基金会社のファンドマネジャーが調査され処罰を受けた。また、8 月に深センの証監局が管轄区内の基金会社に対して「突撃検査」を行う等、各地で検査が行われた模様である。一方、基金会社も、具体的には、取引時間内における携帯電話の集中保管、社内での無線インターネットの禁止等、内部統制を厳格化している。

第二に、ファンドのレーティングの規則作りがある。証監会は 11 月に「証券投資基金の評価業務管理暫定弁法」（2010 年 1 月 1 日実施）を発表した。これは、ファンドのレーティングの方法・情報収集・公表の方式等についての規則であり、具体的には、12 か月未満のファンドについては、ファンド及びファンドマネジャーのレーティングを禁止する、経済メディアがファンドのレーティングを行う場合、中国証券業協会に入会しなければならない、等を含む。

第三に、依然から改善が求められているファンドの短期売買が多いことに関する措置である。「オープンエンド型証券投資基金の販売費用管理規定」（2009 年 3 月 15 日実施）により、短期間しか保有されないファンドの解約については追加的費用を徴収できることになった。保有期間 1 週間未満、1 ヶ月未満の場合、解約額のそれぞれ 1.5%、0.75%以上の追加費用を徴収できる。

第四に、「証券投資基金法」の改定作業が 7 月に開始された。ここでは、ファンドの投資範囲等について緩和することに加えて、これまで法律上灰色ゾーンで運営されている

²¹ 証券時報 2009 年 12 月 8 日 「インデックス化の波に乗り LOF は高速で拡大」。

²² 2008 年導入。特定の一顧客または特定多数の顧客に対して、顧客の投資目的、リスク志向等に合わせて行う資産管理業務。単一顧客の場合の専用口座は最低 5,000 万元。

²³ 上海金融報 2009 年 9 月 4 日 「資産管理業務、『一対多』時代へ入る」

「私募基金」の合法化を取り扱うか否かがポイントであろう²⁴。2009年を見ても、上述した公募基金の動きと並行して、いわゆる私募基金も拡大しており、公募ファンドからのファンドマネジャーの引き抜きも話題になっている。

3. 保険会社・全国社会保障基金

まず、保険会社を見ると、保険会社の運用資金は2009年末で約3.7兆元に上り、2007年の運用利回りは6.41%となった²⁵。保険監督管理委員会（保监会）は、4月に保険資金の運用チャネルの調整案を発表した。これは、「保険会社の債券投資の種類の増加に関する通知」、「保険会社の株式投資業務の規範化に関する通知」、「保険資金のインフラ設備債権投資プログラムへの投資に関する通知」等、5つの通知から成る。これらによれば、保険会社が投資可能な債券として、地方政府債券、大型国有企業が香港市場で発行した無担保債券（債券・転換社債等）、中期手形等の非金融企業債、等が加わった。但し、無担保の社債・企業債には投資できない。

株式投資については、ソルベンシーマージン比率により規定される。同比率が150%以上であれば、規定にしたがって株式投資が可能であるが、連続4四半期にわたり100~150%であった場合、株式投資戦略を調整しなければならない。連続2四半期100%未満の場合、株式投資を増やしてはならず、市場リスクについて報告し対応措置を採らなければならない。

また、保监会は12月には保険資金の不動産投資に関する草案を発表しており、さらに、PE投資についての細則も発表される見通しである。

次に、全国社会保障基金を見ると、2009年末の資産総額は7,765億元となった。株式投資収益率は16.1%である。2009年は、全国社会保障基金の新たな財源として、国有株の組み入れが始まったことが注目される。

2009年6月19日に、財政部、証监会、国資委、全国社会保障基金は連名で「全国社会保障基金強化のための国内証券市場の一部国有株の譲渡実施弁法」を発表した。これによれば、非流通株改革後のIPO再開（2006年6月）以降、国内でIPOを行った上場会社の国有株主は、原則、IPOの際に発行された株式数の10%相当数の国有株を全国社会保障基金に譲渡しなければならないようになった。なお、国有株の売却制限期間について、全国社会保障基金は、元の国有株主の売却制限期間を継承する上、さらに売却制限期間を3年間延長する。対象となる上場会社は131社、全国社会保障基金に保有する国有株を譲渡しなければならない国有株主は826社、譲渡株数は83.94億株、発行価格での評価は639.33億元である²⁶。なお、2009年中の国有株譲渡による全国社会保障基金資産の増加は647.7億元に上った。

²⁴ ここで言う「私募基金」とは、私的に資金を募集して運用しているファンドである。法律上の位置づけは、長らく不明確なままである。これらの中には、監督当局に登録し情報開示も行っているものがあり、これらは「陽光」私募基金と呼ばれる。

²⁵ 第一財経済日報 2010年1月22日「2009年の投資収益率は6.41%」

²⁶ 当局発表、2009年3月26日時点

4. 上場会社

上場会社について見ると、M&A や産業再編に関する動きが見られた。まず、大株主による「資産注入」が多く見られた。具体的には、大株主に第三者割当増資を行い、その資金で M&A を実施したり、あるいは大株主の資産を注入したりする。全流通時代を迎え、大株主側も保有株式の価値引上げを図る動機が強くなっていることをうかがわせる。

産業再編については、工業情報化部が「企業合併再編の推進加速に関する意見」を発表しており、今後実施されると見られる。これは、銀行団融資や株式・債券等の直接金融（PE、産業投資基金、資産管理会社）による企業合併を推進するものである。電力・石炭・非鉄金属等では産業連関を伸ばす形の総合企業への合併再編が奨励され、鉄鋼・石化・自動車・造船等では規模の経済の追求から地域を越えた大型企業への合併再編が奨励される等、産業政策と一体となっている点が特徴である。こうした意見により、資本市場を通じた合併再編に今後さらにはずみがつくことが予想されている。

IV 対外開放の動き

2009年における資本市場国際化の話題としては、第一に、上海証券取引所での「国際板」（東京証券取引所の外国株市場に相当）設立に向けた動きが挙げられる。これは、海外企業が直接に A 株市場に上場するものであり、海外企業にとっては、資金調達のみならず中国国内での知名度上昇等の魅力がある。一方、中国の投資家、特に個人投資家にとっては海外企業の株式に直接に投資できるチャンネルとなる。2009年中に開始するとの噂もあったが、実際には、上場対象となる海外企業の要件・範囲、会計基準、上場基準、調達資金の海外送金の可否等、関連部署での調整が続いている状況である。

第二に、QFII（適格海外機関投資家）について見ると、2009年、証監会は新たに19社のQFIIを認可し、外為管理局は26社のQFIIに32.77億ドルの投資枠を認可した。これで、2009年末において、QFIIは86社、投資枠は166.7億ドルとなった。制度面では、外為管理局は9月29日に「適格海外機関投資家による国内証券投資についての外為管理規定」を発表・実施した。これは、2002年の暫定規定を改定したものである。改定の結果、1社のQFIIの投資限度額の上限が8億ドルから10億ドルに引き上げられた。また、年金・保険・オープンエンド型中国投資ファンド等の中長期のQFIIについて、元本部分のロックアップ期間が3ヶ月に短縮された。さらに、QFIIの自己資金、QFIIの顧客の資金については別々に口座を開設できることになり、QFIIの設定したオープンエンド型中国ファンドについては独立した口座を開設することになった。

税制面では、国家税務局が2009年2月にQFIIの得た配当・利息収入に対して10%の企業所得税を課すことを発表した。

第三に、QDII（適格国内機関投資家）について見ると、2008年の金融危機発生以降、QDII資格の認可は一時ストップしていたが、2009年2月に再開された。また、QDIIの投

資枠の認可も 10 月に再開し、2009 年は合計 80.79 億ドルが認可された。2009 年末時点で QDII は 69 社、投資枠合計は 640.3 米ドルとなっている。2009 年中、QDII 商品の純資産価値は、海外市場の回復を受けて 50%前後増加した²⁷。

新商品としては、3 月に証監会は、QDII 資格と特定資産管理業務資格（専用口座資格）を持つ基金会社に、海外投資専用口座を認めた。これは高所得者向けの一對一の専用口座であり、最低投資額は 5,000 万人民币元となっている。

第四は、香港における人民元建て債である。2007 年から発行されている香港における人民元建て債を見ると、2009 年は人民元建て国債が発行されるという重要な進展があった。2009 年 10 月に、香港の投資家（個人・機関投資家）向け人民元建て国債 60 億元（2 年債 30 億元、3 年債 25 億元、5 年債 5 億元）が発行され、応募倍率は 3 倍と高い人気となった。2009 年には人民元建て貿易決済が導入され、中国は人民元国際化へ向け一歩踏み出したものの、人民元が海外で保有された場合の運用手段がないことが課題となっている。こうした中で、香港に人民元オフショア市場を育成し、人民元運用の場を提供する方向で中央政府・香港政府ともに動いている。このため、今後も、香港における人民元建て債券、特に金利のベンチマークを形成する国債の発行は続くものと見られる。

第五に、2009 年中の証券会社の対外進出を見ると、12 月に海通証券が香港の大福証券を買収した。一方、基金会社では、大成基金、匯添富基金、嘉実基金、華夏基金、博時基金が香港における 100%子会社設立を証監会に認可された。香港に子会社のある基金会社は、2008 年に認可された南方基金、易方達基金を合わせて 7 社となった。

V 2010 年の証券市場政策の展開

2010 年年初の株価指数先物と信用取引導入により、中国の資本市場改革は明白に新たな方向に動き出した。資本市場改革の青写真である国務院の「資本市場の改革開放と安定的発展の推進に関する若干の意見」（9 条意見）が発表された 2004 年以後の資本市場改革の動きを見ると、まず、2005 年に始まる非流通株改革や 2004～07 年の証券会社再編といった中国の資本市場が歴史的に抱えてきた負の遺産の整理を進め、次に、2007 年以降、上場会社の質の向上、インサイダー取引等の違法行為の取締りの強化、証券会社のリスク管理強化、発行制度の手直し、創業板の導入等、資本市場の基礎を固めてきたことがわかる。負の遺産の処理と不十分ながらも基礎固めを進めた上で、今度は、中国では「金融革新」と位置づけられる株価指数先物と信用取引の導入に踏み切ったわけである。つまり、中国の資本市場の 2010 年は、この両者の金融革新を以て、革新の方向へ一歩踏み出す年となる。

ここで、「9 条意見」の実施状況を振り返ると、2009 年の創業板導入と 2010 年の株価指数先物・信用取引導入により、一通りすべての項目が着手されたことがわかる（図表 4）。無論、始めたものの展開が不十分な改革も多く、欠点はいくらでも指摘できるが、

²⁷ 人民網 2009 年 12 月 24 日 「ファンドマネジャーの率直な意見、来年の海外市場は収益を上げ難い」

図表4 「国务院 資本市場の改革開放と安定的発展の推進に関する若干の意見」 (9条意見)

(1) 資本市場を大いに発展させることの重要な意義を十分に認識する	① 資源配分機能を発揮すること ② 国有経済の構造調整・戦略的再編と非国有経済の発展に資すること ③ 直接金融の割合を引き上げること	
(2) 資本市場の改革開放と安定的な発展を推進する指導的な思想と任務	① 公開・公平・公正原則 ② 法制・監督管理・自律・規範方針 ・投資家保護、リスク防止など ・直接金融の拡大、資源配分機能の発揮 ・各種企業の資金調達、多種の投資家需要を満足 ・市場主導の新品革新のメカニズムの完備	
(3) 関連政策を一層整備し、資本市場の安定的な発展を促進する	① 上場会社の審査制度の完備: 上場会社の質 ② 合法的資金の市場への導入: 基金管理会社の発展。社会保障基金、企業養老年金、商業保険資金の比率の引き上げ 機関投資家の資本市場における重要性: 基金管理会社と保険会社を主とする機関投資家が市場の主導的な力となる。 ③ 証券会社の資金調達チャネルの拡大 ④ 非流通株の問題の解決 ⑤ 資本市場にかかわる税収策の完備	○ ○ ○ ○ ○
(4) 資本市場システムを健全化し、証券投資商品を多様化する	① 多層型の資本市場体系の構築: 様々な資金調達企業の需要を満たす。メインボード・創業板 ② 債券市場の発展: 商品の多様化、社債の発行・取引・情報開示・信用評価の制度の完備 ③ 先物市場の発展 ④ 新品の革新メカニズムの構築: デリバティブ商品の開発	△ ○ △ ○
(5) 上場会社の質を一層向上させ、上場会社の規範的な運営を推進する	① 上場会社の質の向上: 発行管理制度・推薦制・M&Aと再編・優良会社の資本市場利用による発展強化 ② 上場会社の規範的な運営: 企業統治の改善・外部取締役・中小株主保護・情報開示 ③ 上場廃止メカニズム	○ ○ ○
(6) 資本市場の仲介機関の規範的な発展を促進し、業界のレベルを向上させる	① 証券会社・先物会社を現代的な金融機関にする ② 顧客資金流用厳禁、投資家保護 ③ 純資本を中心とするリスクの監視・コントロールのシステム	○ ○ ○
(7) 法制と信用の構築を強化し、資本市場の監督・管理のレベルを向上させる	① 法制と監督の強化と投資家の権益保護	○
(8) 協調と協力を強化し、市場のリスクを予防・解消する	① 各部門の連携 ② 市場リスクの防止・緩和 ③ 市場における違法行為を厳しく罰する	○ ○ ○
(9) 経験を総括し、対外開放を積極的かつ穏当に推進する	① WTO加盟時の承諾に基づく対外開放の履行(証券会社・基金管理会社)、QFII制度の継続 ② 海外市場の利用(資金調達)、QDII(適格国内機関投資家)の研究	○ ○

(注) ○: 2004年以降実行されているもの、△: 最近になり実行されているもの・実行予定のもの

(出所) 国务院発表資料より野村資本市場研究所作成

「9条意見」という大ビジョンの発表とその後の6年間で、一応の形を作り上げた点は評価すべきものと思われる。

今後の改革は、当然のことながら個別項目の深掘りに移る。実際、2010年1月に証券監督管理委員会(証監会)の尚福林主席は、今年重点工作として7つの項目を挙げている(図表5)。

ここで、信用取引業務試行と先物市場の導入が入っているのは言うまでもないが、他の注目点としては、発行制度改革の深化がある。2009年の発行制度改革にもかかわらず、高PEレシオでのIPOが続き、2010年に入っては上場後、公募価格割れとなる銘柄が続出していること等が背景にある。また、資本市場の多層化の点では、2009年の創業板導入

図表 5 証監会 2010 年の重点政策

1. 基礎的体制構築の強化と市場体制メカニズムの整備
 - ・ 証券会社の信用取引業務の試行、業務規則の完備・試行範囲の拡大
 - ・ 部分上場した会社の全体上場、株主の関連取引による上場会社の利益侵害行為の取締り
 - ・ 発行制度改革の深化、ブックビルディングと価格決定プロセスの監督強化
 - ・ 上場廃止メカニズムの健全化
 - ・ 情報開示の規則の整備
 - ・ 世論の形成と投資家教育の強化
 - ・ 市場統計の分析の強化
2. 市場体系・機能の整備と経済発展へ資する能力の増強
 - ・ メインボードと中小企業板市場の安定的な発展・マーケットメカニズムによる M&A や企業リストラクチャリングの制度の整備・M&A の資金調達方式における革新のサポート
 - ・ 創業板の機能と位置づけの理解・創業板の発行監督管理の規則の整備・創業板市場の発展加速
 - ・ 店頭市場の拡大の試行についての具体案の制定と場外市場構築の加速
 - ・ 債券市場の積極的な発展・社債(「公司債」)審査の効率引上げ・社債による資金調達規模の増加
 - ・ 海外企業の国内における上場発行制度整備の探究
 - ・ 条件を満たす企業の海外上場のサポート継続・条件を備えた証券会社のクロスボーダー業務の展開のサポート
3. 先物市場体系の整備と国民経済に役立つ機能の拡張
 - ・ 株価指数先物の適格投資家制度の実施、証券会社・基金会社・QFII 等の株価指数先物へ参入規定の明確化、証券会社の先物仲介業務に関する規定と監督の強化、市場を跨ぐ監督管理制度の整備、株価指数先物の平穏・順調な上場と取引の確保。
 - ・ 上場先物商品の市場動向と機能の状況の評価、商品先物における新商品の着実な導入。
 - ・ 先物市場動向のモニターとコントロール、先物会社の分類管理の強化、先物会社の業務革新の着実な推進、市場メカニズムによる先物業界リストラの推進。
4. 日常の監督管理の強化と市場参加者の規範のある発展水準の引上げ
 - ・ 「上場会社の企業統治準則」の改定、内部情報を得た者の登記制度の推進、株価の異常な動きに対する素早い対応メカニズムの整備。
 - ・ 行政監督・自主規制・市場の規律が一体となった監督管理システムの構築。
 - ・ 証券業界のストレステストのメカニズム構築、「一参一控」による業界整理の遂行、証券会社の合法的マネジメントの有効性評価、証券会社のチャイニーズウォールとブローカー業務と資産管理(アセットマネジメント)業務の専門検査の推進。
 - ・ 基金の運営・販売等の管理規定の改定、基金の分類審査制度の実施、基金の販売と支払チャネルの拡張。
 - ・ 証券サービス機関(会計士事務所、弁護士事務所等)の業務活動の監督管理強化。
5. 法制のさらなる整備と市場の健全な発展の指導・規範化
 - ・ 「証券投資基金法」と「先物取引管理条例」の改定。
 - ・ 「上場会社監督管理条例」の公布・実施。
 - ・ 違法・規則違反の発見及び処理メカニズムの整備、違法・規則違反事件の調査処分強化、インサイダー取引・フロントランニング・上場会社の利益を損なう等の違法・規則違反の行為の重点取締り。
 - ・ (証監会の) 派出機関による行政処罰試行の実施、行政処罰委の活動メカニズムの革新、外部委員導入の研究。
 - ・ 情報開示違反の責任、及び会計士事務所やその職員の違法・規則違反行為の認定手引きの改定・整備。
6. 市場の安全で安定的な運営の維持
 - ・ 「証券先物業の情報セキュリティ管理弁法」と「証券先物業のインターネットと情報セキュリティの事件に対する調査処理弁法」の公布・実施、情報セキュリティに関する応急訓練と日常検査の強化。
 - ・ 業界のデータセンターの構築。
 - ・ インターネット上の違法・不良な証券先物情報に対する処置の強化。
 - ・ 問題や紛糾に関する取り調べ強化と投書陳情の素早い処理。
 - ・ 突発事件に対する応急処理の制度の整備。
 - ・ 違法行為取締りに関する協調メカニズムの整備、重点地区についての監督・早期警戒の強化、違法行為の蔓延防止。
7. 監督管理能力の引上げ
 - ・ 腐敗防止の強化、(以下略)

(注) 全国証券先物監督管理工作会議での尚福林主席の発言。

(出所) 各種報道より野村資本市場研究所作成

で形の出来上がった、メインボード、中小企業板、創業板、店頭市場（三板・新三板市場）からなる体系のさらなる整備、特に、店頭市場を基礎に全国的な場外市場の構築に向けた動きが出ると期待される。さらに、上海証券取引所の国際板の動向も今年の注目点の一つであろう。

<参考文献>

- ❖ 神宮 健「さらなる再編に向けて動く中国証券業界」、『資本市場クォーターリー』2008年秋号
「人民元国際化と中国の金融債券市場の整備」、『資本市場クォーターリー』2010年冬号
- ❖ 関根栄一「動き出した中国の地方債市場」、『資本市場クォーターリー』2009年夏号
- ❖ 野村資本市場研究所 『中国証券市場大全』（第8章）、日本経済新聞社、2007年