

中国株式市場の発展と今後の課題

―現地調査報告―

佐賀 卓雄

はじめに

四月五日から一日まで、上海、深圳、および

香港の証券取引所と証券会社数社で聞取り調査を実施する機会に恵まれた。筆者は一八年前の一九九二年、丁度、深圳証券取引所で取引が開始されて約一年後に、香港から車で深圳に入ったことがある。舗装もしていない、両脇には雑草が生い茂る道を土煙りを舞い上げながらしばらく行くと、突然、数棟の高層ビルが目に入ってきた。取引所

が入っているビルは現在も変わっていないが、当時は、周辺の証券会社に人だかりができて、まるで「馬券売場」のような雰囲気であったことを鮮明に覚えている。

今回は、上海から深圳に入り、香港に抜ける旅程であったが、香港返還後でも、深圳から香港に抜ける「国境」でのパスポート・チェックは以前のままであった。深圳は約二〇年の間に大都会に成長し、到底、同じ街とは思えないほどの変貌を遂げていた。ただ、急激な都市化、人口の増加のために、社会的インフラが追い付かず、治安は極

めて悪いと散々、聞かされていたので、空港から
もほぼ確実にボラれると言われたタクシーを避
け、リムジン・バスを利用した。

今回訪問した上海と深圳はともかく人が多いと
いうのが第一印象であった。鄧小平の改革開放政
策以来、「経済特区」を中心に沿海部は急激に発
展し、最も一人当たり所得の高い上海が七万元を越
える一方では、最貧州の貴州省はその八・三分の
一の水準に過ぎない（二〇〇八年のデータ）。こ
の都市対農村、東部対西部の貧富の格差は鄧小平
の「先富論」（条件を備えている一部の地域が先
に発展し、利潤と税金を多く納めることによつ
て、それに続く貧困地区の発展を支持すること）
の帰結ではあるが、中国の社会経済システムの安
定性に対する最大の脅威になっている。

そのような陰の部分があるものの、上海、深圳
とも活気があり、証券会社の店頭は客でにぎわっ

ていた。

丁度、上海は万博の直前ということもあり、レ
ンター・カーなどは普段の数倍もとる「万博料
金」になっていた。また、上海は一千五百万人の
人口を擁する都市であるが、高さが世界最高の四
九二メートルの「ワールド・フィナンシャル・セ
ンター」の展望台から眼下を見下ろしても、ま
った緑はほとんどなく、地上から高層ビルを見
上げて上の方へもやって見えないような状態
である。大気汚染が極めて深刻であることが実感
として分かる。

それはともかく、今回の調査目的は二つあつ
た。一つは、昨年、上海が「国際金融センター構
想」を打ち上げたこともあり、香港金融市場の将
来、また両者のすみ分けについて、両取引所はど
のようにみているかについてである。また、深圳
取引所の位置づけについても問題になる。もう一

つは、証券市場の成長とともに、個人の株式取引も活発になっているが、その実態について知ることである。

以下では、証券取引所の動向および証券会社のリテール・ビジネスの実情について報告したい。

一、中国金融市場の發展

—概観—

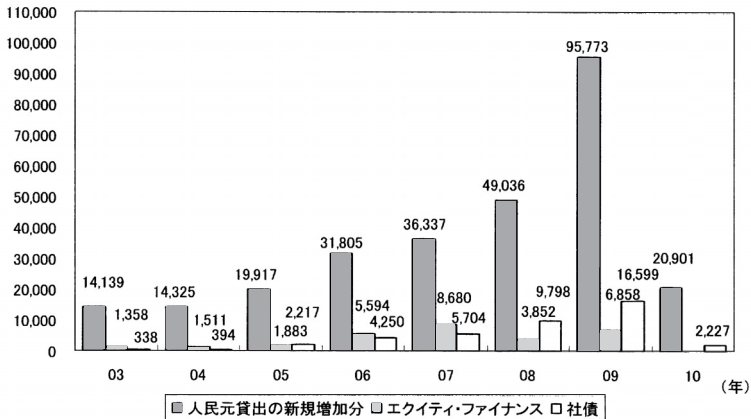
周知のように、二〇〇八年八月、サブプライム問題を発端とした世界金融危機の深刻化の過程で北京オリンピックが開催されたため、その終了後には中国経済も深刻な景氣後退に見舞われるのではないかという観測が有力であった。確かに、二〇〇九年にかけて、世界の主要国は軒並み急激な成長率の低下、そして深刻な不況に陥った。中国も、〇九年の第1四半期にはGDP成長率が前年

比六・一%と、ピークであった〇七年第1四半期の一四・〇%に較べて大幅に低下した。しかし、矢継ぎ早に採られた内需振興を柱にした景氣対策が功を奏し、〇九年第2四半期には七・九%に回復し、第3四半期は九・一%、第4四半期は一〇・七%と、後半になるほど大きく回復し（通年では、八・七%）、今年に入ってから第1四半期は一一・九%を記録した。

中国経済は深刻な不況に呻吟する主要先進国を尻目に、世界経済全体を支える役割を果たした。一時期唱えられた「デカップリング（非連動）論」を証明するような展開であった。ただし、貿易を通じる財の流れでは、確かに中国と世界経済の連動性が強まっているものの、国際的な資金交流には依然として様々な規制が課せられているため、金融市場は分断され、国際金融市場との連動性は必ずしも強くはない。後にみるように、この

図表 1 中国企業の資金調達の内訳

(単位:億元)



(注)1. 人民元貸出の新規増加分と社債は2010年2月、エクイティ・ファイナンスは2009年12月まで反映。
 2. エクイティ・ファイナンスには国内分に加え、海外分も含まれる。
 3. 社債には、香港人民元建て債券は含まれず、国内発行分のみ。

資料: CEIC

出所: 関根栄一氏(野村資本市場研究所)の「証券経営研究会」(当研究所)での報告資料より

点から、上海発のグローバルな株価暴落の現実性はそれほど高くはないといえよう。

長期的にみても、鄧小平が改革開放を宣言した翌年の一九七九年から二〇〇八年までの三〇年間の平均成長率は九・八%を記録し、高度成長期(一九五六年から七三年までの一八年間)の日本の平均成長率九・三%を越えている。

企業の資金調達の内容をみると、近年、株式と社債の発行額が増えてはいるものの、依然として銀行借入が大部分を占めている(図表1参照)。

上海と深圳に証券取引所を開設したのは、このような銀行融資依存型の金融の是正が目的の一つであった。しかし、金融商品の多様化はまだ緒に付いたところで、金融先物、信用取引(以上は導入済み)、ETFなどの導入が予定されている。

二、証券取引所の発展と将来の配置

このような長期にわたる实体经济の高度成長を背景に、資本市場も急激に成長を続けている。上海証券取引所の取引金額は二〇〇九年に東京証券取引所を上回り、アジア最大の規模に踊り出た（図表2および図表3参照）。また、深圳証券取引所の創業板の開設、上海証券取引所における信用取引、ETFの導入など、資本市場の「多層化」に向けた取り組みも着々と実施されている。

歴史的にみると、同じ時期に上海と深圳に開設された証券取引所の役割は、国有企業の資金調達であった。しかし、優良な国有企業は必要資金を銀行からの融資に頼ることができたし、外貨が必要であれば香港市場への上場の途があった。した

がって、一九九〇年代初めに国内に開設された証券取引所に期待された役割は、どちらかというと財務内容や業績が芳しくない国有企業の受け皿であった。また、上場して文字通り公開企業になれば、その企業の支配権がだれの手に移るかもわからなかった。そこで、流通株を一部に止め、大部分の発行株式が自由に取引できないような制約を置いた。しかし、この非流通株問題は流通する株式を希少にし、株価操作や投機などの影響を受けやすく、価格メカニズムが適切に機能しない弊害をもたらす。

これは、表面的には、かつての日本における株式持合構造により、流通する株数が少なくなり、株価が高止まりし配当利回りが定期預金の金利を下回ったバブル期に良く似ている。このような状況では、個人投資家がキャピタル・ゲイン狙いの投資行動を取るのは当然であり、個人投資家の回

図表2 上海・深圳・香港・東京市場間の比較

	上海証券取引所			深圳証券取引所				
	A株	B株	合計	A株 (メインボード)	B株	A株 (中小企業板)	A株 (創業板)	合計
上場会社数		870		467		327	36	830
上場銘柄数	860	54	914	455	54	327	36	872
時価総額	183,800 億円	855 億円	184,655 億円	39,845 億円	957 億円	16,873 億円	1,610 億円	59,284 億円
(邦貨換算)	2,490,488 億円	11,590 億円	2,502,078 億円	539,893 億円	12,964 億円	228,623 億円	21,817 億円	803,297 億円
うち流通時価総額	113,950 億円	855 億円	114,805 億円	27,704 億円	947 億円	7,504 億円	299 億円	36,454 億円
(邦貨換算)	1,544,018 億円	11,590 億円	1,555,608 億円	375,386 億円	12,836 億円	101,673 億円	4,051 億円	493,947 億円
平均PER(2009年12月)	28.78	21.58	28.73	44.12	21.83	51.01	105.38	46.01
売買枚数(百万株)	3,347,672	20,292	3,367,964	1,385,000	25,517	328,365	3,855	1,742,736
売買代金	345,443 億円	1,069 億円	346,512 億円	138,345 億円	1,029 億円	48,274 億円	1,828 億円	189,475 億円
(邦貨換算)	4,680,758 億円	14,480 億円	4,695,238 億円	1,874,568 億円	13,939 億円	654,106 億円	24,771 億円	2,567,384 億円

	香港取引所			東京証券取引所			
	メインボード	GEM	合計	一部	二部	マザーズ	合計
上場会社数	1,145	174	1,319	1,684	452	183	2,319
上場H株数	116	40	156	-	-	-	-
上場レッドチップ数	92	5	97	-	-	-	-
上場銘柄数	6,441	175	6,616	1,684	452	183	2,319
時価総額	177,693 億香港ドル	1,050 億香港ドル	178,743 億香港ドル	3,027,122 億円	35,837 億円	14,838 億円	3,077,797 億円
(邦貨換算)	2,110,993 億円	12,474 億円	2,123,467 億円	-	-	-	-
平均PER(2009年12月)	18.13	38.98	-	-	-	-	-
売買枚数(百万株)	24,497,627	296,242	24,793,869	552,099 億円	10,202 億円	1,275 億円	563,576 億円
売買代金	154,395 億香港ドル	758 億香港ドル	155,152 億香港ドル	3,686,797 億円	12,572 億円	38,294 億円	3,737,663 億円
(邦貨換算)	1,834,211 億円	9,001 億円	1,843,212 億円	-	-	-	-

(注) 2009年及び2009年末の数値。

資料：上海証券取引所、深圳証券取引所、香港取引所、東京証券取引所資料
出所：図表1に同じ

図表3 中国証券市場の概観

	2006年	2007年	2008年	2009年
株価指数(上海総合指数)	2,675.47	5,261.56	1,820.81	3,277.14
P/E(上海A株)	33.38	59.24	14.86	28.78
時価総額(億元)	89,403.90	327,140.89	121,366.44	184,655.23
うち流通株(億元)	25,003.64	93,064.35	45,213.90	114,805.00
売買代金(億元)	90,468.66	460,556.22	23,588.14	261,161.10
口座数(万)	7,854	9,281	10,450	12,038
上場会社の数	1,434	1,550	1,625	1,718
A株資金調達額(億元)	2,463.70	7,722.99	3,336.41	5,057.34
うちIPO(億元)	1,572.24	4,590.62	1,036.52	2,021.97
ファンド数	301	346	439	557
銀行間国債指数	115.61	110.22	124.08	117.16

(注) 年末値(売買代金と資金調達額は年間値)。銀行間国債指数は12月の月平均。

上海総合指数は、1990年12月19日=100。銀行間国債指数は、china bond中債銀行間国債指数。

資料：証監会、中央登記結算公司、Wind資訊、CEIC

出所：図表1に同じ

転率は他の投資主体と較べて際立って高かった。

二〇〇五年になって非流通株の改革が本格的に着手されるまで、一般の投資家が売買できた流通株は全発行株式の約三分の一を占めるに過ぎず、残りは主に中央政府・地方政府や国有企業などが所有していた。改革の結果、現在では非流通株および売却制限株（流通権を認められてから一二ヶ月間、売却できない株）の発行済株式に占める割合は約半分にまで低下している。

しかし、A株（国内投資家向けの人民元建て）とB株（外国人投資家向け外貨建て）の存在、非流通株、内外機関投資家の投資制限（適格外国機関投資家（QFII）制度と適格国内機関投資家（QDII）制度）によって、資金の自由な流入が妨げられるから、市場間の均衡が達成できない。たとえば、同じ上場会社についてA株とB株が発行されている場合、B株市場は規模が小さく

取引が閑散なため両者の株価の開きが大きくなる（周 勤業「二〇〇九」、「講演」中国資本市場の発展と展望」、『証券レビュー』、一一月）。また、香港市場と上海市場の両方に上場している中国企業の場合、後者には外国機関投資家の資金はQFIIを通じて少額の資金しか投資されないため、個人投資家の投資尺度がそれとは異なる上海市場の株価がかなり高い状態が生まれている（室井「二〇一〇」、七ページ）。

上海証券市場はグローバルな資金移動からは分断された市場であるため、上海発の世界的な株価暴落という事態は想定しにくい。このような状態は、市場開放を一層進めることによって解消されるが、社会主義市場経済という奇妙な社会経済システムの根幹に関わってくる問題だけに、困難な課題であろう。

さて、中国には、香港、上海、深圳の三証券取

引所が存在する。これらの証券取引所の将来の關係について当事者はどのようにみているのだろうか。上海証券取引所の周副総裁は、同取引所の新商品の開発や規制の緩和などの改革の成果もあつて、近年の成長がもたらされたという認識を示した。その上で、上海国際金融センター構想については、現実には香港に追いつくにはかなりの長期間を要するだろうと述べる。他方、深圳の証券取引所との間では、従来からメインボードと中小・ベンチャー企業のための市場という棲み分けができていたので、将来的にもこの關係が続くという。深圳側でも同様の認識があり、上海証券取との間での重複上場はこれまでなかったし、今後もないだろうと述べていた。将来的には、アメリカのナスダックのようにハイテク企業中心の市場を目指すという。

余談になるが、深圳の証券取引所で、税制面で

の優遇措置、株式分割、単元株制度の導入による最低投資額の引下げなど、「日本版ビッグバン」以来の個人投資家育成策の試みを紹介したが、何故、そんな苦勞をする必要があるのかというような反応であつた。証券会社の店頭風景をみれば、確かに黙っていても個人投資家の方から口座を開きにやってくるというのが実情のようである。

中国大陸、特に沿海部の目覚ましい經濟發展は、現時点では香港市場の相対的な地盤沈下をもたらしめているのは否定できない。日本企業は香港から上海などの大陸に拠点を移すなどの動きがあるため、現地の駐在員の話しによると、定員約千人の日本人学校の生徒数が昨年一年間で二〇〇人減少したという。

しかし、中国にとって国際金融センターとしての香港の存在意義は依然として大きいのも確かである。それは自由な行動を好むマネーの本性に鑑

みて、がんじがらめの規制が課せられている中国本土の上海が香港にとって代わって国際金融センターになるとは考えにくいからである。アナロジーとして、ニューヨークとロンドンを考えれば分かりやすいかも知れない。ニューヨークはアメリカという巨大な実物経済のファイナンスを基盤として金融市場を発展させてきた。巨大な金融市場ではあるが、アメリカのファイナンスのための市場としてローカル性が色濃く残っている。それに対して、ロンドンのシティは規制を撤廃し自由な金融取引を保証することによって、国際的な資金移動の結節点としての機能を強化してきた。

上海と香港の関係もこれに似ているように思われる。香港証券取引所でのヒアリングでも、国際金融センター機能という点については、自信满满であった。

三、証券業の現状と課題

証券市場が誕生した頃には、銀行、信託投資会社が証券業務を兼営していたが、一九八八年に深圳経済特区に最初の専門証券会社が設立された。

一九九五年七月に施行された「商業銀行法」により、銀行は証券業を兼営できなくなり、九九年の証券法の施行により、信託投資会社は証券業務を兼営できなくなった。現在の証券会社はすべて専門証券会社である。二〇〇六年一月に施行された新証券法は証券会社の業務内容を七つに分け、各業務に応じた必要な資本規模が定められた。

証券監督管理委員会（証監会）は、二〇〇四年から「分類監督管理」、「扶優汰劣」という方針の下で証券会社の整理、再編を行ってきた。これに基づき、一定の要件を満たした証券会社に対して

は「創新活動実験会社」、「規範類証券会社」の資格を付与し、新業務への参入や、新商品の開発が優先的に認められた。他方では、問題のある証券会社は他の有力金融機関に吸収させるか、資本注入して再生させることにした。このような政策の結果、証券会社数は二〇〇四年の一三三社から、二〇〇九年末には一〇六社に減少した（以上については、野村資本市場研究所「二〇〇七」、第八章、および神宮 健「さらなる再編に向けて動く中国証券業界」、『季刊 中国資本市場研究』二〇〇八年、二―三号、を参照されたい）。

さて、証券会社の業務内容であるが、優良国企業は必要資金を銀行からの融資で調達することが可能であったから、いわゆる投資銀行業務は極めて重要性が低い。今回訪問した上海および深圳の証券会社は、従業員、売買高シェアなどいずれも上位一〇位以内に入る主要証券会社である

が、ブローカレッジ業務からの収益が八〇%前後を占めていた。残りは、引受、自己売買、アセツト・マネジメントからの収益である。中国証券監督管理委員会「二〇〇九」によると、二〇〇七年の証券会社全体の収益構成は、取引仲介（ブローカレッジ）業務が五六%、自己勘定取引・その他取引が三〇%、投資銀行業務が五%、資産運用業務が一%、その他が八%である（一二六ページ）。

この点は戦前の日本の株式市場に似ていなくもない。戦前の株式市場は、優良な財閥系企業は機関銀行からの借り入れによって必要な資金を調達できたから、株式市場に上場し資金の調達の必要があったのは、必ずしも財務的基盤が盤石ではなかった非財閥系企業や地方鉄道などであった。これらの企業は収益が不安定であったから、格好の投機対象とされた。戦前の東京証券取引所の売買高の八〇―九〇%が反対売買によって決済される

信用取引（清算取引）であり、現物取引はわずかに止まっていた。このような構造を背景に、証券会社の業務も著しく流通市場関連の業務（個人投資家相手のブローカレッジ業務）に偏っており、長い間、株式市場が産業の資金ニーズに必ずしも応えていないのではないかという批判が提起され続けた。これを象徴するのが、証券会社に対する「株屋」という蔑称、あるいは「証券業虚業論」であった。

このような構造は、戦後、一九七〇年代以降の時価発行の定着、および国債大量発行とその流動化によって、証券会社の引受機能が重要になってくるまで続くのである。

中国の証券市場も、非流通株の放出、優良国有企業の上場、そして「創業板」などでの新規公開企業の増加などにもない、徐々に証券会社の引受機能が重要になってくることが予想される。

内外の機関投資家は株式投資に制約が設けられているため、株式投資の中心は個人投資家である。口座数は二〇〇三年の七、三四四万口座から二〇〇八年の一億五、一九八口座に、二倍以上に増加している。ただ、上海と深圳の取引所上場銘柄に投資する場合、別々の口座を開設する必要があるため、実際の投資家数はその約半分だろうとのことであった。

投機的な株式ブームを受けて、売買回転率は非常に高い。中国では投資部門別の回転率は発表されていないが、発行済株式全体で計算すると二〇〇六年で一八〇％であり、それほど高いという訳ではない。ただし、流通株だけで計算すると、五四五％となり、極めて投機色の濃い市場であることが特徴である。中国证券监督管理委员会「二〇〇八」では、二〇〇七年の売買回転率は上海証券取引所が九二七％、深圳証券取引所が九八七％で

あり、アメリカ、イギリス、ドイツ、日本がいずれも一〇〇％台であるのと較べて、極端に高い。店頭での雰囲気をもても、そこでPCを操作している個人投資家はまったく長期投資を考えている風ではない。

それにしても、近年、個人投資家の株式投資が急増している背景には、資産価格の高騰がある。銀行預金の金利は二・五％で、公表のインフレ率も大体その程度だとされる。しかし、上海で聞いた限り、実感的にはインフレ率は六―七％だろうとのことであった。実際、上海市内のスーパーやショッピング・モールで商品の価格を見る限り、日本と較べてそれほど安い感じはしなかった。他方、住宅価格は高騰し（上海市内では億ションも珍しくない）、資産家は投資対象としてそれを購入入している。しかし、それほど資金のない人々は銀行に預けておいても目減りするだけの資金を株

式投機に振り向けて、小遣い稼ぎをしているという訳である。

株式の委託売買手数料は、二〇〇五年五月一日からそれまでの固定手数料制から上限手数料制に移行し、A株、B株、および投資信託については売買代金の〇・三％が上限になった（ただし、A株と投資信託については、計算した手数料が五元に満たない場合には、最低五元、B株については最低一米ドル（上海）あるいは五香港ドル（深圳）となっている）。各社とも手数料を公表していないが、国泰君安証券の場合、インターネット取引が〇・二〇％、電話取引が〇・二五％、店頭取引が〇・三〇％、である（帰国後、メールで確認。参考までに、日本のインターネット株式取引の手数料について紹介しておきたい（日本証券業協会の手数料に関する最後の調査（二〇〇五年三月一五日）による）。これによると、成行の取引

金額一〇〇万円の場合、平均で〇・一一三%である。三〇〇万円では〇・〇七%であるから、日本の方がやや低いといえる)。ただし、各社ともガイドラインがあり、これに準拠しながら支店長の責任で調整できるようにしており、実際には、顧客の属性、取引頻度、地域性などを考慮して、これを下回る場合もあるようである。手数料の下げの圧力はきつそうであり、各社とも口をそろえて他社との差別化やブローカレッジ業務以外の業務の多様化が急がれると述べていた。

チャネルについては、二〇〇七年からインターネット取引が急増し、上海・深圳総取引額の四六・三三%（二〇〇八年）を占めている（もともと、個別のケースではもっと割合が高い。今回訪問した申銀万国証券（上海）では、この割合は七七%を越え、招商証券（深圳）では九割を越えるといっていた。さらに、帰国後のヒアリングで確

認した例では、国泰君安証券の場合、インターネット取引が九六%、電話が四%、店頭はほとんどなし、とのことであった)。日本人の感覚（同じようなことを香港の業界関係者も言っていたが）からすれば、インターネットを使うのであれば、何も証券会社の店頭まで来る必要はないようにも思うのだが、店頭に集まってくるにはそれなりの理由があるようだ。一つは未だ一般家庭でのインターネットの普及率が高くないこと、もう一つは証券会社の店頭が情報交換、社交の場としての役割を果たしていることである。このような事情から、証券会社の店頭で端末を操作する個人投資家が圧倒的に多く、現地の日本人業界関係者は「まるでパチンコ屋みたいなもの」と言っていた（写真は上海にある某証券会社支店の店頭の様子である）。

アメリカや日本の場合、インターネットの普及



とともに、営業マンと店舗を主要なチャネルとする伝統的な証券会社は、価格破壊の進行の過程で深刻なチャネル・コンフリクト問題に直面した。

要するに、インターネットは営業マンや店舗をバイパスしてしまうために、それらのコスト負担が必要ないネット専門証券の低価格に対抗できなくなり、営業マンのリストラや店舗の統廃合を強いられたのであった。ところが、中国の場合、証券市場の生成、発展が最初からインターネットが使えるような環境の下で進展したため、このようなコンフリクトは余り問題にはならなかったのである。

ところが、興味深いことに、中国の証券会社はほとんどの注文がインターネット経由であるにもかかわらず、かなりの数の歩合制営業マンを抱えている（たとえば、深圳の招商証券の場合、従業員は約二千人、その他に、完全歩合制の外務員が

四千人いる）。滞在中、彼らの仕事は何なのか、良く分からなかったため、帰国後、メールで問い合わせた。以下はその回答の要旨である。

中国では、証券会社で口座の開設をする場合、営業マンが担当する顧客（預り資産百万元以上の富裕層）と、それ以外の店頭で勝手に注文を端末に打ち込む顧客を分別している。どちらの顧客もインターネット経由で注文を出す、その場合でも、担当の営業マンには手数料の一定割合がキックバックされる。

また、富裕層の顧客は支店の二、三階にVIP専用のトレーディング・ルームがあり、この専用端末を使って発注する。富裕層は自分でトレーディングを行う訳ではなく、個人的に歩合制でトレーダーを雇っていることが多い。担当営業マンの仕事は、これらのトレーダーへの情報提供、お弁当の手配、それに皆で旅行したりする時の身の

回りの世話などである。要するに、富裕層向けに様々なサービス（時には、直接、証券取引には関係ないものもある）を提供するのが営業マンの仕事であるという。

中国大陸の証券会社は、急成長を続ける実体経済を背景に、香港市場への進出を目論んでいる。訪問した海通証券（上海）は昨年末、大福証券（香港）を買収した。海通証券は香港市場への進出が目的であるが、大福証券の方は大陸の顧客層の取り込みが目的であると述べていた。しかし、現地では、大福証券は上海の証券会社を買収されることには、やはりかなりの抵抗があったと聞いた。中国の証券会社は証券市場が相対的に発展し中国株への関心も高い日本市場への進出にも強い関心を持っている。今後、日本の証券会社を買収される可能性は決して小さくはないと思われる。

終りに

二〇一〇年に、中国のGDPは日本を抜いた。もっとも、人口が日本の約一〇倍であるから、一人当たりではようやく一〇分の一になったともいえる。長期統計によると、帝国主義列強による植民地支配が本格的に始まる以前の二〇年代までは人口とGDPが比例しており、中国とインドで世界全体のGDPの半分以上を占めていたという。

人口統計学の分析によれば、数十年の長さで見れば、中国の人口ボーナス（総人口に占める一五～六四才の生産年齢人口の割合を示し、これが上昇傾向を示す間は経済成長が持続する）は二〇一五年にピークを迎え、かつての「一人っ子政策」の影響もあり、その後は急速に低下していく。こ

れに代わり、インドが二〇四〇年頃まで「人口ボーナス」が上昇する。ちなみに、日本は一九五〇年代から六〇年代にかけて「人口ボーナス」が急激に上昇し、この時期は丁度、高度成長の時期と一致する。そして、日本の「人口ボーナス」がピークアウトするのは丁度、バブル崩壊の時期と一致する（門倉「二〇一〇」、第四章、を参照されたい）。となると、今後、中国が一〇%前後の高い成長率を長期間にわたり続ける可能性はそれほど高くないことになる。

このような長期的な傾向を踏まえれば、中国の証券市場の成長テンポも徐々に減速していくことが予想される。証券取引所開設以来、わずか二〇年でアジア最大の市場規模にまで成長を遂げたことは驚異的であるが、これには、会社法および証券法の制定、国際会計基準（IFRS）のいち早い導入、あるいは先物取引、信用取引の導入な

ど、資本市場の「多層化」に向けた取組みなど、市場インフラの整備、強化の成果も大いに寄与しているであろう。今後、一層の発展を遂げるためには、証券監督管理委員会「二〇〇九」が示した二〇二〇年までの改革プログラムの実施、とりわけ市場開放が大きなカギを握っている。

【訪問先一覧】

●証券取引所

上海証券取引所

深圳証券取引所

香港証券取引所

●証券会社

申銀萬国証券（上海）

海通証券（上海）

招商証券（深圳）

大福証券（香港）

首華財經網絡 (First China Financial Network)

(香港)

（なお、これらの機関からのアポイントメントの取得および現地での各種手配については、岡三証券上海駐在員事務所の塩川克史所長と岡三國際（亞洲）有限公司の細川浩義社長に大変お世話になった。記して深謝する次第である）

【参考文献】

東 一真「二〇〇七」、『中国の不思議な資本主義』中公新書ラクレ

門倉貴史「二〇一〇」、『中国経済の正体』講談社現代新書

関 志雄「二〇〇九」、『チャイナ・アズ・ナンバーワン』東洋経済新報社

中国证券監督管理委員会、大和総研／大和総研（上海）諮詢有限公司訳「二〇〇九」、『中国資本市場の発展——二〇二〇年への挑戦——』中央経済社

野村資本市場研究所「二〇〇七」、『中国証券市場大全』日本経済新聞社

——、『季刊 中国資本市場研究』各号

日本経済新報社編「二〇〇六」、『中国 大国の虚実』日本経済新聞社

日本証券経済研究所「二〇一〇」、『アジア証券市場とグローバル金融危機』金融財政事情研究会

室井秀太郎「二〇一〇」、『不思議な経済大国 中国』日経プレミアシリーズ

矢吹 晋「二〇一〇」、『図説』中国力―その強さと脆さ―
蒼蒼社

（さが たかお・当研究所理事・主任研究員）