



株式市場安定化基金の設立への提案¹

中国社会科学院世界経済政治研究所国際金融研究センター

要約

中国における株価は、2007年10月のピーク時と比べて70%ほど急落しており、これ以上大きく下落すれば、投資家の市場への信頼がゆらぎ、それによって突発的な反社会的事件が起き、社会環境の安定と経済の安定的な発展にまでも影響を与えかねない。現状のような厳しい国内外の金融・経済情勢に見舞われている中、各国の株式市場の安定維持の経験を参考に、政府による株式市場安定化基金の早期設立を提案したい。具体的には、政府が適切な時期、適切な株価水準を選んで、上海総合指数と深圳総合指数に占める割合の高い50銘柄を対象に、無条件で取得することを表明する。これにより政府が株価を支え、市場を防衛し、投資家の利益を守る、というメッセージを投資家に明確に伝え、証券市場の長期的な安定を図るべきである。

I. 株式市場安定化基金の必要性

2008年に入って以来、中国では株価の下落が続いており、下落幅は70%以上に達している。中国政府はすでに二回にわたって、大規模な市場介入を実施したが、大きな成果を上げることができなかった。中国のマクロ経済情勢が良好であるにもかかわらず、新興国を含む世界的な株価下落や、企業業績悪化への懸念などから、10月半ば以降、中国の株価は再び下落に向かっている。2008年7月以降、投資信託口座を含めた証券口座の、1口座当たりの損失額が5万元以上、平均で約60%の損失になっており、約1億世帯に影響が及んでいる。

中国政府はすでに証券市場の安定維持に向けたさまざまな対策を講じているが、これらの対策は短期的な効果しか上げることができず、投資家の長期的な信頼を獲得するまでには至っていない。株式市場の暴落により、多くの家計は生活の質が損なわれている。これ以上の下落は、投資家の信頼を大きく傷つけ、それによって突発的な反社会的事件が起き、社会環境と経済の安定的な発展にも影響を与えかねない。厳しい国内外の金融・経済情勢に見舞われている中、各国の株式市場における株価維持の経験を参考とし、政府による株式市場安定化基金（以降、安定化基金）の早期設立を提案したい。具体的には、政府が適切な時期、適切な株価水準を選んで、上海総合指数と深圳総合指数に占める割合の高い50銘柄（これらの銘柄は中国経済に大きな影響力を持ち、業績も良好である）を対象に、無条件で株式を取得することを表明する。これにより政

¹ 本稿は中国社会科学院世界経済政治研究所国際金融研究センターPolicy Brief No. 08075（2008年10月30日）「市場安定化基金を設立し金融市場の安定を維持せよ」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。

府が株価を支え、市場を防衛し、投資家の利益を守る、というメッセージを投資家に明確に伝え、証券市場の長期的な安定を図るべきである。

Ⅱ、株式市場安定化基金による介入の合理的な株価水準

安定化基金による株式市場への介入の目的は、非合理的な要因により、指数がファンダメンタルズから大きく乖離する水準にまで押し下げられることで、投資家がパニックに陥り、最終的に株式市場が崩壊することを避けることにある。介入時の株価水準の選択が適切でない場合には、株式市場を支えるのに必要な資金額が大きくなり、顕著な効果も期待しにくく、市場が再度下落に転じてしまうおそれがある。一方、適切な株価の水準を選んで、大型優良銘柄などを対象に介入すれば、投資家の信頼を向上させることができるだけでなく、長期的な投資収益を獲得することもできる。1998年に香港の金融当局により行われた株式市場の買い支えではこの点が証明された。

現在、A株市場（10月27日時点の上海総合指数 1,723.35 ポイント）の株価収益率は 14.04 倍、純資産倍率は 1.99 倍である。今回の景気調整は過去に比べて深刻であるが、経済成長率が今後の3年間も 8%前後で維持されると予想されことに加え、株価収益率と純資産倍率を考慮すれば、適切な介入水準は 1500 ポイント前後と考えられる。

極端な場合、株価が 1,000 ポイントにまで下落してしまった場合、介入する意味はない。パニック的な売却を有効に防ぐためには、株価が 1,500 ポイント前後に維持されることがカギであり、そうすることに介入の意味がある。1,500 ポイント近辺での介入は、株式市場を安定化させ、パニックを回避する効果がある。

Ⅲ、株式市場安定化基金の買い取り対象となる銘柄の選択

2008年10月27日現在、上海市場の株式時価総額は 11.6 兆元、流通株時価総額は 2.7 兆元で、深圳市場の時価総額は 2.1 兆元、流通株時価総額は 1.0 兆元となっている。安定化基金の買い取り対象銘柄は、代表的指数に対する構成割合が高く、業績が安定的に伸びていく可能性の高い 50 銘柄が望ましい。上海、深圳の両市場の規模とバランスを考えると、上海総合指数の構成割合上位 40 銘柄（売買停止銘柄である長江電力、雲天化を除くと、指数に占める構成割合の合計が 71.67%）、深圳総合指数の構成割合上位 10 銘柄（売買停止銘柄である ST 塩湖を除くと、指数に占める構成割合の合計が 15.59%）を、安定化基金の買い取りの対象銘柄とすべきであろう。

Ⅳ、株式市場安定化基金の規模と操作

2008年10月27日現在、上海総合指数のウェイトの上位 40 銘柄の流通株時価総額は 1 兆 3,432 億元、深圳総合指数のウェイトの上位 10 銘柄の流通株時価総額は 1,904 億元であるため、50 銘柄の流通株時価総額は合計 1 兆 5,336 億元になる。過去のデータに基づけば、流通株時価総額のうちの約 30%は投資信託、社会保障基金、保険会社、中国投資公司など機関投資家が保有すると推測される。現在の株価水準で市場を支えたとすれば、対象銘柄すべての流通株を買い取る（投信や社会保障基金、保険会社が売却しないと仮定）には、約 1.07 兆元の資金が必要であ

る。1,500 ポイントの水準で、流通株をすべて買い取ると、株価を支えるには約 9,300 億元の資金を必要となるが、株価を支えるためには、流通量の約三分の一を購入するだけで十分効果が上げられると考えられる。この場合必要な資金は 3,000~4,000 億元で済む。現在、上海と深圳両証券取引所の 1 日の出来高は 500~600 億元であり、毎日出来高の 10~20% を、20~30 日連続で買い続ければ、流通株の約 30% をコントロールできるからである。ほかの機関投資家が保有する 30% の分を加えると、株式市場全体の情勢も安定してくる。

介入の方法として、政府が市場の安定維持へのコミットメントを示すべく、6,000~8,000 億元規模の安定化基金を設立し、1,500 ポイントの時点で前述の 50 銘柄を対象に買い取り、株式市場を支えることを表明することは効果的であろう。同時に、国有企業に対し、「非流通株改革」で課せられたロックアップ期限が過ぎてからも、さらに 3 年間、1,500 ポイント以下のときには売却しないことを求めることも必要である。また、投信、社会保障基金、保険会社、中国投資会社が保有する株式も、1,500 ポイント以下の時には売却できないようにする措置を講じる。これらの施策により、株式市場に対する投資家の信頼を維持し、上海総合指数が 1,500 ポイント前後での安定させることができるだろう。

中国政府は現在、この株価を支えるための十分な資金を有している。資金は、外貨準備からの振替、財政部による特別資金供与あるいは特別国債の発行などの方法で調達すべきである。また、中国投資公司、証券監督管理委員会と社会保障基金が共同で安定化基金を運用する専門機関を設立することを提案したい。

我々は、中国経済が長くとも 5 年以内に再度上昇局面に入り、5 年後には安定化基金が少なくとも 20% 以上の投資収益を得ることができると予想している。同時に、政府は株価を買い支えることを通じて、安定的かつ健全な証券市場を有効に守ることができると考えられる。

著者紹介

中国社会科学院世界経済政治研究所国際金融研究センター

- ・中国社会科学院世界経済政治研究所は、中国における世界経済と国際政治問題に関する研究をリードする政府系のシンクタンクで、この分野の権威的学術誌である『国際経済評論』を発行している。



Chinese Capital Markets Research