

2015年9月1日 全9頁

中国株式市場が抱える構造的問題

株価の上昇・下落に拍車をかけた「場外配資」の拡大及び信用売買の極端な不均衡

金融調査部
研究員 中田理恵

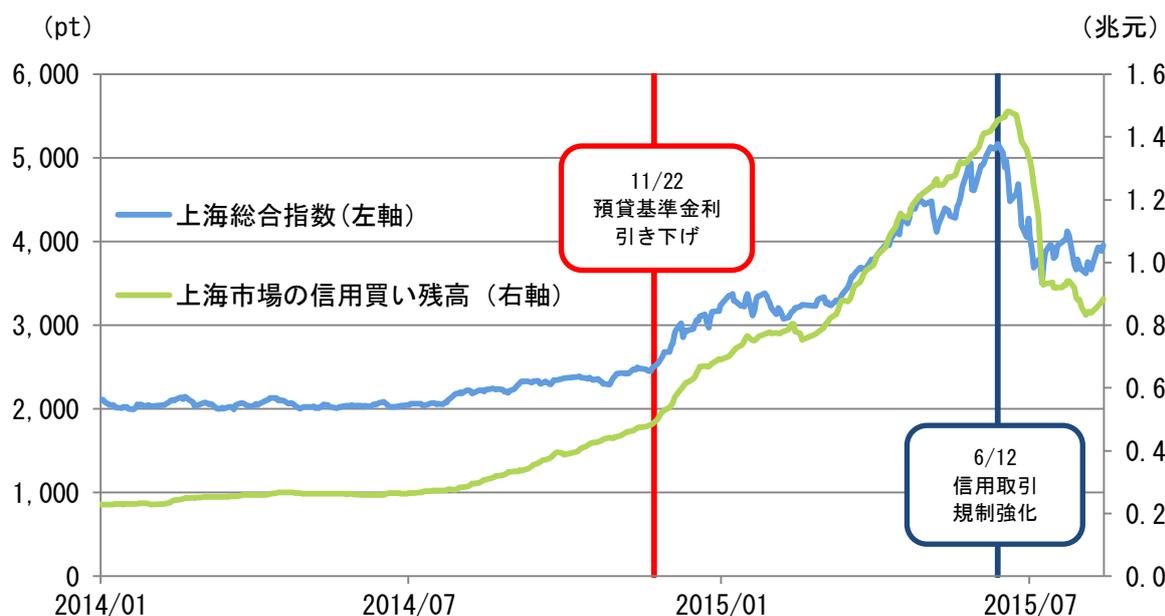
[要約]

- 昨年11月の利下げを契機として始まった中国株式の上昇は、個人による株式の売買の過熱と、特に信用買いによるレバレッジを利かせた取引の増加が拍車をかけたが、6月12日の中国政府による信用取引（特に「場外配資」による取引）の規制強化を受けて株価は急速な下落局面へと転じた。
- 今回の株価乱高下の背景には①個人投資家に偏った投資家構成、②信用取引に対する規制整備の遅れといった中国株式市場の構造的問題があるといえる。
- 信用取引に関しては、非合法的な取引である「場外配資」の横行や、売り買いの極端な不均衡が株価の乱高下に拍車をかけた可能性がある。
- 「場外配資」とは取引参加要件が緩く高レバレッジでの取引が可能な方法である。監督当局は規制の枠組みから外れた、こうした信用取引の膨張を防ぐ必要があるだろう。
- 信用取引における売り買いの極端な不均衡に関しては、貸株市場が十分に発達していないことも背景の一つとされている。機関投資家の育成や、貸株を制限する不必要な法的制約の撤廃等が必要と考えられる。

1. 急上昇と急下落を見せた中国株式市場¹

昨年の11月より急上昇を続けた中国株式は今年の6月半ば頃より一転して下落に転じ、中国政府により株価維持政策が相次いで打たれた。この動きは11月の政府による預金と融資における基準金利の引き下げ発表を契機として始まった(図表1)。利下げによる株価の後押し、国有企业改革への期待、不動産市場の低迷等様々な理由により株式が買われることとなり、上海総合指数は昨年11月21日の2,486.79ポイントより、今年6月12日には約2倍の5,166.35ポイントを記録した。この急速な株価上昇はレバレッジを利かせた信用取引に大きく影響を受けていたため、現地の証券専門紙では「改革ブル(改革牛)」という言葉に並び「レバレッジ・ブル(杠杆牛)」などと報道された。図表1に示した信用買い残高は実際に行われた信用取引の一部にすぎず、正規の信用取引の他に、統計に含まれない「場外配资」という法的枠組みから逸脱した資金融通方法を利用したリスクの高い信用取引が急増していた模様である。信用取引による株価の過度な上昇を危惧した中国政府は6月12日に信用取引への規制強化を発表し、これを受けて株価は急速な下落に至った。

図表1 上海総合指数と信用買い残高



(出所) 上海証券取引所、中国証券監督管理委員会より大和総研作成

¹ ここでは中国本土内の証券取引所(上海、シンセン)にて取引される株式のことを指す。

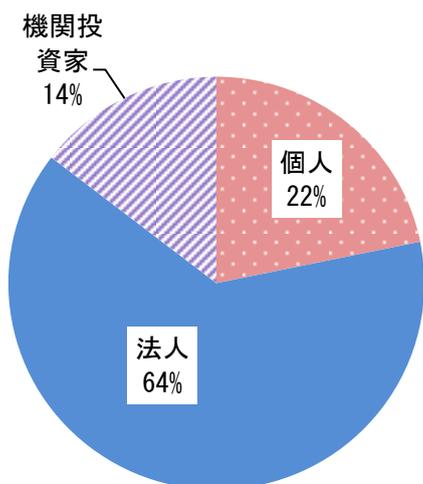
2. 乱高下の背景

中国株式の乱高下の背景の一つとして、中国市場が構造的に抱える問題が指摘できる。具体的には①個人投資家に偏った投資家構成、②信用取引に対する規制整備の遅れである。

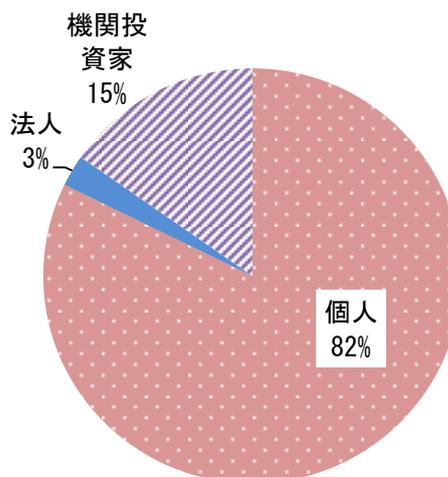
(1) 個人投資家に偏った取引

図表2、3は上海株式市場における投資家部門別の株式保有額及び売買額の割合である。保有額割合においては法人が過半を占めているが、売買額においては個人の割合が圧倒的である。個人の中には金融の知識が不十分な投資家もあり、噂をもとに投機的売買が膨らむこともあったという。本来ならば機関投資家による再評価により適正な価格形成が促されるが、機関投資家の参加は比較的少なく、そうした機能が十分に発揮されなかったと言えるだろう。この結果、株価の推移が一方向に傾きやすくなったと考えられる。

図表2 上海市場上場株式 投資家部門別
保有額割合 2013年



図表3 上海市場上場株式 投資家部門別
売買額割合 2013年



(注) 機関投資家にはファンド、社会保障基金、保険基金、アセットマネジメント、証券会社による自己資金売買、QFIIを含む。

(注2) ユニバースは上海市場に上場する株式のうち売買に制限のない流通株のみ。

(出所) 上海証券取引所より大和総研作成

(2) 「場外配资」を利用した信用取引

①場外配资の特徴と規模

既に述べたとおり、今回の株式相場の乱高下の中では、正規の信用買いに加えて、「場外配资」という正規の信用取引の枠組みから逸脱した資金融通方法を利用したリスクの高い信用取引が問題となった。図表4は正規の信用取引と場外配资を利用した信用取引を比較したものである。場外配资は正規の信用取引の枠組みから外れた取引方法だが、これまでグレーゾーンとして存在してきた。正規の信用取引と比較して取引に参加するためのハードルが低く、高倍率のレバレッジ取引が可能であることが特徴である。正規の取引は取引参加要件として顧客の直近20営業日における証券類資産が50万元（約1,000万円）以上であることを要求し、委託保証金率は50%（レバレッジは2倍まで）とされている。一方で証券時報²によれば場外配资は最低2,000元（約4万円）程から取引を開始できるところもあり、またそのレバレッジは最高で10倍まで可能であったとされている（なお、日本の制度信用取引では最低委託保証金30万円、委託保証金率は30%、レバレッジ上限は約3.3倍）。だが、その一方で融資の金利は年利15%以上と非常に高い。場外配资の形態は様々であり、投資信託形式、配资会社による資金の融資を利用した形式等がある。証券時報によると2014年頃より利用が増加した。株価の上昇に釣られて正規の信用取引の参加要件³を満たすことのできない個人投資家が少額の元手で多額の取引を行うために利用したものと思われる。

図表4 正規の信用取引と場外配资を利用した取引の比較

	中国		(参考) 日本
	正規の信用取引	場外配资を利用した信用取引	制度信用取引
取引規定	中国証券監督管理委員会及び証券取引所が規定	なし	証券取引所が規定
取引における資金的要件	証券類資産 50万元（約1000万円）以上	明確な規定なし 2,000元（約4万円）～	最低保証金 30万円
委託保証金率	50%	10～20%	30%
レバレッジ上限	2倍	5～10倍	約3.3倍
買い残高 2015年 6月末時点	約2兆元（約40兆円） 〔上海取引所約1.3兆元 シンセン取引所約0.7兆元〕	不明 顧客資産は5,000億元 （約10兆円）以上（注）	

(注) 場外配资仲介システムの主要3社の顧客資産規模の合計であり、買い残高の全容は不明。

(出所) 中国証券監督管理委員会、中国証券業協会、上海証券取引所、シンセン証券取引所、証券時報より大和総研作成

² 中国共産党の機関紙である人民日報を発行する人民日報社が管轄する金融専門新聞。中国証券監督管理委員会の指定を受けた情報公開メディアの一つ。

³ 資金的要件以外には、証券取引の経験が半年以上あること、リスク負担能力があること等が要件とされている。

中国証券業協会⁴によれば、この場外配資を通じた信用買いの多くは、金融分野におけるインターネットサービス及びソフトを販売するシステム会社が提供する取引仲介システムを利用しており、当該システムを介して証券会社のシステムに接続して売買注文を行っていた。場外配資の取引に主に使用されていたシステムとして3社のシステム⁵が挙げられており、その顧客資産の合計は2015年6月時点で5,000億元（約10兆円）であったとされている。場外配資の取引規模の全容は不明だが、他のシステムを利用した取引もあることを考慮すると少なくとも規模は5,000億元を上回ると考えられる。

②信用取引の規制強化を契機とした株価の下落

2015年4月16日には証券監督管理委員会より証券会社は場外配資活動に対してサービスを提供してはならないとの警告が出されていたが、場外配資の問題は解決しなかった。2015年6月12日に証券監督管理委員会は正規の信用取引のルールへの厳守と更なる規制強化を通達すると同時に、各証券会社に対し記者会見上にて、場外配資の活動に対していかなるサービスも提供しないよう再度求めた。また場外配資は取引を行うために取引仲介システムを使用していたことから、場外配資を目的とした取引システムの利用がないか確認することを各証券会社に求め、翌日13日には場外配資による取引活動に関わった証券会社に対し行政措置を下すとの旨を公表し再警告を行った。

これを契機としてか、株価は6月12日をピークとして下落に転じた。信用取引の手仕舞いも相まって下落スピードに拍車がかかる形となった。高倍率のレバレッジを利かせた信用取引であればあるほど、株価のわずかな下落で損失の合計額が委託保証金を上回る。株価の下落により保証金が一定以上減少すると、保証金を追加しない限り、融資した資金が損なわれないよう保有株の売却が求められることとなる。こうした強制的な株式の売却が株価の下落に拍車をかけたものと思われる。

③場外配資は何故増加したか

そもそも場外配資が膨らんだ原因はどこにあったのか。先に述べたように正規の信用取引への参加のための資金要件が厳しかったことも原因の一つとされている。図表4に示した通り正規の信用取引には証券類資産50万元、日本円で約1,000万円が必要であり、個人投資家にはハードルが高い。投資知識が不十分かつ資金要件を満たせない個人投資家が、取引参加へのハードルが低い場外配資による信用取引に流れたとも受け取れる。また、監督機関が配资会社を規制の枠組みに早期に取り入れるもしくは厳格に取り締まるといったことができなかったことも

⁴ 証券業協会「証券业协会有关负责人答記者問」

http://www.sac.net.cn/tzgg/201506/t20150630_123346.html, 2015年8月31日参照。

⁵ 代表的なものでは恒生電子が提供していたHOMS投資プラットフォーム等がある。

事態の悪化を招いた。

政府は7月1日以降、正規の信用取引における規制緩和を行っており、既に信用取引口座を有している投資家に関しては資産が50万円を下回っていても信用取引を継続して良いとしている。今回の通達は株価の下落に歯止めをかけるべく打ち出した応急処置のような印象がある。現地の報道によれば、今回の規制強化により配资会社の多くは息を潜めたものの、いまだ密かに活動しているものや、株価が再び上昇した際に業務の再開を企図しているものもあるという。監督当局は信用取引の取引参加要件を見直すとともに、配资会社による違法な仲介行為への監視を強め、また同時に個人投資家間に適切な投資知識を広めていく必要があるだろう。

(3) 信用取引における売り買いの極端な不均衡

また、中国の株式市場において信用売りがほとんど行われていなかったことも、信用取引における買いと売りのバランスが崩れ、適正な価格形成が阻害されたと思われる。2015年6月時点で信用買い残は20,444億元、信用売り残は47億元、信用倍率は435倍であった。信用売りが少ない背景としては8割を占めている個人投資家に株価上昇の持続を期待する投資家が多かった等といった背景も指摘できる。しかし、同時に信用売りのために借り入れることのできる株式が不足していたことが信用売りの増加を阻害していたとされている。

図表5 信用売り残、買い残、信用倍率



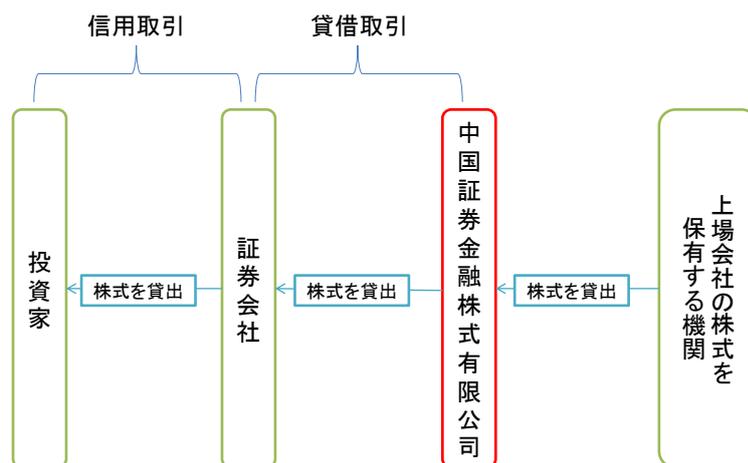
(出所) 中国証券金融株式会社より大和総研作成

① 中国の信用売りにおける株式貸借の仕組み

図表6は中国の信用取引制度の仕組みを示したものである。信用売りを行う際に、顧客は一度証券会社から対象とする株式を借り、その株式を売却（信用売り）したうえで、契約した期間以内に同銘柄の株式を買い戻して証券会社に返す必要がある。当初、証券会社が当該銘柄の株式を保有していれば顧客に自己の保有する株式を貸し出すことができる。しかし、証券会社

が当該銘柄を保有していない場合には、証券会社は機関投資家や他の証券会社から借りてきて顧客に貸し出す。証券会社が株式を借り入れる仕組みとして中国では証券の融通を担う「中国证券金融股份有限公司」⁶という機関が存在し、証券会社は自社内での株式調達ができない場合は中国证券金融股份有限公司より株式を借り入れることができる。中国证券金融股份有限公司は自己の保有する株式や他の証券会社・機関投資家から借り入れた株式を証券会社に貸し出している。この仕組みは日本の制度信用取引の仕組みと似ているものといえる。

図表6 証券金融会社を利用した信用取引における株式貸借の流れ



(出所) 中国证券金融股份有限公司、日本証券金融株式会社より大和総研作成

②何故貸株市場は小規模に留まっているのか

中国证券金融股份有限公司による証券融通は信用売りの適切な増加を促すべく2013年2月より開始したが、いまだ信用売りにおける貸株は不十分な状態とされている。貸株が不足する要因としては以下の3つの背景が挙げられる。

(A) 機関投資家による株式投資が進んでいないため貸し出すことのできる株式が少ない

前述の通り株式の多くは法人に保有されており、機関投資家による保有はさほど進んでいない。日本や米国においては、外国人投資家や年金資金等が主要な機関投資家となっているが、中国は外国人投資家の国内への投資に対する制限があり、現状の投資上限では十分な影響力を持つには至らない。また、中国の公的年金は、2015年8月に運用額のうち30%までを上限として株式への投資が実質的に認められることが決定されたが、これまで株式への投資を行っていなかった。なお、主な機関投資家に対する運用規制は図表7の通りである。

⁶ 中国证券金融股份有限公司は2011年10月に設立された信用取引における証券及び資金融通を専門に担う金融機関である。2012年8月30日に資金融通の業務を開始し、2013年2月28日に証券融通の業務を開始した。

図表7 機関投資家に対する株式投資への規制

投資家部門		運用額または総資産 (2014年末)	株式への投資額 (2014年末)	株式への投資上限 (2015年8月時点)	
公的部門 (社会保障基金)	年金	35,645 億元 (約 71.3 兆円)	0	これまで投資が行われていなかったが、2015年8月より総資金の30%未満を株式に投資可能とした。	
	その他 (医療、失業、 工傷、生育保険)	16,818 億元 (約 33.6 兆円)	0	現在は投資なし	
民間	保険 (生保・損保)	93,314 億元 (約 186.6 兆円)	10,326 億元 (約 20 兆円) (株式とファンドへの 投資額合計)	投資連結保険は 運用資金の100%まで投資可、 万能寿険は80%未満まで	
	ファンド	66,811 億元 (約 133.6 兆円) (うち株式ファンド 13,142 億元 (約 26.3 兆円))	統計なし	制限なし (株式への投資が60%以上なら 株式ファンドを称することが義務)	
海外	海外投資家	統計なし	統計なし	RQFII	3,994 億元 (注)
				QFII	766 億ドル (注) (約 4,684 億元)
				ストック コネク	3,000 億元

(注) RQFII 及び QFII の上限額は 2015 年 7 月末時点の値。

(出所) 中国証券監督管理委員会、中国保険監督管理委員会、中華人民共和国内力資源和社会保障部、中国証券投資基金業協会、香港証券取引所より大和総研作成

(B) 株式を保有していても法的制限により貸し出すことができない

証券金融会社に株式を貸し出すことのできる主体は上場株式を保有する機関に限られている。加えて、保険やファンド、国有企業による貸出は制限されていた。2015年4月より、ファンドによる株式の貸出を認めることがようやく決定されたところである。

(C) 貸し出すことはできるが貸し出すための動機が不足している

現状では中国証券金融株式有限公司に対して証券を182日間貸し付けた場合に受け取ることのできる利率は年利で2%である。証券を貸し出した場合には自由に売却できず流動性が制限されることを考慮すると、2%の利率ではやや魅力に劣るといった意見もある。

3. 中国株式市場の健全な育成に向けて

中国株式市場の健全な育成に向けて、今後は信用取引における場外配资問題や売り買いの不均衡を解決していく必要がある。

場外配资の問題に関しては、先に述べたように正規の信用買いにおける取引参加のための資金要件が厳格であったことも原因の一つとされている。資金的要件を緩和し個人投資家を正規の信用取引に受け入れれば、規制の枠組みから外れた場外配资による信用取引が膨張することを防ぐことも可能ではないだろうか。また、今後株価の上昇局面において場外配资が再び拡大

することのないよう、監視を強めると同時に個人投資家間に適切な金融知識を普及させていく必要がある。

信用取引における売り買いの極端な不均衡に関しては、取引が個人投資家に偏っており、信用売りを行う投資家が少ないといった背景もあるが、貸株が不足していることも信用売りの増加を妨げている可能性がある。貸株を行うことのできる機関投資家の育成や、貸株市場の発展を妨げている不必要な法的制約の見直しは貸株市場の拡大に向けた有効な手立てとなるだろう。また、貸株に対し付与する利率については市場の均衡に基づいた利率となっているかを顧みて適宜変更することで、機関投資家に貸株を行う動機を強めることが期待できる。

株価の下落開始以降、足元では既に監督当局により信用取引における資金要件の引き下げや、機関投資家に対する株式投資の推奨、公的年金に対する株式投資の許可等が行われている。しかしながら一連の動きは株価の下落に歯止めをかけるべく打ち出した応急処置のような印象もある。今後、長期的な目線から信用取引規制の見直しと整備を進めていくことが中国株式市場の健全な育成に向けた一助となるであろう。