



# 中国資本市場の 双方向開放におけるいくつかの問題点

資本市場学院 金立揚

2019年7月6日

# 主な内容



- 1 現状
- 2 背景
- 3 いくつかの問題点
- 4 今後の見通し





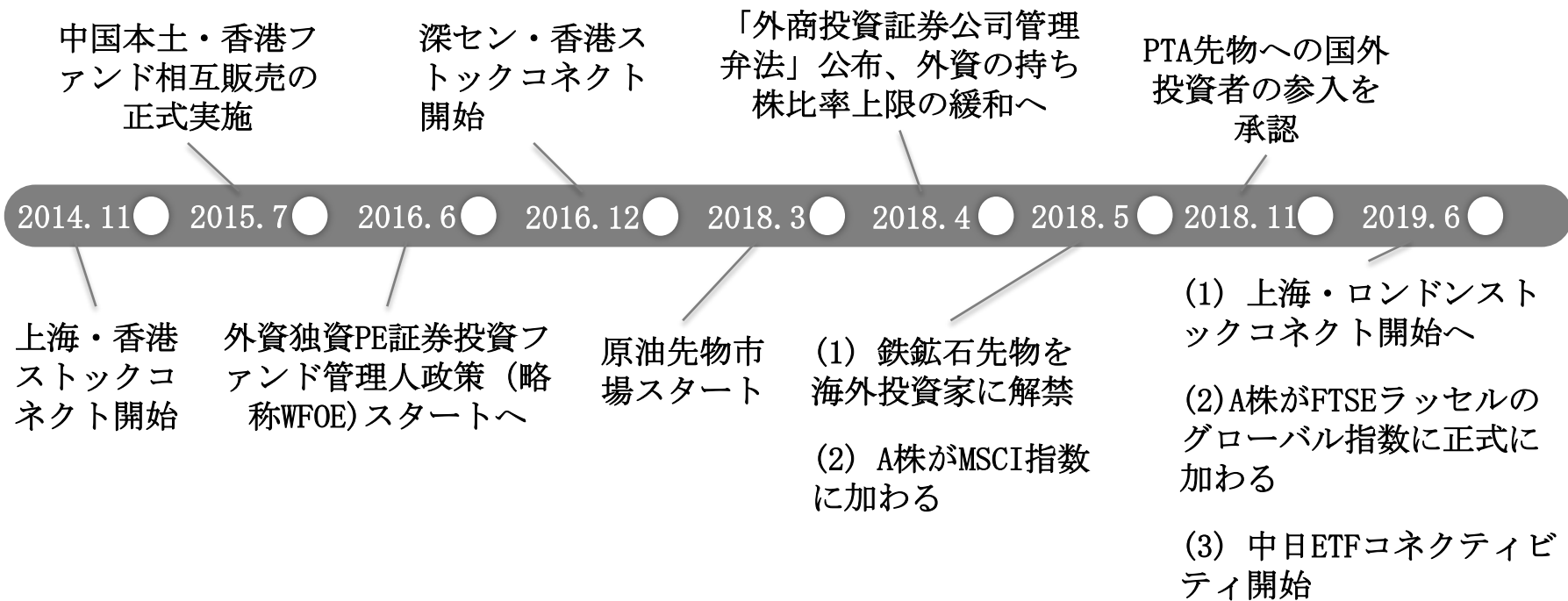
# 一、现状

---





# 資本市場の双方向開放の積極的な推進





## 二、背景

---



## 2.1 より高いレベル、より広い範囲で 対外開放を推し進めている中国



習近平主席：

“

いくつかの重要な取り組みを導入することで、対外開放の新たな局面をいち早く切り開き、高い質での発展を実現するよう努めていく。（G20大阪サミット）

李克強総理：

“

改革開放が始まって40年余り、中国はグローバル分業体制と産業チェーン、イノベーションチェーン、バリューチェーンに積極的に融合し、開放に関する約束を全面的に履行してきている。未来に向かい、中国は全方位的な対外開放を揺ぎなく推し進め、より高いレベルでの開放型経済の発展に力を尽くしていく。（夏のダボス会議）



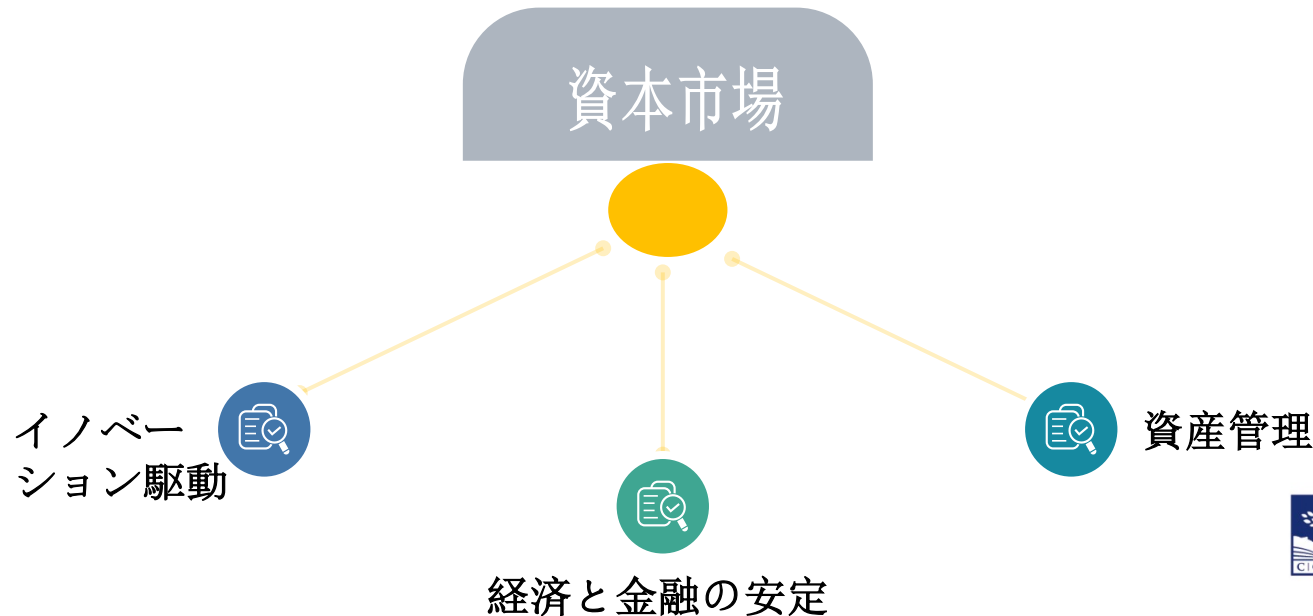
## 2.1 重要度がより認識されつつある資本市場の役割



### □ 資本市場は金融システムの弱み

- ✓ 2018年の新規社会融資は19.26兆元に上る。このうち、企業債が2.48兆で12.9%を占めており、非金融企業の国内株式による調達額は僅か3,606億円で、1.9%しか占めていない。
- ✓ 西南財経大学の家庭金融調査によると、2015年、中国住民家庭財産のアロケーションにおいて、銀行預金が57.75%、現金が17.93%を占めているのに対して、株式、債券とファンドの占める割合はわずか15.45%、1.08%と4.09%に過ぎない。

### □ 資本市場は金融全般に影響を与える存在





## 2.3 全面的に推進中の資本市場改革

- ❑ 目標：規範化、透明性、開放的、活力と強靱性がある
- ❑ 「科創板」（ハイテク企業向け株式市場）を突破口に、資本市場の基礎的制度改革を統括的に推進していく

### 発行・上場制度

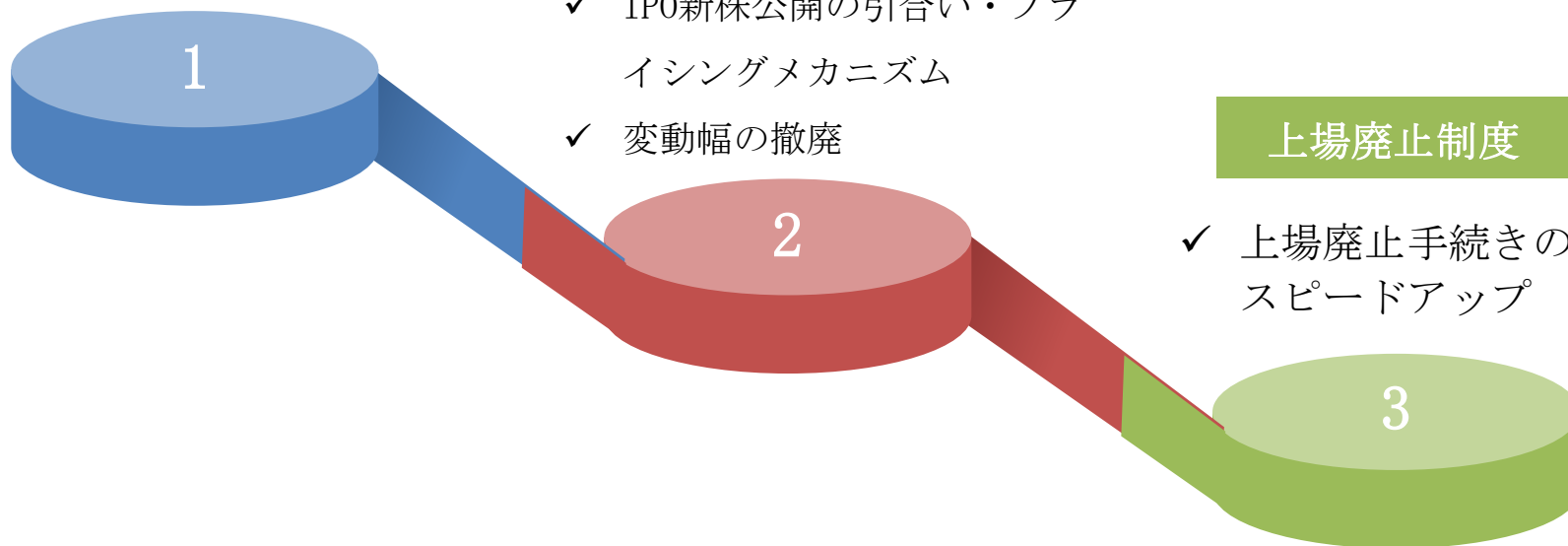
- ✓ 登録制度の導入

### 価格形成メカニズムの改革

- ✓ IPO新株公開の引合い・プライシングメカニズム
- ✓ 変動幅の撤廃

### 上場廃止制度

- ✓ 上場廃止手続きのスピードアップ







### 三、いくつかの問題

---



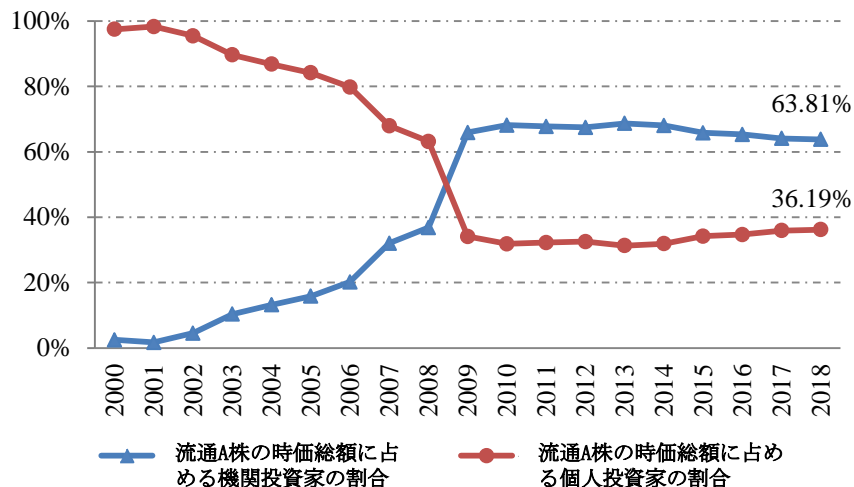


# 3.1 投資家の構成

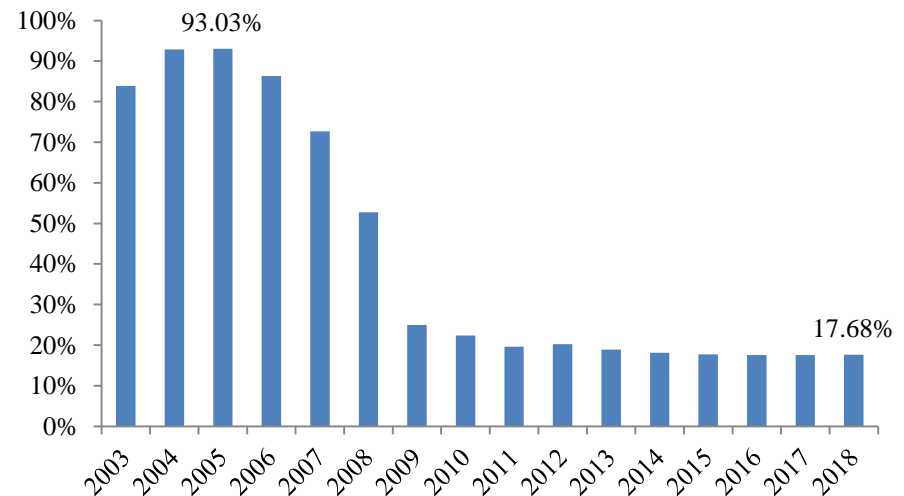
## □ 個人投資家をメインとするマーケット

- ✓ 個人投資家の保有株式が時価総額の30%、取引総額の80%を占める
- ✓ 機関投資家が保有する流通株式の時価総額を見ると、専門的な機関投資家の割合が高くないのが現状

図：個人と機関投資家の流通A株に占める保有株式比率



図：機関投資家が保有する流通株式の時価総額に占める専門機関投資家の割合



注：各種機関投資家の保有株式の時価総額の合計は100%とする。



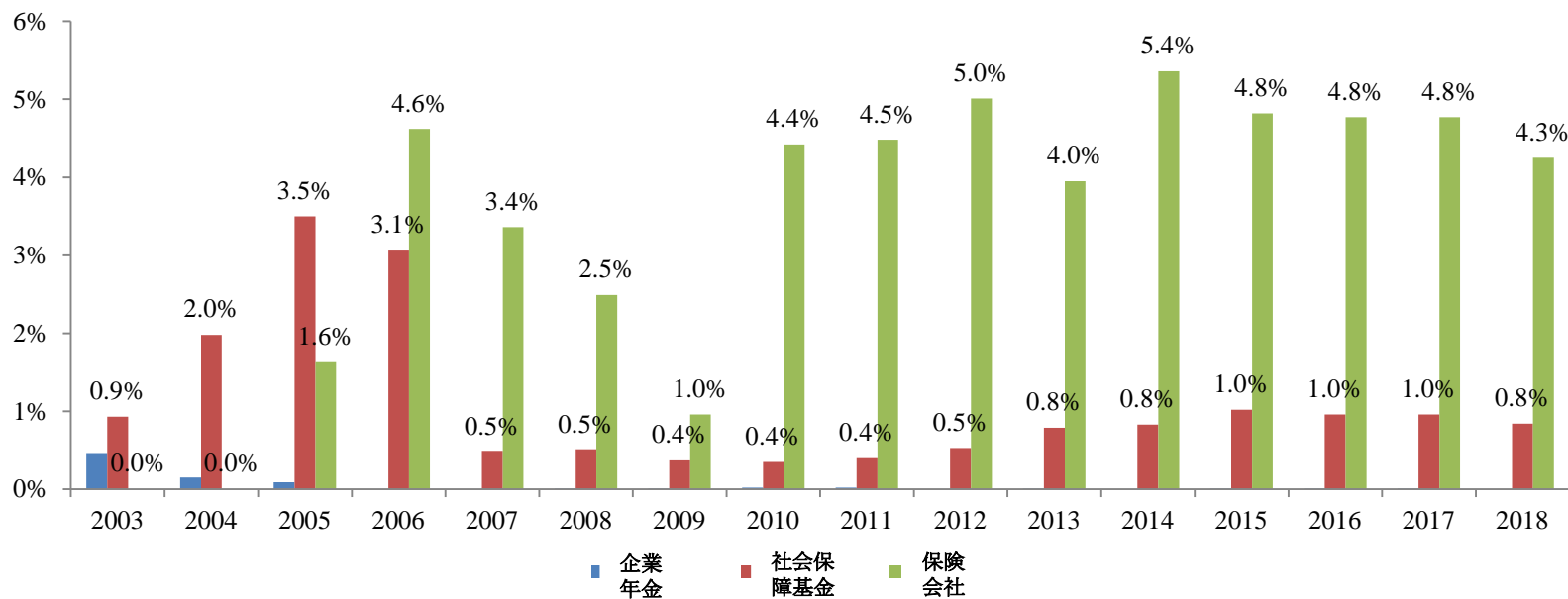


## 3.1 投資家の構成

### □ 目立つ長期資金の不足

✓ 養老金、企業年金と保険資金の比例

図：機関投資家が保有する株式の流通時価に占める長期資金の割合



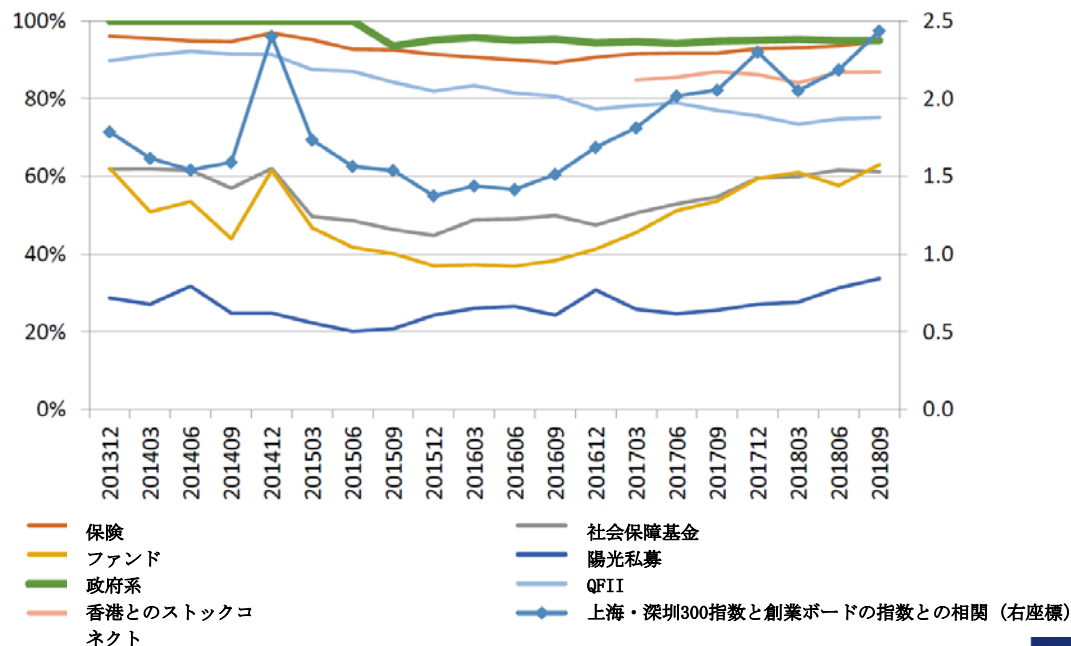
注：各種機関投資家持ち株時価の割合の合計を100%とする。



### 3.1 投資家の構成

- 2019年第1四半期末現在、外資が保有するA株の時価総額は1.68兆円で、全体の3.71%を占めており、保険資金と社会保障基金の保有率（3.29%）を上回って公募ファンド(4.3%)の次につけている。
- 外資がバリュー投資の方向付けに積極的な役割を果たしている

図：各種機関のポジション調整でのCSI300指数構成銘柄保有状況の推移

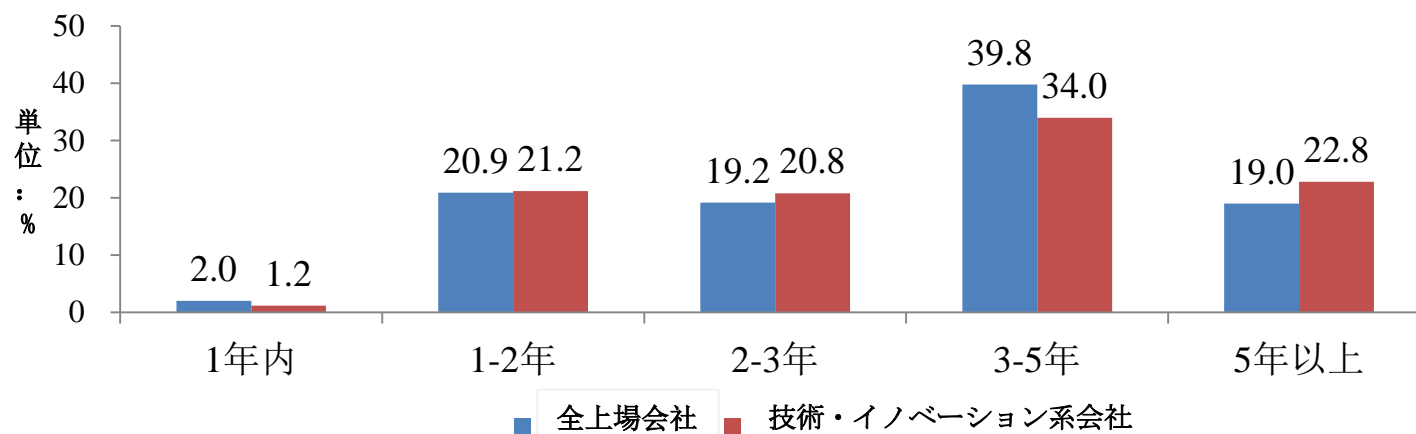


## 3.1 投資家の構成



- プライマリーマーケットもより多くの中長期資金が必要である
  - ✓ 中国ではVC/PEの資金源に占める社会保障基金、公益基金の出資割合がわずか0.5%に過ぎないが、米国では年金の占める比率が32.7%にも達する
  - ✓ 2010-2017年の新規上場会社において、VCの保有期限5年未満のケースが80%以上を占める

図：2010-2017年 IPOまでのPE/VC保有期間分布



出所：Windデータバンク、上海証券取引所『ベンチャーキャピタルによるA株会社投資行動の特徴に関する分析』





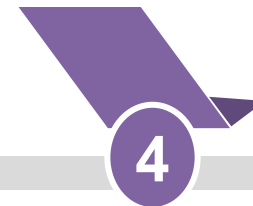
## 3.2 仲介機関

### 専門能力の不足

管理型業務がメインで、プライシング、割当、リスクマネジメントなどのコアとなる能力が

不足している

外資機関の参入が健全な競争環境の形成に資する



### 証券会社の実力はまだ弱い

2018年末現在、証券会社の純資産は1.89兆元を計上している。

中信証券（CITIC証券）の純資産は1,254億元で、ゴールドマンサックス証券の28%に相当する。

ROEは国内の商業銀行や海外の投資銀行より明らかに低い。

外国投資関連のサービス能力の向上が当面の急務





### 3.3 取引決済制度

- 外資の参入が、A株取引制度の改革を促している。その一例が取引停止制度である。
- しかし、A株取引決済モデルは以前として、海外の主流モデルとの間に大きな開きがみられる

A株モデル	海外の主流モデル
株式T+0、資金T+1	DVP（通常はT+2）
直接保有	名義上の保有
変動幅の制限あり	普通は変動幅の制限なし



## 3.4 リスクの防止とマネジメント



取引の監督・管理

伊世頓社の平均注文スピードが1件当たり0.03秒

クロスボーダー  
の監督・管理

2018年9月17日、上海・深圳と香港市場とのストックコネクトにおける中国本土側への投資資金に関するシースルー制度（投資家識別コード制度）が始動。利用者が香港証券取引所にユーザー識別情報（CID）を提供する。香港取引所は関連情報を中国本土の取引所に提出することとなっている。

市場の安定化







## 四、今後の見通し

---





## 易会満証監会主席、陸家嘴フォーラムで明らかにした対外開放措置

- 01 QFIIとRQFIIの両制度の規則改訂を進め、海外機関投資家の中国資本市場への参入の利便性を一段と高める。
- 02 内資・外資一致の原則に基づき、合弁の証券会社とファンド管理会社の海外株主も国内株主と同様に「一参一控」（同一株主が資本参加できる証券会社は2社まで、うち支配株主になれるのは1社までとする監督管理指針）の適用を認める。
- 03 総合証券会社の支配株主の資質要件、特に純資産の要件を合理的に設定する。
- 04 外資系銀行の親銀行の資産規模と業務経験を適切に考慮し、外資系銀行が中国で証券投資・ファンドカストディ業務に従事する場合の参入規制を緩和する。
- 05 H株の「全流通」（H株上場企業の非流通株を流通可能なH株に転換する）改革を全面的に推進する。
- 06 先物市場の開放に持続的に注力し、特定品種の範囲を拡大する。
- 07 外資系PE投資ファンド管理会社が管理するPE商品の上海・香港ストックコネクト（滬港通）と深圳・香港ストックコネクト（深港通）の取引参加の制限を緩和する。
- 08 取引所は、債券市場の対外開放拡大を検討し、海外機関投資家の市場参入チャンネルを拡大する。
- 09 取引所のパンダ債（中国本土で非居住者が発行する人民元建て債券）管理弁法を策定し、海外機関の起債と資金調達利便性を高める。





どうも  
ありがとうございます



资本市场学院  
CHINA CAPITAL MARKET INSTITUTE