

# 中国株式市場の急騰・暴落の背景と 政府主導の株価対策の評価



大和総研 主席研究員

齋藤 尚登

中国の代表的株価指数である上海総合株価指数は2015年6月12日に5,166.35ポイント、年初来59.7%高（2013年末比144.2%高）の高値を付けた後、暴落した。8月26日は2,927.29ポイントで引け、高値からは43.3%もの調整となった。

本稿では昨今の中国株式市場の急騰と暴落の背景を整理し、政府主導の「なりふり構わない」株価対策について評価したい。

## ■ 1. 株価急騰の背景

上海総合株価指数は2015年6月12日に5,166.35ポイント、年初来59.7%高の高値を

付けた。2013年末比では実に144.2%の上昇であった。今回の急騰は、3つの段階に分けられる。まずは、2014年夏場以降であり、胡錦濤政権時代に中国共産党政治局常務委員（いわゆる当時のトップ9。現在政治局常務委員は7名で構成されるため、トップ7と呼ばれる）を務めた周永康氏が腐敗・汚職を理由に摘発された。これにより、習近平総書記の権力基盤が固められ、改革路線が強力に推進されるとの期待が高まった。いわゆる「改革プレミアム」である。

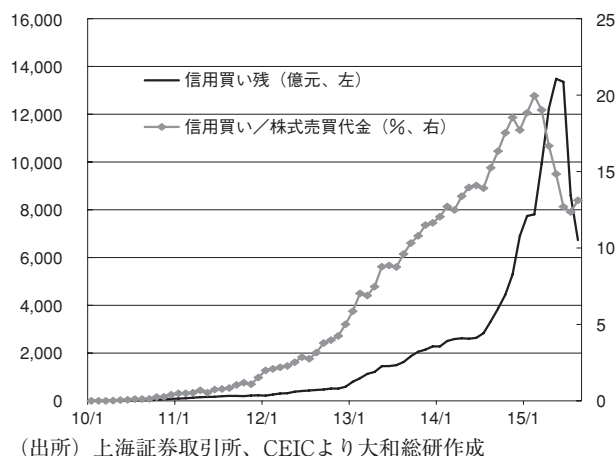
その後、2014年11月22日に、中国人民銀行（中央銀行）が2年4ヵ月ぶりの利下げに踏み切り、金融緩和が本格化した。景気のさらなる減速を示す経済指標が相次ぐなか、マーケットはそれを相殺する一段と強力な景気下支え策の発表を期待し、株価は上昇ピッチを速めていった。「金融相場」が続いたのである。

この間、新築住宅価格が2013年12月の前年同月比9.9%上昇をピークに調整。2014年9

### — 〈目 次〉 —

1. 株価急騰の背景
2. 株価暴落のきっかけは投機的投資の抑制
3. なりふり構わない株価対策の評価

(図表1) 上海市場の信用買い残(億元)と株式売買代金に占める信用買いの割合(%)



月には価格が下落に転じ、2015年3月、4月には同6.1%下落までマイナス幅を拡大させた。こうした状況下で不動産市場から株式市場への資金シフトが続いたこと、さらには金融緩和による金利低下で銀行が仲介する理財商品の魅力が相対的に低下したことも、株式市場への資金流入に拍車をかけた。

2015年4月以降の株価は「買うから上がる、上がるから買う」というバブル的な急騰をみせた。中国証券登記決済有限会社は4月12日に、A株取引口座について、投資家1人につき1口座という規制を大幅に緩和し、13日から20口座まで開設できると発表。さらに、中国共産党機関紙である人民日報は、4月21日付けで「4,000ポイントが強気相場のスタート」と題する論説を掲載するなど、株式投資・投機を煽ったこともある。

中国証券登記決済会社によると、2015年4月の上海・深圳市場の新規口座開設数(純増)

は1,310万口座(前月比2.7倍)、5月は1,199万口座、6月は1,292万口座に達し、僅か3ヵ月で日本の証券口座数2,280万口座の1.7倍に相当する3,801万の新規口座が開設された程であった。この背景には、証券口座に関する規制緩和により、既に証券口座を保有している人々が手数料等の安い証券会社で口座を開設する動きが活発化したことに加え、若年層を中心に新規の口座開設が大きく増加したことがある。

さらに、信用取引や「場外配资」(資金融通会社による投資家への資金提供)、そして「傘型信託」と呼ばれる信託商品が、投機的な株式投資を助長した。

2010年3月末に導入された信用取引は、口座開設時の保証金口座残高が50万元(約950万円)以上という高いハードルが設定され、レバレッジは最大で2倍である。また、信用買いがほとんどという特徴がある(2015年8

(図表 2) 中国 (上海・深圳) 株式市場におけるレバレッジについて

|           | 信用取引                                                    | 場外配資                                                 | 傘型信託                                         |
|-----------|---------------------------------------------------------|------------------------------------------------------|----------------------------------------------|
| 参加条件      | 取引実績 6 ヶ月以上、口座開設時の保証金口座残高が50万元以上                        | 2,000元以上                                             | 300万元以上                                      |
| 期限        | 6 ヶ月を超えない                                               | 2 日～6 ヶ月。うち 1 ヶ月～3 ヶ月が多い                             | 6 ヶ月～3 年                                     |
| 投資対象      | 上海・深圳市場の900銘柄に限定                                        | ST銘柄、*ST銘柄、新株は不可                                     | ST銘柄、投信商品、債券商品なども可                           |
| 融資利息 (年率) | 8.5%                                                    | 15%～25%                                              | 8.1%～8.2%                                    |
| 追証など      | 担保維持比率が130%を下回る場合、2 営業日以内に追証が求められる。追証後の担保維持比率は150%以上とする | 担保維持比率は110%～130%、1 営業日以内に追証が求められる。ロスカットラインは104%～108% | 担保維持比率は135%、1 営業日以内に追証が求められる。ロスカットラインは127.5% |
| レバレッジ     | 2 倍                                                     | 5 倍～10倍                                              | 2.5倍～3 倍                                     |
| 規模        | 2 兆729億元                                                | 5,000億元                                              | 8,000億元                                      |

(※ 1) 信用取引について、株価対策として①株価下落により保証金口座残高が50万元を下回った顧客も信用取引を継続して行うことができ、期限の延長も可能、②担保維持比率に関する規定そのものを廃止、といった措置が講じられた

(※ 2) 信用取引規模は最大時の2015年 5 月末

(※ 3) 担保維持比率とロスカットラインはレバレッジ比率により異なる

(出所) 上海証券取引所・深圳証券取引所資料、報道により大和総研作成

月末の信用残のうち買い残は99.7%、売り残は0.3%)。上海市場の信用買い残は2014年秋以降急増し、2014年 7 月末の2,835億元から2014年末は6,903億元、そして2015年 5 月末には 1 兆3,483億元まで急増した (直近 8 月末は6,731億元)。ちなみに、信用買い金額が株式売買代金に占める割合は2015年 2 月には20.0%に達していた (直近 8 月は13.1%)。

信用取引の条件を満たさない投資家、もしくはさらに高いレバレッジを追求したい一部投資家は「場外配資」を利用した。場外配資とは、配資会社と呼ばれる資金融通会社 (主にP2P、融資仲介業者など) を通して行う民間の信用取引であり、当局の監督管理が及ばないグレーゾーンである。配資会社は自社名義のメイン取引口座を証券会社に開設し、そのメイン取引口座に専門取引管理システム

を繋げ、多数のサブ取引口座を開設する。投資家は配資会社から資金を借りて、委託保証金の 5 倍～10倍のレバレッジをかけて、サブ取引口座を通じて株式売買を行う。このような配資会社は中国全土に 1 万社ほどあったとされる。中国証券業協会によると、恒生HOMS (注 1) (4,400億元)、銘創ソフト (360億元) および同花順 (60億元) などの専門取引管理システムを通じた場外配資は約5,000億元とされた。

一方、銀行には、利下げにより金利商品を中心とした理財商品の利回りが低下するなか、高い利回りを維持し、顧客離れを回避することを目的に、「傘型信託」を通じて株式に投資する商品を販売するニーズが高まった。傘型信託は、一つの投資信託を傘 (アンブレラ) に見立て、その傘の下で複数のファ

ンドを設定できる仕組みとなっており、銀行資金は直接株式に投資することが禁止されているため、傘型信託による迂回投資が行われた。傘型信託は、株式市場に元本の2.5倍～3倍の資金を投資しており、商業銀行は理財商品の一部を、信託プランを通じて株式市場に投資し、固定収益（金利）を受け取る。機関投資家や一部富裕層は投資収益から固定収益や手数料等を差し引いた残りの部分を受け取り、投資リスクを負う。株価上昇局面ではレバレッジのかかった投資収益を獲得できるため、この傘型信託は2014年後半以降急増し、その規模は8,000億元に達したとされている。

## ■ 2. 株価暴落のきっかけは投機的投資の抑制

株式市場が投機色を強めるに伴い、証券当局からはそれをリスク視する発言が相次いだ。4月16日に、中国証券監督管理委員会の肖鋼主席は「中長期的には強気相場と見るが、短期的には投資リスクに注意すべき」と発言し、株式市場に黄信号を点灯させた。翌4月17日に、中国証券監督管理委員会の張育軍主席助理が中国証券業協会主催の証券会社信用取引業務報告会で、「証券会社はいかなる形の場外配资や傘型信託にも関与してはならず、場外配资や傘型信託にデータ提供などのサービスを提供してはならない」とした。次いで、5月21日に中国証券監督管理委員会は証券会社に対して場外配资業務に関わってい

るか否か自己調査を行い、関わっている場合は早期に是正することを要求した。

6月13日に中国証券監督管理委員会は「証券会社における情報システムの外部接続への管理強化に関する通知」を出し、証券会社に対してインターネット接続を通じていかなる個人や機関に対しても、場外配资やそれに関わる証券取引サービスを提供してはならないとした。証券会社は配资会社の専門取引管理システムとの接続を停止（場外配资からの資金流入が縮小）し、これが株価暴落の直接のきっかけとなったのである。

場外配资では、融資元本と利息保全のため、委託保証金と損失額の比率が一定に達すると、自動的かつ強制的にロスカットが行われる。特に中小型株の場合、場外配资などのロスカットの影響が相対的に大きくなり、流動性への懸念からパニック的な売りが広がったこともあった。信用取引においても、委託保証金の追加差し入れ（追証）を迫られた投資家が株式の処分売りを行い、株価下落が加速した。

また、中国では売買代金の8割が個人投資家によって占められている。年金基金や投資信託、生命保険など機関投資家も発展途上にあり、海外投資家の投資割合は2%程度と極めて小さい。特に、今回の株価急騰局面で「にわか投資家」となった個人投資家の多くは投資経験が浅く、株式投資やリスクに関して、十分な知識を持たないまま、「政府がお墨付きを与えている」という理由で株式投資を始

めた人々も少なくない。そのため、株価上昇局面では「買うから上がる。上がるから買う」という過熱状況となる一方で、一旦下落が大きく下がると歯車が逆回転し、「売りが売りと呼ぶ」展開となりやすい。さらに、今回は既述の様々なレバレッジ投資がこれに拍車を掛けたのである。

### ■ 3. なりふり構わない株価対策の評価

上海総合株価指数は6月12日の5,166.35ポイントから8月26日には2,927.29ポイントへと43.3%の暴落となった。

もちろん、中国政府は株価暴落に手をこまねいていたわけではない。具体的には、①6月28日の利下げ実施、②株式需給悪化を防ぐための新規上場（IPO）の抑制、③証券会社21社が1,200億元を拠出し、国内主要銘柄で構成される上場投資信託（ETF）を買い支え（中国证券监督管理委员会はこの21社に対して株式を担保に2,600億元の信用枠を供与）、④政府系ファンドの中央匯金はETFを買い増しし、保険会社や各種ファンドは株式市場への投資を増額、国有企業は自社株買いを実施、⑤信用取引で追証（追加証拠金）を求めないなど株価下落圧力を軽減、⑥「悪意」のある空売りを禁止し、違反者に対して公安部が捜査を実施、⑦一時全上場会社の半分以上が株価急落回避を目的に取引を停止（8月末時点では全上場会社の1／6程度が取引停

止）、⑧保有比率5％以上の大株主等の株式売却を6ヵ月間停止、といった株価対策を矢継ぎ早に打ち出した。

ただし、上記②のIPOの暫定停止は株価低迷期の常套手段（注2）であるし、③の証券会社による株式（ブルーチップ）買い支えのための1,200億元は上海市場の1日の売買代金の1／5弱にすぎず、短期的な効果はともかく、持続性が期待できる金額ではない。

⑤の信用取引の制度変更の主な内容は、（1）信用取引参加者について、従来は信用取引口座の証券資産が50万元以上であることを求めていたが、株価下落により50万元を下回った顧客も信用取引を継続して行うことができる、（2）従来は担保維持比率（注3）が130%を下回る場合、2営業日以内に追証を求め、同比率を150%以上にするとしていたが、この規定そのものを廃止した、（3）信用取引の期限は最長で6ヵ月を超えないとしていたが、証券会社と顧客との合意に基づき延長も可能とした、などである。

⑥については、空売りに「悪意」と「善意」の区別があるのか理解に苦しむ。要は「株価下落につながることは許さない」ということなのであろう。

⑦は異常な事態であり、売ることも買うこともできないというのは、流動性の喪失を意味し、投資家の意向やマーケット機能を完全に無視したやり方であった。日本でも中国国内株を組み入れた投資信託の購入・解約停止が相次ぐなど、直接的な影響が出た。



(図表 3) 上海総合株価指数の推移 (単位: ポイント)



(出所) Bloombergより大和総研作成

⑧の大株主による株式売却の6ヵ月停止は、その間、投資の「出口」の一つを塞いでしまうことを意味し、日本企業の投資戦略にも大きな影響を与えている。

上記⑦については、もう少し解説が必要であろう。何故このような異常な事態が容認されるのか？

中国証券登記決済有限会社によると、2015年8月末時点で上海・深州市場の全上場会社2,800社の98%に相当する2,744社が、自社株を担保に銀行や証券会社から資金を調達している。2015年6月末時点でこの株式担保融資は6,000億元～8,000億元とされる。上場会社の担保比率（担保株式数÷A株発行済み株式数）が20%以上となっているのは666社（うち30%以上は347社、50%以上は57社）を数える。株価暴落に伴う追加担保の発生により、上場会社が保有する自社株を目一杯担保としている場合は、追加担保分を市場等で調達し

なければならず、資金繰りが悪化する。また、企業が追加担保を差し入れることができない場合は、資金の貸し手である銀行や証券会社は、企業に一部資金の返済を求める。それが難しければ、担保に供された株式を処分し貸出資金を回収することになり、上場会社の支配権が移動するなどの事態も想定される。こうした事態を避けるために、株価が比較的高いうちに取引を停止し、相場環境が良くなってから取引を再開したいとする上場会社が急増したのであろう。

このようななりふり構わない株価テコ入れ策もあり、上海総合株価指数は7月8日の3,507.19ポイントを底に、一時は4,100ポイント台に反発したが、長続きはしなかった。8月21日（金曜日）に財新・マークイットが発表した8月の製造業PMIは47.1（修正後は47.3）と6年5ヵ月ぶりの低水準になるなど、中国経済の先行きに対する不安感が台頭。同

日の上海総合株価指数は3,507.74ポイントと7月8日の安値と同水準まで急落した。マーケットでは、週末に預金準備率引き下げなどの政策が発表されるとの期待が大きく高まったが、これは肩透かしに終わり、株価は下げ足を速めていった。一部の投資家が抱いていた「お上が何とかしてくれる」との期待は、「株価対策が水泡に帰しただけでなく、これまでの景気下支え策さえも効かないのではないか」という株価対策への失望や政府の景気対策の効果への疑念に変わったのである。

中国人民銀行による追加金融緩和策が発表されたのは8月25日夜であった。具体的には、①8月26日より貸出基準金利と預金基準金利を引き下げ、1年物貸出基準金利は0.25%引き下げて4.6%<sup>(注4)</sup>に、1年物預金基準金利は同様に0.25%引き下げて1.75%とする。1年超の定期預金金利の上限を撤廃する(当座預金と1年以下の定期預金金利の上限は基準金利の1.5倍で変わらない)、②9月6日より金融機関の預金準備率を0.5%引き下げる(大手行の預金準備率は18.5%⇒18.0%へ引き下げ<sup>(注5)</sup>)。三農(農村、農業、農民)向けや小型零細企業向け貸出を一段と強化するために、農村商業銀行など農村金融機関の預金準備率を追加で0.5%(合計1.0%)引き下げる。消費拡大に資することを目的に、金融リース会社と自動車金融会社の預金準備率を追加で3.0%(合計3.5%)引き下げる、ことが発表された。もちろん、これが株価反発の特効薬になるとは思えない。

市場に直接的に関与する株価対策が短期的にはともかく持続的には効かないことは、過去の株価調整局面で既に経験済みである。上海総合株価指数は2007年10月16日の史上最高値6,092.06ポイントから2008年11月4日の1,706.70ポイントへ実に72.0%の暴落となった。

「一放就乱、一管就死」(ひとたび緩めれば混乱し、ひとたび管理を強化すれば駄目になってしまう)とは、中国経済のマクロコントロールの難しさを表す言い回しであるが、昨今の株式市場の急騰と暴落はそれを地でいってしまった。

今回の株価急騰・暴落で、少なくとも海外投資家は中国株式市場の特殊性と未成熟さ、それが故のリスクを再認識せざるを得ないであろう。中国政府は資産価格上昇をテコとした消費主導の景気回復を狙い株価を上げようとしたら相場が過熱し、それを抑制しようとしたら今度は株価が暴落、相場を下支えしようとしてもそれが効かなかった、という具合に、政策対応の稚拙さが露呈した。「政府がマーケットをコントロールすることはできない」ことに真摯に向き合い、それを政策の出発点とすることが、中国株式市場の構造改革や健全性向上の第一歩となるのではないか。

(注1) アリババの馬雲氏が大株主である杭州恒生電子の開発した金融システムで、95%の口座は場外配资口座と言われている。恒生HOMS、銘創ソフト、同花順はともに違法行為があったと認定され、業

---

務停止処分と巨額の罰金が科せられた。

(注2) 株価対策のため、直近では2012年9月～2013年12月までIPOは取り止められた。

(注3) 担保維持比率は、 $(現金 + 信用証券口座内の証券時価) \div (信用買い金額 + 信用売り時価 + 利息および費用) \times 100 (\%)$  で計算。

(注4) 中国人民銀行は2014年11月22日に2年4ヵ月ぶりの利下げ(0.4%)を実施した後、2015年3月1日、5月11日、6月28日、そして8月26日に追加利下げを実施した。一連の利下げにより、1年物貸出基準金利は利下げ前の6.0%から4.6%へ引き下げられた。

(注5) 大手行の預金準備率は2015年2月5日に2年9ヵ月ぶりに0.5%引き下げられた後、2015年4月20日に1.0%、9月6日に0.5%引き下げられた。大手行の預金準備率は一連の引き下げ前の20.0%から18.0%となった。

