

## 中国証券市場の実態と今後の発展方向

中国証券市場の規模は、先進国と肩を並べる水準に達している。しかし、証券決済制度の一極集中的構造、投資対象多様化が未発達な2点から、その実態は、日本・欧米と大きく異なっている。しかし、政策・機関投資家・個人投資家の変化を通じて、先進市場へ近づいていく流れは間違いのないだろう。

### 中国での証券取引のほとんどは「自己責任」

世界金融危機の中、中国経済は堅実に成長を続けている。達成できるか懸念されていた「経済成長率8%」も達成の見込みとなり、日本を抜いて世界第2位の経済大国の座に躍り出ることが確実な情勢である。

経済成長につれて、証券市場も成長を続けている。2009年10月末時点の中国株式時価総額は、上海・深センの両市場を合計して、約280兆円に達している（同時点の東証時価総額は301.9兆円）。また、証券取引口座数は、1億3731万口座を数えている。

これらの数字から、中国の証券市場は日本と同程度に発達していると思われるかもしれない。しかし、実態は異なっている。

下の写真を見ていただきたい。これは、一般的な証券会社営業店の様子である。株価ボードを何人かの個人客が眺めている。そして、右側の壁に向かって立っている人々は、営業店に設置されている取引端末を自分で操作

図表 営業店で株式取引を行う個人投資家



することにより、株式取引を行っている最中である。

日本の証券会社ではおなじみの、店頭での投資相談風景は、中国ではほとんどみられない。中国の個人投資家の株式取引は、大半が「自己責任」取引である。なお、中国では、取引件数の8割以上はインターネット経由であると言われている。もともと「自己責任」取引が大半のため、インターネット取引の普及も自然だといえよう<sup>1)</sup>。

### 一極集中的な中国証券決済制度

では、口座開設から取引に至る証券業務はどうなっているのだろうか。営業店に行って口座開設を申し込むと、その申込情報は中央証券決済・清算機関である「中国証券登記結算公司（CSD&C）」のデータベースに一元的に登録される。そして、すべての株式取引は、取引所（上海／深セン）にてマッチングされなければならない（市場集中義務）。取引結果は一括してCSD&Cのデータベース上に反映される。各証券会社も顧客の属性・残高・取引履歴情報をもっているが、それらはいわばレプリカであり、仮に情報に差異があれば、CSD&Cの情報を正として修正する。また、日本では、「A証券会社で取引しながら、オンライン専業B社も使う」というような「掛け持ち」が珍しくないが、中国では利用する証券会社を一社に定めなければならない<sup>2)</sup>。

このように、証券会社は中央機構（取引所とCSD&C）へのインタフェースの役割しか果たしておらず、全体の証券取引の仕組み（証券決済制度）がきわめて一極集中的なのが、中国証券市場の特徴といえよう。個人投資家の証券会社に対するリクエストは、取引所に確実につないでくれさえすればよいということである。

NOTE

- 1) 中国では、株式取引口座を開設するには、必ずどこかの証券会社営業店に赴かなければならないという規制がある。カウンターにて営業店名も写った本人写真を撮影・登録することで、口座開設事務が完了する。この規制のため、原理的に、オンライン専門証券会社という業態は存在しない。
- 2) 厳密に言うと、深セン上場銘柄の場合は、一社に定める必要はない。しかし、CSDSCデータベースをどの証券会社を通じて書き換えられる構造であり、証券会社が独自の顧客情報を持っているわけではない。
- 3) 証券会社の立場から言えば、利用証券会社が一社に限ら

れるので、口座を自社で開設してもらうことが業績を大きく左右する。そのため、「經紀人」と呼ばれる歩合制の口座開設勧誘外務員が営業店ごとに所属し、口座獲得を目指して活動している。

- 4) 国・企業により債券も発行されているが、流通市場は上場国債取引と参加者の限られたインタバンク債券取引のみである。グローバル取引については、2001年12月のWTO加盟時の国際協約により、中国証券市場の国際開放が徐々に推進されているが、外国資金による中国本土株式(A株)への投資と中国国内資金による外国証券への投資は、投資額上限認可制度による制限のため取

引量が限定的である。また、現物しか取引できず、市場の厚みが不十分である。信用取引のルール制定、対応業務・システムの準備は済んでいるものの、当局による最終的なサービス開始許可が下りていないため、開始されていない。

中国の証券会社は、顧客情報をもとに資産運用のアドバイスを言ったり、取引所に取り次がず自社内で注文マッチングを行ったりするといった、先進市場における証券会社の役割はほとんど担っていないのが実情である<sup>3)</sup>。

### 投資対象がまだまだ多様でない

投資対象の面でも、中国証券市場は日本と異なる。現在の中国での証券取引は、「株式」「国内」「現物」取引に大きく偏っているのが実情である<sup>4)</sup>。個人投資家の関心は、どの銘柄を買えば短期的に儲けられるかに集中しており、さまざまな資産クラスを組み合わせる中長期的に資産を運用する考え方は、あまり一般的ではない。

投資信託（中国では「基金」と呼ばれる）は約60社の運用会社により提供されているが、個別急成長銘柄を「独自の情報」に基づいて選定し短期的キャピタルゲインを狙うファンドがほとんどである。多様なニーズに合わせてファンドを選ぶというよりは、「どのファンドを買えば当たるか」といった心理のようである。

### 中国証券市場の今後の発展要因

今後、中国証券市場はどのような要因に基づき発展していくのだろうか。今後の発展要因として、①当局の政策推進 ②資本市場の年金化の進展 ③新しい個人投資家層の拡大 の3つが有力であると筆者は考えている。

まずは、当局（CSRC：中国証券業監督管理委員会）主導の資本市場整備である。当局は、世界の先進資本市場に追いつこうとする意識が強い。特に、投資対象の多様化については、国際取引の促進、先物その他デリバティ

ブの積極導入、債券市場の育成などについて問題意識が高く、研究を重ねている。ただし、これらの政策は、国民経済全体の整備と歩調を合わせていく必要があり、今後数年をかけて、徐々に進んでいくものと思われる。

次に、資本市場の年金化の進展が牽引力になるという見方ができる。中国は、一人っ子政策の影響もあり、日本以上のスピードで少子高齢化が進展している。そのため、国が国民の面倒をすべて見るという従来の社会保障体制から、自助努力的な年金制度の促進へと、政策が切り替わってきている。この流れの中で、年金資金を中長期に運用する機関投資家の台頭が期待されている。

もう一つの要因は、新しい個人投資家層の拡大である。現在は、証券会社などによる資産形成層向けサービスがほとんど存在していない。しかし、都市の中流給与所得者層が増えるにしたがって、中長期の資産形成を狙う証券貯蓄的行動を行う個人投資家層が拡大するとみている。このような層に対するサービスが拡大していくことで、証券会社などのあり方も変わってくると考えられる。

日本や欧米と比べて様相が大きく異なる中国証券市場だが、中国社会・経済の発展、世界の中での中国の位置づけ向上にともない証券市場も世界標準に近づく、という流れは間違いないだろう。中国証券業界のキーマンたちは、「世界のベストプラクティス」の吸収に貪欲であり、理想と現状の引き算から、最短の発展経路を選択しようと考えている。



### Writer's Profile



**南本 肇** Hajime Minamimoto  
 アジアシステム事業本部 新規事業開発室  
 上級コンサルタント  
 専門は中国・アジア証券市場  
 focus@nri.co.jp