

みずほリポート

2007 年 12 月 18 日発行

数字で読み解く中国の株式市場

～株価上昇の背後にある見逃せない事実～

みずほ総合研究所

本誌に関するお問い合わせは
みずほ総合研究所株式会社 調査本部アジア調査部中国室
研究員 劉 家敏
jiamin.liu@mizuho-ri.co.jp
電話 (03) 3201-0587 まで。

みずほフィナンシャルグループは
「お客さまのより良い未来の創造に貢献するフィナンシャル・パートナー」
をめざします。

Channel to Discovery

当リポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。

要旨

1. 中国の株式市場は5年余りの調整期を終え、2006年から史上空前の株価急騰で世界的に注目を集めている。「中国株」の行方を見極めるためには、株価の動向だけでなく、地域・業種別株式関連指標で株式市場の実態を立体的に考察する必要がある。
2. 1990年に上海・深圳で証券取引所が開業されてから、上場企業は当初の10社から2007年11月13日現在、1,507社に達し、そのほとんどは人民元建てA株市場に上場する企業である。上場企業の時価総額は、1992年の1,048億元から2007年10月末には28兆236億元(約424兆円)に増加し、流通可能な株式の時価総額はその32%を占めている。「全流通」になるまでなお2~3年がかかると言われる。上場企業の株式数の約22%は、現時点で流通できない国有株であり、その5割を金融株が占めている。今後、民営企業の上場加速により、国有株の割合が低下していくであろう。
3. 2006年から株価上昇が目立つようになった。その背景には同年に最終解決を迎えた「株式分置改革」がある。「非流通株」と「流通株」との間に存在する不平等を是正する目的で行われたこの改革は、株式市場を市場経済に適合する形態へ移行させる重要な出来事であり、内外投資家の株式市場に対する信認回復につながった。株価指数は2007年10月末現在、1992年末比7.7倍、2005年末比5.1倍、2006年末比2.2倍となったが、日本の高度成長期(1955~1972年)の上昇幅(12.2倍)と比べ、不思議な上昇幅ではない。
4. 中国は、株式取引口座数の99%は個人投資家名義であり、「全民炒股」(全国民が株式を売買している)の時代に入っているとも伝えられている。しかし、取引口座数の約6割が東部地域の投資家によるものであり、長江デルタ地域や珠江デルタ地域を中心とする特徴があることから、個人による株式投資は、まだ中・西部地域に普及していない。株式取引の地域格差は所得格差と株式取引に必要不可欠な金融仲介機関(証券会社や投資ファンド会社など)が提供した金融サービスの地域分布の不均衡によるものである。
5. 非金融部門の資金調達に占める株式の割合は2006年末現在、地域別に見ても1~7%程度であり、株式市場の実体経済への影響はそれほど大きくない。もっとも、株式投資がブームになっている東部は中国経済をけん引する地域であり、非理性的な株式投資は好ましくない。「株価下落→個人資産の目減り→個人消費の冷え込み→経済成長の鈍化」といったシナリオを回避するためには、株価の歪みを生じさせるような投機的な行動を是正する政策が求められよう。

目次

1. はじめに	1
2. 株式市場の最新動向	1
(1) 上場企業	3
a. 上場企業数	3
b. 時価総額	6
c. 総株数	11
(2) 株価動向	13
a. 株価指数	13
b. 高成長期における株価の騰落(日中比較)	14
(3) 株式投資における投資家の構成比	15
a. 期末証券取引口座数	15
b. 証券取引口座数の純増減	17
c. 地域別株式取引口座数	18
(4) 株価収益率(PER)	21
a. 全体平均	21
b. 業種別平均	23
(5) 株式取引	24
a. 年間取引件数	24
b. 売買回転率	26
c. 売買出来高	26
3. 株価上昇の背景	27
(1) 「株式分置改革」	27
a. 背景	27
b. 改革の進捗状況	28
c. インプリケーション	30
(2) 上場企業の業績	31
a. 上場企業のランキング	31
b. 上場企業の業績	32
4. 株式投資における地域格差	38
5. 終わりに	42
「付録 1」時価総額年伸び率の世界ランキング(2006 年)	43
「付録 2」株価指数年伸び率の世界ランキング(2006 年)	44
「付録 3」主要証券取引所の株価収益率(PER)(2006 年)	45
「付録 4」株式売買高年伸び率の世界ランキング(2006 年)	46

図表目次

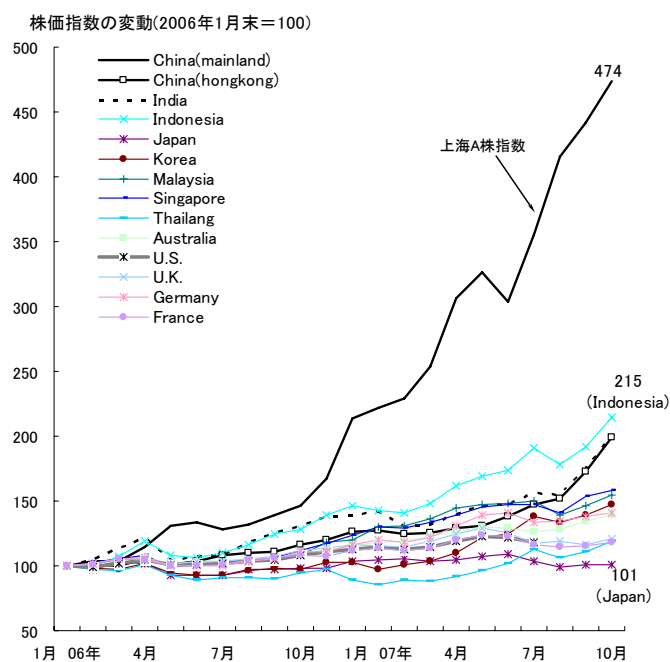
図表 1	2006 年以降の株価指数の国際比較	1
図表 2	取引所・市場別 上場企業数の推移	2
図表 3	上場企業数の世界ランキング(2006 年)	2
図表 4	上場企業の業種別内訳(2006 年末)	3
図表 5	業種別 上場企業数とその構成比の推移(「上交所」)	4
図表 6	地域別 上場企業数(2006 年末)	5
図表 7	株式時価総額の世界ランキング(2006 年)	6
図表 8	新株時価総額の世界ランキング(2006 年)	7
図表 9	株式市場の時価総額の推移	8
図表 10	業種別 上場企業の時価総額と流通比率(2007 年 10 月末)	8
図表 11	業種別 上場企業の時価総額の構成(2007 年 10 月末)	9
図表 12	業種別 上場企業の時価総額(「上交所」)	10
図表 13	業種別 上場企業の時価総額(「深交所」)	10
図表 14	上場企業の株数構成(2006 年末)	11
図表 15	業種別 上場企業の株数構成(2006 年末)	12
図表 16	A、B 株の株価指数の推移	13
図表 17	日中比較 高度成長期における株価指数の上昇幅	14
図表 18	日中比較 高成長期における株価指数の騰落率	15
図表 19	市場・投資家別：証券取引口座の構成比	16
図表 20	証券取引口座数の年間純増減	17
図表 21	証券取引口座数の純増減(月次ベース)	18
図表 22	地域別 A 株期末口座数と年間口座数の純増減(「上交所」、2006 年末)	19
図表 23	地域別 A 株期末口座数と年間口座数の純増減(「深交所」、2006 年末)	20
図表 24	株価収益率(PER)の推移(「上交所」と「深交所」)	21
図表 25	「上交所」 業種別株価収益率(PER)	22
図表 26	「深交所」 業種別株価収益率(PER)	22
図表 27	業種別 株価収益率(PER)の上昇幅(2005 年末～2007 年 10 月末)	23
図表 28	市場別 株式取引の年間成約件数	24
図表 29	業種別 A 株取引量の推移(両取引所合計)	24
図表 30	A・B 株売買回転率の推移	25
図表 31	売買回転率の世界ランキング(2006 年)	26
図表 32	株式売買高の世界ランキング(2006 年)	27
図表 33	「株式分置改革」の実施状況(2007 年 1 月末現在)	29
図表 34	「上交所」 トップ 10 上場企業(2006 年末)	31
図表 35	上場企業の資産総額と負債率	33
図表 36	地域別 上場企業の資産総額・株主資本(2006 年)	33
図表 37	地域別 上場企業の負債率(2006 年)	34
図表 38	地域別 1 株当たり純資産と 1 株当たり利益(2006 年)	34
図表 39	業種別 上場企業の資産総額・株主資本(2006 年)	35
図表 40	業種別 上場企業の負債率(2006 年)	36
図表 41	業種別 1 株当たり純資産と 1 株当たり利益(2006 年)	36
図表 42	業種別 上場企業の純利益と年伸び率(「上交所」、2006 年)	37
図表 43	上場企業数と純利益の業種別構成比(「上交所」、2006 年)	37
図表 44	上場企業が見込んだ業績(「上交所」、2006 年末)	38
図表 45	株式投資関連の地域格差(2006 年末)	39
図表 46	会員数・営業所・売買高における地域格差(「上交所」、2006 年末)	40
図表 47	非金融部門の資金調達における地域格差(2006 年末)	41

1. はじめに

中国の株式市場は、5 年余りの調整期を終え、2006 年から史上空前の株価急騰で世界的に注目を集めている。特に 2007 年に入って、「中国株」は日本国内の新聞や週刊誌のキーワードとなり、市場関係者の最大の関心事となっている。「中国株」の行方を見極めるには、中国の株式市場の実態を立体的に考察する必要がある。

本稿では、公表された統計データで、①上場企業数と業種・地域別構成、②時価総額と株数の業種・投資家別構成、③高度成長期における株価指数の上昇幅の日中比較、④株式取引口座数と地域・投資家別構成、⑤株価収益率(PER)と業種別株価収益率、⑤株式の取引高と売買回転率、などを国際比較の観点から説明する。また、中国の株価上昇の背景にある「株式分置改革」、「上場企業の業績」、「株式投資の地域格差」に焦点を当て、現状と株価への影響をも検討する。

図表 1 2006 年以降の株価指数の国際比較



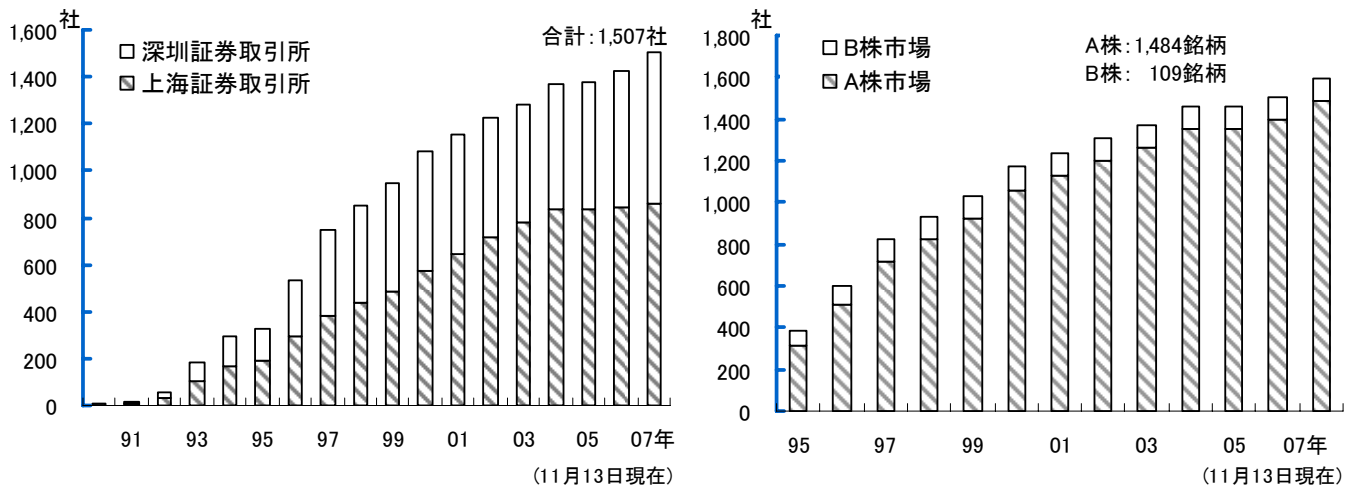
(資料)CEIC DATA より作成。

2. 株式市場の最新動向

中国の株式市場は、2006 年後半から、「株式分置問題」(27 ページの 3(1)を参照)の最終解決をきっかけに新たな段階に入っている。2007 年 10 月末現在、上海 A 株¹指数は、2006 年 1 月末の約 4.7 倍となり、急騰を見せている(図表 1)。本節では、公表されたデータに基づいて株式市場の実態を探ってみよう。

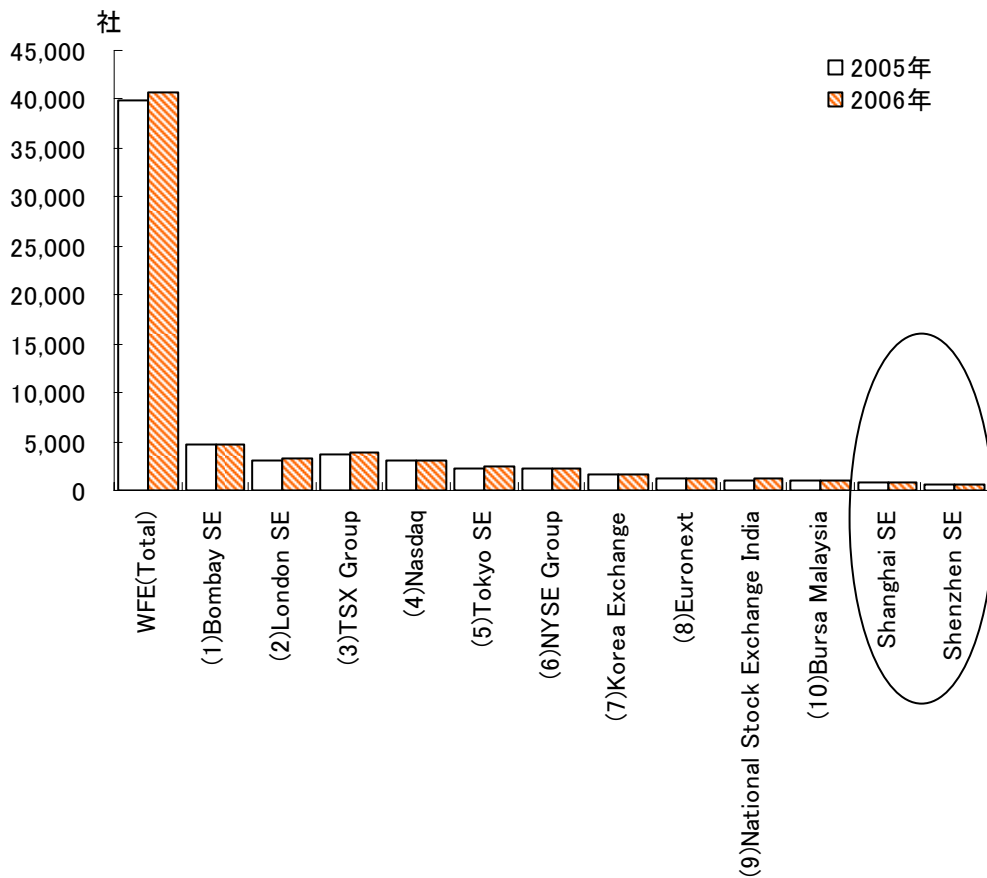
¹中国では、上海証券取引所と深圳証券取引所があり、それぞれが人民元建ての A 株市場と外貨建て(上海は米ドル、深圳は HK ドル)の B 株市場を持っている。

図表 2 取引所・市場別 上場企業数の推移



(注) A、B 株銘柄数は両取引所の合計である。A・B 株市場に同時に上場した企業があるため、A、B 株の銘柄数の合計(右図)は、上場企業数(左図、1,507 社)より大きい。
 (資料)CEIC DATA、証券取引所のホームページより作成。

図表 3 上場企業数の世界ランキング(2006 年)



(資料) “Annual Report and Statistics 2006” World Federation of Exchanges, Jan., 2007.

図表 4 上場企業の業種別内訳 (2006 年末)

(社、%)

	全国		「上交所」		「深交所」	
	上場企業数	割合	上場企業数	割合	上場企業数	割合
製造業	838	58.4	469	55.7	369	62.3
卸売・小売業	93	6.5	63	7.5	30	5.1
IT関連産業	90	6.3	52	6.2	38	6.4
コングロマリット	78	5.4	44	5.2	34	5.7
倉庫・運輸関連業	63	4.4	44	5.2	19	3.2
電気・ガス・水道業	62	4.3	41	4.9	21	3.5
不動産業	52	3.6	30	3.6	22	3.7
社会サービス	42	2.9	20	2.4	22	3.7
水産・農林業	38	2.6	24	2.9	14	2.4
建設業	31	2.2	22	2.6	9	1.5
鉱業	25	1.7	17	2.0	8	1.4
金融業	12	0.8	9	1.1	3	0.5
メディア関連産業	10	0.7	7	0.8	3	0.5
合計	1,434	100.0	842	100.0	592	100.0

(資料)「2007 中国証券期貨統計年鑑」中国証券監督管理委員会、学林出版社、2007 年 8 月。

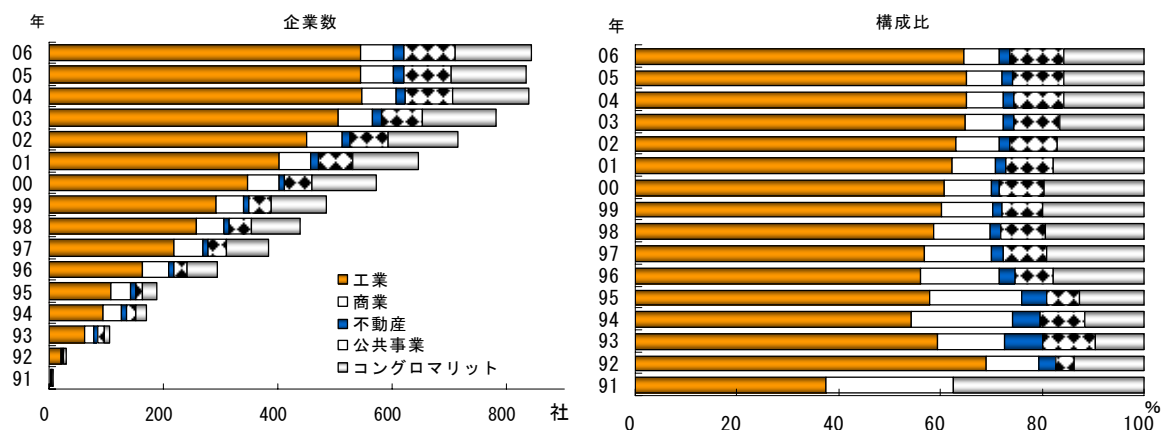
(1) 上場企業

a. 上場企業数

上海証券取引所(1990 年 11 月 26 日に開業。以下、「上交所」と深圳証券取引所(同年 12 月 1 日に開業。以下、「深交所」)が相次いで開設されてから、中国の株式市場は紆余曲折を経て 2007 年に 17 年目を迎えた。上場企業数は、両取引所の合計で 1990 年開設当時の 10 社(うち、「上交所」8 社、「深交所」2 社)から 2007 年 11 月 13 日現在、1,507 社(「上交所」857 社、「深交所」650 社²⁾)に増加し(図表 2)、そのほとんどは人民元建て A 株市場に上場する企業である。世界取引所連合(以下、WFE)が発表した数字によれば、2006 年末現在、中国の上場企業数は「上交所」と「深交所」の合計では、ボンベイ証券取引所(インド)の約 3 割、東京証券取引所やニューヨーク証券取引所の約 6 割に相当しており、今後、さらなる拡大が予想される(図表 3)。2006 年末の業種別上場企業数を見ると(図表 4)、製造業は 838 社が上場しており、全体の 58%(「上交所」は 56%、「深交所」は 62%)を占める存在である。卸売・小売業、IT 関連産業、コングロマリットは、全体の 5%を上回るシェアで上場企業数のトップ業種となっている。

²⁾同時点で人民元建て A 株は 1,484 銘柄、米ドル(「上交所」)または香港ドル(「深交所」)建て B 株は、109 銘柄がある。

図表 5 業種別 上場企業数とその構成比の推移(「上交所」)



(注)「工業」に当たる上場企業は図表4の「製造業」より多い。

(資料)「上海金融発展報告 2007」上海人民出版社、2007年9月。

「上交所」が発表した数字で業種別上場企業数の時系列データを見ると(図表5)、1991年から2006年にかけてそれぞれの業種に属する上場企業数は、工業³は、3社(全体の38%)から544社(同65%)、公共事業はゼロから88社(同10%)、商業は2社(同25%)から58社(同7%)、不動産業はゼロから19社(同2%)、コングロマリットは3社(同38%)から133社(同16%)へ拡大してきた。工業のシェアは1999年以降、60%台で推移している。

上場企業の地域分布を見ると(図表6(上))、2006年末現在、①上海市(275社、全体の19%)、②江蘇省(101社、同7%)、③浙江省(98社、同7%)、④北京市(96社、同7%)、⑤山東省(79社、同6%)、⑥広東省(62社、同4%)、⑦湖北省(61社、同4%)、⑧四川省(60社、同4%)、⑨福建省(51社、同4%)、⑩安徽省(48社、同3%)、となり、合計シェアは全体の65%に達している。一方、経済発展が遅れている西部地域の寧夏回族自治区や西藏自治区などの上場企業数は10社未満の水準に止まっている。さらに、(香港などを除く)中国を東部地域、中部地域、西部地域、東北地域⁴に分けて見ると、上場企業は東部地域(830社、同58%)に集中していることが分かった。もっとも、中西部地域にある湖北省、四川省、新疆ウイグル自治区、東北地域の遼寧省、吉林省、黒竜江省なども上場企業数が比較的に多い。

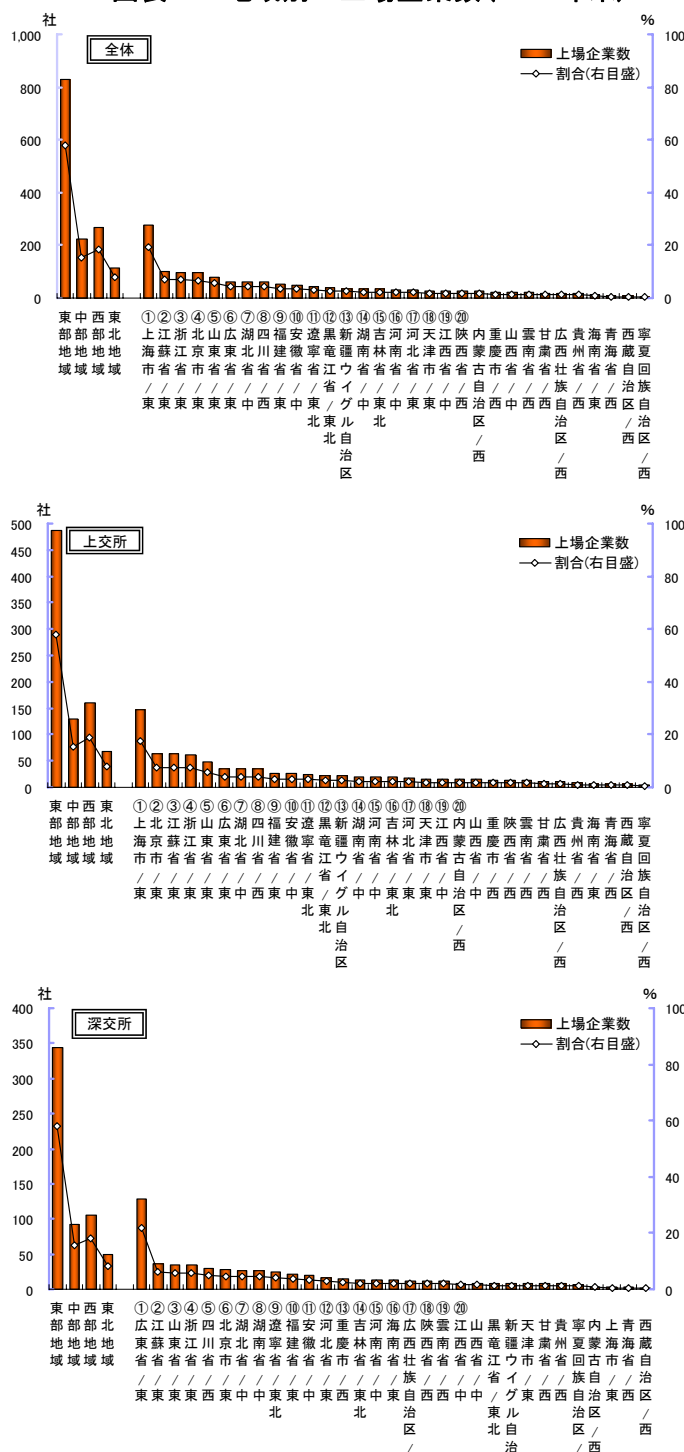
「上交所」の上場企業の地域分布を見ると(図表6(中))、2006年末現在、①上海市(146社、全体の17%)、②北京市(64社、同8%)、③江蘇省(63社、同8%)、④浙江省(62社、同7%)、⑤山東省(49社、同6%)、⑥広東省(34社、同4%)、⑦湖北省(34社、同4%)、⑧四川省(34社、同4%)、⑨福建省(27社、同3%)、⑩安徽省(27社、同3%)、となり、合計シェアは全体の64%に達している。全体と比べ、上位4位の入れ替えがあるものの、東部地域

³業種別分類が異なっているため、図表4の「製造業」より幅広い。

⁴本稿では、2006年以降の基準に基づいて、東部地域＝3直轄市(北京、上海、天津)＋広東省＋浙江省＋江蘇省＋山東省＋河北省＋福建省＋海南省(3市7省)、中部地域＝山西省＋安徽省＋江西省＋河南省＋湖南省＋湖北省(6省)、西部地域＝重慶市(直轄市)＋陝西省＋四川省＋貴州省＋雲南省＋甘肅省＋青海省＋内モンゴル自治区＋寧夏回族自治区＋広西壮族自治区＋西藏自治区＋新疆自治区(1直轄市6省5自治区)、「東北地域」＝遼寧省＋黒竜江省＋吉林省(3省)、とする(「中国統計年鑑」中国統計出版社、2006年9月)。

(486 社、同 58%) に集中している特徴は共通である。

図表 6 地域別 上場企業数(2006 年末)



(注) 地域名にある「東」、「中」、「西」、「東北」は、「東部地域」、「中部地域」、「西部地域」、「東北地域」を指す(以下同じ)。地域定義は脚注 4 を参照。

(資料) 「2007 中国証券期貨統計年鑑」中国証券監督管理委員会、学林出版社、2007 年 8 月より作成。

「深交所」の上場企業の地域分布を見ると(図表 6(下))、2006 年末現在、①広東省(129 社、同 22%)、②江蘇省(37 社、同 6%)、③山東省(35 社、同 6%)、④浙江省(34 社、同 6%)、⑤四川省(30 社、同 5%)、⑥北京市(28 社、同 5%)、⑦湖北省(27 社、同 5%)、⑧湖南省(26 社、同 4%)、⑨遼寧省(24 社、同 4%)、⑩福建省(21 社、同 4%)、が上位 10 省(直轄市)となり、合計シェアは全体の 66%に達している。「上交所」と比べ、広東省の上場企業数は 129 社であるのに対し、上海市は僅か 3 社に止まっている。

取引所別に上場企業の地域分布を眺めてみると、長江デルタや環渤海地域の企業は「上交所」を、珠江デルタや西南部地域の企業は「深交所」を選好する傾向があり、両取引所は地理的に上場企業を分け合っている。民営企業が多い江蘇省、浙江省、福建省は、「深交所」に上場する企業数も少なくないが、その背景には中小企業向けの上場誘致がある。

図表 7 株式時価総額の世界ランキング(2006 年)

順位		証券取引市場(国名)	時価総額(億ドル)		年伸び率(%)
05 年	06 年		06 年末(構成比)	05 年末(構成比)	
①	①	NYSE Group(アメリカ)	154,212(30.5)	136,323(32.9)	13.1
②	②	Tokyo SE(日本)	46,141(9.1)	45,729(11.0)	0.9
③	③	Nasdaq(アメリカ)	38,650(7.6)	36,040(8.7)	7.2
④	④	London SE(イギリス)	37,943(7.5)	30,582(7.4)	24.1
⑤	⑤	Euronext(フランスなど)	37,082(7.3)	27,068(6.5)	37.0
⑧	⑥	Hong Kong Exchanges(中国)	17,150(3.4)	10,545(2.5)	62.6
⑥	⑦	TSX Group(カナダ)	17,007(3.4)	14,822(3.6)	14.7
⑦	⑧	Deutsche Börse(ドイツ)	16,376(3.2)	12,211(2.9)	34.1
⑨	⑨	BME Spanish Exchanges(スペイン)	13,229(2.6)	9,599(2.3)	37.8
⑩	⑩	Swiss Exchange(スイス)	12,123(2.4)	9,355(2.3)	29.6
-	-	Shanghai SE(中国)	9,175(1.8)	2,862(0.7)	220.6
-	-	Shenzhen SE(中国)	2,279(0.5)	1,157(0.3)	97.0
-	-	その他	104,985(20.7)	77,816(18.8)	34.9
-	-	WFE 合計	506,352(100.0)	414,109(100.0)	22.3

(資料) “Annual Report and Statistics 2006” World Federation of Exchanges, Jan., 2007 より作成。

b. 時価総額

上場銘柄の時価総額は、両取引所 A、B 株の合計では、1992 年の 1,048 億元から 2007 年 10 月末には、その 267 倍の 28 兆 236 億元(約 424 兆円、2007 年 10 月末現在、1 元=15 円)に達している。そのうち、「上交所」の A 株時価総額は、同時点で 22 兆 3,604 億元(約 335 兆円)に達し、国内株式市場全体の時価総額の 79%を占めている。WFE が発表した数字によれば、2006 年末現在、「上交所」の時価総額は、ニューヨーク証券取引所(NYSE Group)の 0.6%に過ぎないが(図表 7)⁵、その前年比伸び率は最も高い(図表 7、「付録 1」)。新株で見

⁵「上交所」の時価総額は 2007 年 9 月末現在、A、B 株合計で、約 306 兆円であり、東京証券取引所(東証 1 部、約 517 兆円)次ぐアジア第 2 位である(香港(メインボード)295 兆円、インド(ボンベイ)149 兆円、シンガポール(メインボード)62 兆円である)。

ると、「上交所」の新株時価総額は、2,233 億ドルであり、WFE のトップになっている(図表 8)。2007 年にも新株時価総額が拡大していくと思われる。A、B 株の合計時価総額は 2006 年から急上昇を見せ、2007 年 10 月末には 28 兆元に達している(図表 9(上))。流通可能な株式の時価総額は 2007 年 10 月末現在、全体の約 32%を占める 8.9 兆元である(図表 9(下))。

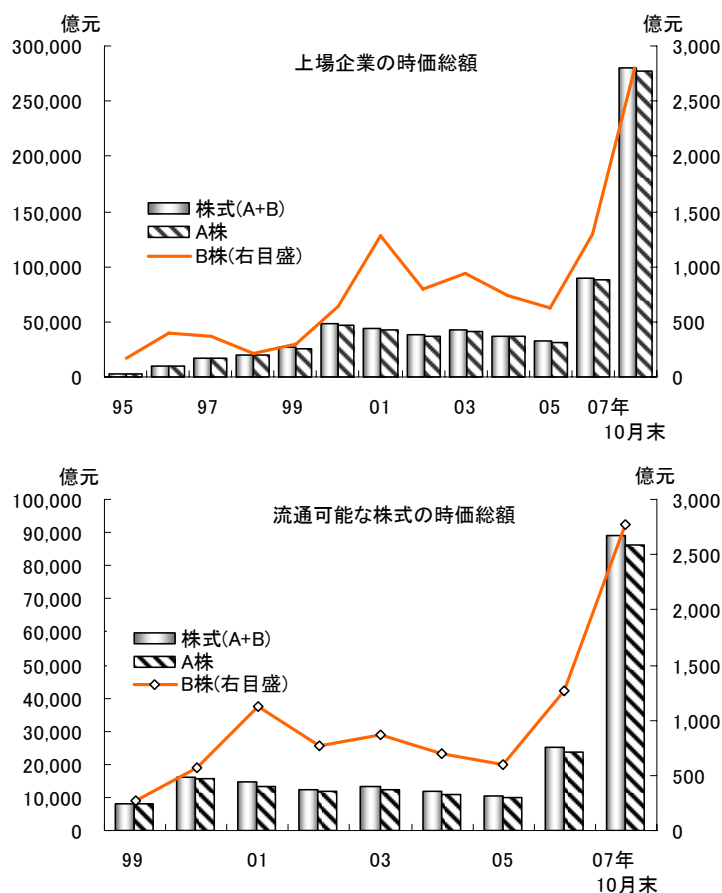
図表 8 新株時価総額の世界ランキング(2006 年)

順位		証券取引市場(国名)	時価総額(億ドル)		年伸び率(%)
05 年	06 年		06 年末(構成比)	05 年末(構成比)	
-	①	Shanghai SE(中国)	2,233(16.7)	31(0.3)	7,103.2
②	②	NYSE Group(アメリカ)	1,924(14.4)	1,357(12.4)	41.8
①	③	London SE(イギリス)	1,311(9.8)	3,223(29.4)	-59.3
③	④	Euronext(フランスなど)	1,085(8.1)	1,217(11.1)	-10.8
⑤	⑤	Hong Kong Exchanges(中国)	1,029(7.7)	983(9.0)	4.7
④	⑥	Tokyo SE(日本)	820(6.1)	1,104(10.1)	-25.7
⑨	⑦	National Stock Exchange India(インド)	740(5.5)	186(1.7)	297.8
⑥	⑧	Nasdaq(アメリカ)	455(3.4)	395(3.6)	15.2
⑨	⑨	Australian SE(オーストラリア)	402(3.0)	200(1.8)	101.0
-	⑩	Bombay SE(インド)	395(3.0)	135(1.2)	192.6
-	-	Shenzhen SE(中国)	137(1.0)	16(0.2)	756.3
-	-	その他	2,825(21.1)	2,120(19.3)	33.3
-	-	WFE 合計	13,356(100.0)	10,967(100.0)	21.8

(資料) “Annual Report and Statistics 2006” World Federation of Exchanges, Jan., 2007 より作成。

業種別に見ると、2007 年 10 月末現在、時価総額全体では、「上交所」は、①金融業(8 兆 5,613 億元、全体の 38.0%)、②製造業(4 兆 4,308 億元、同 19.7%)、③鉱業(4 兆 3,540 億元、同 19.3%)、④倉庫・運輸関連業(1 兆 8,192 億元、同 8.1%)、⑤電気・ガス業(8,923 億元、同 4.0%)、が上位 5 業種となっており、金融業の存在感が高まりつつある(図表 10、11(左))。一方、「深交所」は、①製造業(3 兆 2,227 億元、全体の 58.4%) ②不動産業(5,636 億元、同 10.2%)、③金融業(3,450 億元、同 6.2%)、④鉱業(2,182 億元、同 4.0%)、⑤電気・ガス業(1,928 億元、同 3.5%)、が上位 5 業種となっており、「上交所」と異なる順位が見られた。「深交所」の上場銘柄の時価総額は「上交所」の約 4 分の 1 に過ぎないが、「上交所」よりも製造業を中心とする特徴が顕著である(図表 10、11(右))。

図表 9 株式市場の時価総額の推移



(注) 1. 上海・深圳の両証券取引所の時価総額の合計。
2. 流通可能な株式とは、現段階で流通権を得た株式である。
3. 中国では、人民元建てのA株市場と外貨建てのB株市場がある。
(資料)CEIC DATA

図表 10 業種別 上場企業の時価総額と流通比率(2007年10月末)

(億元、%)

上海証券取引所					深圳証券取引所						
上場企業全体			流通可能な株式		流通比率	上場企業全体			流通可能な株式		流通比率
①	金融業	85,613	製造業	19,289	22.5	①	製造業	32,227	製造業	15,332	47.6
②	製造業	44,308	金融業	14,923	33.7	②	不動産業	5,636	不動産業	3,850	68.3
③	鉱業	43,540	鉱業	6,313	14.5	③	金融業	3,450	金融業	1,308	37.9
④	倉庫・運輸関連業	18,192	倉庫・運輸関連業	5,227	28.7	④	鉱業	2,182	卸売・小売業	1,251	57.3
⑤	電気・ガス業	8,923	電気・ガス業	3,584	40.2	⑤	電気・ガス業	1,928	鉱業	935	48.5
⑥	卸売・小売業	6,612	卸売・小売業	2,843	43.0	⑥	卸売・小売業	1,927	電気・ガス業	923	47.9
⑦	不動産業	5,110	不動産業	2,674	52.3	⑦	IT関連産業	1,775	IT関連産業	908	51.2
⑧	IT関連産業	4,453	IT関連産業	2,230	50.1	⑧	社会サービス	1,746	社会サービス	842	48.2
⑨	コングロマリット	2,845	コングロマリット	1,836	64.5	⑨	倉庫・運輸関連業	1,548	コングロマリット	836	54.0
⑩	社会サービス	2,328	社会サービス	1,013	43.5	⑩	コングロマリット	1,446	倉庫・運輸関連業	769	53.2
⑪	建設業	1,551	建設業	702	45.3	⑪	建設業	702	建設業	354	50.3
⑫	水産・農林業	979	水産・農林業	503	51.4	⑫	水産・農林業	535	水産・農林業	326	61.1
⑬	メディア関連産業	568	メディア関連産業	295	51.9	⑬	メディア関連産業	112	メディア関連産業	76	67.4
	合計	225,023	合計	61,431	27.3		合計	55,213	合計	27,710	50.2

(注) 流通比率＝当該業種上場企業の流通株時価総額÷当該業種上場企業の全株時価総額
(資料)CEIC DATA より作成。

図表 11 業種別 上場企業の時価総額の構成 (2007 年 10 月末)

(%)

上海証券取引所				深圳証券取引所			
上場企業全体		流通可能な株式		上場企業全体		流通可能な株式	
①	金融業	38.0	製造業	31.4	①	製造業	58.4
②	製造業	19.7	金融業	24.3	②	不動産業	13.9
③	鉱業	19.3	鉱業	10.3	③	金融業	4.7
④	倉庫・運輸関連業	8.1	倉庫・運輸関連業	8.5	④	鉱業	4.5
⑤	電気・ガス業	4.0	電気・ガス業	5.8	⑤	電気・ガス業	3.4
⑥	卸売・小売業	2.9	卸売・小売業	4.6	⑥	卸売・小売業	3.3
⑦	不動産業	2.3	不動産業	4.4	⑦	IT関連産業	3.3
⑧	IT関連産業	2.0	IT関連産業	3.6	⑧	社会サービス	3.0
⑨	コングロマリット	1.3	コングロマリット	3.0	⑨	倉庫・運輸関連業	3.0
⑩	社会サービス	1.0	社会サービス	1.6	⑩	コングロマリット	2.8
⑪	建設業	0.7	建設業	1.1	⑪	建設業	1.3
⑫	水産・農林業	0.4	水産・農林業	0.8	⑫	水産・農林業	1.2
⑬	メディア関連産業	0.3	メディア関連産業	0.5	⑬	メディア関連産業	0.3
	合計	100.0	合計	100.0		合計	100.0

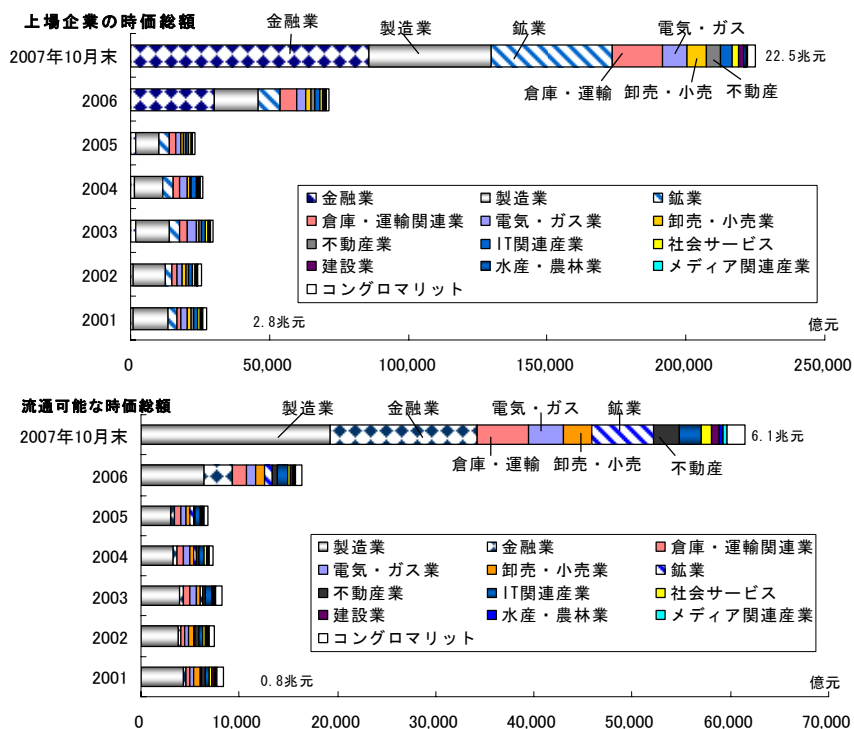
(資料)CEIC DATA より作成。

流通可能な株式の業種別時価総額を見ると、「上交所」は、①製造業(1兆9,289億元、全体の31.4%)、②金融業(1兆4,923億元、同24.3%)、③鉱業(6,313億元、同10.3%)、④倉庫・運輸関連業(5,227億元、同8.5%)、⑤電気・ガス業(3,584億元、同5.8%)、が上位5業種となっている(図表10、11(左))。全時価総額業種別構成比と比べ、製造業と金融業の順位が逆転していることが分かった。また、流通比率(時価総額に占める流通可能な株式の割合)が50%を超える業種として、コングロマリット(64.5%)、不動産業(52.3%)、メディア関連産業(51.9%)、水産・農林業(51.4%)、IT関連産業(50.1%)、があるのに対し、金融業の流通比率は33.7%であり、最も低い。一方、「深交所」は、①製造業(1兆5,332億元、全体の55.3%)、②不動産業(3,850億元、同13.9%)、③金融業(1,308億元、同4.7%)、④卸売・小売業(1,251億元、同4.5%)、⑤鉱業(935億元、同3.4%)、が上位5業種となっており、流通可能な株式の時価総額は「上交所」の約2分の1に達している(図表10、11(右))。「深交所」の流通比率は全体平均で50.2%であり、上交所(27.3%)よりはるかに高い。また、「深交所」では、金融業(37.9%)、製造業(47.6%)、電気・ガス業(47.9%)、社会サービス(48.2%)、鉱業(48.5%)を除く業種は流通比率が50%を超える水準にある。

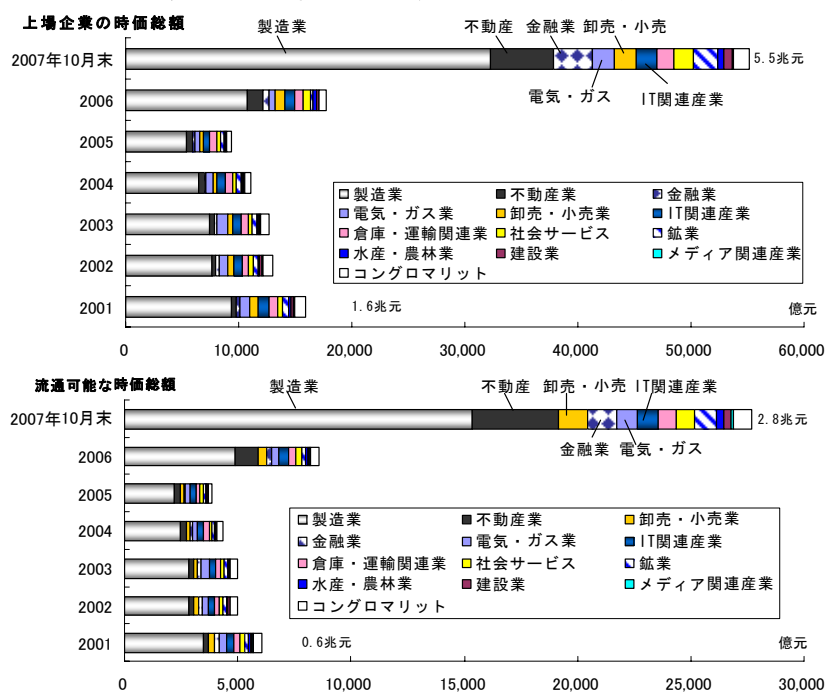
「上交所」のA、B株合計時価総額は2001年の2.8兆元から2007年10月末には22.5兆元に約8倍となり、「深交所」は1.6兆元から5.5兆元に約3倍となったが、時系列データで業種別時価総額とその構成比の推移を見ると、「上交所」では、2006年から本格的に始まった国有商業銀行の上場を背景に、金融業の時価総額は2001年の792億元(同取引所全体の2.9%)から2007年10月末には8.6兆元(同38.0%)に拡大した(図表12)。製造業の時価総額も1.3兆元から4.4兆元に拡大したが、全体に占める割合は46.6%から19.7%にむしろ低下した。「深交所」では、製造業の時価総額は同期間に0.9兆元(同取引所全体の58.6%)から3.2兆元(同58.4%)へ約4倍拡大し、全業種に占める比率は6割弱で推移している。一方、不動産業の時価総額は460億元(同取引所全体の2.9%)から5,636億元(同10.2%)

へ約 12 倍となり、製造業に次ぐ第 2 の業種となっている(図表 13)。

図表 12 業種別 上場企業の時価総額(「上交所」)



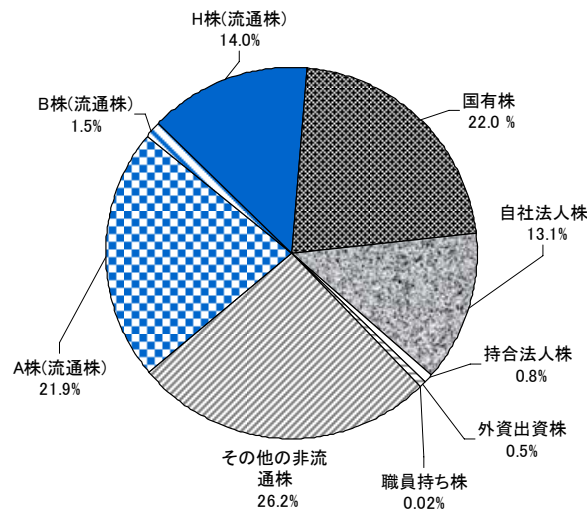
図表 13 業種別 上場企業の時価総額(「深交所」)



c. 総株数

2006 年末の上場企業が発行した株数(shares)構成を見ると、流通株は全株数の 37.4%、非流通株は同 62.6%である。流通株のうち、A 株は 21.9%、B 株は 1.5%、H 株は 14.0%を占めている。一方、非流通株のうち、国有株は全株数の 22.0%、法人自社株は 13.1%、法人持合株は 0.8%、外資出資株は 0.5%、職員の持ち株は 0.02%、その他の非流通株は 26.2%を占めている(図表 14)。

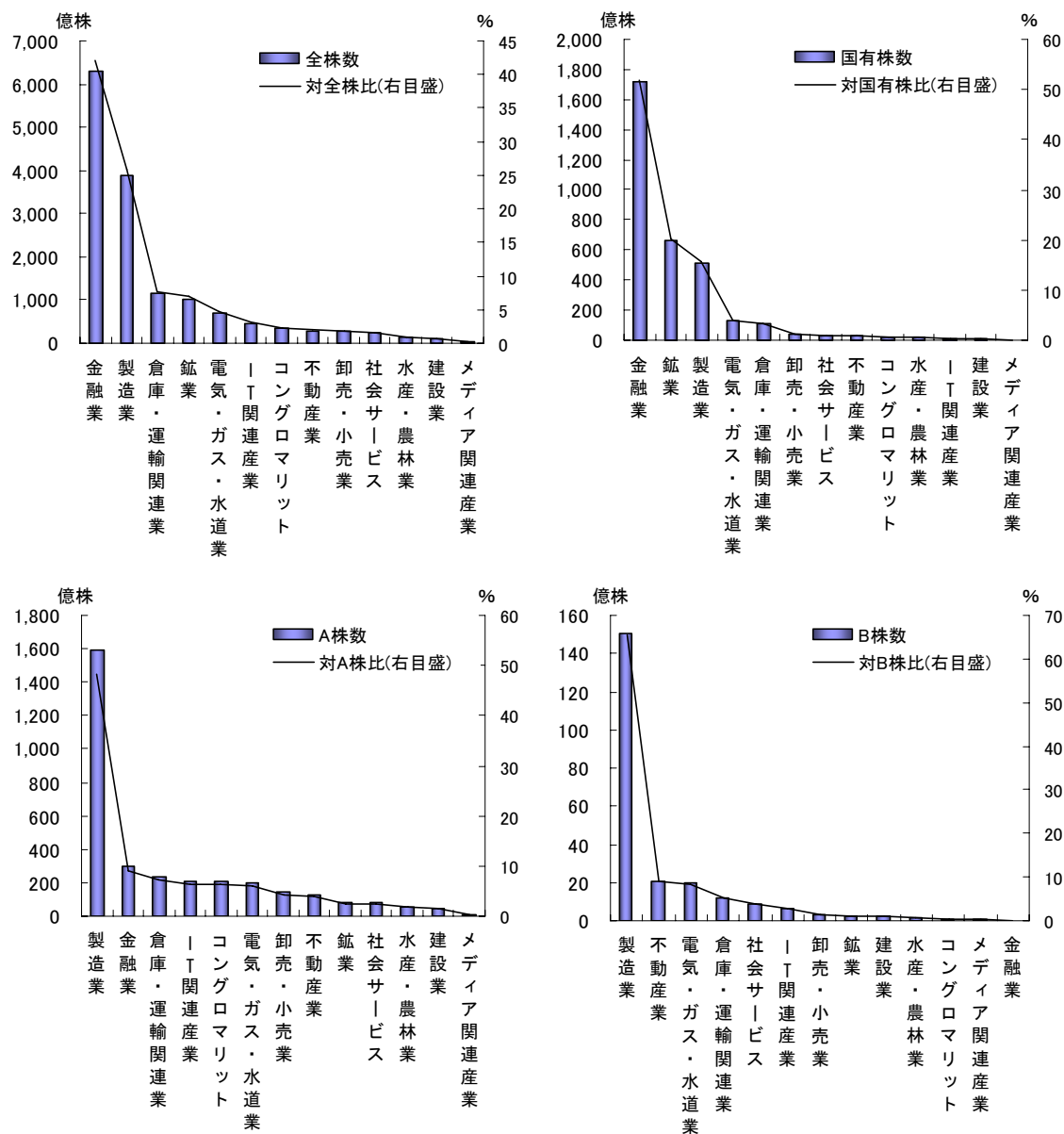
図表 14 上場企業の株数構成(2006 年末)



(資料)「2007 中国証券期貨統計年鑑」中国証券監督管理委員会、学林出版社、2007 年 8 月より作成。

業種別株数分布を見ると(図表 15)、全株数には、①金融業(6,296 億株、全株数の 42%)、②製造業(3,958 億株、同 26%)、③倉庫・運輸関連業(1,155 億株、同 8%)、④鉱業(1,032 億株、同 7%)、⑤電気・ガス・水道業(711 億株、同 5%)、が上位 5 業種となっている。国有株には、①金融業(1,717 億株、国有株の 52%)、②鉱業(667 億株、同 20%)、③製造業(517 億株、同 16%)、④電気・ガス・水道業(126 億株、同 4%)、⑤倉庫・運輸関連業(113 億株、同 3%)、個人や機関投資家などが取引できる A 株には、①製造業(1,591 億株、A 株数の 48%)、②金融業(299 億株、同 9%)、③倉庫・運輸関連業(239 億株、同 7%)、④IT 関連産業(211 億株、同 6%)、⑤コングロマリット(206 億株、同 6%)、が上位 5 業種となっている。また、存在感が低下しつつある B 株には、①製造業(150 億株、B 株数の 66%)、②不動産業(21 億株、同 9%)、③電気・ガス・水道業(19 億株、同 9%)、④倉庫・運輸関連業(12 億株、同 5%)、⑤社会サービス(9 億株、同 4%)、が上位 5 業種となっている。

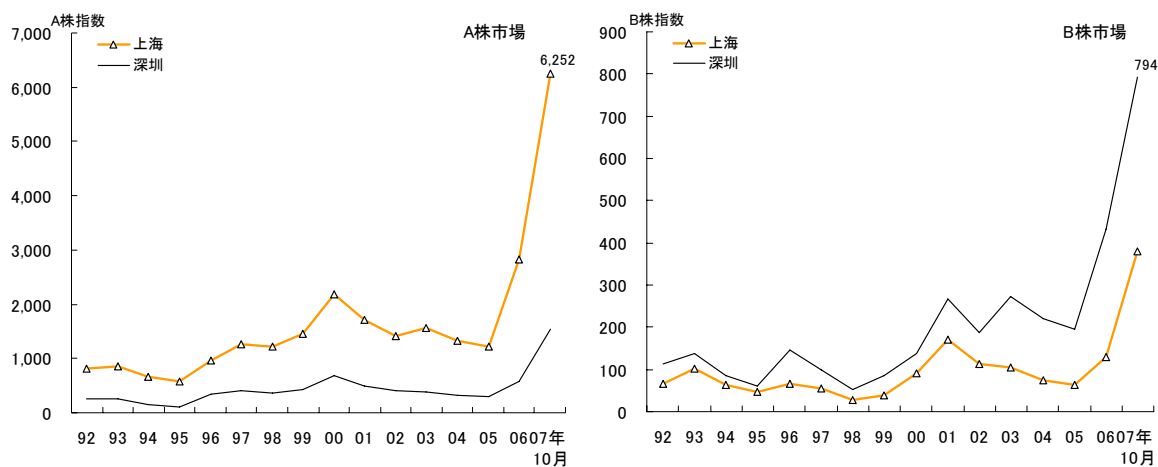
図表 15 業種別 上場企業の株数構成(2006 年末)



(注) 国有株は図表 14 と同じ非流通株である。

(資料) 「2007 中国証券期貨統計年鑑」中国証券監督管理委員会、学林出版社、2007 年 8 月より作成。

図表 16 A、B 株の株価指数の推移



(注) 上海は A 株指数が 1990 年 12 月 19 日＝100、B 株指数が 1992 年 2 月 21 日＝100、深圳は A 株指数が 1991 年 4 月 3 日＝100、B 株指数が 1992 年 2 月 28 日＝100 で作成されている。

(資料) CEIC DATA より作成。

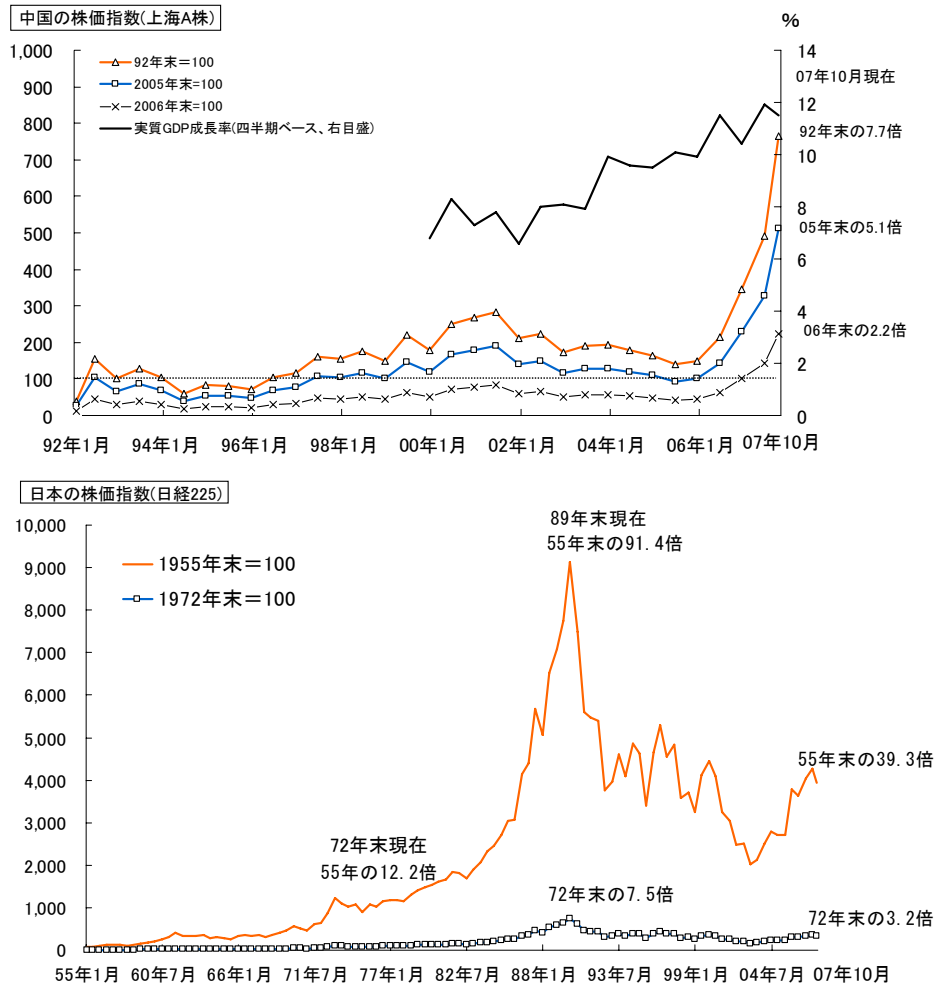
(2) 株価動向

a. 株価指数

「上交所」と「深交所」の株価指数は、いずれも 2000 年をピークに低下に転じ、2006 年から再び上昇する姿となっている(図表 16)。「上海 A 株指数」(1990 年 12 月 19 日を 100 とする)は 2000 年に 2,192 ポイントを更新した後、下落し 2005 年に 1,221 ポイントで底打ちした。2006 年に入ると、持ち直し、2007 年 10 月末には、6,252 ポイントを更新した(図表 16(左))。「上海 B 株指数」は 2001 年に国内個人投資家に対する規制緩和を受けて 172 ポイントまで急騰したが、翌年から低下し始め、2005 年には 62 ポイントまで落ち込んだ。しかし、2006 年には A 株回復に伴い上昇に転じ、2007 年 10 月末現在、92 年時点の約 6 倍である 381 ポイントとなった(図表 16(右))。

「深交所」の A 株指数の推移は「上交所」のような激しい変動が見られない。しかし、香港に近いこともあり B 株指数は、2006 年から「上交所」を大きく上回る上昇となった(図表 16(右))。WFE が発表したデータによれば、「上交所」や「深交所」の 2006 年株価指数の年伸び率は、世界のトップ 5 に入り、ニューヨーク証券取引所や東京証券取引所を凌ぐ水準にある(「付録 2」)。

図表 17 日中比較 高度成長期における株価指数の上昇幅



(資料)CEIC DATA より作成。

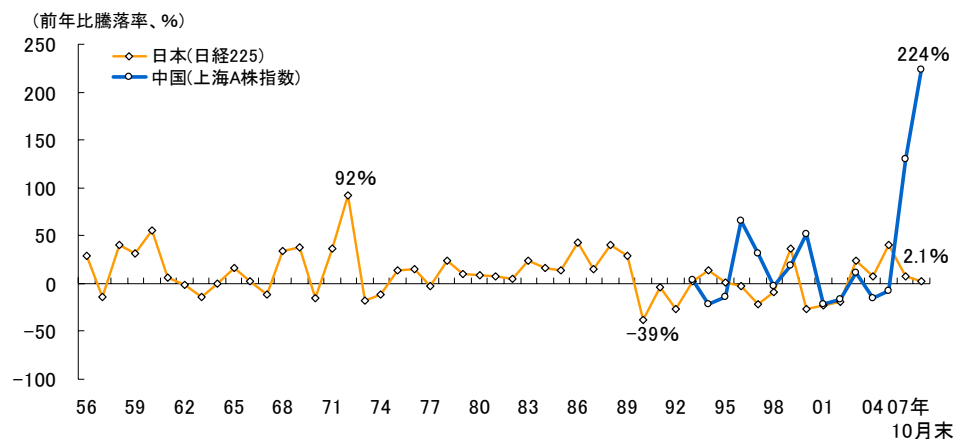
b. 高成長期における株価の騰落(日中比較)

「上海A株指数」は2007年10月末現在、1992年末比7.7倍(15年間)、2005年末比5.1倍(1年10カ月間)、2006年末比2.2倍(10カ月間)となっており(図表17(上))、2006年以降、急伸が見られた。日本の高度成長期(1955～1972年)に「日経225」は17年間で約12.2倍となった(図表17(下))が、中国の株価指数はほぼ同じタイムスパンで7.7倍しか上らず、しかも、その半分以上は2006年以降の上昇によるものである(図表18)。「経済成長」と「株価上昇」との関連性が日本より明らかに薄い。2006年からの株価回復と高騰は、主に長期にわたって中国の株式市場の健全な発展を妨げてきた制度的な欠陥を是正した「株式分置改革」(3(1)を参照)によるものである。同改革は内外投資家の「中国株」に対する信認を回復し、株価上昇をもたらした。

つまり、中国経済の高成長を支えてきたのは、外資系企業や民営企業など国内株式市場との関係の薄い「非上場企業」である。こうした成長分野への資金供給は株式市場が抱える

制度的な欠陥によって阻害されていた。これが株価変動と実体経済との乖離を生じさせた最大の原因である。「株式分置改革」は、制度的な欠陥を取り除くことで株式市場の発展を促進し、「中国株」の再評価につながった。

図表 18 日中比較 高成長期における株価指数の騰落率



(注) 1. 年間騰落率 = (年末株価指数(t) - 前年末株価指数(t-1)) ÷ 年末株価指数(t) × 100%

2. 2007年10月末は前年同期比騰落率である。

(資料) CEIC DATA より作成。

(3) 株式投資における投資家の構成比

株式投資の投資家構成を明らかにするためには、時価総額や売買高の投資家別構成比を把握する必要がある。流通可能なA株の時価総額は、2006年末現在、2.4兆元であるが、そのうち、個人投資家は57.48%を占めており、2005年末の69.87%から低下した⁶。売買高の投資家別構成は発表されていないが、株式の登録並びに決済業務を行う政府機関である「中国证券登記結算有限责任公司」(China Securities Depository and Clearing Corporation Limited、以下、CSD&C)が発表した「証券取引口座数」(期末数と期中純増減数)からその姿が垣間見える。

a. 期末証券取引口座数

CSD&Cが発表したデータによれば、中国では、株式投資に使われる「期末口座数」は、両取引所合計で2003年末の6,981万口座から2007年9月末には1億2,604万口座に約1.8倍となった。そのうち、個人投資家の口座数は6,948万口座から約1.8倍の1億2,558万口座、機関投資家の口座数は34万口座から約1.4倍の46万口座となっている。A株の個人投資家の口座数は6,771万口座から約1.5倍の1億119万口座、機関投資家の口座数は32万口座から約1.3倍の42万口座となっている。また、B株もA株の口座数と同じように増加しており、個人投資家の口座数は156万口座から約1.5倍の227万口座、機関投資家の口

⁶ 中国证券监督管理委员会「2007 中国证券期货统计年鉴」学林出版社、2007年8月。

座数は1.6万口座から約1.3倍の2.0万口座となっている。これら以外に、投資信託の口座数も急増している。個人名義の投信口座数は20万口座から約109倍の2,212万口座、法人名義の投信口座数は200口座から約100倍の2万口座となっている(図表19(上))。

個人のA株・B株・投信口座数は、それぞれの総口座数の約99%を占めている(図表19(中))。「期末口座数」の前年比伸び率を見ると(図表19(下))、①A、B株は2007年に入って個人投資家が機関投資家を超えて上昇していること、②投資信託は個人が驚異的なスピードで急伸していること、などが見て取れる。

もっとも、個人・機関名義の口座には両方の取引所に開設された同一名義⁷や、残高がなく長期にわたり利用されていない証券口座(いわゆる「休眠口座」)があるため、A株取引に参加している個人投資家の数は、発表された上述の口座数より少ない⁸。

図表 19 市場・投資家別：証券取引口座の構成比

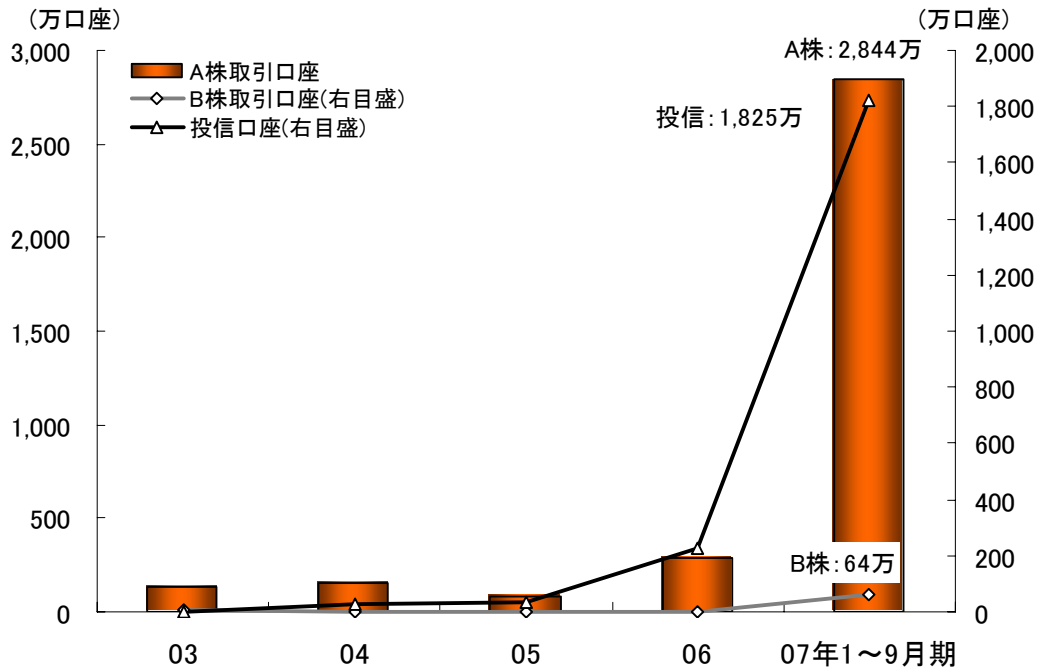
市場・投資家別：期末口座数(万口座)									
年	A株		B株		投信		合計		全体
	個人	機関	個人	機関	個人	機関	個人	機関	
2003	6,771.4	32.2	155.9	1.6	20.2	0.02	6,947.5	33.8	6,981.3
2004	6,912.7	33.2	158.6	1.7	109.0	0.58	7,180.2	35.5	7,215.7
2005	6,994.1	34.0	159.6	1.7	145.6	1.03	7,299.3	36.7	7,336.1
2006	7,281.3	36.3	162.7	1.9	370.3	1.58	7,814.3	39.7	7,854.0
2007年9月末	10,119.1	42.3	226.8	2.0	2,211.8	2.02	12,557.6	46.4	12,604.0
市場別：投資家構成比(%)									
年	A株		B株		投信		合計		全体
	個人	機関	個人	機関	個人	機関	個人	機関	
2003	99.5	0.5	99.0	1.0	99.9	0.1	99.5	0.5	100.0
2004	99.5	0.5	98.9	1.1	99.5	0.5	99.5	0.5	100.0
2005	99.5	0.5	98.9	1.0	99.3	0.7	99.5	0.5	100.0
2006	99.5	0.5	98.9	1.1	99.6	0.4	99.5	0.5	100.0
2007年9月末	99.6	0.4	99.1	0.9	99.9	0.1	99.6	0.4	100.0
年(前年同期比)伸び率(%)									
年	A株		B株		投信		合計		全体
	個人	機関	個人	機関	個人	機関	個人	機関	
2004	2.1	3.2	1.7	6.9	439.5	2800.0	3.4	5.1	3.4
2005	1.2	2.4	0.7	-1.3	33.6	76.8	1.7	3.4	1.7
2006	4.1	6.6	1.9	10.7	154.3	54.0	7.1	8.1	7.1
2007年9月末	28.4	13.7	36.7	11.7	540.9	33.4	43.5	14.3	42.2

(資料)中国証券登記結算統計月報(2003年1月～2007年9月)、CEIC DATAより作成。

⁷投資家が両取引所で取引する場合、それぞれの取引口座を開設する必要がある。

⁸個人のA株取引口座数は2007年9月末現在、1億119万口座であると発表されたが、両取引所で同一名義の口座や「休眠口座」を除くと、個人投資家は5,000万人を下回る可能性もある。個人投資家の実態を把握するために、CSD&Cは「株式を保有していない口座、資金残高が百円(約1,600円)以下で3年間取引がない口座は、10月8日付で休眠口座用システムへ移管する」と発表した(「休眠の証券口座、中国が凍結へ」日経金融新聞、2007年8月17日)。

図表 20 証券取引口座数の年間純増減



(資料)CEIC DATA より作成。

b. 証券取引口座数の純増減

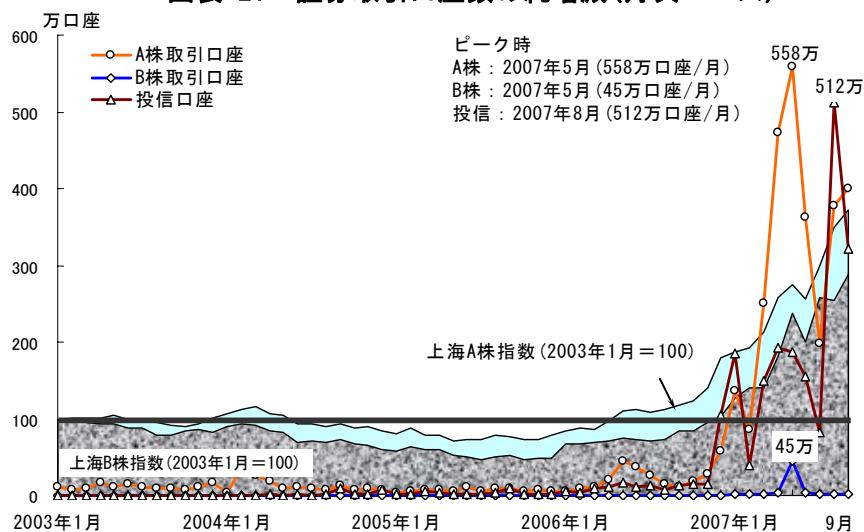
投資家の取引実態を把握するには、統計上の制約がある。ここでは、投資家の投資動向を反映する「取引口座数の年間純増減」(新規口座数から抹消した口座数を引いた数字⁹⁾の推移から、その実態究明を試みる。

A株口座は、2003年は年間134万口座純増から株価低迷期の2005年には年間82万口座と純増幅が縮小した。2006年は一転して年間289万口座と大幅に純増し、2007年1～9月期には、僅か9カ月間で2,844万口座の純増(単純換算で年間3,792万口座純増)となった(図表20)。一方、B株口座も同様に、2003年の年間3.5万口座から2005年には年間1万口座に純増幅が縮小したが、2006年は年間3.3万口座となり、2007年には9カ月間で64万口座の純増となった(単純換算で年間85万口座純増)。投信口座の年間純増数も同じ傾向が見られた。2003年の1.5万口座から2006年には226万口座となり、2007年1～9月期にはさらに1,825万口座の純増(単純換算で年間2,433万口座純増)となった。投信口座の純増は、株価の調整局面においても右上がり曲線を辿って増加している。

2007年9月末までの単月最大純増をみると(図表21)、A株は2007年5月の558万口座、B株は同年5月の45万口座である。投信は1月、4月、8月に次々と最大純増を更新した(8月は512万口座)。口座数急増の背景には株価指数の急上昇がある。

⁹⁾投資家別口座数の純増減は個人・機関投資家を含む口座数となる。

図表 21 証券取引口座数の純増減(月次ベース)



(資料)CEIC DATA より作成。

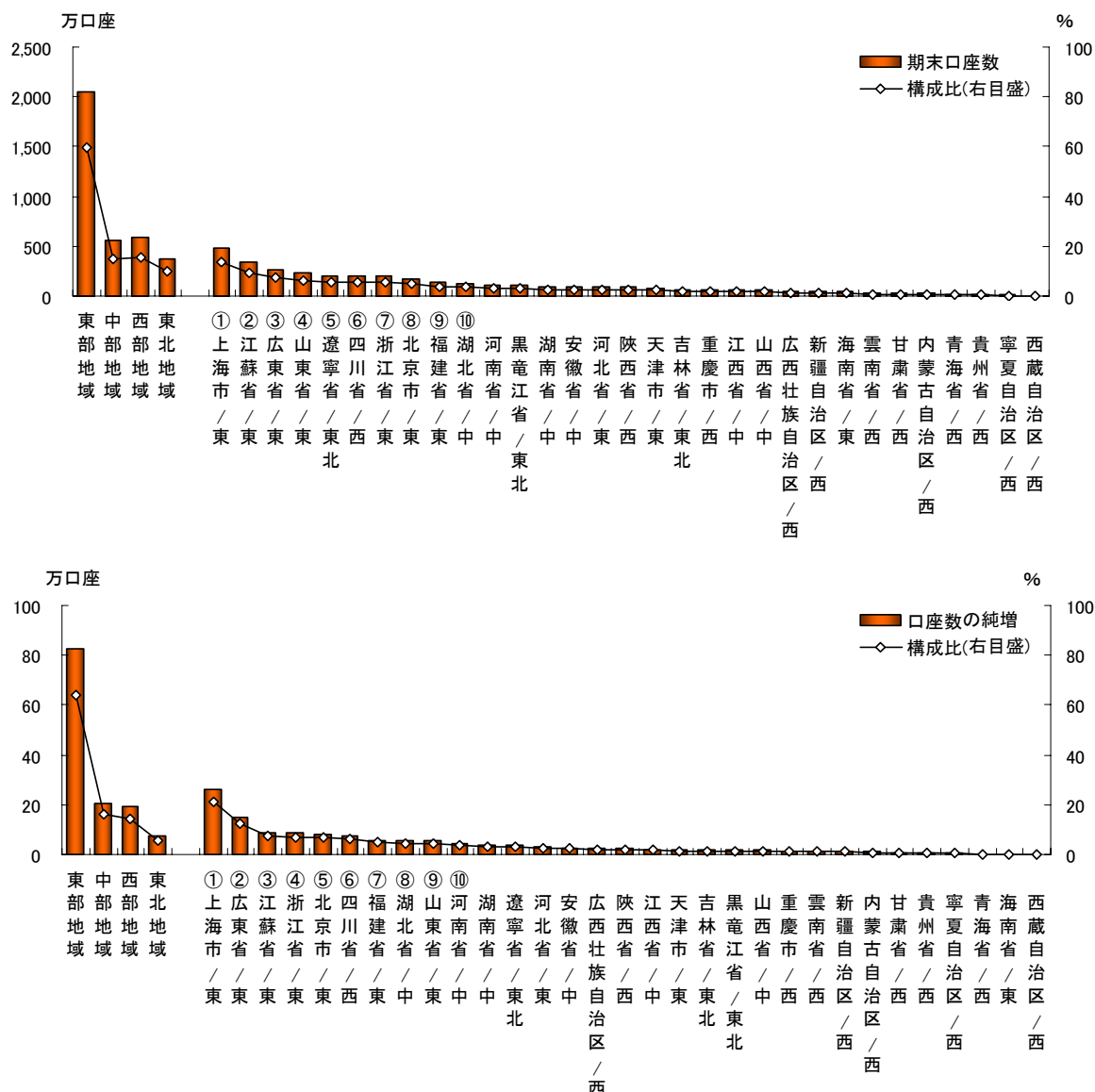
c. 地域別株式取引口座数

2006 年末現在、「上交所」の A 株口座数¹⁰は、3,583 万口座に達している。地域別に見ると、東部地域 2,054 万口座(取引所全体の 59%)、中部地域 556 万口座(同 15%)、西部地域 593 万口座(同 16%)、東北地域 380 万口座(同 10%)となっており、東部地域が圧倒的に多い(図表 22(上))。口座数を省(直轄市、自治区)別に見ると、①上海市(489 万口座、取引所全体の 14%)、②江蘇省(343 万口座、同 10%)、③広東省(271 万口座、同 8%)、④山東省(233 万口座、同 7%)、⑤遼寧省(208 万口座、同 6%)、⑥四川省(202 万口座、同 6%)、⑦浙江省(196 万口座、同 6%)、⑧北京市(168 万口座、同 5%)、⑨福建省(143 万口座、同 4%)、⑩湖北省(127 万口座、同 4%)、が上位 10 省(直轄市)となっている。

2006 年に「上交所」の A 株口座は年間 130 万口座の純増となった(図表 22(下))。地域別に見ると、東部地域は 83 万口座(全体の 64%)増、中部地域は 21 万口座(同 16%)増、西部地域は 19 万口座(同 14%)増、東北地域は 8 万口座(同 6%)増で、東部地域を中心に増加している特徴が見られた。省(直轄市)別では、①上海市(26 万口座増、全体の 21%)、②広東省(15 万口座増、同 12%)、③江蘇省(9 万口座増、同 7%)、④浙江省(9 万口座増、同 7%)、⑤北京市(8 万口座増、同 7%)、⑥四川省(7 万口座増、同 6%)、⑦福建省(6 万口座増、同 5%)、⑧湖北省(6 万口座増、同 5%)、⑨山東省(6 万口座増、同 5%)、⑩河南省(5 万口座増、同 4%)、が上位 10 省(直轄市)となっている。長江デルタ地域と珠江デルタ地域の投資家が「上交所」の株式投資を活発化させているように見える。

¹⁰地域別口座数には個人・機関投資家が含まれている。

図表 22 地域別 A 株期末口座数と年間口座数の純増減(「上交所」、2006 年末)



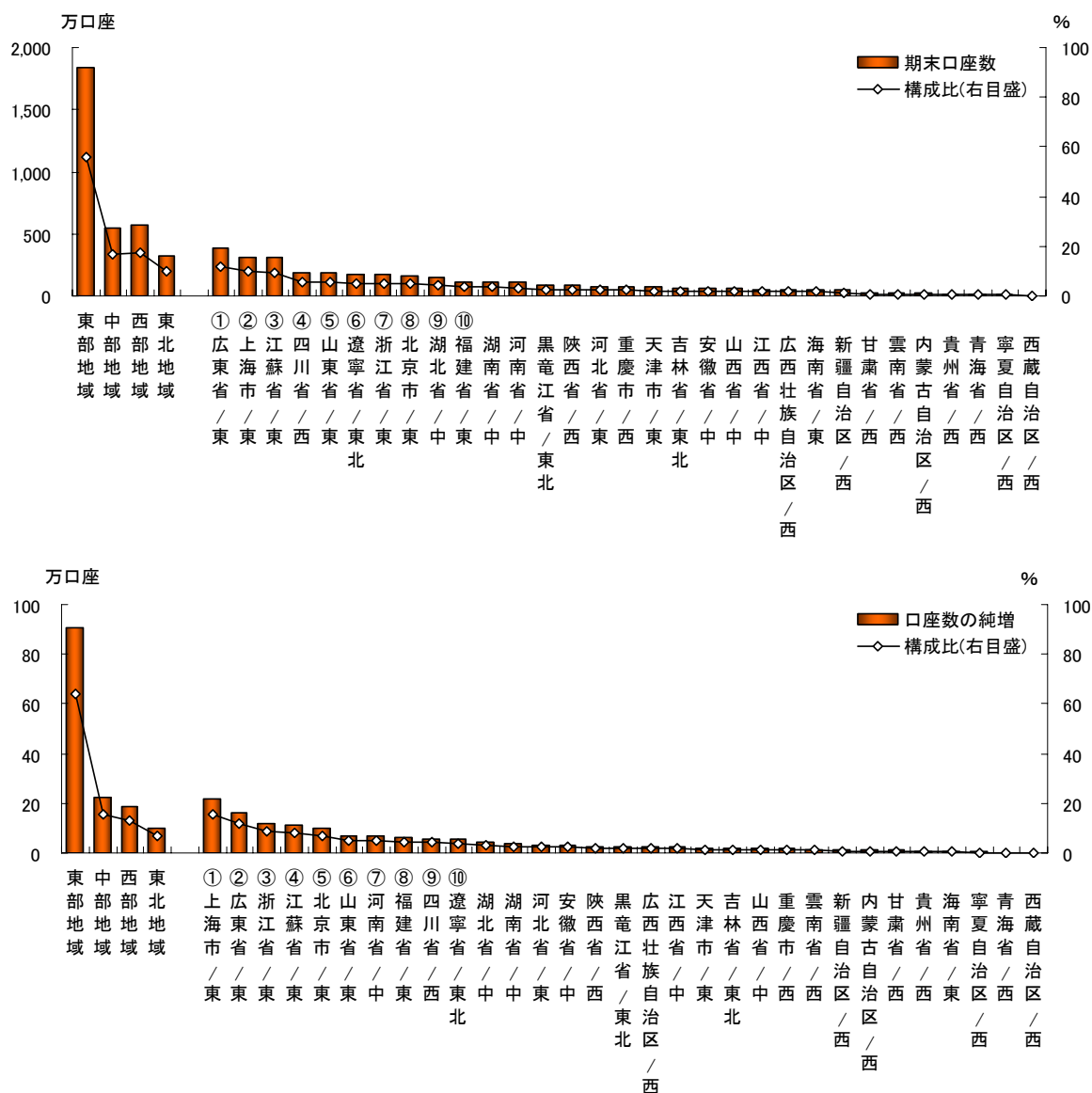
(注) 地域定義は脚注 4 を参照。

(資料)「2007 中国証券期貨統計年鑑」中国証券監督管理委員会、学林出版社、2007 年 8 月より作成。

2006 年末現在、「深交所」の A 株口座数は 3,273 万口座に達している。地域別に見ると、東部地域は 1,833 万口座(全体の 56%)、中部地域は 543 万口座(同 17%)、西部地域は 573 万口座(同 17%)、東北地域は 324 万口座(同 10%)となっている。前述の「上交所」と比較すると、東部地域の割合はやや低く地域的に分散しているように見える(図表 23(上))。省(直轄市)別に見ると、①広東省(381 万口座、取引所全体の 12%)、②上海市(316 万口座、同 10%)、③江蘇省(304 万口座、同 9%)、④四川省(189 万口座、同 6%)、⑤山東省(184 万口座、同 6%)、⑥遼寧省(172 万口座、同 5%)、⑦浙江省(168 万口座、同 5%)、⑧北京市(162 万口座、同 5%)、⑨湖北省(145 万口座、同 4%)、⑩福建省(117 万口座、同 4%)、が上位

10 省(直轄市)となっており、「上交所」と逆転して広東省が最大の割合を占めている。

図表 23 地域別 A 株期末口座数と年間口座数の純増減(「深交所」、2006 年末)



(注) 地域定義は脚注 4 を参照。

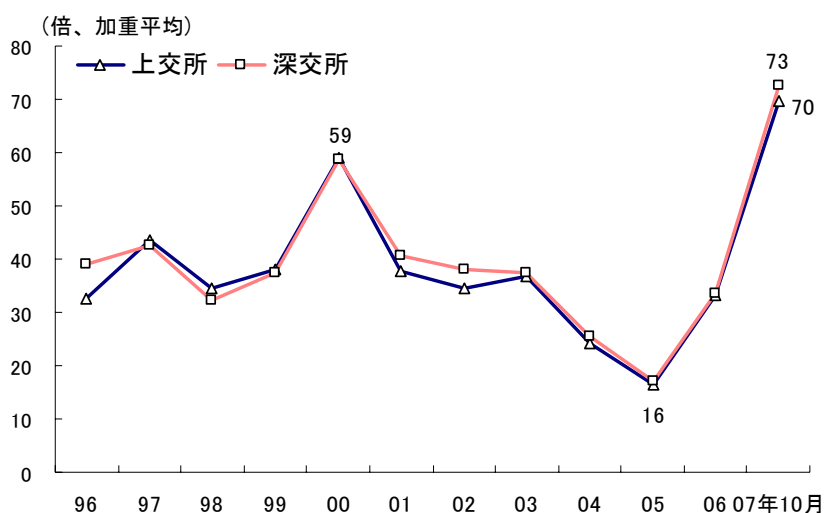
(資料) 「2007 中国証券期貨統計年鑑」中国証券監督管理委員会、学林出版社、2007 年 8 月より作成。

2006 年の「深交所」の A 株口座は、年間 142 万口座の純増となったが(図表 23(下))、地域別に見ると、東部地域は 91 万口座(取引所全体の 64%)増、中部地域は 22 万口座(同 16%)増、西部地域は 19 万口座(同 13%)増、東部地域 10 万口座(同 7%)となっている。省(直轄市)別では、①上海市(22 万口座増、全体の 15%)、②広東省(16 万口座増、同 12%)、③浙江省(12 万口座増、同 8%)、④江蘇省(11 万口座増、同 8%)、⑤北京市(10 万口座増、同 7%)、

⑥山東省(7万口座増、同5%)、⑦河南省(7万口座増、同5%)、⑧福建省(6万口座増、同4%)、⑨四川省(6万口座増、同4%)、⑩遼寧省(6万口座増、同4%)、が上位10省(直轄市)となっており、特に上海市の口座数が急増している。「上交所」より地域の分散化が進んでいるが、「上交所」と同様に長江デルタ地域や珠江デルタ地域を中心とする特徴が見られた。一方、中西部地域の一部の省でも口座数が顕著に増加していることから、株式投資は、今後、内陸部へ普及していく可能性がある。

株式取引口座数の地域格差は、所得格差と株式取引に必要不可欠な金融仲介機関(証券会社や投資ファンド会社など)が提供した金融サービスの地域分布の格差によると思われる(株式投資における地域格差は38ページの4を参照)。

図表 24 株価収益率(PER)の推移(「上交所」と「深交所」)



(資料)CEIC DATA より作成。

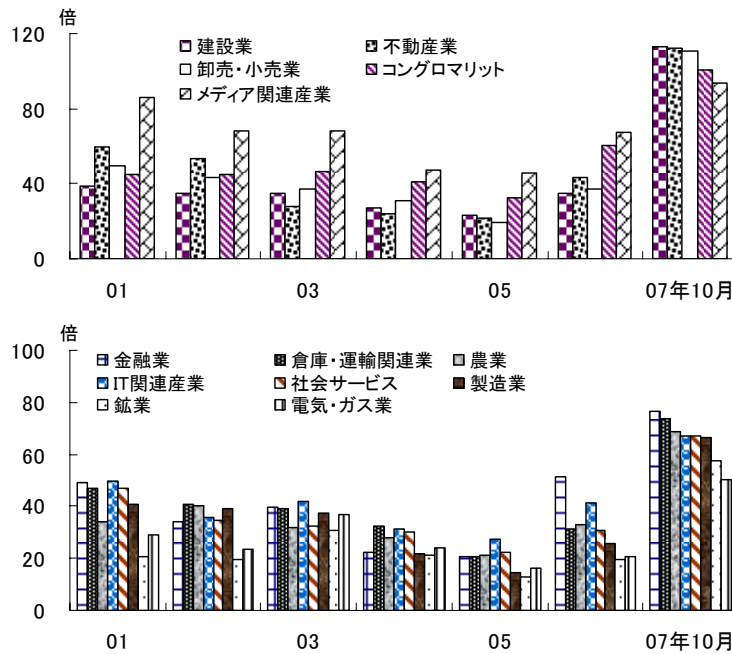
(4) 株価収益率(PER)

a. 全体平均

株価収益率(PER)は株価の水準を判断する重要な指標の1つである。A株のPER(加重平均)は2000年に59倍まで高騰したがその後、低下を辿り、2005年に「上交所」は16倍、「深交所」は17倍でいずれも底入れした。2006年から両取引所ともに同指標が上昇し始め、2007年10月末現在、上交所70倍、深交所73倍に達している(図表24)。WFEが発表した数字によれば、2006年末に「上交所」と「深交所」のPERは約33倍で、同年世界の株式市場で最も高いAmerican SE(45倍)を下回る水準にあった¹¹(「付録3」)が、2007年にはAmerican SEを上回る水準になろう。

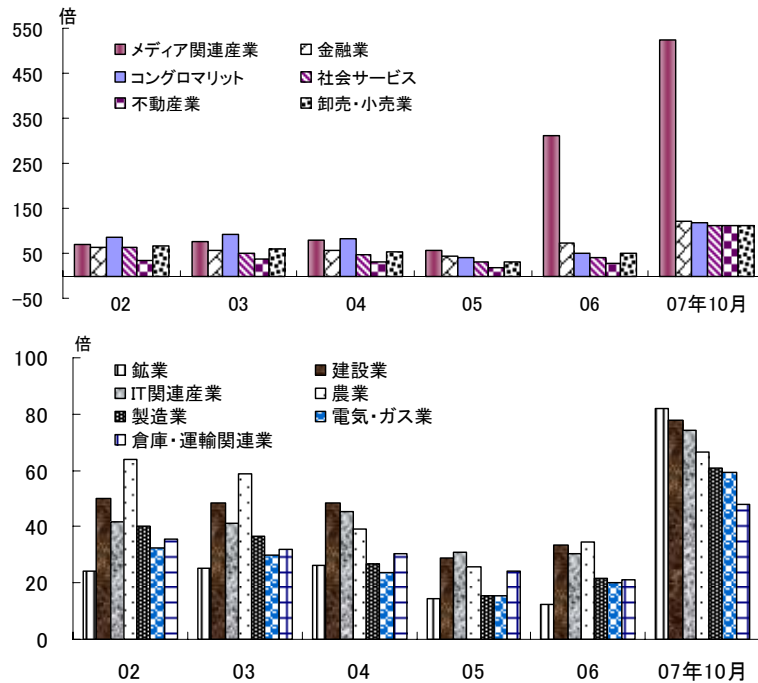
¹¹東京証券取引所の同指標は2006年に33倍である(“Average of Price Earning Ratios, Gross Dividend Yields, Inflation Rate, Total Market Returns” Annual Report and statistics 2006, World Federation of exchanges, Jan., 2007)。

図表 25 「上交所」 業種別株価収益率(PER)



(資料)CEIC DATA より作成。

図表 26 「深交所」 業種別株価収益率(PER)

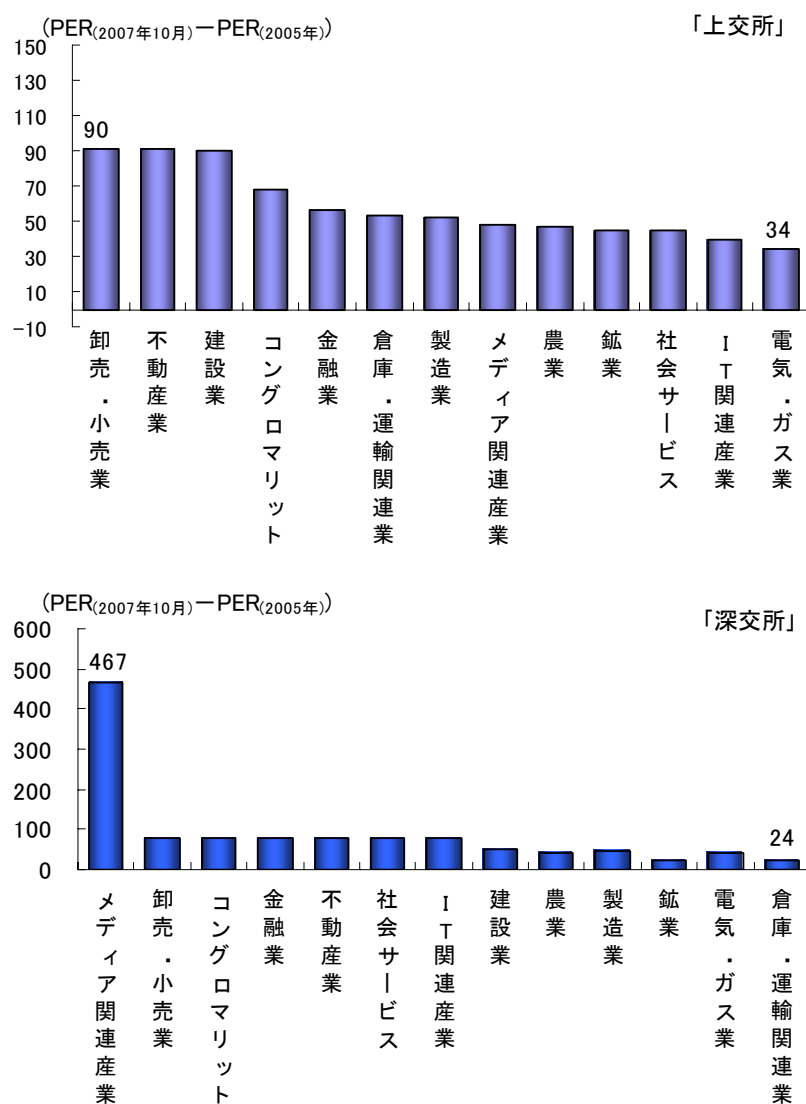


(資料)CEIC DATA より作成。

b. 業種別平均

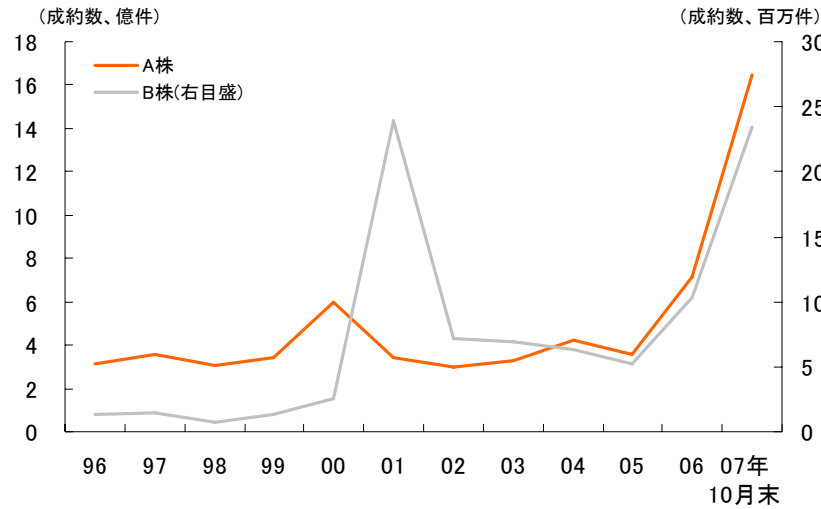
業種別 PER (加重平均) を見ると、2007 年 10 月末現在、「上交所」は(図表 25)、①建設業(113 倍)、②不動産業(112 倍)、③卸売・小売業(111 倍)、④コングロマリット(93 倍)、⑤メディア関連産業や建設業(112 倍)、が上位 5 業種となり、その他の業種は 50～77 倍である。「深交所」は(図表 26)、①メディア関連産業(523 倍)、②金融業(121 倍)、③コングロマリット(117 倍)、④社会サービス(112 倍)、⑤卸売・小売業や不動産(110 倍)、が上位 5 業種となり、その他の業種は 48～82 倍である。2005 年末と比べ、「上交所」では、卸売・小売業、不動産業、建設業の上昇幅が目立っており、「深交所」ではメディア関連産業が他の業種を凌ぐ水準に高騰している(図表 27)。

図表 27 業種別 株価収益率(PER)の上昇幅(2005 年末～2007 年 10 月末)



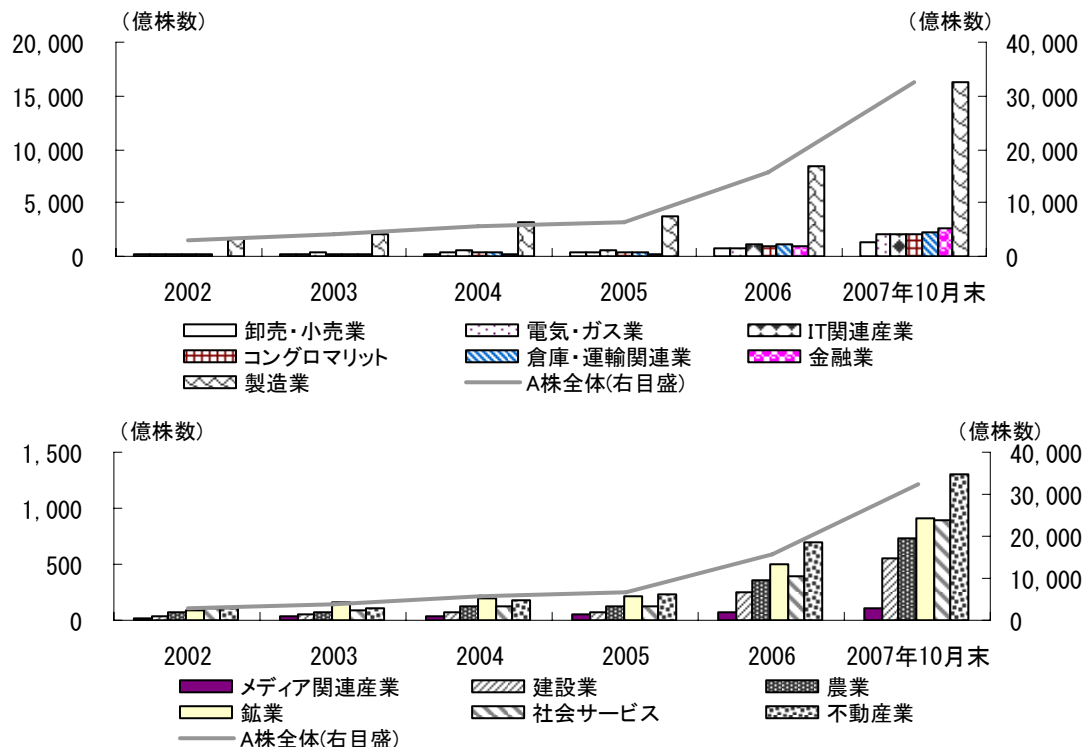
(資料)CEIC DATA より作成。

図表 28 市場別 株式取引の年間成約件数



(資料)CEIC DATA より作成。

図表 29 業種別 A株取引量の推移(両取引所合計)



(資料)CEIC DATA より作成。

(5) 株式取引

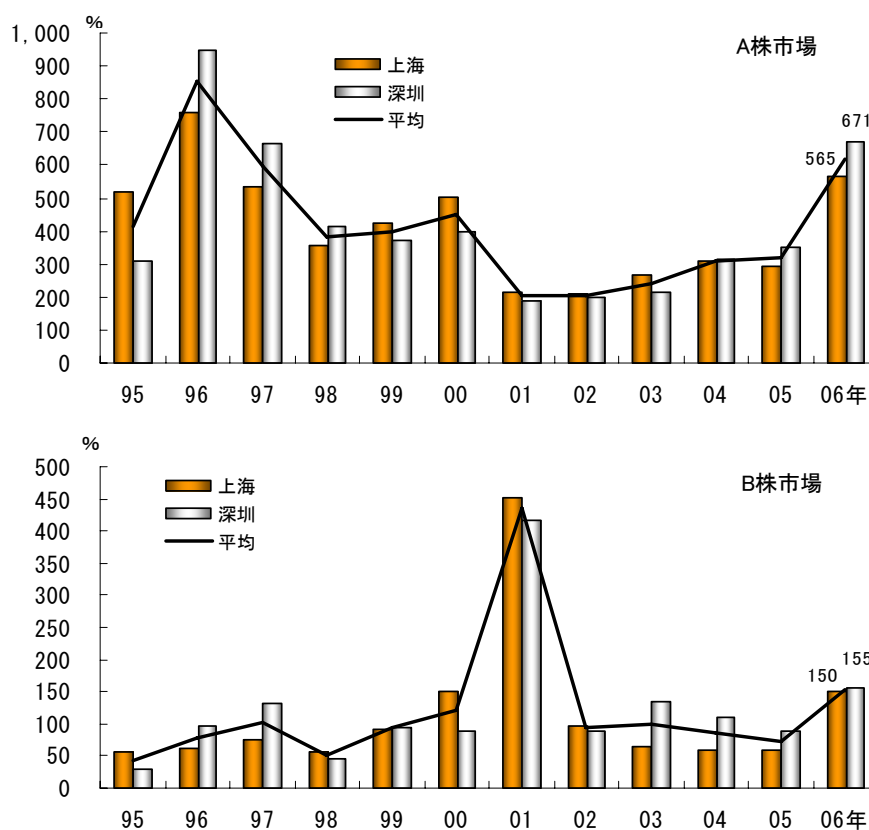
a. 年間取引件数

株式取引の年間成約件数(No of Deal)を見ると(図表 28)、1996 年から 2005 年にかけて、

A株市場は、年間4億件前後で横ばいで推移していたが、2006年は7億件に急騰し、2007年1～10月期には、さらに前年同期比205%増の16.5億件に達している。B株市場は、同期間に2001年を除き緩やかな上昇が続いていたが、2006年以降、A株と同様に急騰している。

株式取引の急伸は、年間取引量(volume)からも確認できる。年間取引株数は、2002年の2,859億株から2006年には1.6兆株に急増し、2007年は10月末現在、3.2兆株に達している(図表29)。業種別に見ると、最も頻繁に取引されている業種は製造業であり、その年間取引株数は2002年の1,617億株(全体の57%)から2007年は10月末現在、その10倍の1.6兆株(同50%)に達している(図表29(上))。取引量の増加が最も激しい金融業の年間取引株数は2007年1～10月期には2,615億株(同8%)となり、2002年の約28倍となった(図表29(上))。年間取引量が最も小さいメディア関連産業の年間取引株数は2007年1～10月期は112億株(同0.3%)に止まっている(図表29(下))。

図表 30 A・B株売買回転率の推移

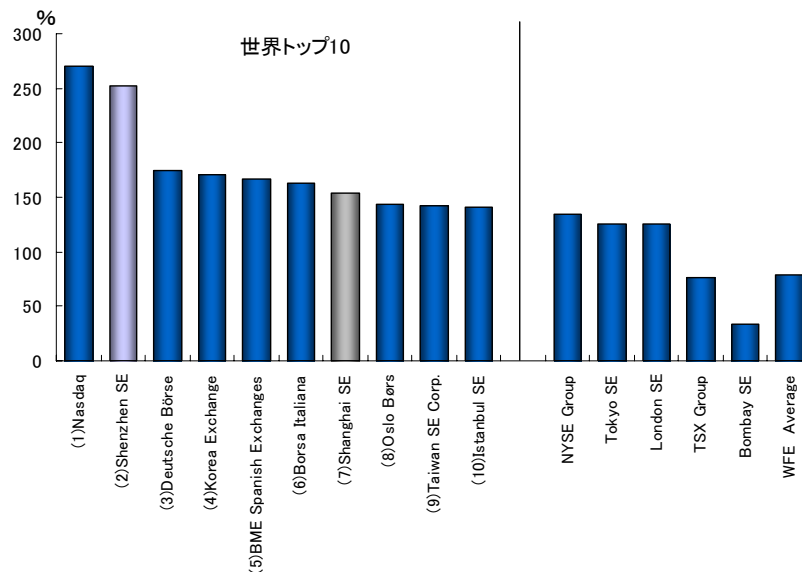


(注)流通可能な株式の売買回転率
(資料)CEIC DATAより作成。

b. 売買回転率

株式市場の売買回転率(ここでは、売買高÷流通株のみの時価総額×100%)を見ると、A株市場は1996年の760～950%、B株市場は2001年の417～452%をピークに低下したが、2006年には前者565～671%、後者150～155%に再上昇している(図表30(上、下))。全株売買回転率(売買高÷全株時価総額×100%)で見ると、「上交所」と「深交所」は海外株式市場と比較しても回転率が高水準にある(図表31)。

図表 31 売買回転率の世界ランキング(2006年)



(注) 全株売買回転率＝売買高÷全株時価総額×100%

(資料) “Turnover Velocity of Domestic Shares” Annual Report and Statistics, 2006 World Federation of Exchanges, Jan., 2007 より作成。

c. 売買出来高

2006年の株式年間売買高(ドル建て)を見ると(図表32)、ニューヨーク証券取引所(NYSE Group)は21.8兆ドルで世界トップ、東京証券取引所は5.8兆ドルで世界第4位(アジアトップ)となっている。それに対し、「上交所」は7,364億ドル、「深交所」は4,226億ドルであり、両取引所を合計しても東京証券取引所の約5分の1に過ぎない水準にある。もっとも、売買高の年伸び率では、両取引所ともに世界2～3位となった(「付録4」)。2007年1～6月期には、「上交所」のA株売買高は、2.0兆ドルであり、ニューヨーク証券取引所(10.2兆ドル)や東京証券取引所(東証1部、3.1兆ドル)に及ばないものの、堅調に拡大する傾向にある¹²。

¹²1日当りの平均売買高(1ヵ月＝22日)は両取引所合計で1990年の0.5億ドルから2002年の14億ドルを経て2007年7月末には232億ドルに拡大した。「上交所」の1日当りの平均売買高は、現時点で152億ドルであり、ニューヨークの776億ドル、東京(東証1部)の237億ドルを下回っている(CEIC DATAより算出)。

図表 32 株式売買高の世界ランキング(2006 年)

Exchange	USD bn 2006	USD bn 2005	% Change in USD	% Change in local currency
1. NYSE Group	21 790	17 858	22.0%	22.0%
2. Nasdaq Stock Market	11 807	10 087	17.1%	17.1%
3. London Stock Exchange	7 572	5 678	33.4%	30.5%
4. Tokyo Stock Exchange	5 823	4 482	29.9%	36.4%
5. Euronext	3 853	2 906	32.6%	29.2%
6. Deutsche Börse	2 737	1 915	42.9%	40.0%
7. BME Spanish Exchanges	1 934	1 566	23.5%	21.0%
8. Borsa Italiana	1 592	1 294	23.0%	20.5%
9. SWX Swiss Exchange	1 396	974	43.5%	43.2%
10. Korea Exchange	1 342	1 211	10.9%	3.2%

(資料) “Annual Report and statistics 2006” World Federation of exchanges, Jan., 2007.

3. 株価上昇の背景

(1) 「株式分置改革」

前述のように、中国の株価上昇の背景には「株式分置¹³改革」がある。本節では、「株式分置改革」の背景や進捗状況を説明し、そのインプリケーションを検討してみよう。

a. 背景

上海・深圳証券取引所がスタートした 1990 年以来、中国の株式市場は、急速な発展を遂げてきたものの、数多くの問題も抱えている。制度的な欠陥とも言われる「株式分置問題」は株式市場の健全な発展を妨げてきた最大要因である。「株式分置問題」の背後には、「証券市場は国有企業のために奉仕しなければならない」という株式市場の基本方針があった¹⁴。同方針の下で上場企業の株式は取引所に上場され、投資家が取引できる「流通株」と国及び地方政府、法人などが保有し市場で取引できない「非流通株」に区分され、株価は株式の約 3 分の 1 を占める「流通株」によって形成されていた。

「流通株」と「非流通株」の違いは単なる流動性の問題ではなく、株主権利や 1 株当たり評価額にも大きな差がつけられていた。また、IPO は実質的に大手国有企業のみとし、発行枠に対する規制も厳しい。「流通株」は恒常的に供給されていても、情報の非対称性を背景に投機的な取引による株価つり上げが容易に行われるとも言われる。しかし、つり上げられた株価で上場当初の企業の純資産で換算した「非流通株」を市場に放出されると、割高で購入した流通株主(主に個人投資家)は、株価下落による損失が大きいと予想したため、「非流通株」の放出(流通させること)に対する抵抗感が強かった¹⁵。

¹³上場国有企業の株式には IPO を通じて一般投資家に売り出された流通株と創業時以来、国が投資した資産や企業自身の内部留保などをそれぞれの持分として評価した非流通株があり、前者は全体の 3 割に過ぎなかった。中国では、このような状況を「株式分置」と呼んでいる。

¹⁴呉敬璉「現代中国の経済改革」NTT 出版株式会社、2007 年 3 月 30 日。

¹⁵国有株(「非流通株」)の放出という噂が市場に流されると、株価が下落したことが何回も繰り返された。

「株式分置問題」は、①株主総会・取締役会・監査役会といった上場企業が持つ株主による企業経営への監督機能を形骸化すること、②「非流通株」を所有する株主(政府・地方政府部門、事業法人など)が企業価値や株価動向に無関心になり易く、多数である彼らが株主総会と取締役会で過半数の議決権を利用し、会社や流通株主の利益に反する決定を下す可能性が高いこと¹⁶、などの弊害があり、問題解決を迫られていた。「株式分置問題」が解決されない限り、国有企業が上場しても本当の株式会社として行動できず、上場の本来の意味を根底から覆すことになる。

上場企業の株主全員(特に弱い立場にある個人投資家)が受け入れられる解決案で「株式分置問題」を速やかに解決することは、中国の株式市場を機能させる緊急課題であった。この問題の最終解決に至ったことには、①株式市場での上場は国有企業を延命させる目的ではなく、市場経済に活躍できる企業を育成する目的で促進していくべきであること、②IPOによる資金調達、公正・公平・公開(「3 公原則」)の下で行い、すべての投資家に対し株式関連情報を提供すべきであること、③株式発行及び上場に関する透明化を促す制度的な見直しが必要であること、④不正を防ぐ法整備が緊急課題であること、などのコンセンサスがあった。

b. 改革の進捗状況

中国政府は、1999 年から 2004 年にかけて「国有株売却」(国有株を市場価格、あるいは、協議譲渡の形で法人(非国有企業)や個人に売却すること)を試みたが¹⁷、上述の原因があったため、株価下落など市場反応が激しく、全面的な展開に至らなかった。それを背景に、中国政府は、「国有株売却」を通じて流通株の割合を高める「全流通改革」でなく、「株式分置改革」を通じて株式市場の構造的な歪みを徹底的に取り除くべきだという経済学者の主張を受け入れ、「株式分置改革」に踏み切った¹⁸。

2004 年 2 月に国務院が「資本市場の改革開放と安定的発展の推進に関する若干の意見」(以下「国 9 条」)を発表し、証券市場の本格的な改革をスタートした¹⁹。「国 9 条」には、資本市場の機能を妨げている「株式分置改革」は最優先課題として取り上げられていた。2005 年

¹⁶「中国証券市場ハンドブック 2006」野村資本市場研究所、2006 年 3 月。

¹⁷1997 年 9 月の第 15 回党大会で、「国有経済の戦略的調整」が打ち出され、国有企業は重要な産業のみ残すという方針が明確化された。それにより、同年 12 月に中国証券監督管理委員会(証監会)は国有株の割合が 6~7 割を超える上場企業 10 社の国有株を割当方式で売却すると発表し、国有株売却を試みた。2001 年 6 月に国務院は「国有株放出による社会保障資金の調達に対する管理の暫定弁法」を公布し、国有株売却を再開した。2002 年に再び協議譲渡方式で国有株を放出した(「中国証券市場ハンドブック 2006」野村資本市場研究所、2006 年 3 月)。

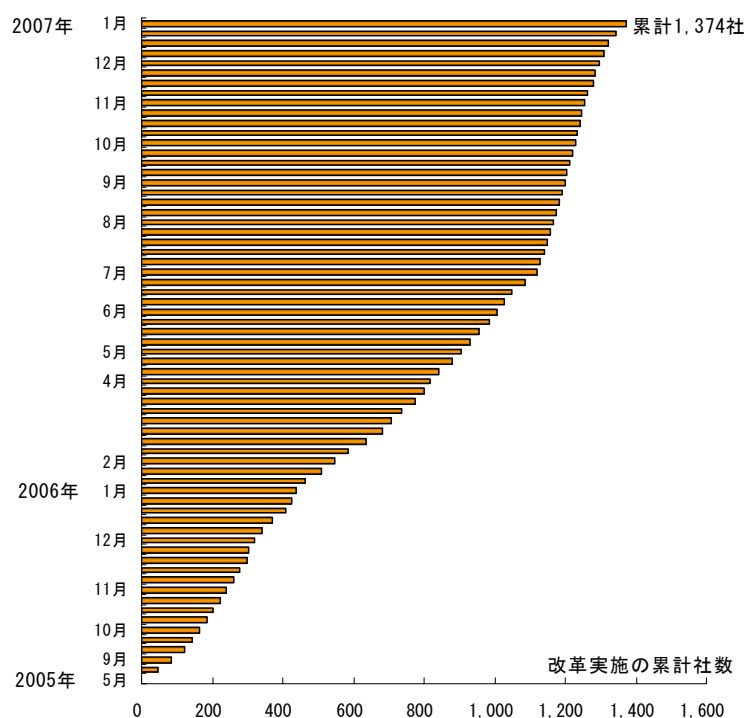
¹⁸これまで政府が非流通株の大半を占める国有株の売却を試みたことで、「国有株売却」(国有株放出)、その後、また、「全流通」と呼ばれていたが、2003 年に証監会の尚福林主席が「株式分置」(中国語では「股權分置」)という呼び方を使うようになった(「中国証券市場ハンドブック 2006」野村資本市場研究所、2006 年 3 月)。

¹⁹「9 条意見」によれば、資本市場は公開、公平、公正の原則を遵守し、法制度の整備、監督・管理の強化、業界自主規制や業務規範を通じて発展させていく。「株式分置問題」は安全な方式で積極的に解決していく。

4 月に証監会は「上場企業の株式分置改革に関する問題の通達」(以下、「通達」)²⁰を公表し、最終解決に向けて明確な改革案を提示した。その改革案により、「株式分置改革」は、①株主間の協議によって改革案²¹を決めること、②流通株主の權益を配慮すること、③売却制限期間を設けて移行期の市場ショックを緩和すること、④非流通株主が流通株主に対価を払うことによって流通権を獲得すること、といった方針が固まった。

「通達」の発表を受け、2005 年 5～6 月に 2 回に分けて改革実験が行われた。試験企業として第 1 陣 4 社、第 2 陣 42 社があったが、前者のうち、3 社、後者のすべての改革案が可決された。同年 8 月に証監会は「上場企業の株式分置改革に関する指導意見」(以下、ガイドライン)を発表し、「株式分置改革」の全面的な実施に踏み出した。同ガイドラインによれば、「株式分置改革」の目的は、資本市場を通して国有株を売却することではなく、非流通株に流通権を与えるための市場インフラを整備していくことであると主張した。8 月に本実施の第 1 陣として 40 社が改革実施を発表してから、2007 年 1 月末現在、改革を実施した上場企業数は対象企業の 97%を占める 1,374 社に達している(図表 33)。

図表 33 「株式分置改革」の実施状況(2007 年 1 月末現在)



(注) 2007 年 1 月現在、上場企業数のうち、「上交所」の 18 社(同所の時価総額の 2.2%)、
「深交所」の 22 社(同所の時価総額の 3.2%)が実施未定である。
(資料)「中国股權分置改革專網」より作成。

²⁰証監会、2005 年 4 月 29 日。

²¹具体的な改革案はまず非流通株主の間で合意し、A 株関連株主会議(非流通株主と A 株主の会議)でその改革案が認可されれば実行に踏み切る。

c. インプリケーション

前述のように、「株式分置改革」は「非流通株」と「流通株」との位置付けにおける格差を無くすことを目的とする改革である。その改革は、単なる資本市場を通して国有株を売却する(国有企業の民営化、Privatization)ことではなく、非流通株に流通権を与えるための市場インフラ整備を進めるものであり、「市場の安定的発展、ルールの公平統一、流通化案の協議による決定、流通株の株主による議決、部分的な段階的实施」といった原則に従って行われている²²。同改革が成功すれば、中国の株式市場を「流通株」と「非流通株」が並存する時代から、「売買条件なし株式」と「売買条件付け株式」²³が並存する時代へ移行したことを意味する。

「株式分置改革」は、市場経済に基づく株式市場を構築するだけでなく、株式市場に上場した企業が市場原理に基づいて行動することが期待される改革である。そのインプリケーションは、株式市場の①市場環境、②上場企業、③投資家から検討できる。

市場環境から見れば、①国有や民営を問わず、すべての上場企業は IPO による資金調達には公正・公平・公開(「3 公原則」)の下で行わなければならない段階に入っていること、②株式発行及び上場に関する情報は、すべての投資家に対して提供することが義務付けられ、情報の非対称性が大いに解消されること、③不正を防ぐ法律・法規の整備がさらに促進されること、などが考えられる。

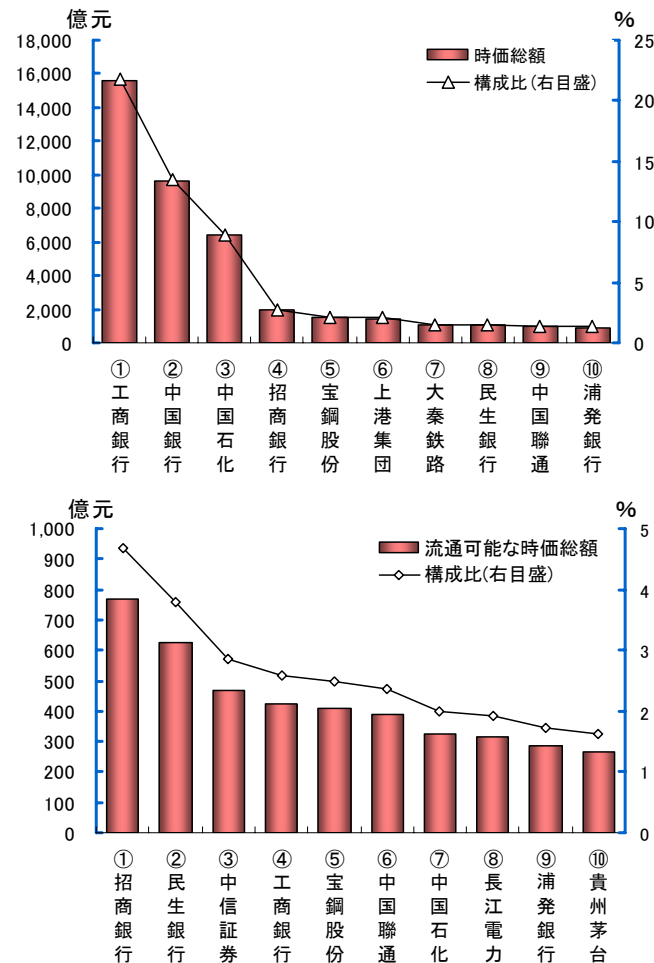
上場企業から見れば、①市場経済のルールに基づく経営活動ができる環境が整備されること、②株主総会・取締役会・監査役会を通じて株主の上場企業に対する監督機能が強化されること、③上場企業は株主の利益に反する決議を下すことが難しくなったこと、④上場した国有企業を本来の株式会社形態の法人として行動させること、などが考えられる。

投資家から見れば、①個人投資家は差別のない株式市場において自らの投資判断で投資できること、②株価は上場企業の実績を反映して動くようになり、株式投資の参考指標としての価値が高くなること、などが考えられる。

²²この改革は、政府が特定の上場会社を指名して試行するのではなく、流通株を保有する株主が参加する臨時株主総会での決議(3 分の 2 以上の賛成が必要)を条件としている。また、流通が認められた時も、市場での売却は少なくとも 12 カ月を経ってから行うことを要求している(桑田 良望「中国の金融制度と銀行取引(2007 年版)みずほ総研、2007 年 7 月」)。

²³改革後の「非流通株」は売却制限期間が設けられているため、「売買条件付け株式」に変更された。「売買条件付け株式」も株主との協議により最終的に「売買条件なし株式」(流通株)になる。つまり、旧非流通株は売却禁止期間終了後の 3 年目(流通権獲得時点から見て 4 年目)以降は、基本的に売却が自由化されることになる(「中国証券市場ハンドブック 2006」野村資本市場研究所、2006 年 3 月)。

図表 34 「上交所」 トップ 10 上場企業 (2006 年末)



(資料)「上海金融發展報告 2007」上海人民出版社、2007 年 9 月。

(2) 上場企業の業績

a. 上場企業のランキング

2006 年度アニュアルレポートを発表した上場企業は、2007 年 6 月末現在、「上交所」では 851 社あり、その資産総額は合計で前年比 18%増の 22.4 兆元である(1 社当たり資産額は 264 億元相当)²⁴。2006 年末現在、トップ 50 上場企業(優良株(ブルーチップ))の時価総額は、同取引所全体の 73%を占めている。そのうち、①工商银行(時価総額 1.6 兆元、全体の 22%)、②中国銀行(同 9,656 億元、同 14%)、③中国石化(同 6,377 億元、同 9%)、④招商銀行(同 1,970 億元、同 3%)、⑤宝鋼股份(同 1,517 億元、同 2%)、が上位 5 企業である(図表 34(上))。もっとも、流通可能な株式の時価総額で見ると、①招商銀行(時価総額 770 億元、全体の 5%)、②民生銀行(同 624 億元、同 4%)、③中信証券(同 469 億元、同 3%)、④工商银行(同 424

²⁴「上海金融發展報告 2007」上海人民出版社、2007 年 9 月。

億元、同 3%)、⑤宝鋼股份(同 410 億元、同 2%)、が上位 5 企業となり、順位の入替えが見られた(図表 34(下))。現時点で、「株式分置改革」をほぼ終えたといっても、「全流通」(すべての株式が流通できる)になるまで、なお 2~3 年がかかると言われる。「旧非流通株」(売買条件付け株式)が存在している間は、「全時価総額」と「流通可能な時価総額」で株式市場の 2 つの顔を見比べる必要があろう²⁵。

b. 上場企業の業績

本節では、「資産総額(Total Asset)」、「負債率(Debt Ratio)」、「株主資本(Shareholder's Equity)」、「1 株当たり純資産(Net Asset Per Share)」、「1 株当たり利益(Earnings Per Share)」で上場企業の業績を考察してみよう。

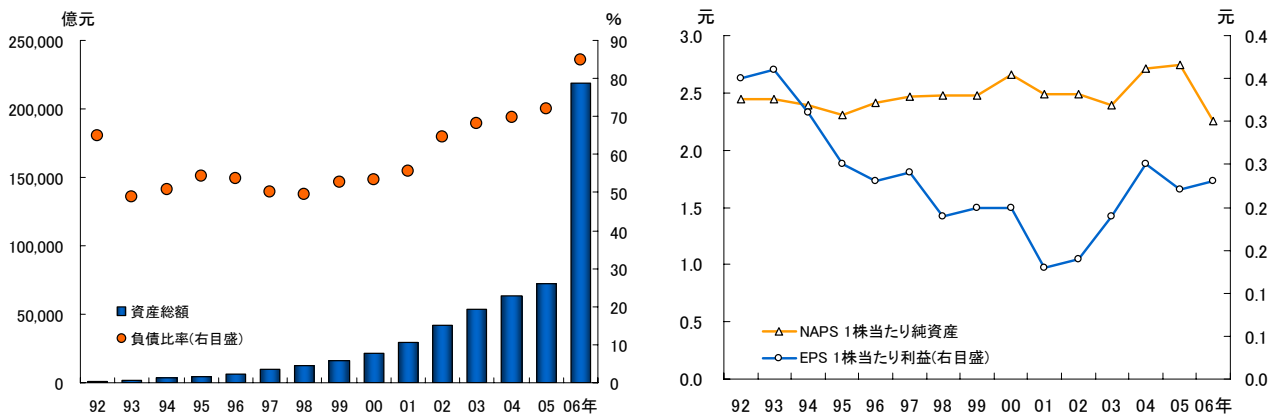
上場企業の資産総額は、1992 年の 481 億元から 2006 年には 22 兆元に約 457 倍となったが、その負債率(資産総額に占める債務の比率)は 65%から 85%へ、むしろ上昇している(図表 35(左))。資産総額から負債を引いた株主資本は 168 億元から 3.3 兆元へ約 199 倍となった。1 株当たり純資産は同期間に 2.3~2.7 元の間で推移しているが、1 株当たり利益は 1992 年の 0.35 元から 2001 年の 0.13 元を経て 2006 年には 0.23 元に持ち直し、上昇傾向にある(図表 35(右))。

地域別²⁶に見ると(図表 36)、上場企業資産総額は、2006 年末に東部地域が 18 兆 3,990 億元で全体の 91%を占めており、中部地域は 8,170 億元(同 4%)、西部地域は 6,398 億元(同 3%)、東北地域は 3,804 億元(同 2%)となり、東部地域のシェアが圧倒的に大きい。省(直轄市)を見ると、北京市は 15 兆 1972 億元で全体の 75%、上海市は 1 兆 6879 億元(同 8%)、山東省は 3,334 億元(同 2%)、広東省は 3,257 億元(同 2%)、江蘇省は 2,589 億元(同 1%)となり、それらの合計シェアは、全体の 88%を占めている(図表 36 (上))。一方、上場企業の株主資本は、合計で東部地域が 2 兆 3,832 億元、全体の 76%を占めているのに対し、中部地域は 3,440 億元(同 11%)、西部地域は 2,367 億元(同 8%)、東北地域は 1,564 億元(同 5%)となっている。省(直轄市、自治区)を見ると、北京市は 1 兆 3,782 億元で全体の 44%を占め、上海市は 4,434 億元(同 14%)、山東省は 1,402 億元(同 5%)、江蘇省は 1,053 億元(同 3%)、広東省は 1,029 億元(同 3%)となり、それらの合計は、全体の 69%を占めている(図表 36(下))。

²⁵時価総額でトップ 50 の上場企業の流通可能な時価総額は 2006 年に前年の 3 倍である 7,693 億元に達し、全上場企業の流通可能な時価総額の 47%を占めている。その割合は 2005 年より約 9 ポイント上昇した(「上海金融発展報告 2007」上海人民出版社、2007 年 9 月)。

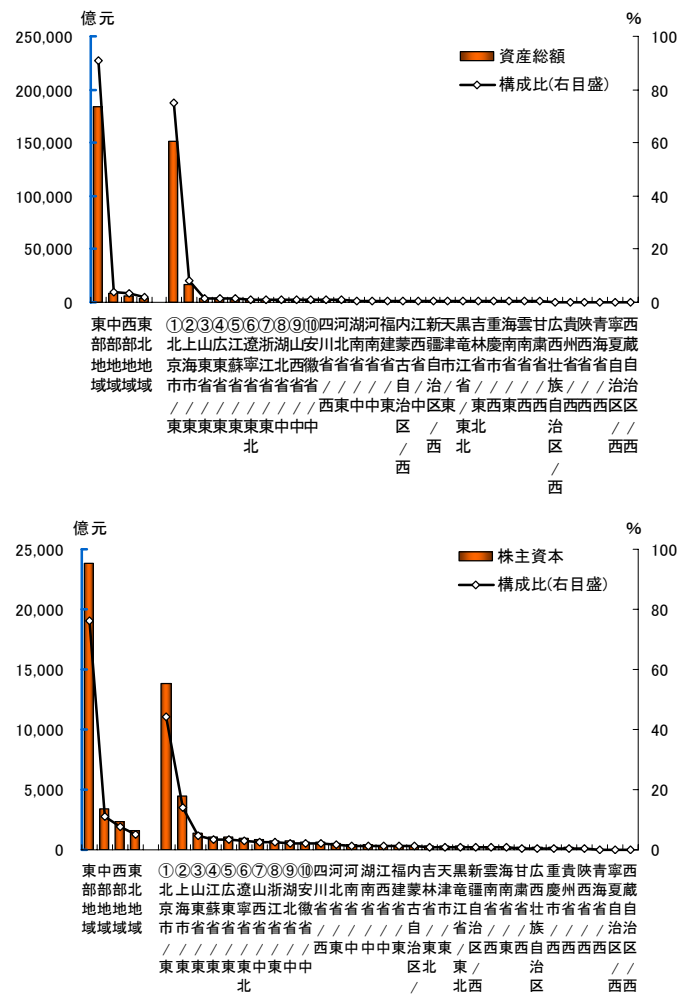
²⁶中央所属企業が対象外となっているため、各地域の合計は全体(22 兆元)よりやや小さい。

図表 35 上場企業の資産総額と負債率



(資料) 中国証券監督管理委員会「2007 中国証券期貨統計年鑑」学林出版社、2007 年 8 月より作成。

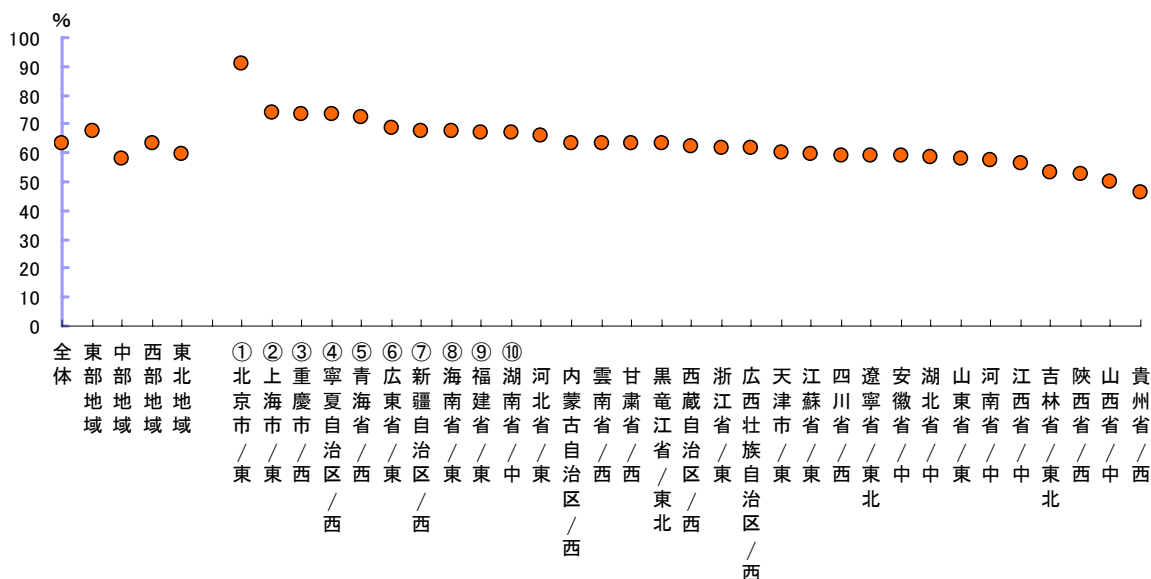
図表 36 地域別 上場企業の資産総額・株主資本(2006 年)



(注) 地域定義は脚注 4 を参照。

(資料)中国証券監督管理委員会「2007 中国証券期貨統計年鑑」学林出版社、2007 年 8 月より作成。

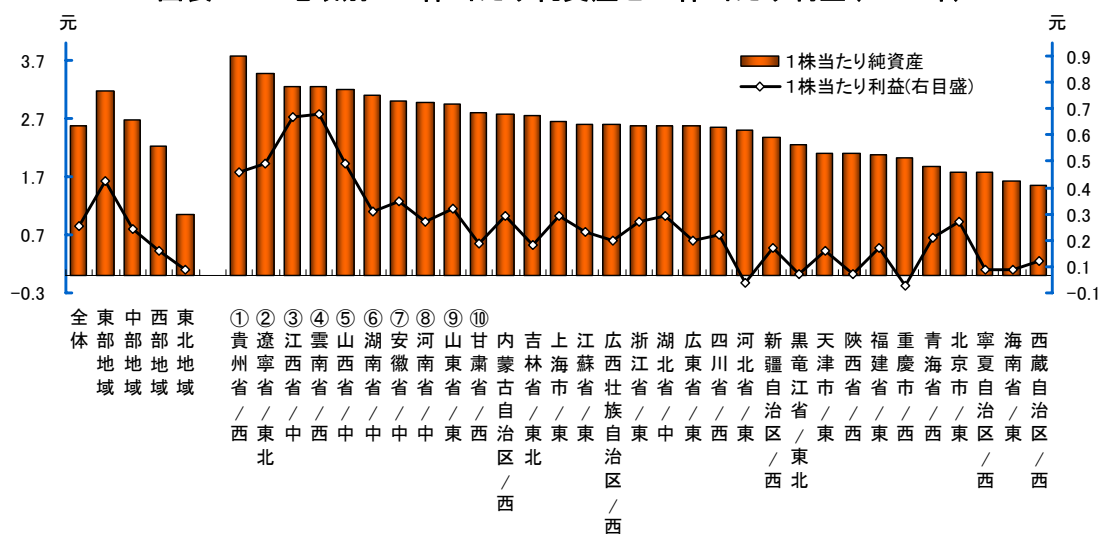
図表 37 地域別 上場企業の負債率(2006 年)



(注) 地域定義は脚注 4 を参照。

(資料) 中国証券監督管理委員会「2007 中国証券期貨統計年鑑」学林出版社、2007 年 8 月より作成。

図表 38 地域別 1 株当たり純資産と 1 株当たり利益(2006 年)



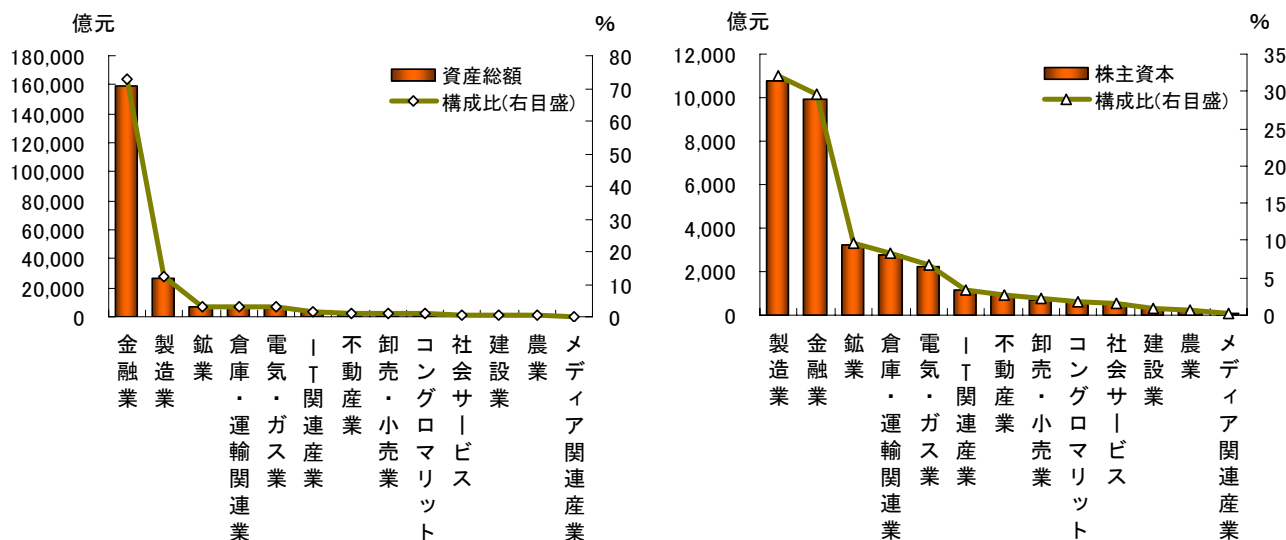
(注) 地域定義は脚注 4 を参照。

(資料) 中国証券監督管理委員会「2007 中国証券期貨統計年鑑」学林出版社、2007 年 8 月より作成。

地域別負債率を見ると(図表 37)、2006 年現在、中央政府傘下の企業(中国語では「央企」)を除く全体平均では 63%であるが、東部地域 67%、中部地域 58%、西部地域 63%、東部地域 60%となっており、東部のほうがやや高い。負債率の上位 5 省(直轄市)は、①北京市(91%)、②上海市(74%)、③重慶市(73%)、④寧夏自治区(73%)、⑤青海省(72%)、であり、北京や上海のほか、内陸部の省(自治区)も入っている。1 株当たり純資産や 1 株当たり

利益は、①貴州省(3.77 元、0.41 元)、②遼寧省(3.47 元、0.44 元)、③江西省(3.26 元、0.62 元)、④雲南省(3.24 元、0.63 元)、⑤山西省(3.19 元、0.44 元)、が上位 5 省となり、全体平均(2.3 元、0.2 元)を上回る水準にある(図表 38)。

図表 39 業種別 上場企業の資産総額・株主資本(2006 年)



(資料) 中国証券監督管理委員会「2007 中国証券期貨統計年鑑」学林出版社、2007 年 8 月より作成。

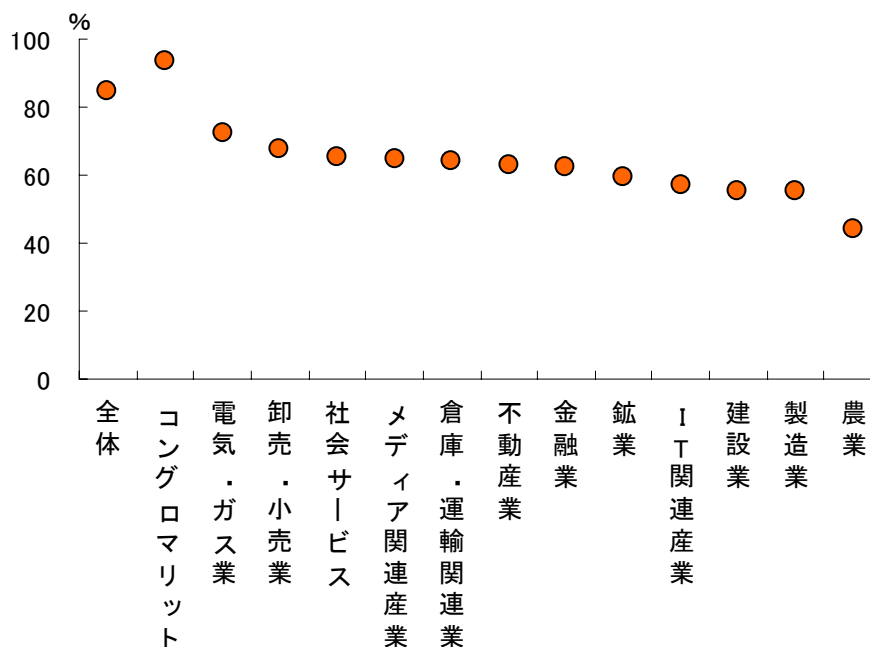
上場企業の資産総額を業種別に見ると(図表 39)、2006 年末現在、金融業は全体の 73%を占める 15 兆 9,392 億元となり、製造業(2 兆 6,543 億元、同 12%)を凌ぐ規模である。金融業や製造業に次いで、鉱業(7,192 億元、同 3%)、倉庫・運輸関連業(6,352 億元、同 3%)、電気・ガス業(6,225 億元、同 3%)となっている(図表 39(左))。一方、業種別株主資本を見ると、製造業は 1 兆 757 億元で全体の 32%を占めている。金融業は製造業に次ぐ 9,895 億元となり、鉱業(3,231 億元、同 10%)、倉庫・運輸関連業(2,739 億元、同 8%)、電気・ガス業(2,233 億元、同 7%)、も比較的に高い(図表 39(右))。資産総額や株主資本から見ても、製造業・金融業に集約している姿が見て取れる。

業種別負債率を見ると(図表 40)、2006 年現在、全体平均では 85%であるが、コンピュータ・サービス(94%)や電気・ガス業(73%)は比較的に高い水準にある。一方、負債率が最も低い農業は 44%であり、その他の業種は 50~60%台に止まっている。1 株当たり純資産や 1 株当たり利益が比較的に高い業種としては、①電気・ガス業(3.2 元、0.3 元)、②メディア関連業(3.2 元、0.1 元)、③鉱業(3.1 元、0.6 元)、④不動産業(3.1 元、0.3 元)、⑤建設業(3.0 元、0.2 元)、が挙げられる(図表 41)。

「上交所」の上場企業の純利益は、2006 年に合計で 3,201 億元に達したが、そのうち、金融業は前年比 48%増の 1,318 億元、鉱業は同 23%増の 585 億元、金属・非金属業は同 27%増の 476 億元、倉庫・運輸関連業は同 15%増の 227 億元、電気・ガス・水道業は同 18%増

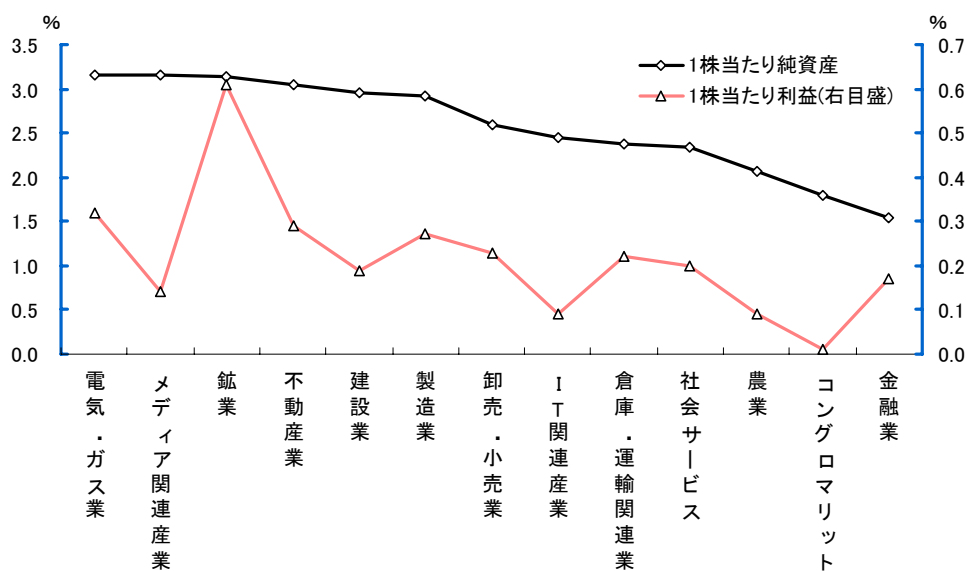
の 199 億元であり、上位 5 業種となっている。一方、IT 関連産業、卸売・小売業、食品・飲料業は、純利益が小さいものの、伸び率は比較的に高い(図表 42)。

図表 40 業種別 上場企業の負債率(2006 年)



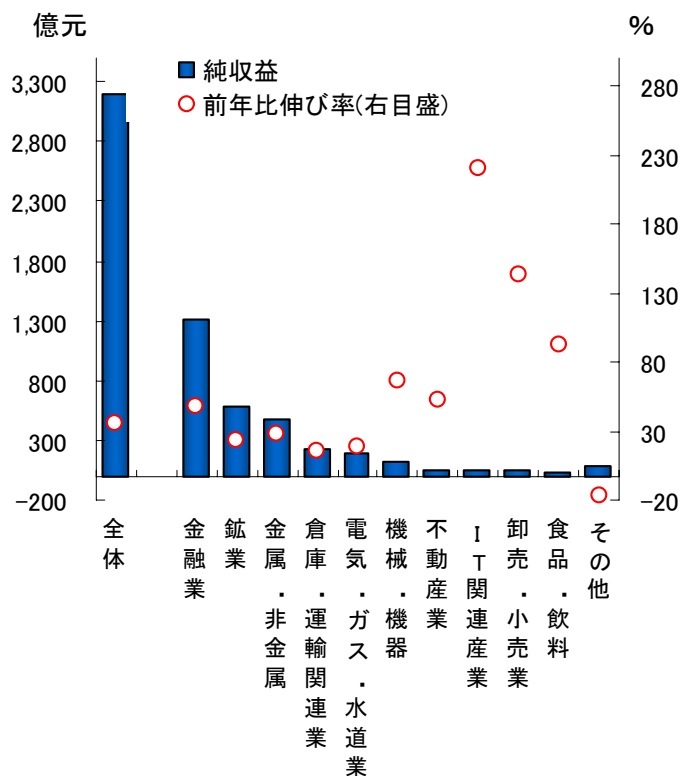
(資料) 中国证券监督管理委员会「2007 中国证券期货统计年鉴」学林出版社、2007 年 8 月より作成。

図表 41 業種別 1 株当たり純資産と 1 株当たり利益(2006 年)



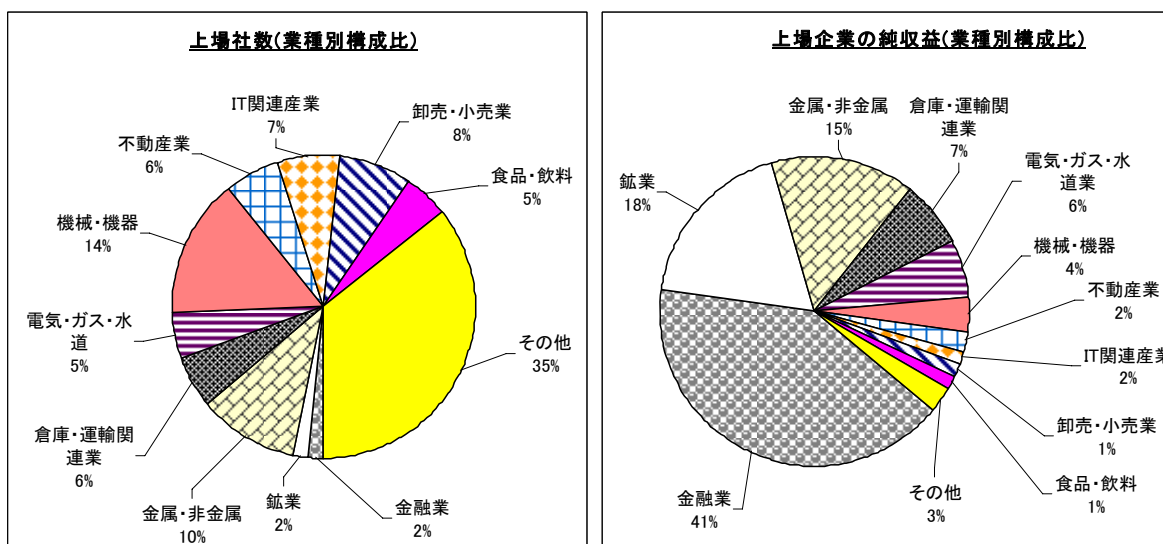
(資料) 中国证券监督管理委员会「2007 中国证券期货统计年鉴」学林出版社、2007 年 8 月より作成。

図表 42 業種別 上場企業の純利益と年伸び率(「上交所」、2006 年)



(資料)「上海金融発展報告 2007」上海人民出版社、2007 年 9 月より作成。

図表 43 上場企業数と純利益の業種別構成比(「上交所」、2006 年)

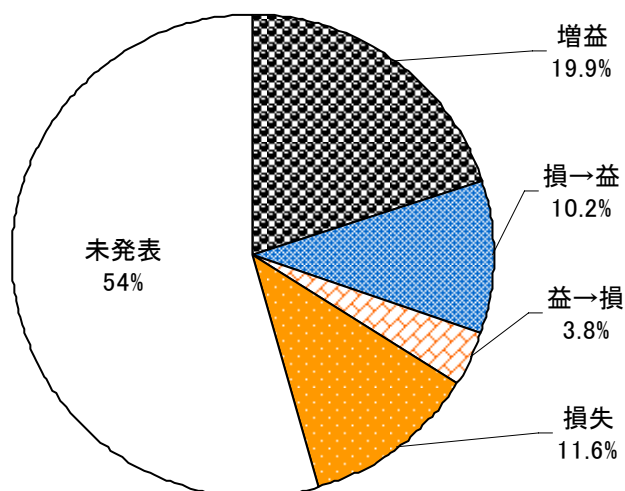


(注)上場企業数は 849 社で、そのうち、金融業は 14 社である(図表 4 の数字と異なっている)。

(資料)「上海金融発展報告 2007」上海人民出版社、2007 年 9 月より作成。

「上交所」では、金融業は上場企業数の2%²⁷しかないが、その純利益は全体の41%を占めている。上場企業数の割合が低いものの、純収益に占める割合が高い業種としては、鉱業、金属・非金属業、倉庫・運輸関連業があり、その逆になっている業種は、不動産業、IT関連産業、卸売・小売業がある(図表43)。

図表 44 上場企業が見込んだ業績(「上交所」、2006 年末)



(資料)「上海金融発展報告 2007」上海人民出版社、2007 年 9 月。

上場企業の業績は「中国株」の行方を見極める最も重要なファクターである。上場企業が発表した 2006 年のアニュアルレポートによれば、次期が黒字であると予測した企業数は、全体の約 3 割を占めており(図表 44)、2007 年の株価の強気を支える好材料となっている。一方、見通し発表を控えている企業数も全体の 54%を占めていることから、先行きの不透明感が残されている。

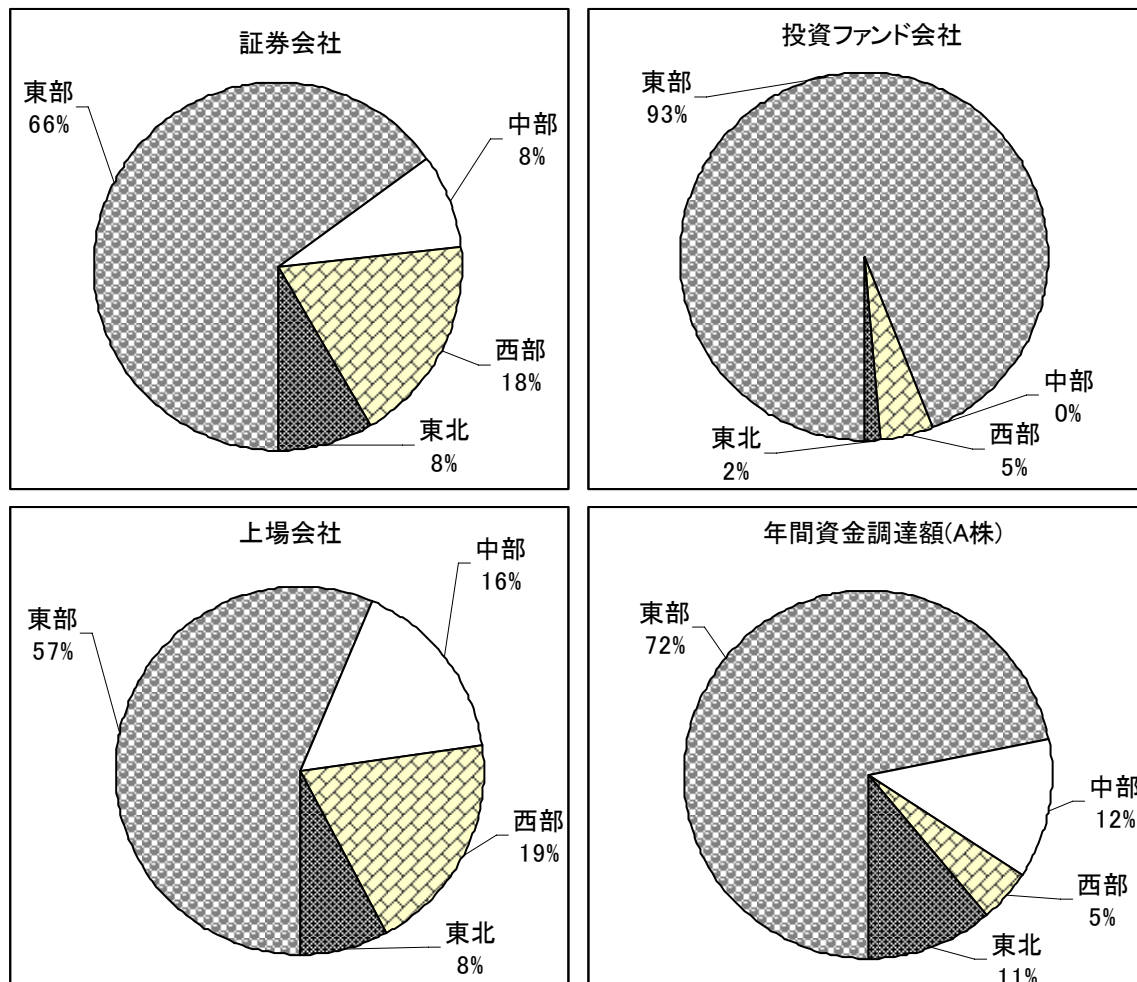
4. 株式投資における地域格差

証券会社や投資ファンド会社が提供する金融サービスにも地域格差が見られた。証券会社数は(図表 45(上左))、東部地域が全体の 66%、中部地域が同 8%、西部地域が同 18%、東北地域が同 8%となり、投資ファンド会社も、東部地域が全体の 93%、中部地域同 0%、西部地域同 5%、東北地域同 2%となった(図表 45(上右))。金融サービスの地域分布の不均衡は、東部中心の株式投資が生じた原因の 1 つである。一方、株式市場を通じて資金を調達する上場企業は、東部地域 57%、中部地域 16%、西部地域 19%、東北地域 8%となっており(図表 45(下左))、A 株発行による資金調達額は、東部地域 72%、中部地域 12%、西部

²⁷データのソースが違うため、図表 4 の割合と異なっている(図表 44(注)を参照)。

地域 5%、東北地域 11%となっている(図表 45(下右))。

図表 45 株式投資関連の地域格差(2006 年末)



(注)1. 地域定義は脚注 4 を参照。

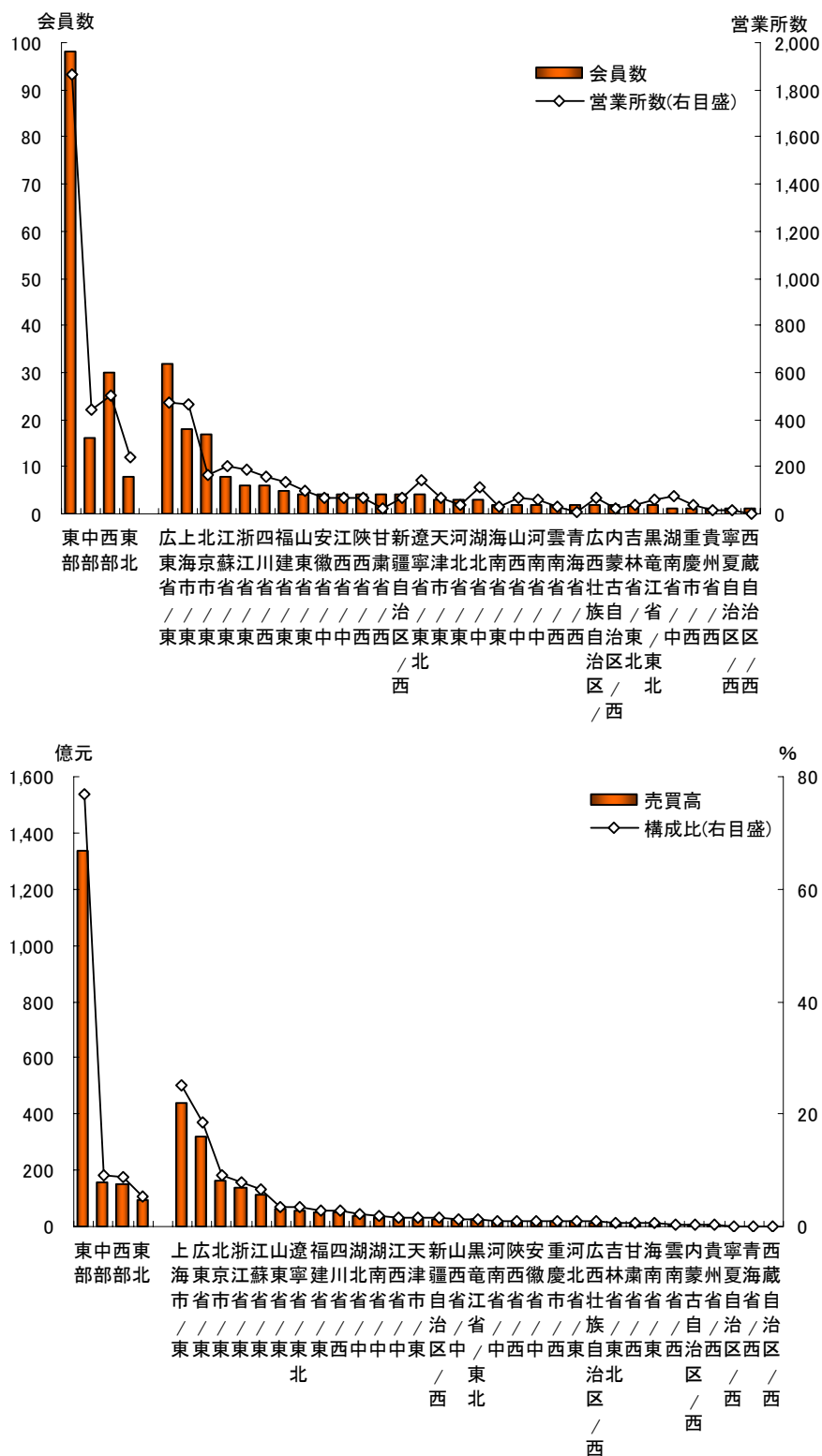
2. 上場会社は当該地域に登録した企業を指す。

3. 年間資金調達額は A 株発行によって調達された金額である。

(資料)「2006 年中国区域金融運行報告」中国金融出版社、2007 年 8 月より作成。

「上交所」の会員数や会員である証券会社などの営業店舗数の地域分布を見ると、東部地域は会員数の 64%、営業店舗数の 61%を占めており、他の地域と比べ、圧倒的に高いシェアが示されている(図表 46(上))。省別に見ると、①広東省、②上海市、③北京市、が高いシェアを占めている。地域別売買高からも同特徴が見られた(図表 46(下))。もっとも、非金融部門の資金調達に占める株式の割合は(図表 47)、東部地域 5%、中部地域 7%、西部地域 2%、東北地域 1%であり、先進国を大幅に下回る水準にある。

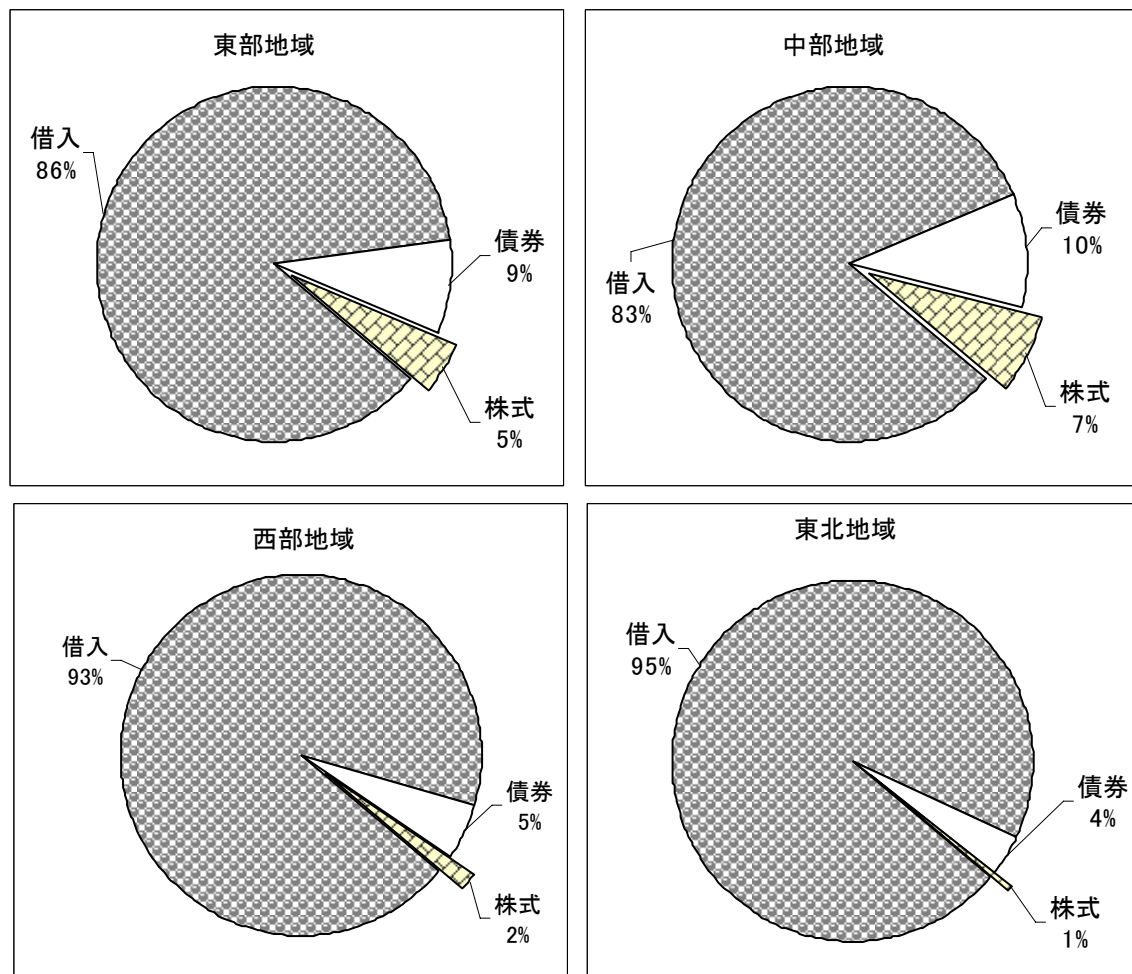
図表 46 会員数・営業所・売買高における地域格差（「上交所」、2006 年末）



(注) 地域定義は脚注 4 を参照。

(資料)「上海金融發展報告 2007」上海人民出版社、2007 年 9 月より作成。

図表 47 非金融部門の資金調達における地域格差 (2006 年末)



(注) 1. 地域定義は脚注 4 を参照。

2. 借入は商業銀行を含む全金融機関からのものである。

(資料) 「2006 年中国区域金融運行報告」、中国金融出版社、2007 年 8 月より作成。

5. 終わりに

中国の株式市場は不透明で分かりにくいと言われている。しかし、中国证券监督管理委员会(「証监会」)や証券取引所などが発表したデータから、その全体像を捉えることは可能である。本稿は、中国の株式市場を市場(A・B株)別、地域(東部・中部・西部・東北地域)別、業種別に解明することを試みた。

中国は、株式取引口座数の99%は個人投資家名義であり、「全民炒股」(全国民が株式を売買している)の時代に入っているとも伝えられている。しかし、取引口座数の約6割が東部地域の投資家によるものであり、特に、長江デルタ地域や珠江デルタ地域を中心とする特徴があることから、個人による株式投資は、まだ中・西部地域に普及していない。

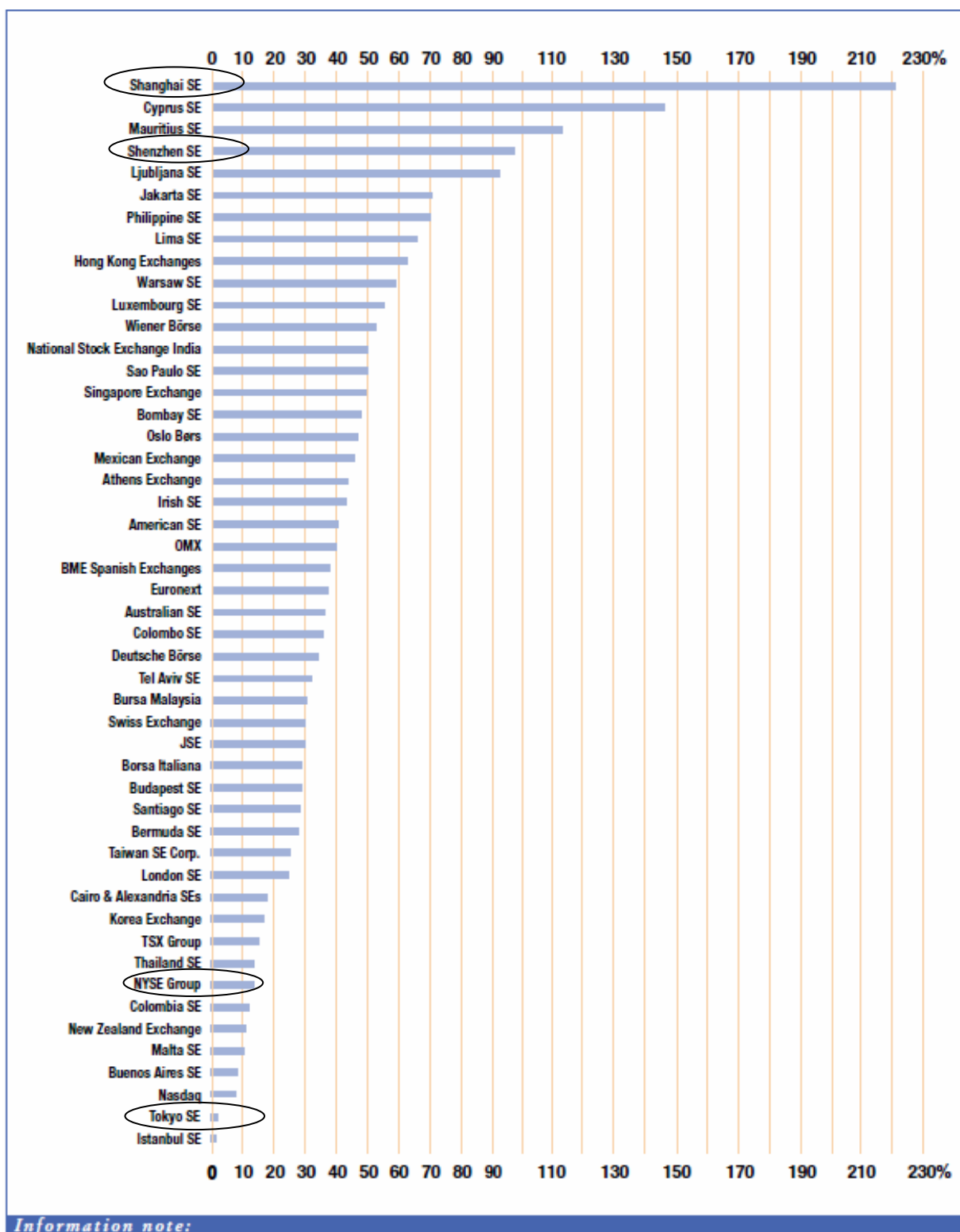
非金融部門の資金調達に占める株式の割合は2006年末現在、地域別に見ても1~7%程度であり、株式市場の実体経済への影響はそれほど大きくない。もっとも、株式投資がブームになっている東部は中国経済をけん引する地域であり、非理性的な株式投資は好ましくない。「株価下落→個人資産の目減り→個人消費の冷え込み→経済成長の鈍化」といったシナリオを回避するためには、株価の歪みを生じさせるような投機的な行動を是正する政策が求められよう。

以上

【参考資料】

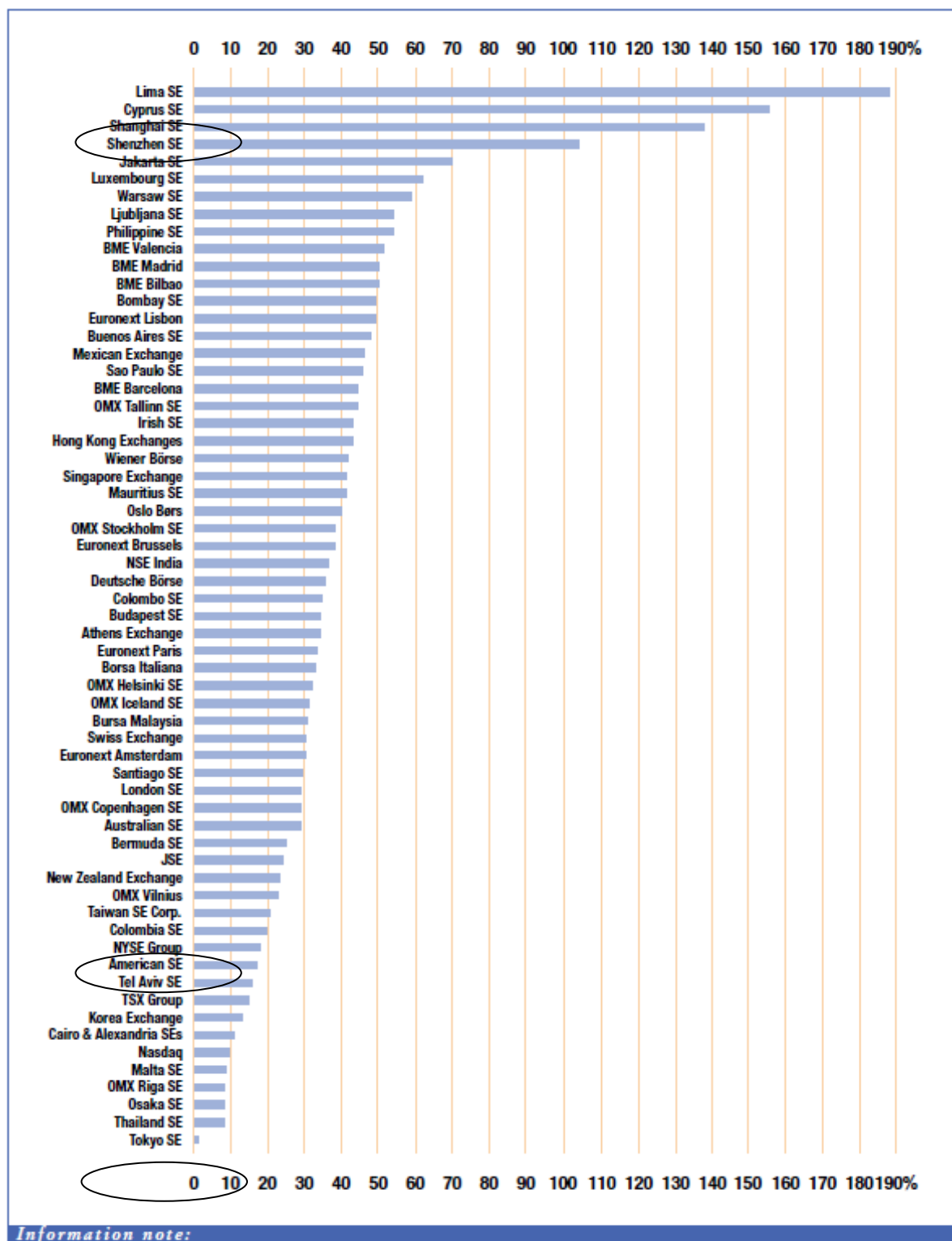
1. 呉明「上海金融発展報告 2007」上海人民出版社、2007年9月。
2. 中国人民銀行貨幣政策分析小組「2006年中国区域金融運行報告」中国金融出版社、2007年8月。
3. 中国证券监督管理委员会「2007 中国证券期貨統計年鑑」学林出版社、2007年8月。
4. 呉敬璉「現代中国の経済改革」NTT出版株式会社、2007年3月30日。
5. 「中国证券市場ハンドブック 2006」野村資本市場研究所、2006年3月。
6. 桑田 良望「中国の金融制度と銀行取引(2007年版)」みずほ総研、2007年7月。
7. “Annual Report and statistics 2006” World Federation of Exchanges, Jan., 2007.

「付録 1」時価総額年伸び率の世界ランキング(2006 年)



(注) ドル建て時価総額(MC)の増加率 = $(MC_{2006 \text{ 年末}} - MC_{2005 \text{ 年末}}) / MC_{2006 \text{ 年末}} \times 100\%$
(資料)“Annual Report and Statistics 2006”World Federation of Exchanges, Jan., 2007.

「付録 2」株価指数年伸び率の世界ランキング(2006 年)



(注) 株価指数(ドル建て)の増加率 = $(\text{Index}_{2006 \text{ 年末}} - \text{Index}_{2005 \text{ 年末}}) / \text{Index}_{2005 \text{ 年末}} \times 100\%$

(資料) “Annual Report and Statistics 2006” World Federation of Exchanges, Jan., 2007.

「付録 3」主要証券取引所の株価収益率 (PER) (2006 年)

Exchange	Price Earning Ratio		Gross Dividend Yield		Inflation Rate		Total Return	
	2006	2005	2006 %	2005 %	2006 %	2005 %	2006 %	2005 %
AMERICAS								
American SE	45.4	14.7	1.7	1.4	2.5	3.4	18.6	24.0
Bermuda SE	10.3	12.6	3.7	4.1	3.4	3.1	28.8	25.2
Buenos Aires SE	16.7	10.3	2.5	3.5	9.8	12.3	49.9	21.5
Colombia SE	21.4	26.2	2.2	2.2 R	4.5	4.9	19.5	NA
Lima SE	NA	NA	3.6	4.6	1.1	1.5	168.3	29.4
Mexican Exchange	17.7	17.3	1.7	1.9	4.1	3.3	50.3	39.7
Nasdaq	NA	NA	NA	NA	2.5	3.4	NA	NA
NYSE Group	NA	NA	NA	NA	2.5	3.4	NA	NA
Santiago SE	20.7	19.8	NA	3.8	2.6	3.7	NA	6.5
Sao Paulo SE	9.0	10.5	2.9	3.5	3.8	1.2	32.9	27.7
TSX Group	15.8	19.9	2.4	2.0	1.6	2.3	16.9	23.9
ASIA - PACIFIC								
Australian SE	NA	17.0	NA	3.7	NA	2.8	NA	19.9
Bombay SE	19.2	16.2	1.3	1.6	5.5	4.5 R	48.0	43.9
Bursa Malaysia	24.2	15.2	3.2	4.1	3.1	3.5 R	25.0	3.3
Colombo SE	14.0	12.4	2.2	2.7	13.7	11.6	43.8	30.3
Hong Kong Exchanges	17.4	15.6	2.2	2.9	2.3	1.8	45.4	11.1
Jakarta SE	14.7	12.5	NA	NA	6.6	17.1	NA	NA
Korea Exchange	11.4	11.0	1.7	1.7	2.2	2.8 R	5.7	55.7
National Stock Exchange India	21.3	17.2	1.2	1.6	4.9	5.6	35.2	37.9
New Zealand Exchange	27.0	15.5	NA	7.0	2.6	3.2	18.7	9.0
Osaka SE	29.2	37.7	NA	NA	0.3	-0.1 R	NA	NA
Philippine SE	14.6	14.8	2.1	1.5	6.2	7.6	44.4	16.5
Shanghai SE	33.3	16.3	0.8	2.6	1.5	1.8	131.2	-5.7
Shenzhen SE	32.7	16.4	1.1	2.2	1.5	1.8	98.6	-9.5
Singapore Exchange	19.4	15.4	3.5	3.2	1.0	0.5	33.8	16.3
Taiwan SE Corp.	19.0	17.6	4.2	5.4	0.6	2.3	19.5	6.7
Thailand SE	8.1	9.4	4.2	3.4	3.5	5.8	-0.5	10.2
Tokyo SE	32.8	50.4	1.1	0.8 R	0.3	-0.1 R	3.0	44.3
EUROPE - AFRICA - MIDDLE EAST								
Athens Exchange	30.5	29.4	2.4	3.6	3.2	3.0 R	22.3	35.1
BME Spanish Exchanges	15.0	16.1	3.0	2.9	2.7	3.7	37.5	23.5
Borsa Italiana	17.0	17.9 R	3.3	3.3 R	2.1	2.0 R	22.3	17.2
Budapest SE	9.3	12.4	1.6	2.5	3.9	3.6	19.5	41.0
Cairo & Alexandria SEs	21.0	22.0	4.2	3.8	12.4	3.1	14.5	150.1
Cyprus SE	NA	NA	NA	NA	2.5 E	2.6 E	NA	NA
Deutsche Börse	NA	NA	NA	NA	1.4	2.1	NA	NA
Euronext Amsterdam	12.2	13.3	3.7	5.0	1.7	2.0	20.1	30.3
Euronext Brussels	14.6	16.0	2.7	3.0	2.1	2.8	26.2	28.1
Euronext Lisbon	23.0	19.3	4.2	3.9	2.5	2.5	33.3	17.2
Euronext Paris	15.4	15.1	3.2	3.1	1.7	1.8	22.6	28.4
Irish SE	16.3	16.0	2.0	2.2	4.9	2.5	29.8	21.0
Istanbul SE	14.9	19.4	2.1	1.7	9.7	7.7	0.4	61.0
JSE	16.8	15.1	2.2	2.5	5.0	4.0	39.9	45.5
Ljubljana SE	23.5	18.7	1.4	1.6	2.8	2.3	39.3	-4.0
London SE	13.4	14.0	3.1	3.1	4.4	2.2	16.3	21.2
Luxembourg SE	26.7	24.6	1.2	1.4	2.3	1.0	46.2	29.3
Malta SE	NA	NA	NA	NA	2.8	3.0	NA	NA
Mauritius SE	12.0	8.0	3.7	4.6	8.9	4.9 R	53.5	17.7
OMX Copenhagen SE	NA	NA	NA	NA	1.9	1.2	NA	NA
OMX Helsinki SE	NA	NA	3.0	4.1	1.6	0.9	20.9	35.2
OMX Iceland SE	NA	NA	NA	NA	4.1	7.0	NA	NA
OMX Riga SE	35.9	38.9	1.3	1.1	6.8	7.0	NA	NA
OMX Stockholm SE	15.4	17.5	2.5	2.6	1.4	0.5	26.1	35.2
OMX Tallinn SE	NA	17.5	NA	3.1	4.4	4.1	NA	NA
OMX Vilnius	19.9	13.0 R	NA	NA	4.5	3.0	9.8	NA
Oslo Børs	NA	NA	2.7	3.5	2.2	1.8	31.1	37.7
Swiss Exchange	NA	NA	NA	NA	1.1	1.2	20.7	35.6
Tehran SE	5.7	5.8	8.3	11.1	15.0	14.6 R	6.5	-13.2
Tel Aviv SE	17.2	15.9	NA	3.4	-0.1	2.4	5.8	32.8
Warsaw SE	17.7	14.3	2.9	2.8	1.4	0.7	41.6	33.7
Wiener Börse	16.7	17.0	1.8	1.9	1.5	2.1	28.4	44.6

NA: Not Available E: Estimate R: Revised

Information note:

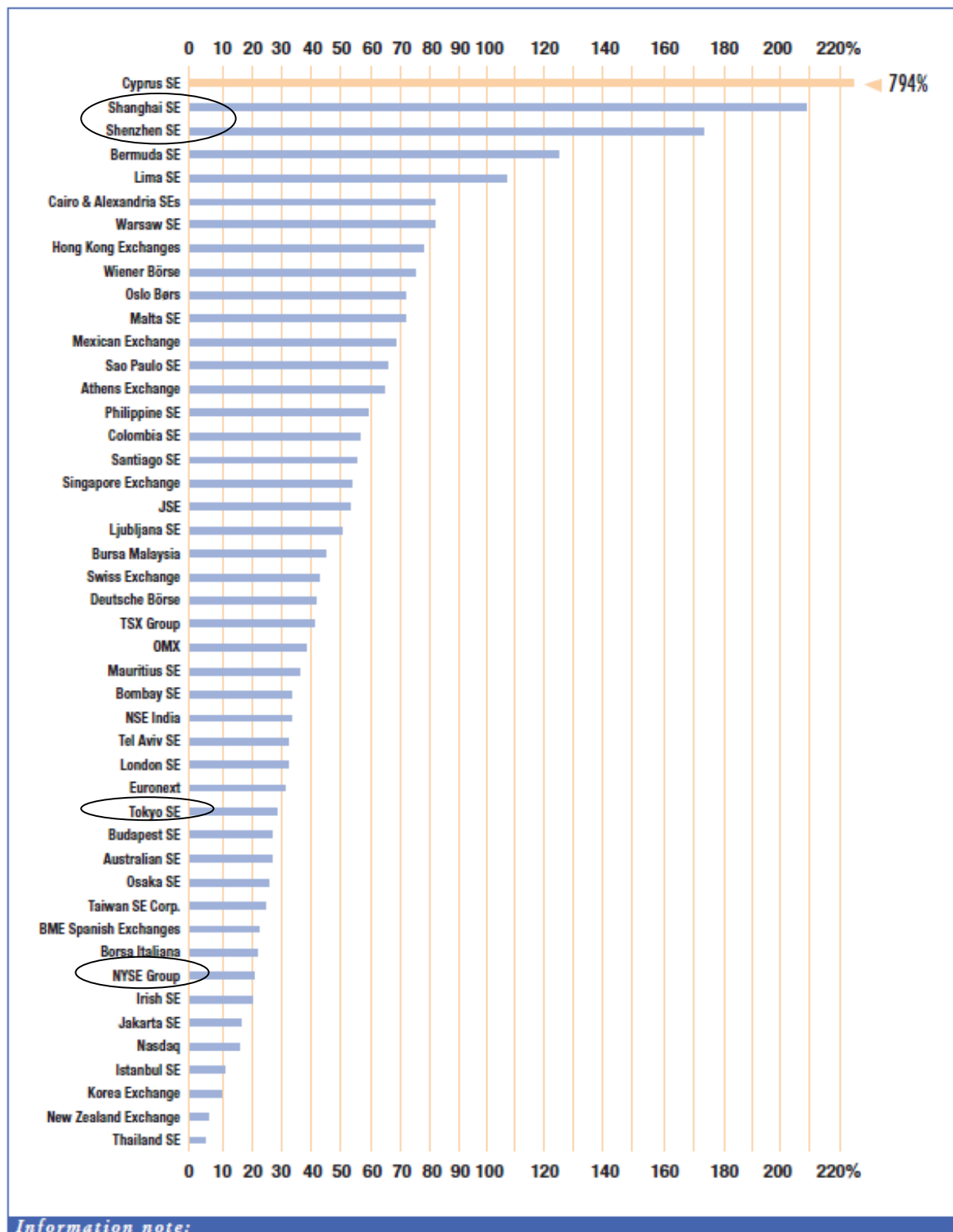
Total Return = stock index performance + gross dividend yield. For SE with stock return indexes, total return = stock index performance.
BOMBAY SE: PER and gross dividend yield based on SENSEX.
CAIRO AND ALEXANDRIA SEs: PER and dividend yield of the 50 most active companies



PHILIPPINE SE: computed using PSE Composite index stocks only.
SAO PAULO SE: for 2005, market value of 298 companies at Dec. 2005 divided by their net profit obtained in the period 1 Jan. 2004 to 30 Dec. 2005. For 2006, market value of 304 companies at Sep. 2006 divided by their net profit obtained during the period 1 Oct. 2005 to 30 Sep. 2006.

(資料)“Annual Report and Statistics 2006”World Federation of Exchanges, Jan., 2007.

「付録 4」株式売買高年伸び率の世界ランキング(2006 年)



Information note:

American SE, Buenos Aires SE, Colombo SE, Luxembourg SE and Tehran SE did not registered increases in USD terms.

(注) ドル建て年間売買高(VST)の増加率 = $(VST_{2006年} - VST_{2005年}) / VST_{2006年} \times 100\%$

(資料) “Annual Report and Statistics 2006” World Federation of Exchanges, Jan., 2007.