

経済マンスリー [論文]

上海・香港市場の相互開放で新たなステージを迎える中国の株式市場改革

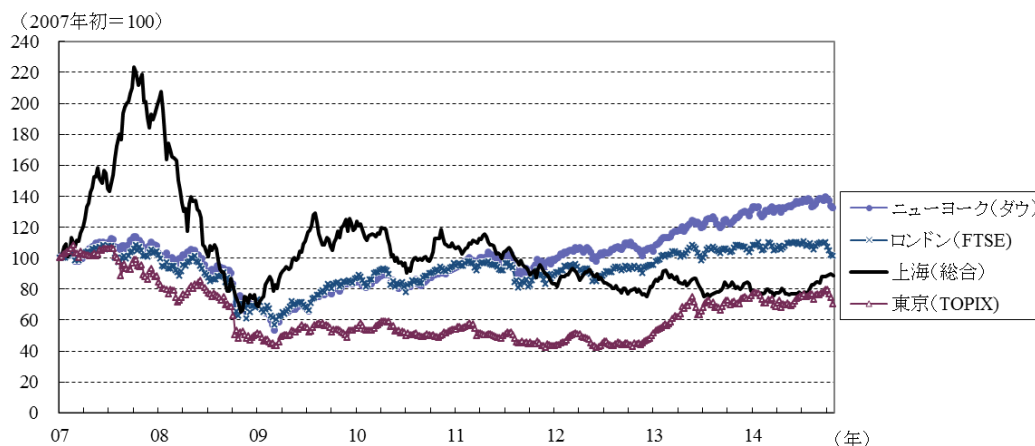
【要旨】

- ◇ 中国の株式市場は国有企業の資金調達を主目的に実験的な位置付けで導入され、独自のシステムの下で一般投資家の利益が軽視される傾向にあったため、高度経済成長にもかかわらず、株安が続いてきた。しかし、政府は 2000 年代半ば以降、市場の信頼性・利便性を高めるための改革を進め、習近平政権発足後はさらなる改革加速の様相を呈している。
- ◇ 市場で取引できない「非流通株」を解消し、流通株に転換する改革はほぼ完了しつつあるものの、その売却は進んでおらず、大株主による上場企業への支配力はさほど衰えていない。こうしたなかで、市場への信頼を高めるため、上場審査の適正化や不適格企業を淘汰する上場廃止制度の整備が進められている。
- ◇ 政府は株式市場の機能向上のために海外で一般化している商品や取引システムの導入にも積極的に取り組むようになっており、優先株の導入、中小企業向け店頭市場の創設に加え、信用取引の規制緩和、保険会社による株式投資上限の引き上げ、REIT の認可などが実施された。
- ◇ 株式投資において中国の内外を隔てる障壁は依然として極めて高く、機関投資家を通じた小規模な開放にとどまってきたが、2014 年に上海と香港の株式市場の相互開放という形で個人投資家による投資の道が開かれるという画期的な新政策が打ち出された。
- ◇ 上海と香港の相互開放は中国にとって外国投資家を呼び込み、株価の回復を促す好機といえるが、これをグローバルスタンダードに耐える市場まで進化させる機会として活かし得るかは中国における資本市場改革の中核ともいえる挑戦となる。それだけに、中国の株式市場が相互開放後も改革と市場整備を進め、内外投資家の期待に応えられるか、注視していく必要がある。

1. 株式市場にも及ぶ習近平政権の改革路線

中国の経済規模拡大に伴い、株式市場も世界的な関心を集めるようになってきた。中国の株価の動きは世界の主要市場の動きと異なることが多い。確かにリーマン・ショック以降の株価下落は中国でも顕著であったが、これに先んじて 2008 年初頭から株および不動産バブルを警戒する中国当局による金融引き締めという中国固有の要因に基づく急落が始まっていた。その後、経済危機対策として大幅な金融緩和に転じると、中国の株価は世界に先駆けて反発したが、高度経済成長期終焉の兆しがみえた 2011 年頃から緩やかな下落基調に入った。足元の株価はやや上昇しているものの、なお 2007 年初を下回り、2007 年初を基準とした米国・英国の水準よりも低位にある。2007 年と比較した 2013 年の経済規模は米英両国の 1.1~1.2 倍に対して中国は 2.1 倍にも拡大しているという大幅な成長格差を考えると、違和感を覚えるほどの株安水準といえなくもない（第 1 図）。

第 1 図：中国と世界の主要株式市場の株価



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

この背景には、90 年代初頭に開設された中国の株式市場において市場で取引できない「非流通株」が大勢を占めるという極めて独自のシステムが採用され、結果的に、一般投資家の利益を損なってきたことがあると考えられる。しかし、2000 年代半ば以降、非流通株解消に加え、市場の信頼性・利便性を高めるための改革が進展し、習近平政権発足後はさらなる改革加速の様相を呈している。

2013 年 11 月の中央委員会第三回全体会議（三中全会）で公表された「改革の全面的な深化に関する若干の重大な問題に関する決定」は政治・経済・社会と広範な分野に及ぶ習政権の改革のアウトラインを示す重要文書であるが、「金融市場システムの整備」の節で、様々なレベルの資本市場システムの健全化、株式発行制度の登録制に向けた改革、多様なルートを通じたエクイティファイナンスの推進、債券市場の発展、直接金融のシェア拡大が盛り込まれた。

同決定における資本市場改革を具体化したのが、2014 年 5 月 9 日の国务院（政府）の「資本市場の健全な発展促進のための意見」である。同意見は 2004 年に発表された資本市場改革同様 9 条から構成されているため、新 9 条意見と呼ばれる。登録制移

行のための情報開示義務の強化の一方、上場廃止制度の改善、既存の株式市場における新たな取引手法や商品の導入、M&A への貢献などの政策方針が提示された。さらに、同月 15 日、中国証券監督管理委員会（証監会）は「証券経営機関の革新的発展を一層推進することに関する若干の意見」を発表した。新 9 条意見を実現し、証券業界の競争力を高め、証券会社の革新的発展を促進するという目的で、その内容は、①投資銀行の育成、②新たな業務・商品の導入、③監督管理手法の転換に大別され、改革プランが提示されている。習政権の改革路線は株式市場改革についても、大幅なステージアップを促す兆しをみせている。

2. 市場の信認回復に向けた改革の動き

中国における株式市場導入の経緯について敷衍しておくとして、90 年に上海、91 年に深圳に証券取引所が開設されたが、その主目的は国有企業の新たな資金調達源の確保であり、社会主義下の実験的な位置付けであった。このため、極めて独特のシステムが採用された。まず、中国人投資家向けに人民元建てで取引される A 株と外国投資家向けに外貨建てで取引される B 株という 2 つの形に分けられた。さらに、国家が保有する国家株、法人が保有する法人株などの非流通株が全体の 3 分の 2 を占め、残る 3 分の 1 のみが流通株として株式市場における取引対象となった（第 1 表）。これには、上場した国有企業に対し、一般投資家である流通株主よりも国家や法人（主として国有企業）等の非流通株主に強い支配権を維持させようとする政府の意向が反映されたものと考えられている。

第 1 表：中国の株式構成（時価総額）

（億元）

	株式全体			A株									B株		
				メインボード			中小企業ボード			創業版			メインボード		
	うち流通株		シェア (%)	うち流通株		シェア (%)	うち流通株		シェア (%)	うち流通株		シェア (%)	うち流通株		シェア (%)
2000	48,091	16,088	33.5	47,456	15,567	32.8	0	0	0.0	0	0	0.0	635	561	88.3
2001	43,522	14,463	33.2	42,246	13,343	31.6	0	0	0.0	0	0	0.0	1,277	1,119	87.6
2002	38,329	12,485	32.6	37,527	11,710	31.2	0	0	0.0	0	0	0.0	803	764	95.2
2003	42,458	13,179	31.0	41,520	12,295	29.6	0	0	0.0	0	0	0.0	937	872	93.0
2004	37,056	11,689	31.5	35,896	10,892	30.3	413	120	29.0	0	0	0.0	746	686	92.0
2005	32,430	10,631	32.8	31,329	9,829	31.4	482	185	38.5	0	0	0.0	620	600	96.7
2006	89,404	25,004	28.0	86,099	22,972	26.7	2,015	724	35.9	0	0	0.0	1,290	1,233	95.6
2007	327,141	93,064	28.4	313,941	86,703	27.6	10,647	3,824	35.9	0	0	0.0	2,553	2,538	99.4
2008	121,366	45,214	37.3	114,297	41,746	36.5	6,270	2,673	42.6	0	0	0.0	800	795	99.4
2009	243,939	151,259	62.0	223,644	141,653	63.3	16,873	7,504	44.5	1,610	299	18.6	1,812	1,803	99.5
2010	265,423	193,110	72.8	220,491	172,761	78.4	35,365	16,150	45.7	7,365	2,006	27.2	2,202	2,193	99.6
2011	214,758	164,921	76.8	178,447	146,631	82.2	27,429	14,344	52.3	7,434	2,504	33.7	1,448	1,442	99.6
2012	230,358	181,658	78.9	191,240	160,504	83.9	28,804	16,244	56.4	8,731	3,335	38.2	1,582	1,575	99.6
2013	239,077	199,580	83.5	185,148	164,153	88.7	37,164	25,544	68.7	15,092	8,219	54.5	1,674	1,664	99.4

（資料）上海・深圳証券取引所統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

（1）非流通株改革

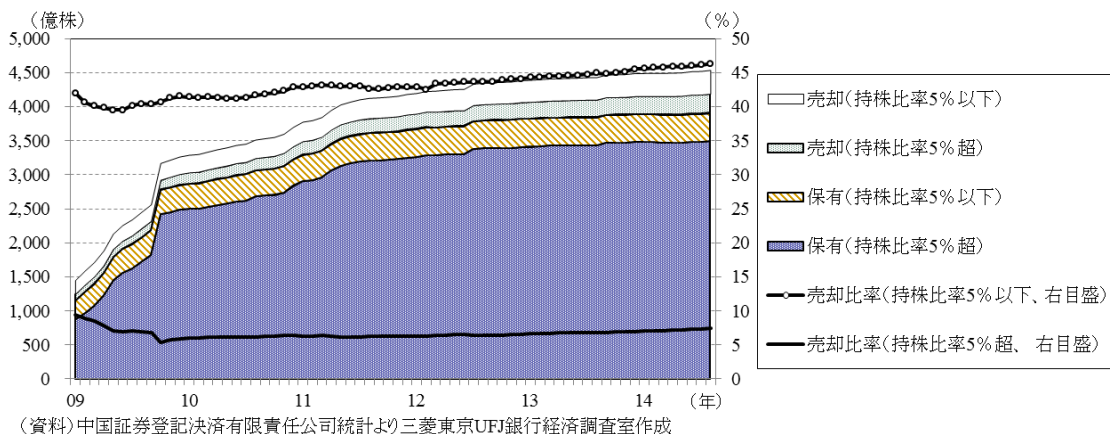
こうして調達サイドの論理に基づき導入された非流通株が全体の 3 分の 2 も占めたことで運用サイドの利益は軽視される傾向にあった。非流通株主である企業が、支配権を有する上場企業の資産流用などで上場企業の価値を毀損し、上場企業ならびに流

通株主である一般投資家の利益を損なうケースが少なくなかった。また、株価が全体の3分の1に過ぎない流通株の需給に基づいて形成されたため、非流通株の流通を可能とする制度変更があれば、値崩れするリスクを内包していた。実際、2001年に政府が非流通株である国家株の一部売却に踏み切ると、その後、長期に渡り、高成長下の株安という異例の事態が続いた。

この反省を踏まえ、2005年から非流通株改革が再始動した。その際には、株式の需給不安を招かないように売却制限¹など制度設計に細心の注意を払い、ほとんどの上場企業が2006年中に改革を終えた。なお、2006年以降、新規上場会社の株は全て流通株であるが、支配株主やその他発起人等については売却禁止期間が設定されている。

非流通株のうち、売却凍結期間を経て売却解禁に至った株の比率は2009年に入り急速に高まり、2014年8月には88.9%に達している。ただし、元の非流通株主のうち、売却解禁となった株を売却しているのは専ら持株比率5%以下の株主で、持株比率5%超の大株主による売却比率は7.4%にとどまっている（第2図）。このため、売却解禁株の大量売却による株価下落リスクは顕在化しなかった反面、大株主による上場企業への支配力はさほど衰えていない。こうしたなかで、市場の健全性をいかに高め、一般投資家の信頼を回復するかは未だに大きな課題となっている。

第2図：非流通株改革の進捗状況（累積ベース）



(2) 株式発行制度改革

非流通株主のみならず、上場企業の適格性も長く問題視されてきた。その対策の一つに上場審査・発行体制の整備がある。近年は新株発行価格が割高に設定され、結果として、発行価格 PER も高くなり、予定調達額を大幅に超過するという問題（発行価格、発行価格 PER、調達額の高止まりという意味で「三高」と呼ばれる）が浮上し、政府は取り組みを強化してきた。

三高問題は、もともと、2009年に深圳証券取引所に開設された創業板に端を発している。創業板は新興企業育成のためのハイリスク・ハイリターン市場という位置付

¹ 非流通株改革に際して、証券監督管理委員会（証監会）は株式の需給不安に配慮し、1年間の売買凍結や大株主に対する売却制限などを実施。

けなので、成長期待ゆえに PER が高水準となるような発行価格が設定された。ところが、これに倣って、メインボードや中小企業ボードに上場する企業も発行価格を高めに設定するようになった結果（第 2 表）、上場初日の公募割れが増え、計画を超過した調達資金の浪費や遊休化も問題となった。

第 2 表：中国の市場別 PER

(倍)

	メインボード		中小企業ボード		創業板	
	平均	発行価格	平均	発行価格	平均	発行価格
2000	57.3	28.6	未開設		未開設	
2001	38.5	30.5				
2002	35.3	19.1				
2003	36.4	17.9				
2004	24.3	17.3	31.3	17.1		
2005	16.2	20.8	24.5	20.7		
2006	33.0	18.6	42.0	24.4		
2007	60.3	38.4	85.1	28.3		
2008	14.7	31.4	25.0	26.6		
2009	31.1	46.5	51.0	45.4		
2010	23.1	39.1	56.9	54.6	78.5	70.5
2011	13.7	39.4	28.3	43.9	37.6	53.0
2012	13.1	23.4	25.4	28.7	32.0	33.6
2013	10.7	IPOなし	34.1	IPOなし	55.2	IPOなし

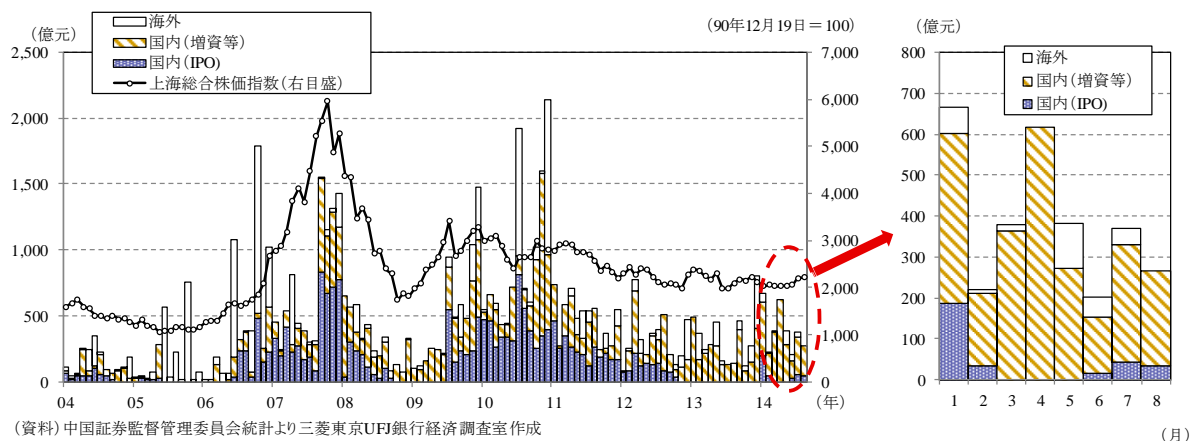
(資料) 中国証券監督管理委員会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

これを憂慮し、証監会は 2012 年 4 月「新株発行体制改革のさらなる深化に関する指導意見」を発表し、発行価格 PER がすでに上場している同業他社の平均 PER より高い場合の説明義務、発行価格の再検討、予想利益未達の際の問責など、発行価格のつり上げを回避するための措置を示した。

これにとどまらず、証監会は 2012 年 12 月以降の IPO を凍結し、発行制度の整備に着手した。2013 年 11 月に発表した「新株発行体制改革のさらなる推進に関する意見」では、①新株発行による調達額が計画を上回った場合、新株発行増ではなく、旧株の譲渡で対応すること（これにより、調達額自体は計画通りとなる）、②上場後 6 カ月間、株価が低迷を続けた場合、売却禁止期間を 6 カ月延長すること、③発行価格決定の際には購入申し込み価格の上位 10%以上を除くこと——など発行価格の抑制につながる施策を多く盛り込んだ。

証監会は 2014 年 1 月 12 日にはサンプリング調査を通じて PER が高水準になるような発行価格を設定したケースに対する監督を強化する方針を緊急告知し、16 日には機関投資家として信託会社、資産運用会社、証券会社など 44 社、引受業者として証券会社 13 社を調査対象として公表した。こうした周到な準備の末、17 日からようやく IPO 再開に踏み切ったが、1 月に 43 社が集中上場となって物議を醸すと、3 月には再び IPO を凍結した（第 3 図）。証監会はその後、IPO の大規模な検査を行い、6 月に同月から年末までの IPO を約 100 社と定めて、IPO を再開した。

第3図：株式市場における資金調達



さらに、証監会は同月、年末までに株式発行を認可制から登録制に移行する改革について具体案を発表する方針を示した。これは前述の通り、習政権の改革指針である三中全会の決定のなかに盛り込まれていたものであり、海外では、三中全会の少し後に発表された「新株発行体制改革のさらなる推進に関する意見」ですでに登録制へ移行したかのような報道もあったが、同意見は認可後の発行のタイミングを発行企業の自主性に任せたにとどまっており、登録制にまで踏み込んだわけではなかった。

(3) 不適格企業の淘汰

株式市場における投資適格性を確保するうえで上場審査の適正化が重要であるのは当然ながら、加えて、不適格企業の淘汰のための制度整備も不可欠である。2012年には、上海・深圳の両証券取引所において、上場廃止基準の強化が決定され、3年連続赤字で上場暫定停止、4年連続赤字で上場廃止という従来からの基準に、①純資産(3年連続マイナス)、②売上高(3年連続1,000万元未満)、③売買高(連続120営業日累計500万株未満)、④終値(20営業日連続額面未満)——等に関する基準も加えられた。こうしたなか、2012年12月、深圳証取は長く取引停止となっていた2社を正式に上場廃止とした。一方、上海証取は2014年4月、中国長江航運集団南京油運の上場廃止を決定した。上海証取としては7年振りの上場廃止であった。

さらに、2014年7月、証監会は「上場廃止の改革と厳格実施に関する若干の意見」を発表し、パブリックコメント聴取を経て、10月に正式に公布した。同意見は、IPOや決算報告における虚偽記載などの規律違反を中心に強制的な上場廃止の対象を拡大し、上場廃止の執行も厳格に行うことを規定した。一方、業績が悪化した企業が強制的な上場廃止基準に達する前に自主的に上場廃止に踏み切った場合、業績改善の際の優先的な再上場などの優遇措置を導入し、企業の選択肢を広げた。約2,700社の上場企業のうち、これまで上場廃止となったのはわずか78社で、制度の不備や当局の

消極的なスタンスが指摘されてきたが、同意見を機にどこまで改善されるか、注目されよう。

なお、上場企業の買収によって審査を受けることなく上場を果たす裏口上場については、証監会は2013年11月の「裏口上場審査におけるIPO基準の厳格な適用に関する通知」において、メインボードではIPO同様の条件・基準を厳格に適用する一方で、創業板では裏口上場を禁止とした。

3. 多様な商品・取引システムの導入による機能向上への取り組み

政府は株式市場の機能向上のために海外で一般化している商品や取引システムの導入にも積極的に取り組むようになってきている。

(1) 優先株の導入

2013年11月30日、国務院は「優先株の試験的展開に関する指導意見」を発表、優先株の試験導入を提起した。優先株は配当や剰余財産の分配において普通株よりも優先される反面、議決権を制限される。同指導意見に基づき、政策の実施に当たる証監会は、同日、優先株導入の意図について、株式と債券の中間に当たる優先株は、国際的な自己資本比率規制であるバーゼルⅢに対応する銀行の自己資本拡充、国有企業改革、企業の合併再編など、現在、中国が直面する多くの課題にとって有効な解決手段として機能するとの期待を示した。

さらに、同年12月26日、中国の証券保管振替機関である証券登記決算有限責任公同司は銀行の理財商品（資産運用商品）の投資対象として証券取引所で優先株を取得することを認める規則を発表した。銀行による普通株の取得は禁じられているが、優先株については銀行の理財商品を通じて、より広範な投資家による取得の道を開いた。

2014年3月21日、証監会は国務院の指導意見に従って、「優先株試行管理法」を発表した。公開発行が可能なのは上場会社のみで、①上海総合指数50の構成銘柄企業による発行、②他の上場企業に対するM&Aの支払手段とするための発行、③減資を目的とした普通株の買戻しの支払手段とするための発行——という3つのケースに限定される。非公開発行は上場企業・非上場企業ともに可能であるが、同管理法が規定する適格投資家に対してのみ発行することができ、発行対象は最大200人に制限される。銀行を中心に優良企業の資本拡充に加え、新たな投資家ニーズの掘り起こしを通じた株式市場の活性化にも資すると期待されている。

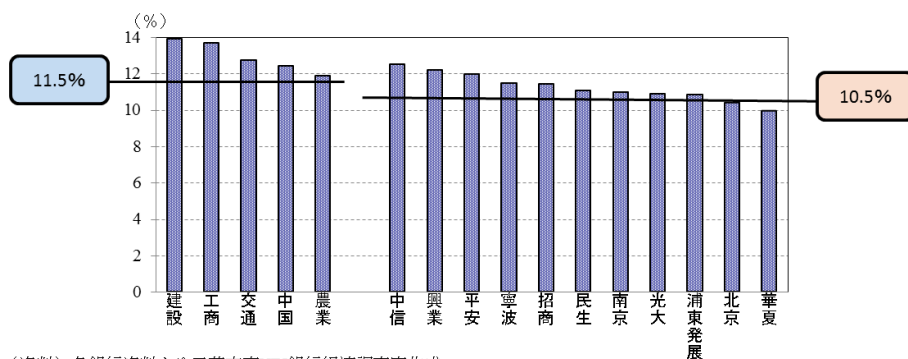
さらに、同年4月18日、銀行業監督管理委員会（銀監会）と証監会は連名で銀行の中核的自己資本（Tier1）補充のための優先株発行に関する細則を発表した。銀行は銀監会に続き、証監会の認可を受けた後、優先株発行が可能となり、非上場銀行については店頭取引市場「新三板」（全国中小企業株式譲渡システム、次項で詳述）を通じて優先株の取引が可能となる。

4月24日には銀行に先行して、民間のガス・石炭採掘会社、広匯能源が5,000万株の優先株発行で50億元を調達する計画を発表した。次いで、4月末に中堅上場銀行で

ある上海浦東発展銀行が3億株で300億元の調達計画を発表すると、その後も中国農業銀行、中国銀行、興業銀行、平安銀行、中国工商銀行と上場銀行による優先株の発行計画の公表が相次ぎ、合計の調達計画額は3,400億元にのぼる。9月15日、中国農業銀行と中国銀行が証監会の認可を受けたことを公表した。

バーゼルⅢに合わせて、中国では自己資本比率を2018年末までに大手行（中国工商銀行、中国建設銀行、中国農業銀行、中国銀行、交通銀行）は11.5%、その他銀行では10.5%に引き上げることになっており、すでにほとんどの銀行は達成済みであるとはいえ、バッファが乏しい銀行もある（第4図）。また、「グローバルなシステム上重要な銀行」の自己資本比率は16~20%まで引き上げられる見込みが報じられており、それに選定されている工商銀行、中国銀行は安閑としてはられない。こうしたなかで、普通株、劣後債に加え、優先株の導入はかねてからの銀行の要望によりやく応えたものであった。

第4図：上場銀行の自己資本比率（2014年6月）



（資料）各銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

（2）全国中小企業株式譲渡システムの開設

中国では店頭市場として、2001年に株式譲渡代行システムが正式に発足した。取引所市場におけるメインボード、中小企業ボードは一板市場、創業板は二板市場と呼ばれるのに対し、この店頭市場は三板市場と呼ばれ、非流通法人株や上海・深圳証取で上場廃止となった株式の取引が行われていた。三板市場は、IPO、増資など資金調達機能はなく、取引銘柄も魅力に乏しかったことから、小規模にとどまり、存在感も薄かった。

その後、店頭市場をハイテク新興企業の育成に活用しようとする機運が高まり、2006年に北京の中関村サイエンスパークが証監会、深圳証取などと協力して、新たな株式譲渡代行システムを設立した。これは新三板市場と呼ばれ、これに対して、従来の三板市場は老三板市場と称されるようになった。新三板市場は第三者割当増資による資金調達が可能となったが、登録企業は中関村サイエンスパークに限定されたものであった。

この新三板市場を地域限定の市場から全国的な市場に改組する動きが出てきた。この背景には、近年の金融引き締めの下で中小企業の資金難が深刻化するなか、新たな資金供給ツールの必要性が指摘できよう。2013年1月16日、中小企業向け店頭市

場として全国中小企業株式譲渡システムが正式に開始となり、新三板市場という呼称を引き継いだ。

同システムへの登録に当たっては利益や資産の要件がなく、また、引受証券会社が審査のうえ、登録推薦を行い、証監会の審査を要しないというハードルの低さから、登録企業は2013年の開設当初の約200社から2014年9月末時点で新三板市場の58社を含め、1,153社にまで膨らんでいる（第3表）。調達額は2014年1～9月で93億元と2013年通年の10億元から急増しているとはいえ、メインボードや創業板に比べれば、未だにごく小規模にとどまっている。しかし、これらの市場では株価低迷や制度改革の影響で、しばしばIPOが凍結され、また、証監会のIPO審査に時間がかかり、2014年10月10日時点で599社（メインボード260社、中小企業ボード126社、創業板213社）が審査待ちリストに挙がっている。こうした状況では新三板市場の発展に期待するところは大きい。

第3表：中国の株式市場別の概要

	第一板	第二板	第三板
	メインボード、中小企業ボード	創業板	全国中小企業株式譲渡システム
営業実績	上場申請前に3年以上の株式有限会社	上場申請前に3年以上の株式有限会社	登録申請前に2年以上の株式有限会社
利益条件	①および② ① 直近3年連続の利益計上、かつ、3年間累計で純利益3,000万元以上。 ② 直近3年累計で営業キャッシュフロー5,000万元以上、もしくは、営業収入3億元以上。	①ないし② ① 直近2年連続の利益計上、かつ、累計額1,000万元以上、かつ、持続的に増 ② 直近1年の利益計上、かつ、純利益500万元以上、直近1年の営業収入5,000万元以上、直近2年の営業収入増加率がともに30%以上。	なし
株式資本総額	株式発行前で3,000万元以上。	発行後で3,000万元以上。	なし
純資産	なし	発行前で2,000万元以上。	なし
業務	なし	主として1種類の業務を営んでいること。	主要業務が明確であること。
上場(登録)企業数	2,260	392	1,153
調達額(億元、2014年1～9月)	2,590(1～8月)	331	93

(資料)各取引所資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) その他の市場活性化策

優先株や新三板市場以外にも様々な規制緩和や新商品の導入が進められている。2010年に解禁された信用取引においては、2012年8月に証券会社11社に対し、機関投資家から資金を借り入れ、信用取引を行う顧客に転貸することが認められるようになった。2013年2月には、証券会社11社は株式についても、同様に機関投資家から借り入れ、信用取引を行う顧客に転貸できることとなった。さらに、同年9月には19社にも同じ業務が認められ、対象銘柄も87から287に拡大された。

また、主要機関投資家である保険会社による株式投資規制も緩和されつつある。保険監督管理委員会は2014年1月7日、保険会社による創業板への投資を解禁し、2月19日には保険会社による株式投資上限を従来の25%から30%に引き上げた。

2014年4月には最大手である中信証券の上場不動産投資信託(REIT)が初認可され、5月21日に深圳証券取引所に上場された。これは前述の「証券経営機関の革新的

発展を一層推進することに関する若干の意見」で提起された改革の一つで、不動産投資信託ファンドの制度体系の構築を検討するという方針に基づくとみられている。不動産市場への新たな資金流入ツールの導入は足元で低迷する不動産市況のてこ入れ策という側面も持っている。

4. 対外開放の進展

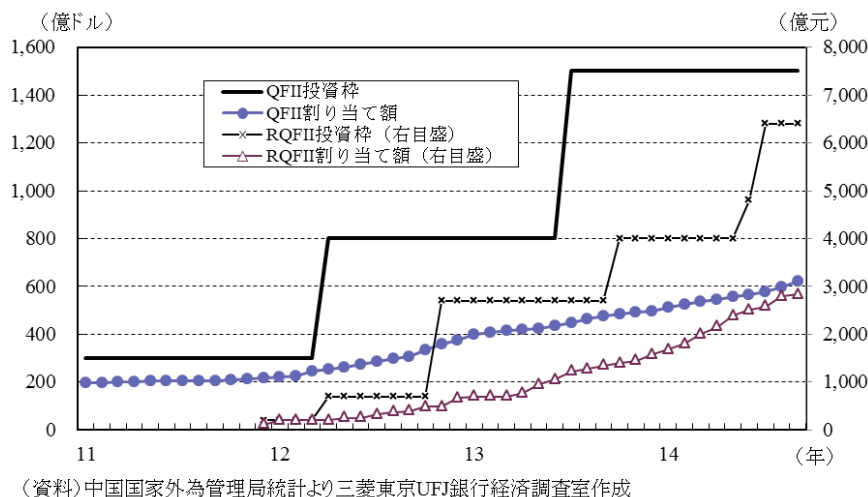
株式投資において中国の内外を隔てる障壁は依然として極めて高い。前掲第1表の通り、中国の株式のほとんどを占めるA株への投資は認可を受けた海外の機関投資家（適格海外機関投資家；QFII）に限定され、海外への投資は適格国内機関投資家（QDII）に限定されている。ただし、リーマン・ショック後に本格化した人民元国際化と習近平政権の改革路線の下で、この面でも規制緩和に向けた動きが進みつつある。

(1) 機関投資家を通じた開放拡大

①QFIIとRQFIIによる対内投資

政府は2002年に導入したQFII制度に加え、2011年12月には香港所在の機関投資家に対して人民元による対中証券投資を認める人民元適格外国機関投資家（RQFII）制度を新設した。当初の投資枠はRQFII全体で200億元であったが、2012年4月には700億元に、さらに、11月には2,700億元に増額された（第5図）。

第5図：QFII・RQFII認可額



その後、政府はRQFIIの対象を香港以外に拡大し、2013年10月には、英国に対して800億元、シンガポールに対して500億元の投資枠を供与した。さらに、2014年6月にはフランスに対して、7月には韓国、ドイツに対して、それぞれ800億元の投資枠を供与した。2014年9月時点で香港のRQFII79社に対する投資枠の割り当てが合計で2,700億元に達してしまい、香港は枠の拡大を要望している。もっとも、外為管理局の調査では香港のRQFIIによる投資枠の利用率は8月時点で60%にとどまるとの報道もある。なお、香港以外の個別のRQFIIへの割り当てはシンガポールの4社に

対して 52 億元、英国の 3 社に対して 81 億元となっている。

RQFII の導入に伴い、QFII に対する規制緩和も進展した。2012 年 4 月の RQFII の投資枠増額と同時に、QFII 全体の投資枠も 300 億ドルから 800 億ドルへと 4 年振りに増額された。2012 年 6 月には、①QFII 資格要件の引き下げ、②資格申請手続きの簡素化、③投資対象の拡大、④QFII 全体の持株比率上限引き上げ（20%→30%）——など QFII に関する規制が緩和された。2013 年 7 月には投資枠がさらに 1,500 億ドルに引き上げられた。もっとも、実際の割り当ては 2014 年 9 月時点で 236 社に対して 622 億ドルにとどまっている。2014 年 9 月時点で、外国機関投資家に割り当てられた認可額は RQFII・QFII 合計で約 6,700 億元となっているが、A 株の流通時価総額の 3%強に過ぎない。

②QDII による対外投資

一方、2006 年に解禁された QDII を通じた対外投資については、2007 年には株式運用を中心とする QDII ファンド商品が一般投資家の投資意欲を喚起したものの、その後、リーマン・ショックの影響で大幅損失が避けられず、投資家の信認は大きく低下した。

2013 年に入ると、長期に渡り低迷する QDII 投資のてこ入れのため、個人投資家についても対外証券投資を認める QDII2 が導入されるとの期待が高まった。結局、QDII2 に関して具体的な動きは出なかったが、8 月には QDII に関する為替管理規制緩和が発表された。使用通貨の制限撤廃、為替決済・外貨購入時の審査廃止、投資限度額に関する申請資料の簡略化などの規制緩和の一方で、クロスボーダー資金移動に関わるリスク回避を目的に統計によるモニタリングは強化された。

QDII 認可額は 2014 年 9 月時点で銀行 30 行に 139 億ドル、証券会社・ファンド 48 社に 348 億ドル、保険会社 36 社に 299 億ドル、その他信託等 9 社に 61 億ドルと合計で 847 億ドルに達しているものの、実際の投資額はそれよりもかなり小さい可能性が高い。ちなみに 2014 年 3 月末で、ファンド会社については QDII 認可額のうち、実際に投資した比率が 41%であったという報道がある。

なお、最近、中国人民銀行（中央銀行）は国内機関投資家に対して人民元による対外投資を認める人民元適格国内機関投資家（RQDII）制度の導入を進めていることを明らかにした。試行候補地として、シンガポールと英国の 2 カ国と協議中とのことである。さらに、中国の個人投資家が海外の株式と不動産に投資することを認める適格国内小口投資家（QDRI）制度を推進する方針も表明している。

(2) 期待が高まる上海と香港の株式市場の相互開放

株式投資におけるこれまでの対外開放は機関投資家を通じた限定的なものであったが、2014 年 4 月、開放度を大幅に引き上げる期待を担う新政策が打ち出された。上海と香港の証券管理当局が株式市場の相互開放で合意し、双方の証券取引所がそれぞれ新設する証券取引サービス会社を経由し、双方の証券取引所に株式の売買注文を出

すことが可能となる。

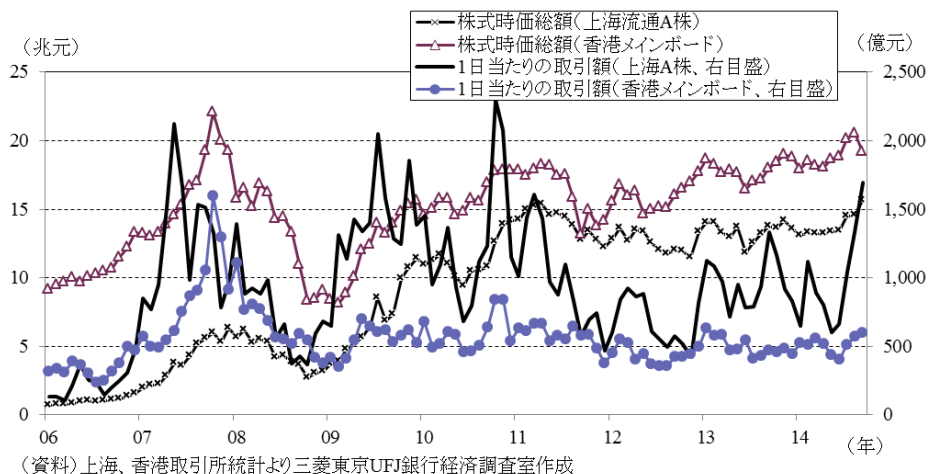
中国側の投資家については 50 万元の金融資産を口座に保有することが条件となっているが、香港側の投資家には特段の規定はなく、海外の個人投資家に対し、香港経由で上海市場の株式投資を開放することになる。香港からの上海証取への投資限度額は総額 3,000 億元、1 日当たりの取引額 130 億元に設定されており、上海 A 株の 9 月実績と比較すると、総額は流通株式時価総額の 1.9%、1 日当たりの取引額は 7.7%となる（第 4 表、第 6 図）。一方、中国から香港証取への投資限度額は総額 2,500 億元、1 日当たりの取引額 105 億元とより小規模に設定されており、総額は 9 月のメインボード時価総額の 1.3%、1 日当たりの取引額は 17.6%となる。

第 4 表：上海と香港の株式市場の相互開放の概要

		香港→上海	中国→香港
投資家		条件なし	機関投資家、及び、50万元の金融資産を口座に保有する個人投資家
投資限度額	総額	3,000億元	2,500億元
	1日当たりの取引額	130億元	105億元
投資対象		①上証180構成銘柄 ②上証380構成銘柄 ①、②以外の香港との同時上場銘柄 合計568銘柄	①ハンセン大型株指数84銘柄 ②ハンセン中型株指数163銘柄 ①、②以外の上海との同時上場銘柄 合計263銘柄

(資料) 上海、香港取引所資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 6 図：上海と香港の株式市場の時価総額と取引高



(資料) 上海、香港取引所統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

政策目的には、中国の資本市場の強化、両市場の金融センターとしての地位向上に加え、人民元国際化が掲げられており、中国からの香港株式投資も香港からの上海株式投資も使用通貨は人民元と定められている。

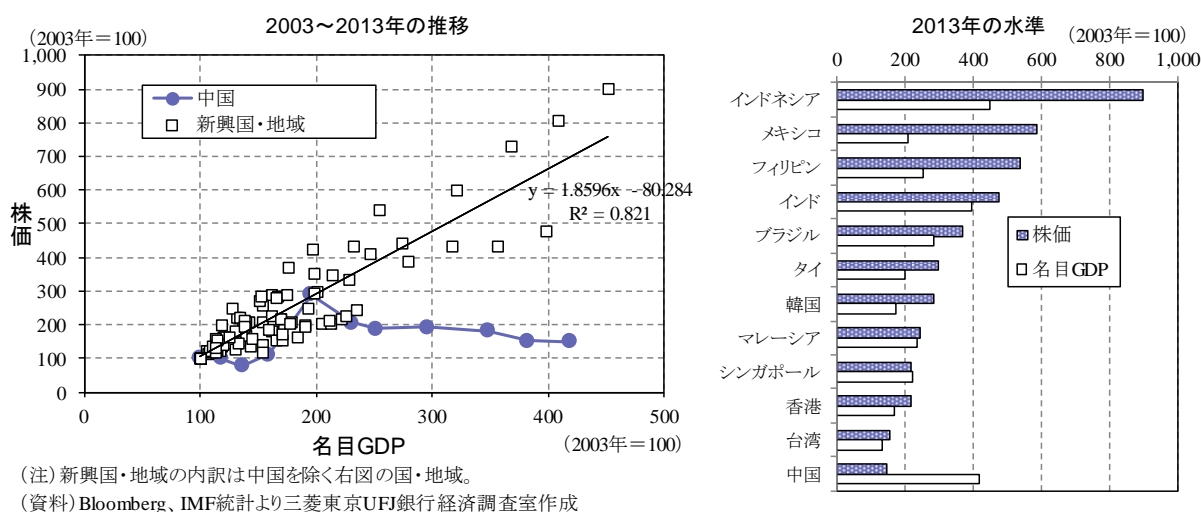
当面、上海と香港の相互開放により許容される投資額は機関投資家への割り当て済みの金額(2014年9月時点でQFII・RQFII合計で約6,700億元、QDIIで約5,200億元)に比べてもなお小さい。しかし、個人投資家に対する株式市場の対外開放に漕ぎ着けたことは評価に値しよう。2007年にも中国の個人投資家による香港向け投資の解禁という構想が浮上したが、香港への資本流出リスクを払拭しきれず、結局、頓挫した。

それだけに画期的な前進として内外の期待を高めている。10月開始の観測²が報じられるなか、とくに上海市場で株価、取引高ともに増勢が強まったのも、そうした期待の表われと考えられる。

5. 上海・香港市場の相互開放で期待される新たな改革ステージ

政府は株式市場の健全性向上のための制度整備や機能拡充のための商品・取引システムの導入に取り組んできた。しかし、国有企業の資金調達を主目的に実験的な位置付けで導入された株式市場において利益が軽視されてきた一般投資家の信認を取り戻し、株価回復につなげるには至っていない。過去10年間の経済成長と株価の推移をみると、第7図の通り、主要新興国・地域においては総じて名目GDPの拡大ペースを上回る勢いで株価が上昇してきた。リーマン・ショックを挟んでいるにもかかわらず、2013年時点の株価は10年前の倍以上のところが多く、インドネシア、メキシコ、フィリピンなどは5倍以上に達している。これに対して、中国の名目GDPは4倍にも拡大してきたのに株価は1.5倍にとどまる姿は極めて異例なものである。

第7図：中国と主要新興国・地域の株価と名目GDP



しかし、足元では習政権の改革の下で、上海と香港の相互開放に踏み切るという大きな節目に差し掛かり、新たな改革ステージを迎えようとしている。相互開放時点の投資枠は決して大きくないものの、上海市場が外国投資家を呼び込み、株価の安定的な上昇が確保できれば、国内投資家の投資意欲も高まろう。ピークアウトしたとはいえ、名目ベースでは未だに10%近い成長を続ける世界第2の経済大国である中国株は外国投資家にとって魅力的な選択肢となり得る。他の新興国の例をみれば、経済成長に比べ大きく出遅れている中国の株価には潜在的に大きな上昇余地が残されているとの期待もあろう。

もっとも、外国投資家だけに、調達ニーズに傾斜し、運用サイドの利益を尊重しな

² 報道によると、10月27日から相互開放が実施されるとの観測が高まっていたが、同日、中国当局は上海と香港の株式市場の相互開放を見送った。

い市場と判断すれば逃避も速かろう。また、相互開放による国内投資家の香港シフトにも警戒は怠れまい。株式市場の相互開放という環境変化をグローバルスタンダードに耐える市場まで進化させる好機として活かし得るかは中国における資本市場改革の中核ともいえる挑戦となる。それだけに、中国の株式市場が相互開放後も改革と市場整備を進め、内外投資家の期待に応えられるか、注視していく必要がある。

以 上

(H26.10.29 萩原 陽子 youko_hagiwara@mufg.jp)

発行：株式会社 三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室
〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。