



# 2014年の中国資本市場の展望<sup>1</sup>

李 永森\*

## 要約

1. 2014年の中国資本市場に影響を及ぼす主要な要素のうち、国際経済情勢としては米国の量的緩和政策（QE）の終了などが、国内経済情勢としては中立的かつ安定的な金融政策などがある。中国の経済成長率は低下しつつも穏やかに推移する見込みであり、2014年の中国資本市場を取り巻くマクロ環境、マクロ経済政策は中立的なものとなる。
2. 2014年以降しばらくの間、中国の資本市場制度の整備は、①「証券法」の再改正、②「先物法」の制定、③「上場会社管理監督条例」の制定、④「非上場公衆会社管理監督弁法」の改正、⑤「優先株試行管理弁法」の制定、⑥「私募ファンド管理監督条例」の制定、⑦新株発行制度改革の関連規則、⑧創業板（新興市場）の改革、⑨「上場会社従業員持株会管理弁法」の制定、⑩債券市場制度、⑪投資家保護制度、⑫資本市場の対外開放制度、を対象に進んでいくことになる。
3. マクロ経済の安定的成長への移行に対応して、上場会社の業績は落ち着いてきており、2014年は17%程度の伸び率が見込まれる。うち、上場証券会社、特に総合証券会社は、IPOの再開、店頭公開市場（新三板）の始動等の好材料を受け、2014年は業績が好転しよう。創業板上場企業では、業績の二極化が進もう。
4. 2014年の資本市場では資金供給、資金需要のいずれも拡大し、資金の需給関係はほぼバランスしよう。資金供給面では、機関投資家（企業年金、投資信託・ファンド、QFII）による資金流入が見込まれる。資金需要では、A株市場では2013年までの増資中心から2014年は新株発行も増加し同規模となり、また株式発行と公司債（上場会社債）の双方で資金需要が拡大しよう。
5. また、2014年の株式発行市場では、中小企業板や創業板が主力となろう。株式流通市場では、株価は底を打ち、バランスを取り戻してさらに上値をうかがう展開となろう。低PER銘柄の投資価値が見直され、上海の自由貿易試験区関連銘柄も注目され、宇宙航空、軍需、省エネ・環境保護、通信（第4世代移動通信事業（4G））、消費、医薬品等も投資テーマとなろう。

<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』2014年第1,2期掲載の「2014年の中国資本市場の展望」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

## I. 2014年の中国資本市場を取り巻くマクロ環境

全体として売り手にとって有利となる要因が支配する状況の下、2013年のA株市場の値動きは弱気基調での推移となった。上海総合指数は年間でみると2,150ポイントを軸に上下し、年間最安値は1,849ポイントと、2009年1月以来の安値を付けた。2013年12月31日の終値は2,115ポイントで、前年末の終値2,269ポイントより154ポイント下げ、下げ幅は6.79%であった。

2014年の資本市場を取り巻く環境を展望すると、中国の経済・社会のファンダメンタルズは安定する方向へ向かい、経済成長率は低下しつつも穏やかに推移する見込みである。マクロ政策においては、資源配分の決定的役割を市場に委ねることを提唱しつつ、政府の役割をよりの確に果たし、マクロ政策の安定性と継続性を維持し、積極財政や中立的かつ安定的な金融政策を継続するであろう。構造調整や安定成長、改革促進という目標に向け、財政政策においては税制改革がさらに進み、政府主導の投資活動はやや弱まりそうである。中国のマネーサプライは長期にわたり急速に伸び続けているため、2014年以降の相当期間、金融政策の基本路線はやや引き締め気味の中立的なものになると予想される。但し、急ブレーキは回避され、貸出・社会融資規模の適正な伸びを支えられる規模のマネーサプライは維持されるであろう。社会全体の資金需要は旺盛であり、金利の市場化に向けた改革、金融サービス構造をめぐる変化（インターネット金融がもたらす衝撃など）、資金の分布構造、中央銀行の姿勢とオペレーションなど多くの要素があるため、短期的かつ局所的な流動性の逼迫が起こる可能性はあり、金利上昇圧力や金融機関の間での資金争奪は今後も続くと思われる。

世界経済は緩やかに回復しており、ユーロ圏におけるソブリン危機への圧力は緩和されつつあり、最も困難な時期を脱する兆しが見えている。主要国のマクロ経済政策の乖離は緩和され、政策に対するスタンスは近づきつつある。米国が量的緩和政策（QE）を終了しようとする一方、ユーロ圏や日本ではQEが続き<sup>2</sup>、中国では中立的ながらやや引き締め気味の政策を採っていることから、一見すれば各国の政策は乖離しているかに見えるが、グローバル化が進み、各国の経済情勢やマクロ政策の影響が相互に作用している現在、経済運営やマクロ政策の乖離はさほど深刻にはならず、また長引くこともないであろう。経済回復の夜明けを迎え、保護主義の嵐がやや収束しつつあり、貿易環境は決して楽観できないものの、ある程度の改善は期待でき、経済の外部環境は総じて好転し始めている。全体的にみて、2014年は中国の資本市場制度の整備や革新が進み、上場会社の業績が着実に伸びるであろう。株式発行市場においては、資金調達機能が急速に回復し、市場規模が着実に拡大する1年になるとみられ、株式流通市場においては、年初には底を探る動きがまだ続き、弱気基調で始まるものの、その後は底入れし、弱気傾向から売り買いが拮抗し、さらには強気傾向へと転じるであろう。つまり、底入れから上昇へ転じる1年になると予想され、年足が陽線になる<sup>3</sup>可能性が高い。

<sup>2</sup> ユーロ圏ではQEはまだ始まっていない（訳者注）。

<sup>3</sup> この一文は、2014年は年末の株価が年初を上回るという見通しを意味している（訳者注）。

## II. 2014年の中国資本市場に影響を及ぼす主な要素

### 1. マクロ経済情勢

さまざまな要素を考えながら2014年を展望すると、国際経済情勢は2013年のわずかな回復を経て、2013年を上回る好調を示すと予想される。世界経済の成長率は低位で推移するものの、成長率はやや上がるであろう。各国のマクロ経済政策にも、新たな変化が現われそうである。米国がQEを終了するのはもはや既定路線であるが、終了のプロセスは時間をかけて段階的に行われるであろう。ユーロ圏のQEはまだ続くとみられるが<sup>4</sup>、強化されることはないであろう。日本のQEはまだ続くと予想される。新興国のマクロ政策は、今後も概ね中立的ながらやや引き締め気味の路線になりそうである。特に、米国のQEが終了すれば、新興国には引き締め気味のマクロ政策を取る余地が生まれてくる。保護主義の傾向は、世界経済がやや好転しつつある中で影を潜め、国際分業体制の再構築が、世界経済の低成長の中でゆるやかに進むであろう。ユーロ圏のソブリン危機はさらに緩和され、米国では想定以上に経済回復が進むであろう。世界の経済運営をめぐるリスクは、主に新興国が原因になるとみられる。経済成長率が鈍化し、雇用問題やインフレ圧力が拡大する中、インフレ防止のために引き締め策を取れば、経済成長の更なる鈍化を招き、失業率の上昇につながる。一方、成長率維持や雇用確保のために緩和政策を取れば、インフレ抑制が困難になる。このため、新興国はマクロ経済政策のパラドックスに直面している。現在、多数の新興国が既に、またはこれから、中立的ながらやや引き締め気味の政策、あるいは完全な引き締め政策に転じようとしており、経済成長率の減速はさらに続くであろう。世界経済への影響力の源泉は、新興国から先進国へ移りつつあり、2014年は、世界経済成長に対する新興国と先進国の貢献度がほぼ拮抗するであろう。

2013年、中国の経済運営は全体として安定し、マクロ政策の意図した方向へ進んだ。成長率は落ち着き、物価上昇率は安定し、インフレ懸念は抑制された。CPIは年間を通して緩やかに上昇し、月別の上昇率は最低を記録した1月の2.0%（前年同月比）から、2月と10月には最高となる3.2%に達し、通年（1～11月）のCPI上昇率は2.6%であった。この上昇率は前年と同程度であり、抑制目標である3.5%を大きく下回る。第1～3四半期のGDPは7.7%増（前年同期比）で、通年では7.7～7.8%程度と推定される<sup>5</sup>。これは2012年と同程度であり、目標値の7.5%を若干上回る。金融政策は中立的な路線が取られ、2013年（1～11月）の人民元建て新規貸出額は8兆4,000億元となり、前年同期の7兆7,000億元よりやや増える見通しであるものの、増加率は縮小しそうである。11月末現在、広義のマネーサプライ（M2）は107兆9,300億元で、前年同期比14.2%増、伸び率は0.3ポイント上昇した。マネーサプライは潤沢だが企業の資金繰りは逆に厳しく、金利の市場化が進み、マネーマーケットファンド（MMF）などの資金運用商品（理財商品）、インターネット金融などの金融イノベーションが次々と生まれている。その結果、銀行システムから資金が流出して流動性が逼迫し、6月と年末には資金不足によるパニックが起きた。市場の金利水準は、実体経済が支えられる適正値をすでに超えており、今後の円滑な経済運営を妨げる深刻な制約要因となりそうである。外需が好転せず、人民元レートが上昇するという二重の圧力の下、中国の貿易総額は2013年1～11月末で3兆7,704億9,000万米ドルに達し、

<sup>4</sup> 脚注2参照（訳者注）。

<sup>5</sup> 2013年通年の中国のGDP成長率は前年比7.7%となった（訳者注）。

前年同期を7.7%上回り（2012年の成長率は6.2%）、通年の成長目標である8%に迫った。うち輸出は2兆23億2,000万米ドルで8.3%増、輸入は1兆7,681億7,000万ドルで7.1%増、貿易収支は2,341億5,000万米ドルの黒字で、前年と同程度であった。経済成長に対する貿易の貢献度は一段弱まったが、安定しつつある。2013年（1～11月）の全国の固定資産投資（農業を除く）は39兆1,300億元で、前年比（上記前年同期比）の名目成長率は19.9%であった。前年に比べてやや減速しており、経済成長に対する投資の貢献度も一段と弱まったが、安定しつつある。2013年1～11月末の消費財小売総額は21兆1,300億元、名目成長率は13%（物価変動要素を考慮した実質成長率は10%）で、成長率は前年に比べ1.2ポイント下落した。経済成長に対する消費の貢献度はやや弱まり、内需拡大の観点からは好ましくない結果となっている。

2014年の中国の経済成長率は、2013年の減速を経て、安定成長の局面に入るであろう。予想では、通年で7.8%程度の成長率が見込まれる<sup>6</sup>。中国経済を取り巻く国際環境は依然として複雑かつ変化に富んでおり、不確定要素が多い。外需は低水準ながらやや回復し、2013年をやや上回りそうである。マクロ政策の影響を受け、消費や投資、対外貿易の成長率も、一旦低下した後に安定してやや回復し、経済成長に対する貢献度はやや強まるであろう。生産者にとって、全体的な経営環境はさほど好転しないとみられる。経済構造の転換は今後も続き、2013年末の中央経済工作会議では、安定基調の中で進歩を探る方針が維持された。この方針は、3年間にわたり続いている。同会議ではまた、改革や革新を経済や社会の各分野に浸透させ、マクロ経済政策の連続性と安定性を維持し、積極財政と堅実な金融政策を継続し、市場の活力を刺激しながら成長モデルの転換を加速することが指示された。積極財政の実行については、資金の利用効率を高め、構造的減税のための政策を整備し、営業税から増値税への一本化の対象分野を拡大するとした。さらに、安定的な金融政策の実施については、適正な程度を保ち、融資や社会融資規模の適正な拡大を維持し、資金調達構造や融資構造の改善と最適化を図り、直接金融の比重を増やし、金利の市場化や人民元為替レート決定メカニズムの改革を進め、金融の運営効率や実体経済への貢献を強化すべきとした。筆者の予想では、マクロ政策は全体として、2013年より緩和型の路線にはならないであろう。金融政策においては、金利の市場化を進める一方、中央銀行手形やレポ取引、リバースレポ取引、短期流動性オペ（SLO）、短期流動性ファシリティ（SLF）などによる流動性の調節に重きが置かれそうである。全体として、金融政策は中立的ながらやや引き締め気味の路線となり、通常的情況下では、政策金利の調整や法定準備率の調整はないと考えられる。インフレ観測が強くなれば、法定準備率又は政策金利が小幅上昇し、資金調達のコストが上昇する可能性がある。インフレ観測が強くならなければ、MMFなどの資産運用商品が急速に拡大し、インターネットによる金融イノベーションなどを受け、銀行からの資金流出は続くとみられ（長期的に見れば、中国の金融業の緩やかな構造変化の兆しになるかもしれない）、銀行システムにおいて資金不足パニックが繰り返し起こる恐れがある。流動性の逼迫を回避し、高水準の預金準備金率による銀行の効率悪化を解消するため、中国人民銀行が法定預金準備金率を引き下げられる可能性も排除はできない。マネーサプライは2013年と同じレベルの伸び率が保たれ、M2の伸び率は14%程度で推移するであろう。一方、新規貸出は通年で9兆5,000億元程度増える見込みである。財政政策においては、引き続き構造的減税が進められ、営業税の増値税への一本化の試行措置の対象範囲が広がるほか、不動産税（固定資産税）の試験導入も進められ、消費税の範

<sup>6</sup> 中国政府が設定した2014年の成長率目標は7.5%（訳者注）。

囲や税率構成も改正されそうである。また、財政支出の構造調整と並行して、緊縮財政が奨励されるであろう。積極財政が市場にもたらす影響は、全体的に大きい。マクロ経済政策が市場にもたらす影響は、概ね中立的である。注目すべきは、マクロ調整政策がどのような効果をもたらすかである。また、①海外の金融政策の方向性の変化が中国の金融政策や経済に及ぼす影響はどうか、②金利の市場化が金融システムや実体経済に及ぼす影響や、インターネット金融が中国の金融構造に与える影響はどれほどか、③2013年に発生した不良債権や局地的な金融リスクは抑制されるのか、④地方債務の今後の動向はどうか、なども注目される。

先進国の経済状況が2013年の予想を上回ったため、中国の輸出需要もやや伸びるとみられる。全体的にみて、2014年の貿易伸び率は2013年をやや上回り、通年の輸出入総額は4兆5,000億米ドル程度になる見込みである。

2013年第3四半期末現在、中国の外貨準備高は3兆6,600億米ドルで、外貨準備高の急速な伸びが続いている。米ドルの対人民元レートの仲値は、2012年12月31日の1ドル=6.2855元から、2013年12月31日現在の1ドル=6.0969元へと推移し、3.09%の元高となった。人民元の年間最高値は、1ドル=6.0969元、最安値が1ドル=6.2898元である。人民元は米ドルに対して上昇し続けている。注目すべきは、米連邦準備制度理事会（FRB）が2013年12月18日、翌年1月1日からQEに基づく長期国債購入計画を縮小すると発表したことを受け、米ドルが他の通貨に対して上昇したことである。人民元も米ドルに対して2日連続で値を下げた。2014年は、人民元の対米ドルレートは安定しつつも、上下に変動するであろう。但し、米ドルはユーロ、英ポンド、日本円など他の西側主要通貨に対して上昇しており、さらに他の要因も絡むため、ユーロ、英ポンド、日本円などに対して、人民元のレートは上昇すると予想される。国際資本は、流入と流出の双方向の動きが増えている。全体としては流入超過であるが、今後は短期的な変動の波が強まるとみられ、中国の銀行システムにも一定の衝撃を与えるようになるであろう。

総合的に分析すると、2014年の中国資本市場を取り巻くマクロ環境、マクロ経済政策は中立的なものである。

## 2. 資本市場制度の整備

2014年以降しばらくの間、中国の資本市場制度の整備は、以下のいくつかの面で進展するとみられる。

### 1) 「証券法」再改正作業の正式スタート

「証券法」は、証券市場に関する最も基本的な法律であり、2005年に大規模な改正が行われた。8年余りが経ち、この間に中国の資本市場は激的に変化している。非流通株改革が大きく進み、市場のイノベーションが活発化し、創業板市場（新興市場）や、株価指数先物などが登場し、国債先物取引も再開され、クロスボーダーの適格機関投資家であるQFII、QDII、RQFIIや合弁証券会社が急速に増え、資本市場での市場メカニズムの進展や国際化の動きが見られる。クロスボーダーの証券取引も増え、株式発行制度も改革されつつあり、管理監督機関では、現在、株式発行について従来の審査・認可制から登録制に移行させようとしている。このため、現行の「証券法」の多くの内容が、既に新しい状況や新しい変化に合わなくなっており、中には資本市場の発展を妨げるものすらあるため、「証券法」の改正は急務である。全面的かつ大胆に、未来を見据えた改正作業を進め、証券市場のイノベーションの余地を広げる必

要がある。中国証券監督管理委員会（以下、証監会）はこのほど、「証券法」の施行結果について総合評価を行い、法改正に必要な下地づくりを進めている。証監会の報道官は 2013 年 11 月 29 日の談話で、証監会は全国人民代表大会（国会）の財政経済委員会、法制工作委員会、法制弁公室などの部門と調整中であることを明らかにした。これは法改正の準備作業であり、今後の起草作業や草案審査に向けた地ならしである。「証券法」の改正作業は、近いうちに始まるであろう。

## 2) 「先物法」制定により先物市場を規範的かつ健全に発展

「先物法」は、1990 年代中頃、「証券法」と同時に起草が検討され、当時すでに全国人民代表大会での立法プロセスに盛り込まれていた。このうち、「証券法」は 1999 年 7 月 1 日から施行され、さらに数回の改正が加えられている。一方、「先物取引法」については、2006 年、全国人民代表大会の財政経済委員会が立法プロセスに入り、作業チームを編成した。しかし、実質的な動きは遅々として見られない。その間、中国の先物市場は急速に発展し、安定的に運営され、取引商品も絶えず増え、市場規模も拡大を続けている。中国の先物市場は今や、世界有数の商品先物市場に成長した。中国金融先物取引所が 2010 年 4 月 16 日に「上海・深圳 300 株価指数先物」の取り扱いを開始したことは、金融先物市場の幕開けと位置付けられている。2013 年 9 月 6 日には、18 年にわたり中断されていた国債先物取引が再開された。最新の「先物取引管理条例」改正条例は 2012 年 12 月 1 日から施行されたが、先物取引に関する各当事者間の関係を全面的に規範化し、先物市場の発展に関する基本的・制度的な問題を踏み込んで解決し、中国の先物市場が持続的かつ健全な発展のために必要な法的な保障を提供するためには、「先物取引管理条例」を「先物法」として法律にレベルを引き上げて制定することが急務である。

## 3) 「上場会社管理監督条例」制定の見通し

「上場会社管理監督条例」は、上場会社の管理監督の基本法であり、資本市場の重要な主体となる規範条例でもあるが、長らく制定が先延ばしになってきたため、上場会社の規範的運営や法に基づく監督の効果が大きく制約され、中国の資本市場制度の整備プロセスに影響を与えている。国務院（内閣）法制弁公室は、2007 年 9 月より「上場会社管理監督条例（意見請求稿）」についてパブリックコメントの募集を始め、既に 6 年余りが経過している。意見請求稿に基づく実際の起草作業は 2006 年から始まった。「上場会社管理監督条例」の内容は、会社のガバナンス構造や支配株主及び実質的支配者、証券発行、関連取引及び重要な信用保証提供、情報開示、管理監督などが含まれており、広範にわたりかつ複雑である。このうち国有株主の行為に対する監督措置や、同業者間競争、関連取引など、多くの内容が部門間の連携を要するものである。さらに、資本市場の急速な発展や変化を受け、意見請求稿に含まれる多くの内容が、もはや実際の市場運営に見合わなくなり、さらに修正を加える必要が出てきたため、証監会は新たな起草チームを立ち上げ、検討や検証を重ねている。筆者は、意見が分かれる内容の一部を棚上げにしたまま、パブリックコメントを早急に再度行い、条例の公布を優先した上で、その後実情を踏まえて適宜改正するのが望ましいと考えている。同条例の草案は再修正を加えた上で、近くパブリックコメントに付されると見られ、その後最終的に公布される見通しである。

証監会は 2001 年 8 月に「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」を発

表し、上場会社における社外取締役についての規定を打ち出した。2006年に始まる「上場会社社外取締役条例」の起草活動も既に7年余りが経過している。過去12年間、中国の上場会社では、社外取締役制度の運営や制度構築に関して、ある程度のノウハウが蓄積される一方、多くの問題が噴出しており、社外取締役制度の必要性そのものについての疑義も生じている。中でも際立った問題は、社外取締役の招聘や報酬の決定権が依然として上場会社の大株主に掌握されているため、社外取締役の独立性の問題が、今なお、制度設計上のレベルから根本的に解決されていないということである。

上場会社の社外取締役制度を系統的に再検討し、「上場会社監督管理条例」と合わせて「上場会社社外取締役条例」などの法令を制定することは、上場会社に対する外部からの規律を強化し、上場会社の内部管理の強化を図り、法令違反に対する罰則を強め、違反行為への対価を増加させることにつながる。こうして、同条例等は、上場会社の規範的な運営を促し、上場会社の信用構築に向けて具体的に措置を実行するための制度上の基盤となる。

#### 4) 「非上場公衆会社管理監督弁法」の改正

国務院の「全国中小企業株式譲渡システムに関する問題に関する決定」の各規定を実行していくためには、関連する業務規則や作業手順を改正する必要がある。これには、「非上場公衆会社管理監督弁法」の改正や、非上場民間会社の買収合併や再編に関する管理監督規則の制定が含まれる。

証監会は、2012年10月、「非上場公衆会社管理監督弁法」を公布し、2013年1月1日から施行した。これは、非上場の公衆会社<sup>7</sup>についての基本法規であり、新たな店頭公開市場（新三板）に対する監督について、系統的な規定を定めたものである。また、株主割当発行を実施した会社や、株主数200人以上で店頭公開していない会社も、同弁法の監督対象となる。中国共産党第18期中央委員会第3回全体会議（第18期3中全会）で示された、多様な資本市場の発展を加速する方針を推し進めるため、2013年12月14日、国務院は「全国中小企業株式譲渡システムに関する問題に関する決定」を発表し、多様な資本市場の重要な構成要素として、全国中小企業株式譲渡システムの性質、役割、位置づけを明確にした。この国務院決定に基づいて、「非上場公衆会社管理監督弁法」の関連条項を改正する必要性が生じたため、証監会は同年12月16日、「非上場公衆会社管理監督弁法」の改正案について、パブリックコメントに付した。改正案では、非上場公衆会社の株式の公開譲渡は全国中小企業株式譲渡システム上のみで行うことを明確にしたほか、非上場公衆会社の株式や債券による資金調達、資産再編などを認めている。これにより、コーポレートファイナンスや買収合併、再編などの道が開かれ、審査手順の簡素化と効率化が期待される。株主数200人以下の会社が株式の公開譲渡を申請した場合、証監会による審査・認可は免除され、全国中小企業株式譲渡システム上での審査を行う。同年12月27日、証監会は「「非上場公衆会社管理監督弁法」の改正に関する決定」を正式に公表した。

非上場公衆会社の買収合併・再編に関する監督規則も、今後早急に制定されるであろう。

<sup>7</sup> ①特定投資家に株式の発行または譲渡を行うことで株主が累計200人を超えるか、または②株式の公開譲渡を行うかのいずれかで、同時に証券取引所に上場されていない株式有限会社を指す（訳者注）。

#### 5) 「優先株試行管理弁法」の制定と公布

優先株は、普通株とは別に「会社法」が規定する種類株式である。優先株の保有者は、普通株の保有者より優先して会社の利益・剰余資産の分配を受けられるが、一方で会社の意思決定への参画については制約を受ける。中国の「会社法」132条は、会社が同法の規定とは別に種類株式を発行する場合について、国務院が別途規定を設けることができるとしている。2013年11月30日、国務院は「優先株の試行の展開に関する指導意見」を公布し、優先株の試行措置を段階的に進める方針を示し、一部の会社が優先株を発行するとの観測を裏付けた。優先株には株式、債券の両方の性質があり、優先株が発行されれば、企業の資金調達構造の改善が促され、債券市場と債券型ファンドへの投資にも一定の影響が生じると期待される。資金調達という観点から見ると、優先株の発行により、会社支配権には影響を及ぼさない形で資本金を補充し、発行者のレバレッジ率を低下させ、資本構成を改善することができる。投資の観点から見ると、優先株の収益は普通株より安定的で、債券より利回りが高く、償還は普通株より優先され、債券に次ぐ順序となる。優先株の試行措置は、中国の株式会社の株式の種類を空白を一つ埋め、株式の種類を豊富にするものである。指導意見の重要な関連規定として、証監会は「優先株試行管理弁法（意見請求稿）」についてのパブリックコメントを2013年12月13日に実施しており、証監会はパブリックコメント後に条文を修正後、早期に施行するとしている<sup>8</sup>。

#### 6) 「私募ファンド管理監督条例」の制定と公布

公開発行や公開取引という公開募集市場の急速な発展に伴い、非公開の私募市場も次第に活性化しつつあり、資本市場において無視できない重要な勢力となっている。公募と同様、私募も直接投資の性格を持ち、ベンチャー投資、株式発行市場、株式流通市場などのさまざまな分野に私募方式が浸透している。しかし、「私募」という特性から、情報の透明性は公募市場より大幅に低く、大きな情報の非対称性と高いリスクが伴う。また、資金規模、ガバナンス構造、投資先、運用モデル、マネジメント水準、収益率の面で、公募との格差は大きく、高いリスク、高い収益率、高い淘汰率、高い流動性（社員及び投資先）、高い投機性が私募の特徴となっている。

改正後の「証券投資基金（ファンド）法」（以下、基金法）は2013年6月1日から施行された。同法には非公開募集のファンドについて新たに一章を設けて定め、私募ファンドも管理監督の対象としている。しかし、非公開発行の株式に投資する私募ファンドは、依然として基金法上の調整を受けない。つまり、私募ファンドに対する現行の管理監督体制は変わらず、私募ファンドが公開発行株式に投資する場合は証監会の管理監督を受け、非公開発行の株式に投資する場合は、国家発展改革委員会の管理監督を受けることになる。私募ファンドに対する規定は、基金法の制定に先立つ市場の観測に比べれば大幅に不十分な水準となっており、残念と言わざるを得ない。非公開発行の株式に投資する私募ファンドに対しては、規範的な発展と有効な管理監督を実現しなければならない。このため、関連の制度ルールを整え、法律的な位置づけを明確にし、その情報開示や運用などの行為を規範化することで、私募投資業界の透明性を高め、制度の空白を埋め、私募市場の健全な発展の下地を整えることが必要である。証監会によれば、現在起草中の私募投資ファンド監督に関する法規では、私募証券投資ファンド、及

<sup>8</sup> 「優先株試行管理弁法」は2014年3月21日に証監会から公布され、即日施行された（訳者注）。



びベンチャー投資ファンドを含む私募株式投資ファンドなど各種私募ファンドを、すべて対象範囲に加える方針である。条文には、私募ファンドに対して証監会が公募ファンドとは別の適切な管理監督制度を適用することが明記される見込みである。「私募ファンド管理監督条例」は間もなく公布される見込みである。

#### 7) 新株発行制度改革の関連規則・措置の整備

株式発行を審査制から登録制へ移行させることは、資本市場全体に大きな影響を及ぼす改革であり、手順を踏んで進めていく必要がある。証監会は、2013年11月30日、「新株発行制度改革のさらなる推進に関する意見」を公布した。この改革は、株式発行を審査制から登録制に段階的に移行させるための重要な準備作業であり、その中核をなすのは株式発行の市場化と法制化であり、株式発行の各手続きにおいて市場に決定的な役割を持たせ、市場による規律付けを強めることが狙いである。新株発行制度改革の目標は、登録制への移行にあると言える。一方、中国の現行の「証券法」は、証券発行について審査・認可制（証券法10条：証券を公開發行する場合、必ず法律、行政法規で定めた条件を満たし、かつ国務院証券管理監督機関または国務院の委託を受けた部門の審査・認可を受けなければならない。法に基づく審査・認可を受けない場合、いかなる機関・個人も証券を公開發行してはならない）を採っており、2013年11月の改革は、現行の審査・認可制を前提とした改善である。従って、最終目標である登録制への移行に向けては、段階的な手続きを踏む必要があり、「証券法」の関連条項の改正を待つようやく実現できるものである。

新株発行制度改革を実現していくためには、関連規則を制定するなど、一連の準備作業が必要である。例えば、「証券発行・引受管理弁法」の改正案（2013年12月13日に発表済）では、旧株の譲渡方法<sup>9</sup>の制定、情報開示規則の整備などが盛り込まれた。証券取引所及び中国証券登記結算会社は、新株のオンライン割当発行に関する実施細則を制定する必要がある。証券取引所は、関連規則を制定し、取引システムを調整することで、新株上場初日の初値形成システムや、新株上場初期の取引システムを改善し、新株発行価格を基準とする上場初日の値幅制限などの制度を整えなければならない。これら準備作業は既に本格化しており、整然と進められている。

#### 8) 創業板（新興市場）の改革推進

創業板（新興市場）は本格運営が開始してから4年余りが経過し、新興産業の育成や、ハイテクや高成長ベンチャー企業への支援効果の面で成果を上げつつある。同時に、創業板の発展をめぐる、解決が待たれる多くの問題が存在する。例えば、①高すぎる上場基準を設けた結果、潜在力が見込める真のベンチャー企業が排除されていることや、②増資の仕組みがないため、急成長を遂げる上場企業の強い資金需要に応えられていないこと、また③上場廃止の制度が不完全であるため、優勝劣敗のルールが機能せず、上場廃止企業が少ないことなど、が問題として挙げられる。創業板が、成長型・イノベーション型の中小企業の育成という本来の目的に立ち返り、新生のイノベーション型中小企業のインキュベーターとしての役割を果たすためには、改革が必要である。上場基準を引き下げ、財務指標の基準を緩和することを主な内容とした

<sup>9</sup> IPO時の既存株主による保有株の売却（訳者注）。

IPO の制度改革を進め、上場会社の増資の仕組みを構築することが考えられる。現在、証監会は、創業板の改革をめぐる問題を検討中で、創業板での新規株式発行に関する管理弁法の改正に向けた検討を急いでいる。その狙いは、増資のための適切な制度設計を急ぎ、創業板における買収合併や再編に関する制度を整備し、情報開示規則を修正し、上場廃止制度を厳密に運用することなどである。全体的な考え方としては、創業板をイノベーション型・成長型中小企業のための資本市場のプラットフォームと位置付ける。修正後の「株式の新規公開発行及び創業板の上場管理についての暫行弁法」は、パブリックコメント後に公布され、創業板での増資に関する管理弁法や運営細則なども、今後相次いで制定される見通しであり、創業板の改革に向けた各種措置が着実に進むであろう<sup>10</sup>。

### 9) 「上場会社従業員持株会管理弁法」を適時に公布

従業員持株制度とは、会社が従業員の意思に基づいて、従業員に支払うべき給与や賞与などの現金報酬の一部を資産管理機関に預け、株式流通市場から自社株を購入して長期保有し、契約に基づき株式からの収益を従業員に分配する制度である。海外の成熟した市場では、広く行われている制度である。上場会社にとって、従業員持株制度は会社の発展と従業員の利益とを連動させることで、従業員が短期的な報酬だけでなく、自己の長期的な利益、ひいては会社の成長と将来の株価上昇にも注目するよう促す役割があり、従業員にとっては、会社の成長による果実を得るほか、経営上の意思決定にも参画する仕組みである。これは上場会社における人材の確保や定着に役立つ措置であり、会社の安定成長や株主の資産価値向上にも役立つ。2012年8月4日、証監会は「上場会社従業員持株会管理暫行弁法（意見請求稿）」についてパブリックコメントを実施し、現在すでに1年余りが経過している。2013年2月、国家発展改革委員会、財政部、人力資源・社会保障部が共同で作成した「所得分配制度の改革深化に関する若干の意見」が国務院から発表され、この中で、条件の整った会社を対象に、従業員持株制度の導入を支援する方針が明示された。従業員持株制度は、所得分配制度の一環である。このため、先述の「上場会社従業員持株会管理暫行弁法（意見請求稿）」は国務院の方針に沿って修正を加える必要がある。同修正には、企業成長の果実を従業員も含めて公平に得ることを考慮する形で企業の発展を効率的に実現することを目指し、所得分配構造を改善し、持株会に関わる各関係者の積極性を促し、中国の経済発展モデルの転換を促す内容が盛り込まれるであろう。また、公平性を保つためには、機会均等の競争環境を整え、所得分配の格差を縮小する必要がある。修正・改善後の「上場会社従業員持株会管理暫行弁法」は、近く正式に公布、実施される見通しであり、従業員持株制度の規範的発展や管理の制度的裏付けとなるであろう。

### 10) 債券市場制度のさらなる整備

中国の資本市場の整備状況を見ると、債券市場の発展が株式市場の発展より大きく遅れており、株式発行による資金調達に資本市場の主役となっている。直接金融のルートは画一的で、企業にとっては資金調達の選択肢に限られ、投資家にとっては資産配分の余地が狭められており、金融システムの全面的な発展に望ましくない状況である。債券市場の実情を見ると、銀行

<sup>10</sup> 「新規株式公開及び創業板上場管理弁法」と「創業板上場会社の証券発行管理の暫定弁法」が2014年5月14日に証監会からそれぞれ公布され、即日施行された。前者はIPO時の財務基準緩和等を、後者は特定投資家向けの小口かつ迅速な増資制度等を規定。（訳者注）。

間（インターバンク）市場、店頭市場、取引所市場にそれぞれ分断されており、参入条件や審査・認可方法、情報開示基準、信用格付け要件、適格投資家制度、投資家保護制度もそれぞれ異なっている。債券市場の健全な発展を促すためには、まず制度・規則の確立から着手する必要がある、これには各債券市場の制度整備、銀行間市場と取引所市場との相互アクセスなどが含まれる。これらの作業を進めるには、中国人民銀行、証監会、さらにそれらの上級機関との連携が不可欠であり、債券市場の制度構築の成果を早期に挙げるためには、中国の債券市場の実情に見合った市場制度システムを形成することが求められる。

#### 11) 投資家保護の国務院9条意見を実行し、投資家保護の仕組みを強化

中国共産党第18回大会、第18期3中全会で示された方針や、国務院による関連指示を徹底し、資本市場における中小投資家（個人投資家）の合法的な権益保護をさらに強化するため、国務院弁公庁は、2013年12月25日、「資本市場での中小投資家の合法的権益の保護業務の強化に関する意見（投資家保護のための国務院9条意見）」を公布した。この中で、中国の資本市場の実情を踏まえて、投資家の需要や合法的権益を保証し、投資家保護をめぐる積年の突出した問題を解決するべく、資本市場における個人投資家の権益保護制度を構築するよう求めた。同意見は、中国の資本市場における個人投資家の権益を保護し、資本市場の持続的かつ健全な発展を促進するための綱領であり、個人投資家が最も関心を寄せる収益回収の権利、知る権利、監督参画権、賠償請求権などの基本的な権利を見据えた、重点的な制度・規則である。

「投資家保護のための国務院9条意見」を着実に実行するためには、相応の制度を構築する必要がある。制度の構築対象には、統一的な適格投資家制度及び市場サービス規則の制定、投資回収システムの改善、内部情報の開示制度とその手順の整備、取締役会事務局など関連社員の職責強化、などが含まれる。さらに、自主性に基づく簡素化された情報開示規則を制定し、個人投資家の投票制度などを整え、個人投資家の紛争を解決し、上場会社の上場廃止リスクに対する対応制度や賠償救済制度を確立する必要がある。これらの制度や規則は、段階的に整備される見通しである。

#### 12) 資本市場の対外開放にかかる法律制度のさらなる整備

中国の金融分野において、対外開放は着実に前進している。金融の対外開放の重要な構成部分として、資本市場の開放も進んでおり、合弁証券会社、合弁投信会社、適格機関投資家制度（QFII、QDII、RQFII）、国内企業による海外での証券発行による資金調達などが段階的に実現してきた。資金や上場会社に国内・海外向けの双方向の開放を実現するために、今後は海外企業に中国国内市場での証券発行と資金調達を認め、国際板（外国企業向け株式発行市場）を創設する必要があることは言うまでもない。そのためには資本取引の対外開放や、外貨管理、会社の法律的な地位の認定等、国内企業向け株式市場にはない複雑な問題を解決する必要があるが、「会社法」、「証券法」にはまだ相応の規範要件がなく、国際慣例に合った法律・制度を制定することが必須である。国内資本の海外移動の面では、国内投資家による国際市場の利用やその規範化を促し、国内機関がクロスボーダー証券投資サービスを提供する場合の管理弁法や、国際的な監督・取り締まりの協力についての管理弁法など、関連規定を整える必要がある。対外開放とは、動的、漸進的、系統的に、かつ秩序立てて進められるプロセスであり（投資枠、比率、基準、範囲等の規定）、関連制度・規則は、国際協調をしながら、絶えず適

応と整備を重ねていくことが求められる。

### 3. 上場会社の業績

マクロ経済において、成長率の鈍化を経て安定成長へと移行することに対応して、2013年の上場会社の業績も、経済のファンダメンタルズの変化を概ね反映し、業績低下の動きも落ち着き、安定成長へと向かっている。「中国証券報」が発表した上海・深圳両証券取引所の上場会社の2013年の第1～3四半期統計によると、A株市場の上場会社2,467社全体の純利益は合計1兆7,192億5,000万元（前年同期比15.16%増）、主要事業の営業収入は19兆4,606億2,700万元（前年同期比10.14%増）で、業績は下げ止まり着実に回復している。2013年第1四半期及び上半期の開示資料によれば、純利益の前年同期比の伸び率はそれぞれ10.61%、11.49%で、第1～3四半期ではさらに15.16%へと徐々に拡大している。2013年通年でも、この傾向は維持されるであろう。2013年第1～3四半期の開示資料では、A株市場の上場会社の1株当たり収益（加重平均）は0.431円で、前年同期比で9.39%増と、同様の傾向を示している。

国際環境や中国のマクロ経済運営、政府の調整政策などを総合した筆者の分析では、2014年には、外部要因、マクロ経済情勢、マクロ経済政策調整などの全体的な影響は、中立的なものとして予想している。社会全体の資金環境は前年とほぼ同様で、民間需要は引き続き増加し、上場企業の販売環境はやや改善し、中国上場会社の全体的な業績は、2013年よりさらに回復し、業績の伸び率は17%程度になるであろう。また、上場会社によっては、業績に引き続き構造的な変化が見られるであろう。

金融政策の小幅な調整（堅実型ながらやや引き締め気味）や、金利の市場化、金融イノベーション（インターネット金融による衝撃、MMFなど資産運用商品の急発展、ノンバンクによるシャドウバンキングの影響）による金融機関離れなど、一連の影響を受け、金融分野の上場会社の業績は、全体として急成長を保っているが、構造変化も見受けられる。金融分野の上場会社の業績の伸び率は、全体的に非金融分野の上場会社より低くなるであろう。上場銀行の業績は、高めの伸び率を維持するものの、やや減速し、金融イノベーションを率先している銀行は、高成長を維持するとみられる。上場証券会社は、資本市場、特に株式市場に対して最も敏感な業界であり、IPO再開、店頭公開市場の実質スタート、市場取引規模の拡大、証券会社店頭取引の発展など、多くの好材料を受けて証券会社の事業範囲や規模は拡大すると見られ、業績は全体として大きく好転しそうである。全体として業務能力に優れ、事業開拓能力やイノベーション能力の強い総合証券会社の成長率は、業務内容が画一的な仲介型証券業者を大きく上回るであろう。強者は常に強いというシナリオが再現されることになるとみられる。上場保険会社の全体的な収益は引き続き伸び、市場の中で力強い成長を遂げてきた競争力の高い（事業イノベーション能力や事業開拓能力が高い）上場保険会社、市場化の進んでいる上場保険会社の業績の伸び率は、旧体制から移行してきた保険会社を今後も上回るであろう。長期的に見て、中国は現在、家計の保険に対する意識が向上する段階にあることから、保険業界は成長期を迎えつつあり、その収益レベルは今後長期にわたり急成長を維持するであろう。

積極的な財政政策は、今後も構造調整の中で役割を発揮するとみられ、構造的減税政策がさらに整い、引き続き改革の果実がもたらされるであろう。営業税を増値税へ一本化する試行措置の対象地域・業界はさらに拡大しそうである。交通運輸業や現代型サービス業を対象とする試行措置は、2013年8月1日からは12の省・市から全国へと拡大し、今後は対象業界を鉄道輸送、郵

便及び通信、金融サービス、建設・装備サービス、その他従来型サービス業（飲食・娯楽など）などに拡大するとみられる。増値税一本化の試行措置は、上場会社に恩恵をもたらし、上場会社の業績向上を促す実質的な好材料となるであろう。試行対象となりそうな業界に引き続き注目したい。

2013年9月29日、「中国（上海）自由貿易試験区」（上海 FTZ）が発足し、正式な運営を開始した。これは中国にとって、対外開放へ向けた重要な措置であり、世界との競争における自国の優位性の創出や、新たな経済成長分野の開拓に役立つであろう。上海 FTZ では、国内の他の地域とは異なる特殊な措置が適用され、金融サービス、商業取引サービス、航空・運輸サービスなどの分野が対外開放され、ネガティブリスト方式のマネジメントを導入することで試験区での企業競争を促し、企業の活力を高めている。上海 FTZ が実際の運営段階に入ったことは、試験区企業にとって大きな好材料であり、幅広い発展の余地がもたらされ、試験区内関連業界の上場会社は飛躍的な成長を遂げるであろう。とりわけ不動産、港湾、商業分野の上場企業で際立った成長が見込まれそうである。

創業板は、2009年10月30日の運営開始からすでに4年余りが経過している。創業板の上場企業は、当初の28社から355社（2013年末現在）にまで増えている。企業の成長の法則性に照らせば、会社はライフサイクルの初期において、概ね3、4年程度で大きく分岐点を迎え、急成長を遂げて発展軌道に乗る会社と、発展が順調に進まずに下り坂に入る会社に分かれ、二極化が進む傾向がある。中国の創業板の上場会社には、既にこうした二極化の兆しが見られるが、今後はますます顕著な傾向が見られるであろう。違反行為や偽造などの問題発覚で企業の業績が一変するのとは異なり、創業板の上場会社の業績の急変（好転または悪化）は必然の法則であり、次第に常態化するとみられる。成長し、拡大路線に乗るか（米アップル社、マイクロソフト社のように）、取り残されて上場廃止になるかである。2014年、創業板では、一部の上場会社が引き続き急成長を遂げる一方、業績の悪化や、一部では上場廃止に追い込まれる企業もあるであろう。

業界全体が急速な成長を遂げる分野は他にも考えられる。例えば、国家安全戦略の実施に伴い宇宙事業、軍需、大型設備、特殊素材などの業界は恩恵を受けるであろう。環境悪化が進み、国が環境保護問題への取り組みを重視する中、環境保護分野の上場会社も業績向上が見込まれる。2013年12月4日、工業情報化部は、中国聯通（チャイナユニコム）、中国電信（チャイナテレコム）、中国移动（チャイナモバイル）に第4世代移動通信事業（4G）の免許を交付し、中国の通信産業は4G時代に突入した。これにより、4G関連の通信サービス会社、設備・端末メーカーは直接の受益者となり、関連上場企業の業績向上も促されそうである。電子情報や関連家電メーカー、医薬品などの業界でも、上場会社の急成長が見込まれる。

#### 4. 資金の需給状況

全体として、2014年の資本市場では資金供給、資金需要のいずれも拡大し、資金の需給関係はほぼバランスするであろう。

##### 1) 資金供給

2013年12月の中央経済工作会議では、2014年の経済運営について、安定基調の中で進歩を探るという全体方針を打ち出し、積極財政と安定的な金融政策を継続するとした。さらに、安定的な金融政策の実施について、銀行貸出や社会融資規模の適正な増加を維持し、資金調達構

造や貸出構造の改善と最適化を図り、直接金融の比重を高めることで、金融の運営効率や実体経済への貢献を強化する必要があると指摘した。2013年1~11月の資金調達規模は、16兆600億元で、前年同期比で1兆9,200億元増加した。人民元建て新規貸付は8兆4,000億元で、前年同期の7兆7,000億元と比べてやや増加したが、増加率は減速している。11月末現在の広義のマネーサプライ（M2）は107兆9,300億元で、前年同期比14.2%増、伸び率は前年同期比0.3ポイント上昇した。全体として、流動性には比較的余裕がある。一方で、銀行システムにおいては2度にわたる流動性危機が起きたが、その主因は金利の市場化、MMFなど資産運用商品の急速な増加、インターネット金融などの金融イノベーションによる銀行システムからの資金流出であり、これにより通貨の分布の構造変化を招き、各市場参加者が資金を奪い合ったことが資金不足につながったとみられる。筆者の予測では、2014年通年の資金調達規模は19兆元を超える見通しで、年末時点の広義のマネーサプライ（M2）は126兆元、伸び率は14%程度と予想される。新規貸出（実行ベース）は9兆5,000億元程度と予想される。マネーサプライの急拡大が続いて膨大な資金がストックされ、さらには2014年の中立的な金融政策下でも適度な増加が見込まれるため、全体として十分なマネーサプライが期待できるであろう。

マネーサプライは十分ながら、資金の分布構造の変化が、資本市場における資金供給に影響を及ぼすと見られる。直接金融の比重を増やし、金融運営の効率を高め、実体経済に対する金融の貢献を強化するためには、資金が実体経済に注入されるまでの過程を短縮する必要があり、金融システム内での資金循環を減らすためには、資金を直接金融の分野に誘導する必要がある。

2013年12月6日、財政部、人力資源・社会保障部、国家税務総局は合同で「企業年金、職業年金の個人所得税についての問題に関する通知」を発表し、2014年1月1日以降、企業年金や職業年金の個人所得税について、課税繰延措置を実施するとした。この中国版「401K」の正式導入を見込んで、人力資源・社会保障部の統計によれば、2013年第2四半期、企業年金基金は累計で5,366億6,500万元となった。基金の規模は毎年2,000億元程度拡大すると見込まれる。証監会によれば、企業年金及び職業年金は専門の資産管理機関が資本市場で運用し、資産価値の維持や向上を図ることになっており、今後は、各種長期資金の参入を促し、資本市場との良い連動効果を促す方針である。企業年金など長期資金が今後相次いで参入することで、市場の資金はさらに潤沢になるであろう。

2013年3月4日、中国銀行業監督管理委員会（銀監会）は、商業銀行による基金管理（投信）会社設立の試行対象を拡大し、都市商業銀行も新たに対象に加えられた。商業銀行による投信会社の設立を認める措置は、貯蓄資金を資本市場へ取り込むための道筋を拓くものである。2013年2月18日、証監会は「資産管理機関による公募証券投資基金管理業務の展開についての暫行規定」を公布したが、これは公募ファンド業務の門戸が証券会社、保険資産管理会社、私募ファンド、株式投資機関等にも開かれたことを意味しており、ファンド業界の発展や、資本市場への資金流入ルート及び流入規模の拡大に有利である。2013年12月8日、証券会社系の資産管理会社・東方紅資産管理が、証券会社として国内で初めて公募ファンド業務の免許を獲得し、同年12月30日から全国向けに初の証券会社が組成した公募ファンドを発売した。初の保険会社系投信会社である国寿安基金管理有限公司も、同年9月30日に証監会の審査に合格した。

QFIIの運用枠は全体で800億ドルであるが<sup>11</sup>、2013年11月29日時点で認可された各社の運用枠の合計はわずか492億5,100万ドルで、なお拡大の余地が大きい。RQFIIの運用枠は全体で2,700億元であるが、2013年11月29日時点で認可された各社の運用枠の合計はわずか1,446億元であることから、やはり拡大の余地が非常に大きい。今後、外資参入規制が段階的に撤廃されれば、外国機関投資家などの海外からの資金が中国市場における投資資産を拡大する可能性がある。

このほか、今回の株式発行制度改革とIPO再開に伴う重要な措置の一環として、オンライン割当方法の改善が挙げられる。この方式では、オンライン購入者を、売却制限のない株式を一定数保有する投資家に限定し、投資家の保有株式（売却制限なし）の時価や購入資金量を総合的に考慮し、番号を割り振って抽選を行う。換言すれば、改善後のオンライン割当方法では、上場会社の売却制限のない株式を一定数保有していることが購入の条件であり、保有株式の時価や購入資金量が考慮され、購入代金の前払いが必要となる。この規則は、株式流通市場の投資家による長期的な保有を奨励する効果があり、取引場外の資金を流通市場へ引き入れることに役立つものである。

主要都市において不動産購入制限措置が続いているほか、不動産の統一登記制度が導入されるとの観測があり、また腐敗撲滅が強化されていることから、これまで不動産市場へ流れていた資金が、別の投資先を求めている。投資資金は利益獲得が主目的であり、収益を求める資本の性質上、さまざまな投資先や市場での投資機会を絶えず求め、価値が低く評価されている資産を発掘し、より高い収益を挙げようとする。A株市場は相場下落を経て安定に向かいつつあるため、長期投資の価値が生まれ、利益獲得のチャンスが増え、取引場外の資金を呼び込みやすい状況になっている。

総合的に判断すると、2014年の資本市場の資金供給は、全体として潤沢であるだろう。

## 2) 資金需要

資金需要という観点から見ると、市場参加者内部の資金需要が比較的強いことが言える。

通年の状況から見ると、2013年の株式流通市場は、2012年と同様に大きく上下し、さらに2012年よりも弱含みで推移した。2009年8月4日の株価反発で3,478ポイントを付けて以来、相場の弱気傾向が長期間続いている。このような弱気相場において、株式市場の資金調達能力は大きく弱められている。浙江世宝（証券コード002703）が2012年10月26日にA株市場での新株公开发行（IPO）を実施し、11月2日から深圳証券取引所の中小企業板上場したのを最後に、IPOの手続きは停止したままで、2013年はA株市場でIPOを実施した企業は1社もなかった。

証監会ウェブサイトの統計データによれば（図表参照）、2013年1～10月のA株市場における資金調達金額は2,448億4,300万元で、通年に換算すると2,938億元となり、前年の2,817億4,500万元とほぼ同水準である。うちIPOは年間を通じて停止状態にあった。一方、この増資による資金調達（現金）は、すでに2012年通年の1,920億3,400万元を528億900万元上回っている。IPOが停止する中、上場会社は増資や株式割当により資金を調達しており、市場の強い資金調達需要を示している。証券取引所の債券市場でも同様に、強い資金調達需要が示

<sup>11</sup> 2013年7月12日、証監会は、QFIIの運用枠を800億ドルから1,500億ドルに更に引き上げている（訳者注）。

図表 資本市場における資金調達統計表

(単位: 億元)

期間	国内資金 調達金額	A株新規 発行金額	A株増資金額				債券市場資金調達金額			
			公募増資	第三者 割当増資 (現金)	株主割当 増資	権利行使	転換社債	ワラント債	公司債 (上場 会社債)	中小企業 私募債
2008年	3,596.16	1,036.52	1,063.29	361.13	151.57	7.20	55.60	632.85	288.00	-
2009年	4,609.54	1,879.00	255.86	1,614.83	105.97	38.86	46.61	30.00	638.40	-
2010年	10,275.20	4,882.63	377.15	2,172.68	1,438.25	84.28	717.30	0.00	603.00	-
2011年	6,780.47	2,825.07	132.05	1,664.50	421.96	29.49	413.20	32.00	1,262.20	-
2012年	5,393.22	897.11	19.92	1,801.53	98.89	0.00	157.05	0.00	2,324.97	93.75
2013年1- 10月累計	5,510.53	0.00	48.42	1,779.96	620.05	0.00	250.31	0.00	2,572.71	239.08

- (注) 1. 原データは証监会ウェブサイト  
 2. 中小企業私募債は、発行から上場取引までの間隔が長く、不確定要素も多いことを考慮し、本来は取引開始日ベースで統計するところを、保管登録日ベースの統計に変更した。既存データについても、遡って修正を加えた。  
 3. 本表のうち、新規発行による資金調達額は、IPO 上場初日のデータを基に集計した。

(出所) 中国人民大学・金融証券研究所

された。これまで続いてきた力強い需要拡大を引き継ぎ、2013年1～10月の債券市場における資金調達総額は3,062億100万元、通年換算で3,674億4,100万元となり、2012年通年の2,575億7,700万元を1,098億6,400万元上回り、増加率が42.65%に達するなど、更に力強い伸びが続いている。

A株のIPOは、1年余りの停止を経て2014年1月に再開する予定であり、約50社が同月の新株発行と上場を予定している。

証监会ウェブサイトで発表されたIPO申請企業の基本データを基に統計にすると、2013年12月26日現在、752社がIPO待ちの状態である(このほか、295社が各種原因によりIPO申請を取り下げ、あるいは証监会が審査を打ち切っている。内訳はメインボードが155社、創業板が140社となっている)。IPO待ち企業の内訳は、上海証券取引所が177社、深圳証券取引所が309社、創業板が266社である。証监会は、これら会社の審査を終えるには、1年程度が必要と見込んでいる。筆者の予想では、2014年にIPOを実施する企業は400社を超え、通年のA株市場におけるIPO資金調達金額は3,000億元程度になるとみている。1年余りにわたるIPO停止で、抑えられていたIPOによる企業の資金調達の需要が顕在化し始めている。このほか、A株市場上場会社の増資による資金調達金額(現金)は2013年に比べやや増えて2,500億元程度になり、引き続き第三者割当増資が主力になるであろう。一方、証券取引所における債券発行も引き続き増えるが、伸び率はやや低下して20%程度に落ち着き、資金調達金額は4,500億元程度になるとみられる。

このほか、店頭公開市場など場外市場の発展により資金が吸収され、一定の資金需要が生まれそうである。但し、取引所市場からの資金流出はさほど大規模にならないであろう。その主な原因としては、店頭公開市場は上海・深圳の両証券取引所に比べて規模が小さく、現行規則では第三者割当増資が唯一の資金調達手段であるため、必然的に調達規模が小さくなるのが指摘されている。公開基準は創業板よりも低く設定されており、財務指標や収益に関する要件もない。会社の大半がライフサイクルで言えば創業板上場企業よりも早期の段階にあるため、成長の不安定性やリスクがより大きい。店頭公開市場は、取引所市場との棲み分けで多様な市



場を形成しており、リスク選好性のある投資家に適している。店頭公開市場の投資家はベンチャー投資家が中心で、資金源は機関投資家であり、ベンチャー投資資金や機関投資家の運用資産の一部である。

2014年の資本市場における資金調達の需要は、全体としてやや増える見通しであり、1兆元程度（うち株式市場が5,500億元程度、取引所債券市場が4,500億元程度）になりそうである。保有株の現金化が解禁されれば、大量の資金が吸収されるであろう（但し、制度的制約や市場の変化により、現金化の波はやや落ち着く見込みである）。資金調達の構造を見ると、2013年にはなかったIPOによる資金調達が再開するため、増資頼みの状況は一変し、A株市場では新株発行と増資の規模がいずれも増え、取引所市場では株式による資金調達と債券による資金調達の両方が増えるであろう。中小企業板、創業板はIPOの主役となり、メインボードを上回るペースでIPOが増えそうである。負債による資金調達では、社債の発行が引き続き高い比率を占めるほか、中小企業の私募債券の発行もさらに加速するであろう。

総合的な判断として、2014年の資本市場における資金需要は、前年より大幅に伸びるとみられる。

2014年の資本市場における資金需給はほぼバランスし、需給いずれも拡大する見込みとなっている。

### Ⅲ. 2014年の市場の展望

2013年の中国A株市場は全体として大幅な変動と弱気市場の基調となり、通年で見ると、2,150ポイント前後で相場が推移した。2013年の年初は2012年末の上昇を引き継いでさらに上昇し、2013年2月18日に年最高値の2,444ポイントをつけた後、一転して下落した。5月には上昇局面となり、5月29日に2,334ポイントを回復したが、その後はさらに下落し、6月25日には年間最安値の1,849ポイント（2009年1月以降の最安値）まで下げた。その後、緩やかに上昇し、2,150ポイント前後にまで回復している。2013年12月31日の終値は2,115ポイントで、2012年末の終値2,269ポイントより154ポイント低く、下げ幅は6.79%に達した。年足を見ると、266ポイントという長い下ヒゲつきの短い陰線である<sup>12</sup>。自由貿易区関連株などの構造的なチャンスによる上昇相場やテーマとなる材料が見られたものの、市場全体としては大幅な変動と弱気市場が基調となった。市場最高値をたびたび更新した米国株式市場とは対照的であり、上海総合指数とダウ・ジョーンズ工業株価平均指数をグラフで比較すると、ワニロが開くように正反対の動向を示している。

国内外のマクロ環境や上場会社の業績、資金需給などの要素を総合的に分析すると、2014年のA株発行市場の資金調達機能は、急速に回復し、市場規模は着実に拡大するであろう。流通市場の市況は2013年を上回るが、引き続き底を探る動きもあり得る。当初の底を探る段階では弱い値動きとなるが、その後は底入れし、弱気市場を脱して売買が拮抗する局面に転じ、さらには強気の展開になると見込まれる。2014年は底を打ち、バランスを取り戻しつつ、さらに上値をうかがう一年となり、年足が陽線となる確率が高い<sup>13</sup>。

<sup>12</sup> この一文は、2012年の終値に比べて2013年の終値が低いこと（陰線）と、2013年の最安値に比べて2013年の終値が266ポイント上昇していること（下ヒゲ）を意味している（訳者注）。

<sup>13</sup> この一文は、2013年の終値に比べて2014年の終値が高くなる（陽線）という見通しを意味している（訳者注）。

## 1. 株式発行市場の展望

2014年の発行市場では、IPO再開を受けて新規株式発行による資金調達金額が急増すると見られ、資金調達規模や件数では、中小企業板や創業板が主力となるであろう。IPOと増資の資金調達規模は同程度となると見られている。

上海取引所のメインボードでは、一部の超大型国有企業が相次いで制度改革を経てIPOを実施する見通しである。その一部はすでに海外で上場している。IPO待ちの企業177社のうち、超大型企業は少なく、国際板の創設や、レッドチップ株<sup>14</sup>の国内市場回帰が年内に実現する可能性は低いため、IPOの平均規模は大きく縮小するであろう。IPOによる資金調達規模、件数は、今後も深圳A株市場に及ばないであろう。注目すべき事として、中国の株式市場は現在成熟しつつあり、市場の急発展に伴い、大型・超大型企業が次々と上場を果たし、単独企業による大規模なIPOによる資金調達は、すでに減少局面に入りつつある。一方、上場会社においては、発展・大規模化の過程において、増資による資金調達の需要が増えつつあり、メインボードにおいては、今後、増資の規模がIPOを上回る状況が常態化するであろう。増資による資金調達の増加は、上場会社の成長性をある程度反映している。

全体として、多くの中国の上場会社（IPO待ちの企業を含む）の間には、株式発行を通じた資金調達を行いたいとの考えが広がっており、環境さえ整えば大規模な資金調達の需要が生まれる。株式市場が急発展し、企業の資金調達需要が最大限に満たされているはずであるが、多くの企業、とくに中小企業の資金調達需要は満たされていない。2014年のIPO再開後、創業板や中小企業板における新株発行・上場が再び加速し、IPO実施件数及び資金調達額は上海A株市場を上回り、公司債（上場会社債）の発行も引き続き急速に伸びるであろう。2014年、資本市場の資金調達金額は1兆元程度となり、このうち株式による資金調達金額は5,500億元程度に達する見通しである。

投資ファンドは、マネーを貯蓄から投資へと移動させ、またマネーを間接金融から直接金融へと導く仕組みであり、市場の外にある資金を市場の中の資金へと変える役割を担っている。直接金融を増やすためには、投資ファンドの発展が欠かせない。2013年1月1日、ファンド商品の審査・認可制度に重要な変更があり、ファンド商品の審査・認可制度が廃止され、通常ベースで商品の審査が20営業日以内に完了することとなった。このことは、ファンドの発行が「登録制」に移行しつつあることを示している。商業銀行はファンド運用分野において大きな市場と先天的な優位性を持ち、商業銀行による投信会社設立の試行措置が拡大されれば、ファンド発行の主役としてより大きな役割を果たすであろう。また、公募ファンドの設立が、証券会社、保険資産管理会社、私募ファンド、株式投資機関などに認められるようになれば、ファンド事業の発展が促され、新たなファンド会社の審査も加速する。公募ファンドの発行が促されると、ファンド商品の発行数や頻度が大きく増え、貯蓄を段階的に資本市場に導き、資本市場への資金流入ルートと流入規模が拡大するであろう。さらに、A株市場の長期的な投資価値が上昇し、流通市場の資金吸収力が強化され始めていることを考えると、2014年のファンド発行をめぐる環境は良好と見込まれる。予想では、2014年通年で400種類以上の新ファンド商品が発行され、募集資金額は7,000億元を超える見込みである。

<sup>14</sup> 香港市場に上場している中国企業の株式（訳者注）。

## 2. 株式流通市場の展望

総合的に分析すると、2014年のA株流通市場の市況は2013年を上回るが、底を探る動きはなお続く可能性がある。当初は弱い展開で始まり、相場の底入れを経て、弱気市場を脱して売買が拮抗する局面へ、さらにはやや強気の相場に変化するとみられる。2014年は、底を打ち、バランスを取り戻してさらに上値をうかがう展開となり、年足は陽線となる確率が高く<sup>15</sup>、歴史的な底入れとなりそうである。全体として、筆者の市場予測は2013年に比べてやや楽観的である。

2014年、世界経済は全体として、2013年の回復段階から、好調な方向へ緩やかに移行すると予測される。経済回復の兆しが見え、成長率はやや加速し、中国の貿易環境はある程度改善されるであろう。全体として、外部経済環境はやや好転し、中国の資本市場に影響を及ぼす国際的要因も好ましい方向へ転じるとみられる。米国経済の回復の確実性が高まる一方、ユーロ圏ソブリン危機の圧力も次第に弱まりつつあり、世界の主要国間における経済政策の方向性の乖離が解消され、互いの立場は近づきそうである。中国の経済・社会のファンダメンタルズは安定しつつあり、経済成長率も一段階減速した後安定し、今後もマクロ政策の安定性と連続性は維持され、積極財政と中立的で安定的な金融政策は引き続き維持されるであろう。資本市場は政策や市場の内部要因の影響により、今後次第に安定するであろう。

安定基調の中で進歩を求めるマクロ政策の下、2014年の中国経済の成長率は、2013年に一段階減速した後安定成長に向かうと見られ、予測では通年で7.8%程度の成長率が期待できるであろう。消費、投資及び対外貿易の成長も、一段階減速した後、安定に向かい、やや回復すると見られ、経済成長に対する貢献もやや増えそうである。経済構造の転換は、なお続くであろう。中国の上場会社の全体的業績は、2013年よりさらに回復する見込みである。また、上場会社の間での業績構造の変化が進むであろう。資本市場においては資金供給、資金需要とも増加し、資金需給関係がバランスしそうである。株式発行市場においては、資金調達機能が急速に回復し、市場規模が着実に拡大し、IPO再開を受けて新規株式発行による資金調達が急速に増え、中小企業板と創業板がIPOの主演となるであろう。規模の面から見れば、IPOと増資は同程度とみられる。先述の要因の影響により、A株流通市場も、弱気基調での乱高下から、安定へと向かうであろう。

通常の状態を想定すれば、2014年通年のA株流通市場の上海総合指数は、1,900ポイントから2,700ポイントの間で推移するであろう。一年を通して見ると、乱高下しつつ底を探る動き→落ち着く→乱高下しつつ上昇→下落して落ち着く→上値を伺う展開、一の流れで推移しそうである。A株流通市場はなお上下変動の過程にあり、2,000ポイントの底、あるいは2013年の最安値である1,849ポイントを探る動きがあるとみられる。2014年は1,849ポイントを割り込む可能性は低く、最高値は2,700ポイントを伺う可能性もあるが、3,000ポイントに達する可能性は低い。

流通市場の相場が乱高下すると、構造的なチャンスが多く生まれる。マクロ政策や経済構造の調整、上場会社の業績、市場の価格評価レベルなどの要因は、互いに絡み合っ上場会社の株価に影響を及ぼすであろう。上場会社間の株価の相関関係にも、新たな変化が生じるであろう。IPOの再開や、店頭公開市場の拡充など複数の好材料により、証券会社、特に総合的に質が高く、業務開拓能力やイノベーション能力に優れた総合証券会社銘柄は、大幅な上昇も見込めるであろう。

<sup>15</sup> この一文は、注10と同様、2013年の終値に比べて2014年の終値が高くなる（陽線）という見通しを意味している（訳者注）

市場での株式評価額のウェイトが徐々に低下した結果、多くの銘柄に長期投資の価値が生まれ、低 PER 銘柄の投資価値が評価され、バリュー投資家の参加も徐々に増えるであろう。その株価は着実な回復傾向にあり、例えば銀行・保険、電力・石炭・エネルギー、家電製造などの関連銘柄は、市場の底入れの際には真っ先に上昇すると見られる。しかも、現時点において、これら銘柄が下落する余地はどう考えても非常に少なく、上昇の芽は既に出ており、これら銘柄の値動きは市場全体よりも遥かに好調に推移するであろう。

上海 FTZ が実質的な運用段階に入れば、試験区内の上場会社は実質的な恩恵を享受し、幅広い発展の空間がもたらされると期待される。2013 年に自由貿易区関連銘柄に市場の注目が集まってから、関連株の株価は大幅な上昇を経て下落へ転じ、安定しつつあるが、2014 年は再び上昇するチャンスがあるであろう。上海 FTZ 内の不動産会社、港湾会社、商業会社などの上場株式は短期的または長期的な上昇が見込めるであろう。

2013 年、創業板や中小企業板の動向は全体としてメインボードに比べ遥かに好調であった。A 株の上昇率トップ 10 は、創業板（9 社）と中小企業板（1 社）で占められたが、2014 年もこの傾向が維持されるとみられ、中小企業の上場後の成長における二極分化は今後も続くであろう。同時にこのような二極分化は、市場における株価に反映される。創業板、中小企業板での株式投資に当たっては、とりわけ企業ファンダメンタルズの分析や評価に注意する必要がある。A 株市場の上昇率上位の銘柄は、創業板や中小企業板の銘柄が中心になるであろう。非流通株の流通株化の経過措置である売却制限期間を過ぎ、流通株に完全移行した創業板や中小企業板の銘柄が、株価上昇率の上位を占める可能性が高い。このほか、全体的により好調な値動きを示し、構造的な相場上昇のチャンスが見込まれる業界として、宇宙航空、軍需、省エネ・環境保護、4G 関連、情報・消費、医薬品等が挙げられる。

## 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