



2013 年における中国証券市場の展望¹

李 永森[※]

要約

1. 2012 年の中国 A 株市場は、一年の大半が弱気一辺倒の相場となり、投資家のマインドは相場の不振を受けて著しく悪化した。しかし、12 月には出来高を伴い大きく相場が上昇し、相場転換の期待が再び出てきた。
2. 2013 年の中国証券市場を展望すると、制度構築、上場企業の業績、市場規模などで前向きな進展が見られよう。発行市場では、中小企業板と創業板が引続き主役となり、IPO による資金調達額が増資による資金調達額とほぼ匹敵するであろう。流通市場では、底入れ、底打ちを経て歴史的な大底を脱し、2012 年より好調な値動きになると期待される。
3. 2013 年以降、当面の間、中国の資本市場では、①「証券法」の改正作業、②「新基金法」の公布及び関連規定の整備、③私募ファンドに関する制度構築、④「上場会社監督管理条例」の制定、⑤新株発行制度の整備、⑥保証推薦（スポンサー）制度の改革、⑦証券会社の改革開放・革新発展に向けた制度条件の整備、⑧上場会社の従業員持株制度の制定、⑨債券市場の更なる制度整備、⑩資本市場の対外開放に関する法制度の改善が進められよう。
4. 中国共産党第 18 回全国代表大会で明示した「所得倍增計画」を実行に移すため、家計の所得増加に関する政策が次々と打ち出され、実際の所得増が見込まれることから、A 株市場は安定に向かい、市場の長期的な投資価値が顕在化し、収益獲得機会も増え、市場への資金流入額が次第に増加するだろう。また、当局は今後も機関投資家の市場参入を促す措置を徐々に打ち出すと見られ、資本市場の資金供給量が大きく増加するとみられる。
5. 2013 年の証券市場の資金調達需要は、全体としてやや増加するとみられ、おおむね 9,000 億元（内訳：株式市場 5,000 億元、取引所債券市場 4,000 億元）程度と見込まれる。

I. 2013 年における中国証券市場の情勢

¹ 本稿は、中国人民大学金融証券研究所編『資本市場評論』2013 年第 1,2 期掲載の「2013 年における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、一部を割愛したり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

2012 年、中国 A 株市場は年初から上昇し、2 月 27 日に年初来高値となる 2,478 ポイントをつけた。その後、3 月 29 日には 2,242 ポイントに下落した後、再び上昇に転じ、5 月 4 日には年 2 番目の高値となる 2,453 ポイントをつけたのち、次第に下落し、2,000 ポイントの大台を割りこみ、12 月 4 日には年初来安値となる（かつ、2009 年 1 月 16 日以来約 4 年ぶりの安値となる）1,949 ポイントで底を打ち、その後は出来高が増加し、相場も上昇し、年末 12 月 31 日は 2,269 ポイントの終値で引けた。一年の大半は弱気一辺倒の相場となり、投資家のマインドは相場の不振を受けて著しく悪化した。しかし、12 月には出来高を伴い大きく相場が上昇し、相場転換の期待が再び出てきた。

2013 年を展望すると、中国の資本市場の発展を取り巻く主要環境として、経済・社会発展の良好なファンダメンタルズが長く継続することや、マクロ経済の健全な発展を維持できる可能性が高いことから、マクロ政策の力点は、①経済成長の基盤となる消費の役割強化、②経済成長のカギとなる投資の役割発揮、③積極財政と堅実な金融政策の継続、④カウンターシクリシティ（反循環性）のある調整措置や構造調整の推進を通じ、十分な効果を上げる——などに置かれるであろう。インフレ圧力は落ち着き、制御可能になり、堅実な金融政策も 2012 年に比べやや緩和されるとみられ、これにより国内の資金調達・貸出規模が適度に拡大し、ミクロ経済主体の資金調達コストはやや低下し、資金調達の総量・構造の調整が始まるであろう。このように、金融政策の実際の運用が前年より緩和され、資金需要はなお旺盛さを保つとみられる。積極財政方針の下、税制改革や構造的減税が徐々に実行に移され、構造調整の過程において、財政政策は引き続き効果を発揮していくであろう。世界経済の回復は順調ではなく、ユーロ圏のソブリン債危機についてはなお大きな不確定性があるが、最も困難な時期を脱しつつある兆候もみられる。主要国のマクロ経済政策はすでに一致した方向に向かい、米国の量的緩和第 2 弾（QE2）及び同第 3 弾（QE3）など、世界的な金融緩和の流れが起きている。経済回復の足取りはなお重く、保護主義の影響もあり貿易環境に関しては全体的に楽観視というわけにはいかないが、ある程度の改善は期待できる。総合的に見て、2013 年の中国証券市場では、制度構築状況、上場企業の業績、市場規模などで前向きな進展があるであろう。セカンダリーマーケット（流通市場）では、底入れ、底打ちを経て歴史的な大底を脱し、2012 年より好調な値動きになると期待される。

II、証券市場に影響を及ぼす主な要因

1. マクロ経済情勢

1) 国際経済情勢

2013 年を展望すると、国際経済情勢はなお不確実性の大きな一年になるとみられる。各種要因を総合すると、年間を通して大きな好転はなくとも、全体的な状況は 2012 年に比べて改善されるであろう。世界経済は低成長が続く見通しで、各国による経済刺激策の効果はなお観察が待たれるが、量的緩和政策の実施により下半期にはインフレ圧力が高まる可能性がある。様々な保護主義が世界の経済・貿易の発展に悪影響を与える中、国際社会は全体の利益のため国際協調を余儀なくされる。世界経済は低成長の中で、次第に国際的な分業構造の再編期に入るとみられる。世界経済運営のリスクは、主に先進国に起因している。ユーロ圏のソブリン債危機は、当事国や国際社会の努力や実効性のある措置によって、更なる悪化を食い止められる

のであろうか、ユーロ債危機が銀行システムや金融市場、欧州以外の地域へ波及するかどうかを今後も注視する必要がある。米国については、国内それぞれの勢力はいわゆる「財政の崖」の回避のために妥協できるのか、妥協後に QE3 及び QE4 の政策効果はどのように現れるのか、インフレ圧力が現れるのかについても注目される。引き続き世界経済成長の原動力となっている新興国もまた、先進国の大きな不確実性や成長力の鈍化といった外部環境に直面している。旺盛な外需はもはや存在せず、いかにして投資や内需の力で経済成長を押し上げるか、マクロ政策によって急成長の維持とインフレ再発の回避を両立させられるかどうか、新興国の直面する主な課題である。総体的に見て、先進国と新興国の金融政策の乖離はすでに改善され、経済成長の促進という方向性で一致しており、世界各国のマクロ政策は、金融緩和志向が続く一年となるであろう。

2) 中国経済情勢

2012 年の中国の経済運営状況は全体として安定し、総体的にはマクロ調整の意図する方向に進み、物価上昇率・経済成長率とも低下し、インフレ圧力は効果的に抑えられた。通年を通して見ると消費者物価指数（CPI）は下降傾向となり、前年同月比ベースの CPI 上昇率は 10 月には 1.7%、11 月には 2%に落ち着き、1 年を通じた目標である 4%を大幅に下回った。第 1～3 四半期の GDP 成長率（前年同期比）は 7.7%、通年では推計約 7.9%となり、2011 年の 9.3%に比べれば大きく減速したが、7.5%の目標はやや上回った。金融政策は 2011 年以降、やや緩和気味の政策がとられるようになり、2012 年 1～11 月の人民元建て新規貸出額は 7 兆 7,500 億元で、通年では推計で約 8 兆 3,000 億元に達し、前年の 7 兆 4,700 億元を大きく上回ったとみられる。通貨供給量（M2）の増加率もやや上昇し、11 月には前年同月比で 13.9%増加した。企業の資金繰りも前年よりやや改善されたが、資金難は依然として経済成長の大きな制約要因であり、特に零細企業の資金繰り難の解決に更に力を入れる必要がある。外部環境の不調と人民元相場上昇の影響により、1～11 月の貿易総額は 3 兆 5,000 億米ドルで前年同期比 5.8%増にとどまり、通年 10%増の目標達成は難しいであろう。うち、輸出額は 1 兆 8,000 億米ドルで同 7.3%増（前年同期の成長率は 21.1%）、輸入額は 1 兆 6,000 億米ドルで同 4.1%増（前年同期の成長率は 26.4%）、貿易黒字は 1,995 億 4,000 万米ドルで、経済成長に対する対外貿易の寄与度が大きく弱まった。1～11 月の全国の固定資産投資（農家を除く）は 32 兆 6,200 億元で、名目成長率（前年同期比ベース、以下同）は 20.7%であり、前年同期の 27.9%を 7.2 ポイント下回り、経済成長に対する投資の貢献度には、なお拡大の余地があることが示された。1～11 月の消費財小売総額は 18 兆 6,800 億元で、名目成長率は 14.2%（物価変動分を除いた実質成長率は 12%）で、前年同期の 17%を 2.8 ポイント下回り、経済成長に対する消費の貢献度がやや減退していることが分かる。

2013 年の中国の経済成長率は 2012 年の不振を経て安定成長に向かいつつあり、年間成長率は 8%以上を達成すると見込まれる。中国経済を取り巻く国際環境はなお複雑かつ流動的で不確実性が大きく、外需が大きく好転する見込みは小さいが、2012 年に比べるとやや好転するであろう。マクロ政策の結果、投資や消費の拡大は前年を上回ると見込まれ、経済成長に対する寄与度も強まり、生産者の全体的な経営環境もやや改善され、経済の構造転換が更に進むであろう。2012 年末の中央経済工作会議では、「安定の中で進歩を図る」との基本路線が打ち出され、マクロ調整を引き続き強化し、経済の持続的かつ健全な発展を促す方針が示された。

ここでは、経済成長の基盤となる消費の役割を強化し、経済成長のカギとなる投資の役割を發揮させるとしている。また、積極財政と堅実な金融政策を続行するとした。積極財政の実施においては、税制改革と構造的減税政策を一体的に進め、堅実な金融政策の実施においては、程度の調節に留意しつつ、運用の柔軟性を強める必要があるとしている。さらに、国内全体の資金調達規模を適度に拡大し、貸出額の適正な増加を維持し、人民元相場の安定基調を保ちつつ、実体経済の発展を支える資金調達のコストを着実に引き下げる必要があるとしている。筆者の予想では、インフレが抑制できた場合、マクロ政策は全体的に 2012 年よりやや緩和志向となり、金融政策の面では小幅な預金準備率の引き下げが相次ぐほか、小幅な金利引き下げが何度か実施される見通しで、住民の所得に対する見通しは上向きとなり、国内の資金調達環境は前年よりやや緩和されるであろう。国内の資金調達コストはやや減少すると見込まれる。通貨供給量の増加率は、2012 年よりやや上昇し、新規貸出額も 2012 年より増えて 8 兆 5,000 億元程度となり、金融政策の市況への影響は、買い手にとって有利に働くであろう。財政政策では、①構造的減税のための更なる政策整備、②営業税の増値税（付加価値税）への一本化に向けた試行対象の範囲拡大、③不動産税（住宅固定資産税）の試行措置、④消費税の対象や税率構造の合理化、⑤投資支援の強化、⑥新たな消費刺激策の相次ぐ制定——が見込まれる。積極財政の市況への影響は、相対的には買い手に有利で、マクロ経済政策の市況への影響は明らかに買い手に有利である。

2013 年は、先進国において経済状況が全体的に 2012 年に比べて良いものになると見られており、中国の対外輸出の需要もやや増加しそうである。総合的な分析を行った結果、2013 年の対外貿易総額の成長率は 2012 年よりやや加速し、通年では 4 兆 3,000 億米ドル程度と見込まれる。

2012 年 9 月末時点、中国の外貨準備高は 3 兆 2,900 億米ドルで、1~9 月は約 3 兆 2,000 億米ドル前後で安定していた。外貨準備高はすでに急激な増加局面を脱している。米ドルの対人民元為替相場は 2011 年 12 月 30 日の 1 : 6.3009 から 2012 年 12 月 31 日の 1 : 6.2855 へと変化し、人民元は 0.25% 上昇した。通年の最高値は 1 : 6.2670、最安値が 1 : 6.3482 であった。人民元は安定基調ながら上下に変動している。米国の QE2 及び QE3 実施などの影響により、人民元の対米ドル直物為替レートが 10 月末から 13 取引日連続でストップ高となったことは、注目に値する。しかし、最終的には人民元相場の大幅な上昇は起きず、人民元相場安定という中国人民銀行の断固とした意志が示された形となった。2013 年の人民元の対米ドル為替レートは、ほぼ安定基調を維持しつつ上下に変動し、対外貿易にとって好ましい為替相場環境となり、対外貿易の成長が維持されるであろう。国際資本の流入量・流出量も拡大し、全体としては流入超過になると予想される。

総合的な分析を行った結果、2013 年のマクロ経済環境は、中国の資本市場の発展及び整備にとって比較的好ましいものになると考えられ、市況では買い手有利の要因になるであろう。

2. 証券市場の制度構築

2013 年以降の当面の間、中国の資本市場では、前年までの制度を踏襲しつつ、次に挙げる分野で制度構築が進むであろう。

1) 「証券法」改正作業の正式開始

中国の「証券法」は 2005 年に大幅に改正されたが、それから 7 年余りが経過し、中国の資本市場は飛躍的な変化や転換を遂げてきた。市場においてイノベーションが続き、非流通株改革がほぼ完了し、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誕生し、中国政府が認定した国際的な適格機関投資家である適格外国機関投資家（QFII）、適格国内機関投資家（QDII）、人民元建て適格外国機関投資家（RQFII）及び合弁証券会社が急速に発展を遂げ、証券市場の国際化が進み、国際的な証券取引が増加した。こうした変化を受けて「証券法」の再改正が急務となり、証券監督管理委員会（証監会）は近年、「証券法」改正の効果に関する全体的な評価作業を、チームを組織して実施して「証券法」改正の準備を進めてきており、「証券法」を改正する作業が正式に開始されるのも近いと見られている。

2) 改正「証券投資基金法」公布、待たれる関連規定の早期整備

2012 年 12 月 28 日の第 11 期全国人民代表大会常務委員会第 30 回会議で成立した改正「証券投資基金法」（以下、「基金法」）が 2013 年 6 月 1 日から施行される。「基金法」の公布から 9 年余りを経て、4 年近くの改正作業を経た改正法がようやく公布されたことになる。改正法は市場や業界の新動向を踏まえ、ファンド事業の全面的な規範化を盛り込み、私募ファンドを初めて監督対象に加えた。ファンド運営会社の内部統制が規範化されたほか、ファンドマネジャーの法律・規律違反行為に対するペナルティも明文化されている。改正法の実施は、中国のファンド業界が規範的發展という新段階に入ったことを示している。今後は、同法の関連規則の早期調整・補充・改正によるファンド業界の適正な運営を支える制度設計が待たれる。2012 年末の 12 月 30 日、証監会は「資産管理機構開展公募証券投資基金管理業務暫行規定（資産管理機関による公募証券投資ファンドの管理業務展開にかかる暫定規定）」のパブリックコメント稿を発表し、意見を公募している。同規定では、条件を満たす証券会社や保険資産管理会社、私募証券ファンド管理機関の 3 種の機関を対象に、公募ファンドの管理業務を認めることが盛り込まれている。新規定は、1998 年から独占状態にあった公募ファンド業界に新たな参入者を迎え、ファンド管理会社の独占的な地位を徹底的に打破することを意味している。

3) 非公開株投資私募ファンドに関する制度の確立と整備の必要性

公開発行・公開取引される「公募」市場の急速な発展に伴い、非公開発行の「私募」市場も活性化しており、証券市場において無視できない重要な一部となっている。私募市場も公募市場と同様に直接投資の場であり、投資先はベンチャー投資、プライマリー市場（発行市場）、セカンダリー市場（流通市場）などに及んでいる。ただし、「私募」という特性から、情報の透明性が公募市場に比べ大幅に低く、情報の非対称性は市場発展の過程で大きな問題となり、高いリスクの原因となっている。資金規模、ガバナンス、投資先、運営モデル、マネジメントの水準、収益性などのばらつきが大きく、リスクの高さは、高い収益率、高い競争率、高い流動性（人員、投資先とも）、高い投機性にも現われている。

改正「基金法」は、非公開募集ファンドに関する規定に一章を割り、私募ファンドを監督対象に加えている。しかし、非公開株式を投資対象とする私募ファンドには、「基金法」は適用されない。つまり、私募ファンドに対する監督の枠組みは従来のもので、私募ファンドによる公開株への投資は証監会が、非公開株への投資は国家發展改革委員会が、それぞれ監督する。私募ファンドに関する規定の完成度は市場の期待を大幅に下回るものであり、遺憾である。非

公開株投資私募ファンドの適正な発展と効果的な監督を実現するためには、関連制度・規範を整備することで法律的な位置付けを明確にし、情報開示や運用などの行為を規範化することで、私募ファンドの透明性を高め、制度的な空白を埋め、私募市場の健全かつ規範的な発展を制度面で支えることが必要になる。

4) 「上市公司監督管理条例（上場会社監督管理条例）」の制定完了

「上場会社監督管理条例」は、上場会社に対する監督の基本法に当たる。中国では、証券市場の主役である上場会社の規範規定が長く存在せず、上場会社の運営の規範化や法による監督の効果が十分に実現できず、証券市場の制度構築にも影響をきたしていた。国务院法制弁公室は2007年9月から「上場会社監督管理条例（パブリックコメント稿）」に対する意見公募を開始したが、すでに5年余りが経過している。また、パブリックコメント稿の起草開始は2006年時点まで遡る。「上場会社監督管理条例」の内容は極めて広範かつ複雑で、①会社のガバナンス、②支配株主や会社の実質的支配者、③証券発行、④関連当事者取引、⑤重要な信用保証、⑥情報開示、⑦監督管理などに及ぶ。うち、国有株株主の行為に関する監督措置、同業者間の競争、関連当事者との取引など多くの内容は政府当局間の調整を要する。この間、証券市場の急激な発展や変容により、現在のパブリックコメント稿は公布前の段階ですでに実情に合わなくなり、市場の動態的变化に合わせた修正が必要になった。このため、証監会は新たに起草チームを編制し、討論や検討に当たらせており、同パブリックコメント稿は修正後、速やかに意見公募を経て、制定されるであろう。

証監会は2001年8月、「關於在上市公司建立独立董事制度的指導意見（上場会社における社外取締役制度の設置に関する指導意見）」を公表し、上場会社における社外取締役制度の設置について強制規定を設けた。「上市公司独立董事条例（上場会社社外取締役条例）」も2006年の構想開始からすでに6年余りが経過している。中国では過去11年間、上場会社における社外取締役制度の導入や制度構築に関するノウハウを蓄積する一方で、多くの問題にも直面しており、社外取締役制度の存在の必要性について懐疑的な意見も出ている。中でも大きな問題は、社外取締役の選任や報酬決定について、上場会社の大株主がなお決定権を掌握していることである。社外取締役の独立性に関する問題については、今も制度設計による根本的解決はなされていない。

「上場会社監督管理条例」を補完する規定として、「上場会社社外取締役条例」などの関連規定が徐々に整備されつつある。これらは、上場会社に対する外部制約の強化や内部管理の強化、規定違反に対するペナルティの強化、違反行為を行うコストを高めることで会社運営の規範化を促し、具体的な措置による信用の確立に役立つものと期待される。

5) 新株発行制度の整備を進め、投資者の利益保護メカニズムの確立を重視

証監会は2012年4月28日、「新株発行体制改革の更なる深化にかかる指導意見」を公表し、2009年6月及び2010年10月に続く第3回の新株発行体制改革に着手した。3回にわたる改革を経て、新株発行の市場化は徐々に進み、新株発行における価格決定メカニズムが改善され、市場化による制約力が増し、いわゆる「三高」（発行価格の高騰、PERの高騰、超過募集資金）現象も解決されつつある。新株上場後に取引価格が公募価格を割り込むことも珍しくなくなり、新株投資は必ず利益が約束される投資先ではなくなった。筆者は、新株発行の市場化の

ための改革は、全体的な方向性として正しく、株式市場の市場化推進の重要な道筋となっていると考える。ただし、発行体制改革にはそれぞれの時に応じた整備と最適化のプロセスが必要で、一度で完成できるものではなく、今後も運用と監督に関する細則の制定が待たれる。

これまでの3回にわたる発行体制市場化のための改革を詳しく振り返ると、最大の問題は流通市場の投資家の利益を保護する仕組みが存在せず、発行市場とのバランスが無視されていたことにある。改革の実施過程を振り返ると、改革によって発行会社数、発行規模、発行価格といった行政規制は全体として緩和されたが、市場による規律付け効果が発揮されなければならない。これは「三高」現象を背景に、改革の効果の一つとして、市場における株式供給が増加したことが挙げられる。市場の需給関係の変化に伴って従来のバランスが変化した結果、発行時のPERが低下し、頻繁に上場が行われるようになり、流通市場における株価の水準を下落させ、長期投資に重点を置いていた投資家が甚大な損失を被った。これこそが、中国のマクロ経済状況は欧米より望ましいにもかかわらず、株式市場が長らく欧米より低調であることの重要な原因と認めざるを得ない。客観的に見ても、流通市場の投資家は、本来負う必要のない新株発行体制改革の大きなコストを支払わされたのである。流通市場の投資家を犠牲にした改革が、流通市場の投資家の強い懐疑や反対を引き起こしたのは当然である。今後の改革に当たっては、いかにして投資家を保護するかが課題で、特に流通市場の投資家（最も利益を損なわれやすい立場にある）の利益保護を最優先すべきであり、流通市場における投資家利益保護制度の整備状況を改革プラン実施の判断基準にすべきであろう。

6) 改善が待たれる保証推薦制度の欠陥

新株発行体制改革の目玉である保証推薦制度には、改善が待たれる問題がなお多く存在している。中国の証券市場に保証推薦人（スポンサー）制度が導入されたのは2004年であり、その後、2008年末には改正「証券発行上市保薦業務管理弁法（証券発行上場における保証推薦業務の管理弁法）」が公布され、同時に「保薦人尽職調査工作準則（保証推薦人の職責遂行調査業務規則）」、「証券発行上市保薦業務工作底稿指引（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）」、さらに発行保証推薦書や保証推薦作業報告規則など一連の規則やガイドラインが制定された。「創業板（ベンチャー企業株式市場）」の創設に合わせ、2009年6月には改正「証券発行上市保薦業務管理弁法（証券発行上場における保証推薦業務管理弁法）」が公布された。2011年6月22日から2011年7月5日にかけて、証監会は「保証推薦業務の内部統制ガイドライン（保薦業務内部控制指引）」のパブリックコメント稿に対する意見公募を終えたが、同ガイドラインはまだ正式公布に至っていない。

新株発行体制改革では、保証推薦人に「最初のチェッカー」としての役割を持たせている。保証推薦人制度の導入過程を振り返ると、保証推薦人による職責遂行状況の調査及び推薦作業、フォローアップ監督の中で、多くの問題が噴出している。まず、保証推薦代表人の数が少なく、全体的な資質向上も必要であるほか、保証推薦代表人の報酬が労力に見合わず、職責が重大である。また、保証推薦機関と保証推薦代表人との職務分担が不明瞭で、保証推薦機関は内部統制を軽視している。こうした問題により、保証推薦人制度が新株発行体制改革において本来発揮するはずの役割が十分果たせず、保証推薦人制度の存在の根幹が揺らいでおり、保証推薦制度の見直し・改善が必要で、「保証推薦業務の内部統制ガイドライン」の早期公布が待たれる。

7) 証券会社の改革開放・革新発展に向けた制度的条件の整備

中国の証券会社の間では、業務の均質化、似通った収益構造が長らく深刻な問題であり、个性的かつコア・コンピタンスを持つ証券会社が少ない。その原因を突き詰めると、全体として証券会社のイノベーション能力や競争力が低いほか、歴史的経緯も関係している。つまり、発展途上特有のリスクへの対策のために、行政による強い規制や多数の制限的規定が存在しており、イノベーションの手法や差別化の余地が狭められている。中国でも証券市場の国際化が次第に進む中で、国際競争力を備えた投資銀行を育成することが求められており、業務範囲規制の段階的緩和により、投資銀行が各方面で競争に参加するための条件を整備する必要が出てきた。2012年5月初めには、監督当局が「關於推進証券公司改革開放、創新發展的思路与措施（証券会社の改革開放、革新発展の推進に関する考え方と措置）」のパブリックコメント稿について意見公募を始めている。同規定は、証券会社のイノベーション推進に向けた11種類の措置を明示しており、証券会社の多様な側面に対応した内容が盛り込まれている。公布後は当面の証券会社のイノベーション推進の綱領的文書となる。2011年4月、証監会は「關於証券公司証券自營業務投資範圍及有關事項的規定（証券会社の証券にかかる自營業務の投資範囲及びその関連事項に関する規定）」を制定し、証券会社の投資手段を増やしたほか、2012年10月25日には同規定の改正案に対するパブリックコメントを実施し、証券会社が独自サービスとして販売できる証券投資商品の範囲を広げた。「証券会社の改革開放、革新発展の推進に関する考え方と措置」では、今後について「レバレッジ率を適正に管理することを前提に、独自の証券投資商品の範囲を段階的に拡大し、最終的にはすべての場内・場外証券投資金融商品の取り扱いを認める。条件を満たす証券会社を対象に、法に適合する範囲で金融先物、商品先物、金現物取引、その他非証券金融商品への投資を認める」との方針を示しており、中国の証券会社は今後、業務範囲の拡大やイノベーション推進によって国際競争力を備えた投資銀行となる好機を迎えるであろう。

8) 上場会社従業員の持株制度管理弁法の適時制定

従業員持株制度は、上場会社の従業員が自由意思によって給与やボーナスなどの報酬の一部の運用を資産管理機関に委託し、流通市場から自社株を買い入れて長期保有し、株式権益を規定により従業員に分配する制度のことである。国外の成熟した地域では比較的広く採用されている制度である。上場会社にとっての目的は、同制度によって会社発展を従業員の利益に結び付け、従業員に目先の報酬だけでなく長期的な収益にも目を向けさせ、自社の成長や株式の将来的価値の上昇にも関心を持たせることである。上場会社にとって、従業員を会社の成長や経営決定に関与させるこうした制度は、安定的な人材の確保や会社の安定成長、株主価値の向上に役立つ。2012年8月4日、証監会は「上市公司員工持股計劃管理暫行弁法（上場会社従業員持株制度管理暫定弁法）」のパブリックコメント稿を発表して意見公募を始めており、同制度は従業員持株制度の規範化や管理の制度的裏付けとして、近く施行される見通しである。

9) 債券市場制度の更なる整備

中国の資本市場の整備過程において、債券市場の発展は株式市場に比べて著しく遅れており、株式による資金調達为主导的になっている。直接融資の手段が画一的なため、企業の資金調達方法の選択が制約されており、投資家にとっても資産配分の余地が限られ、金融システム全体

の安全や安定にも不利である。債券市場の発展状況を見ると、銀行間市場、銀行窓口、証券取引所は相互に分断された状況となっており、参入条件や審査方法、情報開示基準、信用格付け要件、投資家適格性確認制度や投資者保護制度などがそれぞれ異なっている。債券市場の健全な発展を推進するためには、まず債券市場の制度構築や銀行間市場・証券取引所の相互連携制度など、制度規範の整備に着手する必要がある。これには中国人民銀行や証監会、あるいはより上級の機関が部門間調整を行い、実効性のある債券市場制度を構築し、中国債券市場の実情に見合った制度設計を図る必要がある。

10) 資本市場の対外開放に関する法律制度の改善

中国の金融分野における対外開放は、着実な前進をみせており、その要をなす資本市場においても実質的な進展が見られている。合弁証券会社や合弁ファンド会社の認可、適格機関投資家（QFII、QDII、RQFII）の導入、中国企業の海外での証券発行による資金調達などが順次実現してきた。資金と上場会社の双方向的な対外開放に向け、今後は海外企業にも中国市場での上場や資金調達を認めることになる。 「国際板（海外企業株向け株式市場）」創設が必要であることはもちろん、資本勘定項目の自由化や外貨管理、会社の法的地位の認定など、「国内板（国内企業株向け株式市場）」の場合とは異なる複雑な問題も関わってくる。「公司法（会社法）」、「証券法」には、今後の対外開放に対応できる規範要件が存在せず、国際慣例に即した法律規定や制度規則の整備が待たれる。対外開放は動的かつ漸進的、系統的に、秩序立てて進めるべきであり（規模の上限、比率、参入基準、範囲などの規定の面などで）、関連の制度や規則は、国際社会との整合性を保ちつつ、適応と改善を重ねていくことが求められる。

3. 上場会社の業績

2012年、マクロ経済成長の減速に伴い、上場会社の業績は全体として悪化傾向となった。上海・深圳両証券取引所上場会社の2012年第1～3四半期報告によれば、上場会社の純利益と1株当たりの収益は、前年同時期に比べてそれぞれ2.07%減（2011年第1～3四半期は18.76%増）、5.74%減（第1～3四半期平均で0.394元、前年同時期は0.418元）であった。四半期データの分析によると、マクロ経済の安定の兆しもみられるが、2012年通年では上場会社の業績は、なお前年をやや下回るであろう。

筆者は国際環境や中国のマクロ経済運営、中国政府による調整政策などを総合的に分析した結果、外部要因やマクロ経済情勢、マクロ経済政策の調整などの影響により、2013年の金融政策や税制政策、収益予測などの要因は全体として買い手有利になるとみている。全体として、国内の資金調達環境は前年よりやや緩和され、民間需要の増加が続き、上場会社の販売環境がやや改善される見通しで、上場会社の全体的な業績は、2012年より好転するであろう。ただ、好転の初期段階にあるため、伸び率は限られるだろう。また、個々の上場会社の間で、業績の勢力図が変化するであろう。

経済成長モデルの転換を背景に、今後のマクロ政策では、経済成長のカギとなる投資の役割発揮や、経済成長の基盤となる消費の役割強化に力点が置かれるであろう。同時に、マクロ政策は経済構造の調整にも寄与し、市場環境が全体的に好転するにつれ、構造変化が進むとみられる。その影響で上場会社の業績も全体として好転し、業界間や業界内の上場企業の間でも勢力構造の変化が見られそうである。

金融政策は微小な調整に留まる見通しであり、国内の資金環境がやや改善される中、金融業が先んじてその恩恵を受けるであろう。業務規模の拡大、収益機会の増加、収益の高水準での安定成長が見込まれる。金利の市場化（自由化）に伴い、銀行金利の利ざやが縮小し、収益力が悪化するものの、融資規模の拡大や、オフバランス業務を主体とする新業務の開発で、資本市場の活性化により資産運用商品の良好な売れ行きが期待できるなど、有利な要因が悪影響を上回るであろう。銀行業の収益レベルは高水準を保ちつつ着実に伸びるであろう。また、海外市場に比べ、A株市場では銀行株に対する市場の評価が明らかに高い。証券業は資本市場、特に株式市場の値動きに最も敏感な業界であり、株式市場がひとたび活性化すれば、証券業の収益も伸びるであろう。証券会社は2012年、活発な革新業務開発を展開していた。資産管理や店頭市場、資金や証券の貸借、M&Aなどの新業務は今後、業績全体に実質的な貢献を果たすことが期待される。

「証券会社柜台交易業務規範（証券会社窓口取引業務規範）」が制定され、証券会社の窓口取引が始まり、試行対象となった証券会社にとって業務範囲の拡大は新たな成長分野をもたらすであろう。2013年の株式市場が全体として2012年より好調になると判断されることから、証券会社の収益水準も前年を大きく上回ると見込まれる。マクロ経済の安定化と好転により、保険業の収益も好転しそうである。長期的に見れば、中国では現在、保険に対する人々の意識が急速に高まりつつあり、成長産業となった保険業の収益水準は、今後かなり長期にわたって急伸するであろう。

経済成長のカギとなる投資の役割発揮という視点から見ると、国内の投資規模の拡大がやや加速し、大手建設会社、設備製造会社（高速鉄道関連業を含む）は、収益拡大の環境が整っている。

2013年に進むとみられる税制改革には、営業税の増値税への一本化の試行対象地域・業界の拡大も含まれる。財政部は現在、交通運輸業（陸運、水運、空運、パイプライン輸送）と一部現代サービス業（研究開発及び技術、情報技術、文化・クリエイティブ、物流補助、有形資産リース、鑑定・コンサルティングなど）での全国的試行措置に向けたプランの検討を急いでおり、時期を見て郵便・通信、鉄道運輸、建築・内装などの業界を試行対象に加える方針である。2012年1月1日、「営業税の増値税への一本化」の試行措置は、上海市の交通運輸業及び一部現代サービス業を対象として始まり、現在は9つの省・直轄市と3つの計画単列市が対象地域になっており、対象地域は今後さらに拡大しそうである。この試行措置は、構造的減税政策の要であり、対象地域・業界に直接恩恵をもたらす。現時点の対象は、交通運輸業と一部現代サービス業である。同措置は実質性のある好材料として、関連業界の上場会社の業績を大幅に押し上げるであろう。今後は試行対象入り濃厚な建設業、郵便・通信業、不動産販売などの業界や飲食業、娯楽業などのサービス業にも注目が集まるだろう。

都市化に関係する戦略型新興産業または消費関連産業の上場会社には、今後市場が拡大することが予想される。また、政策支援が見込まれる新エネルギー、新素材、家電、医薬品などの業界でも、業績向上の期待が大きい。

マクロ経済の安定と好転、及び投資規模拡大の観測を受けて、インフラ関連の建設業、セメント・建材、建設機械、道路・橋梁関連の業界では、業績が安定基調でやや上昇するであろう。

不動産業は中国において、発展性がなお良好な業界である。都市化が進む中、不動産業に巨大な潜在市場がもたらされている。ただし、リスク対策や不動産業の健全な発展を期するために、2012年中央経済工作会議では改めて「不動産市場に対する調整政策を引き続き揺るがず堅持しなければならない」との方針が示された。このことは、住宅価格抑制という中央政府の政策が変

ならず、不動産市場が大幅に上昇する可能性が小さい事を示しており、業績向上に対する過度の期待は禁物である。また、不動産関連の上場会社が強く認識すべきこととして、住宅価格の急激な上昇を回避しながら中国の都市化を進め、「農民から市民へ」を実現するために住宅問題を解決する中で、今後も存在感を示すために独自発展の道を探し出すことが、各不動産会社の直面する戦略的課題になる。大都市や一線都市（主要都市）、中心都市にのみ目を向けるばかりでは企業のリスク分散や総合的な発展にはつながらない。二線都市や三線都市（地方都市）、特に県レベルの市場の潜在力は巨大であり、育成や開発が待たれている。当然ながら、先に進出した者が市場の主導者となり、想定以上の収益を得るであろう。

大株主の持株買い増しや上場会社の自社株取得は、市場の参加者が特定の目的を果たすために市場情勢を踏まえて取る市場行動である。最近、株式市場では持株買い増しや自社株取得が活発で、こうした取引の主体は上場会社の支配株主（または大株主）や経営者、上場会社自身であり、他の投資家に比べて豊富な会社情報を持ち、情報の面で優位に立っている。持株買い増しや自社株取得は、当該株式の投資価値が高い一方、市場では低く評価されているとの判断による場合が多く、対象会社の業績は安定しているか、または良好な成長が期待できることが多い。

4. 資金の需給状況

全体として見ると、2013年は証券市場における資金供給が大きく増える一方、資金需要も前年に比べてやや増加し、資金の需給関係は全体としてやや供給過剰気味になると予想される。株式指数は資金の需給状況からの影響を大きく受けるであろう。

1) 資金供給

中央経済工作会議は2013年の方針として、「安定の中で進展を図る」という基調路線を示した。また積極財政と堅実な金融政策を続行し、堅実な金融政策の実施においては程度の調節に留意し、運営の柔軟性を強化するとともに、民間融資の全体規模を適度に増やし、貸出残高の適正な増加を維持する必要性を指摘している。実体経済の発展のため、資金調達コストの着実な引き下げが望まれる。2012年1～11月、国内の融資規模は14兆1,500億元で、人民元建ての新規貸出額は7兆7,900億元であった。通年の国内融資額は15兆円で、人民元建ての新規貸出額は約8兆3,000億元、2011年の約7兆5,000億元より大きく増加すると予想される。2012年末時点での通貨供給量（M2）の推定額（調整後の実質値）は95兆元を超え、前年末に比べ11.2%増加、全体として流動性がやや逼迫するとみられる。2013年の金融政策は全体として緩和され、法定預金準備率の小幅な引き下げと、小幅な利下げがありそうである。資金調達構造の面では、直接融資の伸びが引き続き間接投資を上回り、通年では民間融資規模は16兆5,000億元に達するであろう。新規貸出額は8兆7,000億元、2013年末時点での広義の通貨供給量（M2）は109兆元程度で約14%の伸びが見込まれる。

中国共産党第18回全国代表大会で明示された住民の所得倍増計画を実行に移すため、住民の所得増加に関する政策が次々と打ち出される見通しである。住民の所得増が見込まれることから、A株市場は低調を経て安定に向かい、市場の長期投資価値が顕在化し、投資による収益獲得機会が増え、場外資金の市場流入額が次第に増加している。2012年末、国務院は商業銀行による基金管理会社設立の試行対象を広げたが、これは貯蓄資金を資本市場に導く道筋の拡大に役立つものであり、当局は今後も機関投資家の市場参入を促す措置を徐々に打ち出すと見

られる。証監会は最近、保険資産管理会社など資産管理機関による公募ファンド管理業務を認めるための検討作業を進めており、より多くの資金を資本市場に導こうとしている。市場動向が活性化するにつれ、機関投資家の市場参加の意欲も高まり、QFIIの投資上限額（2012年4月に500億米ドルが上乗せされたため、従来の300億米ドルに加えて800億米ドルとなった。ただし、10月31日現在、承認済みの投資額はわずか335億6,800万米ドルに過ぎず、なお拡大の余地が大きい）規制が緩和されたほか、RQFIIの投資上限額も大幅に引き上げられた（2012年11月、従来の700億元に加えて2,000億元が追加され、総額2,700億元となった）。このため、当分は海外からの資金流入が大きく加速し、先進国の量的緩和政策により国際ホットマネーが膨れ上がる中、その相当部分が多様な経路から中国市場へ流入するであろう。資金力の大きな機関投資家などが競って「中国市場での底値買い」を試すなど、全体として市場資金の供給は前年より余裕が出てくるであろう。

総合的判断として、2013年は資本市場の資金供給量が大きく増加するとみられる。

2) 資金需要

資金需要という角度から見ると、市場参加者の資金調達ニーズはなお強い。

通年の相場動向から見ると、2012年の流通市場の値動きは2011年よりは好調であったが、上昇基調であった年初2カ月と年末1カ月を除けば、ほとんどの期間は下げ相場であった。さらに、前年の市場低迷の影響で、株式市場の資金調達機能は明らかに縮小した。

証监会ウェブサイトの統計データ（図表1）によれば、2012年1～11月のA株市場の資金調達総額は2,962億3,000万元（12月は資金調達がほぼ停滞）で、前年通年の5,073億700万元に比べて2,110億7,700万元の減少となり、減少率は41.61%に達した。このうち、IPOによる資金調達額が1,790億7,500万元減の1,034億3,200万元で、減少率は63.39%であった。増資による調達額（現金）は1,927億9,800万元で320億200万元減、減少率は14.24%であった。ただし、取引所の債券市場は、逆境ながら前年の好況を受けて引き続き大きく伸びた。2012年1～11月の債券市場での資金調達総額は2,103億1,000万元で、前年の1,704億4,000元を395億7,000万元上回り、増加率は23.18%となった。

証监会ウェブサイトのデータによれば、2012年12月20日には837社の企業が株式発行・上場待ちの状態にあった（これら企業の調達総額は約5,000億元）。市場の低迷が、企業の資金調達需要を阻む圧力となり（市場からの圧力、行政からの圧力を含む）、新株発行は4四半期にわたってほぼ停滞し、2012年10月に浙江世宝1社がIPOを行ったのみで、11月、12月

図表1 証券市場における資金調達

単位:億元)

期間	国内資金 調達合計	A株新規 発行	A株増資調達額				債券市場調達額			
			公募増資	割当増資 現金)	株主割当 増資	ワラント 行使	転換社債	ワラント債	社債	中小企業 私募社債
2008年	3596.16	1036.52	1063.29	361.13	151.57	7.20	55.60	632.85	288.00	-
2009年	4609.54	1879.00	255.86	1614.83	105.97	38.86	46.61	30.00	638.40	-
2010年	10275.20	4882.63	377.15	2172.68	1438.25	84.28	717.30	0.00	603.00	-
2011年	6780.47	2825.07	132.05	1664.50	421.96	29.49	413.20	32.00	1262.20	-
2012年1月～ 11月累計	5065.40	1034.32	104.74	1709.89	113.35	0.00	145.00	0.00	1895.27	62.83

(注) 本表の新規発行調達額はIPO上場初日時点での統計
(出所) 中国証券監督管理委員会ウェブサイトより筆者作成

の IPO 件数はゼロであった。証監会は、IPO 審査待ちの企業を分散させるために、①場外市場の整備を急いで資金調達の手段を増やす、②審査待ち企業が望んだ場合には場外取引を促す、③香港での H 株発行の条件を緩和する、④資金調達前及び審査待ちの企業による株式私募発行による資金調達の規制を緩和し、審査待ち企業による社債の発行を明確に認めることで資金繰りを助けるの 4 措置を打ち出した。こうした措置の実行状況や効果は、注視していく必要がある。このほか、増資による資金調達が計画している上場会社も、株価低迷のために調達規模を縮小したり、あるいは計画そのものを断念したりしている。市況が好転すれば、企業の資金調達の頻度や調達額が増えるであろう。創業板や「中小企業板（中小企業株向け株式市場）」では、IPO の頻度が更に早くなると予想される。上海市場の IPO 調達規模はさほど大きく増えないものの、増資による資金調達は増えるであろう。このほか、場外市場の発展や国際板創設、国債先物取引の導入などが実現すれば、ある程度の資金需要が生まれるであろう。ただし、試行措置の初期段階での需要は限られ、市場への影響は主としてマインド面に現れるであろう。

2013 年の証券市場の資金調達需要は、全体としてやや増加するとみられ、おおむね 9,000 億元（内訳：株式市場 5,000 億元、取引所債券市場 4,000 億元）程度と見込まれる。同時に、非流通株の売却解禁で多くの資金が吸収されるであろう（ただし、制度的制約や市場の変化により、現金化はやや落ち着くとみられる）。資金調達構造が変化し、2012 年の増資額（PO）は IPO での調達額を上回ったが、2013 年には両者がほぼ同規模になり、中小企業板、創業板では IPO が急増を続け、主役となるであろう。社債の発行も引き続き加速しそうである。

Ⅲ、2013 年の市場の展望

2012 年の A 株市場を振り返ると、市場要因は全体として売り手有利であった。年初には小幅ながら上げ相場となり M 字カーブを描いた後、下げ基調に転じ、12 月 4 日には上海証券指数が年初来安値（過去 4 年間の最安値でもある）の 1,949 ポイントまで下落した。その後 1 カ月は一転して約定件数が増えて上げ相場となった。上海証券指数は年初が 2,212 ポイント、最高値が 2,478 ポイント、最安値が 1,949 ポイントで、12 月 31 日は前年末の 2,199 ポイントを 70 ポイント上回る 2,269 ポイントで引けた。年足チャートでみると、上下のヒゲが短い（上に 209 ポイント、下に 263 ポイント）十字線に近い陽線である。マクロ経済の成長率が減速する中、2012 年の上場会社の業績は前年の史上最高水準から下り坂に入り、純利益、1 株当たりの利益ともにやや低下した。国内・国外のマクロ環境や上場会社の業績、資金需供などの要因を総合的に分析した結果、筆者は 2013 年の A 株市場の動向が 2012 年より大きく好転し、底入れを経て上昇に転じる一年となり、年足で見れば陽線になる可能性が高いとみている。

1. 発行市場の展望

1) 2013 年の IPO、増資の見通し

2013 年の発行市場では、中小企業板と創業板が引続き主役となり、IPO による資金調達額が増資による資金調達額とほぼ匹敵するであろう。下半期には、国際板が創設される可能性もある。

上海市場のメインボード（大企業株向け株式市場）では、超大型国有企業の制度改革と IPO

が相次ぎ、一部はすでに海外上場も果たしており、新規発行・上場の頻度は次第に落ち着くであろう。IPO による資金調達規模が急増する可能性は小さいが、2013 年内に国際板が創設され、レッドチップ銘柄の国内市場回帰が実現した場合は別である。中国の株式市場は成熟しつつあり、市場の急発展に伴う大型、超大型企業の上場ラッシュは落ち着き、単独会社による大規模な IPO は次第に減っている。一方で、成長中の上場会社の増資需要は次第に増えるであろう。今後は、メインボードでは、増資による資金調達額が IPO での調達額を上回る状況が常態化するであろう。増資需要の伸びは、上場会社の成長性をある程度反映していると言える。

全体として見れば、中国の上場会社（IPO 承認待ちの上場予定会社を含む）では、株式発行による資金調達を志向するケースが多く、資金調達環境さえ整えば、大きな需要が見込めるであろう。株式市場が急速に発展し、企業の資金調達の需要もかなり満たされているとは言え、多くの企業、とりわけ中小企業の資金調達需要は満たされておらず、2013 年に市況が落ち着けば、創業板や中小企業板での IPO が再び活発化し、社債発行も急増を続けるであろう。2013 年の証券市場での資金調達総額は 9,000 億元程度になるとみられる。

2) 2013 年の投資信託の見通し

投資信託は資金を貯蓄から投資へ動かす枠組みであり、資金を間接投資から直接投資へ移す重要な橋渡し役として、市場外の資金を市場内に導く役割を果たしている。直接投資を増やすには、ファンドの発展をテコ入れする必要があるが、証監会は 12 月 13 日、「ファンド審査制度の改革の深化にかかる問題に関する通知（原文：關於深化基金審核制度改革有關問題的通知）」とその関連規定を公布した。2013 年 1 月 1 日の施行に伴い、ファンド商品に対する審査制度は全面的に改革され、従来のファンド審査手順は撤廃され、通常商品であれば 20 営業日以内に審査が終了するようになった。この動きは、ファンドが「届出制」へ移行しつつあることを示しており、新たなファンド会社設立の承認までの審査期間も今後は短縮され、ファンド商品の発行数・頻度の大幅な増加に寄与するであろう。商業銀行はファンド管理・発行において大きな潜在市場が見込まれ、また銀行ならではの優位性があることから、国務院は 2012 年終盤に商業銀行によるファンド管理会社設立の試行措置の対象を再び拡大した。商業銀行は今後、ファンド発行の主な窓口として、ファンド発行に大きく貢献するであろう。証監会は現在、保険資産管理公司などの資産管理機関に公募ファンド管理業務を認めることを検討している。ひとたび試行措置が始まれば、ファンドの発展を促すであろう。さらには利下げ観測や、株式流通市場の活性化などの好材料もあり、2013 年のファンド発行環境は良好である。ファンド発行規模は再び爆発的に拡大し、資金募集額は 9,000 億元（内訳：エクイティファンド 3,500 億元、固定収益型ファンド 5,500 億元）に達すると予想される。

2. 株式流通市場の展望

総合的に分析した結果からは、2013 年の A 株市場の動向は、2012 年より大きく好転することが示唆される。流通市場の相場は完全に底入れして上昇の兆しを伺い、歴史的な大底を脱する可能性が大きい。全体として、筆者の予想は楽観的である。

1) 世界経済が中国 A 株市場に与える影響

2013 年の世界経済は、全体としては 2012 年に比べやや安定化するであろう。各国のマクロ

政策を受けて、経済成長は緩やかに好転し、中国の証券市場に影響を及ぼす国際的な要因は緩やかに好ましい方向へ進むであろう。米国経済は政策と市場の両方の影響を受けて好転し、米国の国内それぞれの勢力は「財政の崖」問題について妥協するであろう。最終的に、いつ、どのような妥協がなされるにせよ、経済に対する悪影響は長引かないであろう。欧州のソブリン債危機の今後の展望については、なお大きな不確定性があるものの、危機は徐々に後退する可能性が大きい。新興国の経済は、全体として安定化・好転の観測が強まる一方、インフレ圧力が再発する可能性もある。全体としては、好材料が次第に増え、悪材料は徐々に減るとみられる。

2) 中国経済が中国 A 株市場に与える影響

2013 年は、安定の中で進展を求めるマクロ政策基調において、経済成長にとっての投資の重要性や消費の役割が強調されており、経済成長に投資や消費の貢献度はやや強まるであろう。経済成長率は 2012 年よりやや高まり、通年の GDP 成長率は 8%以上と予想される。マクロ政策は積極財政と金融緩和にシフトし、A 株市場の底打ちを促すであろう。経済成長は 2012 年第 4 四半期に安定化の兆しが見えており、今後は緩やかな回復に向かうであろう。インフレ圧力再発の恐れはあるが、上場会社の業績も次第に回復基調に向かい、全体として買い手有利の要因が売り手有利の要因を上回るであろう。

3) 2013 年の中国 A 株市場の見通し

A 株流通市場は、通年では底入れを経て安定化、さらには回復に向かい、市場価格も底を打って上昇するであろう。安値は 2012 年と同水準と予想されるが、高値は前年を上回るであろう。特に問題が起きなければ、通年の上海証券指数は 2,000~2,700 ポイントの間で変動する見通しで、まず高値をつけた後、一旦値を下げて安値を試し、再び高値に戻すと予想される。悲観的な予想では、安値が一時的に前年の最安値を割り込む可能性を指摘する一方、楽観的な予想では高値が 2,900 ポイントに達するか、さらには 3,000 ポイントに届く可能性があると考えている。積極財政と堅実な金融政策の実施により、構造的減税や民間投資の導入、通貨供給量の増加、民間の資金調達規模の拡大、新規貸出、実体経済における資金調達コスト低下などが見込まれる。経済成長の基盤としての消費の役割強化や、経済成長のカギとなる投資の役割発揮などの面で、理想的な効果が上がり、経済成長は減速しつつも高水準を保ち、雇用の安定や住民所得の伸びにつながり、インフレ圧力の大幅な再発は起きないであろう。さらに外部要因に目を向けると、中国の対外経済、特に貿易相手先は多様化し、個別の国への依存度は抑えられており、対外貿易は安定基調の中でやや成長すると見込まれる。上海証券指数は 2,700 ポイントを突破し、3,000 ポイントの大台に届く可能性もある。

通年の流通市場には、金融システムに起因するチャンスが存在する一方、業界動向に起因するチャンスも多く存在する。マクロ政策や経済構造の調整、上場会社の業績、市場の評価である株価動向などの要因が、互いに関係しつつ、上場会社の株価に影響を及ぼし、株価が上昇すると同時に、企業間で相対的な株価が動的に変化するであろう。金融業の上場会社、例えば証券、銀行、保険、信託は市場全体に比べて好調となり、中でも証券関連株が最も上昇するであろう。例えばエネルギー、新素材、家電、医薬品など、都市化関連で、なおかつ戦略的新興産業に属する上場会社のうち、一部は想定外の急成長を遂げる可能性がある。投資拡大や構造

的減税の影響で、大型建設、設備製造（高速鉄道関連含む）、セメント・建材、建設機械、郵便・通信、現代サービス業などの上場会社も比較的好況が見込まれる。2012年の市場低迷期には、大株主による持株買い増しや、上場会社の自社株取得などの動きがみられたが、対象企業の株価は全体として伸び続けるであろう。創業板市場の発展をめぐる多くの問題に対して、市場では批判が噴出しているが、中小企業、特にイノベーション型の中小企業には活力や成長性といった強みが確かに存在し、市場が整備されれば、こうした優位性が市況に反映されるのは必然の流れである。創業板や中小企業板は全体的にメインボードよりも活発で、見どころが多く、一部の上場企業はそこから頭角を現して急成長を遂げ、株価の長期上昇を実現し、目を見張る成長率を達成する可能性を持っている。こうした銘柄は、取引禁止期間をすでに過ぎて、株式取引が完全に自由化された創業板または中小企業板の企業から現れる可能性が最も大きい。創業板指数、中小企業板指数は、上海証券指数や深圳成分指数を上回る好況となるであろう。

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、「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