

研 究

中国証券市場の歴史と現状

宮 慧 杰

目 次

- はじめに
 - 1. 近代中国証券市場
 - 2. 現代中国証券市場
 - 1. 実験段階
 - 2. 育成段階
 - 3. 形成段階
 - 3. 中国証券市場の現状
 - 1. 年間変動率一日, 米証券市場との比較から中国証券市場を見て
 - 2. 売買回転率一日, 米証券市場との比較から中国証券市場を見て
- おわりに

は じ め に

今日発展がめざましい中国は、はじめての中国証券市場の出現からいまの証券市場の整備・発展まで 100 年間も経っている。本論文においては、まず第一に近代中国証券市場の歴史および現代中国証券市場の歴史を紹介する。近代中国証券市場では旧中国証券市場の生成・発展を、現代中国証券市場では新中国証券市場を実験段階、育成段階、形成段階を分けて紹介する。

このように急速に中国証券市場は発展してきたが、同時に大きな問題点をも抱えている。そこで第二に、中国証券市場の現状について、中国証券市場の年間変動率と売買回転率を日、米証券市場との比較を通じて、中国証券市場がきわめて投機的な市場である問題点・特徴を分析する。

そして最後に、こうした中国証券市場の問題点を改革するための提言を示すことにする。

1. 近代中国証券市場

中国証券市場の始まりは 19 世紀の上海からである。1891 年、証券業を営む外国商社が、「上海股份公所」を設立した。1905 年には、「上海衆業公所」が設立された。ロンドン及びニューヨークの株式を主とする。証券売買はすべて外国商人により独占されていた。

1911 年の辛亥革命以降、上海の華商による証券業が芽生え始めた。この時期、お茶、毛皮の売買、両替業が主であり、証券売買はあくまでも副業しかなく、人数も多くはなかった。彼等は、上海の福州路にある「惠芳茶楼」を拠点にしていたので、「茶会」とも呼ばれている。まいにち、午前中集合して、情報を交換し、お茶を飲みながら、すべての売買を行なった。午後、

銀行と顧客の間を走り回って、取引を成立させた。

1914年秋、当時の農商部に、設立申請が出されて、「上海股票商業公会」が設立された。中国の証券業は「茶会時代」から、「公会時代」に突入することとなる。「上海股票商業公会」設立当初は、会員は13社にすぎなかった。「公会」は、集会時間を午後9時より11時までとし、売買手数料基準も定まっていた。また、まいにち、売買取引価格表を作成し、配布した。株式を取り扱う業者も60社あまりに増え、証券取引も盛んになった。「証券交易所」の雛型である¹⁾。

1918年春北京に「北京証券交易所」を、1918年冬上海に日本人が「上海取引所」を、1920年7月上海に「上海証券物品交易所」を設立した。遊休資金を吸収する市場として存続したのである。旧中国の証券市場は分散状態から統一・集中の時代へと変わった。1947年9月に「上海証券交易所」が設立された。上海における証券投機ブームはますます強まってきた。

1949年の半ばから1950年の初めまで、新中国の誕生に従って、北京・上海にあった旧取引所が閉鎖された。しかし、その時に中国の政治・経済情勢は非常に厳しいものであった。長年の戦争によって中国の経済力は低下し、インフレも激しかった。アメリカを中心とする西側諸国は中国に対する経済封鎖政策をとったので、中国の経済再建は非常に困難をきわめた。政府は経済再建に必要な資金調達促進のため、1949年6月天津に、1950年2月北京に証券取引所を営業し始めた。これらの取引所は建国当初の資金調達に大きな役割を果たしたばかりではなく、インフレの抑制にも寄与した。しかし、経済の回復に伴って、両取引所は52年末に閉鎖された²⁾。新中国の設立以降30年間程度証券市場は消滅した。

2. 現代中国証券市場

1980年代に入ってから、中国の財政赤字が拡大し、国家建設の資金の不足を補うため、特に改革・開放政策に伴う中国国民個人所得の増加のため、金融資産の多様化が求められた。そのために、中国証券市場が再開された。

1984年9月には最初の本格的な株式会社である「北京天橋百貨股份有限公司」³⁾が設立され、社債に似た株式を発行し、新中国ではじめて株式制度が導入された⁴⁾。北京天橋百貨股份有限公司は会社組織形態、責任のあり方などの面から見れば本来の株式会社と全く違うが、資

1) 中日経済協会『中国の資金市場』、61ページを参照。

2) 日本証券研究所『中国の株式会社制度と証券市場の生成』、6ページを参照。

3) 「北京天橋百貨股份有限公司」は日本語で北京天橋百貨店株式会社の意味である。

4) 岡 正生・樊 勇明『中国の金融改革』、96ページを参照。

金調達方式の面から見れば、はじめて「股票」⁵⁾ という名前が使われており、一応、現代中国における最初の株式会社と考えられる。その後、1984年11月には初めて額面50円で非償還株式1万株を一般公募で発行する上海飛樂音響株式会社が設立された。これらの株式会社の設立によって、中国証券市場の歴史に新しいページを開いたと言える。

そして、86年9月には沈陽信託投資公司以社債取引、上海市工商銀行静安支店で株式の取引が開始された。1990年12月に上海証券取引所、91年7月に深 証券取引所が相次いで設立され、営業がはじまった。中国証券市場の流通市場はこうして形成されるに至った。

1981年の国債の発行再開から中国証券市場の最近の発展までを大別すると、大きく3つの段階に区分される。第1段階は81年の国債発行から86年8月の沈陽における社債市場の開設および上海静安株式交易所の開設までである。この段階は、国債を中心する単一的な発行市場における証券市場の実験的段階である。第2段階は、86年8月から90年12月の上海証券市場取引所設立までである。この段階は初歩的な発行・流通市場育成の段階である。第3段階は91年から現在までで、上海、深 両取引所の設立と有価証券の発行規模拡大によって体系的な証券市場が形成される段階である⁶⁾。

1. 実験段階（81 - 86.8）

1978年から中国で経済改革と対外開放政策が実施された。改革後、農産物価格の引き上げによる財政補助金支出の増加によって、財政収支が赤字に転じた。政府は、財政赤字を補填するため81年に48億6600万円の赤字国債を発行した。

農村部においては、農民による農業以外の新規事業が認められた。同時に様々な所有形態と経営方式も容認された。農村企業の生産の拡大につれて、資金不足問題が企業の経営に大きな影響を与えた。一方、農産物購入価格の引き上げによって、農民の収入が増加した。79年に政府は郷鎮企業の資金不足に対応するために、人民公社の公的な資金から社債の形で資金調達を行うことを認めた。民間で、政府の許可なしに株式類似証書による資金調達が可能になった。

都市部では、企業が資金調達するために社債に近い形の株式も発行された。84年7月に中国初の本格的な株式会社である北京天橋百貨店株式会社が設立された。11月に初の株式一般公募による上海飛樂音響株式が設立された。このような株式発行による資金調達の拡大傾向を受けて、86年3月の「五都市金融体制改革実験座談会紀要」は人民銀行の批准のもと、企業間や企業と個人の間で行われる直接的なファイナンスを条件つきで推進することを決定した。

1981年から87年までに発行された有価証券は国債362億元、社債130億元、株式10億元

5) 「股票」は日本語で株式の意味である。

6) 日本証券経済研究所『中国・香港の証券市場』、28ページを参照。

であった。いずれも流通は禁じられた。この段階における株式、社債の発行は実態が先行したもので、政府はそれを追認したことが特徴である。この時期の中国証券市場は国債を中心する単一的な発行市場であった。

2. 育成段階(86・8-90・12)

1986年9月から、沈陽信託投資公司以社債取引が、そして、上海市工商銀行静安支店で株式の取引が始まり、初歩的な流通市場の育成段階に入った。87年まで41都市の証券会社、信託投資会社、農村信用組合が有価証券の取引業務を行った。

中国での証券業務において流通市場が育成された最初の目的というは、国債発行の促進であった。

1981年から国庫券(国債)が毎年発行され、90年までには国家重点建設債券など5種類の債券を含め、国債の発行額は604億元に達した。

1988年までは、国債の発行は行政手段を通じて行われていた。つまり、発行分の国債は財政部(日本の大蔵省に相当)が各地方政府に行政的に割り当て、更に各地方政府は管轄地域の企業に割り当て、各企業が社員の給料の一部を天引きし、強制的に配給した。発行された国庫券は、満期まで保有しなければならなかった。

発行高が増加するのに伴って、更なる発行は難航した。どうしても換金したい場合には、知人に譲渡するかあるいは格安な価格で不法なブローカーに売るしか方法がなかった。

そこで、政府は国債の継続的な発行と国債の信用、および国債所有者の利益を守るために、88年初頭に国債の流通市場を沈陽などの7都市に開設した。その後、国債は、全国で流通するようになった。国債の流通が可能となったことで人気を高め、国債以外の有価証券の発行も促進された。

こうした中で、1990年末の有価証券の発行残高は1757億2000万元となった。その内訳は、国債は1025億元、企業債券は254億元、投資公司債券(重点企業投資債券を含む)は147億7000万元、各種金融債券は284億6000万元、株式は45億9000万元であった。これは、国民収入の12.3%に相当する規模である。

中国の流通市場は店頭取引を中心とする市場であり、40社の証券会社と360の信託会社とその代理店が有価証券の取引を行っていた。ちなみに、90年の取引高は136億元で、そのうち株式の取引高は20億元であった。

3. 形成段階(91-現在まで)

1990年12月から現在にかけては、証券市場が体系的に発展した段階である。

1990年12月に、上海証券取引所が正式にオープンした。その後、国債トレーディングシス

テム（STAQ）の始動，91年4月の深 取引所の設立などによって，中国の証券市場は新たな段階に入り，証券流通市場の整備が本格的に開始されることになった。

1991年5月に国家経済体制改革委員会は株式制度の実験を継続し，しかも，実験の範囲を拡大する決定を打ち出した。そして，1991年4月9日に開催された第7回全国人民代表大会では中国の「第8次5カ年計画（8・5計画）」並びに「10カ年計画」が決定された。

その決議の中には，「8・5計画」期間中に，段階的に債券と株式の発行を拡大すること，金融市場の発展を促進すること，新しい資金調達手段を開発すること，証券流通市場の健全化を促進すること，取引制度を規範化することという内容などが含まれている。

そして，この頃から証券取引所をはじめ，証券会社に関する管理，会計制度，株式会社制度など証券市場を取り巻く各種制度の研究，立法，整備が相次ぐことになった。

1991年に，中国証券市場においてはいくつかの新しい特徴が見られた。

まず，91年4月には国債の発行に当たり，初めてシ団引受方式が採用された。この年の国債発行総額170億元の14.7%にあたる25億元を中国工商銀行信託投資会社が主幹事として引き受けた。ここで国債の発行は，発行市場を通じて行われるようになった。

次に，上海，深 証券取引所とSTAQの設立によって，中国の証券流通市場は取引所を中心として基本構造が固められることになり，これは流通市場の育成と拡大に大きく貢献した。

3. 中国証券市場の現状

以上のような経過をたどって，中国証券市場は急速に発展してきたが，同時にさまざまな問題点も抱えることになった。中国証券市場の問題点・特徴の1つとしては，日，米証券市場の株価と比べて，中国株価の変動率と売買回転率が非常に高いことが挙げられる。中国証券市場はきわめて投機的な市場であると言える。

1. 年間変動率一日，米証券市場との比較から中国証券市場を見て

年間変動率とは，一年間における最高値と最安値との変動幅を年末値で除したものである。1995年～1999年の5年間における中，日，米証券市場の年間変動率を比較すれば表1および図1のようになる。

この表を見て，上海A株の5年間の年間変動率の最高は1996年の82%であり，日本の1997年の39%と比べて43%も，アメリカの1995年の27%より55%も高い。上海B株のもっとも大きかった年間変動率は1998年に116%と飛びぬけて高く，日本の3倍であり，アメリカの4倍あまりであることが分かる。同じように，深 A株の年間変動率の最高値は1996年に113%に達し，深 B株は1997年に121%であり，日本とアメリカのそれより4倍ぐらいも大きい。

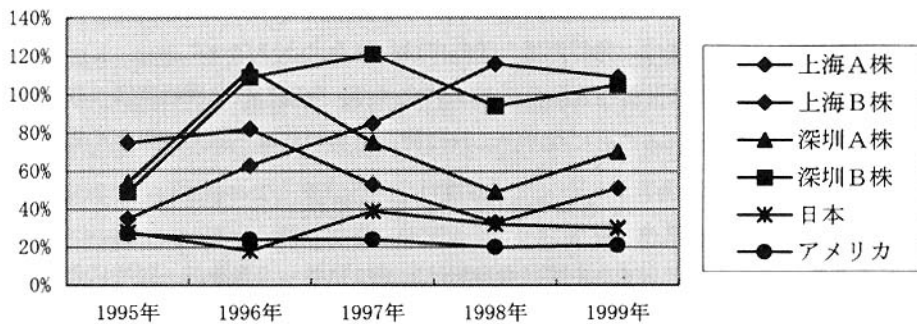
次に各平均年間変動率を比較すると，まず，上海A株は59%であり，日本の29%の2倍で

表1 中,日,米株価の年間変動率

年	上海 A 株	上海 B 株	深 A 株	深 B 株	日 本	アメリカ
1995 年	75%	35%	54%	49%	28%	27%
1996 年	82%	63%	113%	109%	18%	24%
1997 年	53%	85%	75%	121%	39%	24%
1998 年	33%	116%	49%	94%	32%	20%
1999 年	51%	109%	70%	105%	30%	21%
平 均	59%	82%	72%	95%	29%	23%
標準偏差	18%	30%	23%	25%	7%	3%

出所：上海 A 株・上海 B 株・深 A 株、深 B 株の年間変動率は中国廣發証券会社の大连支社のデータにより作成。
日本、アメリカの年間変動率は「日経新聞」の 1995 年 1 月 4 日 - 1999 年 12 月 30 日の資料により作成。

図1 中,日,米株価の年間変動率



出所：表1と同じ。

あり、アメリカの 23% の 2.6 倍である。上海 B 株は 82% であり、日本、アメリカと比べてそれぞれ 2.8 倍、3.6 倍となる。深 A 株は 72% であり、日本より 2.5 倍も、アメリカより 3.1 倍も大きい。深 B 株は 95% であり、日、米両国と比較する倍率が雑穀には上と大体同じであるといえる。

標準偏差とは株式の価格変動性を表現するものであり、その値が大きければ大きいほど株価の変動性が高い。標準偏差では上海 A 株は 18%、上海 B 株は 30%、深 A 株は 23%、深 B 株は 25% であり、日本の 7%、アメリカの 3% に対する倍率はおよそ 3 倍 - 10 倍となる。このように、中国の株価の変動は非常に激しいことが分かる。

2. 売買回転率一日、米証券市場との比較から中国証券市場を見て

売買回転率は証券市場の流動性を示す指標である。売買回転率が高いと、短期的な視点での投資家が増えていて、市場が投機的になっていると考えられる。

表2 中，日，米の株式売買回転率

年	上 海	深	ニューヨーク	東 京
1992年			47	20
1993年	341	213	53	26
1994年	787	472	53	25
1995年	396	180	58.99	26.77
1996年	591	902	51.98	26.91
1997年	326	466	65.7	32.9
1998年	297	283	69.87	

出所：中国証券監督管理委員会『中国証券期貨統計年鑑 1999』，84 ページにより作成。

中，日，米の株式の売買回転率を示した表2から，中国証券取引所に上場されている株式の売買回転率の最高は，上海の方は1994年の787であり，深の方は1996年の902である。ニューヨークの最高は1998年の69.87であり，中国と比べると中国の方はそれぞれ約11倍，13倍となる。特に，東京のそれは1997年の32.9であり，中国と比べると中国の方は大体24倍，27倍前後と異常に高いことが分かる。しかも，上海証券取引所の売買回転率の最低は1993年の341，深証券取引所のそれは1995年の180と，日，米の株式の売買回転率の最高と比較しても，前者の方が高いという状況である。

以上のように，中国の株式の売買回転率が異常に高く，中国証券市場が投機的な市場であることを意味する。

前述のように，中国証券市場のような株価変動率の大きさ，株価売買回転率の高さは，世界各国の証券市場ではめったにみられない現象であり，これは中国証券市場の最大の特徴である。

この特徴は，中国の証券市場の参加者が，個人をベースにしており，それなりの投資尺度をもった機関投資家など，洗練された投資家が育っていないということと深く関係している。証券会社や調査機関などが金利の予測や，企業収益に対する分析レポートを積極的に提供しているというようなこともない。そのため，個人を中心とする投資家は，いわば，情報から隔絶された中で売買を行なうことになり，売買は自ずと投機性を帯びたものになる。

また，中国証券市場は政府主導型市場であり，政府の政策が証券市場を支配していて，政府指導部内の政治闘争が証券市場を揺さぶっている。中国個人投資家の数に対する流通株数の過少と中国の上場会社で配当をしている会社が少ないため，1 - 2銘柄への集中投資による短期回転売買が中心になった。これらの原因で，中国証券市場における株式の売買回転率は異常に高く，株価は極めて不安定で，一方的な方向に動きやすいという特徴を持っている。

おわりに

現在，中国の証券市場はまだスタート台に立ったばかりである。経済が急成長を続ける中で，

証券市場が中国経済を新興市場として持続的かつ健全な発展軌道に乗せて、その促進役を果たすためにも、次に挙げる改革を提言することにした。

1. 中国では株数が少なく、上場株式数はさらに一層少ないため、どうしても投機的な動きになってしまう。これをなくそうとするならば、株数および上場株式数を増やす必要があると私は考える。だから、国家株、法人株、社員持ち株の上場が必要である。

2. 国家株や法人株と社員持ち株を上場すると、一般公衆株と統合されることになる。そして、中国投資家にとって上場株式数を増加させることと外国からの資金調達を活性化させるため、中国投資家向けの A 株と外国投資家向けの B 株との統合も必要である⁷⁾。

3. 中国証券市場には、合理的な投資判断をする投資家を欠いている。個人投資家はキャピタルゲインを得るため、短期間の株式売買を中心する。それが中国証券市場の最大の不安定要素となっている。だから、合理的な投資尺度に基づいて投資判断をする機関投資家の保護・育成が今後の中国証券市場の発展にとって必要である。

7) 2000年10月29日の「日経新聞」によると、中国政府は中国の世界貿易機関(WTO)加盟がほぼ決まったことから、世界から資金を呼び込める市場に育てるために、来年から A 株市場を外国投資家へ段階的に開放し、A 株と B 株市場の一本化を進めていくという方針を打ち出している。

2001年6月2日の「日経新聞」によると、中国政府は6月1日、B 株市場を国内投資家に全面開放する。