

# 中国資本市場開放の歩み、影響と展望

張麗平

2019年7月6日

- 中国資本市場開放の歩み：主要政策のポイント
- 外資参入の現状とその影響：A株市場を例に
- 展望：開放制度の継続性と結果の不確定性

# 中国資本市場開放の歩み：主要政策のポイント

- B株とH株
  - ✓ 1992年2月、人民元特別株式（B株）として初めて、上海真空電子器件股份有限公司B株は上海証券取引所に上場。
  - ✓ 1993年7月、青島ビールは香港市場上場の第1号となり、中国本土企業のH株が誕生した。
  - ✓ 2001年2月19日以降、B株市場は国内投資家に開放された。
  - ✓ 2017年末、H株の「全株流通」は試験的に始動。2018年4月20日、中国証券登記結算有限公司（振替機構）と深圳証券取引所が合同で「H株『全株流通』試験運用実施細則」を制定。
- QFII制度及びRQFII制度
  - ✓ 2002年11月5日、「適格外国機関投資家の国内証券投資に関する管理暫定規則」を公布。適格投資家が与えられた投資枠において人民元建て金融商品（証券取引所で上場、取引されている、国内上場の外資株を除く株式、国債、転換社債及び社債、中国証券監督管理委員会が認めたその他の金融商品）に投資することが認められた。
  - ✓ 2006年8月24日、「適格外国機関投資家の国内証券投資に関する管理規則」を公布。市場参入ハードルを引き下げ、年金基金、慈善基金及びソブリン・ウェルス・ファンド等を増やした。

- ✓ 2011年12月26日、「基金管理会社、証券会社人民元建て適格外国機関投資家の国内証券投資に関するテスト弁法」を公布。中国のファンド管理会社・証券会社の香港子会社が香港で調達した人民元資金を国内証券市場に運用する行為にのみ適用される。
- ✓ 2012年7月27日、証券監督管理委員会は「『適格外国機関投資家の国内証券投資に関する管理弁法』実施に関連する問題についての規定」を公布。QFIIの投資可能分野をさらに拡大した（証券取引所で取引又は譲渡される株式、債券及びワラント債。銀行間債券市場で取引される確定収益商品、証券投資ファンド、株価指数先物その他中国証券監督管理委員会が認めた人民元建て金融商品への投資に加え、新株発行、転換社債発行、増資及び割当増資に応募できる）。
- ✓ 2013年3月1日、「人民元建て適格外国機関投資家の国内証券投資に関するテスト弁法」を公布。RQFIIを、資格の許可を得た後、投資枠を申請し、与えられた枠内で、海外の人民元資金を国内の証券投資に運用する外国機関投資家と定義し、テスト範囲を拡大した。
- ✓ 2016年8月30日、「人民元建て適格外国機関投資家の国内証券投資の管理問題に関する通知」で、人民元建て適格投資家が証券監督管理委員会の資格許可を取得した後、届け出を行うことで、その投資家の資産規模又は管理する証券資産規模を超えない範囲の一定比率の投資限度額を取得してよいと規定した。
- ✓ 2018年6月12日、「適格外国機関投資家の国内証券投資に関する外貨管理規定」及び「人民元建て適格外国機関投資家による国内証券投資の管理問題に関する通知」で、QFIIの月間海外送金制限を撤廃したほか、元金のロックアップ期間をなくし、QFIIとRQFIIの国内投資分に対し、為替のリスクヘッジの実施を認めた。
- QDII制度
- ✓ 2007年6月18日、「適格国内機関投資家の海外証券投資に関する管理テスト弁法」及び「『適格国内機関投資家の海外証券投資に関する管理テスト弁法』実施に関連する問題についての通知」を公布し、適格国内機関投資家の資金募集方法及び資金運用について規定した。

- 国内外の資本市場との相互投資制度
  - ✓ 2014年11月17日、「上海・香港ストックコネクト」スタート。
  - ✓ 2016年12月5日、「深圳・香港ストックコネクト」スタート。
  - ✓ 2017年6月21日、「ボンドコネクト（中国本土と香港）」スタート。
  - ✓ 2019年6月17日、「上海・ロンドンストックコネクト」スタート。
  - ✓ 2019年6月25日、日中上場投資信託（ETF）コネクティビティが始動。上海取引所と東証に相手の市場の株式に関するETFがそれぞれ4本上場し、取引開始。

□ まとめ：中国は資本市場の開放において、発展状況と国内外の投資家ニーズを踏まえつつ、他国の経験を参考にし、長い間慎重な姿勢と漸進的な取り組みを取ってきた。どの国にも言えることだが、資本市場をいきなり、完全に開放してしまつては、国内経済が大きな外部リスクに晒される。関連政策が集中的に公布されるようになった2016年以降、中国の資本市場の開放は一気に加速した。これは、資本市場制度の整備・完全化、域外インパクトに対応する能力の向上、市場融合に対する国内外投資家の期待の高まりの結果である。

# 外資参入の現状と影響：A株市場を例に

- 現状1—規模が急速に拡大しているものの、全体に占める割合は小さい：2019年3月末時点で、海外機関投資家及び個人投資家が保有する国内人民元株式は1兆6,800億元で、A株市場の時価総額に占める割合は約3%と、日本（31.3%、2017年末時点）、中国台湾（38.3%、2018年末時点）、韓国（32.9%、2013年末時点）を大きく下回る。

➤ 影響：現在、外資がA株市場に与える直接的な影響は限定的

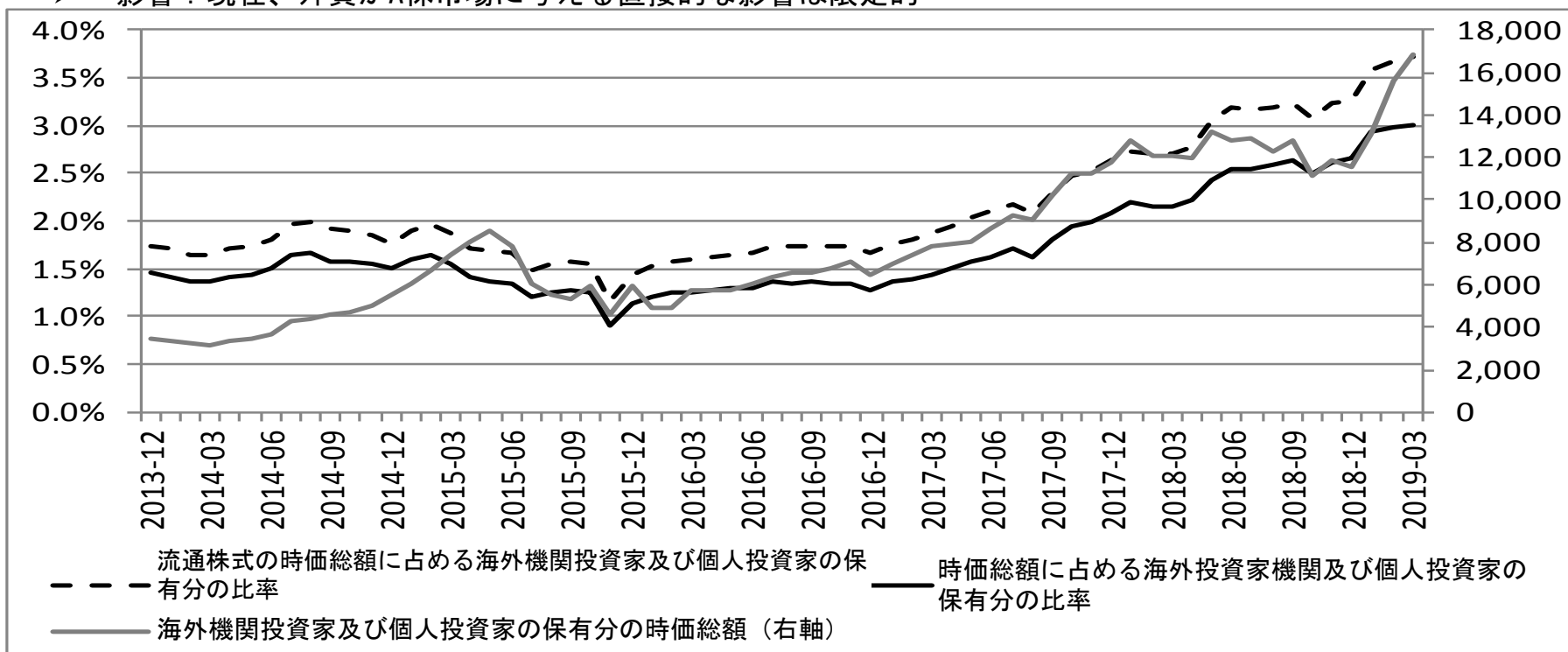
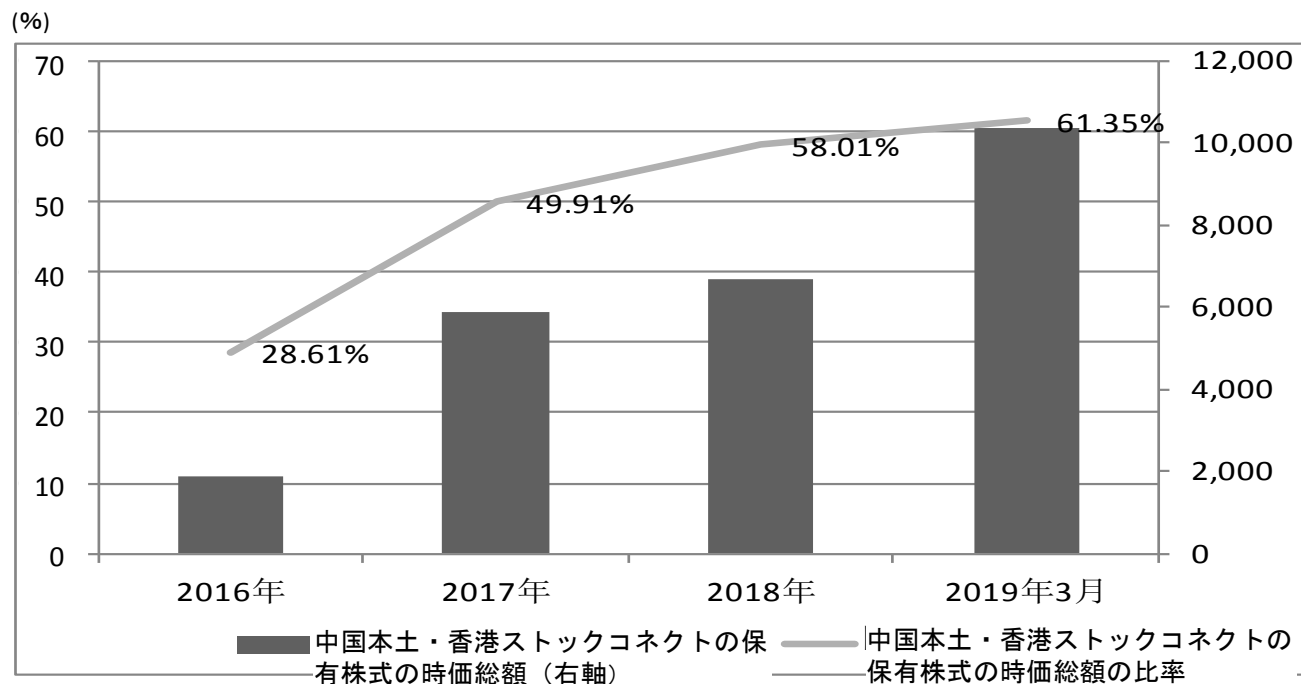


図1：海外機関投資家及び個人投資家の保有株式の時価総額とA株全流通株式の時価総額及び時価総額に占める割合  
出所：Wind。

- **現状2—中国本土・香港のストックコネク트가主なルート**：ストックベースで、海外の機関投資家及び個人投資家の保有株式の時価総額に占める中国本土・香港のストックコネク트가分の比率は、2016年末時点の28.6%から2019年3月末の61.4%までに急成長した。モルガン・スタンレーの試算によると、2018年にA株市場に流れ込んだ海外資金は総額で490億米ドルに迫り、そのうち上海・香港ストックコネク트가の寄与率が90%を超えたのに対し、純流入額447億米ドルのうち、QFIIが39億米ドルにとどまった。
- **影響**：中国と海外資本市場との相互乗入れの効果は顕著に表れ、ここに開放政策の重点を置くべき。



**図2：中国本土・香港ストックコネク트가の保有株式の時価総額（億元）と海外機関投資家及び個人投資家の保有株式の総額に占める割合**

出所：Wind。

- **現状3—海外資金の保有銘柄の集中化：時価総額が比較的大きく、ROE・流動性がよい優良株**
- **影響：コアアセットのプライシング能力が向上し、投資家マインドをある程度誘導し、バリュー投資に向かうよう投資家を促す。**

表1：流通株の時価総額に占める中国本土・香港ストックコネクト分の割合と内訳

保有株式比率	上海・香港ストックコネクト		深圳・香港ストックコネクト	
	銘柄数	保有株式に占める比率	銘柄数	保有株式に占める比率
<b>2%以下</b>	<b>738</b>	<b>19.28%</b>	<b>991</b>	<b>17.42%</b>
<1%	619	8.63%	861	6.65%
1-2%	119	10.65%	130	10.77%
<b>2%以上</b>	<b>109</b>	<b>80.72%</b>	<b>135</b>	<b>82.58%</b>
2-5%	69	16.65%	85	16.53%
5-10%	25	41.47%	39	36.24%
10-15%	13	17.40%	7	26.79%
>=15%	2	5.20%	4	3.02%
<b>合計</b>	<b>847</b>	<b>100.00%</b>	<b>1126</b>	<b>100.00%</b>



# 展望：開放制度の継続性と結果の不確定性

- 開放制度の継続性：
  - ✓ 習近平・中国共産党中央委員会総書記は、「金融改革開放の任務を着実に実現しなければならない」と強調
  - ✓ 最近では証券監督管理委員会が、9つの開放措置を相次いで発表
- 1. QFII/RQFII制度・規則の改善を推進。QFII、RQFIIの参入基準の一本化、投資範囲の拡大、投資運用の利便性向上、監督管理の強化などにより、海外機関投資家が中国資本市場に参入しやすいよう環境整備。
- 2. 内国民待遇の原則に基づき、合併証券会社及び基金管理会社の海外株主にも「株式支配と資本参加が一社ずつ（同一株主が資本参加できる証券会社は2社までで、うち支配株主になれるのは1社とする監督管理指針）」という権利を付与。
- 3. 内国民待遇の原則に基づき、総合系証券会社の支配株主の純資産要求を適正化。
- 4. 外資系銀行の本店の資産規模及び業務経験を適切に考慮し、外資銀行による中国における投資信託のカストディアンビジネスへの参入制限を緩和。
- 5. H株の「全流通」改革を全面实施。
- 6. 先物市場をよりオープンにし、特定品目の範囲を拡大。
- 7. 外資私募証券投資基金が管理する私募商品が「中国本土・香港ストックコネクト」での取引に参加できるよう規制緩和。
- 8. 取引所債券市場の対外開放の拡大を検討し、海外機関投資家が取引所債券市場に参入するチャンネルを拡張。
- 9. 海外機関が起債しやすいように、取引所パンダ債管理規則の制定を検討

- 結果の不確定性
- ✓ 楽観要因：中国経済及び市場のパフォーマンスを期待。中国の開放政策の押上効果。
- MSCI、FTSEラッセル、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス等の主要グローバル指数への組み入れ、または構成比率の引き上げに加え、JPモルガン・チェース及びブルームバーグ・バークレイズ指数もA株の組み入れを検討している。
- モルガン・スタンレー社は、2019年はA株市場に流れ込む外資が記録を更新し、流入規模が700～1,250億米ドルに達することもありうると予測。
- ✓ 悲観要因：中米貿易摩擦
- 日米貿易摩擦
- ルサール社事件
- . . . . .
- 総括：①外部からのインパクト（金融リスクの越境伝染や貿易摩擦）の有無に関わらず、中国資本市場の対外開放は続く。②中国の改革開放への参加は、海外投資家が中国発展のメリットを享受する唯一かつベストの方法である。③投資の意思決定がもたらす結果は重大であるため、慎重に検討する必要がある。④以上はあくまで私見であり、ご参考になれば幸いである。

有難うございます！