

世界の中の中国株式市場*

～株式バブルと国際連動メカニズム～

对外経済貿易大学大学院 国際経済貿易学院博士課程（中国，北京）
University of International Business and Economics,
School of International Trade and Economics, Beijing, PRC

西村 友作
Yusaku Nishimura

* 本論文を作成するに当たり、中央大学の谷口洋志教授から多大なるご支援をいただいた。ここに記して深く感謝の意を表したい。なお、本稿に含まれる誤謬、主張の一切の責任は著者個人に帰属するものである。

一、中国株式市場の沿革と現状

1.1 マーケットの沿革と基本特徴

中国¹国内においては1990年12月に上海で、1991年7月には深圳でそれぞれ証券取引所が開設され、ようやく直接金融への道が開かれた。当時、改革開放政策で市場経済の急速な浸透を進めている中国にとって、社会主義計画経済の負の遺産ともいえる国有企業の改革が最重点課題となっていた。改革費用として国費を投入するのではなく、優良国有企業の株式改組を通じた、証券市場からの資金調達による改革費用の確保が証券市場設立の最たる目的であったといえる。

国有企業改革は、比較的単純な「放権譲利²」（1978年～1982年）に始まり、「利改税³」の実施と企業活力の増強（1983年～1986年）、更には「請負経営責任制⁴」の全面的推進（1987年～1992年）に至るまで、社会全体のインセンティブ・システムの構築及び企業効率の向上といった面においては十分な効果を発揮してきた。しかし、資産所有者つまり国家の角度から見ると、国家財政に対する国有企業貢献率の低下、国有企業資産経営業績の悪化、企業赤字の拡大、国有資産の流出といった弊害が山積していた。よって、最適な企業の組織形態を創出し、既存の企業制度の転換を図ることが改革の焦点となっていた。1993年11月、中国共産党第十四期中央委員会第三回全体会議（三中全会）において、「《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定（社会主义市场经济体制确立の若干の問題に関する決定）》」が採択された。これによって、国有企業改革の目標は「現代企業制度の確立」と定められ、その現代企業制度の特徴も「産権明晰（法人財産権の確立）、権責明確（権力と責任の明確化）、政企分開（政府と企業の分離）、科学管理（科学的経営管理の実施）」と総括された。現代企業制度の確立こそが、中国国有企業改革、特に大・中型国有企業改革の主軸と位置づけられたのである。これ以後、国有企業の民営化を推進し上場企業へと改組することが、国有企業改革の有効手段であるという見方が一般的となり、「国有企業改革のための証券市場」といった傾向が顕著になっていく（劉園・羅飛飛・西村、2007）。

計画経済から市場経済への経済転換を図り、社会主義市場経済の確立を目指す中国政府にとって、市場経済の象徴ともいえる証券市場と計画経済の根幹を担ってきた国有企業の結合は、社会主義市場経済のシンボリック的存在でもあり、非常に重要な意味をもっていたのである。

中国株式市場は、その特殊な歴史的背景の下、「市場」と「株式」の両方の面において分

¹ 本稿における「国内」の定義は香港・台湾・マカオを除く中国本土とする。

² 計画経済体制の下で中央政府に集中していた権利・権限を、下級政府や国有企業（国営工場）に委譲し、経営自主権や利益留保を認める制度。

³ 国有企業が政府に対して支払う上納金制度を、利潤上納制から法人税納付制へ変更した政策。これにより税引き後の利益は企業の内部留保として自由に処分できるようになった。

⁴ 国家から割られた計画を達成した企業は、その超過分を市場で自由に販売できる制度。官僚による経済介入の減少、生産者・経営者の営利のインセンティブ向上に寄与したとされる。

断構造が形成されている。

中国株式市場は大きく「A株市場（人民幣普通株）」と「B株市場（人民幣特殊株）」の二つのマーケットを有する。従来、中国政府は、株式市場の外国人投資家と国内市場や中国国内の投資家を分離することにより、資本流出を抑制しながら外資流入をコントロールしてきた。現在においても、外国人投資家は基本的にはB株しか購入できず、A株への投資は適格国外機関投資家（Qualified Foreign Institutional Investors, 以下QFIIと略称）資格の認可を受けている機関投資家に部分的に開放されているに過ぎない。改革開放以来、中国の外資利用方法は、着実に多元化の道を辿ってきた。最も古くは、政府借款、国際金融機関借款及び商業銀行貸付を含む借款の受け入れに始まり、その後、国際資本市場における債券の発行がみられるようになった。1990年より国内株式市場を利用した外資導入方法の研究に着手したが、厳しい外為管理政策、資本移動規制及び国内資本市場の未成熟といった条件の下、最終的にB株の発行という過渡的形式を採用、外貨均衡とリスクコントロールを考慮に入れ、外国人投資家には外貨による売買しか許可しなかった。このB株市場は、2001年2月19日、中国証券監督管理委員会（China Securities Regulatory Commission, 以下中国証監会と略称）がB株市場の国内投資家への解禁を宣言し、A株との統合へむけ第一歩を踏み出した。しかし、2009年現在においても、依然としてその構想は実現していない。

企業による上場の角度から見ると、国内上場と海外上場が可能である。よって、中国企業によって発行されている株式の種類は、中国国内市場で発行するA、B株のほか、海外市場で発行する香港のレッドチップやH株、ニューヨークのN株等に分類できる（表1）。

表1 中国株の種類と定義

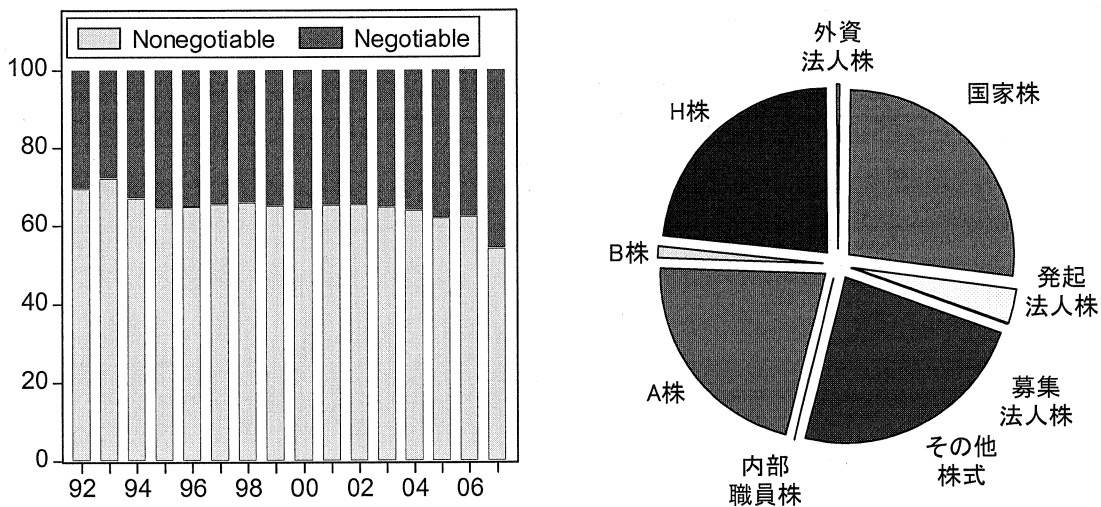
種類	取引場所	決済通貨	定義
A株	上海 深圳	人民幣元	中国国内投資家、QFII 限定の人民幣普通株式。
B株	上海 深圳	米ドル（上海） 香港ドル（深圳）	国内外投資家共に投資可能な人民幣特殊株（2001/2より中国国内投資家に開放）
レッドチップ株	香港	香港ドル	中国本土に資金的背景を有する、香港登記の企業による香港上場株
H株	香港	香港ドル	中国本土に資金的背景を有し、中国国内登記の企業による香港上場株
S/N/L株	Singapore/ NY/London	現地通貨	Sはシンガポール、Nはニューヨーク、Lはロンドンで上場する中国企業の株式

出所：筆者作成

中国株式市場の特徴をより象徴的に現しているのが、「流通株」と「非流通株」によって構成されている株式分断構造である。当初、国有企業改革を目的として設立された中国株

式市場であったが、それに伴う国有資産の流出や国有企業民営化の推進により企業を縛る手綱が国家の手から離れる事に対する懸念から、市場で取引可能な「流通株」と国家、地方政府及び法人が保有する取引不可能な「非流通株」が混在する状況が形成された⁵。このような背景の下、中国企業の株式構造は以下のようないくつかの特徴を有している。(1) 高い非流通株比率。長期にわたり非流通株と流通株の比率はほぼ不変で、株式全体の約三分の二が非流通株によって占められている(図1左図)。具体的に1992年から2007年の平均値をみると、流通株で35.25%、非流通株で64.75%となっている。(2) 複雑な株式構造。投資主体によって細かく分類された非流通株により、種類が多く、複雑な構成となっている。具体的に、非流通株は国家株・発起法人株・外資法人株・募集法人株・内部職員株・その他株式がある。(3) 高い国有株比率。非流通株の中でも国有株が異常に高いシェアを占めており、2007年末でその比率は26.85%となっている(図1右図)。

図1 流通株・非流通株比率の変遷と2007年の株式構造



(出所) 中国証券監督管理委員会《中国証券期貨統計年鑑 2008》を基に筆者作成

(注) 年末数値。左図は流通株と非流通株の変遷図。右図は2007年の株式構造状況図。A株、B株及びH株は流通株、それ以外は非流通株に属する。

このような二つの異なる性質をもつ流通株と非流通株の混在は、直接あるいは間接的に市場の機能を歪めており、中国株式市場の持続的発展を阻害する最大の問題と考えられてきた。具体的に以下のような問題が顕在化していた。(1) 一物二価。非流通株は取引所での売買はできなかったが、法人同士での相対取引は認められていた。この際の協議譲渡価格は基本的に1株当たり純資産が基準となっていたため、流通価格よりもかなり低くなって

⁵ このような流通株と非流通株が混在する状況を、中国では『股權分置』とよぶ。このような状態の是正を目指す改革を中国では『股權分置改革』と呼ぶが、以下本稿では「非流通株改革」と統一する。

いた。つまり、同等の株主権をもつ株式にもかかわらず、流通株と非流通株で取得コストに乖離が生まれていた。(2) 価格決定メカニズムの歪曲。流通株は全体の約三分の一にすぎないという状況は、株価が企業価値を十分に反映できず、投機を助長していた。(3) コーポレート・ガバナンスの機能不全。非流通株、特に国有株が大半を占めている状況では、株主総会や取締役会はこれらの大株主によって支配されており、事実上形骸化をおこしていた。このような状態では、管理監督機能が十分に働いていなかった。(4) 目的意識の不一致。流通株主が保有株式の売買を通じたキャピタル・ゲインの獲得を主な目的としているのに対し、非流通株主は、株価の上昇による利益を享受できないため、株価動向よりも協議譲渡価格の基準となる 1 株当たり純資産価格の向上に注力する傾向にあった。このような背景の下、株主総会や取締役会において、流通株主に不利益となるような決定がされることも問題視されていた。

中国政府は 1999 年と 2001 年に、非流通株問題の是正と社会保障基金の減資調達⁶を目的として、国有株の放出を試みた。しかし、需給バランスの悪化や株式の希薄化の懸念から株価が暴落、マーケットの強い反抗を受け、2 度に渡る国有株放出政策は結局失敗に終わってしまった⁷。

2004 年 1 月 31 日、国務院は《关于推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見（資本市場の改革開放と安定的發展の推進に関する若干の意見）》（以下《国九条》と略称）を公布、これにより中国株式市場は新しい發展段階へと突入することとなる⁸。《国九条》を受け、前回の失敗から約 4 年の歳月を経て、三度目の非流通株改革が始まった。中国証監会は 2005 年 4 月 29 日に《关于上市公司股權分置改革試点有關問題的通知（上場企業の非流通株改革試行に関する関連問題の通知）》を發表、改革の基本原則、実施手順及び監督管理の必要を明確にした。それに伴い、直後の 5 月初旬には 4 社、6 月下旬には 42 社の試行上場企業が選別され、全株流通に向けた抜本的改革がついに始まった。第一陣の 4 社中 3 社が、第二陣に関しては全ての試行企業の株主総会で改革プランが可決され、過去二回の失敗と異なり市場の反応も比較的落ち着いていた⁹。同年 8 月 23 日、中国証監会、国務院国有資産監督管理委員会、財政部、人民銀行及び商務部より連名で《关于上市公司股權分置改革的指導意見（上場企業の非流通株改革に関する指導意見）》が、9 月 4 日には中国証監会より《上市

⁶ 当時、国有企業改革の推進に伴い、失業者が急速に増加、社会保障費不足問題が懸念されていた。中国政府は、国有株の売却によって得た資金により、社会保障費の不足分を補うスキームを考案していた。

⁷ 2001 年 6 月 12 日、国務院により《減持国有股籌集社会保障資金管理暫行弁法（国有株売却による社会保障費調達の管理に関する暫定規則）》が公布された直後、上海総合指数（終値ベース）は、2242.42 ポイント（1990 年 12 月 19 日から 2006 年 12 月 13 日の過去最高値）から、同年 10 月 22 日中国証監会が当該《弁法》の第五条規定の停止時の 1520.66 ポイント、2002 年 6 月 23 日国務院が最終的に当該《弁法》の執行停止を決定した時点の 1562.72 ポイントまで下落した。（数値は RESSET より引用。）

⁸ 《国九条》第三条「関連政策の更なる、資本市場安定的發展の促進」中において、非流通株改革の重要性が明確にされている。具体的に、「上場企業による非流通株譲渡の規範化により、国有資産の流出を防ぐ。上場企業に存在する非流通株を徐々に流通へと導く。また、これらの推進において市場のルールを尊重することは市場の安定と發展に資するため、投資者特に一般投資家の合法的權益は絶対に保護されなければならない。」とある。

⁹ 上海総合指数は 2005 年 6 月 3 日の 1013.64 ポイントを底値に上昇基調へと転じている。

公司股權分置改革管理弁法（上場企業の非流通株改革に関する管理規則）が公布され、ついに試行段階を脱却し本格的な改革段階へとステージを進めるに至った。現在は非流通株改革が必要とされる上場企業のうち、ほとんどの企業が株主総会で改革プランが可決され、改革を終えている。このような非流通株改革の効果は徐々に顕著になってきており、2007年非流通株が全体に占める割合は54.02%となり、2006年の62.28%よりも8.26ポイント低下、有史以来初となる50%台を記録している¹⁰。

1.2 中国株式市場の現状

1.2.1 株価指数

本稿では、最もポピュラーとされる上海総合指数（000001、1990年12月19日=100）と深圳成分指数（399001、1994年7月20日=1000）をそれぞれ上海・深圳証券取引所の代表指数として考察をおこなう。これらの株価指数は全てRESSETからのデータを使用している。図2は1996年1月2日から2008年12月31日の終値の日次データをプロットしたものである（サンプル数3,146個）。これからも、上海総合指数と深圳成分指数はほぼ同様の動きをしているのがわかる。中国株式市場全体の大まかな動きとしては、2001年の第2四半期以降約4年間の氷河期に突入、2005年の下期に底を打ちその後は回復基調に転じた。2006年下期を転機に比較的緩やかな上昇から一気にヒートアップし約一年間のバブル期に突入する。2007年末にバブルがはじけると、株価は空前の大暴落となり一年後の2008年末にはバブル形成前の2006年の水準まで低下している。以下、上海と深圳の具体的な株価動向を考察する。

上海総合指数（終値ベース）は2001年6月13日につけた2242.42ポイントをピークに、下げを続け2005年6月3日には1013.64ポイント¹¹となり、4年間で約54.8%下落した。その後の一年間は比較的緩やかな上昇を見せた後、2006年の下期に入り株価の上昇スピードは一気に高まり、2006年12月14日には2249.11ポイントを記録し、5年がかりで2001年6月13日以来の歴史最高値を更新した。その後の一年は完全にバブルの様相を呈し、2007年10月15日には初めて6千ポイントの大台を突破、翌日には歴史最高株価となる6092.06ポイントに到達した。2006年11月から2007年10月までのたった一年間で、株価は4099.06ポイント上昇し、3.2倍に膨れ上がったことになる。2007年末からはバブルの崩壊に加え世界的金融危機の影響が重なり、歴史的な大暴落にみまわれた。2008年12月31日の大納会では1820.81ポイントをつけ、一年前と比較すると株価は3440.75ポイント低下し、下落率は▲65.4%となっている。

深圳成分指数（終値ベース）は2001年4月16日に5074.78ポイントを記録した後長期にわたる冬の時代に突入、2005年11月15日につけた2622.03まで低下し、約3年半の下げ幅は48.3%となった。この後の株価動向は上海総合指数とほぼ整合的で、約一年間安定した回

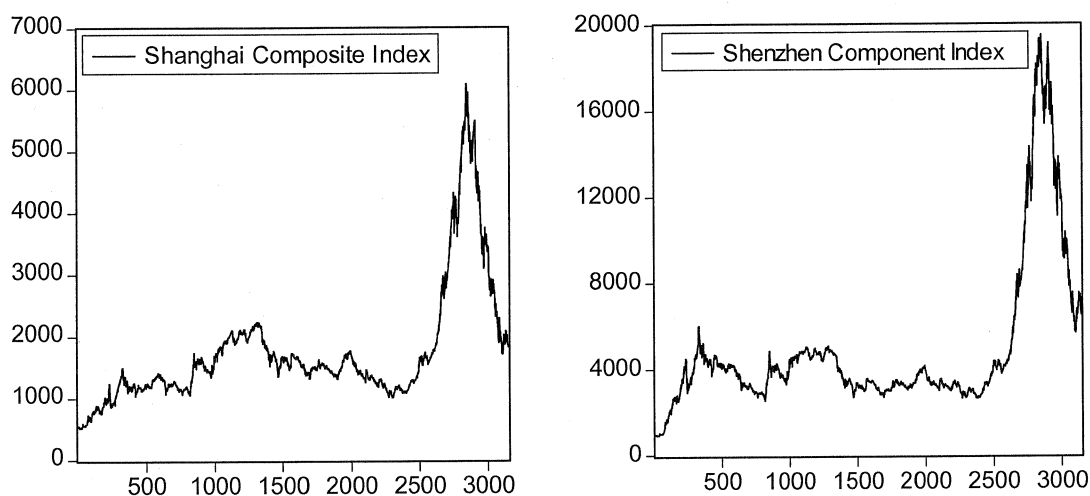
¹⁰ 数値は中国証券監督管理委員会《中国証券期貨統計年鑑 2008》を基に筆者計算。

¹¹ 上海総合指数の日中（intraday）データを見てみると、2005年6月6日11点10分に一度1000ポイントを下回り、998.43ポイントを記録している（データは天相投顧より引用）。

復基調を経た後に、2006年11月からバブル期に突入、株価の急上昇は2007年10月31の歴史最高値となる19531.16ポイントまで続いた。この一年間で株価は14887.99ポイントの爆発的上昇となり、上昇幅は上海総合指数よりも高い4.2倍となった。バブル崩壊後は急激な下落をみせ、2007年末の17700.62ポイントから、2008年末の6485.51ポイントまで急降下、2008年一年間だけで11215.11ポイントの下落、下落率も▲63.4%に達した。

以上を総合的に勘案すると、2006年11月から2008年までのたった二年間で、逆V字を描いた株価の動向は株式バブルの形成、膨張そして崩壊を示唆している。具体的に、中国株式市場は2006年11月より株式バブル段階に突入し、その一年後の2007年10月に崩壊が始まっている。上海・深圳株式市場共に2008年末の株価はバブル形成以前の水準まで下落しており、2008年度一年間の調整を経て、中国株式市場のバブルはほぼ解消したとみることができる。

図2 上海総合指数と深圳総合指数の終値
1996年1月2日-2008年12月31日 (n=3146)



(出所) RESSET

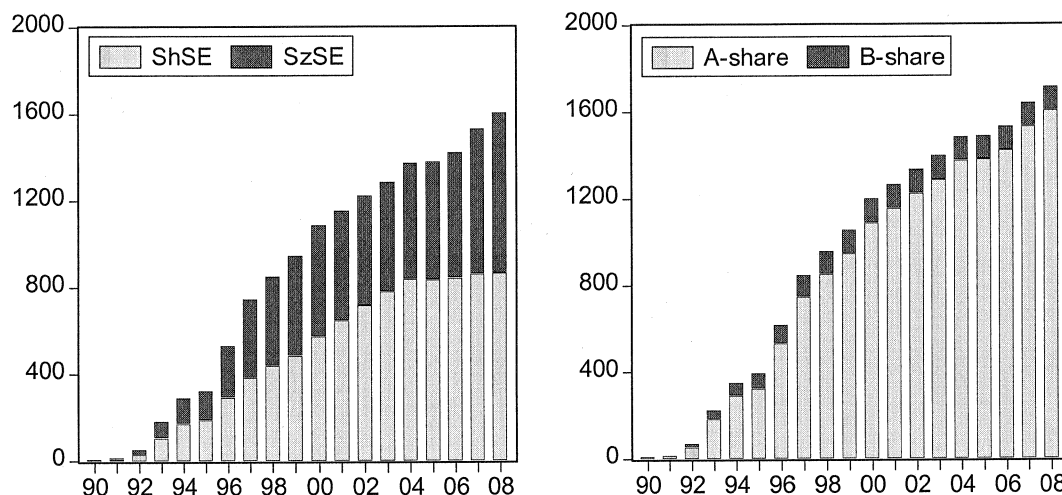
1.2.2 市場規模

中国株式市場全体の市場規模は驚異的な速度で発展を遂げてきた。上海・深圳証券取引所設立当初から約20年の歳月における、上場企業、時価総額及び取引高の増加は目覚ましいものがある。

A株市場の上場企業総数は、株式市場設立当初の10社（上海：8社、深圳：2社）から、2008年末には1,604社（上海：864社、深圳：740社）にまで増加し、世界でも類を見ない速度で増加し続けている（図3）。2005年5月から2006年5月の一年間は、非流通株改革を促進すべく、A株市場での未上場企業の新規公開（Initial Public Offering, IPO）と上場企

業の増資は暫時凍結されていた¹²。この2005年（5社）と株式市場設立初期の1991年（4社）以外においては、上場企業の純増数¹³は30社を超え、年平均で99社となっている。A株市場と比較すると、B株市場の発展は極めて緩やかなものとなっている。B株市場の上場企業総数は1997年に初めて100社を突破した後、ほとんど変化無く推移しており、2008年末時点で109社にとどまっている。

図3 中国株式市場上場企業数の推移と構造変化



（出所）《中国統計年鑑》、《上海証券交易所市場資料》、《深圳証券交易所市場統計年鑑》、上海証券交易所ホームページ（<http://www.sse.com.cn/>）、深圳証券交易所ホームページ（<http://www.szse.cn/>）を基に筆者作成

（注）年末数値。単位は企業数（社）。左図中の ShSE と SzSE はそれぞれ上海と深圳を表す。右図中の A-share と B-share はそれぞれ A 株と B 株を表す。

ここからは2007年の上場企業の業種及び地域別分布を考察する。業種別分布では、首位は「機械・設備・計器」関連業種で243社の15.68%、二位は「石油・科学・ゴム・プラスチック」関連業種で161社の10.39%、三位が「金属・非金属」関連業種で140社の9.03%となっている。地域別に見てみると、首位は広東省で188社の12.13%、二位は上海市で158社の10.19%、三位が浙江省で116社の7.48%となっている。なお、東部地区、中部地区及び西部地区¹⁴の上場企業数状況では、東部地区の上場企業が954社で全体の61.55%を占め

¹² 2006年5月7日と5月17日に、中国証監会は《上市公司証券発行管理弁法（上場企業の証券発行に関する管理規則）》と《首次公開発行股票并上市管理弁法（新株発行による上場に関する管理規則）》を公布し、非流通株改革に伴い約1年間凍結されていたIPOと上場企業の増資が解禁された。

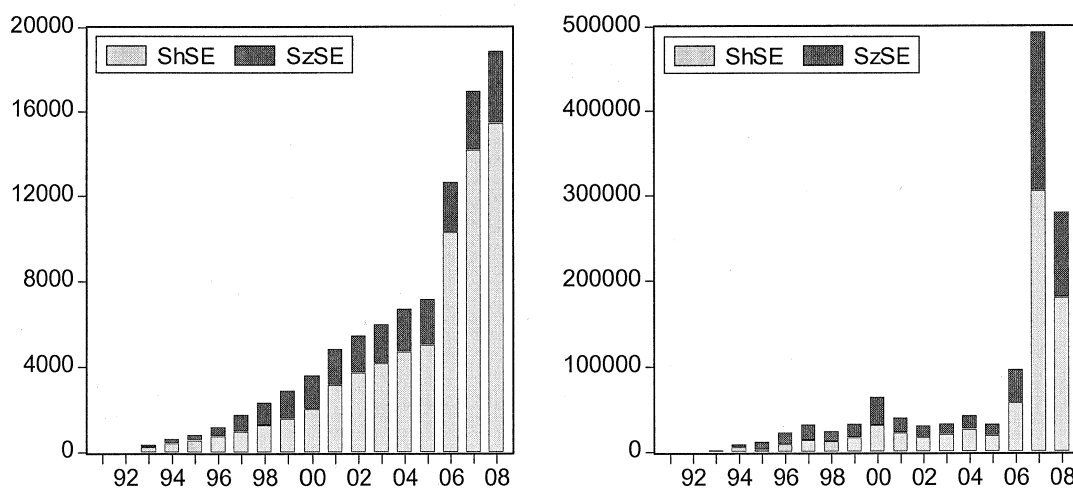
¹³ 上場企業純増数=年間新規上場企業総数-年間上場停止企業総数

¹⁴ 中華人民共和国商務部《中国投資指南投資統計》に基づき、本稿では中国の地区を以下のように定義した。東部地区：北京市、天津市、河北省、遼寧省、上海市、江蘇省、浙江省、福建省、山東省、広東省、海南省。中部地区：山西省、吉林省、黒龍江省、安徽省、江西省、河南省、湖北省、湖南省。西部地区：内モン古自治区、広西壮族自治区、四川省、重慶市、貴州省、雲南省、陝西省、甘肅省、青海省、寧夏自治

るのに対し、中部地区は 309 社で 19.93%、西部地区は 287 社で 18.52%と、東部沿海地域の企業による上場が圧倒的に多いといった不均衡の現状が見てとれる¹⁵。

図 4 は、上海・深圳両証券取引所の総発行株数と年間総売買金額の推移を図示したものである。上場企業数の増加に伴い、中国株式市場の発行株数も右肩上がりの増加を続けており、この趨勢は非流通株改革に伴い凍結されていた IPO と上場企業の増資が解禁された 2006 年以降顕著になっている（図 4 左図）。2008 年末では、上海・深圳の両市場を合わせた総発行株数は 1 兆 8871.46 億株（上海：1 兆 5429.60 億株、深圳：3441.86 億株）となっており、1991 年末の 6.29 億株の 3,000 倍まで増加している。中国株式市場の年間総売買金額は図 4 右図に示されている。上海・深圳の両市場合計の年間総売買金額は 1991 年の 43.66 億元（上海：8.07 億元、深圳：35.59 億元）から、2008 年末には約 6,409 倍となる 27 兆 9818.38 億元（上海：18 兆 0429.95 億元、深圳：9 兆 9388.43 億元）まで規模が拡大している。両市場を横断的に見てみると、2008 年一年間の総売買金額は上海の方が深圳よりも約 1.82 倍大きくなっており、上海証券取引所の方が活況だということがわかる。また、2006 年から 2008 年の異常な動向からも、この時期に中国株式市場がバブル化していたことがうかがえる。

図 4 中国株式市場の総発行株数と年間総売買金額



(出所)《上海証券交易所市場資料》、《深圳証券交易所市場統計年鑑》、上海証券交易所ホームページ (<http://www.sse.com.cn/>)、深圳証券交易所ホームページ (<http://www.szse.cn/>) を基に筆者作成
(注) 年末数値。ShSE と SzSE はそれぞれ上海と深圳を表す。左図は総発行株数を表す (単位：億株)。右図は年間総売買金額を表す (単位：億元)。

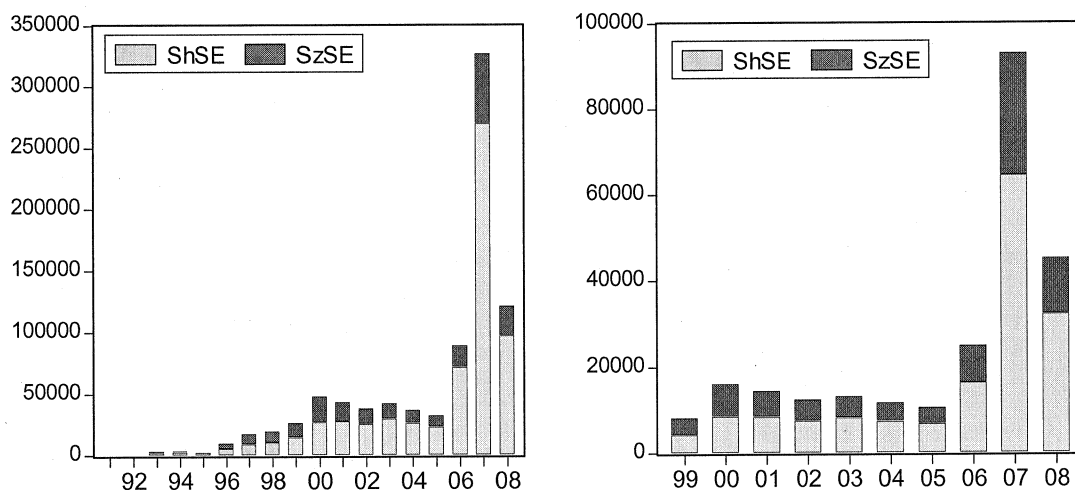
市場全体の時価総額 (market capitalization) は株式市場の規模を直感的に示す指標の一つ

区、新疆自治区、西藏自治区。

¹⁵ 上場企業の業種及び地域分布の数値は中国証券監督管理委員会《中国証券期貨統計年鑑 2008》より引用。

である。図 5 には、上海・深圳株式市場の A・B 株を合わせたトータルの時価総額（左図）と流通株の時価総額（右図）が示されている。2008 年末における上海証券取引所と深圳証券取引所のデータを考察してみると、上海証券取引所のトータルの時価総額、流通株の時価総額はそれぞれ 9 兆 7251.91 億元、3 兆 2305.91 億元となっており、深圳証券取引所の 2 兆 4114.53 億元、1 兆 2907.99 億元を約 4.03 倍、2.5 倍上回っている。注目すべき点は、2007 年末における中国株式市場全体の時価総額 32 兆 7140.89 億元（上海：26 兆 9838.87 億元、深圳：5 兆 7302.02 億元）だが、2006 年末ではわずか 8 兆 9403.9 億元（上海：7 兆 1612.38 億元、深圳：1 兆 7791.52 億元）にすぎなかった。つまり、わずか一年間で中国株式市場の規模は約 3.66 倍（上海：3.77 倍、深圳：3.22 倍）に膨れ上がったという事になる。これはまさしく株式バブルの典型的な現象だといえよう。また、バブル崩壊後の市場規模縮小も顕著である。以上の 2007 年と 2008 年のデータを考察すると、中国株式市場全体の時価総額はわずか一年間で 20 兆 5774.45 億元（上海：17 兆 2586.96 億元、深圳：3 兆 3187.49 億元）が文字通り泡となって消え去った。なお、一年間の縮小幅は▲62.9%（上海：▲63.9%、深圳：▲57.9%）に達した。

図 5 中国株式市場のトータル時価総額と流通株の時価総額



（出所）《上海証券交易所市場資料》、《深圳証券交易所市場統計年鑑》、上海証券交易所ホームページ (<http://www.sse.com.cn/>)、深圳証券交易所ホームページ (<http://www.szse.cn/>) を基に筆者作成

（注）年末数値。ShSE と SzSE はそれぞれ上海と深圳を表す。左図はトータルの時価総額（A/B 株合計）を表す（単位：億元）。右図は流通株の時価総額（A/B 株合計）を表す（単位：億元）。

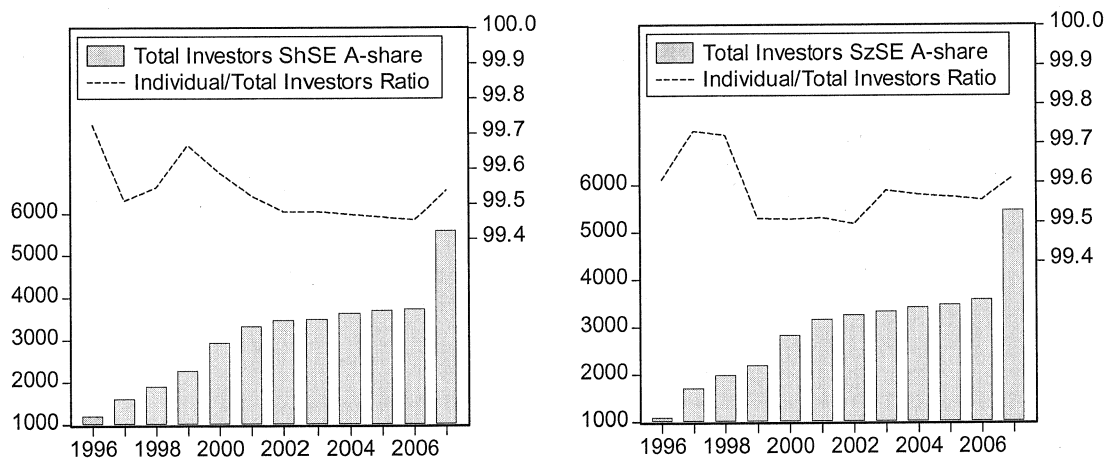
1.2.3 投資家構造¹⁶

中国 A 株市場の投資家構造を見てみると、機関投資家の割合が非常に小さく、個人投資家中心となっている。図 6 は、上海と深圳における A 株の口座数とその個人投資家の比率

¹⁶ 中国証券市場の投資家構造に関する詳細は Tan (2006) Chapter 7.2.4. を参照。

を图示したものである。2007 年末、上海と深圳の A 株の口座総数はそれぞれ 5589.5 万口座、5462.62 万口座となっており、その内個人投資家の口座数は 5563.65 万口座、5441.57 万口座で、その比率は 99.54%、99.61%となっている。これは 2007 年だけの現象ではなく、1996 年から 2007 年における上海と深圳の A 株口座数に占める個人投資家の割合の平均値を見てみると、それぞれ 99.53%、99.58%となっており、個人投資家が常に 99%のシェアを占めているのがわかる¹⁷。注目すべき点は、株式バブルの真中であった 2007 年には、上海・深圳両市場共に新規口座開設数が異常に急増している。2007 年一年間の上海 A 株の新規口座開設数は 1873.24 万口座で前年同期よりも 49.71%の増加、深圳 A 株の新規口座開設数でも 1886.24 万口座で前年同期よりも 52.42%の増加となっている。

図 6 上海・深圳株式市場における A 株口座総数と個人投資家比率



(出所) 中国证券监督管理委员会《中国证券期货统计年鉴 1997-2008》を基に筆者作成

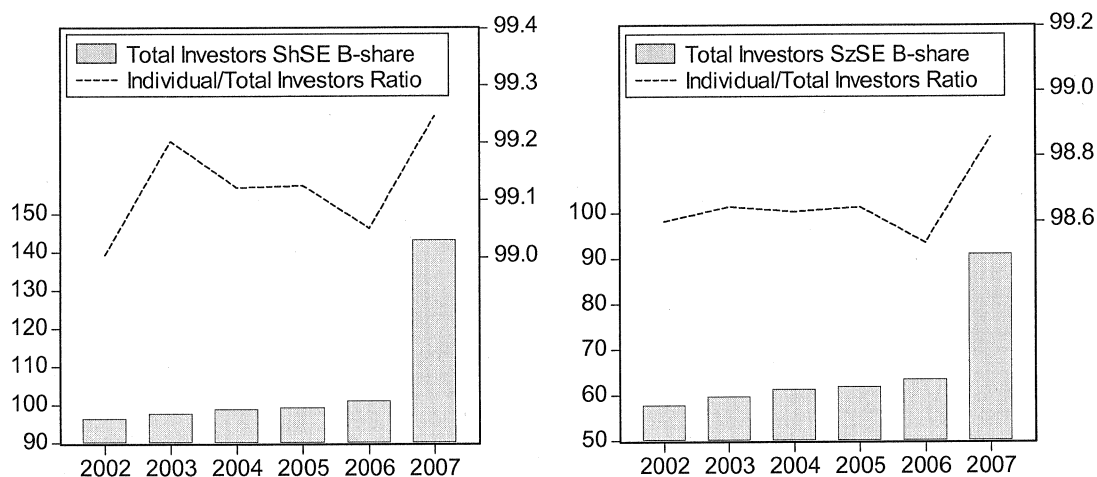
(注) 年末数値。図中の棒グラフは口座総数(左目盛り, 単位: 万口座), 折線グラフは個人投資家口座比率(右目盛り, 単位: %)を表す。左図は上海市場, 右図は深圳市場。

この個人投資家主導のマーケットは B 株市場でも見受けられる。2007 年末までに、上海と深圳における B 株市場の口座総数はそれぞれ 143.27 万口座、91.03 万口座に達した。それに対し、個人投資家口座数はそれぞれ 142.19 万口座、89.99 万口座で、個人投資家が 99.24%、98.89%を占めている(図 7)。先にも述べたように、この B 株市場は、2001 年 2 月 19 から国内投資家への解禁されている。2007 年末、上海・深圳 B 株市場の外国人投資家も含めた個人投資家全体に占める中国国内個人投資家の比率は上海で 87.81%、深圳で 89.11%と、ほぼ中国国内投資家が主導権を握っている。この B 株口座もバブル期間にはやはり爆発的な増加をみせており、2007 年一年間の上海 B 株の新規口座開設数は 42.23 万口座で前年同期よりも 41.73%の増加、深圳 B 株の新規口座開設数でも 27.61 万口座で前年同期よりも 43.42%の増加となっている。

¹⁷ このような個人投資家中心の投資家構造を中国では「全民炒股(すべての国民が株式投資)」とよぶ。

次に、バブル期間の A/B 株累計口座の変化状況から、個人投資家と機関投資家の行動をみてる。2007 年一年間の口座増加率は、機関投資家の増加率が 285.57%であるのに対し、個人投資家の増加率は 1,137.02%となっている¹⁸。これは、過熱する株式市場を背景に、多くの個人投資家が銀行預金よりも高い収益率を求めて盲目的に資金を株式市場に移した結果であり、非理性的な投資行動を示唆しているといえよう。

図 7 上海・深圳株式市場における A 株口座総数と個人投資家比率



(出所) 中国証券監督管理委員会《中国証券期貨統計年鑑 1997-2008》を基に筆者作成

(注) 年末数値。図中の棒グラフは口座総数(左目盛り, 単位: 万口座), 折線グラフは個人投資家口座比率(右目盛り, 単位: %)を表す。左図は上海市場, 右図は深圳市場。

以上の機関・個人投資家名義の口座の中には、上海・深圳両取引所に同一名義で開設されている口座や、長期にわたって投資が行なわれていない休眠口座が存在するため、口座数のみの考察では個人投資家がマーケットに及ぼす影響は完全には把握できない。このようなバイアスを回避するために、以下では実際に行われている取引状況、中でも取引口座数、取引株数及び取引金額から、実際の投資家構造のサーベイをおこなう(表 2 参照)。2007 年の上海・深圳 A 株市場における個人投資家の取引口座数はそれぞれ 3098.33 万口座、2690.4 万口座で、A 株総取引口座の 99.78%、99.80%を占めている。取引株数では、上海・深圳でそれぞれ 4 兆 2948.04 億株、2 兆 1674.9 億株と、個人投資家比率は 89.81%、92.32%となっている。最後に個人投資家による取引金額であるが、上海・深圳でそれぞれ 51 兆 9092.53 億元、26 兆 9103.43 億元と、A 株市場全体の 86.03%、88.14%に達している。

以上のデータからもわかるように、中国株式市場は個人投資家中心の投資家構造となっている。逆に機関投資家の比率は微々たるものとなっておりプレゼンスの低さがうかがえる。

¹⁸ 数値は中国証券監督管理委員会《中国証券先物統計年鑑 2008》より引用。

表 2 上海・深圳株式市場における個人投資家と機関投資家の取引状況

	取引口座数 (万口座)		取引株数 (億株)		取引金額 (億元)	
	上海	深圳	上海	深圳	上海	深圳
個人	3098.33	2690.4	42948.04	21674.9	519092.53	269103.43
投資家	(99.78%)	(99.80%)	(89.81%)	(92.32%)	(86.03%)	(88.14%)
機関	6.79	5.32	4871.72	1803.65	84301.37	36205.03
投資家	(0.22%)	(0.20%)	(11.34%)	(8.32%)	(16.24%)	(13.45%)
A 株合計	3105.12	2695.72	47819.76	23478.55	603393.9	305308.46

(出所) 中国証券監督管理委員会《中国証券期貨統計年鑑 2008》を基に筆者作成

1.2.4 株価収益率と売買代金回転率

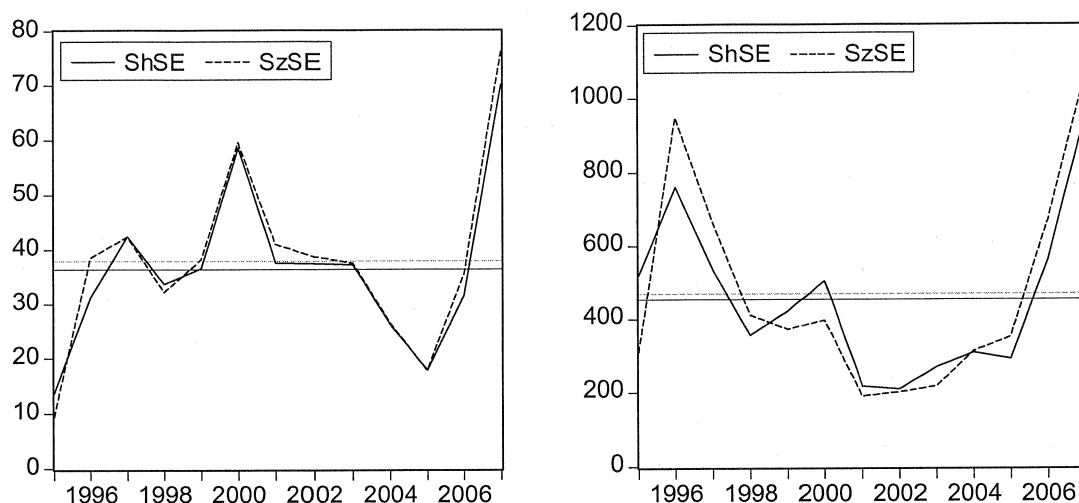
株価収益率 (Price Earnings Ratio, PER) は株式の投資価値を判断する際に利用される非常に重要な指標の一つである。PER が低いほど企業の利益に比べ現在の株価が割安であることを表し、逆に高いほど割高ということになる。図 8 左図は、1995 年から 2007 年までの上海・深圳両市場における流通株 PER の推移をプロットしたものである。上海、深圳共に 2000 年と 2007 年にピークがきているのが確認できる。PER は相対値なので単独では意味を成しえず、明確な判断基準は無いため、1995 年から 2007 年まで平均値 (上海: 36.46 倍, 深圳: 37.97 倍) と比較してみると、2007 年の PER は上海で 70.11 倍, 深圳で 76.15 倍となっており、かなり割高となっているのがわかる。

売買代金回転率 (Turnover Ratio)¹⁹ は流通市場の活発さや流動性を表す極めて重要な参考指標である。売買代金回転率が高いほど市場は流動性に富み活況であることとなる。注意すべき点は、この数値は高ければ高いほどよいというものではなく、あまりに高い回転率は市場の投機性が強まっていることを示唆し見せかけの繁栄の危険性が高まっていることを表す。図 8 右図には、1995 年から 2007 年までの上海・深圳両市場における流通株の年間平均売買代金回転率の推移が示されている。2006 年から高まり始め、2007 年の回転率は上海で 953.16%, 深圳で 1062.04% を記録、1995 年から 2007 年まで平均値 (上海: 454.31%, 深圳: 469.55%) よりも倍以上にまで高まっている。

2007 年度においては、株価収益率、売買代金回転率共に例年の平均値よりも倍近い高まりを呈しており、このことから中国株式市場では非合理的な投機家の活動が大々的に生じ、これらの投機的な売買の影響が株式バブルを加速度的に膨張させたものとみることができよう。

¹⁹ 中国株式市場における流通株の年間売買代金回転率は以下のように計算される: 年間売買代金回転率 (%) = 年間出来高 / {(本年度末流通株時価総額 + 昨年度末流通株時価総額) / 2} * 100 (中国証券監督管理委員会《中国証券期貨統計年鑑 2008》)。

図 8 上海・深圳市場流通株の株価収益率と売買代金回転率



(出所) 中国证券监督管理委员会《中国证券期货统计年鉴 2008》を基に筆者作成

(注) ShSE は上海 (実線), SzSE は深圳市場 (点線) を表す。図中の横実線, 横点線はそれぞれ上海と深圳の平均値。左図は流通株の株価収益率 (単位: 倍)。右図は流通株の売買代金回転率 (単位: %)。

二、中国株式市場の国際比較

2.1 2007 年の比較—バブル膨張期

これまで中国株式市場の様々な統計データに対し時系列的に分析してきた。ここからは、世界各国の証券取引所の統計データを用いて横断的に比較をおこない、世界規模でみた中国株式市場の位置づけを検討する²⁰。なお分析対象とする証券取引所は、中国は上海証券取引所と深圳証券取引所、G5 (米国: ニューヨーク証券取引所, 英国: ロンドン証券取引所, 日本: 東京証券取引所, ドイツ: ドイツ証券取引所, フランス: ユーロ・ネクスト²¹)、アジア NIEs (香港: 香港証券取引所, 韓国: 韓国取引所, シンガポール: シンガポール取引所, 台湾: 台湾証券取引所), 更に近年注目を集めている BRICs²² (ブラジル: サンパウロ証券取引所, ロシア: ロシア取引システム (Russian Trading system), インド: ボンベイ

²⁰ 本章で用いる統計データは“World Federation of Exchanges Annual Report and Statistics” (以下 WFE と略称) から引用している。特に断わりの無い場合、本節の数値はこの WFE のデータを指す。なお、WFE のデータは米ドル換算されており、前節で考察した中国国内の統計データと多少の乖離がみられるが、比較分析を進める上で支障はない。また、中国株式市場の数値は非流通株も含めた市場全体のデータが使われており、実際に流通している流通株ではない。

²¹ ユーロネクストはユーロネクスト・パリ, ユーロネクスト・アムステルダム, ユーロネクスト・ブリュッセル, ユーロネクスト・リスボンがあり、本節の統計データはこれら全体の数値であるため、厳密には G5 のフランス単体の数値ではない。

²² BRICs とは、2003 年 10 月にゴールドマン・サックス経済調査部が“Dreaming with BRICs: The Path to 2050” と題する調査レポートを発表以降高い注目を浴びている、ブラジル, ロシア, インド, 中国の四カ国を指す。高成長を続ける新興国市場の中でも、人口や経済規模が大きく高い成長性が期待される。

証券取引所)を用いた²³。表3には主要国家及び地域の代表的証券市場における、時価総額、売買金額、上場企業数、売買代金回転率の概況がまとめている。

表3 2007年主要株式市場の概況

		時価総額		売買金額		上場企業数		回転率
		総額	前年比	総額	前年比	全体	外国	%
		兆 US\$	%	兆 US\$	%	社	社	
中国	ShSE	3.6943	302.7	4.0695	452.7	860	0	211.0
	SzSE	0.7845	244.2	2.1030	397.6	670	0	389.2
G5	NYSE	15.6508	1.5	29.9100	37.3	2297	421	167.1
	LSE	3.8517	1.5	10.3337	36.5	3307	719	154.2
	TSE	4.3309	▲6.1	6.4761	11.2	2414	25	138.4
	DHE	2.1052	28.6	4.3249	58.0	866	105	208.4
	Euronext	4.2227	13.7	5.6398	46.4	1155	225	136.9
NIEs	HKEx	2.6544	54.8	2.1369	156.7	1241	9	94.1
	KRX	1.1226	34.5	2.0060	49.5	1757	2	192.6
	SGX	0.5392	40.3	0.3813	111.5	762	290	77.6
	TWSE	0.6637	11.6	1.0101	37.1	703	5	153.3
BRICs	Bovespa	1.3697	92.8	0.5980	116.5	404	9	57.1
	RTS	1.3342	37.8	0.0159	-12.7	385	0	—
	BSE	1.8191	122.1	0.3438	60.3	4887	0	29.4

(出所) “World Federation of Exchanges Annual Report and Statistics 2007”を基に筆者作成

(注) 上海証券取引所：ShSE, 深圳証券取引所：SzSE, ニューヨーク証券取引所：NYSE, ロンドン証券取引所：LSE, 東京証券取引所：TSE, ドイツ証券取引所：DHE, ユーロ・ネクスト：Euronext, 香港証券取引所：HKEx, 韓国取引所：KRX, シンガポール取引所：SGX, 台湾証券取引所：TWSE, サンパウロ証券取引所：Bovespa, ロシア取引システム：RTS, ボンベイ証券取引所：BSE。

まずは時価総額を考察する。時価総額をみると、NYSEが15兆6508億米ドルと他市場よりも一桁大きく、圧倒的な地位を誇っている。中国株式市場であるが、ShSEが3兆6943億米ドルで、SzSEの約4.7倍となっており、NIEs, BRICsの新興市場と比較しても抜きん出ている。G5市場の中でもDHEより高く、LSEに次ぐまで拡大しており、先進国市場に比肩する規模となっている。2007年における時価総額の前年比をみると、ShSE, SzSE

²³ これらの証券取引所は以下の略称を用いる。上海証券取引所：ShSE, 深圳証券取引所：SzSE, ニューヨーク証券取引所：NYSE, ロンドン証券取引所：LSE, 東京証券取引所：TSE, ドイツ証券取引所：DHE, ユーロ・ネクスト：Euronext, 香港証券取引所：HKEx, 韓国取引所：KRX, シンガポール取引所：SGX, 台湾証券取引所：TWSE, サンパウロ証券取引所：Bovespa, ロシア取引システム：RTS, ボンベイ証券取引所：BSE。

がそれぞれ 302.7%, 244.2%となっており、中国と共に高成長が期待される BRICs 市場のいずれと比較しても倍以上の開きがあり、他市場と比較しても最大の上昇率となっている²⁴。これからも 2007 年の中国株式市場はバブルに沸きあがっていたことが確認できる。なお、2006年から2007年にかけては WFE 全体で 19.9%の伸び率でだが、一年前の 2005年から2006年では 22.3%の上昇であった。全体の増加率が鈍化する中での、中国株式市場の規模拡大がより顕著に株式バブルの膨張力を表しているといえよう。

次に、年間売買金額であるが、ここでも NYSE は 29 兆 9100 億米ドルと、LSE の 10 兆 3337 億米ドルに三倍近い差をつけ他を完全に圧倒している。中国株式市場であるが、ShSE が 4 兆 0695 億米ドルと SzSE の 2 兆 1030 億米ドルの約 1.94 倍となっており、NIEs, BRICs の新興市場の中では最大の売買金額で、G5 市場に匹敵する水準までになっている。売買金額の前年比では、ShSE が 452.7%, SzSE が 397.6%と非常に高い伸び率を見せており、ここで比較をおこなっている G5, NIEs 及び BRICs 以外と比較しても、この半分の水準に達する市場は存在しない²⁵。この売買金額の急激な伸び率からも 2007 年に中国株式市場を席卷したバブルの威力がうかがえる。

上場企業数であるが、ShSE, SzSE では 860 社、670 社となっており他市場他市場と比較すると決して多いとはいえない。また、外国企業の海外上場選択先としては、G5 市場の門戸は基本的に広く、全体に占める外国企業の比率は LSE で 21.74%, NYSE で 18.33%, Euronext で 19.48%, DHE で 12.12%となっているが、日本の TSE だけ 25 社、1.04%にとどまっている。新興市場の中では唯一 SGX が 290 社、38.06%と積極的な外国企業の取り込みを実施している。なお中国株式市場では、外国企業による上場は一件もなく、国としても積極的に取り込もうとはしていない。外国企業による中国株式市場での上場規定が初めて策定されたのは 21 世紀に入ってからである。中国国内で外国企業が上場するためには、中国で株式有限会社を設立し、中国の法人にならなければならない。さらに、連続 3 期の黒字を計上する必要があり、《中華人民共和国公司法（会社法）》では「他企業へ投資する場合、その累計投資額は当該会社の純資産の 50%を超えてはならない」といった規定もある。実務レベルでも資産所有権の確認、増益実績と将来性及び国内市場実績の実証等手続は非常に煩雑になっている。以上のようなことから、政策的にも外国企業の中国株式市場上場に消極的であることがうかがえる。

先にも述べたように、売買代金回転率は市場の活発さ、流動性を示す重要な指標とされている。全体的に概観してみると、G5 市場が概ね 130~200%であるのに対し、中国を除く新興市場は比較的低くなっており、これは流動性の欠乏を示唆している。特に、BRICs 市場では BSE が 29.4%, Bovespa で 57.1%と、市場の流動性不足が極めて深刻な問題になっている。中国株式市場であるが、ShSE と SzSE の売買代金回転率はそれぞれ、211.0%, 389.2%となっており他市場と比較すると若干高めである。ここで注意しなければならないのは、

²⁴ WFE 掲載の全ての証券取引所の中でも（“Other Markets-6.1”PP.137 に記載されている WFE 未加盟取引所を含む）、ShSE, SzSE が第一、第二の上昇率となっている。

²⁵ WFE (2007), “Variations in 2007 value of share trading” pp.40.

この数値は市場全体の時価総額を用いて計算されており、中国特有の非流通株問題が反映されていない。よって、各証券取引所が公表している統計データから得た流通株の時価総額と売買代金を用い、WFE(2007)の計算方法²⁶に基づいて独自に計算し、ShSE で 780.21%、SzSE で 788.96%という結果を得た。これは中国株式市場の投機性が他のマーケットよりもかなり高く、短期的なキャピタル・ゲインを期待したマネーゲームの要素が非常に高くなっていることを示唆している。

2.2 日中株式バブル比較

1986年後半以降、日本では株価、地価等の資本価格が急騰、バブル経済が出現した²⁷。1989年中葉以降、日本政府やその関係当局によるバブル対策が始まった。具体的にみると、1989年5月以降、日本銀行は金融政策を緩和から引き締めへと転換、相次ぐ公定歩合の引き上げをおこなった²⁸。地価対策として、1989年12月には『土地基本法』が成立し、1990年3月には大蔵省より『不動産関連融資の総量規制』が実施された。このような相次ぐ規制政策の実施を契機に、それまでの投機的な株式、土地へ投資は一気に鈍化、バブル経済は崩壊し「失われた十年」と揶揄される長期不況に突入する。

まずはバブルの形成から崩壊に至るまでの日経平均株価（終値ベース）の動向を回顧する（図9）。1970年以来、比較的緩やかな右肩上がりで上昇を続けてきた日経平均株価は、1986年下半年から徐々に上昇速度を高めていく。1987年10月19日、ニューヨーク株式市場の大暴落を発端に世界同時株安を誘発したブラックマンデーの影響を受け、25746.56円だった株価は翌日の21910.08円へわずか一日で▲3836.48円の下落、下落率は▲16.14%となった。その後、1988年1月4日の21217.04円を底に急反発、ブラックマンデーから約五ヶ月後の3月17日には25872.29円となり暴落以前の水準を回復、1989年12月29日の大納会で史上最高値となる38915.87円²⁹をつけるまでの二年間ほぼ一本調子で右肩上がり続けた。この2年間で17698.83円の上昇、上昇率で83.42%（年率41.71%）となっている。1990年に入ると株価は急落、一年後の1990年12月28日では23848.71円となり、年初より▲38.72%下落して取引を終えた。1992年8月には14000円台に突入、同月18日にはバブル崩壊以降最安値となる14309.41円をつけ、約2年8ヶ月で株価は▲63.23%下落したこととなる。

図9 日経平均株価の終値と日次変化率

²⁶ WFE(2007)では売買代金回転率の算出方法を以下のように定義している（pp.150 参照）。

第一段階：月度国内売買金額と月末国内時価総額を用いて、各月毎に以下の計算式に基づき年率換算した売買代金回転率を算出する。計算式：月度国内売買金額/月末国内時価総額×12

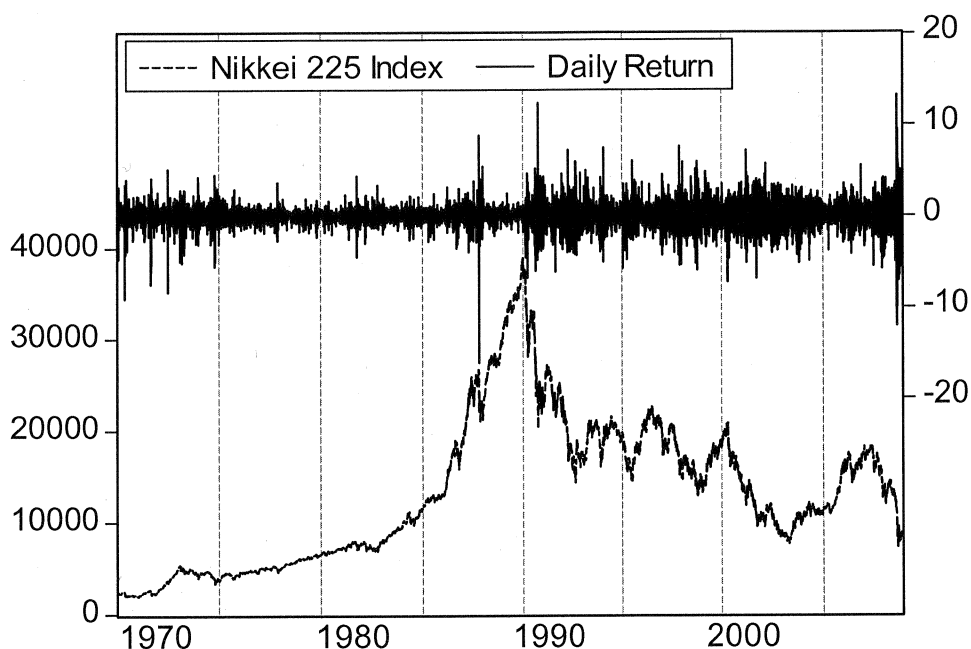
第二段階：第一段階で得た各月の数値を%換算した後足し合わせ、12で割る。

²⁷ 日本のバブル経済に関しては村松・奥野(2002ab)が詳しい。

²⁸ 87年2月23日：2.5%⇒89年5月31日：3.25%（+0.75%）⇒89年10月11日：3.75%（+0.5%）⇒89年12月25日：4.25%（+0.5%）⇒90年3月20日：5.25%（+0.5%）⇒90年8月30日：6%（+0.75%）。

²⁹ 実際には、1989年12月29日の日中につけた38957円が日経平均の史上最高値となっている。

1970年1月5日-2008年12月30日 (n=9,613)



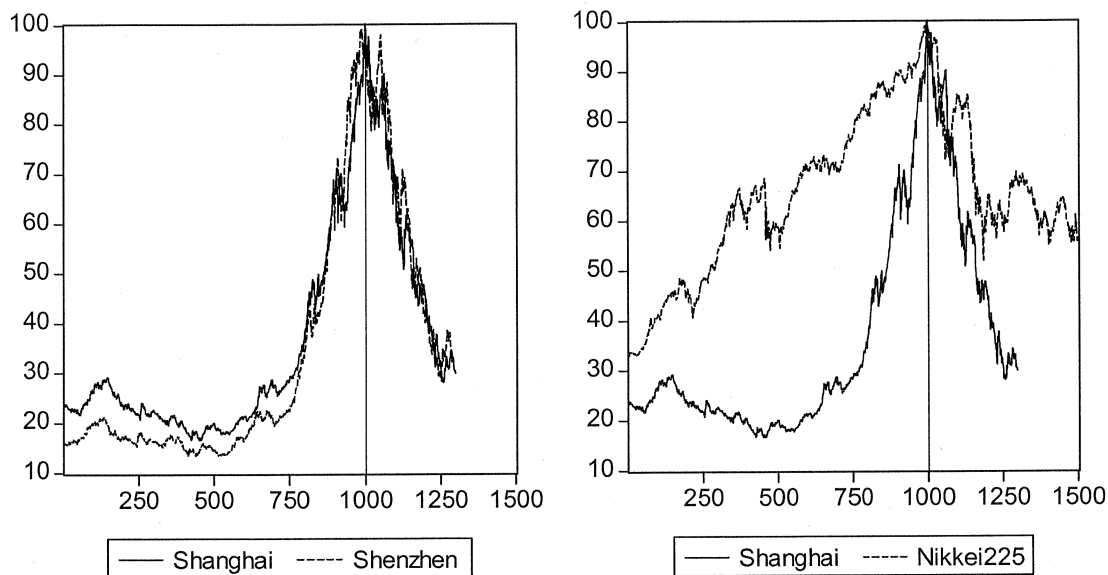
(出所) Bloomberg を基に筆者作成

(注) 点線は日経平均株価の終値 (左目盛り, 単位: 円)。実線は日次変化率 (右目盛り, 単位%)。

先に述べたとおり, 上海総合指数, 深圳成分指数及び日経平均株価の史上最高値はそれぞれ, 2007年10月15日の6092.06ポイント, 2007年10月31日の19531.16ポイント及び1989年12月29日の38915.87円となっている。ここでは, 日中間のバブル期における株価動向の差異を明らかにするために, 系列ごとに史上最高値を100として指数化した上で史上最高値をつけた営業日を分岐点に前後1500営業日(最高値前1000営業日, 最高値後500営業日³⁰)の推移を考察する。図10左図は上海総合指数と深圳成分指数の動向であるが, これらはバブル期間においてほぼ同様に推移しているのがわかる。日経平均株価と上海総合指数の動向であるが, 図からも日経平均が約2年間で倍になっているのに対し, 上海総合指数は1年間で3倍になっている。バブル崩壊後の値動きも, 日経平均が1年間で, 約40%弱値下がりしているのに対し, 上海総合指数はほぼバブル形成前の三分の一の水準まで低下しているのが確認できる。中国のバブル形成から崩壊における株価指数の値動きは, 上昇速度, 下落速度共に日本よりも激しく変動しているのである。

図10 バブル期における株価指数の日中比較

³⁰ 中国株式市場の史上最高値以降のデータは2008年12月31日までの約300営業日を用いている。



(出所) 上海総合指数 (Shanghai) と深圳成分指数 (Shenzhen) は RESSET より, 日経平均株価 (Nikkei225) は Bloomberg を基に筆者作成

(注) 史上最高値を 100 とし系列ごとに基準化した。上海総合指数は 2007 年 10 月 15 日 (6092.06 ポイント), 深圳成分指数は 2007 年 10 月 31 日 (19531.16 ポイント), 日経平均株価は 1989 年 12 月 29 日 (38915.87 円) がそれぞれの史上最高値である (図中の縦実線)。

次に, 各株価指数の日次リターン³¹の動向を考察する。これまでの分析から, 中国株式市場は 2006 年 11 月以降にバブル期に突入し, 2007 年 10 月に崩壊が始まっている。まず, 2000 年 1 月 4 日から 2006 年 10 月 31 日までの上海総合指数, 深圳成分指数の平均日次リターンはそれぞれ 0.0181%, 0.0193%, 年率換算で 4.36%, 4.65%となっている³²。これに対し, バブル期の 2006 年 11 月 1 日から 2007 年 10 月 31 日までの上海総合指数, 深圳成分指数の平均日次リターンはそれぞれ 0.4838%, 0.5931%で, 年率換算すると 116.58%, 142.91%となる。前者の正常収益率とバブル期の収益率の差を異常収益率 (Abnormal Return, AR) と定義すると, 日次 AR は上海総合指数, 深圳成分指数でそれぞれ 0.4657%, 0.5738%, 年率 AR でも 112.22%, 138.26%となっている。これと比較して, 日経平均株価のバブル期間 1988 年 1 月 4 日から 1989 年 12 月 29 日における平均日次リターンは 0.1195%, 年率換算で 29.46%となり³³, 中国株式市場の三分の一にも満たないことがわかる。1970 年 1 月 5 日から 1987 年 12 月 28 日のデータから算出した正常日次収益率は 0.0493%, 年率換算で 12.14%となってお

³¹ 日次リターンは株価指数の日次変化率 (%) で, 各営業日の終値の対数階差を 100 倍することによって算出した。この計算方法は連続複利計算とよばれるもので, 日次変化率は近似的に株式リターンとなる。より具体的な解説は渡部(2000) 1.5.2 18-19 頁を参照。

³² 中国株式市場の年平均営業日数は 240.96 日となっており (上海証券取引所統計より筆者計算), これを基に年率計算をおこなった。

³³ 日本株式市場の年平均営業日数は 246.49 日となっており (Bloomberg より筆者計算), これを基に年率計算をおこなった。

り、日次 AR は 0.0702%、年率 AR は 17.32%と、中国株式市場の六分の一にも満たない。また、バブル崩壊後一年間のデータを考察すると、2007年11月1日から2008年10月31日における上海総合指数、深圳成分指数の平均日次リターンはそれぞれ▲0.5048%、▲0.4928%となっている。一方で、日経平均株価の1990年1月4日から1990年12月28日における平均日次リターンは▲0.1991%と、下降局面でも中国株式市場よりも緩やかとなっている。

以上の事から、2006年11月から2007年10月まで続いた約一年間の中国株式市場のバブルは、日本で発生したバブルよりも急激に膨張し、崩壊後も急激に縮小していることが確認できる。

三、中国株式市場の国際連動メカニズム

1980年中葉以降における世界規模での金融の自由化や国際化の下、各国資本市場のグローバル化が促進され、それに伴い証券価格の国際的連動性は高まってきた。日本と米国株式市場の高連動性や「ブラックマンデー」に代表される株価の大暴落は国際的に伝播することがよく知られている。中国においても、2007年2月27日、上海総合指数と深圳成分指数はそれぞれ▲8.84%、▲9.29%の急落、この「チャイナ・ショック」はアジア、ヨーロッパ、アメリカと世界各国のマーケットに飛び火し、中国発の世界同時株安を誘発したことも記憶に新しい。

近年、計量分析の発展に伴い国際間における株価連動性の研究は盛んに行われてきた。世界各国の株式市場を対象とした先行研究³⁴では、分析に用いるモデルや研究対象及びサンプル期間はそれぞれ異なるが、以下のいくつかのコンセンサスを得ている。(1)世界各国における金融自由化、規制緩和の趨勢の下、国際的株価連動性は高まっている。(2)多くの株式市場が米国市場からの影響を受けており、米国株式市場を「グローバル・ファクター」とみなすことができる。(3)ブラックマンデー、アジア金融危機といった、世界的金融危機の局面では各国間の株価の波及効果は高まる。

中国株式市場の国際連動性に関する実証研究も積極的におこなわれている。西村(2008)、西村(2009)では、Nelson (1991)の EGARCH (Exponential Generalized ARCH) モデルと Cheung and Ng (1996)が提唱する相互相関係数 (Cross Correlation Function, CCF) アプローチを用いて米中株式市場間の株価連動性を検討しており、(1)中国市場から米国市場への強力で一方的なボラティリティ・スピルオーバーが検出された、(2)米国市場から中国市場へのリターンのスピルオーバーが若干ながら確認された、と報告している³⁵。しかし、西村(2008)、西村(2009)ではこの「中国株式市場国際連動性のパズル」の形成要因や特性、内在するメカ

³⁴ 例えば、Jeon and Von Furstenberg (1990), Hamao, Masulis and Ng(1990), Cheung and Mak(1992), 渡部(1996)など。

³⁵ 西村(2008)のサンプル期間は2000年1月4日から2007年12月31日、西村(2009)のサンプル期間は2004年1月3日から2007年12月31日を分析対象としており、この実証結果は平時における連動性であって、金融危機期間における連動性の議論ではない。

ニズムに関しては考察していない。本節ではこのような現象がなぜ生じたのかを解明することに努める。

3.1 ボラティリティ・スピルオーバーの分析—情報伝達の観点から

西村(2008)、西村(2009)の実証結果では、先進株式市場を対象にした先行研究に反した結果となっている。つまり、米中株式市場において、株価連動性の主要因となっているのは米国ではなく中国であることを示唆している。Ross (1989)で明確に論証されているように、リターンのボラティリティは市場の情報フロー (information flow) と深い関係にあり、ボラティリティ・スピルオーバーの方向は市場間の情報伝達の方向性を示しているといえる。つまり、中国市場から米国市場への情報はスムーズに伝達されるものの、逆方向の米国から中国への情報は何らかの阻害を受けている可能性がある、と解釈することができよう。

中国から米国への情報伝達経路を考察する上では、「中国における経済成長と投資状況は世界の経済成長と投資家信頼感のバロメータとみなすことができる³⁶」という観点が非常に重要である。米国は世界最大の経済大国であり、投資ファンドや機関投資家などによる国際的な投資活動も非常に活発である。このような投資家は全世界に資金を振り分けて運用しており、そのファンドマネージャー達は各国の株式市場の動向をつぶさに観察、分析し、適時にポートフォリオの調整を行っている。つまり、世界経済のエンジンとなっている中国株式市場の動向は、投資戦略を決定する上で最も重要な情報の一つとして投資家行動に影響を与えていると考えられる。また、投資家というものは将来の予測に従い売買を行うため、通常株価は実際の景気よりも、多少先んじて動く。これが「株価は景気のパロメータ」といわれる由来である。中国関連企業にとって、中国経済の後退は直接的に収益の悪化を招き、ひいては株価にまで影響を及ぼすことが考えられる。つまり、中国株の暴落は中国経済の悪化の引き金となり、中国に直接投資を行っている外資系企業、中国と直接取引のある企業などの収益悪化を引き起こし、結果、その企業の株価の下落を招くのではないかと推論できる。この角度から見れば、このような中国関連企業が増えるほど株価への影響は大きくなるはずである。

米国から中国への情報伝達が受けている主たる阻害要因としては、「厳しい資本規制の存在」と「投資家構造の偏り」が考えられる。

WTO加盟時のコミットメントを履行するために、中国は資本市場の対外開放の歩調を速めてきた。しかし、中国国内への資本流入が自由化へむけて進んでいるとはいえ、先進国と比較すると、中国では金融部門に対する厳しい規制が依然として存在している。

従来、中国政府は、株式市場の外国人投資家と国内市場や中国国内の投資家を分離することにより、資本流出を抑制しながら外資流入をコントロールしてきた。先にも述べたように、外国人投資家は基本的にはB株しか購入できず、A株への投資はQFII資格の認可を受けている機関投資家に部分的に開放されているに過ぎない。2007年末現在で、中国証券

³⁶ “China snuffle sends shivers worldwide” By Mark Konyon, *Financial Times*, March 26, 2007.

監督管理委員会（以下中国証監会）は 52 社の海外機構に対し QFII 資格を認可し、その内中国外貨管理局の批准を得た 49 社の投資限度総額は 99.95 億米ドルに達している。2007 年末現在での上海、深圳における A 株の流通株時価総額はそれぞれ 6 兆 4352.17 億元、2 兆 8532.28 億元で、同時期の B 株の流通株時価総額は、上海、深圳でそれぞれ 1322.4 億元、1179.1 億元となっている³⁷。つまり中国株式市場全体で見ると、B 株市場の流通株は全体の約 2.69% 程度の規模に過ぎず、非流通株も含めたトータルの時価総額と比較すると約 0.78%となる。QFII の投資限度総額をみても、中国 A 株市場の流通株の約 0.77%と微々たるものとなっており、外国人投資家のプレゼンスの低さがうかがえる³⁸。

第一節でもふれたように、中国 A 株市場における投資家構造は、他の先進国株式市場と較べて、個人投資家を中心とした構造となっている。2007 年末の株式口座数は 11,052.12 口座に上り、その内 99%が個人投資家の名義となっており、「全民炒股」の様相を呈している³⁹。また、2007 年における上海・深圳 A 株市場の実際に取り引された口座数、取引株数、取引金額は 5,800.84 万口座、71,298.31 億株及び 908,702.36 億元となっており、その中でも個人投資家の取引実態はそれぞれ 5788.73 万口座（99.79%）、64,622.94 億株（90.64%）及び 788,195.96 億元（86.74%）となっている⁴⁰。このことから、中国株式市場は完全に個人投資家主導の市場であることがわかる。一般的に、個人投資家が取得可能な情報量は機関投資家よりも少ない上、海外の情報に対する敏感度は相対的に低いと考えられる。また、海外への投資は 2006 年から始まった適格国内機関投資家（Qualified Domestic Institutional Investor, 以下 QDII と略称）資格の認可を受けている機関投資家に部分的に開放されているに過ぎないため、多くの国内機関投資家においても国外市場の情報分析に注力する必要はない。

以上の要因により、中国株式市場に参加する投資家の国外情報に対する反応は小さいため、情報に対する株価の反応も限定的になると考えられる。

3.2 リターン・スピルオーバーの分析—国際資本移動の観点から

国際金融において、(1) 国境を越えた資本移動の完全な自由、(2) 為替相場の安定、(3) 国内目標を実現するための独立した金融政策の 3 つは鼎立しないことが「政策トリレンマ」としてよく知られている。従来、中国政府はこの 3 つの中でも国際資本移動を厳しく制限することにより、為替の安定と独立した金融政策を確保してきた。しかし近年においては、長期的な対内直接投資の自由化、短期投資としての証券投資等は漸進的に開放されており、

³⁷ 数値は上海証券交易所 (<http://www.sse.com.cn/>)、深圳証券交易所ホームページ (<http://www.szse.cn/>) より引用。

³⁸ 2007 年 12 月 28 日の為替レート US\$1=7.3046 RMB（外貨管理局 <http://www.safe.gov.cn/>）で計算した。

³⁹ 日本における投資部門別株式保有比率（2007 年）は、金融機関：30.9%、外国人：27.6%、事業法人等：21.3%、個人・その他：18.2%となっている。数値は『平成 19 年度株式分布状況調査』より引用。また、2007 年における東証一部の投資部門別売買状況では、外国人：63.3%、個人：23.6%、法人：12.0%、証券会社：1.2%となっている（東京証券取引所ホームページ『統計資料』より引用）。

⁴⁰ 数値は中国証券監督管理委員会《中国証券先物統計年鑑 2008》より引用。

国内への資本流入を中心に国際資本移動の自由化に向かって動きだしている。また、短期資本の流出の制限に関しても 2006 年の QDII 制度導入以降徐々に緩和されている。このような資本市場のグローバル化に伴う資金フローの拡大は、証券価格の国際的連動性を増大させる可能性が考えられる。さらに、実物経済においても中国経済は日米欧、アジア域内を中心にその相互依存性を強めており、これも証券価格の国際連動性を高めることに寄与するとみられる。

本節では、このようなスピルオーバー現象について、資本市場の資金フローの拡大に直接寄与すると考えられる「対外直接投資」、「海外上場企業」および「貿易と外貨準備」の視点から、その発生要因と構造分析を試みる。

3.2.1 米中対外直接投資

外国からの対中直接投資状況を見てみると、廉価な人件費を求めた中国へ生産拠点移動、中国へ既に進出している企業の事業拡大に伴う積極的な再投資、中国の消費力向上に着目した外資系企業の進出などを背景に、投資総額は増加基調が続いている。その趨勢は WTO 加盟以降とりわけ顕著で、フローベースで 2001 年の 468.46 億米ドルから 2007 年の 835.21 億米ドルへ倍増、逆に 2007 年の中国からの対外直接投資総額は 224.69 億米ドルとその差は 610.52 億米ドルとなっている⁴¹。国別直接投資（フローベース）状況を見ると、米国の対中直接投資額は 2007 年で 26.16 億米ドルであるのに対し、中国からの対米直接投資額は 1.96 億ドルでその差は 13.3 倍も開いているのが分かる。なお、2007 年における香港からの対中直接投資額は 277.03 億米ドルに上っている⁴²。近年、香港は中国の「オフショア金融センター」へと発展しており、国際資本の中国向け投資の主要ルートとなっている。つまりこの対中直接投資の中には狭義の香港企業以外に、主要国企業の香港現地法人による投資も相当含まれているとみられている。

次に、現地法人の経営パフォーマンスおよび地域経済への影響力を考察する。2004 年の米系在中現地法人の売上総額は 604.35 億米ドル、利益は 60.92 億米ドルに達し、売上総額が中国の名目 GDP に占める割合は約 3.13% となっている。1995 年時点でのこの比率がわずかに約 0.8% 程度であったことから、米系現地法人の売上高の伸び率が中国の経済成長を上回り、中国国内におけるプレゼンスを着実に向上させていることがうかがえる⁴³。

3.2.2 米中貿易と外貨準備

WTO 加盟以降、中国政府は関税の引き下げ、非関税障壁の削減に努めてきた。加盟以前と以降の関税率を比較してみると、関税全体は 15.8% から 9.9% へ、工業品平均関税は 14.8%

⁴¹ 数値は UNCTAD “World Investment Report 2002-2008”より引用。

⁴² 米国、香港の対中直接投資データ（実行ベース）、中国の対米直接投資データ共に中国国家統計局《中国統計年鑑 2008》より引用。

⁴³ 米系在中現地法人のデータは U.S. Dept. of Commerce “Selected Data of Majority-Owned Nonbank Foreign Affiliates”より、中国の名目 GDP は中国国家統計局《中国統計年鑑 2005》より引用。2004 年の中国の GDP は年平均為替レート US\$1=8.2768RMB（中国国家統計局《中国統計年鑑 2005》）で換算。

から 9.0%へ、農産物平均関税は 23.2%から 15.3%へと大幅に引き下げ WTO 加盟時のコミットメントを達成した。非関税障壁においても、2002 年に輸入許可証による管理品目を 33 品から 12 品へ削減、2005 年までに承諾していたすべての品目に対する輸入割当の撤廃を実施した。また、2004 年 4 月 6 日に可決した改正《中華人民共和国対外貿易法》は 2004 年 7 月 1 日に施行され、貿易管理が 50 年続いてきた従来の「審査・許可制」から「届出・登録制」に変更となり、貿易経営権の開放を行った（張漢林，2006）。このような関税および非関税障壁の緩和・撤廃は直接的に国際貿易の促進に資すると考えられる。

米国は中国にとって最大の輸出国であり、2000 年にはついに中国の対米貿易黒字額が 800 億ドルを突破、日本を超え世界一となった。2005 年には史上最高の 2,015.45 億米ドル⁴⁴を記録、米国貿易赤字全体の約 25%に達した。貿易赤字額は依然として増加を続けており、2008 年末現在では、2663.33 億米ドルにまで拡大している。WTO 加盟以降、米中貿易は更なる拡大を続けており、WTO 加盟前後の米中貿易額増加率を比較してみると、米国対中輸出額の年増加率は WTO 加盟以前（1992 年～2001 年）平均の 12.29%から WTO 加盟以降（2002 年～2008 年）平均の 20.87%にまで増加している。それに対し、中国対米輸出額の年増加率は WTO 加盟以前平均で 18.64%、WTO 加盟以降平均で 18.85%とほぼ横ばいとなっている。WTO 加盟以降は、米国対中輸出の伸びがとりわけ顕著で、米国対中貿易赤字額の増加率は 2005～06 年で 15.4%、2006～07 年は 10.2%、2007～08 年では 3.95%の増加となり、2005 年以降は減少傾向にある⁴⁵。

このような巨額の貿易黒字に直面しながらも、人民元の急激な高騰を避け為替の安定を維持するために、中国人民銀行は毎年 2000 億米ドルに上る大規模な外為市場での介入を続けている。このような背景の下、1999 年末時点で 1546.75 億米ドル程度であった外貨準備も、2006 年 10 月にはついに 1 兆米ドルを超過した。2007 年末では、2006 年の 1 兆 663 億米ドルより 43.32%増加し 1 兆 5282.49 億米ドルにまで達している⁴⁶。その外貨準備の構成を見てみると、中国政府による米財務省証券保有高がかなりの割合を占めている。2000 年 3 月には 714 億米ドルであった米財務省証券保有高は、2008 年 12 月には 7,274 億米ドルに達し、たった 9 年で約 10 倍に膨れ上がっている。それに伴い、米財務省証券全体に占める中国保有比率は 2000 年 3 月の 6.58%から 2008 年 12 月の 23.64%まで増加、ついに日本の 20.35%を抜いて最大保有国となった⁴⁷。米財務省統計によると、2008 年 6 月時点で中国が所有する

⁴⁴ 中国側の貿易統計では、2005 年の対米黒字額は 1,142.03 億米ドル（輸出：1,629.23 億米ドル，輸入：487.2，数値は国研網）にとどまっている。このような統計上の大幅な乖離は建値（FOB，CIF）が異なっているというほかに、香港経由の中継貿易の扱いの違いにある。米国では中国からの香港を経由した輸入は原産国が中国であれば中国からの輸入として計上し（原産地規則）、中国の輸出は最終消費地が経由地にかかわらず対香港輸出として計上している。輸出入に関しては、この二つの統計を混同しないよう、本稿では米国統計のみを使用した。

⁴⁵ 米中貿易額増加率及び米国対中貿易赤字額の増加率は U.S. Census Bureau “Trade in Goods (Imports, Exports and Trade Balance) with China”を基に筆者算出。

⁴⁶ 数値は中国人民銀行ホームページ (<http://www.pbc.gov.cn/>) 《統計数据 (黄金和外匯儲備報表)》より引用。

⁴⁷ 数値は U.S. Department of the Treasury, “Major Foreign Holders of U.S. Treasury Securities 2000-2008”を基に筆者作成。

米国証券総額は 1.21 兆米ドルに達しており、この数値を基に試算すると、中国の外貨準備に占める米ドル資産の割合は約 60%以上に上るとみられる⁴⁸。このような、両国間の相互依存関係の高まりも株価連動性の向上に大きく寄与していると考えられる。

3.2.3 米中企業の海外上場状況

1993 年 7 月 26 日に上海石化（シノペックシャンハイ）が香港証券取引所とニューヨーク証券取引所（NYSE）で同時に上場し、IPO 方式によって米国で上場を果たした中国最初の企業となった。1994 年 4 月 28 日には、中国証監会と米国証券取引委員会（SEC）が、国際間協力を通じた証券市場の発展と促進を主旨とする《中米証券協力、協議および技術援助に関する了解覚書》を北京で締結した。これ以降、米国市場は中国企業にとって香港に次ぐ重要な海外上場先となっている。中国企業の米国市場における米国預託証券（American Depositary Receipt, ADR）発行の手段は以下の三種類となっている。（1）中国国外の証券取引所に上場している株式をベースとした ADR の発行、例えば香港証券取引所で既に上場している H 株、レッドチップ株を ADR へ転換する方法。（2）レベル 3 の ADR を直接発行する方法。（3）B 株をベースとした ADR を発行する方法。中国企業は主として（1）の手段を採用、2007 年 12 月末までに、106 社の中国企業が DR を発行、その内 NYSE で 35 社、NASDAQ で 30 社の中国企業がレベル 2 およびレベル 3 の ADR の発行を通じて上場を果たしている⁴⁹。これら海外上場を果たしている中国企業のほとんどすべてが国有もしくは国有持ち株会社である⁵⁰。これらの企業はすべて業界トップの一流企業であり、上海・深圳の両株式市場で上場している 1,600 社弱の企業と比較すると、その質、規模の面から見ても到底同一視することはできない。中国経済の中軸をなす企業、つまり、中国の景気変動の影響を直接受ける企業が米国市場で多く上場しているのである。

近年、中国は実物経済、マネー経済両方の面において、世界経済におけるプレゼンスを着実に高めてきた。このような中国経済のグローバル化に伴い、中国と世界各国市場間における証券価格の国際的連動性、とりわけ中国市場からの影響力が強まってきたものと考えられる。その一方で、「走出去（中国企業の海外進出促進）」戦略は「引進來（外資企業の中国投資促進）」戦略に及んでおらず、中国国内には依然として厳しい資本規制が存在し

⁴⁸ 中国所有の米国証券総額は近年増加傾向にある。具体的数値は以下を参照。

単位：10 億米ドル

	<i>Total</i>	<i>Equities</i>	<i>Long-term debt</i>		<i>Short-term debt</i>
			<i>ABS</i>	<i>Other</i>	<i>Debt</i>
2006	699	4	122	556	40
2007	922	29	217	653	23
2008	1,205	100	376	700	30

出所：U.S. Department of the Treasury, “Foreign holdings of U.S. securities, by country and type of security, for the major investing countries into the U.S., as of June 30, 2006-2008”を基に筆者作成。

⁴⁹ 数値は NYSE ホームページ (<http://www.nyse.com/>)、ニューヨーク銀行のデータベースである ADRs: Global Investing & Personal Finance With The Bank of NY (<http://www.adrbny.com/>) より引用。

⁵⁰ 中国国有企業による海外上場状況、上場企業の詳細に関しては劉園・羅飛飛・西村(2007)を参照。

ている。このような依然として存在する閉鎖的な環境が中国株式市場の国際化、自由化を阻害し、株価連動性を限定的にしている最大の原因であるといえよう。先行研究は主として先進株式市場を対象にしており、このような中国市場が米国市場に影響を与えているといった「株価連動性のパズル」は、目覚ましい経済発展を背景に中国の国際的プレゼンスは急激に高まっているにもかかわらず、国内の資本市場は依然として厳しく規制されているといった、発展途上にある中国株式市場独特の現象であると考えられる。

3.3 今後の展望

韓非・肖輝(2005)では2000年1月1日から2004年12月31日の期間において中国から米国への一方的で非常に弱い因果性が検出されたと報告しているが、期間を2007年12月31日まで延長した西村(2008)、西村(2009)では、中国から米国への非常に強いボラティリティ・スピルオーバーが検出されたと同時に、米国市場からの若干のリターンの波及効果が存在する可能性が示唆された、としている。このことから、2005年以降の3年間で中国経済は更なる自由化、国際化の歩調を加速し、中国政府も国家の対外開放政策を強く支持してきたことがうかがえる。中国が「世界経済成長のエンジン」として世界経済に貢献し続けるためにも、中国政府は「引進來」と「走出去」を組み合わせた開放戦略の更なる推進していくであろう。今後は、この「走出去」・「引進來」戦略の更なる積極推進に伴う中国金融市場の積極的対外開放、国際資本移動の増大により、証券価格の国際的連動性は高まり、中国株式市場も漸進的に他市場からの影響を受けるといった方向へシフトしていくであろうと推論される。

このような証券価格の国際的連動性が高まることによって生じる中国株式市場に対する負の影響も懸念される。アジア通貨危機が発生し、多くのアジア諸国の通貨が暴落した1997年前後を境に、他の株式市場が縮小もしくは横ばい傾向で推移したのに対し、中国市場だけはその閉鎖的特徴から、影響は限定的で比較的順調に拡大した経緯がある。しかし、西村(2008)、西村(2009)の実証結果を見ると、米国市場から受ける影響が高まっていることが示唆されており、今後さらなる証券価格の国際的連動性の向上に伴い、国際金融資本市場が危機的状況に直面した際には、中国市場もその影響を大きく受けることになる。また、連動性が顕著になってくると、国際分散投資におけるリスク分散効果は中長期的にみて低減することになるといったデメリットも呈するとみられる。中国政府は、金融市場リスクの監督管理の効率化に務めると同時に、中国資本市場のショックに対する耐久力、対応力を十分に把握し、その対外開放速度と規模を慎重に検討し政策に反映していく必要がある。

参考文献

[和文文献]

西村友作 (2009), 「株価連動性のパズル」, 『証券経済学会年報』, 近刊。

村松岐夫・奥野正寛編 (2002a), 『平成バブルの研究 (上) 形成編—バブルの発生とその背

景構造』, 東洋経済新報社。

村松岐夫・奥野正寛編 (2002b), 『平成バブルの研究 (下) 崩壊編—崩壊後の不況と不良債権処理』, 東洋経済新報社。

劉園・羅飛飛・西村友作 (2007), 「中国における国有企業の海外上場について」, 『中国経済』, 第 52-71 頁。

渡部敏明 (1996), 「東アジアの株価の時系列分析-米英からの波及効果と域内連動-」『フィナンシャル・レビュー』, 大蔵省財政金融研究所, 第 38 号, 第 56-67 頁。

渡部敏明 (2000), 『ボラティリティ変動モデル』(シリーズ《現代金融工学》4), 朝倉書店。

[英文文献]

Cheung, Y. L., and S. C. Mak (1992), “The international transmission of stock market fluctuation between the developed markets and the Asian - Pacific markets,” *Applied Financial Economics*, **2(1)**, pp.43 -47.

Cheung, Y. W. and L. K. Ng (1996) “A Causality-in-Variance Test and its Application to Financial Market Prices,” *Journal of Econometrics*, **72**, pp.33-48.

Hamao, Y., R. W. Masulis and V. Ng (1990) “Correlation in Price Changes and Volatility across International Stock Markets,” *Review of Financial Studies*, **3(2)**, pp.281-307.

Jeon, B. N. and G. M. Von Furstenberg (1990), “Growing International Co-Movement in Stock Price Indexes,” *Quarterly Review of Economics and Business*, **30**, pp.15-30.

Nelson, D. B. (1991), “Conditional Heteroskedasticity in Asset Returns: A New Approach,” *Econometrica*, **59(2)**, pp.347-370.

Ross, S. A. (1989), “Information and Volatility: The No-Arbitrage Martingale Approach to Timing and Resolution Irrelevancy,” *Journal of Finance*, **44(1)**, pp.1-17.

Tan. W (2006), “China’s Stock Market,” in S. N. Neftci and M. Y. Menager-Xu (eds), *China's Financial Markets: An Insider's Guide to How the Markets Work*, pp.189-214, San Diego: Elsevier Academic Press.

[中文文献]

韩非·肖辉 (2005), 《中美股市间的联动性分析》, 《金融理论》, 第 11 期, 第 117-129 页。

西村友作 (2008), 《基于 CCF 检验法的中美股票市场联动性研究》, 2008 年全国博士生学术论坛 (经济学), 2008 年 9 月 27-28 日, 中国社会科学院, 中国北京。