

B R I C s 経済研究所レポート

中国：マクロ経済の好調と低迷する国内株式市場

～非流通株の改革進行により強まる需給悪化懸念～

2005年11月20日(日)

B R I C s 経済研究所 代表 門倉 貴史

E-mail: vermeer@pa3.so-net.ne.jp

～要 旨～

中国ではマクロ経済の好調が持続しているにもかかわらず、国内株式市場が右肩下がりだ。通常、マクロ経済の成長率が高まると、企業収益も拡大するため株価は上昇するが、中国の国内株式については目覚ましい経済成長率に連動することはなく、他国に比べてきわめて異質といえる。

中長期的な中国株低迷の最大の要因として、内外の投資家が中国の株式市場に対して根強い不信感を抱いていることが挙げられる。中国では意図的に損益を調整する企業が実に多く、決算の虚偽報告が頻繁に起こる。

また2004年の春先以降の短期的な株価低迷の背景には、市場の需給環境が悪化したことがある。供給面では、一連の国有企業改革が進められるなか、株式市場からの資金調達を図る企業数が急激に増えている。また2004年春先以降は、政府の金融引き締め政策強化に伴い、金融機関からの借り入れが難しくなった企業が株式市場からの資金調達にシフトしており、これが上場企業数・株式発行数の増加につながっている。一方、需要面では、株式市場に対して不信感を抱く個人投資家の株離れが進んでいる。政府や国有企業が保有し市場で取引されない非流通株の割合が非常に高い(時価総額の7割近くを占める)ため、株価に関心のない非流通株主が需要動向を無視して大型増資などに踏み切るケースが多く、これが流通株主の市場不信・株離れにつながっている。

筆者の試算によると、株式市場の需給環境悪化要因によって上海A株の株価には現在、90%程度の下押し圧力がかかっている。

個人投資家の市場に対する根強い不信感は払拭されず、また政府が非流通株改革に着手し始めたことから、株式市場では再び需給悪化懸念が強まっている。中国政府は、中長期的に株式市場を活性化させるために、非流通株の改革断行は不可欠ととらえており、非流通株の放出は今後も維持されるとみられる。外国人投資家にA株売買を認める「適格外国機関投資家(QFII)」の適用機関を増やすなど需給悪化を和らげる政策も同時に採用しているが、短期的には需給環境悪化により株式市場の調整が続く可能性が高い。

(連動しない経済成長と国内株価)

中国では、2005年1～9月期の実質GDP成長率が前年同期比+9.4%となるなどマクロ経済の好調が持続しているにもかかわらず、国内株式市場が右肩下がりだ。たとえば、国内投資家のみが参加できる上海証券取引所の上海A株は、2001年以降下落基調で推移しており(図表1)、2005年10月も1148.9と低水準にとどまる。深セン証券取引所の深センA株も、上海A株とほぼ同様の動きとなっている。

通常、マクロ経済の成長率が高まると、企業収益も拡大するため株価は上昇するが、中国の国内株式については目覚ましい経済成長率に連動することはなく、他国に比べてきわめて異質といえる。

中長期的な株価低迷の要因として、2000年ごろに発生したバブルの調整が続いているという指摘がある。2001年末のWTO加盟を前に、中国政府が保険会社の株式投資解禁、投資ファンドの認可の拡大、証券会社に対する株担保融資の解禁など株式市場における各種の規制を撤廃、市場開放を進めたことを受けて、内外の投機的な資金が中国の株式市場に流入するようになり、バブルが発生したといわれる。

図表1 上海A株の推移

(出所) 上海証券取引所資料より作成

この点を確認するため、上海A株の理論値を算出して実績値と比較してみると、確かに2000年から2001年前半にかけては一時的にバブルが発生した可能性はあるが、2001年後半に入ると株価はいったんファンダメンタルズ(経済の基礎的諸条件)に見合った水準に収束している。2001年後半以降のさらなる株価の下落には、バブルの調整とは別の要因が働いていると考えられる。

中長期的な中国株低迷の最大の要因として、内外の投資家が中国の株式市場に対して根強い不信感を抱いていることが挙げられる。中国では意図的に損益を調整する企業が実によく、決算の虚偽報告が頻繁に起こる。本来、企業の不正経営に歯止めをかけるはずの会計士までが不正行為に手を貸すことがあるくらいだ。また、株式取引上の違法行為も目立つ。ファンドマネジャーによるインサイダー

取引が頻繁に行われているほか、証券会社が投資家から預かった資金を勝手に運用する一任勘定が発覚することも多い。

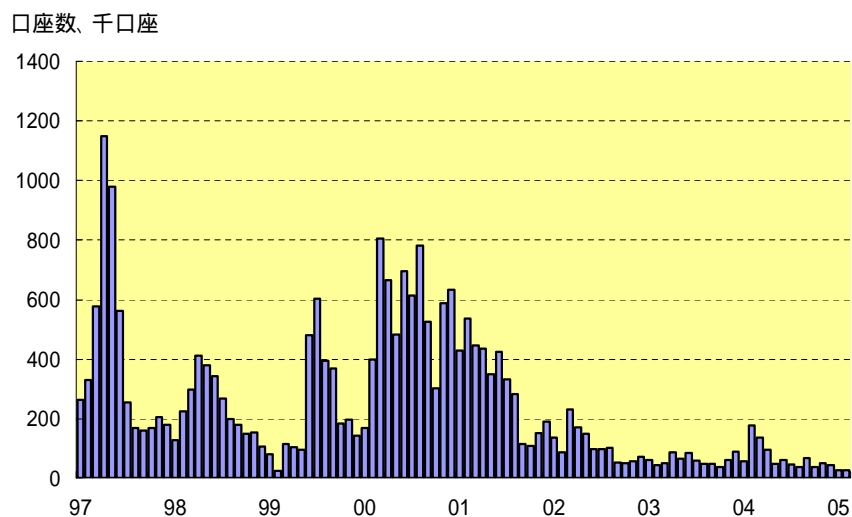
中国では現在、会計制度、証券制度の整備が急速に進んでいるが、株式市場の歴史が十数年とまだ浅いこともあって、現実にはこのようなルールが十分に機能していない。中国の株式市場が内外の投資家の信頼を取り戻すためには、上場企業の大半を占める国有企業の経営体質を改善し、コーポレートガバナンスの確立を急ぐとともに、各種の違法取引を徹底的に取り締まる必要がある。

また2004年の春先以降の短期的な株価低迷の背景には、市場の需給環境が悪化したことがある。まず供給面では、一連の国有企業改革が進められるなか、株式市場からの資金調達を図る企業数が急激に増えている。また2004年春先以降は、政府の金融引き締め政策強化に伴い、金融機関からの借入れが難しくなった企業が株式市場からの資金調達にシフトしており、これが上場企業数・株式発行数の増加につながっている。上海A株についてみると、95年末時点での上場企業数は184社であったが、2004年末には828社へと9年間で4.5倍の規模に膨らんだ。

一方、需要面では、株式市場に対して不信感を抱く個人投資家の株離れが進んでいる。政府や国有企業が保有し市場で取引されない非流通株の割合が非常に高い（時価総額の7割近くを占める）ため、株価に関心のない非流通株主が需要動向を無視して大型増資などに踏み切るケースが多く、これが流通株主の市場不信・株離れにつながっている。

個人投資家の株離れは、新規口座数の推移をみれば明らかな。上海A株について、個人投資家の新規口座数をみると、2000年時点では毎月平均して55.5万口座が設定されていたが、2002年以降は低調に推移、2004年は月平均でわずか7.1万口座の設定にとどまった（図表2）。

図表2 個人投資家の新規口座開設数（上海A株）



（出所）上海証券取引所資料より作成

(非流通株の市場放出で強まる需給悪化懸念)

こうした国内株式市場における需給環境の悪化によって、株価にはどれだけの下押し圧力が加わっているのだろうか。上海A株の株価を、需給環境要因を加えて関数推計したうえ、実際の株価と2000年以降需給環境が一定と仮定した場合の株価を比べると、2000年以降、株式の需給悪化によって上海A株の株価には相当の下押し圧力がかかっていたことが分かる。2004年末時点では、現実の株価と理論値の間に90.0%もの乖離が生じている。

新規株式公開(IPO)案件の審査を行う中国証券監督管理委員会は、需給環境悪化による株価下落を阻止することを目的に、2004年9月に急遽IPOの一時停止に踏み切った。その後、資金調達に苦む企業が増えてきたこと、個人投資家の意向を反映できる透明性の高い値決め方式が固まったことなどから、2005年2月にはIPOが再開されることとなった。

新たな値決め基準に「ブックビルディング」方式が採用。ブックビルディング方式とは、機関投資家の意見などをもとに新株公開する企業の株価を仮設定し、それを投資家に提示して株式に対する需要を把握したうえ、発行価格を決定するというもの。この方式を採用することで、ある程度市場の意向を反映した価格設定が可能になるとみられる。

ブックビルディング方式によるIPO第1号として、電力セクターの華電国際電力が2月3日に新株発行を行った。それでも、個人投資家の市場に対する根強い不信感は払拭されず、また政府が非流通株改革に着手し始めたことから、株式市場では再び需給悪化懸念が強まっている。

中国証券監督管理委員会は、2005年4月末に非流通株の市場取引に関する規定を発表し、5月9日から4銘柄を対象に非流通株の試験的な放出を開始。最近では非流通株放出の対象銘柄を大幅に増やしている。中国では、2001年6月にも市場改革の一環として非流通株を実験的に放出したが、このときには株価が暴落し、非流通株の放出が中止された経緯がある(2001年6月から同年末までの半年間で、上海A株は27.7%も下落した)。当時の失敗を踏まえて今回の改革では、非流通株の放出に一定の制限をつけているが、個人投資家の株離れに歯止めがかけられるかどうかは微妙だ。

中国政府は、中長期的に株式市場を活性化させるために、非流通株の改革断行は不可欠ととらえており、非流通株の放出は今後も維持されるとみられる。外国人投資家にA株売買を認める「適格外国機関投資家(QFII)」の適用機関を増やすなど需給悪化を和らげる政策も同時に採用しているが、短期的には需給環境悪化により株式市場の調整が続く可能性が高い。需給悪化懸念が一段と強まる場合には、政府は非流通株改革の中止ではなく、IPOを再度停止することで、需給環境の改善を図るとみられる。