



中国株式市場の当面の動向についての 分析と対策案¹

陳 道富*

要約

1. 2007年10月以降の中国の株価下落を見ると、マクロ経済に対する不確実性が高まる中で、「売却制限付株式（本文参照）」の売却解禁等による株式需給バランスの悪化が直接の引き金となった。
2. 但し、今回の株価下落の背景には、中国株式市場における制度上の欠陥がある。売却解禁株やインサイダーの保有株の市場での売却に関する規定を充実させ、株式市場における資金調達制度の改革を積極的に推進すべきである。

1. はじめに

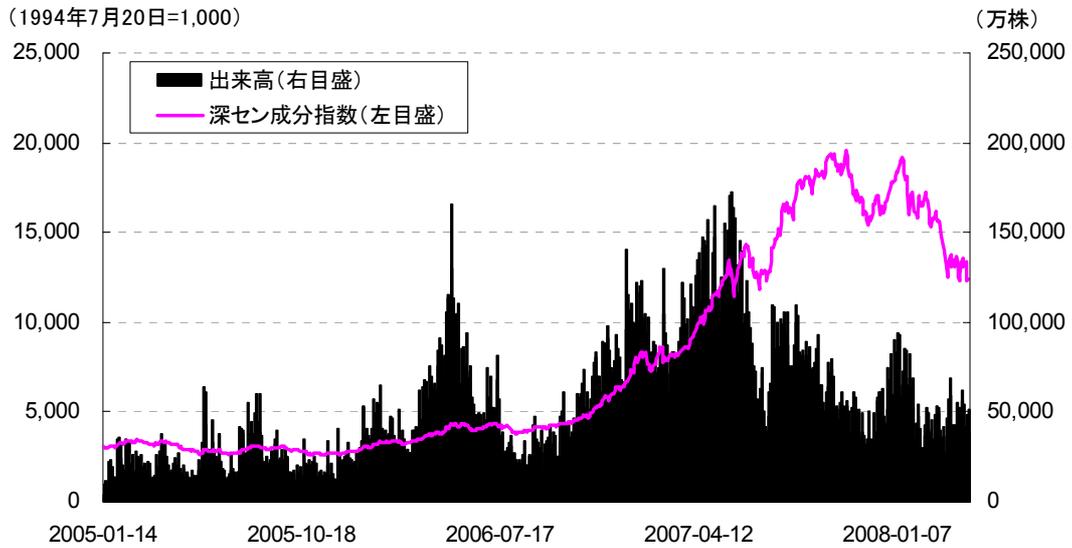
2007年10月以来、上海総合指数は半年足らずの間に最高値の6,124ポイントから3,271ポイントへ、46.6%の下落を見せた。株価の大幅な下落とともに、出来高も減少しており、多くの投資家、特に個人投資家は保有する株式の「塩漬け」を余儀なくされている。この間、投資家の自信は大きく落ち込み、株式市場へ流入する新規資金も減り続け、1週間当たりのA株取引口座開設数は、最も多かった時期の約160万口座から、約70万口座へと減少した。一方で銀行の貯蓄預金残高の減少には歯止めがかかり、大幅な増加に転じた。貯蓄預金残高の増加率（前年同期比）は、2006年1月の21.07%から、2007年10月には3.7%まで低下したが、2008年3月には8.78%へ持ち直した²。

¹ 本稿は「中国株式市場の現状分析と対策の提案」を邦訳したものである。なお、翻訳にあたり原論文の主張を損なわない範囲で、一部を割愛したり抄訳としている場合がある

² 中国株式市場の資金は、主として個人の貯蓄預金から来ている。背景としては以下の3つが挙げられる。(1) 中国の株式市場ではレバレッジをかけることが認められておらず、また、銀行の資金を使って直接、株式市場へ投資することも認められていないため、資産が何倍にもなる拡張効果は期待できない。(2) 年金や保険資金の株式投資も厳格な規制（資産に占める比率）を受けており、規模も小さい。(3) 一般個人の資産形成の選択肢は少なく、大量の資産が貯蓄の形で存在する。このため、貯蓄預金残高の伸びは、かなりの程度、株式市場への資金供給状況を反映している。

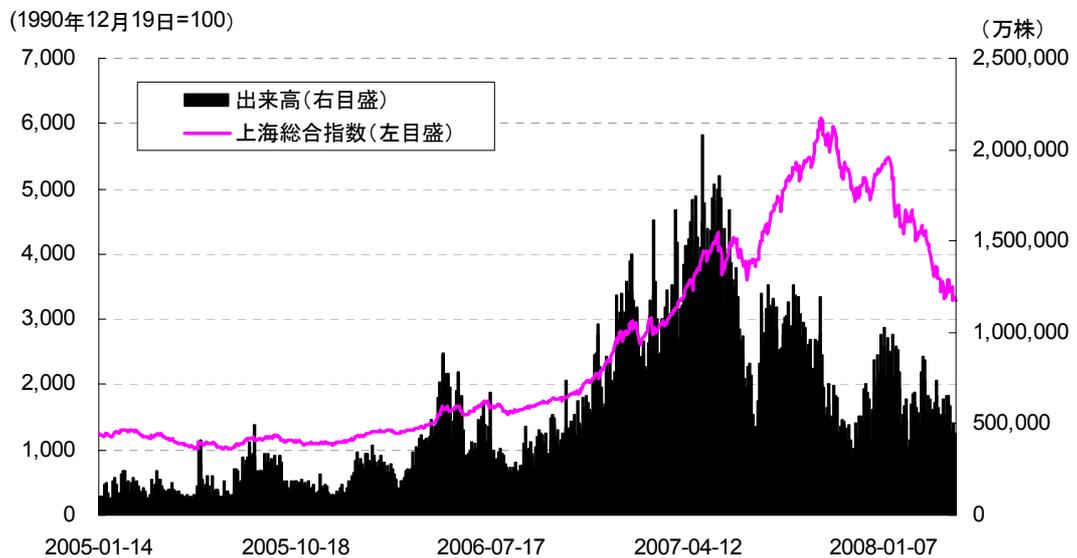
* 陳道富 國務院發展研究中心金融研究所綜合研究室 副主任

図表 1 深セン成分指数と出来高 (2005.1.14-2008.4.16)



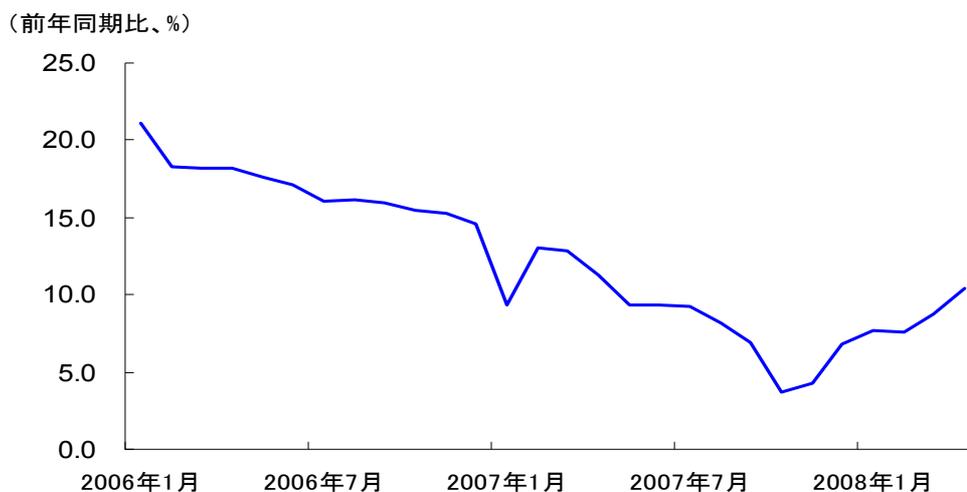
(出所) Wind 資訊

図表 2 上海総合指数と出来高 (2005.1.14-2008.4.16)



(出所) Wind 資訊

図表3 貯蓄預金の増加率（2006—2008年）



（出所）中国人民銀行

Ⅱ、中国株式市場の下落した原因

今回の株式市場下落のうち、当初の下落は、2007年における株式相場の急騰と関係があろう。上海総合指数は、2007年1月4日から10月17日までの10ヶ月に満たない期間で、2,715ポイントから6,036ポイントへ上昇し、上昇幅は120%に達した。この株式相場の急上昇は、潜在的な経済成長力や企業の収益予測を過剰に織り込んだ。長期的には、中国経済は安定的な成長を続けるとみられ、株式市場の長期的な上昇を支えようが、短期間での急上昇により、株式市場に一定のバブルが蓄積していた。このため、初期の下落局面は、株式市場が株価を冷静に再評価したことが大きいと見られる。しかし、その後の株式市場については、原因を真摯に分析する必要がある。

1. 経済の不確実性の高まりが株式相場下落の根本的原因

2007年10月以降、米国のサブプライム危機が深刻化し、米国の実体経済にも影響が及びつつある。2008年に公表された中国の経済データも理想的とは言えない。2月には貿易黒字が大幅に縮小し、84億ドルに減少した。原因はかなり複雑であり、問題点を完全に説明することは難しい。しかし、人々の間では2007年末に広がった米中経済の「デカップリング論」を考え直す動きが出ている。同時に、企業の収益の伸びが大幅に下落しており、二つの特殊業界（石油、電力）の損失を除いても、やはり鈍化は顕著である。2007年に見られた企業の急速な収益増加を前提にした企業の価値評価は、その前提が大きく揺らいでおり、多くの証券会社が評価を引下げている。2008年2月の固定資産投資、工業生産額（付加価値ベース）の伸びもやや減速し、特に珠江デルタでは一部企業の移転、閉鎖が相次ぎ、中国経済の安定成長に対する投資家の信頼感が損なわれた。

さらに重要な点は、2月の消費者物価指数（CPI）が8.7%という高い水準に達したことである。政府活動報告では、すでに9つの対策が打ち出されているが、2008年の緊縮型の金融政策にどのような意図があるか、また、金融政策によってインフレを効果的に防げるのかについては考慮

する必要がある。国際環境が悪化し、国内の経済成長が鈍化し、また、2007年に打たれた緊縮政策の効果がまだ完全には顕在化しない中で、2008年のインフレ目標4.8%が打ち出されている。このため、投資家の間では、過剰な引締めにより、実体経済の成長率が大幅に低下することを懸念する声が出るなど、市場全体に極度の悲観論が蔓延している。世界的な大手投資銀行の首席エコノミストたちも、中国経済の展望を悲観視しており、米国のサブプライム危機によるマイナスの影響や中国経済の悲観的展望を強調した結果、市場でのパニック心理を助長している。

すなわち、2008年は経済の不確実性が大幅に高まっており、投資家は政府が既に打ち出した措置に対して十分な信頼感を持たず、株式投資に際して要求するリスクプレミアムも大きくなっている。さらに、企業の利益が減少していることも加わって、投資家のファンダメンタルズに対する見方に大きな影響が出ており、株式市場全体のバリュエーションが下がっている。このほか、投資家がこれまで長期間にわたって、オリンピックの開催時期を目処に投資戦略を立ててきたことも投資家の行動に影響を及ぼしている。

2. 短期的な需給バランスが株式相場下落を誘発した直接の要因であるが、市場の制度的欠陥と株価変動を増幅するメカニズムが問題の核心にある

相場下落を招いた直接の要因は、需給バランスであった。株式供給の面では、「大小非」解禁³、巨額の資金調達、投資信託による配当要求などが大きな要因となっている。

売却が解禁となる「非流通株」は、2008年に1,181億2,700万株、2009年に6,637億4,200万株、2010年に1,213億2,100万株となっている。売却解禁がそのまま実際に市場に放出されることを意味するわけではないが、相場が下落し続ける中では、市場では無言の下押し圧力となっている。

現在の非流通株の株主にとってみれば、保有株式のコストは低く、主に設備等の対価として得られた株式である。非流通株主である大株主の持ち株比率は高いため、保有株式の一部を放出しても支配的な地位に影響は及ばない。また、投資収益率（PER）が依然として高水準である場合、売却が解禁になった株式が大量に放出されるというのが大方の観測である。

2007年から2008年4月1日までの間に、412社が売却解禁株の売却を発表している。株式総数の30%以上を保有していた株主が持ち株比率を下げた会社は83社、10-30%は217社、5-10%は215社であった。売却解禁株の売却は主に「小非」が主で、「大非」は大きくない⁴。これは、国有資産監督管理委員会が株式譲渡について求めた要件や⁵、国有企業の利益追求ともある程度関係している。売却解禁後に投売りされている銘柄は、主に赤字企業やPER60倍以上の高いバリュエーションの銘柄である。売却制限付株の売却が解禁された企業を見ると、赤字企

³ (訳注) 非流通株改革により、非流通株は取引所で流通可能になるが、当初一定の期間は売却できない。「大小非」解禁は、この売却制限付株の取引所での流通が解禁されることである。「小非」は、保有株式が発行済株式数5%未満の非流通株株主が売却する場合で、非流通株改革後（流通権獲得後）12ヵ月後に売却が解禁される。「大非」は、保有株式が発行済株式数5%以上の非流通株株主が売却する場合で、非流通株改革後12ヵ月間は売却できず、その後、売却する場合も、次の12ヵ月以内（改革後24ヵ月以内）ならば発行済株式数の5%、24ヵ月以内ならば10%を超えないことと規定されている。

⁴ (訳注) 「大非」「小非」については訳注2参照。

⁵ 2007年8月、国有資産監督管理委員会と証券監督管理委員会は国有株の譲渡に関する規定を打ち出した。この規定によれば、国有株主が3会計年度内に証券取引システムを通じて譲渡した株式の比率が上場会社の総株式数の5%以内で、かつ上場会社の支配権の移転につながらない場合は、上場会社が内部の意思決定手続きによって譲渡を自ら決定できる。5%超、あるいは5%以内でも支配権の移転につながる場合は、国有資産監督管理当局の承認が必要になる。

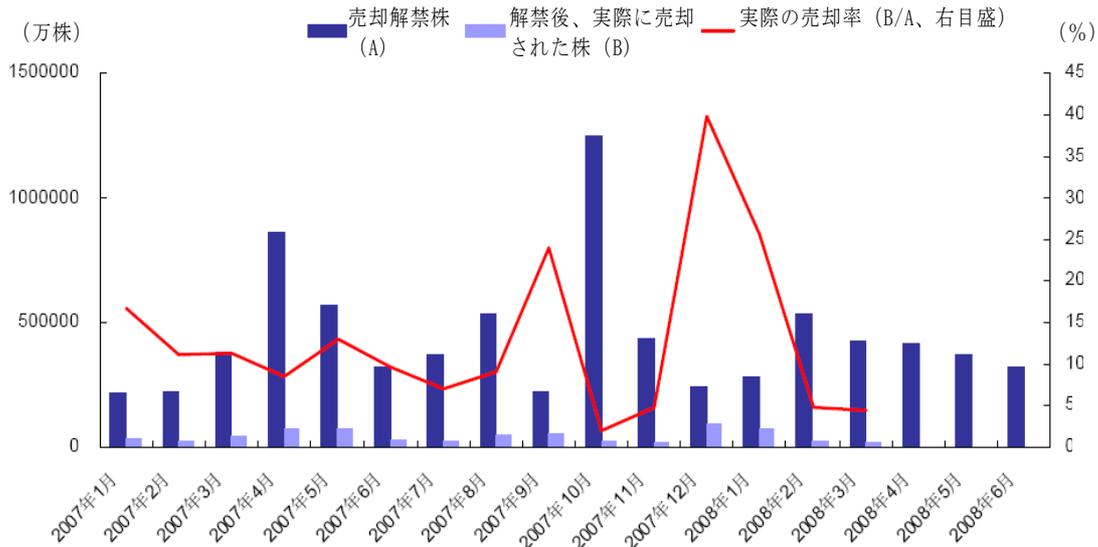
業は 108 社あり、そのうち 39.8%にあたる 43 社が売却公告を出している。同じく ST企業⁶は 85 社であり、そのうち 42.3%に当たる 36 社が公告を出している。また、売却の 80%が 2008 年に集中する見通しである。

株式市場への資金供給の面からみると、一時期、証券監督管理委員会が投資信託に対して規制を行ったため、市場資金の供給はある程度抑えられた。その後は、大量の貯蓄資金が株式市場に流入することはなくなり、市場の資金供給に影響が及んでいる。

今回の株価下落をもたらした直接的な要因は短期的な株式市場の需給バランスにあるが、株価下落は需給バランスだけではなく、制度やメカニズムという根深い問題を反映している。つまり、政策の策定に際しても、単に需給バランスを調節すればよいという訳にはいかない。重要なのは需給問題の背後にある制度やメカニズム上の原因であり、そこに存在する不合理な要素を探り出して、是正する必要がある。

現在、制度上の欠陥は、売却制限付株の売却解禁以降の取引制度に現れている。まず、「大小非」売却解禁は、すでに株式相場の変動を増幅させ、株式相場下落を助長し、さらには非理性的な株価下落の主因となっている。売却制限付株が売却解禁になり取引所で流通可能になることは、（非流通株の）株主が対価と引き替えに得た権利である。一方、株価下落は、中小投資家が払わなければならないコストをある程度反映している。売却解禁に伴う株式放出は、企業価値が過大評価されているとの認識を示している。こうした企業価値の評価方法は、金融業界の専門家の手法とは異なるところもあり、非合理的な面もあるが、市場の均衡自体、さまざまな評価方法を持つ投資家が自らの株式、資金を使って自分の意見を示すことで形成されるため、市場という角度から見れば合理的である。金融機関が、彼らの評価方法に問題があると考え、企業価値が過小評価されていると見るならば、その銘柄を買い入れ、最終的に収益を獲得することで自らの判

図表 4. 売却が解禁された売却制限付株数と実際の売却数量・売却比率
(2007年1月－2008年6月)



(出所) Wind 資訊

⁶ (訳注) Special Treatment : 2年連続で赤字を計上。

断の正しさを証明すれば良い。もちろん、国有株主については、一定の枠組を設け、彼らが真に株主の利益のために問題を考えるようにする必要がある。

ただし、以下の問題点がある。第一に、売却が解禁された後、多くの銘柄では、（売却による株式の）現金化の段階で生じる株価へのマイナスの影響は限定的であり、むしろ市場全体の値動きよりも堅調に推移している。逆に、売却公告の後に、値動きが悪化している。つまり、売却が解禁された株式の放出制度の設計自体にある程度の欠陥が存在していることになる。売却解禁をめぐり、現金化を目的とした相場操縦が行われる可能性があり、中小の投資家は情報の非対称性から損失を被る可能性がある。

第二に、現行の売却解禁の方式は、上場会社のガバナンス改善の役には立たず、インサイダー取引の抑制にも役に立たず、ひいてはインサイダー取引を助長する恐れさえある。一部の上場会社の幹部が辞職することで現金化の権利を手に入れているケースもある。三花、思源電気、新和成、徳豪潤達電、科華生物工程、山河智能機械、海翔薬業等の株式会社でこうしたケースが見られた。発起人や会社幹部等はインサイダー情報を掌握しているため、売却解禁のメカニズムを整備できなければ、インサイダー取引が起きやすく、証券市場の発展にもマイナスとなる。他方、企業価値は、発起人や会社幹部の定着の度合いや能力に密接に関わっている。主要株主や幹部が頻繁に交替すれば、上場会社の持続的な経営能力に大きな影響を与えることになり、上場会社の価値の創造にとって不利になる。

つまり、売却解禁を受けた株式放出は、ある面では株式相場がある程度過大評価されている可能性があること、そして情報をより多く握っている株主が売り急いでいることを説明している。別の面から見ると、売却解禁による株式放出制度の設計自体に不合理な面があり、内部情報で優位に立てる人々が内部情報を利用して利益を得られることを示している。このほか、売却解禁後の株式取引制度は、非流通株改革の過程で制定されたものであるが、これについて分析・研究した人はほとんどいなかった。経験豊富な世界的な大手投資銀行でさえ同様に、株式が実際に放出されて、ようやく市場の反応が現れたという状況である。これは、市場の公開情報に対する分析能力がかなり弱いことを示している。市場の情報消化の能力と効率をいかに上げるかということも、今後、市場を整備する上で重要であろう。

巨額の資金調達とは、表面上は短期の需給要因であるが、実際は根深い制度的要素も関係している。なぜ、世界では最もコストの高い資金調達方法が、中国では逆に最も割安な資金調達方法となっているのか？ 2008年の中国平安保険（集団）による株式追加発行に際しては、情報の事前漏洩があったほか、以前に募集した資金をまだ使い切らない段階での資金調達であり、募集した資金の用途も明らかにされていない中で、巨額の資金調達がなされた。単に企業秘密を守りたいのであれば、上場会社になるべきではない。情報公開は上場会社が担うべき代価の一つである。さもなければ、上場による資金調達のコストがさらに低下し、悪意を持った資金の囲い込みが容易に行えるようになってしまう。

株式市場のメカニズムを見ると、中国の株式市場には、私募ファンドの損切りのように、一般の資本市場と同様の相場上昇・下落を助長するメカニズムが存在するのみならず、上場会社間の株式を相互に持ち合うことで投資収益を上げる手法があり、さらには制度・メカニズムの設計の不合理によってもたらされた、中国独特の上昇・下落を助長するメカニズムも存在する。空売り制度がない中でオープンエンド・ファンドに値動きを増幅する作用があるほか、クローズドエンド・ファンドの強制的な配当要求等も同様の作用を持っている。

Ⅲ、政府は当面「市場救済」を行うべきではないが、資本市場制度、メカニズムの早期の整備は必要である

政府が株式市場の需給に直接介入することを「市場救済」措置とするのであれば、政府は当面、直接的な手段で「市場救済」を行うべきではない。

主要な理由としては以下の四つがある。第一に、当面の株式相場下落は、マクロ経済とミクロの経済主体のファンダメンタルズの変化を、相当反映しており、ある程度の合理性がある。市場にある程度の過剰反応が現れていたとしても、政府が市場を救済する理由にはならない。さらには、売却解禁株に関する規則が整う前に、政府が救済措置を採って相場が上昇すれば、解禁株の放出を助長するばかりである。

第二に、政府が市場を救済すると、モラルハザードが容易に起こされ、政府は不必要かつ負担できないリスクを負うことになる。政府が株価自体について判断せず、主に市場メカニズムに株価の決定を委ねているかぎり、相場の動きが政府と投資家との対立を引起し、社会問題に発展してしまう恐れはない。

第三に、中国は足元で、銀行資金が直接、株式市場に入ることを厳しく禁じているため、株式相場の変動が、銀行の資産の質に直接影響したり、さらには金融システムに衝撃を与え金融危機を引起こしたりしていない。株式相場は大幅に下落しているが、株式市場でレバレッジを正式には導入していないため、流動性過剰の状況にも影響を与えていない。

第四に、株式市場と実体経済の関係から見れば、現在の株式市場の資金調達機能や資産効果を過大評価するわけにはいかない。2007年、株式市場における企業（金融を除く）の資金調達額は大幅に増加し、2006年の2,246億元から、2007年には6,532億元に達した。株式市場を通じた資金調達額が企業（金融を除く）の外部資金調達に占める比重も、2006年の5.6%から2007年は13.1%へ上昇した。しかし、株式市場における資金調達は、依然として企業（金融を除く）の外部資金調達の補助的な方法に過ぎない。しかも、2008年は、株価は大幅に下落したものの、株式市場の資金調達機能には大きな影響はなく、発行市場は依然として活況を呈している。

より重要な点として、流動性過剰の局面において、資金はさまざまなルートで企業に提供されている。具体的には、2008年3月20日現在、株式市場における資金調達額は、2007年の同時期の631億6,000万元に対して、549億8,400万元に留まっているが、社債による資金調達額は2007年の同時期の40億元に対して、265億元になっている。また、短期債券による資金調達は昨年同時期の393億元に対し、1,086億元に達している。株式市場の資産効果から見ると、株式相場は大幅に下落したが、商品小売総額も、3月には前年同月比21%増、物価変動を取り除いた実質増加率では13-14%と依然高い伸びを示している。これは、歴史的にも高い伸びである。

ただし、中国の株式市場はまだ整備された市場ではない。不備のある制度も多く、欠陥の存在や相場変動の助長といった問題もある。また、インサイダー取引や相場操縦なども多い。こうした環境において、完全に市場によって株価を決定した場合、株価の合理性を確保することは難しく、非合理的な乱高下を引起こす恐れもある。株式市場の長期的、健全かつ安定的な発展には役立たず、中国の直接金融市場の長期的な発展にも役立たない。今回の株式相場下落は、中国の株式市場の欠陥と密接に関係している。すなわち、制度やメカニズムの欠陥が株式相場下落を助長し、システムティック・リスクを生じさせている。このため、中国の資本市場に関する各種制度を早く整備し、欠陥を克服するとともに、相場変動を助長するメカニズムを解消していく必

要がある。

同時に、海外の比較的整備された株式市場においても、市場に大幅な波乱が起きた場合、政府がさまざまな調整措置を打ち出していることも見ておかねばならない。これらの措置は、非理性的なパニックが市場の基盤を損なうことを防ぐ狙いがある。たとえば、値幅制限、取引の一時停止等の措置は、大きな波乱が起こった場合に政府が打ち出した対応策である。米国のサブプライム危機では、米政府は迅速に一連の調整措置を打ち出し、非常手段を採ることも辞さなかった。サブプライム危機はまだ収束しておらず、これらの政策への評価を現段階で行うことは、理論面からも実践面からも時期尚早であろう。ただ、少なくとも一つのヒントは得られよう。株式相場の変動が実体経済に影響を及ぼしたり、金融システムの安全に影響を及ぼしたり、株式市場そのものの基盤に影響を及ぼしたりした場合、積極的に聖域なき介入に乗り出すべきである。もちろん、レベルの異なる影響について、それぞれ別の措置を取り、適切な介入方法を選ぶ必要がある。

事実、株式市場には様々なメカニズムが働いている。株価が一定の変動幅に収まっている場合は、株価の安定化を促すメカニズムが働くが、変動幅が一定の範囲を超えてしまうと、変動を助長するメカニズムが働く。このため、中国の株式相場の変動幅が一定の程度を超え、市場における安定化メカニズムが変動を助長するメカニズムへと転化した場合、政府の監督部門は適切な株価安定化措置を打ち出すべきである。具体的には、市場の資金調達規模の拡大を抑制すること、資金供給を増やすこと、取引の一時停止などの措置を採ることなどが考えられる。株式相場のさらなる下落が、各種機関の負担能力を超え、中国の株式市場の基盤まで脅かす場合、政府は迷うことなく各種の措置を採り、市場を救済する必要がある。市場への流動性供給、証券投資家保護基金の使用などにより、株式市場の崩壊やシステムチック・リスクを回避しなければならない。

つまり、当面の間、株式相場の変動によるマイナス影響を過大視して、安易に市場救済措置を採ってはならない。株式市場の各制度・メカニズムを早く整備し、株式市場が合理的に機能する条件を整えるべきである。ただし、株価が急落し、株式市場の基盤が脅かされる場合、特にオープンエンド型ファンドに著しいパニック的な解約リスクが生じた場合、政府は積極的に応急措置を打ち出すべきである。

IV. 政策提言

1. 売却が解禁された株式や会社幹部の保有株式の市場流通に関して補充規定をできるだけ早く打ち出し、中小投資家の利益を適切に保護すべきである

現在、売却が解禁された株式の市場での流通に関する規定は、主として「上場会社の株式分断改革の試行に関する問題についての通知」第5条である。同規定は、売却が解禁された株式を市場で流通させる権利について、比較的適正な線引きをしている。これは、非流通株の株主が対価と引き替えに得た権利であるため、厳正に守られるべきである。ただし、いかに段階的に流通させてゆくかについては、規定が抽象的で抜け穴もある。

問題点は二つある。第一に、規定によれば、上場会社の元の非流通株株主は、各社の非流通株改革後、1年経てば、いつでも発行済株式数の5%までを売却できる。2年経てば、いつでも同じく10%を売却でき、3年後以降について、大株主は残りのすべての株式をいつでも売却できる。第二に、「上場会社の元の非流通株株主は、証券取引所で公開売却する株式数が当該会社の株式総数の1%に達した場合、その事実が発生した日から2営業日以内に公告を出すものとし、

公告期間中は株式の売却を停止する必要はない」と定めてある。このため、大株主はこの2日間で、市場が知らないうちに、株式を売り抜けることができる。

一方、資本市場が最も発展し、最も自由が重視される米国では、会社関係者が保有する株式の取引について、相当厳しい制限が設けられている。SEC規則144条は、「制限付証券」について明確に定義し、持ち株比率10%以上の大株主、会社の経営陣、取締役等の会社関係者や、会社関係者から株式を取得した者は、株式売却時に、長時間を要する情報公開の手続きを踏むことを要求している。同規則によれば、第一に、大株主の各四半期における売却数が、株式発行総数の1%、あるいは過去4週間における週平均取引量（株式が取引所やナスダック市場で取引されている場合）のいずれか大きな方を超えてはならず、店頭取引の場合はOTC銘柄やピンクシート銘柄を含め、1%までしか売却できない。すなわち、1年間の任意の一日に一気に5%を売却できるわけではない。第二に、売却の規模が10,000米ドルあるいは500株以上の場合、売り注文時に通知書を記入しなければならない。この点は、2日以内の公告でよく、しかも公告期間中も取引停止の必要がない中国とは異なる。

このことから分かりますとおり、「会社法」や非流通株改革における同意事項を厳密に守り、流通権を得た株主の株式の流通権を守る必要はあるが、その一方で、これらの株式流通の具体的なモデルを構想し、中小投資家の利益を厳重に守り、不公平性を取り除き、市場の乱高下を回避すべきである。

具体的には、第一に、「制限付証券」を明確に定義し、売却制限期間と売却による換金要件をそれぞれ厳密に定める。「制限付証券」は、保有者の身分が変化しても、現金化する場合の特殊要件は変わらない。会社の幹部等が保有する株式の場合、その幹部等が職務を解任されても、この部分の株式が「制限付証券」でなくなることはない。もちろん、売却制限期間は相応に変化させる必要がある。第二に、「制限付証券」の売却の透明性のレベルを向上させ、手続の要件を厳しくする。一定期間内に、売却規模が一定水準以上に達する場合、事前に監督管理部門に届け出なければならない。且つ、対外的に十分な情報開示を行った上で、初めて譲渡できるようにする。同時に、公告期間内には、保有する株式の譲渡を禁止する。第三に、株式売却の上限比率を引下げる。米国の手法を参考に、売却禁止期間を経た後、3カ月ごとに売却できる株式数が、同種の発行済み株式数の1%、あるいは過去4週間の週平均出来高のいずれか多い方を超えないように規定する。第四に、一部機関や個人による集中的な現金化を防ぐため、この補充規定については広範囲から意見を求めるべきではない。

2. 印紙税は、売り手・買い手の一方のみに対して課税すべきである

株式相場下落と印紙税そのものには、あまり大きな関係はない。印紙税率の変更は、株式市場のファンダメンタルズや資金状況を実質的に変えるものではない。当面の印紙税についての政策は、政府の姿勢を示す手段であり、市場のファンダメンタルズを直接変えるための手段ではないようである。各国の例を見ると、売り手・買い手の一方のみに対して課税されており、税率も低い。中国の株式市場を長期的かつ健全に発展させるという観点から考えても、高い印紙税を課し、株式市場から利益を抜き取るということは、株式市場におけるバリュート投資の理念を育成する上でマイナスである。このように見ると、政府は株式市場の長期的発展を維持するという角度から、印紙税政策を打ち出すべきである。

3. 株価指数先物の導入は慎重に行うべきである

株式市場が低迷している中、多くの人々は特に、株価が比較的合理的な水準に落ち着いた後で株価指数先物を早期に導入することを提案している。こうしたタイミングでの導入は、市場への影響が小さく、投機行為の抑制や企業価値評価の上でプラスであると判断している。しかし、株価指数先物の役割については、今後の検証を待つ必要がある。株式相場の変動が小さく、人々の意見が大きく分かれる時期においては、株価指数先物には相場を安定化させ、一方的な値動きを抑える働きが期待できる。しかし、株価の変動が大きく、一定の幅を超えている場合で、特に人々の予想が似ている時期においては、株価指数先物は相場の上昇や下落を逆に加速させることになる。中国では株式市場の基本制度がまだ十分に整っておらず、投資家の行為も規範化されておらず、システマチック・リスクが比較的大きいタイミングでは、こうした状況がさらに生じやすい。

米国（1982年4月21日）、日本（1986年9月3日）、韓国（1996年5月3日）、香港（1986年5月6日）、台湾（1996年5月3日）等の国・地区が株価指数先物を導入した前後の状況を見ると、指数先物の導入後も市場の基本的なトレンドは変わらず、導入後に現物市場の株価指数の変動が加速し、変動レンジがやや拡大している。さらに理論的な研究によれば、株価指数先物の導入後の現物市場の変動への影響ははっきりせず、現物市場の変動幅が拡大する可能性もあれば、縮小あるいは変わらない可能性もある。

4. 株式市場における資金調達制度改革を積極的に推進すべきである

長期保有に適した上場会社が少ないことが、中国の株式市場において多くの問題を引起こす一つの要因になっている。その核となるのは、中国の資金調達制度に存在する欠陥である。資金調達制度は中国で批判を浴び続けており、幾度も制度の手直しがなされたものの、株式市場の機能の基本的な位置づけや、多くの既得権の調整にかかわる問題であるため、その欠陥は今なお根本的に是正されていない。

株式市場における資金調達制度改革の柱は、株式による資金調達のコストを適正にすることである。当面の課題としては以下の四つが挙げられる。第一に、国有資産監督管理委員会は国有企業の資金調達の規範化を推進し、国有企業の自己資本利益率（ROE）を厳しくチェックし、非効率な資金調達を減らす。第二に、調達資金の用途に関する要求を厳格化し、資金の再調達の条件をより細分化する。第三に、市場における敵対的買収のハードルを下げ、市場における資金調達に対して現実的な圧力を与える。第四に、株式の新規発行や追加発行の市場化プロセスを進め、新株発行の入札方法を積極的に改革する。IPOの募集の際、証券会社に3営業日の間預けられる資金に生じた利子収入は投資家に返還するべきである。

著者紹介

陳 道富 (Chen Daofu)

国務院発展研究センター金融研究所綜合研究室 副主任

1976 年生まれ。2002 年中国人民銀行研究生院（大学院）卒業、修士。専門は金融政策と金融改革。

主要著書に『中国私募基金報告』、『証券投資基金』などがある。

- ・国務院発展研究センター（DRC）は国務院直屬事業單位で、総合的な政策研究に従事する政策決定の諮問機関である。マクロ経済政策、発展戦略と地域経済政策、産業経済と産業政策、農村経済、技術経済、対外経済関係、社会発展、市場流通、企業改革と発展、金融、国際経済などの分野で、国内外の著名な経済学者、専門家及び研究者を多数有する。