



2007年の中国証券市場の回顧と 今後の証券市場政策

神宮 健*

要約

1. 2007年の中国証券市場は、株式市場の過熱とそれに対する当局の対応が中心となった。過熱抑制策や違法行為の取締り・予防策が打たれる一方で、株式市場での資金調達が増え、過剰流動性対策の一環でQDII（適格国内機関投資家）による対外投資も進んだ。
2. 株式市場に資金が流入する中で、当局は優良企業の上場を促進し、市場の質の引上げを図った。2007年はA株市場で121社が新規上場し資金調達額は前年比約3倍の約4,600億元で世界最大となった。その一方で、インサイダー取引などの違法行為が相次ぎ、証監会は違法行為に迅速に対応することを迫られた。
3. 証券業界では証券会社の借殻上場（本文参照）が見られた。また、米中戦略会議などを受けて、今後も対外開放が進むと予想される中で、証券会社を集団化によって強化する方向も見られる。基金管理（投資信託運用）会社ではファンド販売が急増し、当局はファンドの販売を一時的に停止する等の措置を採った。
4. 債券市場にとって、2007年は重要な転機となった。8月に「会社債発行試行弁法」が実施され、社債発行の道が開かれた。株価指数先物については、法律面は整ったが実際の導入には至らなかった。
5. 過剰流動性問題が深刻になる中で、「走出去」（対外投資）政策がさらに進んだ。9月に外貨準備を運用する「中国投資有限責任公司」が設立された。他の金融機関も海外投資・提携を進めた。QDII（適格国内機関投資者）については、銀行、証券・基金、保険のQDII政策がすべて揃った。外資の国内金融機関への出資比率の規制緩和に関しては、銀行については2008年末、証券会社については2008年6月までに結論を出すことになった。
6. 2008年の証券市場政策の方向は、2007年と基本的に変わらないものの、投資家教育や監督管理・市場リスクの防止などが重視されている。

I、2007年の中国証券市場の概況

2007年の中国証券市場は、過剰流動性等を背景にした株式市場の過熱とそれに対する当局の

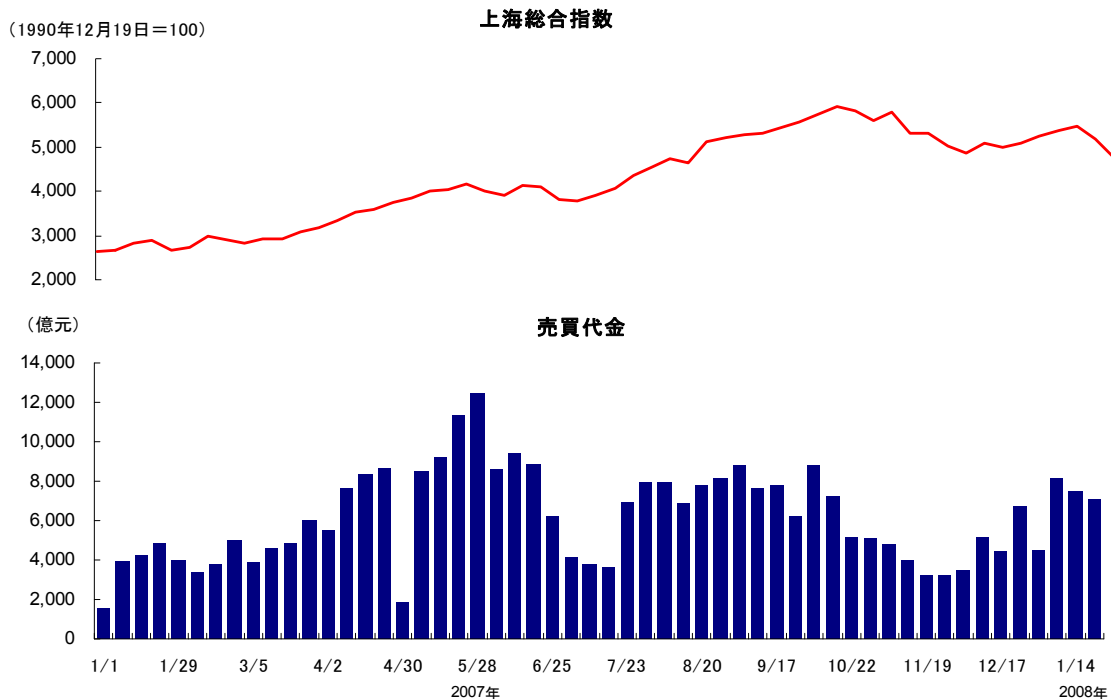
* 神宮 健（榊野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表）

対応を中心に動いた。株式市場の過熱抑制を意図した措置が採られ、違法行為の取締り・予防策が打たれる一方で、株式市場での資金調達が増加し、また、過剰流動性対策の一環として QDII（適格国内機関投資家）による対外投資が進んだことも特徴であった。資本市場の多層化に関しては、社債市場改革は一步前進したが、金融先物市場は、法律面の準備は整ったものの、実際の導入までには至らなかった。

株価指数（上海総合指数）は 2006 年末 2,675.47 に対して、10 月 16 日には史上最高値 6,124.04 をつけ、その後下落し 2007 年末 5,261.56 となった（図表 1）。年間の上昇率は 96.7% に達した。2007 年末の上海・深セン市場の時価総額は 32.71 兆元（うち流通株 9.31 兆元）となり GDP 規模（2007 年 24.7 兆元）を上回った。取引額は、46 兆 556 億元で 2006 年の約 5 倍増となった（図表 2）。取引口座数は 1 年間で 6,033 万増加し、12 月末で 1 億 3,887 口座となった。うち実体的な口座は約 9,200 万口座である。

2007 年を振り返ると、年初より政府高官により株式バブル懸念が示され、2 月末には「中国発」の世界株安が見られたが、株価は基本的に 5 月末まで上昇した。いわゆる低位株、「題材」株（産業再編、全体上場などのテーマ株）、「ゴミ」株（業績の悪い会社）などの株価が相場を押し上げたのが特徴である。そして、株式相場過熱対策として、5 月 30 日に印紙税が 0.1% から 0.3% へ引き上げられたのを機に、株価は下落・安定するものの、7 月以降 10 月まで再び上昇した。この時期は、主に優良株中心の相場となり、題材株などは値を下げたままとなった。10 月 17 日に、主要な証券新聞「証券日報」などに、株式市場の局部バブルの全面バブルへの転化を

図表 1 株価と売買代金（上海取引所、週次）



(注) 売買代金は上海のみ。
(出所) 証監会、CEIC より野村資本市場研究所作成

図表 2 株式市場主要統計

	2006年	2007年
株価指数 (上海総合指数)	2,675.47	5,261.56
P/E (上海A株)	33.38	59.24
時価総額 (億元)	89,403.90	327,140.89
うち流通株 (億元)	25,003.64	93,064.35
売買代金 (億元)	90,468.66	460,556.22
口座数 (万)	7,854	13,887
上場会社の数	1,434	1,550
A株資金調達額 (億元)	2,463.70	7,728.16
うちIPO (億元)	1,572.24	4,595.79
ファンド数	301	346

(注) 上海・深セン市場。年末値、売買代金と資金調達額は年間値。
(出所) 証監会より野村資本市場研究所作成

警戒する旨の社説が出て、当局の引締めスタンスが再確認されると株価は年末にかけて下落した。以上の相場展開を受けて、2007年は、株価指数上昇にもかかわらず、株式投資で損を出した投資家も多い模様である¹。以下では、2007年の証券市場の出来事を振り返る。

II. 上場と上場会社

2007年は、過剰流動性を背景に大量の資金が株式市場に流れ込んだ。年初から株式バブルが懸念されていたが、当局には、流入資金をうまく利用し株式市場の発展につなげようとの考えがあった。具体的には、優良企業の上場を促進することで市場の質を引き上げる一方、株式供給増による株価抑制の効果も期待されていた。この結果、2007年はA株市場で121社が新規上場し資金調達額は4,595.79億元（前年比2.9倍）に達し世界最大となった。IPO時のPEレシオは約30倍（中央値）であった。また、増資等も含めたA株資金調達額は、7,728.16億元となった（図表2）。株式市場での資金調達急増により、2007年の企業部門の直接金融比率は上昇したと推測される。

優良企業の上場という点では、大型海外（香港）上場企業のA株市場回帰が見られた。具体的には、中国石油、建設銀行、中国人寿、中国神華、中国平安などである。A株上場後、中国石油は時価総額世界最大の企業となり、中国人寿は、時価総額世界最大の保険会社となった。これらのH株企業に加えて、レッドチップ企業にもA株回帰の意図を示しているところがある。

全体上場を見ると、東軟集団、緑地集団、上実集団、中芯国際、白雲機場、中国再保険集団などの優良集団が全体上場に向けて動いた（うち、東軟は2008年に全体上場認可）。また、全体上場が先行して進んでいた鉄鋼業界では、中鋼集団の全体上場が認可され進行中である。さらに、

¹ 『経済観察報』2007年12月24日によると、個人株式投資家のうち「損失が比較的大きい」が約25%、「やや損失」が約20%を占めている。

軍需産業についても、一部軍需企業への民間資本の参加や軍需企業の全体上場を奨励する弁法等が発表された。

上場会社の質の向上について、監督管理の面から見ると、2007年1月31日に「上場会社情報開示管理弁法」が公布・施行された。これは情報開示についての詳細な規定である。また、証券監督管理委員会（証監会）は3月に上場会社の企業統治（コーポレートガバナンス）強化活動を行った（10月に終了）。3月19日に証監会は「上場会社の調達資金の使用のさらなる規範化に関する通知」を発表し、調達した資金を新株購入や株式などの取引に流用することを禁じた。また、4月5日には「上場会社の董事・監査役・高級管理職の自社株式保有とその変動の管理規則」を発表し、会社の決算発表前などの時期における自社株式の取引を禁止し、また、自社株売買の情報の適時公開を求めた。

一方で、2007年は、杭蕭鋼構事件（大型案件受注の内部情報の漏洩）、広発証券の「借殻」上場（裏口上場）に係るインサイダー取引、「帯頭大哥」事件（インターネットを利用した違法な証券会社業務）、「老鼠倉」（ファンドマネジャーのフロント・ランニング行為）などの違法行為が相次いだ。

これを受けて、証監会は、11月に検査一局と二局を合併し首席検査弁公室を設立した。情報開示と市場監督を連動させ、通常検査と訴追調査を連動させるなど、インサイダー取引等に迅速に対応するメカニズムも構築した。さらに、証監会・取引所・証監局（証監会の地方局）の監督管理の情報共有も進められた。

法律面では、上述の弁法などに加えて「証券売買制限実施弁法」、「基金投資リスク管理強化と関連する問題についての通知」などが発表された。また、「インサイダー取引行為認定手引」、「証券市場操縦行為認定手引」の草案も発表され試行された。さらに、「上場会社 M&A リストラ財務顧問業務管理弁法」、「上場会社重大資産リストラ管理弁法」、「上場会社監督管理条例」なども制定・修正に向けて動いている。

なお、2008年1月1日、上海証券取引所は199社の株式をサンプルとする「上海証券取引所コーポレートガバナンス（企業統治）指数」（コード 000019、基準日 2007年6月29日＝1,000）を発表した。企業統治の改善度合いを客観的に捉える試みと見られる。ちなみに、2007年12月28日時点で同指数は1454.01、2008年1月末で1243.41であった。

Ⅲ、市場参加者の動向

1. 証券会社

証券業界では、2004年から始まった証券会社の整理・再編期が、予定通り2007年8月に終了した。これ以降、証券監督体制は「リスク処理の特殊時期」から「通常監督管理期」に入った。創新類と規範類証券会社の審査は8月に停止され、新たな証券会社の分類として「証券会社分類監督管理業務手引（試行）」（7月発表）に基づく5大分類（A、B、C、D、E）・11級（AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C、D、E）の新分類が使用されることになった²。

² 報道によると、AAA級を取得した証券会社は無く、AA級が国信証券、中金公司、A級が東方証券、光大証券、国泰君安証券、申銀万国証券、華泰証券、東海証券、招商証券、中信証券、国元証券、宏源証券、西部証券、平安証券、国都証券、建銀投資証券（以上、創新類）、財通証券（規範類）の15社に与えられた。このため、創新類証券会社25社のうち9社はB類に入ったものと見られる。

証券会社数を見ると、2006 年末の 104 社に対して、2007 年は新たに信達証券、華融証券、東興証券の金融資産管理会社（AMC）系証券会社 3 社の設立が認可された（信達証券、華融証券は 2007 年 9 月実際に設立済み）。そして、今後数年間は、新たな国内証券会社設立を原則認めない方針と見られる。

2007 年の中国証券業界における重要な出来事は証券会社の上場である。6 月の海通証券の都市株式会社を「殻」会社にした「借殻」上場（未上場会社が上場会社に資産を注入し上場会社の看板を未上場会社に変えることにより上場すること、裏口上場）が証監会に認可されて以降、借殻上場が続いた。具体的には、7 月の東北証券（殻会社は錦州六陸）、10 月の国元証券（同、S*ST 化二）、12 月の長江証券（S*ST 石煉）、太平洋証券（*ST 雲大科技）である。一方、証監会は、優良証券会社の上場を進めるための措置として、大規模な財務リストラを行った証券会社（不良証券会社の優良証券会社への移管など）の IPO については、直近 3 年間連続で黒字という上場条件を要求せず、リストラ後の 1 会計年度の黒字という条件に変更した。これを受けて、いくつかの証券会社が IPO の準備を始めている。なお、2007 年の株式市場の活況を受けて、2008 年 1 月末時点で決算を発表した証券会社 47 社の純利益合計は 793.6 億元になり、前年比 373%の大幅増益となっている。

米中戦略会議の結果、国内証券業の対外開放が進むことが予想される中で、証監会は「証券会社子会社設立規則」を改訂した（2008 年 1 月 1 日実施）。これは、証券会社を集団化することで国内証券会社の強化を図るものである。

2. 基金管理（投資信託運用）会社

2007 年は、株式相場上昇の中で、証券投資基金（証券投資信託）が爆発的な売れ行きを見せた年となった（図表 3）。多くのファンドが発行初日で完売となった。証監会は、販売過熱の状況に対して、株式型ファンドの販売を一時的に停止する措置をとった（9 月）。

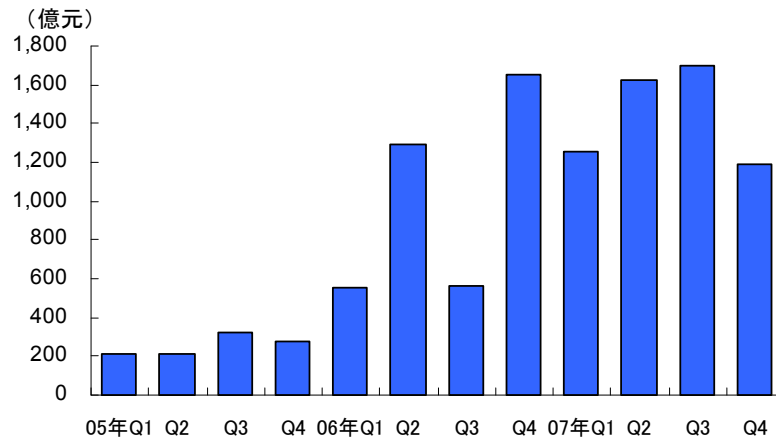
法律面では、「証券投資基金販売機関」（銀行窓販など）の資格、内部統制、投資家教育の実施状況に関する規定等が 2、3 月に発表された。また、10 月には、「基金管理会社のリスク準備金引上げに関する問題についての通知」が発表され、リスク準備金の徴収比率が基金管理費収入の 5%から 10%に引き上げられた。

基金管理会社の設立動向を見ると、銀行系基金管理会社の設立が再開した。浦銀安盛基金（浦東発展銀行系）、農銀匯理基金（農業銀行系）、民生基金（民生銀行系）の 3 社が 2007 年に設立を許可され、浦銀安盛基金が実際に設立された。2007 年の基金管理会社の設立はこの 1 件のみで、また、銀行系基金管理会社の設立は、2005 年の 3 社（工銀瑞信、交銀施羅德、建信）以来のことである。

3. 保険会社・信託会社

保険業界について見ると、保険監督管理委員会（保監会）は 2007 年 12 月に、保険会社の株式投資規制を緩和した模様である。「三つの調整、二つの制限解除」と言われ、具体的には、以下の通りである。①保険会社の株式投資残高の前年末総資産に占める比率の 5%以下から 10%以下への引上げ、②特定の上場会社の流通株への投資残高は、株式投資額の 5%以下であるが、産業の上位企業や収益力のある企業については 10%以下へ引き上げ、③同一上場会社の流通株への投資は当該上場会社の総流通株の 10%以下とされていたが、総株数の 10%以下に変更、④IPO

図表3 投資信託発行額



(出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

の応募は新株式発行数の10%以下という上限を撤廃、⑤過去1年で株価上昇率が100%を超えている株式への投資制限を撤廃。

同じく12月に保監会は、「保険会社の融資証券化商品への投資についての通知(案)」を発表した。パブリックオピニオンを募集した当該案によれば、当面、保険会社は商業銀行の発行する融資証券化商品にのみ投資可能であり(証券会社などが発行した資産証券化商品は含まれず)、固定収益類の投資商品として管理する。融資証券化商品への投資は前年末の総資産の2%以下で、同一金融機関の作った融資証券化商品への累計投資は同0.5%以下でなければならない。また、融資証券化商品の格付けは、当面AAあるいはAA以上の優先証券に限られる。

信託業界では、過去数年間、不祥事や金融事故が多発してきた。これを受けて、2007年2月に、銀行業監督管理委員会(銀监会)は「信託会社管理弁法」と「信託会社集合資金信託計画管理弁法」を改訂した。実業投資が禁止されるなど、投資範囲が整理・明確化された。

3月には、銀监会と外為管理局が「信託会社の海外資産運用業務受託の管理暫定弁法」を発表し、信託会社のQDII業務を許可した。また、8月には、銀监会が「非銀行金融機関行政許可事項実施弁法」を発表し、海外金融機関1社の信託会社への投資比率を20%以下とし、海外金融機関とその関連会社が投資できる信託会社は2社までと定めた。

これらの弁法により信託会社が企業年金基金管理とQDII業務を行う際の条件も明確にされた。企業年金業務については、相応の内部統制制度やリスク管理制度があること、信託財産の流用や、信託の名を借りた事実上の預金性の負債がないこと、直近3年以内に重要な違反経営がないことなどが要求される。一方、QDII業務資格は、登録資本が10億元以上であること、外貨業務資格を持ち、その業務経歴が良好であること、監督管理当局の評価が連続2年間良好であること、直近2会計年度で連続黒字であること、前年末の純資産が登録資産以上であること、直近2年間で監督管理当局の行政処罰を受けていないことなどである。

12月には、先物業務への道も開かれた。具体的には、中国対外経済貿易信託投資有限公司が北京冠通先物会社の支配株主になることが許可された。先物業務において、証券会社と先物会社の組み合わせ(後述)に加えて、信託会社と先物会社の組み合わせも生まれた。

IV. 多層的資本市場の構築

2006年12月に尚福林証監会主席は、資本市場、特に株式市場の多層化について、①ブルーチップ（優良株）市場の育成、②中小企業板の発展、③創業板の研究と設立、④店頭市場の統一監督管理の4層構造を発表した。そして、2007年8月には、証監会の「多層資本市場体系の発展に関する計画」が国務院に批准され、4層からなる株式市場の構築に向けた動きにはずみがついた。ここでは、創業板市場の設立、店頭市場の動向に加えて、債券市場の改革、先物市場の導入について見る。

1. 創業板市場と店頭市場

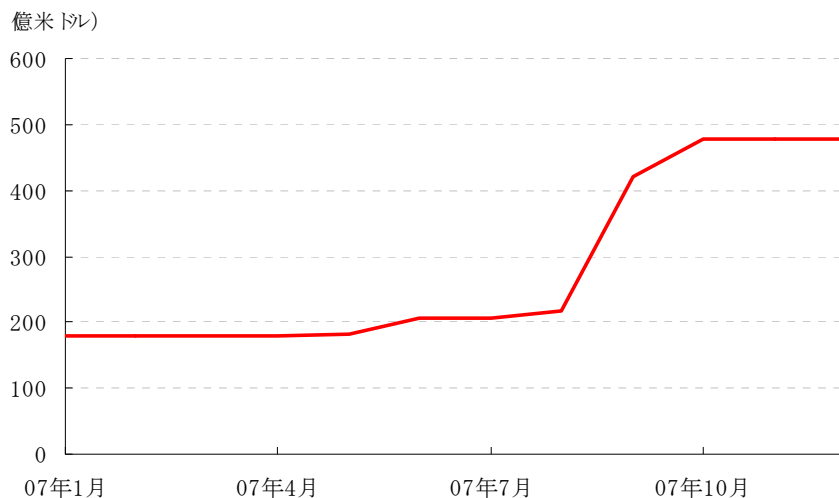
創業板設立に向けた動きを見ると、2007年8月22日に、「創業板発行上場管理弁法」（草案）が国務院で認可され、大詰め段階に入っている。対象企業としては、サービス革新型企業、農業産業化関連企業、地域特色の企業が考えられている。

一方、店頭市場としては、①過去に存在した取引システム STAQ、NET で取引されていた株式と②上場廃止になった株式が取引される三板市場に加えて、2006年1月に「中関村科技園区」新三板市場が設立されている。これは、中関村のベンチャー企業の株式を取引する市場である。基準が厳しいこともあり、取引される企業数が増えないといった問題が指摘されている。一方で、当局は、現在、店頭市場の全国的拡大を図っており、武漢、成都、西安、上海など16ヶ所の「科技園区（科学技術パーク）」が考慮されている。さらに、天津市が上述の①、②を除く、ハイテク企業向けの店頭市場の計画を進めている。

2. 債券市場

2007年の債券市場を見ると、国債が2兆3,600億元（後述する特別国債1.55兆元を含む）、金融債が1兆946億元、企業債が1,821億元発行された。また、短期融資券（CPに相当）は

図表4 QDII認可額（累積）の推移



(出所) CEIC より野村資本市場研究所作成

3,349億元発行された³。

長年、発達の遅れが指摘されてきた中国の債券市場にとって、2007年は重要な転機となった。2007年8月に、証監会が「会社債発行試行弁法」を発表・実施し、社債発行の道が開かれた（最近では、以前から存在する伝統的な公益プロジェクト関連の企業債と、会社法に基づき設立された会社の発行する社債を区別する方向にある）。社債を公開発行する際の募集説明書や社債申請書類の書式も公表された。そして、9月には、長江電力が、弁法発表後、第一号となる社債（40億元）を発行し、その後も20社弱が社債発行計画を発表している。

一方、企業債についても、国家發展改革委員会は、11月に企業債発行の手続きの簡素化（従来の規模と発行の2段階の許可を一括許可に）と発行限度額撤廃の案を発表した。また、同じく11月には、総額10億元の中小企業集合債が発行されたことも注目される。

国債市場では、1.55兆元の特別国債が発行された。これは、外貨準備の運用のために設立された「中国投資有限公司」（後述）が、外貨準備2,000億ドルを買い取る際の資金調達のために発行された。実際には、1兆3,500億元分が2回に分けて中国農業銀行を経由する形で、事実上中国人民銀行が引き受ける方式で発行され、残り2,000億元分が数回に分けて直接市中で発行された。特別国債の発行には、過剰流動性対策の意味もある。市中販売は、その時点で市中から流動性を吸収することになり、人民銀行保有分は以後、人民銀行の売りオペ等に使用され、市中流動性を吸収することが可能である。

3. 金融先物市場（株価指数先物）

中国の株式市場は、これまでリスクヘッジ手段がなく、機関投資家育成の面などから先物などのヘッジ手段の導入が求められていた。こうした中で、2007年3月に国務院は「先物取引管理条例」を発表（4月15日施行）した。同条例により、先物取引の範囲は従来の商品先物から金融先物を含むように拡大され、株価指数先物導入についての法律面での障害が取り除かれた。また、「先物会社管理弁法」、「先物取引所管理弁法」も、同じく4月15日に施行された。

次に、5月に証監会と財政部が「先物投資家保障基金管理暫定弁法」を発表した。これは、先物投資家の保証金が先物会社の違法行為などで毀損した場合に備える基金である。先物取引所の累積リスク準備金の2006年末残の15%が納められ、保障基金の当初資金に充当される。その後は、毎四半期、先物取引所が会員から得た手数料収入の3%と、先物会社の取引手数料から代理取引額の1000万分の5~10が納められる。この比率は証監会が先物会社のリスクに応じて確定する。

6月には、証券業協会が「先物ブローカー契約手引」と「先物ブローカー契約登録審査弁法」を発表し、取引で問題が生じた場合の解決方法を示した。また、同じく6月に中国金融先物取引所（中金所）から「中国金融先物取引所取引規則」が発表された。これらの法的基礎の確立を受けて、8月には、証監会を中心に、上海・深セン取引所、中金所、中国証券登記決算公司、中国先物保証金監控中心公司在株式市場と先物市場を跨ぐ市場監督管理に関する協議を結んだ。12月には、証監会に株価指数先物に対する市場監督管理協調チーム弁公室が設立された。

金融先物取引について見ると、実際の取引は先物会社が行い、証券会社は直接、金融先物取引を行えない。このため、当局は証券会社が先物会社を買収することを奨励していた。先物会社は

³ 発行額データはWind資訊より計算した。

支店が少なく、先物市場の発展が遅れる可能性があるため、こうした形になったものと見られる。

実際の動きを見ると、既に、10社の証券会社（創新類）が、証監会の許可を受けて、先物会社に資本参加している。上海証券、宏源証券、浙商証券は、それぞれ先物会社実友期貨、華煜期貨、天馬期貨の株式を100%買収し、華泰証券、安信証券、中原証券、国金証券、西部証券、東莞証券、渤海証券は、それぞれ長城偉業期貨、天成期貨、豫糧期貨、天元期貨、西安智德期貨、華聯期貨、和融期貨に一定の比率で資本参加している。また、12月には、銀河証券が、先物取引紹介商（Introducing Broker 制度、証券会社が自分の投資家を先物会社に紹介する）の資格を得た。

このように、株価指数先物導入の準備はほぼ整っている。

V. 対外開放

1. 対外投資（「走出去」）

2007年は、外貨準備が増加し続け、過剰流動性問題が深刻になる中で、「走出去」政策がさらに進んだ。9月29日、外貨準備を運用する「中国投資有限責任公司」（CIC、資本金2000億ドル）が設立された。既に、中国投資有限責任公司是米ブラックストーン・グループと米証券会社モルガン・スタンレーに投資している。

他の金融機関の海外投資・提携の動向を見ると、7月に中国国家開発銀行が英バークレーズの株式の約3%を取得したのに続き、10月には、民生銀行が米UCBHホールディングス（株式9.9%の取得）、中信証券が米ベアー・スターンズ（同6%、株式交換による）⁴、中国工商銀行が南アのスタンダード銀行（同20%）への投資をそれぞれ発表した。また、11月には平安保険がフォルティスの株式の4.18%を取得した。なお、11月8日には、中国招商銀行のニューヨーク支店が開業している。

次に、QDII（適格国内機関投資者）を見ると、2007年は「走出去」政策の推進もあり、徐々にQDIIの投資範囲に対する制限が緩和された。

銀行のQDIIを見ると、銀監会は、5月に「商業銀行による顧客を代行した海外資産運用業務の海外投資範囲に関する通知」を発表した。それまでの「株式および関連商品へ直接投資してはならない」という制限は撤廃され、投資範囲に関する規定は「金融デリバティブ商品類、ヘッジファンド、国際的に認められた格付け機関による格付けがBBB以下の証券に投資してはならない」と変更された。これにより、銀行QDIIの株式投資への道が開けた。また、上述したように、3月には信託会社のQDII業務も許可された。

一方、証監会は6月、「適格国内機関投資家の海外証券投資管理試行弁法」及び同弁法の実施に関する通知を発表した。これにより、それまで外為管理局の通知ベースで認められてきた基金管理会社のQDIIに法的根拠が与えられ、また証券会社にもQDIIが認められた。7月には、中国保険監督管理委員会（保監会）、中国人民銀行、国家外為管理局が「保険資金の海外投資管理試行弁法」を連名で発表し、国内保険会社が自己保有の外貨資金及び人民元で購入した外貨資金について、前年末の総資産の15%を上限に海外投資することを認めた。投資範囲には株式、株式型ファンドなどが含まれる。この時点で、銀行、証券・基金、保険のQDII政策がすべて出揃った。

⁴ 2008年3月、中信証券はベアー・スターンズとの提携計画の中止を発表した。

9月には、最初の基金系 QDII 商品が発売された（南方、華夏、嘉実の3社。10月に上投摩根、工銀瑞信、長盛）。また、10月末に、証監会は中国国際金融有限公司、招商証券、国泰君安証券、中信証券4社の証券会社に対し、QDIIの資格を認可した。さらに、9月には中信証券に直接投資業務の資格（試行）を認可した。2007年中、銀行23社、保険会社22社（報道ベース）、証券会社4社、基金公司6社がQDII資格を獲得した。

QDIIの今後について、12月9日、国家外為管理局は、QDIIの投資規模を拡大すると発表した。また、12月13日、銀監会は、銀行系QDII商品の投資範囲を、徐々に香港市場から他の海外の成熟した株式市場に広げる方針を示した。12月の第三回米中戦略経済対話において、米中は①QDII資格を持つ銀行は、具体的な政策が公布された後に米国株式市場への投資が可能になる、②銀行系QDII商品の米国株式投資は、対香港株式投資の場合と同様に、一つの運用商品の純資産の50%を上回ってはならない、という点で合意した⁵。

一方、国内個人の香港株への直接投資を可能にする計画も発表された。いわゆる「港股（香港株）直通車」である。8月20日、国家外為管理局は「国内個人による海外証券市場への直接投資展開の試行案」を公布し、天津市の滨海新区において国内居住者の香港株への直接投資を認めると発表した。しかし、香港株「直通車」は、法律面、投資家の成熟度、香港市場の安定などを考慮して導入が延期されている。当局間の根回し不足を指摘する向きもある。

2. 対内投資

2007年7月1日、ニューヨーク証券取引所が、「海外証券取引所の在中国代表機関管理弁法」（5月20日発表、7月1日実施）の実施を受けて、海外証券取引所としては初の在中国駐在員事務所（北京）を設立した。続いて12月3日、米ナスダックも北京駐在員事務所の開設を発表した。また、12月9日、国家外為管理局は、QFIIの投資限度額を100億ドルから300億ドルに拡大すると発表した。

12月の第三回米中戦略経済対話により、中国資本市場の開放は更に加速した。米中両国は、中国の銀行・証券業への外資参入、外資企業の中国における証券発行などについて協議した。戦略経済対話を受けて、中国における証券発行については、①条件を満たす外資企業（銀行を含む）の人民元建て株式の発行、②条件を満たす上場会社の人民元建て債券の発行、③条件を満たす外資銀行の人民元建て金融債券の発行を認める方向となった。また、中国は外資の出資比率の規制緩和に関し、証券会社については2008年6月までに、銀行については2008年末までに結論を出すことになった。

VI. 2008年の政策展望

2007年12月の経済工作会議は、2008年に穏健な財政政策と金融引締め策を実施し、「かなり速い経済成長が景気過熱に転じることを防止し、構造的な物価上昇が明らかなインフレに転じることを防止する」ことを決めた。基本的には過剰流動性の中で生じている景気過熱・インフレ高進のリスクを低減するという2007年の政策スタンスが続くことになる。

⁵ 2008年1月末時点で、銀監会が近く米国証券取引委員会と覚書を締結し、銀行系QDIIによる米国株式投資が可能になると報道されている。

証券市場に関する政策を見ると、2007年12月、尚福林証監会主席は、2008年の政策の重点として、①資本市場のインフラ建設の継続的強化、②市場構造の改善、③先物市場の発展、④投資家教育、⑤監督管理と法の執行の強化・市場リスクの防止を挙げた（図表5）。

一年前つまり2006年12月における尚福林主席の2007年の政策についての発言では、①多層的な市場体系の建設（全体上場、大型企業の国内・海外同時上場、海外上場会社の国内A株上場、中小企業上場、創業板など）、②社債市場の発展、③資本市場の革新と発展（優良証券会社の更なる強化、上場を通じた証券会社の資本強化など）、④市場に対する監督管理の強化、⑤金融先物の導入、⑥非流通株改革や証券業界整理などの既に展開している改革に対する継続的措置、が挙げられていた。

2008年の証券市場に対する政策は、前年から引き継がれた課題と、引締め的なマクロ経済政策が続く中で、投資家教育や監督管理・市場リスクの防止などを重視する方向と見られる。

図表5 2008年の証券市場政策の重点

①資本市場のインフラ建設の継続的強化 証券発行・取引・決算・口座管理・情報開示などの市場運営制度の改善、上場会社の質の向上、証券先物会社の質の向上、機関投資家の拡大
②市場構造の改善 市場の多層化、創業板の構築、店頭市場の機能改善、債券市場の構築と社債規模の拡大、
③先物市場の発展 株価指数先物の導入、デリバティブ商品の発展
④投資家教育
⑤監督管理と法の執行の強化・市場リスクの防止 違法行為の取締り、資本市場の内外環境変化がもたらす状況・問題の研究、国際資本市場と国内資本市場の関係の理解を挙げた。

（出所）各種報道より野村資本市場研究所作成

著者紹介

神宮 健（じんぐう たけし）

株式会社野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表

1961年生まれ。1983年早稲田大学政治経済学部卒、1988年 University of California Los Angeles (UCLA) アンダーソン・スクール卒、経営学修士。

1983年野村総合研究所入社。米国野村総合研究所、経済調査部経済調査室長、同アジア経済研究室長、香港野村総合研究所、野村証券北京代表処などを経て現職。

主要著書に『日本再生への処方箋』（共著）、『中国証券市場大全』（共著）などがある。



Chinese Capital Markets Research