



# 2011年の中国証券市場の展望<sup>1</sup>

李 永森\*

## 要約

1. 2010年の中国経済は政府目標に沿って良好に推移し、急速かつ安定的な高成長を保つことが出来た。一方、世界的金融危機後の大規模な景気刺激策によるインフレが顕在化し、金融政策を「適度に緩和」から中立を意味する「穏健」なスタンスへと移行した。そのような中で、2010年から資本市場の制度の整備が進み、今後も拡充される見込みである。
2. 一つ目は、「上場会社監督管理条例」の制定に向けた動きで、既に制定された「上場会社独立取締役条例」の改正も視野に入っている。二つ目は、2010年から取締りが強化されたインサイダー取引規制である。三つ目は、上場廃止制度の不備、経営者の退職、自社株の売却、上場基準の高さ等、多くの問題を抱えた創業板に関する制度の改善である。これらは、資本市場の健全な発展に資することとなる。
3. 資産運用業界の育成の観点からは、「証券投資基金法」や「証券投資基金販売管理弁法」の改正作業が進められている。これらによって、商業銀行が独占している投信販売活動に対し公平な競争環境が保障されよう。
4. 他にも、新株発行や上場先の変更に関する制度面での改善や、株式会社の未上場株の発行制度、外国企業が直接上場できる国際板の開設に向けた制度構築が進められている。
5. 中国はインフレを抑制しながら経済成長を維持させるという依然複雑な環境下にあるが、2011年の株式市場は国内外のマクロ環境や資本市場の法制度の改善、上場会社の良好な業績、資金需給等の点から、株価は変動しながらも安定的に上昇する1年となるだろう。

## I、2011年の中国証券市場の状況

2010年上半期、中国の株式市場（上海総合指数）は年初来安値まで急速に下落したが、下半期は急速な上昇に転じ、3,186ポイントの高値を付けた。その後、再び2,840~2,940ポイントのレンジで推移したものの、年末には更に下値を試す展開となり、大納会の終値は年初に比べて469ポイント安となった。2010年は年間を通じて変動の大きな調整局面となった。2011年の資本市場を左右するとみられる主な要因として、マクロ経済が全体的に安定して推移すること、インフレ圧力が拡大から次第に緩和すること、CPI（消費者物価指数）は上半期は高く、下半期は

<sup>1</sup> 本稿は、中国人民大学金融証券研究所編『資本市場評論』2011年第1、2期掲載の「2011年の中国証券市場の展望」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、一部を割愛または抄訳としている場合がある。

\* 李永森 中国青年政治学院経済学部 教授、中国人民大学金融証券研究所 研究員

横ばい（通年では3.5～4%）の見通しであること、金融政策の方向性が中立を意味する「穏健」に移行したこと、更なる利上げの可能性があること、資金調達ニーズは依然として旺盛であること、世界的に経済回復が進み貿易環境が好転していること等が挙げられる。全体としては、中国証券市場の制度整備や上場会社の業績、市場規模、流通市場は、いずれも安定的な成長が見込まれる1年になるであろう。

## II、証券市場に影響を与える主な要素

### 1. マクロ経済情勢

2011年のマクロ経済情勢は、世界の経済成長が回復することで全体的に2010年を上回るとみられる。成長の原動力の乏しさや、国債危機等のマイナス要因に直面する先進国では、回復の足取りはやや困難になりそうであるが、2009年や2010年に比べれば格段に好転するだろう。長く蓄積されてきた金融システムのリスクは、危機の脱出という形で解消され、また、政策や市場等の様々な要因によって緩和されたため、既に大幅に低下している。世界経済は現在、緩やかに回復し、外部環境も全体として好転しつつある。新興国の景気は世界に先駆けて回復しつつあり、2011年は世界の経済成長の主演となるだろう。先進国はまだ経済刺激策による景気回復に懸命だが、新興国は逆に成長の前に立ちほだかるインフレ圧力に直面しており、多くの新興国がインフレ対策として引き締め措置を取り始め、経済刺激策から軸足を移したか、あるいは移しつつある。国によって回復段階が異なるため、各国で打ち出されるマクロ経済政策の間には差異、あるいは矛盾があり、留意すべき問題となっている。

中国にとって、2010年はマクロ経済政策の転換の年だったと言える。経済運営状況は全体としてマクロ調整の目標に沿って良好に推移しており、急速かつ着実な足取りを保ち、通年の経済成長率は10%近くに達した。一方、CPIが徐々に上昇し、インフレ圧力は経済運営を取り巻く最大の矛盾となった。これに対応すべく、マクロ経済措置の調整も始まっており、金融政策の方針は「適度な緩和」から「穏健」へ移行した。

2011年の中国経済を取り巻く状況は依然として複雑である。インフレ観測が次第に強まり、インフレ抑制と経済成長の維持という矛盾が鮮明化し、経済成長を牽引する分野・業界でも構造の矛盾が依然として存在している。内需が経済を牽引する効果はまだ弱く、対外貿易への依存が再び強まりつつあり、政府主導型の投資による景気刺激策から脱却できるかどうかはなお不透明である。2010年末に行われた中央経済工作会議では、マクロ調整の強化と改善、経済運営の確実性や健全性を求める指示があり、積極的な財政政策と穏健な金融政策が求められ、全体的な物価水準の安定が特に重要な課題として位置付けられた。我々は2011年のインフレ圧力は、上半期は強まるものの下半期には弱まり、経済成長率は、上半期は低いが、下半期は高くなると予想している。インフレ圧力に関しては、上半期に金融引き締め政策があると予想されるが、手段としては、量的手段（通貨供給量の調整）を軸に、補助的手段として価格的手段（金利の調整）を運用することになるだろう。インフレ抑制の目的は、経済の安定的かつ急速な成長をより良い形で実現することである。「穏健」とは必ずしも一方的な金融引き締めを意味するものではなく、「緩和」と「緊縮」の間にある中立的な性質を意味する。つまり必要に応じて緊縮と緩和を使い分け、適度に行うものであり、政策の効果や経済運営状況を注視しながら進める必要がある。今後、長期間に亘って、中国は経済発展モデルの転換を加速する一方で、経済の安定的かつ急速な

成長を維持し続ける必要がある。インフレ抑制によって経済成長が受けるマイナスの影響に対処するため、インフレ圧力が緩和する今年半ば頃に、経済の安定的かつ急速な成長に配慮した金融政策を打ち出す必要がある。通貨供給量の増加率は2010年よりやや低下し、新規貸出額も2010年を若干下回って7兆元程度になると見られる。2011年の積極的な財政政策は、成長の安定化、経済構造の改善、富の再分配等が主な対象となり、的を絞った柔軟かつ効果的な政策が取られるだろう。積極的な財政政策による市場への影響は全体的にやや過剰になると見られる。金融政策が「適度な緩和」から「穏健」という中立的な性質へ移行した後は、市場への影響は過剰からやや緩和されるが、総合的に見れば、マクロ経済政策の市場への影響は、やや大きいものになるだろう。

先進国の経済状況が改善されるとの予測に基づけば、中国の輸出に対する需要も好転し、人民元の上昇圧力は依然として中国経済に対して重要な影響を与えることになるだろう。2011年の対外貿易総額の成長率は、2010年の急激な伸びに比べればやや鈍化するとみられるが、通年の輸出入総額が3兆ドルを超えるのはほぼ間違いない。

2010年9月末時点の中国の外貨準備高は2兆6,500億ドルとなった。米ドルの対人民元レートは2009年12月31日時点で1:6.8282、2010年12月31日時点で1:6.6227となり、人民元が1年間で3.10%上昇したことになる。2008年下半年以降の人民元の対米ドルレートは、2005年7月の為替制度改革以降では珍しい安定状態にあったが、こうした状況は2010年6月19日から変化し始め、その後、半年間かけて人民元の対米ドルレートはほぼ上昇一辺倒となった。2010年は、人民元は対ユーロで11.25%、対ポンドで7.44%上昇したが、対円では9.21%下落した。筆者は、今年も人民元の上昇圧力は続き、対外貿易が伸び続ける一方で貿易黒字は縮小し、国際資本の流入圧力は高止まりすると予測している。

総合的に見て、2011年の経済成長率は2010年を下回るが、9%程度に達するとみられ、中国の資本市場の発展や整備に有利なマクロ環境となると思われる。

## 2. 証券市場の制度構築

2010年は中国の資本市場の制度整備が進み、市場に関する法制度は更に改善された。今年も、市場に関する法制度は更に拡充されると期待される。その理由として、以下の点が挙げられる。

### 1) 「上場会社監督管理条例」及び関連規則の早期制定

「証券会社監督管理条例」は2008年6月1日に正式に施行された。一方、資本市場のもう一つの柱となる上場会社に関する規范文書である「上場会社監督管理条例」は、国務院法制弁公室が2007年9月からパブリックコメントの募集を開始しており、既に3年余りが経過したが、正式な制定には至っていない。中国証券監督管理委員会（以下、証監会）は現在、条例制定に向けて積極的に作業を進めている。制定後は、上場会社の透明性の向上や、現代的な企業制度の整備に役立つほか、上場企業の役員・監査役・経営陣や支配権を持つ大株主、実質的な会社支配者の行動の規範化に寄与し、上場会社の質の向上につながるだろう。同時に、監督手段の強化や、監督行為の質の向上・効率化、監督管理をめぐる連携強化、総合的な監督管理システムの構築、証券市場の発展に関わる良好な環境の整備にも役立つだろう。

「上場会社独立取締役条例」は2006年に検討されてから、既に4年余りが経過した。「上場会社監督管理条例」が制定されるのを待って、早い段階で制定される見通しであるが、上場

会社の内部統治機構を整備する上で非常に重要な法制度である。過去 10 年間、中国の上場会社は、独立取締役制度の運営や整備に向けて、ある程度のノウハウを蓄積してきたが、一方で多くの問題も顕在化した。中でも深刻な問題は、上場企業の独立取締役の選定や報酬の決定が依然として大株主に左右されていることであり、独立取締役の独立性をめぐる課題は、今もなお制度設計による根本的な解決策を見出せていない。

「上場会社監督管理条例」に続き、関連法規となる「上場会社独立取締役条例」、「上場会社の役員、監査役、経営責任者の行動規範」、「内部統治制度ガイドライン」、「上場会社の支配権を有する株主、実質的な支配者の行動規範」等も順次制定される見通しである。上場会社をめぐる外部からの規制や内部統治の方法を示し、違反行為に対する罰則を強化することは、違反行為のコストを高めることとなろう。また、会社運営の規範化や、誠実・信用に基づく経営のための具体的措置の実行にも効果的である。

## 2) 制度構築から着手するインサイダー取引対策

2010 年 11 月 16 日、国務院弁公庁は「国務院弁公庁代理発行：証券監督管理委員会等部門による法に基づく資本市場インサイダー取引の取り締まりと防止抑制の意見に関する通知」(国弁発[2010]55 号文書)を公布し、法に基づくインサイダー取引の取り締まりや防止・抑止策について、全体の計画を示し、全面的な指示を打ち出した。こうした動きは、資本市場の健全な発展の促進を強く重視する中国共産党中央委員会や国務院の姿勢を十分に示している。新制度の制定にあたっては資本市場をめぐる新たな情勢が考慮され、証券市場の基礎となる制度の改善を目指した重要な措置となっている。資本市場の秩序の維持や、投資家の合法的権利の保護、中国資本市場の健全な発展に大きな影響を及ぼすことになるだろう。

証監会は、制度の構築を手始めに、インサイダー取引に関連する法整備や制度構築を着実に強化する方針を示している。関連の法整備を推進し、関連部門との協力により「上場会社監督管理条例」の制定を急ぐほか、証券・先物関連の犯罪に対する刑事司法制度の改善や整備を進め、インサイダー取引行為の認定や証拠の収集に関連する規則を設け、インサイダー取引の通報に対するインセンティブ制度を積極的に模索するとしている。また、会社の内部統治、情報開示、株式の売買停止と再開に関連する制度を整え、上場会社に対しては内部監査手順の改善を指示する等、情報開示が迅速かつ正確で、完全に行われるよう保証し、インサイダー情報を利用した不正取引を防ぐことを目指している。

実際、証監会は 2010 年に相次いで指示を打ち出し、インサイダー取引の取り締まりを重点的に進めた。2010 年 1~10 月の間に、証監会に通報されたインサイダー取引案件は 114 件、うち立件調査に至ったものは 42 件に上り、調査の結果、インサイダー取引の疑いで 16 人、2 団体が行政処分を受け、15 件は刑事犯罪として公安機関に移管された。インサイダー取引に対する証監会の取り締まりは、これまでになく強化された。取り締まりのほか、捜査・処分結果についての情報開示も強化されている。2011 年年初以降、インサイダー取引事件 9 件、ファンドマネージャーによる「老鼠倉」<sup>2</sup>事件 3 件の捜査・処分結果が公表されている。

<sup>2</sup> 機関投資家に所属するトレーダーが、まず個人資金で安値の株を購入したあと、会社の資金で同銘柄の株を大量に買い入れ、株価の値上がりを待って個人で買い入れていた株を売り抜け、会社に多大な損失を与えるという証券犯罪(以上、記者注)。

### 3) 制度の改善が待たれる創業板

創業板の創設から1年余りが経つが、批判の声は依然として賞賛の声より大きい。実際、多くの問題が浮き彫りとなっているが、中でも上場廃止制度の不備、経営者の退職、自社株売却等の問題は制度整備による解決が望まれる。創業板はメインボードとは異なり、成長の余地が大きい一方、リスクも高く、優勝劣敗の仕組みがはっきりと反映されている。上場廃止制度は、市場の効率的で秩序ある運営や、資源配分の最適化を保証し、健全で持続可能な発展を実現する土台として不可欠であり、早期の確立が望まれる。また、ある経営者の辞職事件により、株式の売却禁止制度の必要性が明らかになり、IPOに先立つ株式の売却制限期間の延長も必要になっている。

創業板における株式発行では、価格の高さ、発行時のPERの高さ、応募倍率の高さの「三高」が最大の特徴となっているため、「富を作る株式市場」や「熱狂的な株式市場」と揶揄する声もある。これは、上場基準が厳しすぎることによって、上場する企業の数と投資を考える投資家の間の需給バランスがとれていないことが根本的な原因となっている。条件が整った段階で、創業板の上場基準の引き下げも検討すべきである。

### 4) 「証券投資基金法」の改正による新たな情勢への対応

「証券投資基金法」の改正は、制度構築の重要な要素の一つである。市場の急速な発展により、資産運用業界も急成長を遂げてきた。現行法が実施されてから既に6年余りが経過しているが、この間、市場は大きな浮き沈みを経験し、資産運用業務は急速に発展してきた。しかし、実際には、現行法では、既に資産運用業務の発展や市場監督に対する要望に対応できなくなっており、客観的に見て改正・改善が求められる。また、関連制度についても、相応の調整や補充、改正が必要となってくる。これは、投資信託市場の刷新や、運用範囲の拡大、市場競争の発展に寄与するものである。

### 5) 「証券投資基金販売管理弁法」の改正による販売競争力の強化

「証券投資基金販売管理弁法」の施行から既に6年半が経過したが、業界の実態を見ると投信の販売シェアは商業銀行が独占している。証券会社や基金管理会社（運用会社）による直接販売の比率は相対的に低く、証券投資コンサル会社や独立系投信販売機関等の専門的な販売機関も高い参入基準や資金決済等の壁に直面しているため、商業銀行の独占状況はほとんど変わっておらず、公平な競争環境を欠いている。投信の販売活動を規範化し、投資家の合法的な権利を保護し、資産運用業務の健全な発展を促すため、2010年11月1日、証監会は「証券投資基金販売管理弁法（改正案）」のパブリックコメントの募集を開始し、修正作業を経て改めて公布する予定である。

### 6) 「基金管理会社の特定顧客の資産管理業務に関する試験的運用弁法」及び関連規則の整備

「基金管理会社の特定顧客の資産管理業務に関する試験的運用弁法」とその関連規則は2008年1月1日に施行され、既に3年近くが経過している。業務資格の取得条件や、単独銘柄に対する投資比率の規制、同一営業日内の反対売買への規制、取引認可の頻度等の面において、市場の発展に伴う時代の需要に対応しにくくなっている。2010年11月1日、証監会は「基金管理会社の特定顧客の資産管理業務に関する試験的運用弁法」とその関連規則のパブ

リックコメントの募集を始めた。これは個人向け資産運用サービスに関連する規則の整備により、基金管理会社の個人向け資産運用サービスの試験的運用を積極的かつ適正に進めるためである。修正を経て、新たに「基金管理会社の特定顧客の資産管理業務に関する試験的運用弁法」、「基金管理会社の特定の複数顧客に対する資産管理契約の内容と書式に関する準則」、「基金管理会社の単独顧客に対する資産管理契約の内容と書式に関する準則」が公布される。

#### 7) 新株発行制度の更なる改善

証監会は 2010 年 10 月 12 日、「新株発行体制の改革の深化に関する指導意見」を公布し、2010 年 11 月 1 日から 2009 年 6 月以降 2 度目となる新株発行体制改革を始めている。ブックビルディング、保証推薦人制度を柱とする新株発行システムを更に整え、価格申告や購入申請、割り当てに対する規制の整備、ブックビルディング参加者の範囲拡大、価格決定に関する情報の透明性の向上、クローバックシステムや発行中止制度等について具体的な規定を設け、発行価格・PER・応募倍率の「三高」問題を解決しようとしている。しかし、ここ 2 カ月の実際の運用状況をみると、効果は理想的とは言えず、新株発行制度の更なる改善が待たれる。

#### 8) 上場先の変更に関する制度の構築と改善

2010 年 12 月の中央経済工作会議では、多層的な資本市場システムの構築により、直接金融の比重を高める必要があると指摘された。中国で多層的な資本市場が整うにつれ、上場先の変更に関する問題を制度的に解決していく必要が出てきた。これはメインボードや中小企業板、創業板、株式譲渡代行システム等の場外取引において、株式会社の株式を異なる取引所へ移管できる制度のほか、インターバンク市場・証券取引所間での債券上場先の移管制度、メインボード・中小企業板上場廃止制度の改革及び創業板上場廃止制度の構築等が含まれる。

#### 9) 未上場会社の監督管理制度

中国には膨大な数の未上場の公開会社があり、規模の拡大に対する潜在的ニーズは大きい。未上場の理由としては、上場を希望するが様々な理由により実現していないケースや、上場条件を満たしながらも上場を望まないケース、本来は上場企業であったが上場条件を満たさなくなり上場廃止になったケースがある。株式会社という現代的な企業組織の優位性が人々に理解されるにつれ、株式会社設立の潜在的なニーズが大きくなったが、株式会社が未上場株式を発行することはまだ認められていない。2008 年 3 月、証監会は未上場会社の監督を専門に行う「未上場会社監督管理部」を設置したが、未上場の公開会社の監督に関連する法制度は空白のままである。国務院弁公庁は 2006 年末の通達で、未上場の公開会社に関する管理規定の制定を早期に検討するよう証監会に求めた。現在検討されている「未上場公開会社監督管理弁法」及びその関連規定は、証監会の 2007 年立法事業に位置付けられ、早い段階で形が整っていたものの、まだパブリックコメントを集める段階には入っていない。未上場の公開会社に関する監督制度を適切な時期に打ち出し、整備することは、多層的な資本市場システムの構築に役立つだろう。

膨大な未上場会社の株式の流通に対する要望は非常に強く、どのように場外市場の発展と整備を進めるかが、中国の資本市場の発展にとって重要である。「公司法（会社法）」は保有株

を合法的に譲渡する権利を株主に認めている。証券取引所や中関村<sup>3</sup>の株式譲渡代行システムの処理量には限界があるため、現在、多くの株式会社の株式を合法的に譲渡するための場外市場がない状態と言える。場外市場制度の構築は既に喫緊の課題で、はじめに未上場株式会社の株式を公開市場で譲渡する場合の監督規則を明確にし、中関村の譲渡代行システムにおける試験的運用の拡大、つまり対象企業の範囲（現行の中関村サイエンスパーク内企業から、全国各地の基準を満たすハイテク開発区の企業への範囲拡大）や投資家（個人投資家の代行システムへの参入規制）を緩和し、全国的な場外取引市場を整備することが考えられる。このためには、制度調整のための準備を適切に進める必要がある。

#### 10) 国際板の構築に向けた制度の準備

現在、国際板は開設準備段階にあり、長期的には、海外企業が A 株市場で株式の発行や上場を行えるようにすることを目指している。国際板の創設は、資本市場の対外開放を求める国内の要望に応えるものであり、資本市場の国際化への重要な一歩でもある。国際板の整備にあたっては、資本項目の対外開放や、外貨管理、会社の法的位置付け等、国内市場とは異なる複雑な問題を考慮する必要がある。しかし、「公司法（会社法）」や「証券法」には、その裏付けとなる規範規定がなく、国際板を開設するためには、一連の法律・制度・規則を一括整備することが不可欠である。現時点では、レッドチップ 4 以外の海外企業を A 株市場に上場させる条件は整っていない。国際板の開設に先立ち、海外投資家の A 株市場への投資規模を更に増やす必要がある。そのための先行措置として、レッドチップ株を A 株市場へ上場させることも考えられる。法律上、レッドチップ企業は海外企業で、中国市場に上場する場合は「海外企業の国内市場への上場」と位置付けられるため、これに合わせた道筋案内や制度設計の準備を前倒しで進めるべきである。

この他に、証監会は現在、「証券法」、「行政処罰法」、「上場会社の情報開示管理弁法」等に基づき、「情報開示に関する違法行為の行政責任認定に関する規則」のパブリックコメントを収集している最中である。同規則が正式に公布、施行されれば、情報開示をめぐる違法行為の責任を客観的な規範や基準により認定できるようになるため、行政争議の減少につながり、証券市場に関する情報開示をめぐる違法行為対策の強化や、情報開示義務に関する行政・法律上の責任体制の整備にも寄与する。更に、株式発行体や上場会社、会社支配権を持つ株主、実質的支配者、買収者、あるいは情報開示の真実性・正確性・完全性・迅速性・公平性を保証すべき責任者に対し、法に基づいた責任を負わせ、投資家の合法的な権益を守るよう指導しやすくなる。

### 3. 上場会社の業績

2010 年の上場会社の業績は引き続き好調で、第 3 四半期までの上海・深圳両証券取引所の上場会社 1,997 社の親会社の持ち株比率相当分の純利益は 1 兆 2,075 億 2,100 万元となり、加重平均した 1 株当たりの収益は 0.375 元と、過去 10 年で最も高い水準となった。国際環境や中国のマクロ経済運営、政府の調整政策を総合的に分析すると、2011 年は、金融政策や内需刺激策、

<sup>3</sup> 1988 年に国务院（内閣）により批准された中国最初のハイテクパーク。ハイテク関連のベンチャー企業や大学、研究施設が多数集積しており、「中国のシリコン・バレー」とも呼ばれている。英文名は Zhongguancun Science Park。

物価上昇、収益見通し等のマクロ経済情勢やマクロ経済政策の調整の影響を受け、2010 年を上回る業績になるだろう。同時に、上場会社間での業績の構造的な違いも表面化するだろう。

インフレが抑制されれば、物価の上昇観測は国民の消費を促進し、企業の製品販売に効果が表れ、企業の再生産プロセスが加速され、名目上の利益が増加する。つまり、インフレ観測は上場会社の業績向上にプラスに働く。一方、インフレや金融引き締め政策は、企業の生産コストを上昇させ、利益の一部を相殺してしまう。

物価上昇の恩恵により業績改善が見込まれる業種としては、非鉄金属、食品飲料、農林・畜産・水産、蒸留酒製造、商業が挙げられる。

インフラ整備関連の建築、セメント・建材、建設機械、道路・橋梁等は、政府による投資の恩恵を受ける業種であり、業績は安定するとみられる。鉄道建設が急速に発展しているため、同業種は上半期に大きな恩恵を受けるだろう。2010 年下半期は、高速鉄道が相次いで営業運転に入るため、高速鉄道の運営やメンテナンスに関係する設備製造サプライヤーに長期的な恩恵がもたらされ、業績も大幅に向上するだろう。

自動車製造業は、ここ数年の急激な成長を経て、業界内の競争がますます厳しくなっているほか、燃料価格の上昇が続いており、車両購置付加費（自動車取得税に相当）や農村部での自動車購入奨励策等の自動車消費に対する優遇政策の調整があり、車両・船舶にかかる税率も上昇した。北京等の一部の都市では交通渋滞対策や、普及の反動による自動車需要の落ち込み等、様々な要因が自動車業界の成長を鈍化させる。小型乗用車メーカーは利益率が下降傾向にあり、小型バスを手掛ける上場メーカーの業績の伸びも鈍化する見通しである。新エネルギー車（エコカー）市場においては、機先を制した会社もエコカーが自動車生産量に占める割合が小さいため、年内の利益貢献は限定的と見られる。

世界経済の回復の恩恵を受けて、対外貿易は引き続き拡大し、貿易企業の業績は伸び、貨物輸送量の伸びは、運輸会社の業績を押し上げるだろう。

不動産業界は、政策環境が依然厳しいため、業績の伸びに対して過大な期待はできない。銀行業界は、中国人民銀行が金融引き締め政策を行うために大量の量的手段を実施したため、業績の伸びが鈍化すると見られる。一方、保険業界は、逆に金融引き締め政策の恩恵を受け、業績が大きく伸びるだろう。

2011 年は第 12 次五カ年計画の最初の年である。中国が経済構造の戦略的調整に伴ってテコ入れする 7 大戦略的新興産業に、新エネルギー、エコカー、省エネ・環境、新素材、バイオ、次世代 IT、高付加価値設備製造が挙げられている。これらの業種は、今後、長期にわたり中国の経済発展の要として成長を遂げるだろう。このうち省エネ・環境、次世代 IT、バイオ、高付加価値設備製造の各分野は国民経済の基幹産業となり、新エネルギー、新素材、エコカーの各分野は国民経済を先導する産業となるだろう。これらの業種に関連する上場会社もその恩恵を受け、長期にわたり持続的な成長を遂げるとみられる。

#### 4. 資金需給の状況

中央経済活動会議は物価上昇圧力を考慮し、2011 年は穏健型の金融政策を進める方針を決めた。金融政策はこれまでの「適度な緩和」から「穏健」という中立的な性質へ変化し、通貨供給量の増加率も今後は落ち着くとみられる。株式市場の下落と会社業績の向上という二つの要因から、株式市場は長期的な投資機会を迎えており、（様々な経路からの）海外のホットマネーを含



む外部資金が株式市場へ流入するだろう。全体的には、市中資金の流通量は前年と大差なく、急激な資金不足は起こらないだろう。資金需要という観点から見れば、市場参加者の資金調達需要が依然強く、創業板や中小企業板での株式発行や上場は、依然早いペースで行われるだろう。一方、上海証券取引所では発行・上場規模はそれほど大きく拡大せず、増資による資金調達の需要が増えるだろう。全体的に見て、証券市場の資金供給の変動は限定的で、資金需給は前年とほぼ同じ水準を保ち、資金需給は全体としてバランスを維持するが、需要が供給をやや上回るだろう。一方、局所的あるいは短期的に市場の需給バランスが崩れることも起こり得るだろう。

### 1) 資金供給

2010年通年の新規貸出額は、8兆元に迫る規模となり、2009年の9兆6,000億元に比べればやや減少したものの、依然高水準である。同年末時点の広義の通貨供給量(M2)は、前年末に比べて19%程度の伸びで、依然として十分な流動性が提供されている。2011年は金融政策の調整を受け、通年の新規貸出額は7兆5,000億元以下になると考えられ、広義の通貨供給量(M2)の伸び率は16%程度と予想される。また、国民の所得予想や個人の所得税改革による税負担軽減(つまり可処分所得の増加)、インフレ観測等の影響により、株式投資志向が高まると見られる。更に海外資本の流入も予想され、個人投資家やファンド、その他機関投資家の資金が株式市場へ流入するだろう。

総合的に見ると、2011年における資本市場の資金需給バランスは比較的安定すると見られる。

### 2) 資金需要

2010年は中国国内証券市場における資金調達機能が十分に発揮され、資金調達額は前年比で倍となった。メインボード、中小企業板、創業板では、IPOや増資が相次いで行われ、2011年も資金調達ニーズは高水準を維持し、1兆元程度に達するとみられる。非流通株の解禁株数・金額は大幅に減少する見通しだが、解禁された株式の現金化に伴い、引き続き大量の資金が吸収されることになる。資金調達構造が変化し、中国農業銀行のIPO及びその他銀行の増資が完了するのに伴い、銀行の株式による資金調達圧力は軽減されるだろう。また、上海のメインボードでは増資による資金調達額がIPOの資金調達額を上回るものと考えられる。一方、中小企業板や創業板では依然としてIPOが資金調達の主役となるだろう。

全体的に見てみると、2010年の市中資金のバランスはほぼ均衡に保たれたが、需要がやや供給を上回った。また、資金が株価指数に与えた影響は限定的だったが、やや弱含む時期があった。

## Ⅲ、2011年の市場の展望

2010年の株式市場を振り返ると、相場は底を打った後に再び上昇に転じた。様々な要因が混在した結果、年末頃には横ばいの調整局面から再び下落する展開となり、2,721ポイント付近まで下落した。上海総合指数の2010年の寄付は3,289ポイント、高値は3,306ポイント、安値は2,319ポイントで、大納会の引値2,808ポイントは、前年比14.31%安となった。ローソク足を見ると、489ポイントの長い下ヒゲに、481ポイントの本線と上ヒゲがほとんどない「陰の寄付坊

主（取引開始時が最も高い値になっている状況）」に近い陰線（取引開始時の株価より取引終了時の株価が安くなっていることを意味する線）の K チャートとなっている。2010 年は、国内外で大きな変化が生じたが、上場会社の業績は過去 10 年で最も良い業績となった。国内外のマクロ環境、上場会社の業績、資金供給等の要素を総合的に分析すると、2011 年の株式市場は底値から変動しながらも安定的に上昇する 1 年になるだろう。

## 1. 発行市場の展望

2010 年の発行市場の資金調達機能は異彩を放った。2011 年も市場の資金調達需要は依然強く、中小企業板や創業板が引き続き主役となるだろう。

上海証券取引所のメインボードの場合、超大型国有企業は既に制度改革を経て上場し、一部は海外市場に上場しているため、今後、IPO の頻度、資金調達規模はやや縮小するだろう。但し、2011 年にレッドチップ企業の国内上場が実現した場合は別である。中国の株式市場は成熟に向かいつつあり、市場の急発展に伴い、大型、超大型企業が次々に上場し、大規模な IPO 案件が次第に減少しつつある。一方、発展・拡大の過程で上場企業の増資需要は増えつつあり、将来、増資の規模が IPO の規模を超えることも有り得る。増資需要の拡大は、上場会社の成長性をある程度反映したと言える。

資金調達環境の改善により、より多くの中小企業が資金調達を実現した。中小企業板の 2010 年通年の IPO 件数及び資金調達額は、初めてメインボードを上回った。2011 年も中小企業板の IPO は引き続き急伸するだろう。また、創業板の設立から 1 年余りが経ち、既に多くの問題が浮き彫りとなっているが、その一部は、市場規模が小さく、上場会社数が少ないことが原因である。その点は経営側も既に認識しており、市場の発展による問題の解決を目指している。深圳証券取引所のデータによると、2010 年通年で 117 社が創業板上場し、月平均で 10 社前後が上場している。2011 年も創業板は急成長するものと思われる。なぜなら、中小企業板や創業板の急成長は、中国の将来の経済成長への自信となるからである。膨大な資金需要は客観的事実として存在している。経営陣が株式の供給を増やすことで過剰流動性を吸収し、これを実体経済へ投入し、インフレ圧力を緩和および資産バブルを防ぐことは、一挙“多”得と言えよう。以上のことを踏まえ、2011 年の株式市場における資金調達額は、高水準を維持すると見られる。

投信は資金を間接金融から直接金融へと導く重要な転換機能を持ち、投信を経由した資本市場外の資金は資本市場内の資金へと変わる。直接金融の発展に注視するためには、投信の発展に力を入れる必要がある。政府の管理監督部門は、制度面から証券投資コンサルタント会社や独立系投信販売機関等の専門販売機関のテコ入れを図り、投信販売の競争環境を整えようとしているが、短期間で投信の主要販売チャネルである商業銀行を脅かすことは困難で、また、インフレ観測による貯蓄資産離れが再発する可能性がある。したがって 2011 年の投信募集金額は、前年並みの 3,000 億元となり、高水準を維持すると見られる。

## 2. 流通市場の展望

### 1) 全体的な傾向

2011 年の中国の株式市場は、底値から変動しながらも上昇する 1 年になるだろう。金融政策の運営や、インフレ圧力の変化（上半期は強く、下半期は弱い）、経済成長の変化（上半期

は低く、下半期は高い)、国際環境の変化(全体的に好転)等の要素が総合的に作用しあう中、市場の焦点は次々と変化するものの株式市場は上昇して高値も安値も2010年を上回るだろう。上海総合指数は2,500ポイントから3,700ポイントのレンジで推移するとみられ、上半期は安く、下半期は高くなるだろう。インフレ対策が理想的な効果を上げた場合、経済成長が受ける政策調整のマイナスの影響は限定的となり、上海総合指数は4,000ポイントの大台に乗る可能性がある。創業板と中小企業板は更に活気づくとみられる。中小企業の中でも特にイノベーション型の中小企業の活力や成長性は、今後、必ず相場に反映されるだろう。創業板や中小企業板は活気づき、先行き見通しに対する好材料も増え、一部の株価は急騰し、メインボードの上場会社に比べて景気循環や金融政策の影響を受けにくいだろう。創業板指数や中小企業板指数は、いずれも過去最高を付け、深圳成分指数は上海総合指数よりも良好に推移するだろう。2011年の株式市場の見通しについて、我々は全体的に楽観的な見方である。

筆者は、2011年の世界経済は全体として前年より良好になり、中国証券市場に影響を与える国際的要因は徐々に好転すると予想している。米国経済は政策と市場の活発化によって大幅に好転するだろう。一部の問題(例えば、依然多くの懸念材料がある欧州債務問題や朝鮮半島の情勢不安等)が世界の経済運営に支障を来すことが懸念され、世界の資本市場にも影響を及ぼしかねず、また、西側諸国の経済の回復度合いにばらつきがあり、金融政策の足並みも揃っておらず、保護主義的な貿易政策という問題も存在する。これらマイナス要因は今後、市場の不確定要素として存在し続けるが、2010年ほど深刻ではない。

先ずは、2011年第2四半期のマクロ経済政策は、物価の抑制が主体だが、過度の金融引き締め政策は景気後退を促すだろう。経済成長は2010年第4四半期よりも更に鈍化するが、物価上昇の勢いも次第に落ち着き、上場会社の業績は引き続き上昇すると思われる。但し、通常、適度なインフレは株価の上昇に有利に働く(一つ目は、適度なインフレは上場会社の生産・販売を促進し、業績の向上を促し、二つ目として、インフレ観測が生じると人々は実物商品の購入を除いて、株式投資による資産価値の維持を図る傾向があり、これらが株価上昇の要因となるためである)。全体として、売り優勢より買い優勢の方が大きくなり、2011年上半期は大きな変動の中で底を付けてから上昇に転じる展開となるため、2011年の年初来安値は上半期に記録するだろう。

2011年半ば頃に、物価上昇に対するマクロ調整の効果が表れれば、経済成長が再び政策の焦点となるだろう。政策の方向性としては、物価の上昇を抑えつつ、経済の急速な成長を実現することを目指しており、このことが2011年下半期の株価の安定的な上昇に寄与することは間違いないだろう。したがって2011年下半期の株式市場は上昇基調といえよう。

## 2) 注目すべき点の分析

2011年の上海総合指数は全体として安定的に上昇する見通しであるが、株価指数が上昇しても株価が上がらない銘柄や、当然ながら、株価指数の伸び率を上回る銘柄もある。業種によっては、構造的要因による投資機会が増える可能性があるが、市場にもたらす影響が変化したり、交錯したりして、脚光を浴びる業種は絶えず変化するため、投資家は、投資機会のチャンスをしっかり把握しなければならない。

2011年上半期にインフレの影響を受ける可能性がある業種として、非鉄金属、石炭・石油等の資源関連銘柄や、食品・飲料、農林・畜産・水産、蒸留酒製造、商業等が挙げられる。こ

これらの業種の株価は上昇する可能性が高い。金融政策の影響で、銀行関連銘柄はそれほど伸びないだろう。下半期に景気が上向けば、成長期を迎えつつある業種の株価が上昇し、セメント・建材、電力設備、機械設備、不動産等の関連銘柄に活気が出るだろう。

世界経済の回復見通しが強まり外部環境が改善されれば、相場全体が上昇し、貿易や運輸関連の会社が受けるメリットはより鮮明になる。相場の変動リズムやホットな話題を見極め、順次注目していく必要があるだろう。

また、中国は経済構造の戦略的調整を進めている。今後テコ入れする 7 大戦略的新興産業（新エネルギー、エコカー、省エネ・環境、新素材、バイオ、次世代 IT、高付加価値設備製造）関連の上場企業の展望も良好である。相場の値動きにはこうした要素があらかじめ織り込まれるため、創業板や中小企業板は活性化すると考えられ、創業板や中小企業板のうち、上記の条件を満たす企業には注目しておくべきである。

更に特筆すべきこととして、中国の高速鉄道が急ピッチで整備されており、営業運行距離も急激に伸びていることが挙げられる。今後、高速鉄道の運営維持に関わる設備製造業界にも未曾有の発展機会がもたらされるだろう。関連設備事業は長期に亘る急成長期を迎え、株価も長期的な上昇トレンドに入るだろう。

現在、中国の電力工業は既に新たな発展期を迎えている。中国では、火力・水力・原子力・風力発電所の立地と電力消費需要の立地が反比例しており、深刻な問題となっている。超高压交流・直流送電事業を柱に、発電、送電、変電、配電、電力使用、電力調達、通信等の各プロセスをカバーしたスマートグリッド事業は、こうした問題の解決に大きく寄与するだろう。電力の大規模、遠距離、高効率な輸送に加え、大型の水力発電、原子力発電、再生可能エネルギープラントの開発を集約的に進めることは、クリーンエネルギーの大規模開発・利用やエネルギー源の広域配分における最適化、エネルギー効率の更なる向上の屋台骨となり、エネルギーの持続可能な開発への新たな道を切り開くだろう。これは中国の電力エネルギー革命と言える。大容量変圧器、リアクタンス、変換器用バルブ等の超高压送電に関連する重要設備や機器の開発・生産、知能型計測器、大容量充電設備の研究開発、スマートグリッドシステムの提供等は、いずれも長期間に亘る発展を遂げるだろう。これに関連する上場会社の展望は計り知れない。

買収・合併（M&A）は、市場でも常に注目を浴び続けている。中でも中央直轄の国有企業（中央企業）をめぐる M&A への注目度はひとときわ高い。国有資産管理監督委員会（以下、国資委）が直轄する中央企業の多くが、既に上場を果たしているか、子会社が上場しているため、今後、中央企業の IPO のペースは鈍化するとみられるが、再編は加速するだろう。国資委は 2011 年の業務指示に当たって、企業の合併・再編を推進し、資源の統合を強化する方針を打ち出した。引き続き中央企業や地方国有企業、民営企業、外資企業間の統合を進め、企業間の資源配分を最適化し、企業内部の資源の統合を強化することが今後の重要業務となる。中央企業の統合は、2011 年を通じて続くとみられ、投資の注目対象はめまぐるしく変わり、企業再編関連銘柄への投資意欲が高まるだろう。また、注目すべき点として以下の二点が挙げられる。一つ目は、グループ企業の全体上場について、統合の中心となる上場会社とグループ全体の資産規模の差が大きい場合は、大きな投資機会が見込まれることである。二つ目は、中央企業のグループが様々な資産譲渡を受け入れてグループ会社として上場する場合、この上場会社の株価も好調に推移すると思われる。

## 著者紹介

李 永森 (Li Yongsen)

中国青年政治学院経済学部 教授、中国人民大学金融証券研究所 研究員

1961年生まれ。1982年鉄道兵工程学院卒業、1986年中国人民大学卒業。

中国青年政治学院経済学部教授、中国青年政治学院金融研究所所長、中国人民大学金融証券研究所研究員および「資本市場評論」執行主編。

主要著書に『消費者ローン Q&A』、『現代金融：理論の探求と中国での実践』（共著）等がある。

- ・中国人民大学金融証券研究所は、中国の重点大学の一つである中国人民大学内に設置された金融分野・証券分野を研究するシンクタンクである



Chinese Capital Markets Research