

中国の株価維持政策（PKO）の発動経過と出口に向けた模索

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. 2014年11月から始まった中国での株価の急騰は2015年6月にピークを迎え、同年8月までに計3回の大幅な調整が発生した。この間、中国政府は、利下げを併用しながら、相次いで株価維持政策（Price Keeping Operation、PKO）を発動し、株式市場への直接介入を行った。
2. 2015年6月下旬から8月下旬にかけて行われたPKOの主体は、7月7日以前は証券当局中心、7月8日以降は政府全体と、二つの段階に分かれる。また、介入の内容も、株式市場の問題が金融システム・リスクの発生につながらないよう、流通市場で直接的な規制を課したことも特徴である。
3. その後、同年8月末以降は、株価指数先物等に対する取引規制を課す一方、発行市場・流通市場の正常化に向けた動きも出始めた。但し、中国証券金融株式有限公司や中央匯金投資有限責任公司といった「国家チーム」による介入で買い増した株式の保有は、今なお継続している。
4. PKOの主眼が目先の株価維持というよりは金融システム・リスクの発生防止にあったとは言え、介入の法的正当性や手法に疑問を呈する声も中国国内にある。2016年1月4日に導入後、わずか4日で撤回されたサーキットブレーカーについても、制度設計や導入タイミングについて、課題を残す結果となった。
5. もう一つの課題である市場との対話では、2013年春にスポークスマン制度を設けていた中国証券監督管理委員会の取り組みが先行はしていたものの、今後、政府全体としての市場へのメッセージの出し方や、PKOによって得た改革の為の時間を中国政府がどのように使っていくのが、引き続き注目される。

I 2015年夏の中国の株価急落の発生

1. 2015年は株価の大幅調整が計3回発生

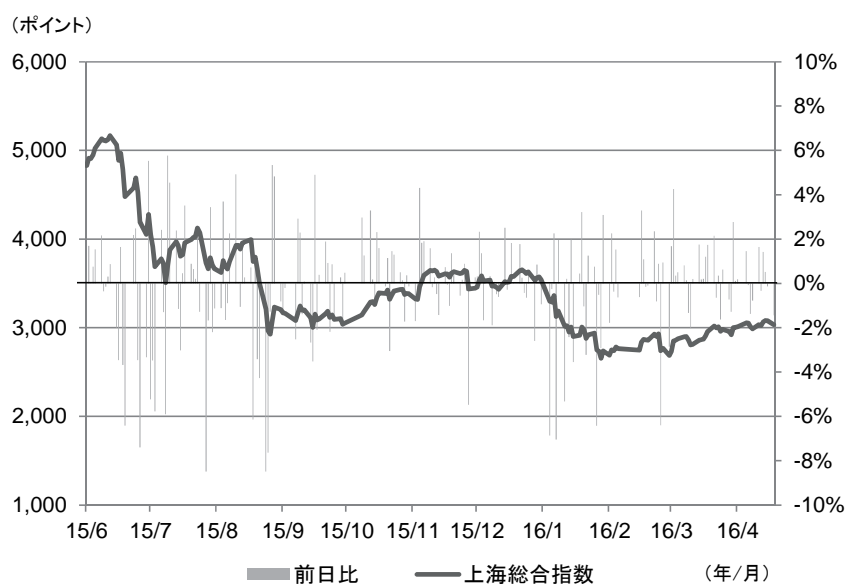
2015年は中国の株式市場と為替市場での動揺が、世界のマーケットに波及し、「チャイナショック」と呼ばれる世界同時株安を招いた。株式市場では、2014年11月に中国人

民銀行が利下げに踏み切ったのを機に、それまで 2,000~3,000 ポイントに留まっていた上海総合指数が上昇を始めた。ところが、2015 年 6 月以降、同年 9 月までに、株価の大幅な調整（下落）が計 3 回発生した（図表 1）。尹中立・洪正華（2015）¹によれば、株価下落のトリガーを引いたのは中国証券監督管理委員会（証監会）が制度外信用取引とも言える民間融資を通じた株式投資（後述）の取り締まりに着手すると報じられたことにあると指摘している²。

調整の第 1 回目がこの報道の直後の 2015 年 6 月 12 日で、上海総合指数が 5,166.35 ポイントと、2008 年 1 月以来 7 年 5 ヶ月ぶりに高値をつけた後で、その後、急落し始めた。同年 6 月 26 日の上海総合指数は 4,192.87 ポイントと、前日比で 7.4% 下落し、翌 27 日は土曜日にも関わらず、中国人民銀行は、2014 年 11 月以来、計 4 回目の利下げを行い、基準金利（預貸金利）と預金準備率が同時に引き下げられた。

調整の第 2 回目が同年 7 月 27 日で、上海総合指数は 3,725.56 と前週末の終値と比べて 8.48% 下落し、1 日の下げ幅としては 2007 年 2 月以来の大幅な下落となった。調整の第 3 回目が同年 8 月 24 日で、上海総合指数は 3,209.91 と前週末の終値と比べて 8.49% 下落し、同年 7 月 27 日の 1 日の下げ幅を再度更新した。この第 3 回目の急落の翌日の 8 月 25 日の上海総合指数は 2,964.97 と、前日の終値と比べて 7.63% 下落し、2014 年 12 月以来 8 ヶ月ぶりの 3,000 ポイント割れとなったことから、同日夕刻、中国人民銀行は、2014 年 11 月

図表 1 上海総合指数の推移と前日比（2015 年 6 月～）



(注) 2016 年 4 月 18 日までの数値。

(出所) CEIC より野村資本市場研究所作成

¹ 尹中立・洪正華「2015 年の中国株式市場」、殷劍峰主編『中国金融発展報告（2016）』社会科学文献出版社（2015 年 12 月）。尹中立は、中国社会科学院・金融研究所・金融市場研究室・副主任。洪正華は、航空証券公司副総裁。

² 2015 年 6 月 6 日付財新網 (<http://finance.caixin.com/2015-06-06/100816640.html>)。

以来、計 5 回目の利下げを行った。この時の利下げも基準金利（預貸金利）と預金準備率が同時に引き下げられたが、その主眼は、中国国内の実体経済を回復させるためというより、中国市場で起きた株価の急落がグローバルな株式市場に波及するのを防ぐために行ったものと筆者は解釈している。

2. 市場からの改革への疑念の発生

この間、2015 年 6 月下旬から 8 月下旬にかけて、前述のように利下げを併用しながら、中国政府は相次いで株価維持政策（Price Keeping Operation、PKO）を発動し、株式市場への直接介入を行った。この介入は、2015 年 8 月 11 日から 3 日間連続で実施されたのが人民元の基準値の切り下げと相まって、グローバルな市場参加者は、①新常态（ニューノーマル）の下で中国経済の成長鈍化に歯止めがかからなくなっている、②中国政府は中国共産党第 18 期中央委員会第 3 回全体会議（以下、第 18 期 3 中全会）で採択された市場化改革を放棄したのではないかと疑念を抱くに至った。

具体的に中国政府の株式市場への直接介入は、どのように行われたのであろうか。また、株式市場の機能回復と正常化に向け、中国政府は、介入後の出口戦略をどのように考えているのであろうか。本稿では、中国政府の公式発表や市場参加者の動きを基に、PKO の発動の経過・内容やその効果、出口戦略について考察する。

II PKO の全体像（2015 年 6 月下旬～8 月下旬）

1. 異なる PKO の段階と金融システミック・リスク防止の視点

株価の急落が続いた 2015 年 6 月下旬～8 月下旬にかけて行われた PKO では、7 月 7 日以前と 7 月 8 日以降の段階で介入度合いが異なることが特徴である。7 月 7 日以前は、証監会や中国証券業協会といった証券当局中心の市場介入であったのに対し、国務院常務会議（閣議）が開催された 7 月 8 日及び同日以降は、証監会以外の省庁も含めた政府全体としての介入に変わっている。上海総合指数は、ピーク時の 6 月 12 日の 5,166.35 ポイントから、7 月 8 日には 3,507.19 ポイントへと約 32% 下落し、中国政府としても看過できない状況となっていた（前掲図表 1）。7 月 8 日の前後で証券当局中心か政府全体かで PKO の段階を区切る見方については、尹中立・洪正華（2015）も同様の指摘をしている。

また介入の内容も、政府系ファンド等官民一体による市場での買い増しなど、単に株価を支えるために採った措置だけではなく、株価の大幅な下落に伴い、もし信用取引等による株式関連融資契約のデフォルトが発生した場合、こうした信用リスクが株式市場のみに留まることなく金融市場にも波及することを恐れて採った措置もあるように見える。この点が大株主等による上場株式の売却制限措置など、一見、過剰反応とも言える株式市場への直接介入を中国政府に採らせた要因ではないかと筆者は考えている。実際、中国の関係

当局も 2015 年夏の PKO について、金融システミック・リスクの発生防止を念頭に置いていたと後日認めている（後述）。

さらに PKO の発動の過程では、株価の下落が止まらない原因を、投資家による株価指数先物取引の悪用やプログラム売買の存在にあると証券当局が見なし、規制や監視を強めたことも特徴である。株式市場のヘッジ機能や流動性を、一時的とはいえ、証券当局が停止させたことへの警戒感を投資家に残す結果になった。

次節以降では、2015 年 6 月下旬から 8 月下旬に行われた PKO の内容を、7 月 7 日以前と 7 月 8 日以降に分けて順に整理する。

2. 2015 年 7 月 7 日以前の証券当局中心の PKO

1) 投資家への流通市場でのインセンティブ付与

前述の通り、2015 年 6 月 27 日、中国人民銀行は 2014 年 11 月以来、計 4 回目の利下げを行っていたにも関わらず、7 月 1 日、上海総合指数は 4,053.70 ポイントと前日比で 5.23% 下落した。同日、証券当局は、PKO の手始めとして投資家への株式購入に対するインセンティブを高めるため、株式取引に伴う手数料を約 3 割引き下げる方針を示した。具体的には、上海・深圳証券取引所は A 株の委託売買手数料を売買代金の 0.00696%（売買双方）から 0.00487%（同左）に引き下げるとした。併せて、中国証券登記結算公司の名義書換手数料は、上海の 0.03%（売買額面金額）、深圳の 0.00255%（同左）から、一律 0.002%（同左）に引き下げるとした。いずれも同年 8 月 1 日から施行するとした。

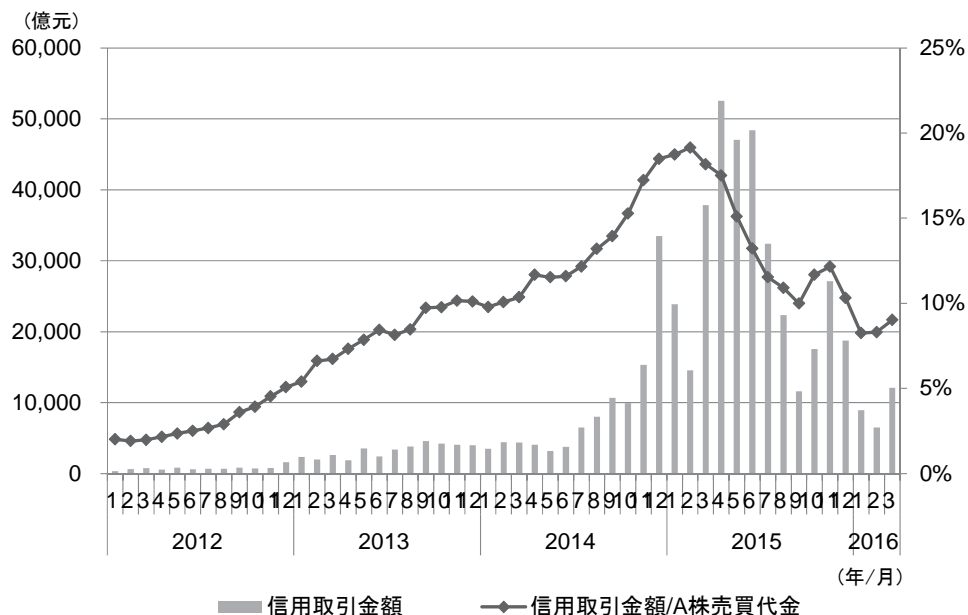
2) 信用取引契約の返済猶予（モラトリアム）

(1) 信用取引の条件緩和

2015 年 6 月に頂点に達した株価の上昇には、信用取引を使ったレバレッジの高い取引があると見られている。信用取引金額は、利下げが行われた 2014 年 11 月から増加し始め（図表 2）、同年 12 月には 3 兆 3,455 億元（うち買い信用が 88.6%）と、11 月の 1 兆 5,306 億元の約 2.2 倍に達している。証監会は、2014 年 12 月中旬から証券 45 社の信用取引業務などを検査し始め、2015 年 1 月 16 日には、中信証券と海通証券、国泰君安証券の 3 社に対し信用取引の新規口座の開設を 3 ヶ月間認めないとする処分³を発表するなど、株式市場でのレバレッジの行き過ぎを警戒していた。一方、A 株の売買代金に占める信用取引金額の割合を月次で見ると、2015 年 2 月の 19.2% をピークに低下し始めており、一部の投資家では脱レバレッジの動きが出ていたが、同年春以降も株式投資ブームは収まらず、むしろ加熱し、同年 4~6 月の信用取引金額

³ この 3 社は、条件を満たさない顧客に融資や信用取引の期日の繰り延べなど不適切な行いがあり、事前の当局による要請にもかかわらず改善がみられなかったという。

図表 2 A株売買代金に占める信用取引金額



(出所) CEIC、中国証券金融株式有限公司より野村資本市場研究所作成

は毎月 5 兆元前後で推移していた⁴。もしこのまま株価の下落が続けば、投資家は追証を差し入れられないどころか、返済そのものを行えない事態に陥る恐れがあった。

このような中、2015 年 7 月 1 日、証監会は「証券会社信用取引業務管理弁法」を公布、即日施行した。同時に、上海・深圳証券取引所は、上記管理弁法の内容を実施するための「信用取引実施細則」を公布した。PKO に関わる内容は信用取引について、①これまで通り 1 回ごとの契約期間を原則 6 ヶ月に設定することは変更しないものの、契約期間の延長を容認すること、②これまで通り顧客が維持すべき担保比率 130% 以上という水準は変更しないものの、この水準を満たさない場合は証券会社と顧客が追証のタイミングを協議して決めることができることにあった。

旧ルールでは、信用取引の契約期間は半年ごとで、かつ契約期間の延長は 2 回までとされていたが、新ルールでは、投資家の返済を無期限に延長し、株価急落に配慮し、追証も機械的に認めないなど、信用取引のデフォルトを発生させない措置を採った。また、信用取引金額の上昇に歯止めをかけるため、信用取引規模を証券会社の純資産の 4 倍までと上限を設けた。

⁴ 2015 年 4 月以降の株式投資ブームの背景として、信用取引や本文中で指摘した制度外信用取引以外に、いくつかの要因が考えられる。例えば一つ目の要因は、4 月 13 日に実施された株市場での個人投資家の 1 人 1 口座の制限の撤廃である。この規制緩和を受け、個人投資家の A 株の新規口座開設数は、3 月の 486 万口座から、4 月には 1,289 万口座へと約 2.7 倍に増加した。二つ目の要因が、当局の宣伝である。4 月 21 日付の人民日報は、「4,000 ポイントは A 株の買い相場の始まりに過ぎない」との社説を掲載している。

(2) 中国証券金融の増資

投資家と証券会社の信用取引の条件緩和を認めた場合、証券会社が中国証券金融株式有限公司（中国証券金融、図表 3）⁵から借りている資金または株券の返済について、中国証券金融が返済猶予に応ずることが必要となる。またこうした返済猶予に応ずるためには、中国証券金融自身に運転資金が発生することとなる。

このため、証監会は 2015 年 7 月 3 日、中国証券金融の増資を決定し、登録資本金は 240 億元から 1,000 億元に増額された（図表 4）。また同年 7 月 5 日、日曜日にもかかわらず、証監会は「中国人民銀行が多様な方法で中国証券金融の流動性を支援すると表明している」ことを明らかにした。

3) 証券会社・基金管理会社・政府系ファンドによる買い増し

(1) 証券会社 21 社による共同声明

2015 年 7 月 3 日の金曜日、上海総合指数は 3,686.92 ポイントと、前日比で 5.77% 下落した。このため、翌 4 日土曜日にもかかわらず、大手の証券会社 21 社は中国証券業協会を通じ以下の声明を出し⁶、「自主」の名の下に、株式市場での買い手としての役割を果たすとした。

- 証券会社 21 社は、ブルーチップに投資する上場投資信託（ETF）に 1,200 億元以上を投資する。投資金額は、2015 年 6 月末の各社純資産の 15%に相当する。21

図表 3 中国証券金融と中央匯金公司

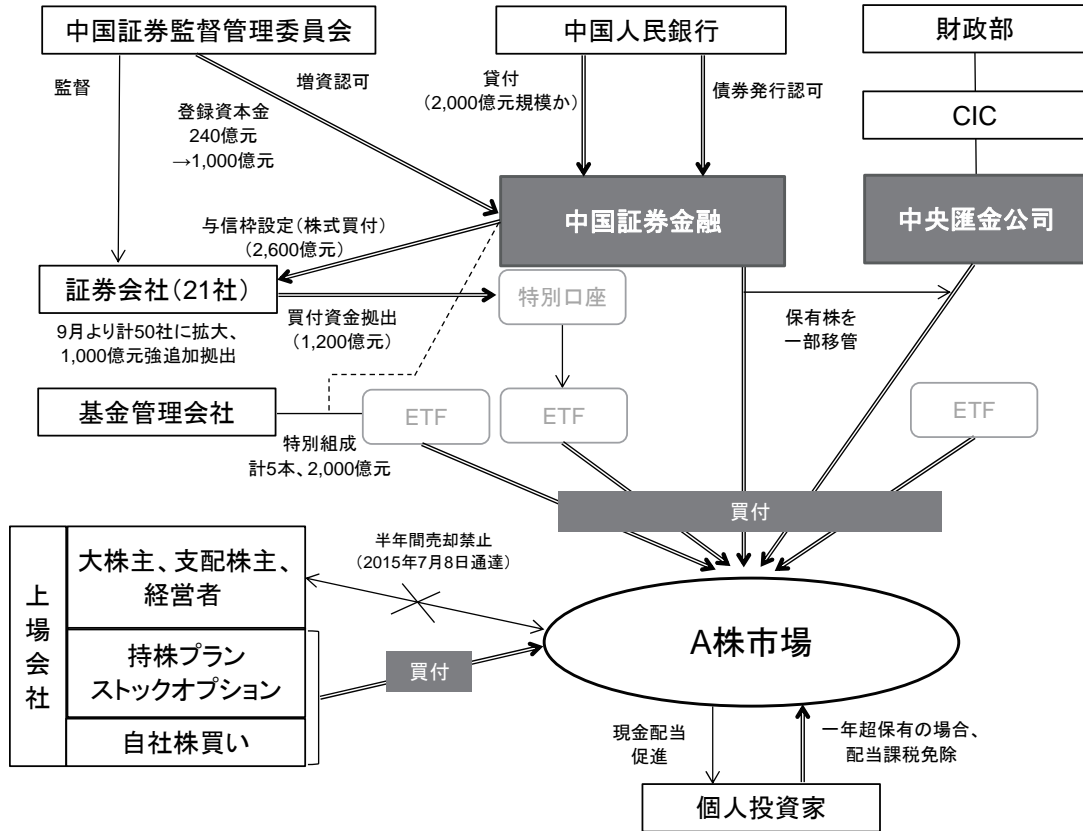
名称 (英文)	中国証券金融株式有限公司 China Securities Finance Co., Ltd.	中央匯金投資有限責任公司 Central Huijin Investment Ltd.
設立年月日	2011年10月28日	2003年12月16日
性質	全国性証券類金融機関	国家が出資・設立の国有独資公司
本部	北京	北京
株主	上海・深圳各証券取引所他	中国投資有限責任公司(CIC)
登録資本金	75億元(当初)、1,000億元(現在)	3,724.65億元(当初)
管理監督機関	中国証券監督管理委員会	中国財政部、中国人民銀行等
会長	長慶平(証監会出身)	丁学東(中国財政部出身)
社長	庄穆(証監会出身)	郭向軍(國務院經濟体制改革弁公室、国家發展改革委員会出身)
業務範囲	証券会社の信用取引に対する貸借取引の提供	國務院の授權に基づく国有重点金融機関へのエクイティ投資
	市場的手法を使って証券市場の資金と証券の供給を調整すること	國務院が批准するその他関連業務
	証券会社が差し入れる貸借取引の担保金の管理	
	証券会社の信用取引業務の運営状況の統計モニタリング、信用取引状況の監視分析、市場リスク及び信用リスクの防止	
	証監会が批准・同意したその他業務	

(出所) 中国証券金融株式有限公司、中央匯金投資有限責任公司、各種資料より野村資本市場研究所作成

⁵ 中国証券金融は、証監会の認可を受け 2011 年 10 月 28 日に設立され、証券会社に対して信用取引に伴う貸借業務を提供している。株主は、上海・深圳の各証券取引所、上海先物取引所、中国証券登記決済有限責任公司、中国金融先物取引所、大連・鄭州の各商品取引所となっている。

⁶ http://www.sac.net.cn/tzgg/201507/t20150704_123599.html

図表 4 中国株式市場における株価維持政策（PKO）の買い手



(注) 太い矢印は買付資金の流れに関わるもの。
 (出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

社は、中国証券金融に設けられた特別口座に買付資金を拠出し、中国証券金融の名義により市場での買付を行う（前掲図表 3）。その後、同年 7 月 4 日に買付資金の拠出を表明した上記 21 社を含む証券会社 50 社が新たに 1,000 億元超の買付資金を特別口座に出資した⁷。各社が中国証券金融と締結した覚書では、7 月末の各社純資産の 20%を拠出することとなっており、7 月に拠出済の証券会社も今次決定額との差額を拠出した。

- 上海総合指数が 4,500 に戻るまで、自己取引の保有株の売却を凍結する。
- 上場証券会社は自社株買いを促進し、同時に大株主による自社株の買い増しを進める。
- 信用取引の保証金率、担保証券の掛け目割合、信用取引の業務規模等の関連指標を適時に調整し、リスクコントロールが可能な前提で、顧客の法令違反処置業務を出来るだけ安定的に（注：穏便に）処理する。

⁷ 2015 年 9 月 2 日付証券時報。

(2) 大手基金管理会社 25 社による共同声明

同じく 7 月 4 日、やはり土曜日にもかかわらず、大手の基金管理会社（投信会社）25 社は中国証券投資基金業協会を通じ以下の声明を出し⁸、「自主」の名の下に、株式市場での買い増しを表明した。

- 基金管理会社 25 社は、募集済ファンドの募集を再開する。
- 株式型基金を発行し、同時に新規資金で株式を購入する。
- 各基金管理会社の会長・社長は、自社が組成・販売する株式型基金に積極的に投資し、少なくとも 1 年以上保有する。

(3) 中央匯金公司による ETF の購入

2015 年 7 月 5 日、日曜日にもかかわらず、中央匯金投資有限責任公司（中央匯金公司）は流通市場で ETF の購入を続けることを表明した（前掲図表 3）。中央匯金公司は、2003 年 12 月に国有商業銀行への資本注入を行う国有独資金融機関として設立されている。同公司の定款上、業務範囲は、①国務院（内閣）の授権に基づく国有重点金融機関へのエクイティ投資、②国務院が批准するその他関連業務とされており、出資先の日常経営業務に干渉することなく、国有金融資産の価値向上を実現することが任務とされている。定款上、PKO を目的とした流通市場での買付を行えるような直接の記載はないものの、2008 年 9 月のグローバル金融危機発生前後には、既に買付実績がある。具体的には、同年 9 月 19 日から 24 日まで、同公司は流通市場で中国工商銀行、中国銀行、中国建設銀行の株式を自主的に購入したと公表している。また、2013 年 6 月の銀行間市場での金利高騰が発生した際、同年 6 月 20 日付で、この時期に同公司が出資先の現物株とともに ETF を購入したと公表している。現物株であれ、ETF であれ、購入実績（数量・金額）は公表されてはいないものの、今回の PKO に先立ち、同公司は既に流通市場での買付に関する前例を作っている。

なお、株式市場での買付を行うこのような政府系ファンドを、中国のメディアは「国家チーム」（中国語で「国家隊」）と命名している。

4) 株価指数先物取引の規制強化

株価指数先物取引の空売りが株価を不安定にさせているという認識の下、2015 年 7 月 3 日、株価指数先物商品の上場市場である中国金融先物取引所は、「株価指数先物市場の取引状況に関する通達」を公布し、同取引所に上場している 3 つの株価指数先物（滬深（CSI）300、上証 50、中証 500）の契約に対し、投資家が申告した委託量に基づいて取引費用を差別化するとした。同時に、取引・ポジション量のトップ 50 を検査するとした。

前後して 7 月 3 日、証監会は市場で流れる風説に対する取り締まりの強化を表明し

⁸ <http://www.amac.org.cn/xhdt/zxdt/389506.shtml>

た上で、7月5日には株価指数先物の悪意ある空売り、同先物を使った先物—現物市場間の相場操縦等の違法行為の検査・取り締まりを表明した。さらに7月6日、中国金融先物取引所は、中証500の1日当たりの取引枚数を1,200枚に制限する方針を表明した。

5) IPOの停止及び流通市場での売買停止

株価維持のため、2015年7月4日、上海・深圳両証券取引所は上場予定28社の当面の上場を見送ると発表した。翌5日、証監会はIPOの審査業務は止めないが、IPO社数と発行金額・株数を大幅に減少させると表明した。

一方、流通市場では前週末に表明または即日施行されたPKOの後でも、火曜日の7月7日には上場会社に証券取引所への申請に基づく売買停止銘柄が約900（全銘柄の約3分の1）に達した。このため、株式市場では多くの銘柄の売買自体ができず、投資家は換金のための投げ売りさえも出来なくなり、株式市場の流動性不足が深刻化していった。

3. 2015年7月8日以降の政府全体のPKO

1) 中国人民銀行による株式市場への流動性の提供

売買停止銘柄が1,300超（全銘柄の約半分）となった2015年7月8日、場が開ける前の9時29分に、中国人民銀行は、①コール取引、②金融債の発行、③担保付融資、④再貸出を通じて、中国証券金融の流動性を支援することを表明した⁹。これは、株式市場の流動性不足により低下した証券会社の換金能力を中国証券金融が支えることを目的に行った措置である。実際、中国人民銀行は多様なルートを通じて中国証券金融を支援し続けることで、株式市場の安定を維持し金融システミック・リスクの発生防止を最低ラインとすることを表明している。

それでも、7月8日の上海総合指数は3,507.19ポイントと、前日比で5.9%下落した。売買停止銘柄が1,600に達した翌7月9日、中国人民銀行は新華社電を通じ、中国証券金融への支援策として、①再貸出を実行したこと、②同会社のCP発行を認可したことを明らかにした¹⁰。再貸出の実行金額については、中国人民銀行から公式の発表はないが同行のバランスシート上の資産科目のうち、「その他金融部門向け債権」が2015年6月末の7,696.35億元から翌7月末には9,696.35億元と2,000億元増加しており¹¹、この分が中国人民銀行の中国証券金融に対する再貸出金額を表していると市場関係者は見ている。加えて、同9日、中国銀行業監督管理委員会（銀監会）は、銀行業金融機関に対し、中国証券金融向けコール融資を推奨している（後述）。

⁹ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2813639/index.html>

¹⁰ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2894018/index.html>

¹¹ <http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/resource/cms/2016/01/2016011510420280670.htm>

同 9 日、中国証券金融への支援策以外に、中国人民銀行は前述の証券会社 21 社に対し 2,600 億元の与信枠を設定し、株式の買い増しに対応するとした。中央銀行としての中国人民銀行が、中国証券金融を通じた間接的対応だけでなく、証券会社の株式の買い増し資金への直接的対応を行ったことは、当時、同行がそれだけ金融システム・リスクの発生の防止に躍起になっていた証左と言える。

2) 銀行セクターへの波及防止措置

2015 年 7 月 9 日、銀監会は、株式市場の問題が銀行セクターに波及することを防ぐための 4 つの措置を「資本市場の安定的発展に向けた支援策」と称して公表した¹²。

(1) 株式担保ローン契約の条件緩和

支援策では、第一に、銀行業金融機関が既に返済期限の到来した株式担保ローンについて、顧客と再度合理的に期限を確定することを認めるとした。また、担保の掛け目率が契約した規定よりも低くなっている場合、双方が自主的に担保を調整することを認めるとした。

株式担保ローンについて、株価下落により担保として差し入れている株式の評価が下がり、株式を処分（売却）しても、返済額に及ばないような場合、この返済期限そのものを猶予することを銀監会が銀行業金融機関に指導した措置と見られる。株価の急落で、特に株式担保ローン実施中の上場企業の大株主が強制決済により株主の地位を失えば、投資家は企業経営に悪影響を及ぼすとみなすであろう。また株価下落により、担保が掛け目割れしている場合、代わりとなる担保（現金等）を差し入れることが可能となれば、追証ラインに近い大株主は、証拠金追加によって強制決済を免れることが出来るであろう。株式市場で売買停止が相次いだのも、大株主の株式担保ローンの強制決済を回避する狙いがあったと見られる。いずれも銀行からの株式担保ローンが返済不能となり、銀行業での信用不安の発生を防止するために打ち出したものと考えられる。

(2) 資産運用契約の条件緩和

第二に、銀行業金融機関が受託運用と信託投資について、顧客と積極的に協議し、証券投資のリスク警戒ラインと強制決済ラインを合理的に調整することを支援するとした。

当時、銀行業金融機関自身が受託運用または信託商品を投資家に販売している場合、投資している株式が株価下落により評価損が出ている場合は、強制的に決済・償還する規定をそのまま履行しようとする、評価損が実損となり、投資家心理に悪影響をもたらす可能性があった。銀監会としては、こうした事態を防止するため、リスク警戒ラインと強制決済ラインの引き下げ等を指導した措置と見られる。

¹² <http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docView/BD501427F9C642A7B77C34BFBE10627C.html>

（３）中国証券金融とのコール取引の推奨

第三に、銀行業金融機関が中国証券金融と協力し、融資を提供することを奨励するとした。

証券会社への与信や株式市場での買い増しを行っている中国証券金融が短期流動性を支援することを指導した措置と見られる。証券会社自身の短期流動性の支援策としては、2015年7月10日、上海及び深圳証券取引所が、①証監会が証券会社の短期社債の発行テスト資格を20社から全証券会社に拡大したこと、②証券会社の信用取引の収益権（債権）の資産証券化を解禁したことを明らかにした¹³。後者について、8月7日、国泰君安証券が国内初の信用取引収益権を原資産とした資産証券化商品を組成し、上海証券取引所に上場させた。

（４）上場会社の自社株買いの支援

第四に、銀行業金融機関が上場会社の自社株買いに対して担保付融資を提供することを支援し、実体経済に対する金融サービスを強化し、実体経済の持続的かつ健全な発展を促進するとした。

自社株買いそのものが株価を支える手法であり、銀行業金融機関に対しても上場会社に買い取り資金を融資するよう促した措置と見られる。

3）上場株式の売却制限措置及び買い増し指導

（１）上場株式の売却制限措置

株価維持を目的に、関係当局から株式の売却制限措置も打ち出された。代表的なものとして、2015年7月8日に公表された証監会の措置がある。

第一に、上場会社の支配株主や5%以上保有する大株主・経営陣による6ヵ月間の株式売却を禁止した¹⁴。向こう6ヵ月間であることから、2016年1月8日に解除されることとなるが、これはサーキットブレーカー制度の導入と合わせて後に尾を引くこととなる（詳細は後述）。なお、この売却制限措置の実効性を担保するため、7月31日、証監会は上場企業の支配株主や5%以上保有する大株主・経営陣による違法な株式売買行為52件を立件し、必要な措置を執行することを明らかにした。

第二に、上場会社の支配株主や5%以上保有する大株主・経営陣の過去6ヵ月以内の売却株式の再買付は容認するが、但し買付後6ヵ月間の株式売却を禁止するとした。証券法47条で、このようなケースの短期売買に伴って発生した収益は、当該会社の所有に帰すものとしているが、PKOの下ではこの規定を適用除外扱いとした¹⁵。

¹³ <http://www.szse.cn/main/aboutus/bsyw/39756142.shtml>

¹⁴ http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublish/G00306201/201507/t20150708_280700.htm

¹⁵ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201507/t20150708_280638.html

(2) 他の関係当局による上場株式の買い増し指導

(財政部)

財政部は、2015年7月8日、株式市場の異常な変動が続いている期間、同部が出資する上場株式を売却しないと表明した¹⁶。同時に、中央政府に所属する国有金融機関に対し、支配株主の保有株式の売却禁止と同株式の買い増しを要求した。

(国有資産管理監督委員会)

国有資産監督管理委員会(国資委)は、2015年7月8日、株式市場の異常な変動が続いている期間、中央政府に所属する国有企業(中央国有企業)に対し、支配株主の保有株式の売却禁止と同株式の買い増しを要求した¹⁷。翌9日、国資委は各省の出先機関に対し、管轄地区の地方政府に所属する国有企業(地方国有企業)による上場株式の買い増し状況を毎日報告するよう要求した。中国では、非上場の国有企業が上場子会社を支配しているケースがあり、上場子会社の株式保有状況を監視する狙いがあったものと見られる。

(3) 官民一体となった上場株式の保有維持と買い増し促進

(政府系ファンド)

中央匯金公司は、2015年7月8日、株式市場の異常な変動が続いている期間、①保有する上場株式の売却を行わないこと、②株式を保有する上場会社の支配株主に対し売却しないことを要求すること及び買い増しを支援すること、③ETFを今後も継続して購入することを表明した。

(中国証券金融)

証監会は2015年7月8日、①中国証券金融がブルーチップを継続して購入していること、②中小型株の購入を強化していること、③公募基金の購入を開始していることを確認したと発表した。また③について、7月31日、中国証券金融は株式市場に投資する計5本、2,000億元(1本当たり平均400億元)のファンドの組成が完了したことを明らかにした。

(保険会社)

中国保険監督管理委員会(保監会)は、2015年7月8日、保険会社によるブルーチップを含む株式の投資上限を前四半期末総資産の30%から40%までに引き上げ、保険会社による株式投資を促す規制緩和を行った¹⁸。

この規制緩和に先立つ7月2日、保監会は「保険機関の従業員持株プラン実施に関

¹⁶ http://www.financialnews.com.cn/yw/jryw/201507/t20150709_79779.html

¹⁷ <http://www.sasac.gov.cn/n85881/n85901/c1976384/content.html>

¹⁸ <http://www.circ.gov.cn/web/site0/tab5168/info3966130.htm>

する通知」を公布し、保険会社も従業員持株プランを実施することが可能としている。

（公的年金基金）

国務院は「基本養老保険基金投資管理弁法」を公布し、公的年金の株式投資を容認した。株式投資の上限は基金純資産の3割までとなり、2014年末時点の基本養老保険基金残高3兆5,645億元から見て約1兆元に相当する計算となる。同弁法の草案は、PKOが本格化する6月29日に財政部から公表され、パブリックコメントが募集されていた。今後、細則の制定と施行を経て、同基金の市場運用が可能となる。

4. 株価の安定に向けた取り締まりの強化

1) 証券犯罪の立件

前述の通り2015年7月8日と9日の2日間にわたって中国政府が全体として、かつ集中的にPKOを進める一方、証券犯罪の取り締まりも始まった。2015年7月9日、公安部（警察庁に相当）・孟慶豊副部長（次官ポスト）が証監会を訪問し、証監会とともに「悪意ある空売り」を徹底的に取り締まると表明した¹⁹。翌10日には、悪意ある空売りの疑いで公安部が10件強の調査に乗り出したことが判明した²⁰。

2) 証券口座の検査・監視

証券当局は、証券口座の検査・監視にも動き出した。通達された方針と取り締まりの事例は以下の通りとなる。取り締まり事例は、一罰百戒としての色彩が濃いように思われる。

- 7月12日、証監会は証券口座実名制を厳格に実施すると通達し、違法な証券取引を阻止するとした。これを受け、7月14日、証券口座の清算決済機関である中国証券登記決済会社は、証券会社の口座業務の検査及び特殊機関・商品への特別検査を通達した。
- 7月28日、証監会は7月27日の上海総合指数の下落（前日比8.48%安）に対応し、集中的な株式売却に関する検査を開始すると公表した。その3日後の31日、証監会は、①頻繁な売買により株価に影響を与え、他の投資家の投資判断に悪影響を与えたとして、24証券口座の売買を向こう3ヵ月間制限すること（米ヘッジファンド大手シタデル・インベストメント・グループを含む）、②プログラム売買（自動発注取引）を行っている一部の個人や機関投資家を調査していることを発表した。後者に対応して、同日、中国金融先物取引所は株価指数先物について、1日当たり1件の約定で400回超の注文・取消等を「異常取引行為」と見な

¹⁹ http://www.cs.com.cn/sylm/topnews/201507/t20150709_4752446.html

²⁰ http://www.financialnews.com.cn/yw/jryw/201507/t20150710_79868.html

し、処分の対象にすると通知し、8月3日より施行することを発表した。

- 8月1日、上海・深圳証券取引所は10証券口座の売買を向こう3ヵ月間制限と発表し（上海が4口座、深圳が6口座）、同日時点での売買制限口座は計34口座となった。続いて8月3日、上海証券取引所は4証券口座の売買を向こう3ヵ月間制限すると発表し、同日時点での売買制限口座は計38口座となった。

3) 信用取引の管理強化

株価下落対策のため、信用取引の管理強化も始まった。2015年8月3日、上海・深圳証券取引所は、信用取引の信用売りについて、株式売却後、当日中の買戻し・証券会社への返済を禁止し、翌営業日以降にするとした。これを受け8月4日、中信証券等の証券各社は、信用取引の信用売り規制のシステム対応のため、当面、信用売りを停止すると発表した。その後、8月17日、証券各社の中では中国銀河証券が信用取引の信用売り（T+1）を再開した。

4) 制度外信用取引を通じた株式投資の規制強化

(1) 「場外配資」とは

証券会社が提供する制度信用取引以外の手法を用いた株式投資の規制強化も始まった。これは「場外配資」と呼ばれ、民間融資会社が投資家に対し株式投資のための資金を融資する仕組みである。尹中立・洪正華（2015）によれば、制度信用取引との違いは、第一に、制度信用取引では対象となる銘柄が決まっているのに対し、場外配資ではそのような制約がない。第二に、制度信用取引では融資比率の制約があるのに対し、場外配資ではそのような制約がない。第三に、制度信用取引を提供する証券会社は、自己資本比率など証監会が定める財務条件を満たさなくてはならないのに対し、民間融資会社にはそのような規制はなく、多様な資金調達ルートを通じて融資資金を調達している。

こうした場外配資を行う民間融資会社は、中国の金融ITベンダーである恒生電子が開発したHOMS（恒生発注管理システム）などのシステムを使い、証券会社に開設された自社名義の口座の下に顧客用のサブ口座を作り、投資家がレバレッジの高い株式投資を行うことを可能にした。場外配資は制度信用取引のように、参加できる投資家の要件（保有証券資産が50万元以上等）はなく、レバレッジ比率は、通常は3倍で、高いケースでは10倍に達したと言われている。また場外配資を行う民間融資会社にはP2Pなどのネット金融機関の参入も相次いだようであり、投資経験の乏しい若年層を株式市場に呼び込み、株価上昇を後押しした要因の一つともされている。その分、株価下落局面では、含み損の保証金に占める比率が警戒ラインを下回れば強制的に決済され、証券当局の管理できない形でデレバレッジが進行し、信用不安が発生しかねないリスクがあった。

（２）場外配資に対する取り締まりの経過

場外配資に対する取り締まりとして、先ず 2015 年 7 月 13 日、証監会等は場外配資に関する違法な広告の提供を禁止した。続いて 7 月 27 日、証監会は、HOMS を開発・提供する恒生電子への特別調査に続き、同様の民間融資を使った株式投資システムを開発・提供している上海銘創及び浙江核新同花順に対しても調査を実施すると表明した。

また 7 月 29 日、中国証券業協会は「場外証券業務登録管理弁法」を公布し、こうした取引所外（場外）での証券業務を登録・管理するとともに、ブラックリスト制度も構築するとした。8 月 7 日には、証監会がインターネットを通じた株式型クラウドファンディングに対する特別検査に着手したことが明らかになった。9 月初めには、証券当局が証券各社に対し、恒生 HOMS、上海銘創、同花順等のシステムを通じた違法な民間融資口座の残高に応じた整理期限を設定したことも明らかになった²¹。口座残高 100～150 億元以内の場合は 9 月末まで、口座残高 300 億元以上の場合は 10 月末までが整理期限と設定された。場外配資には信託を使った投資手法もあるため、証監会は 9 月 17 日、場外配資に関わる 3 種類の信託商品口座の整理についても証券会社に通知したとされた²²。

最終的な整理の結果について、11 月 6 日、証監会（鄧舸スポークスマン）は、5,754 件の民間融資口座を整理し、そのうち 12%は口座閉鎖で対応したと説明し、この問題に一先ず決着をつけた。

Ⅲ PKO の出口を模索する動き（2015 年 8 月末～12 月）

1. G20 財務大臣・中央銀行総裁会議前後の動き

2015 年 8 月 24 日と 25 日の株価急落は、25 日の中国人民銀行の利下げで乗り切ったが、同月 11 日から 3 日間連続で行われた人民元の対ドルレートの基準値の切り下げ（累計約 4.51%）や、株式市場での中国政府の直接介入に対して、グローバルな市場関係者からの中国の市場化改革への疑念が深まる中、9 月 4 日～5 日の G20 財務大臣・中央銀行総裁会議（トルコ・アンカラ）等²³を控え、中国政府は、市場に友好的な手法を採用し、PKO の出口を模索する動きを見せ始めた。具体的には、市場参加者のインセンティブを高める以下の措置が公表された。

²¹ 2015 年 9 月 2 日付証券時報。

²² 2015 年 9 月 18 日付中国証券報。3 種類の信託商品口座として、①証券投資信託の委託者の口座に子口座、架空口座を置く信託商品、②（親子関係にある）傘型信託の子信託の委託者が、同一口座の下で個別運用を実施している信託商品、③優先級の委託者が債券投資、劣後級の委託者が投資顧問等の方法で、直接、投資の指示を行う民間融資の株式投資を列挙している。

²³ 他に 9 月 3 日には中国人民抗日戦争・世界反ファシズム戦争勝利 70 周年記念式典、9 月 9 日～11 日には大連ダボス会議、9 月下旬には米中首脳会談と、中国首脳が各国首脳・要人と会見するイベント・会議が目白押しという状況にあった。

1) 上場会社の合併再編・現金配当・自社株買いの促進

2015年8月31日、証監会、財政部、国資委、銀監会の4部門は連名で、「上場会社の合併再編、現金配当、自社株買いの奨励に関する通知」を公表した²⁴。同通知の骨子は、その名称の通り、(国有を含む)上場会社の合併リストラに向けた手続きの簡素化、上場会社の現金配当の奨励、上場会社の自社株買いの支援の3点セットとなっており、併せて関係部門が銀行融資、優先株や債券の発行等必要なファイナンス手段の手当てを支援するとしている。

これらは、従前から打ち出されている政策ではあるものの、①あくまで市場的手法を採用すること、かつ②4部門の共同公表を通じて政府全体で取り組むことを市場参加者に強調する狙いがあったものと見られる。

2) 個人投資家による上場株式の長期保有への税制優遇

2015年9月7日、財務部・国家税務総局・証監会は、「上場会社の配当所得における個人所得税差別化政策に係る問題に関する通知」を公布し、8日より施行するとした²⁵。個人が公開発行及び市場で取得した上場株式を1年超保有した場合、配当に対し所得税徴収を免除するとし、1ヵ月以上1年以下は課税所得を半減するとした。税制優遇によって、個人投資家による上場株式の長期保有のインセンティブを高める政策を採用したと言える。

2. 流通市場の規制強化に向けた動きは継続

中国政府はPKOの出口に向け、市場に友好的な手法を採用する一方、株価の不安定要因になっていると判断する取引については、引き続き規制を強化しようとした。

1) 株価指数先物取引での投機抑制

中国金融先物取引所は、2015年8月31日より、株式指数先物取引での過度の投機をさらに抑制するため、ヘッジなしポジション取引の保証金を契約価格の20%から30%に引き上げ、各先物取引のそれぞれの売買総計が1日当たり100枚を超える建玉注文を異常取引と認定するとした。但し、ヘッジありの取引はこの制限を受けなかった。

続いて、中国金融先物取引所は同年9月7日より各先物取引に対し、①1商品の1日当たりの建玉売買高が10枚以上を異常取引行為とする、②ヘッジなしポジション取引の保証金率を30%から40%に引き上げる、③売買手数料を0.0115%から0.23%に引き上げると通知した。

²⁴ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201508/t20150831_283500.html

²⁵ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201509/t20150907_283672.html

2) 信用買いの保証金率の引き上げ

上海・深圳証券取引所は、2015年11月13日「信用取引実施細則」を改正・公布し、新規の信用取引の信用買いの保証金率を50%から100%に引き上げるとした。背景は、同年10月以来活発になった信用取引で（前掲図表2）、信用買い残高の急増による金融リスクを防止するためとされている。

3) プログラム売買に対する規制強化

株価の不安定要因と証監会がみなしてきたプログラム売買について、2015年10月9日、証監会は、「証券先物市場プログラム売買管理弁法（意見収集稿）」を公表し、パブリックコメントの募集を始めた。同弁法の骨子は、①事前報告審査制度の確立、②システムアクセスの管理の強化、③注文審査制度の確立、④手数料体系の差別化、⑤海外サーバーの利用規制、⑥管理監督と法執行の強化から構成されている。上記弁法を踏まえ、上海・深圳証券取引所も同日、関連細則のパブリックコメントを募集した。細則では、プログラム売買において証券・株式オプション取引はそれぞれ1口座のみ使用可能で、注文・取消の頻度、注文数などを監視の重点に置いている。

また、中国証券業協会は「証券会社のプログラム売買指示に対する審査指針」（草案）を公表し、同指針を含む3文書のパブリックコメントの募集を始めた²⁶。3文書では、注文・取消比率の上限等を示した制御指標を設定し、プログラム売買指示に対する審査を実施することとなっている。また、違反者はブラックリストに記載され、6ヵ月から1年、同売買に参加できない処罰を科す方針となっている。

その後、上海の公安機関が大掛かりな先物市場操縦案件を摘発したことが明らかにされた²⁷。この案件は、中国に設立された外資貿易会社を隠れ蓑にし、海外から指示を受け、国内で株価指数先物取引に参加、独自に開発した自動発注プログラムで取引を行い、巨額な利益を上げていたものであった。公安当局は、この取引を違法な先物市場操縦とし容疑者を逮捕した。

3. 発行市場・流通市場の正常化に向けた動き

1) 発行市場の再開

2015年11月6日、証監会（鄧舸スポークスマン）は、A株の新規公開発行（IPO）再開と上場制度の改善策を公表した。前者については、既にIPO認可済の28社のうち、投資家からの前受金受領済の10社は2週間後に上場予定であるとし、後者については、IPO株購入時の前受金制度を停止するなどとした。

²⁶ 2015年10月22日付上海証券報。

²⁷ 2015年11月2日付中国証券報。

2) 株式発行登録制度改革の始動

2015年12月27日、全国人民代表大会（全人代）常務委員会は、株式発行登録制度改革を先行して実施することを国務院に授権すると決定した。現在の証監会による審査・認可制度に代わる株式発行登録制度の導入は、2013年11月の第18期3中全会で採択された2020年までの改革プランに盛り込まれているものであるが、実際に登録制度に移行するためには、「証券法」の改正が不可欠であり、本来は2015年中に全人代常務委員会で3回審議され、改正案が公布される手筈となっていた。ところが、2015年6月以降の株式市場の動揺の中で、改正案は同年4月に審議されたままとなっており、2回目以降の審議の目処が立っていない。

このような中で、証券法の改正から株式発行登録制度改革のみを切り離し、2016年3月1日から2年間の間に、関連規則を制定した上で同制度を実施することとなったものである。株式発行登録制度改革は、2016年から2020年までの第13次5ヵ年計画要綱にも盛り込まれてはいるものの、同制度を実施するための条件整備を求めている。どのような条件が必要かは明示されていないが、同制度の関連細則の制定が待たれている。

3) 売買停止申請の乱用防止に向けた動き

上海証券取引所の責任者は、株式の売買停止には様々な要素があり、上場会社の権利と認める一方、不明確な株式売買停止理由、長すぎる売買停止期間、不明瞭な意思決定手続き、不十分な情報開示等の問題に対しては業務規則を定め、さらに規範化を進める方針を明らかにした²⁸。

また上海証券取引所は、上場会社の株式売買の停止・再開及び関連する情報開示の更なる規範化に関する通知（草案）を公表し、パブリックコメントの募集を始めたとした²⁹。同通知では、重要な資産再編計画による株式売買停止期間を5ヵ月以内と定めている。深圳証券取引所も同年11月1日、上場会社の株式売買停止の濫用を抑制し、投資家の取引権・知る権利を保護するため、「上場株式売買停止・再開業務の覚書」を制定し、パブリックコメントを反映させた上で公布することを明らかにした。

上場会社の売買停止申請には、大株主等の株式担保ローンの強制決済の回避もその背景にあるため、同年12月29日、上海・深圳証券取引所は上場株式の担保設定情報の開示に関する文書を公表し、①情報開示主体の拡大、②支配株主に対する特別開示の要求、③担保設定・凍結対象株式が全体の5%を超えた場合の開示義務等を上場会社に求めた。

²⁸ 2015年10月31日付中国証券報。

²⁹ 2015年11月9日付中国証券報。

4. 証券当局の責任追及

中国政府による PKO が進む中で、証券当局や証券会社の責任を追及する動きも出始めた。

まず、2015 年 9 月 16 日、党中央規律検査委員会及び監察部は、証監会の張育軍主席補佐³⁰が重大な規律違反の疑いで調査の対象となることを明らかにした。同月 22 日、張主席補佐の解任が決まった。その後、党中央規律検査委員会の巡視チームが、同年 10 月 31 日から 12 月 29 日まで、2 ヶ月にわたり証監会に対する特別検査を実施することとなった。

次に、同年 11 月 13 日、党中央規律検査委員会は、証監会の姚剛副主席³¹について、重大な規律違反の容疑があるとして調査することを明らかにした。同日、証監会の党委員会会議で、権限運用体制の整備、自由裁量部分の縮小、権限への牽制体制強化、透明性の向上、上場発行・管理監督・M&A 等分野での制度設計の強化等を決定した。同年 12 月 9 日、姚副主席の解任が決まった。

5. 国家チームの行方

2015 年 7 月上旬の中国証券金融、中央匯金公司による上場株式の買い増し直後から、市場ではこれら「国家チーム」の市場からの撤退の風説が絶えなかった。先ず同年 7 月 20 日、証監会は経済誌『財経』が報道した「証監会が現在、市場安定資金の出口戦略を検討中」との報道を否定した。次に同月 27 日、証監会は国家チームの市場撤退を重ねて否定し、中国証券金融も株式の買い増しを続けると表明していることを確認した。

その後、同年 8 月 14 日、証監会は中国証券金融が保有株式の一部を中央匯金公司へ譲渡するとして、①株式市場の市況の変動はそれ自身の規律で動くものであり、一般的な状況下では政府は介入しない、②市場の異常な動きと金融システミック・リスクの可能性に対し、中国証券金融は今後も様々な方法で市場安定化機能を発揮することを強調した。この説明は、市場関係者から国家チームが段階的に市場から撤退していくものとして受け止められた。実際、中国証券金融の株式買い増しは、定款上は「市場的手法を使って証券市場の資金と証券の供給を調整すること」や「証監会が批准・同意したその他業務」で読めるかもしれないが（前掲図表 3）、証監会としてはあくまで原則論に立ち返ったことを示したかったものと思われる。この点に関し、2016 年 2 月 20 日³²、証監会の新たな主席に任命された劉士余氏（中国人民銀行出身、直近は中国農業銀行会長）は、就任後初めての対外的な発言の場となった第 12 期全人代第 4 回会議での記者会見（同年 3 月 12 日）で、

³⁰ 張主席補佐は、深圳・上海両証券取引所の党委員会副書記、総経理を歴任。2012 年 8 月に証監会の党委員会委員、同年 9 月より現職に就いていた。

³¹ 姚副主席は、国費留学生として東京大学で経済学博士号を取得。1993 年に証監会に入り 2004 年 7 月に証監会の主席補佐、2008 年に副主席に就いていた。

³² 2016 年 2 月 26 日から開催される上海での G20 財務大臣・中央銀行総裁会議や同年 3 月 5 日から開催される全人代を前に、証監会の肖鋼主席の交代が発表されている。

中国証券金融の保有株式の売却はまだ考えておらず、将来の比較的長い時間の中でも、中国証券金融の市場からの撤退は時期尚早であると表明している³³。尹中立・洪正華（2015）によれば、2015年10月30日の終値で計算すると、国家チームがPKOで取得した保有株式の時価総額を1兆3,579億元と試算している。これは、同年10月末時点の市場全体の時価総額47兆6,622億元³⁴の2.85%に相当する割合となる。

国家チームの一つである中央匯金公司にも動きが出てきた。2015年12月30日、中央匯金公司は、8月に中国証券金融から譲り受けた上場株式を新たに設立した子会社（中央匯金資産管理有限責任公司）に移管すると発表した。同子会社は、同年11月に既に設立されており、国家チームがPKOで取得した上場株式と、中央匯金公司が本来業務として保有している上場株式とを分別して管理していく方針とみられる³⁵。

IV PKOの総括とサーキットブレーカー制度導入の教訓

1. 一連のPKOの目的と効果

1) 主眼は金融システミック・リスクの発生防止

2015年夏に中国政府から集中的に発動されたPKOであるが、もし株価の維持を目的としていた場合は、それは達していないということになる。2015年7月3日の証券会社21社の声明にあるように、PKOの後も、上海総合指数は4,500ポイントという目標株価には達していない。また、PKOが中国政府全体として集中的に発動された2015年7月8日の上海総合指数3,500ポイントも、この水準を維持できたのは2015年12月末が最後で、2016年以降は3,000ポイントを下回る展開が続いており、同年3月21日になってようやく3,000ポイントを上回った（前掲図表1）。

一方、2015年7月8日の中国人民銀行の中国証券金融への支援策の発動の際、金融システミック・リスクの発生防止を最低ラインとすることを表明しているが、株式市場の問題を金融市場の問題、ひいては金融危機に転化させなかったという意味では、PKOを発動した意味があるということになる。証監会の劉主席は、前述の就任後初の記者会見（2016年3月12日）において、2015年夏のPKOを振り返り、株式市場では当時は異常な変動が発生していたとした上で、市場の流動性が枯渇し、大きな恐慌状態となっており、もし中国政府が介入しなければ（中国語で「出手」）、さらに大規模な恐慌を引き起こし、金融システミック・リスクを引き起こしていただろうと総括している。

³³ http://www.npc.gov.cn/npc/zhibo/zzyb34/node_9655.htm

³⁴ <http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/defaultCurSite/resource/cms/2016/02/2016022916191257479.htm>

³⁵ なお、中央匯金資産管理有限責任公司は、市場関係者から中国版トラッカー・ファンドになる可能性も取りざたされている。同ファンドは、1997年に発生したアジア通貨危機時に香港政庁がPKOで取得した株式の管理のために組成したETF。

2) 金融市場への波及経路

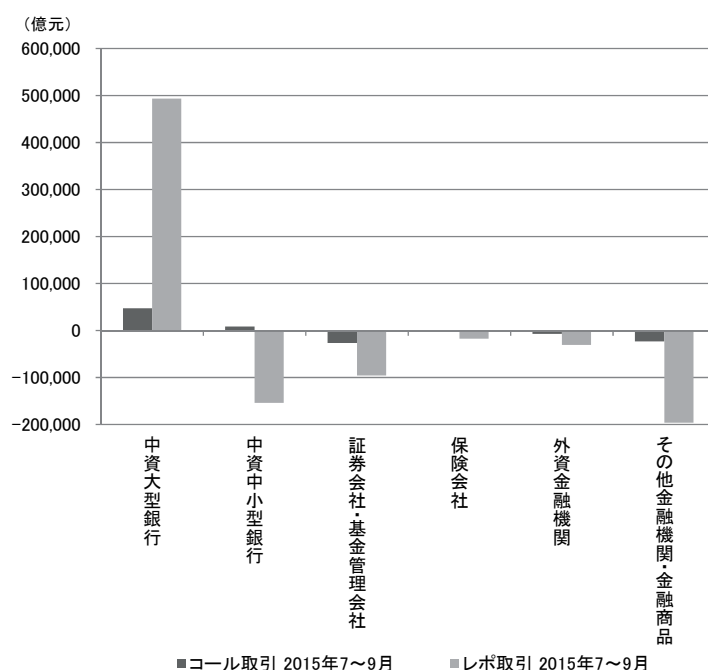
中国人民銀行が四半期に1回公表している「中国貨幣政策執行報告」から、PKOが集中的に行われた2015年7～9月の市場参加者別の金融市場での取引状況を見ると（図表5）、資金の出し手としては、中国資本の大型銀行（四大国有商業銀行、交通銀行、国家開発銀行、中国郵政貯蓄銀行）の存在感が圧倒的である。この期間、レポ取引で49兆3,758億元、コール取引で4兆7,414億元を放出している。

これに対し、資金の取り手としては、中国資本の小型銀行がレポ取引で15兆4,010億元を調達しているのを筆頭に、レポ取引・コール取引の合計で、証券会社・基金管理会社が12兆1,794億元、その他金融機関・金融商品が21兆9,077億元をそれぞれ調達している。その他金融機関には、ノンバンクが含まれ、その他金融商品には、資産運用商品も含まれている。外資金融機関も合計で3兆7,498億元を調達している。

もし、当時信用取引でのデフォルトが発生し、売買停止により株式も売却できず、証券会社の短期資金繰りに問題が発生し、金融市場での返済が出来ない事態が発生すれば、市場参加者の疑心暗鬼を招き、金融市場の流動性が問題となったであろう。特に資金の出し手である中資大型銀行が資金放出に慎重になれば、主な資金の取り手である証券会社・基金管理会社だけでなく、外資金融機関やその他の金融機関の短期資金調達にも影響が出て、金融システム・リスクが顕在化してもおかしくはなかった。

さらに、大株主等の株式担保ローンでのデフォルトが発生した場合は、銀行部門の経営に関する悪しき風説が市場参加者に拡がることで、銀行（特に中小銀行）の金融市場での資金調達に支障が発生した事態も考えられた。また資産運用商品の強制決済

図表5 銀行間市場（コール取引、レポ取引）



（出所）中国人民銀行『中国貨幣政策執行報告』より野村資本市場研究所作成

が相次いだ場合も、投資家心理に不安を与え、投資家による投げ売りを促し、株式市場での流動性枯渇をさらに深刻にし、証券会社の換金能力の低下につながったかもしれない。

総じて、中国国内とはいえ株式市場の問題が金融システム全体の連鎖的な支払不能問題に波及した場合は、世界全体での市況の急落が発生し、グローバルな実体経済をも必要以上に悪化させた可能性がある。

3) PKOに対する研究者からの問題提起

尹中立・洪正華（2015）も、銀行部門と株式市場との間にファイアウォールを構築することの重要性を説いているが、その一方で、今回の中国政府による「市場救済」（中国語で「救市」）について疑問が残るとしている。以下の通り紹介するが、未だに答えが出ているものではない。

- 市場救済は必要か否か。換言すれば、政府はどのような状況下で市場を救済すべきか。市場救済のアクションは、何に基づいているのか。これは法律上の問題に及ぶものであり、立法方式で解決する必要がある。
- 市場救済の目標は何か。株価を救済することなのか、あるいは市場の流動性を救済することなのか。
- 市場救済の多くの政策は合法であるのか。例えば、大株主の上場会社の株式売却制限には違法の疑いはないのか。証券会社 21 社が同時に行った株式買い増しは、「証券法」上の共謀による相場操縦行為に抵触する疑いはないのか。
- 政府の株式購入に関するアクションの中で、インサイダー取引行為はないのか。2015 年第 3 四半期の上場会社の開示報告では、中国証券金融が多くの上場会社の大株主となっており、直前に大株主であった機関や個人の持分が売却され見られなくなっていることで、この（すべて投げ売りされているという）現象は市場からの広範な疑念を引き起こしている。

2. サーキットブレーカー制度の導入と撤回

1) 短期間で導入されたサーキットブレーカー制度

金融システム・リスクの発生を阻止したとは言え、株価安定に向け、証券当局は新たな措置の導入を急ピッチで進めてきた。それが、サーキットブレーカー制度の導入である。2015 年 9 月 7 日、上海・深圳証券取引所、中国金融先物取引所は、CSI300 指数対象のサーキットブレーカー制度のパブリックコメントの募集を始めた。同制度案では、CSI300 指数の上昇・下落幅が前日比 5%に達した場合、両取引所の全銘柄、及び中国金融先物取引所の株価指数先物の売買を 30 分間取引停止し、前日比 7%に達した場合、終日取引を停止するという内容であった。

その後、同年 12 月 4 日、上海・深圳証券取引所、中国金融先物取引所は、2016 年 1 月より、CSI300 指数を対象とした株価指数先物サーキットブレーカー制度を導入するとして、関連規定を公布した。パブリックコメント版との違いは、取引停止時間が長すぎるとの批判を受け、①下落幅が 5%に達した時の取引停止時間を 30 分間から 15 分間に短縮し、②同じく後場終了では、取引停止時間を 14:30 から 14:45 に変更した。

サーキットブレーカー制度は、2016 年の最初の取引日である 1 月 4 日から始まったが、13 時 12 分に CSI300 が 5%下落し、サーキットブレーカーが初めて発動され、15 分間、取引が停止された（1 回目の発動）。再開後、13 時 33 分に同指数が 7%下落し、A 株は終日取引停止となった（2 回目の発動）。この日は、1,500 銘柄がストップ安となり、上海総合指数は 3,296.26 と前日比で 6.86%安を記録した。1 月 7 日にも、9 時 42 分に CSI300 が 5%下落し、サーキットブレーカーが発動され、15 分間取引が停止された（3 回目の発動）。再開後、9 時 58 分に同指数が 7%下落し、A 株は終日取引停止となった（4 回目の発動）。証監会は、同日夕刻、株式市場の安定化のため、1 月 8 日よりサーキットブレーカー制度を一時停止すると発表した³⁶。

2) 導入タイミングと制度設計に問題も

制度の導入初日に 2 回、3 日後に 2 回、サーキットブレーカーが発動されたのは、そもそも株式市場に売り圧力があったためである。それは、2015 年 7 月 8 日に証監会が導入した大株主等が保有する上場株式の半年間の売却制限措置である。同措置が解除される半年後の 2016 年 1 月 8 日に向け、需給悪化を懸念する投資家は、2016 年の年明けから売りを急いでいた。その理由として、2016 年の年明け直後でも、同措置の解除後のルールが証監会から公表されていなかったことが挙げられる。疑心暗鬼となった投資家は年明けから売り急ぎ、サーキットブレーカーが発動されると、再開後、再度発動されないうちに売り急ぐという悪循環に陥ってしまった。

サーキットブレーカー制度を一時停止した 2016 年 1 月 7 日、証監会は、上場会社の大株主、取締役、監査役等の株式売却に関する規定を公布し³⁷、上場会社の大株主等が証券取引所を通じて立会内取引（板寄せ、ザラバ）で持株を売却する場合、15 営業日前に開示が必要とした。この内容に従うと、1 月の売却可能性はゼロになったことを意味する。また、上記方法で 3 ヶ月以内に売却可能な株数は、全株式の 1%以下と規定し、段階的に市場で売却する道筋をつけた。そもそも売却制限措置の解除に関するルールの公表が解除の前日まで出なかったことが、政策の予見可能性を投資家が確信できないものとなり、売り急ぐ原因の一つとなった。

もう一つは、今回導入されたサーキットブレーカー制度の設計そのものに起因する問題も指摘されている。問題の一つ目は、サーキットブレーカーの発動が先物だけでなく現物株にも及ぶため、投資家にとっては、急激な相場変動を回避できる一方、売

³⁶ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201601/t20160107_289611.html

³⁷ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201601/t20160107_289586.html

りたい時に売れないという流動性リスクも高めたという点である。二つ目は、発動の条件となる変動幅の単位が狭すぎて頻繁に発動されかねないという点である。特に個人投資家中心の中国の株式市場では、発動の頻度が高まる可能性があった。

3. 時間はかかっても厚みのある投資家層が必要

証监会・劉主席は、就任後初の記者会見（2016年3月12日）で、サーキットブレーカー制度の導入について、個人投資家（中国語では「中小投資家」）中心の株式市場という世界では見られない中国の国情に対する配慮が欠けていたと率直に述べ、向こう数年間、中国株式市場の投資家構成に根本的な変化が発生しない限り、サーキットブレーカー制度を導入する条件は整わないと表明している。

サーキットブレーカー制度の導入だけに限らないが、中国の株式市場では、時間はかかっても厚みのある投資家層を形成して行くことが引き続き必要である。上海証券取引所の統計によれば、2014年の投資家構成（売買比率）は、個人投資家が85.19%、一般法人が2.98%、機関投資家が11.60%、上海・香港ストックコネクが0.22%となっている。QFII（適格外国機関投資家）は上記の「機関投資家」に分類されるものと思われるが、2014年は同年に導入されたクロスボーダーの株式取引の仕組みである香港サイドから上海株の保有者が初めて統計に表れたことが特徴である。

2016年3月の全人代での政府活動報告や李克強首相の記者会見では、ストックコネクを深圳－香港間でも年内に実現することが確認された。中国政府は、市場の対外開放を段階的ながらも引き続き推進している。2015年12月には、中国本土・香港ファンド相互販売制度の下での公募投信の相互登録も始まった。国家外為管理局の統計によれば、2016年2月末時点での中国本土ファンドの香港での販売に伴う中国本土への累計純流入額は3,713万元、香港ファンドの中国本土での販売に伴う香港への累計純流出額は1億9,773万元となっている。2016年2月4日には、国家外為管理局は、QFIIに関する管理制度を変更し、投資上限枠をこれまでのようにQFIIごとに一定金額を割り当てる方法から、各QFIIの資産規模の一定割合に設定するよう変更した。同時に、QFIIの投資後のロックアップ期間の短縮化（1年から3ヵ月に）を図る等の規制緩和を行った。外国人投資家制度の導入だけでなく³⁸、従業員持ち株会や確定拠出型企業年金の普及など、国内の投資家層の拡大も古くて新しい課題である。

V 結びにかえて

2015年夏に発生した株式市場の問題では、中国政府と市場との対話のあり方が課題としてグローバルな市場関係者から指摘された。市場との対話に関して、株式市場を管理す

³⁸ なお、中国の株式市場では、外国人投資家の株式保有比率は低下傾向にあり、2015年11月末時点では0.91%に過ぎない。一方、日本では個人投資家が17.3%、外国人投資家が31.7%となっている（2015年3月末）。

る証監会に限って言えば、実は 2016 年 2 月に退任した肖鋼氏が、2013 年 3 月に主席に任命された後に行ったことの一つに、スポークスマン制度の創設があり、週に 1 回、金曜日にメディア向けに記者会見を行うこととなった。記者会見の様子は証監会のウェブ上（中国語）でも公開されており、本稿の執筆時点では 2013 年 6 月 21 日分まで遡ることが出来る³⁹。2015 年夏に発生した株式市場の問題に対する政策や方針について、定期的に海外からでも把握することができた。

また 2015 年は 8 月の人民元為替レートの基準値の引き下げのように、中国人民銀行が管理する為替市場でも政策の調整や変更が行われた年であり、同行からのメッセージが問われた年でもあった⁴⁰。基準値引き下げの直後には、国家統計局などから 7 月の各種経済統計が発表され、併せて指標の悪化が認められたことから、グローバルな市場の動揺のきっかけにもなった。当時、市場参加者は、担当官庁の個別の動きや統計に基づき、中国政府が全体としてどのような経済運営をしようとするのか、その政策や意図が不透明であると見なしていた。

しかしながら、株式市場や為替市場のみならず、新常态の下で中国経済の成長率が鈍化していく中で、経済運営に対する全体的なメッセージを政府がどのように発信していくのかについて、引き続きグローバルな市場参加者の関心事となっている。また 2015 年夏の市場の動揺では、株式市場、金融市場、為替市場といった市場毎の管理監督体制や、銀行・証券・保険といった業態別の管理監督体制が、実態の把握・分析・対策を打ち出していく上で時間を要し、金融リスクを防ごうとするあまり、直接介入という段階に一気に突入した感は否めない。2016 年から始まる 2020 年までの第 13 次 5 ヶ年計画では、金融管理監督体制の見直しも掲げられており⁴¹、これまでの各官庁の縦割りを超えた新たな体制が構築される予定である。管理監督体制に関する各国の事例研究もあらためて行われていくことになる。

それでも 2015 年夏の株式市場での PKO について、証監会の劉主席は就任後初の記者会見（2016 年 3 月 12 日）で、資本市場が完全にコントロールを失った状態となり、そうした状況が続く時に介入を行うことは、市場化改革における政府の役割に関する第 18 期 3 中全会の考え方に反するものではないと説明している。但し、2015 年夏の株価の異常な変動の背景には、取引制度の不備、不完全な市場体系、未成熟な投資家、不適切な管理監督制度に見られるように市場がまだ成熟していない点があるとも指摘している。また、劉主席は資本市場の発展における市場化、法治化の基本的な流れは変わらないとした上で、今回の介入によって、市場を修復、建設、発展させる時間を得たとも説明している。中国政府が、介入後の出口やさらなる市場化改革に向け、今回得た時間をどのように使っていくのかが引き続き注目される。

³⁹ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwfbh/index_6.html

⁴⁰ 2015 年 9 月 4 日・5 日の G20 財務大臣・中央銀行総裁会議をきっかけに、中国人民銀行のウェブ上に、総裁の発言や政策の説明が頻繁に掲載されるようになった。

⁴¹ 関根栄一「第 13 次 5 ヶ年計画建議で打ち出された 2020 年の中国金融の将来像」『野村資本市場クォーターリー』2016 年冬号。