

経済レビュー

MSCI 組み入れを機に加速する中国の株式市場の開放と求められる改革

【要旨】

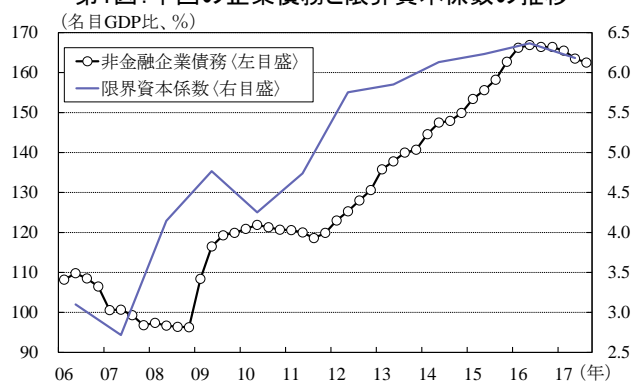
- ◇ 中国株は昨年 6 月に世界の新興市場向け投資資金のベンチマークとされる MSCI 新興国株価指数への組み入れが決定し（実施は 1 年後の本年 6 月）、中国ではこれを契機に株式市場の対外開放が加速している。企業債務の膨張が世界的な注目を集めている中国にとって、その状況を是正する意味合いからも、外部からの視点により経営に規律を与え得る株式市場の振興は重要な国家戦略の一つとなっている。
- ◇ MSCI への中国国内株組み入れに際して、中国・香港間の株式相互取引の投資枠の 4 倍増に加え、オフショア人民元や海外機関投資家に関する規制緩和が急速に進められている。また、対米通商摩擦緩和の一環として金融市場の開放が不可避となっているという事情もあり、銀行・保険分野と同様、証券分野でも外資の出資上限が引き上げられている。
- ◇ しかし、中国の株式市場は元来、国有企業の銀行借り入れへの過度の依存の解消を主目的として 1990 年に実験的な位置付けで開設されたという特異な事情もあり、親会社や株式持ち合いによる保有が多く、上場企業に対するガバナンス機能が不十分である。このため、株式市場での調達資金はいわば「利払いを必要としないノーコストの資金」となっており、また、市場での取引は個人投資家による短期売買が中心で、投機色が強くボラティリティが高いものとなっている。
- ◇ 政府が国民の資産形成という運用面における株式市場の役割を意識するにつれ株価をコントロールしようとする意向が強まり、それが市場原理に歪みをもたらす面も否定できない。特に 2015 年の株価急落時には大規模な売却制限やほぼ半数にも及ぶ上場企業による自主的取引停止の容認など極端な株価維持策で株価を歪め、取引の自由を大幅に制限したことは海外筋に強い違和感を与えるものであった。
- ◇ 対外開放による海外投資家の受け入れ拡大は、株式市場発足当初の調達側ニーズへの過度の傾斜を修正し、健全な運用市場として育成させる好機となり得る。足元の米中通商摩擦の激化に伴う株安局面において、政府が株式市場についてはコントロールが却って市場の効率性を阻害することを踏まえた上で、如何に市場メカニズムを活用できるかが当面の試金石といえよう。

リーマン・ショック後の中国の企業債務の膨張は主要なチャイナリスクとして世界的な注目を集めている。実際、非金融企業の債務残高はリーマン・ショック前には名目GDP比100%程度であったものが、2014年以降はバブル期の日本のピーク（同147.4%）を上回る高水準の推移を続けている。その背景には投資効率が低下（生産量を1単位増加させるのに必要な資本の追加投入量である「限界資本係数」が大幅に上昇）し借り手企業の収益力が悪化しているにも関わらず、銀行が融資の拡大を続けたことがあろう（第1図）。

こうした企業の銀行借入への過度の依存のリスクについては、政府も従来から十分認識しており、その状況を是正する意味合いからも、外部からの視点により経営に規律を与え得る株式市場の振興については重要な国家戦略の一つとして注力してきた。しかし、株式時価総額の名目GDP比をみても、日米と比べ未だ相当に低い水準にあるように、中国経済における株式市場の位置付けは未だ限定されている（第2図）。

とはいえ、本年6月からMSCI新興国株価指数への中国株（人民元建てのA株が対象、外貨建てのB株は既に組み入れ済み）の組み入れが始まっており、政府はこれを契機とした改革・開放を進めている。米株価指数算出会社MSCIの新興国株価指数は新興国株式ファンドの85%、2兆ドル規模の資金のベンチマークとされており、世界的に影響力が大きい。以下では中国の株式市場における改革・開放の動きと残る課題について概観したい。

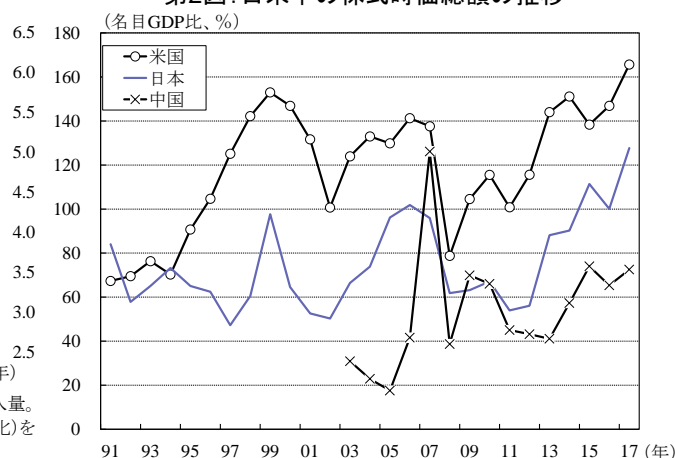
第1図：中国の企業債務と限界資本係数の推移



(注)『限界資本係数』は生産量を1単位増加させるのに必要な資本の追加投入量。実質総固定資本形成(名目総固定資本形成をGDPデフレーターで実質化)を、実質GDPの増分で除したもの。

(資料) BIS、中国国家統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：日米中の株式時価総額の推移



(資料) 世界銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

1. MSCI 組み入れと株式市場の対外開放への推進力

(1) MSCI 組み入れとそれに伴う開放策

MSCI社が新興国株価指数への中国A株の組み入れを検討し始めたのは2013年である。当初、同社はA株への投資が認可を受けた海外機関投資家(QFII・RQFII)に限定され、しかも、その投資枠がA株時価総額の2%に満たないことを始め様々な自由化の遅れなどを理由として見送り続けた。ようやく組み入れを決定したのは2017年6月である(実施は1年後)。中国の株式時価総額は2014年に日本を抜いて世界第2位に浮上しているとい

う規模の大きさは軽視できない上、海外機関投資家の対内証券投資枠の拡大に加え、2014年11月には上海・香港証券取引所間の株式相互取引（2016年からは深圳・香港間でも開始、第1表）が開始されるなど対外開放が着実に進展している（第3図）点が評価されたためである。

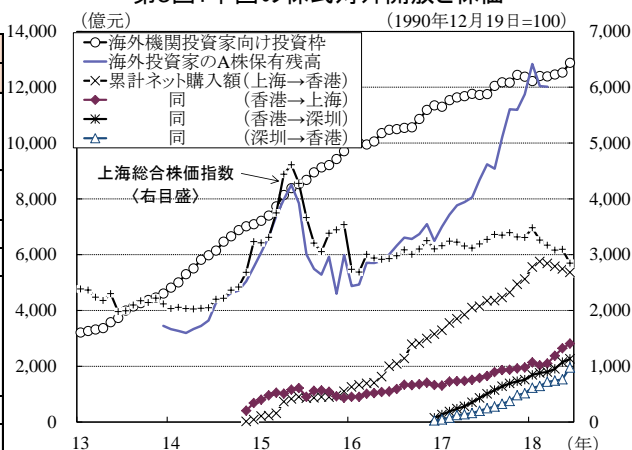
ただし、当初の組み入れ対象は極めて限定されている。中国・香港間の相互取引株のうち大型の226銘柄について時価総額の5%のみが海外投資家の投資可能な部分としてMSCI新興市場指数に組み入れられた。同指数に占めるウエイトは0.8%となる（6月と9月の2回に分けて2.5%ずつ組み入れ）。

第1表：中国・香港間の株式相互取引

	香港から		上海から	深圳から
	上海へ	深圳へ	香港へ	
投資家	条件なし		機関投資家、及び、50万円の金融資産を口座に保有する個人投資家	
ネット購入限度額	1日当たり130億元→520億元(2018年5月)		1日当たり105億元→420億元(2018年5月)	
投資対象	上証180構成銘柄	時価総額60億元以上の深圳成分指数構成銘柄	ハンセン大型株指数構成銘柄	
	上証380構成銘柄	時価総額60億元以上の深圳中小創新指数構成銘柄	ハンセン中型株指数構成銘柄	
			時価総額50億元以上のハンセン小型株指数構成銘柄	
		香港との同時上場銘柄	上海・深圳との同時上場銘柄	
	合計568銘柄	合計881銘柄	合計263銘柄	合計416銘柄

(資料) 中国上海、深圳、香港証券取引所資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第3図：中国の株式対外開放と株価



(資料) 中国上海、深圳、香港証券取引所等統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

MSCI への中国国内株組み入れを機に海外からの投資資金流入に弾みをつけるべく、2018年に入り金融当局は規制緩和に動いた。まず4月11日には中国証券監督管理委員会（証監会）と香港証券先物委員会が5月1日から中国・香港間の株式相互取引の投資枠を4倍に拡大することで合意した（香港から上海・深圳：1日当たり130億元→520億元、上海・深圳から香港：1日当たり105億元→420億元）。5月18日には中国人民銀行（中央銀行）がオフショア人民元の流動性拡大に向けた政策を発表した。①海外の人民元業務の決済銀行・参加銀行による中国のインターバンク市場への参加容認、②香港・マカオの人民元決済銀行に対する預金準備率を0%に引き下げ、③中国・香港相互取引における中国株購入のための海外投資家によるオンショア人民元購入の容認——などが盛り込まれ、海外投資家の中国株式投資による人民元需要の高まりに応える意図があるとみられる。

6月12日には人民銀行と国家外為管理局が、それぞれ、現行のQFII・RQFII関連規制を改正した。その主な内容は、①QFII関連資金の月間海外送金額を前年末総資産残高の20%以下とする制限の撤廃、②QFII・RQFIIに対する売却禁止期間（3ヵ月）の廃止、③QFII、RQFIIの為替ヘッジを許可——等である。さらに、7月8日、証監会は外国人（個人）のA株投資を解禁する案を公表し、意見募集を開始した。具体的には、①中国内で就労している外国人、②A株上場企業の海外拠点に就労しストックオプションの資格を有する外国人が対象となる。海外資本のみならず海外の人材を誘致する狙いも指摘されている。

(2) 対米通商摩擦緩和の一環としての金融市場開放

折しも対米通商摩擦緩和の一環として金融市場の開放が不可避となっているという事情もある。2017年11月の米中首脳会談に合わせ、中国政府は金融市場開放のアウトラインを発表した。そのなかで証券分野では外資の出資上限を現行の49%から51%へ引き上げ、その3年後には撤廃するとした。続いて2018年4月11日には、人民銀行の易綱総裁がボアオ・アジアフォーラムにおいて市場開放のタイムテーブルを公表したなかで、証券分野では以下3項目を6月までに実施することとなった(第2表)。まず、前述の米中首脳会談で言及した①外資出資上限の51%への引き上げに加え、②中国側合弁相手の最低1社は証券会社という条件の撤廃が盛り込まれた。ともに「外資証券会社管理規定」の意見募集稿(2018年3月9日発表)で対応済みで同規定は4月28日には実施に移されており、既にスイスUBS、野村、米JPモルガンが過半出資を申請している。③5月1日からの香港から上海・深圳への株式投資枠の4倍への拡大については前述の通り、4月11日に中国・香港当局間で合意が発表されたもので、予定通り5月1日から実施された。なお、中国当局はさらに上海・ロンドン間の株式相互取引の年内開始を目指している。

第2表:最近の金融市場開放政策の概要

アウトライン:米中首脳会談に合わせ発表 (2017年11月10日)	タイムテーブル:ボアオ・アジアフォーラムで発表(2018年4月11日)
銀行と金融資産管理会社の外資出資比率制限撤廃	6月までに実施 銀行と金融資産管理会社の外資出資比率制限撤廃
証券会社の外資出資比率上限を51%へ引き上げ、3年後撤廃	証券会社、生命保険会社の外資出資比率上限を51%へ引き上げ、3年後撤廃 合弁証券会社への中国側出資者のうち、最低1社は証券会社という条件を撤廃
生命保険会社の外資出資比率上限を3年後に51%へ引き上げ、5年後に撤廃	5月1日より香港から上海・深圳への株式投資枠を4倍に拡大
	海外投資家による保険代理業務や保険審査業務を許可 外資保険ブローカー会社の経営範囲を国内会社と同様に開放
	12月までに実施 信託、金融リース、自動車金融、消費者金融などの分野に外資を導入 新規設立の金融資産投資会社と理財会社に外資出資比率規制せず 外資銀行の業務範囲を大幅拡大
	合弁証券会社の業務範囲に単独の制限を設定せず、中国企業と同一とする 外資保険会社設立前に2年間駐在員事務所を開設という条件を撤廃

(注)太字、網掛けの項目は証券関連。

(資料)中国国務院、中国人民銀行資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 株式市場の開放は進むも依存として残る構造問題

こうしてMSCI組み入れや対米摩擦対応を契機に株式市場の対外開放の進展が目立っているものの、同市場には上場企業に対するガバナンス機能が不十分であるという根深い構造問題が残されている。

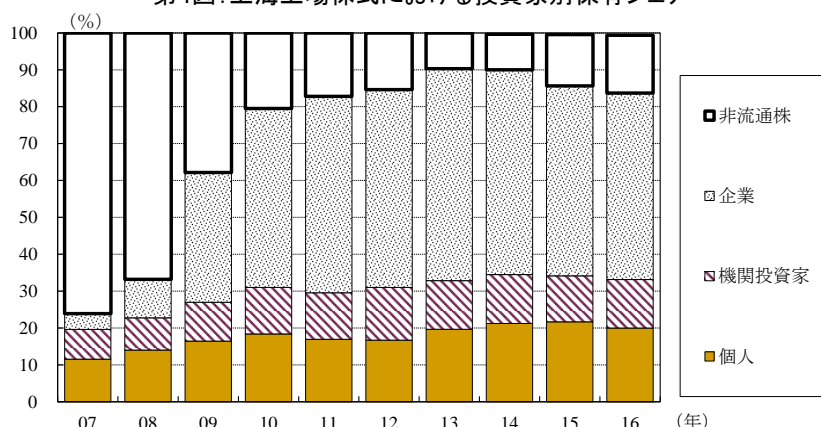
(1) ガバナンス機能不全をもたらす株式所有構造

ガバナンス機能の不全は、そもそも社会主義体制下ながら1990年に開設された株式市場が実験的な位置付けであったことと深く関わっている。政府は国有企業の資金調達源として流通株主(一般投資家)を活用しつつも、支配権を維持し得る独自のシステムとして、国家株、法人株(親会社や持ち合い)などの非流通株が全体の3分の2を占め、残る3分

の1のみを流通株として株式市場における取引対象とする形式を採用した。非流通株主は大株主でありながら、経営への関心は薄い。このため、株式による調達、資本主義諸国では株主の期待リターンに当る資本コストが高いものとみなされているのと異なり、中国においては、いわば「利払いを必要としないノーコストの資金」であり、資本コストはほとんど認識されていない。

こうしたなか、非流通株主が上場企業の資金を流用するなどの問題を起こし、一般投資家の利益を損なうケースが少なくなかった。政府は次第に株式市場に対し、一般投資家である国民の資産形成のための効率的な資金運用の場という役割も認識するようになったため、こうした状況を放置できず、2000年代後半に非流通株を流通株に転換させる改革が進んだ。もともと、非流通株主は形式上流通株主となっても、特に大口の流通株主は株の保有を続けることが多い（第4図）。実態的には親会社の支配や持ち合いが解消されておらず、ガバナンス改善へ向けた圧力が強まったとは言い難い。株主によるモニタリング機能が見込みづらい状況下、当面、政府は不適格な上場企業を規制すべく、上場廃止制度の改革やインサイダー取引を始めとする違法行為の摘発・厳罰化に取り組んでいるが、効果は限定的といえよう。

第4図：上海上場株式における投資家別保有シェア

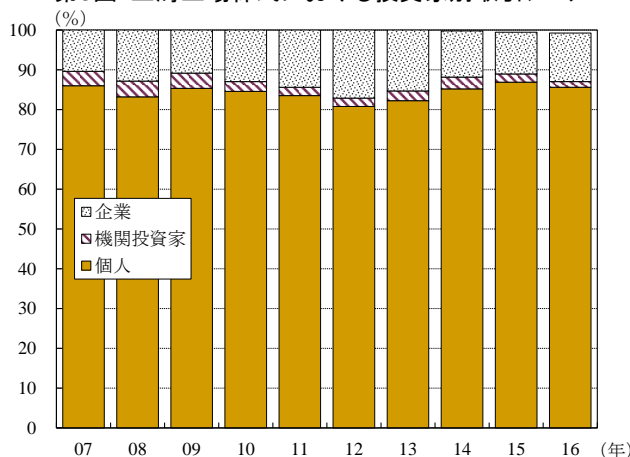


(注) 時価総額ベース。
(資料) 上海証券取引所統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

株式市場はこうした特異な所有構造ゆえの問題を抱えている上、機関投資家が十分育成されていないこともあり、個人投資家による短期売買が中心の、投機色が強く^(注1)ボラティリティの高いものとなっている。上海証券取引所の場合、取引可能な株式（非流通株を除いた株式）の23.7%を保有するに過ぎない個人投資家が取引金額の85.6%を占め、個人投資家の売買代金回転率は極めて高水準に達している（第5、6図）。

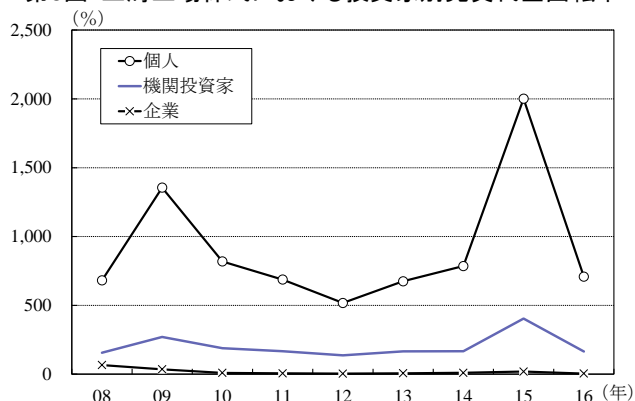
(注1) 一部海外メディアには、徐々に投機色が薄れ、MSCIの組み入れに伴い参入が見込まれる海外機関投資家が選好しそうな優良株への長期投資が増えてきたという見方も出始めている。

第5図：上海上場株式における投資家別取引シェア



(資料) 上海証券取引所統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第6図：上海上場株式における投資家別売買代金回転率



(注) 『売買代金回転率』は投資家別に年間の株式売買代金を保有する流通可能株式時価総額で除したものである。

(資料) 上海証券取引所統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(2) 政府によるコントロールが阻害する市場機能

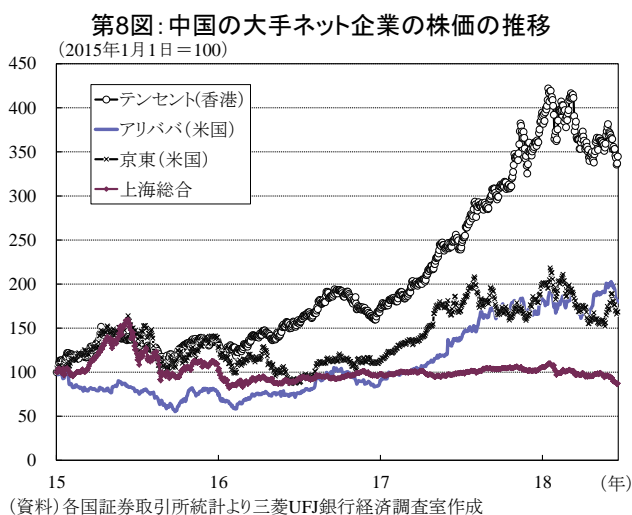
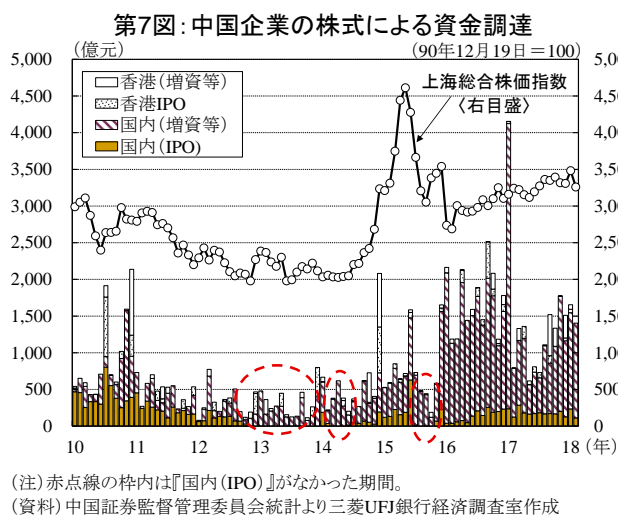
かつては株価が長期に亘り低水準で放置されることもあったが、政府が株式市場に対して、一般投資家である国民の資産形成という運用面の役割を意識するようになるにつれて、政府系金融機関の買い支えを中心とした株価維持政策が多用されるようになった。これが市場機能を歪めるものとして問題視されている。

特に 2015 年の株価急落時には極端な措置が相次いで導入された。具体的には、大規模な買い支え、新規株式公開 (IPO) 凍結、信用取引規制の緩和、大株主の売却規制、「悪意」のある空売りの禁止と違反者に対する捜査などである。加えて、特に問題となったのはほぼ半数にも及ぶ上場企業による自主的取引停止を容認したことである。この結果、値幅制限 (前日終値比±10%) と相まって一時は取引可能な銘柄が全体の 3%にまで落ち込むほどの異常事態を招いた。株価を歪め、取引の自由を大幅に制限する政策が海外筋に強い違和感を与えたことは記憶に新しい。

こうした問題に歯止めをかける改革がなされていないわけではない。まず、上場企業の自主的取引停止の制限がある。同措置の多用は MSCI から問題視され、過去における不採用の理由にも挙げられた。これを踏まえ、2016 年 5 月、上海・深圳両取引所はケース別に売買停止期間を制限するという規定を発表した (資産内容に大規模な変化がある場合で最長 3 ヶ月、第三者割当増資では実施期間中の 1 ヶ月など)。また、両取引所は、市場の動きが激しい状況では売買停止の申請を拒否することもあるとした。それでも、未だに国際的にみると企業による取引停止の使用頻度は高い。

また、IPO の凍結については、2015 年以前にも株価低迷期や制度改革の際に行われ、資金調達機能を損なってきたが (第 7 図)、株式発行を現行の認可制から登録制へ移行する改革が以前から検討されており、2015 年 12 月の全人代常務会議で 2018 年 2 月 28 日を期限として進める旨が決定された。ところが、期限直前の 2 月 23 日の全人代常務会議では多層的な市場体系の構築や投資家の成熟度の面からみて時期尚早として 2 年間の延期が決定された。認可待ち企業は 2016 年の約 900 社をピークに減少しているとはいえ、未だ

に多い（2018年6月時点で270社）。IPO認可における不透明性・遅延はアリババ（電子商取引）、テンセント（ネットサービス）等主要ネット企業に海外での上場を促す結果をもたらした（第8図）、中国の投資家がそれらの株価上昇の恩恵に浴する機会を失う^{（注2）}一因ともなっている。



（注2）こうした問題を若干でも解消するために政府は2018年3月、ネット、AI、バイオ医薬などの産業で①時価総額2,000億元以上の海外上場企業、②売上高30億元以上、推定企業価値200億元以上の未上場企業を対象として中国内における株・預託証券の発行を試験的に解禁することを発表した。次いで、6月には預託証券（CDR）の発行・取引に関する規定を公布、実施した。また、政府はユニコーン企業（企業価値10億ドル以上の非上場新興企業）の早期上場も促している。

3. 海外投資家の受け入れ拡大を株式市場改革の契機に

6月からMSCI新興国指数への中国国内株の組み入れが始まったとはいえ、当初の組み入れ比率は小さい上、中国国内株の組み入れ前から既に海外上場の中国株の組み入れ比率は30%と高く、中国国内株の変動の影響を相当程度受けてきたことを考えれば（第9、10図）、同指数の動きに対する当面のインパクトは小さい。

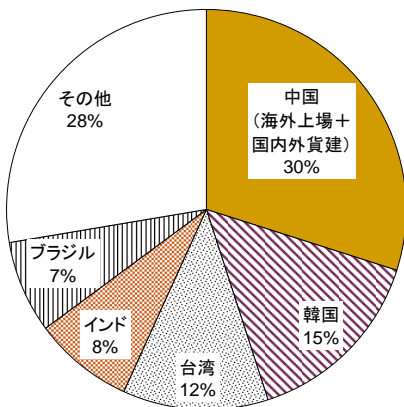
それでも、MSCIは当初の組み入れで指数に連動させて運用するパッシブファンドから約170億ドル、さらに今後数年で350億ドルが中国株式市場に流入するとの予想を公表している。また、ボラティリティの高さは難点ながら、成長の余地に期待するアクティブファンドもあり得よう。長期的な経済成長と株価の推移をみると、主要新興国・地域ではほぼ名目GDPの拡大に沿ったペースで株価が上昇してきた。これに対して、中国の名目GDPは4.3倍にも拡大してきたのに株価は2.8倍にとどまる（第11図）。

対外開放による海外投資家の受け入れ拡大は中国の株式市場において発足当初の企業側の調達ニーズへの過度の傾斜を修正し、健全な運用市場として育成させる好機となり得る。海外機関投資家が増えればその投資スタンスは中国内の機関投資家のレベルアップにもつながり、上場企業に対するモニタリング効果の向上を促す可能性がある。社会保障制度が未成熟ななかで高齢化社会を迎える中国にとって資産の効率的な運用に向けた株式市

場の改革は極めて重要な意味を持つ。

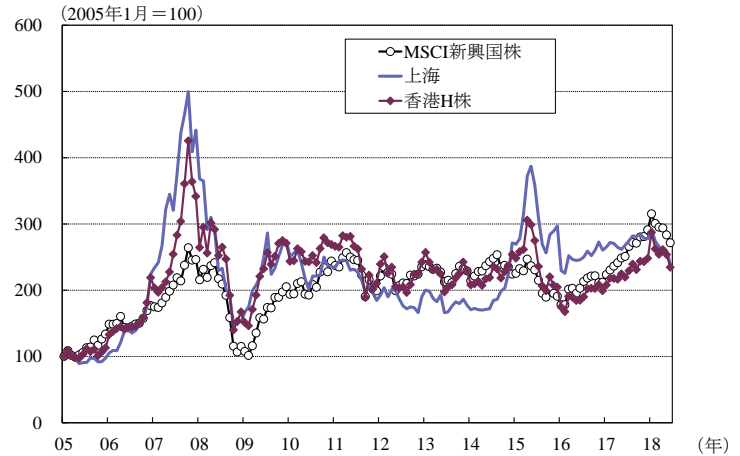
2015年の株価下落時のように政府・企業の極端な株価維持政策で投資家の取引機会を奪うことがあれば、むしろ内外の不信を強めてしまう。足元ではMSCI指数組み入れによるプラスのインパクトを米中通商摩擦の激化というマイナスのインパクトが上回り、株価の不振が目立つが、これまでのところ、極端な株価維持政策は差し控えられているように見える。習近平政権があらゆる面で政府によるコントロールへの志向を強めているが、株式市場についてはコントロールが却って市場の効率性を阻害することを踏まえた上で、如何に市場メカニズムを活用できるかが当面の試金石といえよう。

第9図: MSCI新興国株価指数の地域別構成



(注) 2018年3月時点。
(資料) MSCI資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

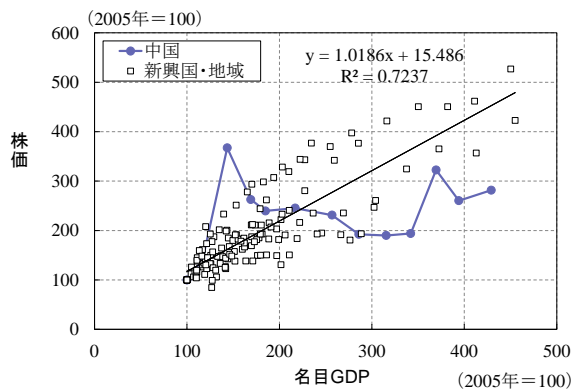
第10図: 中国の株価とMSCI新興国株価指数の推移



(資料) MSCI、上海・香港証券取引所統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

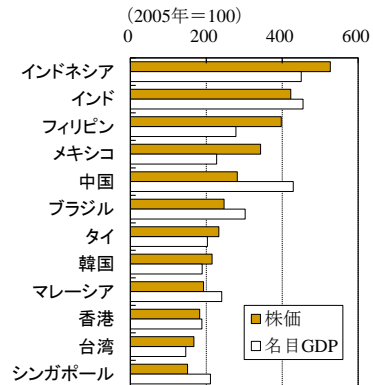
第11図: 中国と主要新興国・地域の名目GDPと株価

2005~2017年の推移



(注) 新興国・地域の内訳は中国を除く右図の国・地域。
(資料) Bloomberg、IMF統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2017年の水準



以上

(平成 30 年 8 月 2 日 萩原 陽子 youko_hagiwara@mufg.jp)

発行：株式会社 三菱 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、金融商品の販売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思わ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。また、当資料全文は、弊社ホームページでもご覧いただけます。