

第293回:渦中の証券会社

エコノミストは研究者であって占い師ではない、従って相場を語る能力も資格もないのだが、いまの中国経済の混乱はマーケット抜きに語れないので、門前の小僧の読経をお赦し願いたい。さて、2009年8月を天井に、5年の長きにわたり続いた中国株相場の下げトレンドが漸く好転し、投資家が待ちわびていた上昇ラリーに突入したのが、昨年7月のこと。その力強い勢いは今年に入っても止まらず、上海総合指数は6月10日に 5164 ポイントまで上がった。今年に入ってからの上昇率は約 60%。世界の主要市場のなかでも、突出した中国相場であった。ここまではよかったのだが、その後の暴落が上昇分を帳消しにしつつある。

そもそも昨年来の株価上昇には、なんとも云えない違和感があった。中国経済が低迷し、四半期ベースのGDP成長率が7%まで落ち込んでいるのに、経済のパフォーマンスと相関関係にある株価がなぜ上昇するのか。この辺が経済と相場の複雑な関係を示している。そもそも中国株は流動性相場の色彩が極めて濃いところに特徴がある。このところ中国経済は減速し続けており、今年1~3月期の実質GDP成長率は、前年同期比 7.0%と6年ぶりの低水準となった。これに対し中国人民銀行(中央銀行)は昨年11月以降、市中銀行に求める預金準備率の引き下げや、基準金利下げなどの景気刺激策で対応している。金融緩和とは、市中により多くのマネーを放出することを意味し、その目的は決して相場の下支えではないのだが、皮肉なことに、この金融緩和が生み出した過剰流動性が株式市場に流れ込み、株式相場を大きく押し上げる結果となった。しかも金融緩和がなかなか効果を生まないため、中国人民銀行は金融緩和を連発し、これが上昇相場の急騰を招きかけとなった。下表を見れば明らかだが、14年11月から始まった金融緩和で、はじめ中国人民銀行は、余裕をかまして、金利⇒準備率⇒金利⇒準備率の順番で政策を打ち出してきた。その順番だと5月は金利を下げる番で、事実そうだったが、次の6月は準備率をパスして、より効果の高い利下げに切り替えた。そして8月には金利と準備率のダブル引下げだ。中国人民銀行が余裕を失い、なりふり構わず火消しに走っているのがよくわかる。

時期	貸出基準 金利1y	預金基準 金利1y	預金準備率 大手銀行	改定
従前	6.0%	3.0%	20.0%	
14/11	5.6%	2.75%		金利
15/02			19.5%	準備率
15/03	5.35%	2.5%		金利
15/04			18.5%	準備率
15/05	5.1%	2.25%		金利
15/06	4.85%	2.0%		金利
15/08	4.60%	1.75%	18.0%	金利+準備率

もちろん、これまでの株価上昇において資本市場開放に向けた政策が功を奏した点は評価すべきだろう。たとえば昨年11月から始まった上海と香港市場の株式相互取引制度を利用することにより、海外投資家は

最終ページに重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。

香港市場経由で上海A株の売買ができるようになった。従来中国はQFIIの資格を取得した海外の金融機関のみに中国国内の株式投資を認めていたが、現在は個人投資家も香港経由でA株投資が可能だ。

結論として、規制緩和と過剰流動性が株式相場を押し上げ、上海総合指数は6月には7年5カ月ぶりの高値をつけたものの、ファンダメンタルズと符合しない相場は、自然の反作用で下落に転じ、5000ポイントを超えた最高値が、現時点では3000ポイント前後といったところだ。相場の上昇は中国株の予想収益率（PER）が割安だったからでも、習近平主席への信任が寄与したからでもなかったのである。

暴騰のあとの思わぬ暴落に中国当局は慌てふためき、上場企業の大株主や金融機関に株価維持活動を命じたり、警察当局まで動員して空売り行為を監視させたりと、政治権力を振りかざした強引な株価対策で臨んでおり、相場は下げ止まったかに見えるが、IMFが中国政府の強引な対応に警告を出すなど、海外からの批判も強く、中国証券監督管理委員会（証監会）は政府系金融機関を通じて株価の下支え策の継続を表明し、何とか相場を維持したい考えだ。

そのような状況下において、投資家と証監会を激怒させる事件が発生した。国営新華社通信は8月31日、前日に拘束された中信証券の経営幹部4人、有力経済誌「財経」の記者1人、証監会の幹部1人が市場の暴落を招く不正行為を自供したと報じた。虚偽報道で相場を混乱させたとされる記者について、国営テレビはその自供映像を放送した。記者は財経（電子版）で、証監会が相場維持策の撤回を検討していると報道し、新華社は「このガセ記事が株価を急落させた」と断罪している。

中信証券の幹部4人の容疑はインサイダー取引を利用して空売りを仕掛けたと云うもの。相場の乱高下で損した投資家は激怒しており、同社の株価はこの4か月で大きく下げた。残念ながら筆者は彼らの何人かと面識がある。極めて優秀な逸材とだと思っていたのに残念である。中国最大の証券会社の副社長2人と執行役員2人が逮捕されるとは非常事態だ。同社は中国最大のコングロマリット中信集団の中核企業でもある。云っちゃ悪いが2番手、3番手の証券会社とは比較にならぬ巨大で優秀な企業だ。中国政界との関係も深く、歴代トップは太子党の中心人物で江沢民や胡錦濤も一目置く存在であった。何とも嘆かわしい醜聞だ。現時点で彼らが有罪と決まったわけではないが、もし事実であれば中信証券の会長社長の辞任だけではすまないだろう。先月のことだが、乱高下する証券市場を救済するため、中信集団の常振明董事長が、証監会主席に就任するのではというマーケット情報が流れ、本人が真っ向から否定してお仕舞いとなったが、今度は彼が率いる企業集団がインサイダー疑惑の矢面に立たされるとは。（了）

文中の見解は全て筆者の個人的意見である。

平成27年9月2日

筆者プロフィール

杉野光男

東洋証券株式会社 主席エコノミスト

一橋大学商学部卒、三菱信託銀行（現三菱UFJ信託銀行）入社、上海華東師範大学へ留学

同行北京駐在員、上海駐在員事務所長、理事中国担当部長を経て、2007年より現職

著書 日本の常識は中国の非常識（時事通信社）、中国ビジネス笑劇場（光文社）等

最終ページに重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。

2/3



東洋証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第121号

日本証券業協会 加入

本社所在地 〒104-8678 東京都中央区八丁堀 4-7-1 TEL03-5117-1040

ご投資にあたっての注意事項

手数料等およびリスクについて

① 株式の手数料等およびリスクについて

- 国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大 1.2420% (税込み)、最低 3,240 円 (税込み) (売却約定代金が 3,240 円未満の場合、約定代金相当額) の手数料をいただきます。国内株式を募集、売出し等により取得いただく場合には、購入対価のみをお支払いいただきます。国内株式は、株価の変動により、元本の損失が生じるおそれがあります。
- 外国株式等の売買取引には、売買金額 (現地における約定代金に現地委託手数料と税金等を買いの場合には加え、売りの場合には差し引いた額) に対して最大 0.8640% (税込み) の国内取次ぎ手数料をいただきます。外国の金融商品市場等における現地手数料や税金等は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。外国株式は、株価の変動および為替相場の変動等により、元本の損失が生じるおそれがあります。

② 債券の手数料等およびリスクについて

- 非上場債券を募集・売出し等により取得いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、元本の損失を生じるおそれがあります。外国債券は、金利水準の変動等により価格が上下するほか、カントリーリスク及び為替相場の変動等により元本の損失が生じるおそれがあります。また、倒産等、発行会社の財務状態の悪化により元本の損失を生じるおそれがあります。

③ 投資信託の手数料等およびリスクについて

- 投資信託のお取引にあたっては、申込 (一部の投資信託は換金) 手数料をいただきます。投資信託の保有期間中に間接的に信託報酬をご負担いただきます。また、換金時に信託財産留保金を直接ご負担いただく場合があります。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なるため、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該金融商品市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価格が変動し、元本の損失が生じるおそれがあります。

④ 株価指数先物・株価指数オプション取引の手数料等およびリスクについて

- 株価指数先物取引には、約定代金に対し最大 0.0864% (税込み) の手数料をいただきます。また、所定の委託証拠金が必要となります。
- 株価指数オプション取引には、約定代金、または権利行使で発生する金額に対し最大 4.320% (税込み)、最低 2,700 円 (税込み) の手数料をいただきます。また、所定の委託証拠金が必要となります。株価指数先物・株価指数オプション取引は、対象とする株価指数の変動により、委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

取引や商品ごとに手数料等およびリスクが異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

最終ページに重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。

3/3



東洋証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第121号
日本証券業協会 加入
本社所在地 〒104-8678 東京都中央区八丁堀 4-7-1 TEL03-5117-1040