

## 規制緩和が進む中国の越境証券取引制度と

### 上海・ロンドンストックコネクト

関根 栄一

#### ■ 要 約 ■

1. 2018年4月のボアオ・アジアフォーラムでの習近平国家主席の対外開放拡大宣言を機に、中国の越境証券取引制度の制度改革・規制緩和が加速し始めた。新規では、預託証券（DR）方式を採用した上海・ロンドンストックコネクトの導入が挙げられる。
2. 既存の越境証券取引制度の規制緩和では、適格外国機関投資家（QDII）の運用枠の認可再開、中国国内の特定投資家向けの海外運用枠の拡大、適格海外機関投資家（QFII）等の海外への資金持ち出しの緩和などが国家外為管理局によって行われている。
3. 新規の越境証券取引制度では、他に、「外国籍」投資家によるA株投資の規制緩和、H株（香港上場の中国株）の全株流通やD株（ドイツ上場の中国株）の新規発行が中国証券監督管理委員会によって進められている。
4. 日本からの対中証券投資では、日本の金融機関による人民元建て適格外国機関投資家（RQFII）の新規運用枠の活用や、ボンドコネクトを通じた債券投資が始まっている。上場投資信託（ETF）の東京・上海の相互上場も含め、今後の対中証券投資ルート拡大の動きが注目される。

#### I ボアオ・アジアフォーラムでの対外開放拡大宣言と規制緩和の動き

2018年4月10日、中国・海南省で開催されたボアオ・アジアフォーラム（中国版ダボス会議）での基調演説で、習近平国家主席は、2018年が1978年に始まった改革開放40周年に当たることに触れた上で、今後も、対外開放を継続・拡大し、特に金融業を重点業種とする市場参入規制の大幅な緩和を進めていくとした。

習主席の対外開放宣言の翌日の4月11日、中国人民銀行・易鋼総裁は、フォーラムでの演説の中で、金融業の対外開放は、①参入前内国民待遇とネガティブリスト方式に基づくこと、②為替改革と資本項目の自由交換性の進捗を組み合わせること、③金融リスク発生の防止を重視し、管理監督能力と開放の水準をマッチさせること、という三原

則を遵守して進めるとし、2018年に実施する計12項目からなる措置（以下、開放12項目）を発表した<sup>1</sup>。開放12項目の中で、越境証券取引では、既存の中国本土（上海、深圳）・香港間のストックコネクトの一日当たりの投資枠を4倍に拡大することや、新規では上海・ロンドンストックコネクトの創設（後述）が盛り込まれた。ストックコネクトの下では、双方向で投資枠が設定されており、金融当局は国境を越えた資本移動や為替取引を管理することが可能である。この管理可能な仕組みを前提に、中国政府には、対外開放への取り組みを内外の市場関係者にアピールし、米国との貿易摩擦による市場開放圧力を極力かわしていく狙いがあるものと思われる。2018年は、開放12項目の他にも、既存の越境証券取引制度の規制緩和に関する動きがあり、本稿ではこれらを概観する。

## II 既存の越境証券取引制度の規制緩和の内容

### 1. 対外証券投資制度の規制緩和

#### 1) 適格外国機関投資家（QDII）の運用枠の認可再開

既存の越境証券取引制度の規制緩和のうち、最初に動きがあったのは対外証券投資制度の規制緩和である。一つ目は適格国内機関投資家（Qualified Domestic Institutional Investors、略称 QDII<sup>2</sup>）の運用枠の再開である。QDIIとは、銀行・信託会社・保険会社・証券会社・基金管理会社（運用会社）といった中国国内の金融機関が、先ず各監督当局よりライセンスを取得し、次に国家外為管理局より実際の運用枠（金額）を取得した上で、その枠の範囲内で人民元を外貨に交換して対外証券投資を行う仕組みで、2006年4月より始動している<sup>3</sup>。投資先は海外の公開市場で、各金融機関は中国国内の投資家向けに金融商品を組成したり、自己投資を行ったりすることとなる。

QDIIの運用枠は、2015年3月末に899.93億ドルとなってから、2018年3月末に至るまで新規・増枠ともに認可されていなかったが、前述の習主席の対外開放拡大宣言を受け、同年4月11日、国家外為管理局は、QDIIに関連する業務を段階的に推進し、中国国内の投資家の国際分散投資の需要を更に満足させていく方針を示した<sup>4</sup>。QDIIの運用枠は、他の越境証券取引制度の運用枠と同様、毎月月末に認可リストが公表されているが、2018年4月末時点では983.33億ドルと前月末時点に比べ83.4億ドル増加していることが判明した（図表1）。増加した運用枠のうち、新規の認可は22.5億ドルとなっている。中国政府はこれまでQDIIの運用枠を市場全体で900億ドルに設定していたとされ、2015年3月末に上限に達して以来、この枠を見直し、増加に転

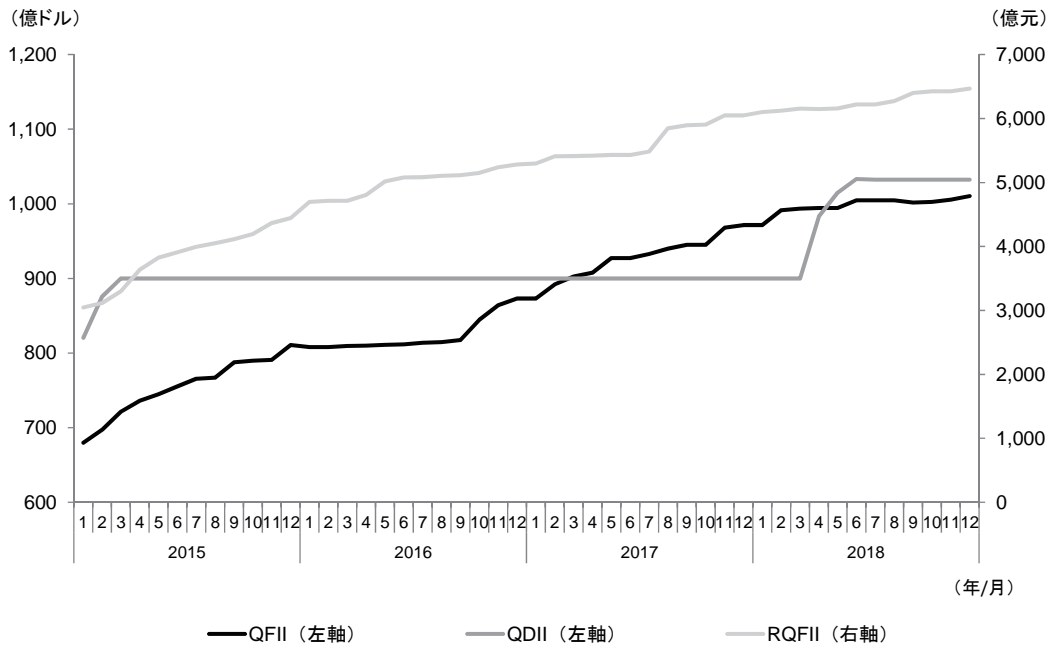
<sup>1</sup> 関根栄一「金融業への外資出資比率の緩和と同時に株主管理を強化する中国政府の動き」『野村資本市場クォーターリー』2018年夏号参照。

<sup>2</sup> キューディーと呼ばれる。

<sup>3</sup> 関根栄一「動き始めた中国の対外証券投資」『資本市場クォーターリー』2006年秋号参照。

<sup>4</sup> <http://www.safe.gov.cn/safe/2018/0411/8740.html>

図表1 対内・対外証券投資に関する運用枠の推移（2015年～）



(注) 2018年12月末までの数字。  
 (出所) CEICより野村資本市場研究所作成

じたのは実に3年ぶりとなった。

国家外為管理局は、QDII 制度について、①金融市場の対外開放の推進、②中国国内の個人投資家の投資ルート拡大、③金融機関の国際業務展開に対する支援等の面で、積極的な役割を果たしてきたと評価する一方で、同制度は、資本移動が完全に自由化されていない中で、参入条件と運用枠を付与した上で、中国国内の機関投資家に対し対外証券投資を許容する過渡的な制度と位置付けている。QDII の運用枠の認可再開後も、国家外為管理局は、管理可能性を前提に制度運用を続けていくこととなろう。

## 2) 中国国内の特定投資家向けの海外運用枠の拡大

対外証券投資制度の規制緩和の二つ目は、上海市と深圳市で 2013 年から試験的に行ってきた適格国内有限責任組合 (Qualified Domestic Limited Partner、略称 QDLP) と適格国内機関投資家海外投資 (Qualified Domestic Investment Enterprise、略称 QDIE) の運用枠の増加であり、2018 年 4 月 24 日、国家外為管理局はそれぞれ 50 億ドルまで増加させる方針を示した<sup>5</sup>。

QDLP とは、海外のヘッジファンド等の運用会社が、組合形態で中国国内で特定投資家 (機関投資家・個人投資家) 向けにファンドを組成し、人民元を外貨に交換して

<sup>5</sup> <http://www.safe.gov.cn/safe/2018/0424/8875.html>

海外の公開・非公開市場で運用する仕組みである<sup>6</sup>。また、QDIEとは、中国国内の金融機関が、法人形態で中国国内で特定投資家向けにファンドを組成し、海外の公開・非公開市場で運用する仕組みである。

### 3) 人民元建て適格国内機関投資家 (RQDII) 制度の再開

対外証券投資制度の規制緩和の三つ目は、人民元建て適格国内機関投資家 (RMB Qualified Domestic Institutional Investors、略称 RQDII) 制度の再開である。RQDIIとは、中国国内の金融機関が各監督当局よりライセンスを取得し、自ら保有する人民元または機関投資家・個人投資家から募集した人民元を、海外の人民元建て商品に投資する機関投資家を指す<sup>7</sup>。

RQDIIは、2014年11月、中国人民銀行<sup>8</sup>が、①投資家の国際分散投資の需要、②オフショア人民元市場の健全な発展、③人民元国際化を促すことを目的に制度を創設したものの、制度創設の翌2015年は中国国内の市場が資本流出の圧力にさらされたことから、同年末に一時停止していた経緯がある<sup>9</sup>。中国人民銀行は2018年5月3日にRQDIIの再開に向けた通知を公布し<sup>10</sup>、同日、中国人民銀行上海本部がRQDIIの情報登録に関する手引きを公布している<sup>11</sup>。これらの一連の細則によれば、海外に投資をした人民元で外貨を購入することは禁じられており、人民元建ての債券中心の運用となっている。

## 2. 対内証券投資制度の規制緩和

### 1) 送金規制等の緩和

#### (1) 中国の対内証券投資制度

中国では、対内証券投資制度として、2002年11月から適格外国機関投資家 (Qualified Foreign Institutional Investors、略称 QFII<sup>12</sup>) 制度が、2011年12月から人民元建て適格外国機関投資家 (RMB Qualified Foreign Institutional Investors、略称 RQFII<sup>13</sup>) 制度がそれぞれ始動している。

QFIIとは、中国証券監督管理委員会 (証監会) からライセンスを取得した海外の運用会社、保険会社、証券会社、商業銀行、年金基金などの機関投資家が、国家外為

<sup>6</sup> 関根栄一「外資系運用会社による中国の私募基金業界への進出の動き」『野村資本市場クォーターリー』2017年夏号参照。

<sup>7</sup> 関根栄一「IMFの特別引出権 (SDR) への人民元の採用の意味と今後の焦点」『野村資本市場クォーターリー』2016年冬号参照。

<sup>8</sup> 同じ越境証券取引制度でも、前述の QDII や QDLP・QDIE のように、外貨建てで投資する場合の運用枠は国家外為管理局が管理するのに対し、人民元建てで投資する場合の運用枠は中国人民銀行が管理する。

<sup>9</sup> [http://www.financialnews.com.cn/gc/gz/201805/t20180510\\_137842.html](http://www.financialnews.com.cn/gc/gz/201805/t20180510_137842.html)

<sup>10</sup> [http://www.gov.cn/xinwen/2018-05/04/content\\_5287871.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2018-05/04/content_5287871.htm)

<sup>11</sup> <http://shanghai.pbc.gov.cn/fzhshanghai/113574/3532594/index.html>

<sup>12</sup> キューフィーと呼ばれる。

<sup>13</sup> アールキューフィーと呼ばれる。

管理局が設定した運用枠の範囲内で、外貨を人民元に交換して A 株（人民元建て株式）等の中国国内の証券に投資をする仕組みである。2001 年に中国が世界貿易機関（WTO）に加盟したのを機に、中国の資本市場における外国人投資家への開放の一環として最初に始まった制度である。

また、RQFII とは、海外の機関投資家が海外にある人民元を中国国内に持ち込んで人民元建て金融商品に投資を行う仕組みである。2009 年 7 月に人民元建て貿易決済を解禁したのを機に、海外にある人民元の中国国内への還流ルートを設け、人民元の国際化を促すために始まった制度である。

## （2）規制緩和の内容

QFII 及び RQFII に対しては、従来、中国国内への投資後に海外への資金持ち出しに制限が課されていたが、2018 年 6 月 12 日、国家外為管理局は以下のような改善を行い、対内証券投資を行う外国人投資家への利便性が高められた<sup>14</sup>。

第一に、従来、QFII に対し、毎月の投資元本の対外送金金額を前年末の投資総資産の 20%を上限とする制限を設けていたが、QFII の投資元本の送金規制を撤廃するとした。

第二に、従来、QFII・RQFII がクローズド・エンド形式のファンドを通じて投資する場合、投資資金は 3 ヶ月間のロックアップ期間が設けられていたが、投資元本のロックアップ期間を撤廃するとした。

第三に、QFII・RQFII に対し、対内証券投資において為替リスクの回避目的とした為替ヘッジ取引を容認するとした。

これらの規制緩和により、適格投資家に設定される運用枠（同投資家の中国国外の総資産の一定割合）は残るものの、送金等に関する規制は取り除かれたとの評価が現地報道では出ているが<sup>15</sup>、実務上も支障が無いかどうかは、個別のケースを確認していく必要がある。

なお、RQFII については、2018 年 6 月 12 日に公布された中国人民銀行・国家外為管理局の共同通知の中で、投資枠の認可または届出から 1 年間使用していない場合、国家外為管理局は運用枠の全てまたは一部を取り消す権限があるとしている点に留意する必要がある。

## 2) 上場会社や店頭公開企業への投資規制緩和

### （1）上場会社への戦略投資のケース

中国の上場会社に対する支配権取得を目的とした戦略投資については、商務部が 2005 年 12 月 31 日に公布した「外国投資家の上場会社に対する戦略投資管理弁法」がある（2006 年 1 月 31 日施行）。同部は、同管理弁法の改正を進めており、2018 年

<sup>14</sup> <http://www.safe.gov.cn/safe/2018/0612/9319.html>

<sup>15</sup> [http://www.cs.com.cn/xwzx/201806/t20180613\\_5822883.html](http://www.cs.com.cn/xwzx/201806/t20180613_5822883.html)

7月30日に改正案に対するパブリックコメントが実施された<sup>16</sup>。

同管理弁法の改正は、中国の外資導入政策の転換、すなわち従来のポジティブリスト方式からネガティブリスト方式への転換を受けて行われるものであるが、投資規制緩和措置として、①初回に戦略投資を行なう場合の持株比率を10%以上としていた規定を削除、②投資後のロックアップ期間を従来の3年から12ヵ月に短縮したことが、ポイントである。

## (2) 新三板登録企業への投資容認

中国の株式市場（上海・証券取引所）には、メインボード、新興市場があり、他に上場前の企業のための店頭登録市場がある。それらが、新三板であり、正式名称は「全国中小企業株式譲渡システム」と呼ばれ、運営会社（北京）は、「全国中小企業株式譲渡システム有限公司」が管理している。

新三板登録企業への外国人投資家の投資容認は、中国政府の外資導入政策の見直しの中で、新三板市場の対外開放の一環として検討されてきた。その結果、2018年6月22日、運営会社は、①QFII、②RQFII、③国務院（内閣）の関係部門が規定する戦略投資家が、新三板企業に投資することを容認する方向となった<sup>17</sup>。

## III 越境証券投資に関する新たな取り組み

### 1. 「外国籍」投資家によるA株投資の規制緩和

2018年は、越境証券投資に関する新たな取り組みも始まっている。その一つが、「外国籍」投資家によるA株投資の規制緩和である。

これまで、外国人投資家によるA株投資は、原則、QFIIやRQFIIといった機関投資家に限って容認しており、個人投資家によるA株口座の開設については、以下の三つの類型に限ってきた。類型の一つ目は、中国での永久在住許可書を取得している外国人である。二つ目は、中国国内で株式会社形態の外資系企業を設立し、同時にA株上場し、同企業を設立した外国人が当該株式を取得するケースである。三つ目は、A株上場会社が、中国国内に勤務する外国籍社員に対して株式型報酬を付与するケースである。

これらに加え、証監会は、2018年8月15日、A株投資を容認するケースとして、第一に、中国国内に勤務する全ての外国籍社員を対象にすると発表し、「証券登記決済管理弁法」を改正した。本件規制緩和の発表前となるが、2013年9月末に始動した中国（上海）自由貿易試験区（上海FTZ）での証券分野の実験項目では、「上海FTZで勤務し、かつ条件を満たした海外の個人投資家を対象に、上海FTZ内の証券会社・先物会社に「非居住者個人国内投資専用口座」の開設と、国内の証券・先物への投資を容認する」としてい

<sup>16</sup> <http://www.mofcom.gov.cn/article/b/g/201809/20180902788872.shtml>

<sup>17</sup> <http://news.cnstock.com/news,yw-201806-4237573.htm>

たが<sup>18</sup>、A株投資については、上海 FTZ での実験を経ることなく、最初から全国レベルで実施されることとなった。

第二に、A株上場会社で、海外で勤務する外国籍社員への株式型報酬付与を容認するとし、「上場会社株式型報酬管理弁法」を改正した。この規制緩和は、中国企業が海外拠点を設け、海外でも人材採用を進める中で、優秀な人材を雇用する上でのツールとして活用されていく可能性がある。これらの二つの規制緩和はともに、2018年9月15日より実施されている<sup>19</sup>。

## 2. 上海・ロンドンストックコネクトの創設と CDR・GDR の発行

### 1) スtockコネクトとは

2018年4月に中国人民銀行・易綱総裁が公表した開放12項目のうち、上海・ロンドンストックコネクトについては、同年8月31日、証監会が「上海・ロンドン証券取引所による市場相互接続預託証券業務監督管理規定」のパブリックコメントを実施し<sup>20</sup>、同年10月12日に公布・即日施行した。同コネクトは、開放12項目に掲げている目標に向けて、2018年内に実施するよう動き出している。このタイミングでの具体化は、米中貿易摩擦を念頭に、中国の対外開放の取り組みを、特にロンドンの市場関係者にアピールするためであったと思われる。

Stockコネクトとは、2016年から2020年までの第13次5ヵ年計画に盛り込まれている中国資本市場の双方向の開放の試みとして、中国の証監会と香港証券先物事務監察委員会が覚書に調印し、取引所間の協力枠組みを構築して、双方の投資家が株式売買に参加する仕組みである。Stockコネクトの下では、参加する投資家を機関投資家に限定し、かつ外貨建てでの投資しか認めない既存の QFII 制度とは異なり、①中国本土・香港の両サイドから双方向で、かつ②人民元建てで投資を行い、③個人投資家も現物株を直接購入できることが最大の特徴である。これまで、2014年11月17日から上海・香港間で、2016年12月5日から深圳・香港間で、それぞれStockコネクトが始動している<sup>21</sup>。

### 2) 預託証券 (DR) 方式の採用

上海・ロンドンStockコネクトは、2015年9月の英中両国政府間の第7回英中経済財政金融対話で合意した金融協力案件の一つである。両国政府は検討チームを組成して、検討事項を洗い出してきたが、2017年12月7日の第9回同対話では、預託

<sup>18</sup> 関根栄一「「中国（上海）自由貿易試験区」始動の金融面のインパクト」『野村資本市場クォーターリー』2013年秋号参照。

<sup>19</sup> [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201808/t20180815\\_342680.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201808/t20180815_342680.html)

<sup>20</sup> [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201808/t20180831\\_343420.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201808/t20180831_343420.html)

<sup>21</sup> 関根栄一「中国における資本市場の双方向の開放の試み—深圳・香港Stockコネクトの始動—」『野村資本市場クォーターリー』2017年冬号参照。

証券 (Depositary Receipt、略称 DR) を相互に上場する方法を進めて行くことで合意した。その後、開放 12 項目の公表を経て、証監会としては、両市場の相互取引方法として、①ロンドン上場会社が上海証券取引所で中国預託証券 (Chinese Depositary Receipt、略称 CDR) を発行し、②上海上場会社がロンドン証券取引所でグローバル預託証券 (Global Depositary Receipt、略称 GDR) を発行して、それぞれ進めることとなった。中国本土と香港間のストックコネクトのように現物株を対象としなかったのは、上海とロンドンの時差の問題に対応するためであったと思われる。

相互取引のうち、中国国内での DR の発行について、証監会は 2018 年 6 月 6 日に「預託証券発行・取引管理弁法」を公布し、また DR の上場については、上海・深圳証券取引所は同年 6 月 15 日に「イノベーション型企業の株式または預託証券の上場・取引のテスト実施弁法」を公布している<sup>22</sup>。また、取引通貨については、既に証監会が 2016 年 9 月 30 日に公布した規定の中で、決済は原則人民元だが、当局が認可したその他通貨については別途規定するとして、上海・ロンドンストックコネクトでの制度設計に応用する余地を残している。その後、2018 年 10 月 12 日、証監会は、「上海・ロンドン証券取引所の相互接続預託証券業務の監督管理規定 (試行)」<sup>23</sup>を公布し、続いて同年 11 月 2 日、上海証券取引所は「上海・ロンドン証券取引所の相互接続預託証券の上場取引暫行弁法」<sup>24</sup>等計 8 本の細則を公布している。

### 3) 今後の見通し

2018 年 11 月 14 日付中国証券報によれば<sup>25</sup>、上海・ロンドンストックコネクトの始動時期について、上海証券取引所や証券会社が行うシステムテストが順調に進めば、同年 12 月 8 日に取引が可能になるとしていたが、2019 年にずれ込んでいる。

同コネクトに参加できる中国国内の個人投資家は、前述の上海証券取引所の細則によれば、取引申請時の直近 20 営業日における証券口座及び資金口座の 1 日当たりの平均資産額が 300 万元以上という条件が設定されている。また、ロンドン上場企業による CDR の上場条件は、①発行申請前の 120 営業日の株価の終値で計算した平均時価が 200 億元以上、②ロンドン証券取引所上場満 3 年かつメイン市場上場満 1 年が経過していること、③CDR の発行は 5,000 万 CDR 以上かつ時価 5 億元以上、と規定されている。同コネクトの始動当初は、資金調達を伴わず、原証券を株式に限定した CDR の発行となる見込みである<sup>26</sup>。また、同年 9 月 26 日付上海証券報によれば<sup>27</sup>、

<sup>22</sup> 関根栄一「中国におけるイノベーション型企業向け上場制度改革」『野村資本市場クォーターリー』2018 年秋号参照。

<sup>23</sup> [http://www.csrc.gov.cn/pub/zjpublic/zjh/201810/t20181012\\_345253.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjpublic/zjh/201810/t20181012_345253.htm)

<sup>24</sup> [http://www.sse.com.cn/lawandrules/sserules/slsc/c/c\\_20181102\\_4670760.shtml](http://www.sse.com.cn/lawandrules/sserules/slsc/c/c_20181102_4670760.shtml)

<sup>25</sup> [http://www.cs.com.cn/xwzx/hg/201811/t20181114\\_5892381.html](http://www.cs.com.cn/xwzx/hg/201811/t20181114_5892381.html)

<sup>26</sup> なお、上海・ロンドンコネクトに参加できる中国国内の証券会社については、上海証券取引所の細則によれば、マーケットメイカーの資格が必要としており、申請条件は、①トレーディング資格を有していること、②3 年以上の国際業務の経験があること、③直近 2 年の証監会による評価が BBB 以上であること等とされている。

<sup>27</sup> <http://news.cnstock.com/paper,2018-09-26,1062426.htm>



GDR については、中国国内の華泰証券が A 株上場会社として初めて発行し、ロンドン証券取引所で上場する計画を表明した。発行株式数の上限は 8,251.5 万 GDR で、華泰証券が決定した転換比率で算出すると、対応する新規 A 株の上限は 8 億 2,515 万株となる見込みである。

### 3. 中国銘柄の海外上場の促進

#### 1) H 株の全株流通

2017 年 12 月 29 日、証監会関係者は記者会見で、海外上場制度改革の一環として、H 株の全株流通のテストに着手すると表明した<sup>28</sup>。中国では、外国人投資家を対象に募集し、海外の取引所に上場している株式を「海外上場外資株」と呼ぶ。海外上場外資株のうち、香港で上場しているのが、上場先の頭文字を取った「H 株」である。

海外上場外資株が初めて発行されたのは 1993 年の青島ビールによる H 株であるものの、①国有株と②同社が保有する法人株は、市場では流通しない「非流通株」（非流通内資株との位置づけ）となった<sup>29</sup>。その後の H 株上場会社の株式構成も、青島ビールの例に倣い、香港市場で取引される H 株とは別に、非流通株が含まれることになった。こうした非流通株を流通市場で取引するには、これまでは先ず非流通株を中国国内で上場し、A 株に転換してロックアップ期間後に売却する方法しかなかった。今回の H 株の全株流通テストでは、非流通株を、直接、H 株に転換できるようにすることが特徴である。

H 株の全株流通テストのため、2018 年 4 月 20 日、中国証券登記決済有限責任公司等は H 株全流通テスト業務に関する実施細則を公表し、同年 5 月 22 日には同会社は実務手順に関する業務指南を公表した。並行して、証監会は、同年 4 月 20 日に聯想ホールディングス、5 月 7 日に中航科工の H 株全株流通テストをそれぞれ認可した。テスト段階では、①所属業界がイノベーション、グリーン、開放等の発展理念に合致し、国の産業政策の発展方向と一致していること、②实体经济に貢献し、「一帯一路」建設などの国家戦略を支援する代表的な優良企業であること等を勘案しながら、候補銘柄の選定が 1 件ずつ進められている。テスト段階では、前述の政策的な条件を満たすことを前提に、①証監会の個別認可、②中国証券登記決済有限責任公司への非流通株登録、③全株流通対象となる H 株専用の口座開設の順に進められていくため、中国国内と香港間の資金移動は金融当局のコントロール下にある。

H 株の全株流通テストは、中国企業の香港でのエクイティファイナンスの環境整備につながるものであるが、このタイミングで具体化したのは、米中貿易摩擦を念頭に、中国の対外開放の取り組みを、特に香港の市場関係者にアピールするためであったと

<sup>28</sup> [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwfbh/201712/t20171229\\_329955.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwfbh/201712/t20171229_329955.html)

<sup>29</sup> 国家株（国・地方政府が保有する株式）と国有法人株（国有企業が保有する株式）を「国有株」と呼ぶ。また、事業法人等が法律上支配できる資産をもって企業に出資した株式を「法人株」と呼ぶ。いずれも、野村資本市場研究所編『中国資本市場大全』日本経済新聞出版社（2007 年）の 30～39 頁を参照。

思われる。香港市場にとっても、H株の全株流通の段階的推進は、短期的には流通株の供給圧力を軽減することとなり、中長期的には中国企業のエクイティファイナンスの市場としての地位を固めることにつながろう。H株の全株流通テストは、中国政府から見れば、国際金融センターとしての香港支援の意味合いもある。

## 2) D株の発行解禁

中国とドイツとの間の金融協力の一環として、2015年11月18日、上海証券取引所、中国金融先物取引所、ドイツ取引所が合弁で設立した「中国欧州国際取引所」(China Europe International Exchange AG、略称CEINEX)が運営を開始しており、オフショア人民元の欧州での証券取引センターを目指すとしている<sup>30</sup>。

CEINEXでは中国銘柄の株式上場誘致を目指してきたところ、2018年6月12日、中国の白物家電最大手の海爾集団(山東省青島市、ハイアール)傘下で、上海上場の青島海爾が、同取引所で人民元建の株式、すなわち上場先のあるドイツの頭文字を取った「D株」の発行について証監会から認可を受けたと発表した<sup>31</sup>。発行株式は4.6億株が上限、額面は1人民元の普通株で、同年10月24日に最終発行価格は1株当たり1.05ユーロで発行された。同社は、初のA株とD株の同時上場会社となる。D株の発行解禁は、具体化のタイミングから見て、やはり米中貿易摩擦を念頭に、中国の対外開放への取り組みをドイツの市場関係者にアピールするためであったと思われる。

前述のH株の全株流通であれ、D株の発行解禁であれ、金融当局は、優良企業を選別した上で、中国企業の海外上場を進めていく方針を堅持している。これは、単に資金調達だけでなく、海外の上場制度が求める情報開示、管理体制、業績等を満たすことで、中国企業が経営の質をより高めることを狙っているためでもある。また、金融当局には、中国企業の海外上場案件を、引受業務など中資系証券会社の国際業務の展開に結び付ける狙いもあるものと思われる。全株流通後の联想ホールディングスのH株の売買は中信証券の香港子会社(中信証券ブローカレッジ(香港))が取り扱い、海爾集団のD株発行の副主幹事には中国銀行が出資する香港子会社(中銀国際)が指名されたりしている。

<sup>30</sup> 関根栄一「主要先進国との金融協力を進める中国の動きと日中金融協力の行方」『野村資本市場クォーターリー』2016年冬号参照。

<sup>31</sup> [http://www.cs.com.cn/sylm/jsbd/201806/t20180612\\_5822807.html](http://www.cs.com.cn/sylm/jsbd/201806/t20180612_5822807.html)

## IV 今後の注目点

### 1. A株のMSCI指数の組入れ

2018年は、前述の通り、開放12項目の中で、越境証券取引では、既存の中国本土・香港のストックコネクの一日当たりの投資枠が4倍に拡大されている。具体的には、5月1日から、上海・香港ストックコネクにおいて、上海株への投資枠上限（ノースバウンド）を130億元から520億元に、香港株への投資枠上限（サウスバウンド）を105億元から420億元にそれぞれ拡大している。また、深圳・香港ストックコネクでも、深圳株・香港株の投資枠上限を、上海・香港間と同様に拡大させている。

他に、2018年は、対内証券投資制度の規制緩和と並行して、中国株式市場の外国人投資家への開放の促進策として、A株のMSCI組入れが始まったことも特筆された。MSCIは、2018年6月1日及び9月3日の2段階でA株をMSCI新興市場指数とオールカントリー・ワールド・インデックスに組入れている。A株からの組入れは234銘柄で、指数の構成比率は0.78%となる。

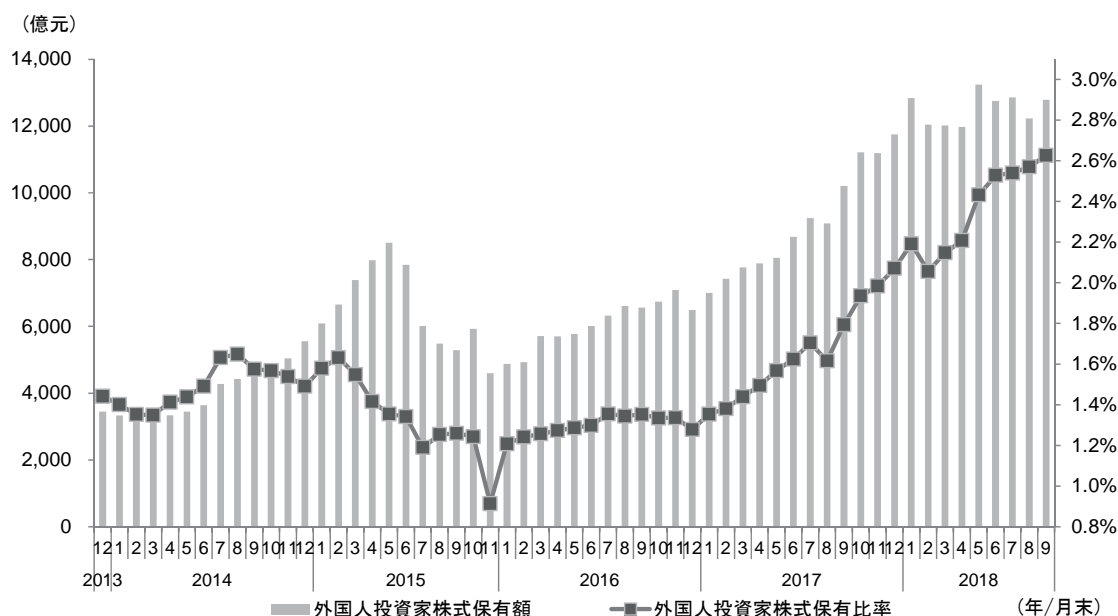
2018年に実施されているストックコネクの投資枠の拡大や越境証券取引の規制緩和の結果、外国人投資家が中国国内の株式市場でどれだけ存在感を高めているかは今後の統計を見ていくほかないが、MSCIへの組入れ期待は2017年から既に始まっており、特に同6月20日にMSCIがA株をMSCI新興市場指数とオールカントリー・ワールド・インデックスに組入れると発表してからの外国人投資家の中国本土株の保有金額・比率の上昇が著しい（図表2）。2018年9月末時点の外国人投資家の株式保有金額は1兆2,785億元で、中国本土の株式時価総額48兆6,616億元のうち保有比率は2.63%に達している。

更に、2019年6月からは、2018年9月27日に発表された通り、FTSEラッセル社は、セカンダリー新興市場指数に2019年6月から3段階に分けてA株を組入れることとなっている。第1段階終了時点のA株の同指数のウェイトは約5.5%で、ネットで100億ドルが流入することになると見込んでいる<sup>32</sup>。外国人投資家の中国本土株式市場での保有比率の拡大は、売買比率で約8割を占める個人投資家中心のA株市場の投資家構成を徐々に変化させる可能性がある。外国人投資家の対内証券投資の利便性を高めるため、中国人民銀行は、2018年6月から、越境証券投資（ストックコネク及びボンドコネク、銀行間債券市場への投資、RQFIIによる証券投資等）での人民元の売買範囲を為替ヘッジ目的にまで拡大している。また、外国人投資家によるA株投資金額の増加需要に対応できるよう、2019年1月14日、国家外為管理局は、QFIIの中国全体の運用枠を1,500億ドルから3,000億ドルに引き上げた<sup>33</sup>。

<sup>32</sup> <https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2018-09-26/PFOSWI6S973R01>

<sup>33</sup> <http://www.safe.gov.cn/safe/2019/0114/11177.html>

図表2 中国本土株式市場における外国人投資家の株式保有動向



(注) 2015年12月末はn.a.

(出所) 中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

## 2. 日本からの対中証券投資ルートの拡大

中国の対内証券投資制度の規制緩和は、2018年に入り、日本の金融機関との関係にも及んでいる。

一つ目は、日本からの対中証券投資に関する新たな運用枠の設定である。具体的に、同年5月の日中韓サミットにあわせて訪日した中国の李克強総理と安倍晋三総理との間で開催された日中首脳会談において、金融協力の一環として、中国は日本に対して2,000億元のRQFIIの運用枠を付与することが合意された。日本の金融機関にとっては、既に取得しているQFIIに加え、為替リスクを負わずにオフショアの人民元を中国本土で運用できる新たなルートが設定されることとなる。日本の金融機関の中では、三井住友銀行が、初めてRQFIIのライセンスを取得したと表明し<sup>34</sup>、2018年12月末時点の国家外為管理局の発表で、30億元の運用枠を取得したことが確認された<sup>35</sup>。

二つ目は、上場投資信託(ETF)の日中間での相互上場である。同年10月の安倍総理の公式訪中時の李克強総理との日中首脳会談では、金融庁と証监会との間で日中証券市場協力に関する覚書が締結され<sup>36</sup>、ETFの東京と上海での相互上場を実現するためのフィージビリティスタディも進めていくこととなった(ETFコネクティビティ)<sup>37</sup>。

<sup>34</sup> 2018年11月2日付日本経済新聞朝刊。なお、具体名は明示していないが、HSBCは初めて日本の金融機関が取得したRQFIIの中国国内のカストディアンに指名されたと発表している(2018年11月2日付プレスリリース)。

<sup>35</sup> <http://www.safe.gov.cn/safe/2018/0425/8882.html>

<sup>36</sup> <https://www.fsa.go.jp/inter/etc/20181026/20181026.html>

<sup>37</sup> <https://www.jpex.co.jp/corporate/news/news-releases/0060/20181026-01.html>

三つ目は、中国の債券市場への新たな投資制度の活用である。中国では、株式市場におけるストックコネク以外に、2017年7月3日より海外の機関投資家を対象に、香港経由、中国本土の銀行間債券市場で売買を行うボンドコネク（債券通）と呼ばれる新たな投資制度が始まっている<sup>38</sup>。当初は、中国本土向けのノースバウンドに限定はされているものの、ボンドコネクに参加している外国機関投資家は2018年4月末時点で205社となっており、そのうち、日系金融機関は、中国人民銀行上海本部の発表順に、三菱東京UFJ銀行香港支店、野村シンガポール、三井住友信託銀行香港支店、三井住友銀行となっている。他に、東京市場からは、交通銀行東京支店、中国農業銀行東京支店がボンドコネクに参加している。日本の機関投資家のうち、投信会社（岡三アセットマネジメント、UBSアセット・マネジメント）でも、ボンドコネクを使って、中国の債券に円建てで投資する公募投資信託の新規設定の動きがある<sup>39</sup>。

株式市場、債券市場ともに、日本の金融機関による中国の越境証券投資制度の規制緩和を利用する動きは既に始まっており、今後の拡がりも注目される。

<sup>38</sup> 関根栄一「中国・債券市場への新たな投資ルートの導入—ボンドコネクの始動—」『野村資本市場クォータリー』2017年秋号参照。

<sup>39</sup> 2018年9月4日付日本経済新聞朝刊。