



2012年の中国証券市場の展望¹

李 永森[※]

要約

1. 2011年の中国株式市場は年初こそ上昇相場となったものの、その後は下げ一辺倒で下値割れを繰り返す展開となった。2012年は欧州の債務危機等、世界経済の先行き見通しが不透明な中、景気回復に向けた主要国のマクロ経済政策の足並みの一致や、中国国内ではインフレ圧力の後退、金融政策の緩和が予測され、株価は変動しながらも上昇する1年となるだろう。
2. 資本市場の制度整備については、2011年に引き続き、2012年も継続される。一つ目は、「上場会社監督管理条例」の制定で、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。二つ目は創設から2年余りが経過した創業板に関する制度の改善で、上場廃止制度の不備や経営者の退職、自社株の売却、上場基準の厳しさ等の課題がある。三つ目は、資本市場における信用の構築である。これらは、資本市場の健全な発展に資することとなるだろう。
3. 資産運用業界の育成の観点からは、「証券投資基金法」の改正作業が進められている。これによって、急成長した資産運用業界の更なる発展や管理監督、公平な競争環境が保障されよう。
4. 他にも、新株発行制度・保証推薦人制度・上場市場の変更制度・株式会社の未上場株の管理監督制度に関する改善や、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、投信や保険等の長期資金の株式市場への参入促進が進められよう。
5. 中国のマクロ政策はインフレ抑制から成長重視に軸足を移しつつあり、マクロ政策の微調整により証券市場は2012年初に底を打つと筆者は見る。また、経済成長は更に減速するものの、インフレ圧力の緩和、上場会社の良好な業績、資金需給等の点から、株式市場においては、全体として悪材料より好材料の方が多くなるだろう。

I. 2012年の中国証券市場の情勢

2011年の中国A株市場は年初から上昇相場となり、4月18日に3,067ポイントの年初来高値をつけた。その後は下げ一辺倒で下値割れを繰り返し、12月14日の最安値2,224ポイントは、

¹ 本稿は、中国人民大学金融証券研究所編『資本市場評論』2012年第1、2期掲載の「2012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 中国人民大学金融証券研究所 研究員

10年前の2001年6月14日に記録した当時の過去最高値2,245ポイントを割り込んだ。上海総合指数は10年前の出発点に戻り、世界で最も低調な相場の一つとなった。12月28日は年初来安値となる2,134ポイントまで下落し、投資家は大きな損失を被り、市場心理が大きく冷え込んだ。年末には再び下値を伺う相場となり、年初に比べ626ポイント低い2,199ポイントで1年の取引を終えた。2012年は、マクロ経済の安定した発展が資本市場を左右する主な要因となろう。マクロ政策は安定性と連続性を保ちながら、積極的な財政政策と穏健（中立的）な金融政策が継続されるとみられ、これによりインフレ圧力が次第に収まり、全体的にみて消費者物価指数（CPI）は引き続き下がるだろう。また穏健な金融政策を前提とした総量規制や構造調整の動きが始まり、実際の政策運営は前年よりも緩和されると予想される。預金準備金率の小幅かつ断続的な引き下げや政策金利の小幅な引き下げが数回見込まれ、資金調達の需要は依然として旺盛な状況が続くだろう。また、構造調整では税制改革等を通して財政政策の役割が発揮されるだろう。世界経済の回復は困難な状況にあり、ユーロ圏の債務危機の見通しも不透明である。一方、主要国のマクロ経済政策は足並みが統一される可能性が高く、各国間でこれまで食い違ってきた政策が次第に経済成長重視の政策に集約していくとみられる。但し、全体として貿易環境は楽観できない状況にある。総合的にみて、中国の証券市場の制度構築、上場企業の業績、市場規模は全て安定的な発展を遂げるとみられ、セカンダリー市場の動向は複雑な要因が交錯する中、下値を探る動きから上下に乱高下し、底を打ってから上昇の機を伺う1年となるだろう。

II. 証券市場を左右する主な要因

1. マクロ経済情勢

2012年は世界経済にとって厳しい試練に直面する1年となるだろう。不確実性は依然として大きく、欧州債務危機は深刻化する可能性があり、経済に更なる悪影響を及ぼすだろう。これによって経済回復が鈍り、下振れリスクが大きくなるとみられる。このため、関連諸国が大局のために手を携えて世界経済の更なる減速を回避することが不可欠である。各国の経済情勢をみると、ユーロ圏は引き続き世界経済の回復への大きな足かせとなる一方、米国と日本の経済は緩やかな回復に向かう見込みである。新興国ではインフレ圧力や経済成長の鈍化が予想されるが、たとえ鈍化しても比較的高い成長が維持されるだろう。先進国は金融緩和政策を続け、新興国もインフレ圧力の緩和に伴い、過度の金融引き締め政策が緩和されるだろう。このように先進国と新興国が経済成長重視の金融政策に向かうことで、金融政策ギャップの改善が期待される。2012年は全体的に経済回復に向けた試練の1年となるが、楽観的な予想をすれば、上半期より下半期の状況の方がやや好転すると考えられる。新興国が引き続き世界経済の成長を牽引する主役となるだろう。また、ユーロ圏の債務危機の抑制は世界経済にとって最大の不確定要素であり、同債務危機が銀行システムや金融市場、欧州以外の地域に波及しないか否かを注視していく必要がある。

2011年の中国の経済運営状況は、全体的にみてほぼマクロ調整の所期目標に沿って推移した。物価の急速な上昇は抑制され、CPIは7月の前年同月比6.5%増をピークに下落に転じ、11月は同4.2%増まで下げた。前月比では0.2%のマイナスとなった。2011年通年のGDP成長率は前年を下回るものの、安定した比較的高い成長を保ち、9%以上の成長を維持するものとみられる。一方、インフレ抑制のために金融引き締め政策による悪影響も顕在化しつつある。2011年通年

の新規人民元貸出は約 6.8 兆元になるとみられ、前年の 7.9 兆元を明らかに下回る。また、通貨供給量 (M1、M2) の伸び率も約 10 年ぶりの低い水準 (2011 年 11 月は M1 が前年同月比 7.8% 増、M2 が同 12.7% 増) となっている。通貨供給の総量や構成をみると、製造業の運転資金が逼迫している。特に小規模・零細企業の多くは経営が悪化し、資金不足の困難に直面している。この結果、四半期毎の GDP 成長率は下落が続いており、経済成長に対する下振れ圧力が増している。現在、中国の経済運営を取り巻く環境には、成長速度・構造・物価の問題が併存しており、マクロ政策は全体的な視点からそれぞれに配慮することが必要となる。

2012 年の中国経済は、経済成長の下振れ圧力やインフレ圧力が併存し、経済成長率と物価上昇率はともに下落するとみられる。外需が弱まり、貿易黒字が縮小する一方、マクロ政策により内需が拡大し、製造業の経営困難が緩和されると期待される。但し、経済成長を取り巻く構造的な矛盾は依然として存在するだろう。2011 年末に開催された中央経済工作会議では、①マクロ調整の強化と改善の継続、②経済の安定した比較的高い成長の促進、③積極的な財政政策や穏健な金融政策の継続、④マクロ経済政策の連続性や安定性の維持、⑤マクロ調整における的確性・柔軟性・展望性の強化を決定し、安定を維持しながら政策運営・改革を促進する基本方針が打ち出された。我々の予想では、2012 年はインフレ圧力が軽減され、短期的な物価上昇はあっても持続的な上昇基調は弱まり、全体的に CPI は下落するとみている。また、経済成長率は前年をやや下回るものの、9%前後を維持するであろう。マクロ政策は経済の安定した比較的高い成長を促すという基本方針の下、成長・物価抑制・構造転換の各方面に配慮するだろう。経済成長の下振れ圧力を考慮し、金融政策は前年よりやや緩和され、預金準備率の小幅かつ継続的な引き下げや数回に渡る政策金利の小幅な引き下げ等が行われ、社会全体の資金繰り環境は前年よりやや緩和されるだろう。当面の間、経済成長のモデル転換を加速すると同時に、経済の安定した比較的高い成長も維持する必要があるため、マクロ政策は経済成長に重点が置かれ、通貨供給量の伸びは 2011 年よりも拡大し、新規貸出も 2011 年より増えて 7.6 兆元程度になるとみられる。こうした金融政策は市場に対して多くのメリットをもたらす。財政政策は構造的な減税政策の整備や営業税と増値税の統合、不動産税改革の試行、消費税の対象範囲と税率の調整、資源税制度の全面改革、環境保護税改革の推進・検討等が見込まれる。また、民間分野への投入を拡大し、経済の構造調整における役割を積極的に発揮し、積極的な財政政策が市場に与える影響は多くなるだろう。総じて、マクロ経済政策が市場に与える影響は、前年より明らかに大きくなるといえる。

先進国経済の景気回復の足取りは重く、先行き見通しに関しては不確定要素が多い。人民元の上昇圧力が明らかに低減する中、中国の輸出需要の大幅な好転が見込めず、2012 年の貿易の成長率は 2011 年に比べて減速し、通年の貿易総額は 4.4 兆ドル程度になるだろう。

中国の外貨準備高は 2011 年 9 月末時点で 3.2 兆ドルに達した。人民元の対ドル為替レートは 2010 年 12 月 31 日の 1 ドル=6.6227 元から 2011 年 12 月 30 日は 1 ドル=6.3009 元に上昇し、1 年間で 5.11% 上昇した。2011 年年初から 11 月末までの殆どは、人民元は対ドルでほぼ上昇一辺倒だったが、注目すべき点は、12 月上旬から短期的に人民元が対ドルで下落する局面があったことである。人民元の対ドル為替レートは約 10 営業日連続のストップ安となった。ユーロ圏の債務危機の影響により、外国人投資家が海外市場で発生した流動性不足を補うために人民元資産を減らしたためとみられる。また、中国の貿易黒字の縮小、ホットマネーの流出、欧州の主要国通貨の為替レートが対ドルで上昇したこと等も理由として挙げられる。2011 年 12 月 30 日まで、人民元は対ユーロで 8.06%、対ポンドで 5.22%、対円で 0.36%それぞれ上昇している。2012

年の人民元為替レートは国内外の情勢変化を睨みながら、対ドルで安定を維持しつつも上下変動する新たな局面を迎え、人民元の上昇圧力は大きく低下するだろう。但し、相場の下落が継続する可能性は非常に低いとみられる。また、貿易額は引き続き拡大し（伸び率はやや鈍化）、貿易黒字は縮小する見込みである。国際資本の移動の活発化から全体的に国際収支の黒字が続くとみられるが、資本の双方向間移動により、黒字はやや縮小すると思われる。

総じて、2012年の中国資本市場の発展と制度構築を取り巻くマクロ環境は良好といえよう。経済成長は2011年を下回るものの比較的高い成長を保ち、9%前後に達するとみられる。また、マクロ経済政策の環境も多方面に有利な効果をもたらすだろう。

2. 証券市場の制度構築

2012年の中国資本市場の制度構築に関しては、前年を基盤にしながら、以下に挙げる各方面を引き続き推進し、市場の法制度の完備を目指すことになるだろう。

1) 「証券法」改正作業の開始

2005年に「証券法」の大幅な改正が行われ、5年の時を経て中国の資本市場は大きな飛躍と転換を遂げた。市場のイノベーション能力は引き続き高く、創業板（ベンチャー企業向け株式市場）や証券デリバティブ市場が開設され、証券市場の国際化が高められ、クロスボーダー証券取引も増えている。こうした市場の変化や「第12次五カ年計画」で資本市場が提起した新たなニーズを踏まえ、「証券法」の実施効果を全面的に検証する必要がある。証監会は現在、各部門を集結して「証券法」実施の効果を検証し、改正への下地作りを進めている。

2) 「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、市場で同じく重要な役割を担う上場会社の規定を定める「上場会社監督管理条例」は、2007年9月に国务院法制弁公室がパブリックコメントの募集を開始したが、既に4年が経過している。同条例は上場会社の管理監督の多方面に関連し、内容も複雑多岐にわたるためまだ制定されておらず、長い空白期間が続いている。これは中国の資本市場の監督システムの整備を妨げ、上場会社に対する管理監督の効果を大きく制約していることから、条例の早期制定が待たれる。制定後は上場会社の透明性や現代的な企業制度の構築、上場会社の取締役や監査役、上級管理職、支配株主、実質支配者の行動を規範化することで上場会社のガバナンス向上が見込まれるほか、管理監督における手法の強化や質・効率の向上、連携・協力の強化が期待され、総合的な管理監督システムの構築が証券市場の健全な発展環境作りに寄与するだろう。

「上場会社社外取締役条例」の制定構想も2006年から既に5年余りが経過した。同条例は上場会社のガバナンスを整備する上で非常に重要であり、「上場会社監督管理条例」の制定後、早期に制定されるべきである。中国は過去10年間、上場会社の社外取締役の導入や関連制度の構築に関する一定の経験が蓄積した一方、さまざまな問題が表面化している。特に、社外取締役の選任と報酬が依然として当該上場会社の大株主の手に委ねられていることが大きな問題として挙げられ、社外取締役の独立性の問題は今なお、制度設計において根本的な解決がなされていない。

「上場会社監督管理条例」の関連法規として、「上場会社社外取締役条例」や「上場会社取

締役・監査役・上級管理職の行動規範」、「内部統制ガイドライン」、「上場会社の支配株主と実質支配者の行動規範」等も順次制定される見込みである。これらは上場会社の外部・内部ガバナンスの強化、違反行為の罰則の強化、罰金の増額、会社運営の規範化の促進の他、信頼構築のための様々な具体的措置が確実に行われることを保証するのに有効だろう。

3) 更なる改善が待たれる創業板制度

創業板の創設から2年余りが経過したが、賞賛より批判の声が目立っている。様々な問題が表面化しており、中でも上場廃止制度の不備、経営者による株式売却等の多くの問題は、制度の整備によって解決を図る必要がある。創業板はメインボードと異なり、高成長・高リスクを特徴とし、優勝劣敗の仕組みが十分に体现されている。上場廃止制度は市場の効率的かつ秩序ある運営、経営資源の最適な配分、健全かつ持続可能な基本的な制度の実現を裏付けるもので、必要不可欠なことから早期構築が待たれる。また、経営者の辞職問題を巡っては、株式売却規制を改善する必要があることが明らかとなった。IPO 前の株式売却制限の解禁時期を延長すべきである。

創業板 IPO の最も大きな特徴は、「三高」と呼ばれる発行価格の高騰、株価収益率 (PER) の高騰、超過募集資金であり、「創富板 (富を創る株式市場)」、「瘋狂板 (熱狂的な株式市場)」と揶揄されている。この根本的な原因は上場基準を厳しく設定し過ぎたことによる需給の不均衡で、創業板の上場基準を整備し、適宜基準の引き下げを検討すべきである。

深圳証券取引所が規定した「創業板の上場廃止制度の整備に関する規則」は現在、パブリックコメントを募集しており、近く修正版が正式公布されるとみられる。上場廃止は創業板の中核をなす規定の一つで、効率的な上場廃止制度は優勝劣敗メカニズムの形成や投資家の育成、市場に対するリスク意識の向上、投機行為の抑制に有効であろう。

増資制度も創業板の制度構築の重要な一部であり、創業板上場企業にふさわしい合理的で利便性・効率性の高い増資制度を確立することは、市場の資金調達機能を発揮する上で重要である。上場廃止制度の制定後に増資制度の整備も行われるだろう。

4) 資本市場における信用の構築

信用は資本市場の基盤である。管理監督部門は近年、証券・先物取引の違法行為に対する罰則を強化し、インサイダー取引の防止や取締りに重点を置いている。インサイダー取引等の重大な違法行為を容認せず、管理監督手段や手法を改善し、市場操作や上場をめぐる詐欺行為、利益輸送 (上場会社と仕手筋等が連携して内部情報等を基に株価を操作し利益を上げること)、虚偽報告等の違法行為を厳しく処罰している。資本市場で信用を構築することは基本であり、信用の確立には法制度による裏付けが欠かせない。既存の信用情報を基に、資本市場の信用情報をデータベース化し、同時に、資本市場の信用に関するシステムを整備する必要がある。中国証券監督管理委員会 (証監会) の関連部門責任者は、証監会は①誠実・信用の基本原則に則り、中国の資本市場の規則や特性に合わせた資本市場の信用ルールを検討・制定し、各市場参加者が遵守すべき業界の基礎となる信用ルールや行動基準を明確にし、市場参加者とその構成員毎に適用した信用ルールを分類し、自主規制に関する要件を細分化する、②資本参加者に求められる信用要件を整理・総括し、現行の証券・先物取引に関する法律・規則における信用関連法規の実行状況を厳格に評価し、資本市場の改革に伴う新たな情勢・ニーズに照らし合わせ

た信用に関する義務・条件・責任等の法律規定の修正・改善を促進し、資本市場の信用関連法規の体制を更に整備する、③現行の法律・枠組みに基づき資本市場の信用管理制度を整備し、資本市場の信用情報の収集や記録、使用等を行い、信用構築を制度の面から支える、と述べている。

5) 「証券投資基金法」の改正による新情勢への対応

「証券投資基金法」の改正も制度構築の重要な一部である。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いる。現行法の実施から8年余りが過ぎ、この間、市場は大きく変化し、資産運用業界が急成長する中、同法は既に業界の発展や市場の管理監督に対応しきれなくなっている。法改正や関連法規の修正・補充を行い、資産運用市場のイノベーションや運用範囲の拡大、市場競争の発展が求められる。法改正にあたっては、私募ファンドを対象範囲に入れ、私募ファンドと公募ファンドを含めた統一規則を設けるべきである。また、規制強化によって投資家保護に注力すべきである。

6) 新株発行制度の更なる改善

証監会は2010年10月12日、「新株発行制度改革の深化に関する指導意見」を正式に公布し、同年11月1日から2009年6月以来となる2回目の新株発行制度改革を開始した。これまでの2回の改革により、ブックビルディング方式や保証推薦人制度等、新株発行制度の中核が一段と改善された。価格申告制度や割当発行規制の整備、ブックビルディングの対象範囲の拡大、価格決定情報の透明性の向上、ブックビルディングの結果や個人投資家の申し込み状況により機関投資家や個人投資家の株式配分比率を決定する制度、発行中止制度の改善等の具体的な規定が策定され、発行価格の高騰・PERの高騰・超過募集資金の「三高」問題の解決が図られた。しかし、過去1年を振り返ると、改善すべき点はなお存在する。IPO初値の公募価格割れが常態化すれば、IPO投資のリスクが高まり、IPOの価格決定制度の注目度が一層高まるだろう。このため、各市場参加者が各自の責務を果たすよう強く促すとともに、発行体や引受会社に対してはブックビルディングの過程やその結果に対する規制・罰則を強化すべきである。

7) 「保証推薦業務の内部統制ガイドライン」の制定による保証推薦制度の整備

中国の資本市場では、上場する際に保証推薦人制度を実施している。2004年の制度導入以来、資本市場の発展や管理監督の運営状況に応じて、修正や改善を繰り返してきた。2008年末に「証券発行上場における保証推薦業務の管理弁法」を改正し、同時に「保証推薦人の職責遂行調査業務規則」や「証券発行上場における保証推薦業務活動のガイドライン」、「保証推薦書・保証推薦業務報告の発行規則」等の一連の規則やガイドラインを制定し、保証推薦業務の関連制度を整え、保証推薦機関に推薦・審査の職責を果たすよう促してきた。また、創業板の創設に合わせて、2009年6月に「証券発行上場における保証推薦業務の管理弁法」を改正している。保証推薦制度を改善するために保証推薦業務に関する内部統制システムの構築を強化し、保証推薦業務の管理監督の改善や強化を重ね、保証推薦機関の自律やリスクコントロール能力の強化を図り、業務遂行能力や制度構築レベルの更なる向上を図っている。また、証監会は保証推薦業務の質を高めるために「保証推薦業務の内部統制ガイドライン」を起草し、パブリックコメントを募集しており、近く正式に制定される見込みである。

8) 上場市場の変更に関する制度の構築と改善

2011年12月の中央経済工作会議で、資本市場について、多層的（多様）な資本市場を整える必要があると指摘された。資本市場の長所を積極的に活用し、潜在的な金融リスクを効果的に防止・解消することが求められている。中国では多層的な資本市場が整備される中、上場市場の変更に関する問題を制度の改善を通じて解決する必要が出てきており、その中に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店頭市場の銘柄を市場間で移管する制度の構築やインターバンク市場や取引所市場の債券を市場間で移管する制度の構築、メインボードや中小企業板の上場廃止制度の改革、創業板の上場廃止制度の整備等がある。

9) 未上場会社に対する管理監督制度の構築

中国には膨大な数の未上場会社があり、規模の拡大に対する潜在的なニーズは旺盛である。上場を望むも諸般の理由で実現していない会社や上場条件を満たすも上場を望まない会社、一度は上場するも上場不適格となり上場廃止となった会社がある。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は非常に大きくなったが、株式会社が未上場株式を発行することはまだ解禁されていない。2008年3月、証監会は未上場会社の管理監督を専門に行う未上場会社監督管理部を設置したが、管理監督に関する法制度は依然として空白のままである。国務院弁公庁は2006年末に未上場公開会社の管理規定の早期検討を証監会に指示した。現在、制定が検討されている「未上場公開会社の監督管理弁法」及び関連規定は証監会の2007年立法事業計画に盛り込まれ、法案は早い段階で整備されたものの、パブリックコメントを募集する段階には至っていない。未上場公開会社の管理監督制度を適切な時期に打ち出し、確立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。

膨大な未上場会社による株式流通のニーズは非常に強く、中国の資本市場の発展にとって店頭市場を如何に発展させ整備するかが重要である。「会社法」は株主に対して保有株を合法的に譲渡する権利を認めている。しかし、証券取引所や中関村の株式譲渡代行システムの処理量には限りがあるため、現在、多くの株式会社の株式を合法的に取引できる店頭市場は存在しない。店頭市場制度の構築は急務であり、未上場会社の株式の公開譲渡に関する管理監督規則を明確にした上で、中関村の株式譲渡代行システムの試験的運用の拡大、登録会社の拡大（中関村サイエンスパークの企業から一定条件を満たした全国各地のハイテク開発区の企業への範囲拡大）や、投資家の拡大（個人投資家の株式譲渡代行システムへの参入規制の緩和）により、全国的な店頭市場の構築を進めることが考えられる。このためには制度変更等の準備を適切に行う必要がある。

10) 国際板の創設に向けた制度の準備

現在、国際板の創設に向けた準備が進められている。長期的にみて、海外企業のA株市場での株式発行・上場は、資本市場の対外開放を求める国内のニーズであり、資本市場の国際化に向けた重要な一歩でもある。国際板の創設にあたっては資本項目の対外開放や外貨管理、会社の法的地位の認定等、国内市場にはない複雑な問題を考慮する必要がある。しかし、「会社法」や「証券法」には対応する規定がないため、この問題に対処する法律規定や制度・規則の

整備が必要である。また、海外投資家にA株市場の投資枠を拡大した上で国際板を創設すべきである。但し、レッドチップ企業²以外の海外企業がA株市場で上場する条件はまだ整っておらず、まず、レッドチップ企業のA株上場を先行措置として行うことが望ましい。法律上、レッドチップ企業は海外企業であり、国内上場には海外企業特有の問題が伴うため、海外企業の国内上場への道筋をつける先鞭として、また制度設計の準備として適している。

11) 長期資金の株式投資に関する奨励政策の制定

全国社会保障基金や保険による株式投資は既に始まっているが、養老年金や住宅積立金の株式投資への道はまだ開かれていない。これは事業機関の資産の合理的な配分や資産価値の維持・向上に不利で、株式市場にとっても投資資金の拡大に不利である。株式市場への機関投資家の参入を奨励することで、事業機関の資産価値の維持・向上が実現し、株式市場の旺盛な資金需要にも対応できる。証監会の新主席・郭樹清氏は、各種長期資金の株式投資に向けた政策措置を検討中とした上で、年金による早期の株式投資を提言した。中国では養老年金システムの整備が進むにつれ、基本養老保険基金の投資が資産価値を維持・向上するということが共通認識となっている。これらの機関投資家の長期資金を株式市場に取り込むために、まず、制度の構築を行い、関連政策・規範を整備する必要がある。

3. 上場会社の業績

2011年の上場会社の業績は全体として成長を維持するものの、伸び率は前期に比べ鈍化した。上海証券報の統計資料によれば、2011年10月31日時点の上海・深圳証券取引所の上場会社2,304社の第1～3四半期（1～9月）の加重平均した1株当たり平均収益は0.418元となり、10年ぶりに最高水準を記録した昨年を更に更新した。うち、前年と比較可能な会社の同年1～9月の営業収入は前年同期比24.94%増の15兆9,900億元となった。純利益は1兆4,870億5,900万元で、伸び率18.76%増は、2011年上半期（1～6月）の同22.35%増からやや鈍化した。

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、2012年は金融政策、税制政策、収入見通し等のマクロ経済情勢やマクロ経済政策の調整により、上場会社の業績は全体として2011年を上回るものの、成長率は鈍化するだろう。同時に、上場会社毎に業績の構造的な変化も現れるだろう。

景気後退の圧力を受けて、金融政策が微調整され、インフレ対策から成長重視の政策に移行する見通しである。全体として資金調達環境は前年より緩和され、需要が増え、上場会社の経営環境もやや改善され、業績の安定した成長が促されるだろう。積極的な財政政策は経済成長を支えるほか、構造調整の促進にも大きな役割を果たし、一部の上場会社がこれらの政策の恩恵を受けるとみられる。

金融業、特に銀行業にとって金融政策の微調整は有利となろう。前年に比べ金融システムの流動性が増し、業務規模の拡大や業績向上が促されるだろう。

インフレ圧力の低下と内需拡大の恩恵を受ける業界は食品・飲料、医薬品、衣料品、情報設備、電力等で、これらの上場会社は好況が予想される。

2012年、中国が経済構造の転換に向けて指定した七大戦略的新興産業である新エネルギー、

² 香港に設立した法人を通じて香港市場へ上場を果たした中国本土の企業（以上、訳者注）。

新型エネルギー自動車、省エネ・環境保護、新素材、バイオ、次世代 IT、高付加価値設備製造の各業界はテコ入れの成果が出始め、今後、中国の経済発展の目玉となるだろう。省エネ・環境保護、次世代 IT、バイオ、高付加価値設備製造は基幹産業に、新エネルギー、新素材、新型エネルギー自動車は先導的産業となる。これらの業界に関連する上場会社は受益者となり、業績も長期に渡り成長し続けると見込まれる。産業戦略の転換は上場会社の投資活動や収益に次第に反映されていくだろう。

増値税（付加価値税）改革の試行措置は、上海に登録された上場会社が直接恩恵を受けるだろう。営業税を改定し増値税にする試行措置は最も重要な減税政策である。2012年1月1日から上海市の交通・運輸業と一部サービス業を対象にこの試行措置が導入される。具体的には、交通・運輸業では陸運、水運、空輸、パイプライン輸送、サービス業では研究・技術開発、IT、文化・クリエイティブ産業、物流補助、有形資産リース、鑑査・コンサルティング業が含まれる。これらの業界は税制措置の改正により業績の向上が見込まれる。一方、建設業や郵便・電気通信、不動産販売、飲食、娯楽等のサービス業は対象外である。

2011年末の中央経済工作会議では、適度な投資を維持しつつ、投資構造を最適化し、建設中・継続中のプロジェクトを重点的に進め、国が既に認可した建設中の水利・鉄道・重要設備等のプロジェクト予算を確保することが示された。インフラ関連業界の成長率は鈍化が見込まれるものの、建設・セメント・建設機械・道路橋梁等は安定成長を保つだろう。

過去数年間で中国の高速鉄道は急ピッチで拡大した。営業キロ数が急速に伸びる一方、過剰拡大や無計画な工期圧縮等が問題となっている。2012年の鉄道建設はピークから正常に戻り、投資規模は2011年の4,690億元から4,000億元に縮小し、新規プロジェクトは大幅に減る見通しである。インフラや付帯施設の整備に関わる会社の業績にもある程度の影響をもたらすだろう。但し、鉄道輸送の強化は経済・社会の発展を支え、鉄道建設は内需拡大にも重要な役割を果たすことから、鉄道の急速な拡大はなお続くと思われる。新たな路線が増えるにつれ、高速鉄道の持続的な運営に携わる設備製造関連の上場会社は急成長を維持するとみられ、株価は調整を経て長期的な上昇サイクルに入るだろう。

中央経済工作会議では、「不動産抑制策を堅持することに揺るぎない。住宅価格を適正水準に戻し、住宅市場の健全な発展を促す」ことを改めて強調した。不動産抑制策に変更がないことが示され、不動産市場が大きく上昇する可能性は非常に低い。不動産業界の業績は政策環境が依然として厳しいため、過度の期待はできないだろう。

4. 資金需給をめぐる状況

インフレ圧力が緩和され、景気後退の圧力が増す中、中央経済工作会議は2012年も穏健な金融政策を継続することを決定した。同時に、経済運営状況をみながら、適時・適度に政策を微調整し、多様な金融政策を総合的に運用しつつ、貸出金額の適度な増加を保ち、融資構造の最適化を図り、資本市場にとって望ましい役割を發揮すべきだと指摘した。2012年の金融政策は前年よりもやや緩和される見通しで、政策の微調整という言葉に既にその兆しが見える。商業銀行の預金準備金率は12度にわたる引き上げ後、2011年12月5日に、約3年ぶりに引き下げられ、今後も引き下げが続く可能性が高い。貸出金額も2011年を上回る見通しで、通貨供給量の増加率はやや上昇するだろう。更に、株式市場の下落と企業業績の伸びが重なり、株式市場への投資価値は大きく向上するだろう。株式市場に再び長期投資の機会が訪れ、バリュー投資家の資金が流

入し、ユーロ圏の債務危機問題が緩和すれば、海外のホットマネーの一部が（様々な経路を経て）中国に戻るとみられる。市場の資金供給は前年に比べて拡大し、市場参加者の資金需要も依然として旺盛であることから、創業板や中小企業板では引き続き IPO が加速するだろう。上海株式市場の IPO は大きく伸びないものの、増資需要は増えるとみられる。この他に、国際板が年内に創設された場合、一定の資金需要が形成されることになるが、試行措置の当初は規模が限られ、市場への影響は期待感程度のもにとどまるだろう。全体として、証券市場の資金供給が大きく拡大し、資金需要も前年と同様に安定するとみられる。資金の需給関係はほぼ均衡するが、供給が需要をやや上回ると見込まれる。

1) 資金供給

2011年通年の新規人民元貸出は6.8兆元前後とみられ、前年の7.9兆元に比べて大幅に減少するだろう。2011年末の広義のマネーサプライ（M2・調整値）は前年比約13%増の90兆元の見通しで、全体的に流動性はやや不足している。2012年は金融政策の変化により、通年の新規人民元貸出は約7.6兆元になると予想され、M2は約104兆元、増加率は15.5%前後の見通しである。また、内需拡大政策や国民の収入見通し、個人所得税改革による税金負担の減少（住民の可処分所得の向上）により、投資家は株式投資の比率を増やすとみられる。人民元建て適格外国機関投資家（RQFII）の試行措置が始まり、国際資本の中国本土回帰が始まれば、個人投資家やファンド、その他機関投資家の株式投資が増えるだろう。また、特筆すべき点は、証監会の郭樹清主席が年金等の長期資金の株式投資を奨励していることである。関係者もこれに賛同しており、市場にとっては長期的な好材料となろう。

総合的に判断すると、2012年の資本市場における資金供給は拡大するとみられる。

2) 資金需要

2011年の株式市場は非常に低迷したが、証券市場の資金調達機能は良好で年間を通して481社がIPO・POを実施し、資金調達額は計7,116億元に達した。証監会の統計によると、2011年1～10月の社債発行額は1,033億7,000万元で、前年1年間の603億元を既に71.43%上回っている。また、聚源数拠会社の統計によれば、2011年の深圳・上海証券取引所のIPO件数は計276社で、資金調達額は2,720億200万元に達した。うち深圳証券取引所は239銘柄で資金調達額1,753億元、上海証券取引所は37銘柄で資金調達額967億元だった。メインボードと中小企業板、創業板のIPO件数と資金調達額はそれぞれ37銘柄・966億9,300万元、114銘柄・1,004億6,000万元、125銘柄・744億9,500万元だった。創業板の資金調達額の減少率が最も低く、前年比23.92%減にとどまった。一方、メインボードと中小企業板はともに5割程度減少している。増資を行った会社は205社で、資金調達額は計4,396億600万元に達した。うち株式による増資は182社で資金調達額は3,575億6,100万元、前年の2,549億8,300万元を40.23%上回った。割当増資は14社で資金調達額は407億2,500万元、前年の1,438億2,500万元を71.68%下回った。転換社債は9社で資金調達額は413億2,000万元、前年の717億3,000万元を42.4%下回った。2012年の証券市場における資金調達需要は全体としてやや増加し、1兆元程度になる見通しである。同時に、売却制限付株式の売却解禁は大量の資金需要をもたらすだろう。資金調達構造は変化し続け、引き続き増資による資金調達額がIPOの資金調達額を上回る可能性がある。また、中小企業板や創業板のIPOは引き続き加速し、IPOの中核となる

う。社債の発行額も高い水準を保つとみられる。

総合的に判断すると、2012年の証券市場における資金需給はほぼ均衡しているものの、供給が需要をやや上回り、資金需給が株式指数に与える影響は大きくなるだろう。

III. 2012年の市場の展望

2011年の中国A株市場を振り返ると、好材料・悪材料が混在する中、年初は上昇したが、その後はほぼ下げ一辺倒の相場となり、反発らしい反発はみられなかった。年末の12月28日の上海総合指数は2,134ポイントの年初来安値をつけ、典型的な弱気相場の様相となった。2011年の上海総合指数は2,825ポイントで始まり、年初来高値は3,067ポイント、年初来安値は2,134ポイントとなり、12月30日の大納会は2010年の2,808ポイントを22.69%下回る2,199ポイントで引けた。ローソク足チャートは全体が626ポイントで、上ヒゲが242ポイントの上ヒゲ陰線となっている。この1年間、国内外の環境は大きく変化し、上場会社は10年ぶりに好業績を収め、引き続き成長を遂げている（但し、四半期ベースではマイナス成長もみられた）。国内外のマクロ環境や上場会社の業績、資金需給等を総合的に分析すると、2012年の株式市場は前年よりも好転し、底を打ってから上昇する1年となろう。

1. 発行市場の展望

2012年の発行市場は、引き続き中小企業板や創業板が主役となり、国際板が創設される可能性もある。

上海証券取引所のメインボードは、制度改革を経た超大型国有企業の上場が相次ぐだろう。一部の企業は既に海外で上場しているため、今後のIPO件数は減少するとみられ、IPOの資金調達額は大幅に増加することはないだろう。但し、2012年に国際板が創設され、レッドチップ企業の国内回帰が始まった場合は別である。中国の株式市場は成熟しつつあり、市場の急成長に伴い、大型・超大型企業が次々と上場を果たした。IPOの大型案件は既に減少しつつあるが、上場会社の発展・拡大に伴う増資需要は増えており、今後、増資による資金調達額がIPOの資金調達額を上回ることが常態化していくとみられる。増資需要の伸びは、上場会社の成長性を反映しているといえる。

全体的にみて、中国の上場会社（上場を控えた会社を含める）は、一般的に株式による資金調達を望む傾向があり、環境さえ整えば巨大な資金需要が形成されやすい。2010年以降、上海証券取引所のメインボードには約70社が、深圳証券取引所の創業板と中小企業板には約500社が上場した。これらの企業の資金需要は十分に満たされ、2010年通年の中小企業板のIPO件数・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が急増している。創業板は創設から2年余りで277社が上場した。深圳証券取引所のデータによると、2011年の創業板上場件数は128社にのぼり、月平均で約10社が上場している。2012年も創業板上場件数は増え続けるだろう。中小企業板と創業板の急成長は、中国経済の展望に自信を与えてくれる。上場会社の増資需要は依然として旺盛でIPOの資金調達額を上回る可能性が高い。社債発行額も引き続き急拡大するだろう。2012年の証券市場における資金調達額は、前年に引き続き1兆元の大台を維持するとみられる。

ファンドは資金を間接金融から直接金融へと繋ぐ重要な橋渡し役であり、市場外の資金はファ

ンドを通じて市場内の資金へと変化する。直接金融を拡大するためにはファンドの成長が不可欠であり、当局は既に証券投資コンサルティング会社や独立系アドバイザー等の専門販売機関の発展を奨励する制度に着手し、同業界の競争環境作りを図っている。短期的には商業銀行がファンド販売の主要チャネルであることには変わりはないが、金融政策が緩和され、利下げ観測が出れば、2012年は前年に比べファンド販売に有利な環境となり、ファンドの規模拡大が見込まれる。発行規模は3,000億元を超えると予想される。

2. 流通市場の展望

2012年の株式市場は様々な要因が複雑に作用し合う中、底を探る動きから上下に乱高下し、底を打ってから上昇の機を伺う1年になるだろう。金融政策の運営や財政政策、経済成長率の変動（上半期は低く、下半期は高い）、インフレ圧力の変化（一時的に反発するも次第に緩和）、国際環境の変化（全体として良好だが不確定性が大きい）等の要因が複雑に交錯し、相場は上下に乱高下するとみられる。市況は変動の中で底を探る動きから次第に上昇に転じ、年初来安値は2011年を下回るが、年初来高値は2011年と同水準になるだろう。特別な事態が起きない限り、上海総合指数は2012年を通して2,000～3,000ポイントの間で推移し、上半期は低調ながら下半期に上昇すると予想される。財政政策や金融政策が理想的な効果を上げれば、高い経済成長を保ち、雇用の安定や所得の増加が期待され、大幅なインフレは再発せず、上海総合指数が3,200ポイントを突破する可能性も出てくる。小規模・零細企業に対する政府の支援策が実行され、その効果が現れれば、中小企業、特にイノベーション型中小企業の活力や成長性が市場にも反映され、創業板や中小企業板がメインボードより活性化し、魅力も増し、一部の銘柄は目覚ましく上昇するだろう。創業板指数や中小企業板指数、深圳成分指数はいずれも上海総合指数より好調に推移する見通しである。2012年の中国株式市場について、筆者の見方は慎重ながらも楽観的である。

2012年の世界経済は前年よりも回復すると予想され、中国の証券市場に与える外部要因も穏やかに好転するだろう。米国経済も政策・市場の内部要因により好転する見通しである。一方、欧州は債務危機問題が徐々に緩和されるものの、今後の成長や方向性に大きな不確定要素がある。また、一部の地域・国では情勢が安定せず、世界経済の回復に対する懸念が深まる。特に大口取引を代表する石油等の商品相場が大きく変動する恐れがあり、世界の資本市場にまで波及する可能性もある。新興国は景気後退とインフレの再発圧力が併存するものの、全体として好調な発展を遂げるだろう。マイナス要因は総じて2011年より弱まると見込まれる。

中国のマクロ政策はインフレ抑制から成長重視に軸足を移しつつあり、マクロ政策の微調整により証券市場は年初に底を打つと見込まれる。経済成長は2011年第4四半期よりも更に減速するものの、インフレ圧力は引き続き緩和され、上場会社の業績も下落から上昇へと転じることが見込まれる。全体としては、悪材料より好材料の方が多く、株価は2012年上半期に底を打ち、その後上昇に転じるだろう。市場心理が極端に冷え込む時こそ絶好のチャンスが訪れ、市場が大幅に下落し、リスク解消の動きが加速するかもしれないが、これが2008年10月の1,664ポイントに次ぐ歴史的な底値になる可能性もある。2012年半ばにマクロ経済政策の調整効果が顕在化し、経済運営が回復し、上場会社の業績が回復するとみられる。これらが下半期の相場回復につながるの言うまでもないだろう。

著者紹介

李 永森 (Li Yongsen)

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