中国本土投資家の日本株投資ブームと背後にある二国間 ETF コネクティビティ

関根　栄一、宋　良也

▌要　約▐

1. 中国本土の投資家の間で、2024 年に入り外国株への投資ブームが過熱している。中でも、日中両国で ETF を相互上場する「日中 ETF コネクティビティ」に基づき、中国本土に上場する日本の株価指数連動型 ETF に対する中国本土投資家の買付が殺到し、ETF 基準価額と取引価格との乖離が急速に拡大した。その結果、管理会社として、投資家に冷静さを促すための警告や取引の一時停止等の施策を取らざるを得ない事態が生じた。
2. 中国本土市場での適格国内機関投資家（QDII）の運用枠を使った海外株指数連動型 ETF の上場は、海外株投信と比べ、流動性が高く、低コストで取引でき、中国本土の個人投資家にとって外国資産へのエクスポージャーを得る有力なツールとなっている。中国本土市場と海外市場での ETF の相互上場は、中国の双方向の資本市場の開放政策（第 13 次 5 ヵ年計画）とも連動し、中国から見て日本が最初の相手先として 2018 年に始まったものである。
3. 日中 ETF コネクティビティの下では、日中両国の管理会社は 1 対 1 で提携し、相手側が組成する指数連動型の ETF を投資対象とする ETF を組成し、自国で上場するスキームとなっている。その際に、中国の管理会社が組成する ETF は、QDII の運用枠を超えない範囲でしか ETF を組成できない。このため、ETF 市場本来の価格調整のための裁定メカニズムが機能せず、今般の中国本土での日本株指数連動型 ETF の急騰につながった。
4. 日中 ETF コネクティビティが抱える課題の解決に当たっては、①短期的には越境 ETF 向けの QDII 運用枠の拡大、②QDII 運用枠の継続的な拡大、③ストックコネクトの考え方に基づく双方向での売買枠の設定への転換、が考えられる。基準価額と取引価格の大幅な乖離の緩和に向け、日中 ETF コネクティビティの制度設計の最適化に関する両国関係者の検討が期待される。

野村資本市場研究所　関連論文等

・関根栄一「動き始めた中国の対外証券投資」『資本市場クォータリー』2006 年秋号。
・関根栄一「中国の基金管理会社（QDII）による日本株の運用実態について」『資本市場クォータリー』2008 年夏号。
・関根栄一「日本・主要先進国との金融協力を通じた開放が進む中国資本市場」『野村資本市場クォータリー』2019 年春号（ウェブサイト版）。

Ⅰ　日本株投資ブームは中国本土株式市場での市況の反映

2024 年に入って以来、中国本土投資家の間で外国株への投資ブームが過熱している。特に、2023 年 12 月 29 日（大納会）の東京株式市場において、年末終値で日経平均株価 3 万 3,464 円と、1989 年の大納会（3 万 8,915 円）以来の高値となった日本株への中国投資家の関心が急速に高まっている。

中国本土投資家、特に個人投資家が外国株を購入しようとする場合、資本移動が規制されている中で、①現物株が購入できるケースと、②（現物株以外の）海外株投信や中国国内に上場する外国株指数連動型上場投資信託（ETF）を購入するケースとがある。前者は、2014 年 11 月から始まった上海・香港ストックコネクト制度であり、中国本土投資家は、香港に上場する株式を人民元建てで購入することができる[1]。

後者は、例えば中国の管理会社に中国当局が海外での運用枠を個別に認可し、同運用枠の範囲内で管理会社が組成した海外株投信や ETF を中国投資家が購入する方法となる。そのうち、ETF については、2018 年に行われた日中首脳会談の下、日本の金融庁と中国証券監督管理委員会（証監会）が合意した日中資本市場協力の一環として、日中各々の株価指数に連動する ETF を、相手国の株式市場に上場する「日中 ETF コネクティビティ」があり、中国国内で 5 本、日本国内で 6 本の商品がそれぞれ上場されている（図表 1）。

図表 1　日中 ETF コネクティビティの下での ETF 商品

【中国上場の日本株指数連動 ETF】

銘柄コード	銘柄名	組成日	対象指数	管理会社	基準価額(元)	取引価格(元)	プレミアム
159866	工銀大和日経225ETF	2021年3月24日	日経225	工銀瑞信基金管理有限公司	1.00	1.13	+13%
513000	易方達日興資管日経225ETF	2019年6月12日	日経225	易方達基金管理有限公司	1.34	1.41	+5.0%
513520	華夏野村日経225ETF	2019年6月12日	日経225	華夏基金管理有限公司	1.33	1.50	+12.3%
513800	南方東証指数ETF	2019年6月12日	TOPIX	南方基金管理股份有限公司	1.32	1.33	+1.0%
513880	華安三菱日聯日経225ETF	2019年6月12日	日経225	華安基金管理有限公司	1.26	1.28	+1.3%

【日本上場の中国株指数連動 ETF】

銘柄コード	銘柄名	上場日	対象指数	管理会社	基準価額(円)	取引価格(円)	プレミアム
1309	NEXT FUNDS ChinaAMC・中国株式・上証50連動型上場投信	2007年10月23日	上海50指数（円換算）	野村アセットマネジメント(13064)	37,463	37,660	+0.5%
1322	上場インデックスファンド中国A株（パンダ）E Fund CSI300	2008年4月11日	CSI300指数	日興アセットマネジメント(13084)	7,061	7,120	+0.8%
2530	MAXIS HuaAn中国株式（上海180A株）上場投信	2019年6月25日	SSE 180指数	三菱UFJアセットマネジメント(13444)	12,389	12,410	+0.2%
2553	One ETF 南方 中国A株 CSI500	2019年6月25日	CSI スモールキャップ 500指数	アセットマネジメントOne(13694)	1,424	1,396	−2.0%
2628	iFreeETF 中国科創板50（STAR50）	2021年4月8日	STAR 50指数	大和アセットマネジメント(13054)	1,561	1,557	−0.2%
2629	iFreeETF 中国グレーターベイエリア・イノベーション100（GBA100）	2021年4月8日	GBA Innovation 100指数	大和アセットマネジメント(13054)	2,188	2,175	−0.6%

（注）　2024 年 1 月 31 日時点のデータ。
（出所）Wind、JPX ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

[1] 関根栄一「上海・香港ストックコネクト始動後の現状と課題・展望」『野村資本市場クォータリー』2015 年春号（ウェブサイト版）参照。

一方、中国本土の株式市場を見ると、上海総合指数（終値）は、2022 年末の 3,089.26 ポイントから 2023 年末は 2,974.93 ポイントと前年比 3.7%安で取引を終え、2018 年末以来 4 年ぶりの 3,000 ポイント割れで年内の相場を終えた。その後、2024 年に入ると、1 月 22 日には前日比 2.68%安の 2,756.34 ポイントと、2,800 ポイントを割る展開となった。こうした国内市況の中、中国本土投資家の間では、日本株を含む海外株への投資ルートへの関心が年初より急速に高まった。この結果、海外株指数連動型 ETF に、中国本土投資家からの買付が殺到することで、ETF の取引価格が急騰し、基準価額との乖離が急速に拡大した。日本株指数連動型ETFもその例外ではなく、例えば、華夏基金管理会社が組成する「チャイナ AMC 野村日経 225」は、2024 年 1 月 17 日から 25 日まで 7 営業日連続で取引が一時停止（中国時間 9：30～10：30）され、この間、基準価額に対する取引価格のプレミアムが最大で 21%に達する（1 月 23 日）等、管理会社が投資家に冷静さを促すための施策を取らざるを得ないところまで追い込まれた。

本稿では、中国本土投資家が日本株に投資可能な日中 ETF コネクティビティの制度設計を紹介し、直近の日本株指数連動型 ETF の急騰の要因について分析する。その後、一時、売買停止を余儀なくされた ETF コネクティビティの制度設計上の課題を取り上げ、今後の制度改善に向けた論点整理・提言を行う。

Ⅱ 中国の対外証券投資制度と ETF コネクティビティの構築

以下では、ETF コネクティビティの大前提となる中国の対外証券投資制度の仕組みを紹介する。その上で、中国投資家の対外証券投資ルートを多様化するものとして ETF コネクティビティ、特に日中 ETF コネクティビティが構築されるまでの経緯を概観する。

１．機関投資家を中心とした越境証券投資制度

１）2001 年の中国の世界貿易機関（WTO）加盟が制度設計の契機

中国では、2001 年の WTO 加盟を機に、金融・資本市場の開放が進められた。証券分野では、外資との合弁会社設立の条件が整備されるとともに、中国本土と本土外の間の越境証券投資制度の整備が、機関投資家を対象に進められ始めた。

越境証券投資制度のうち、最初に対内証券投資制度の整備が進められた。具体的には、2002 年に証監会と国家外為管理局は、「キューフィー」と呼ばれる適格外国機関投資家（Qualified Foreign Institutional Investor、以下 QFII）制度を導入し、海外の銀行、保険会社、管理会社等の機関投資家が、外貨を中国本土市場に持ち込んで人民元に交換し、A 株（人民元建て株式）に投資するルートを構築した。次に、人民元建て貿易決済の進展により、香港を中心とした中国本土外のオフショア市場にある人民元を、中国本土市場で運用するためのルートを確保するため、2011 年に「アールキューフィー」と呼ばれる人民元建て適格外国機関投資家（RMB Qualified Foreign

Institutional Investor、以下 RQFII）制度が導入された。QFII、RQFII ともに、導入当初は個別機関投資家向けに、上限金額を付した運用枠が設定されたものの、2020 年 5 月 7 日、中国人民銀行及び国家外為管理局は、QFII・RQFII の投資上限制度を撤廃するとともに（「適格投資家」に統一）、外貨・人民元の管理を一本化し、入出金・為替交換の登録制に移行している。また、2020 年 9 月 25 日、証監会、中国人民銀行、国家外為管理局は、従来、参入条件・投資対象等を別々に規定してきた QFII・RQFII の規則の統合を目的とした「QFII および RQFII の国内証券・先物投資管理弁法」を公布し（同年 11 月 1 日施行）、株式・債券を始め、中国本土の人民元建て証券への投資が統一したルールの下で行われるようになっている。2023 年 12 月末時点での適格投資家は 806 社となっている。

２）中国本土機関投資家による対外証券投資制度の創設

中国本土機関投資家による対外証券投資制度としては、2006 年に「キューディー」と呼ばれる適格国内機関投資家（Qualified Domestic Institutional Investor、以下 QDII）制度が創設されている。証監会から資格を取得した中国本土の機関投資家は、国家外為管理局から付与された運用枠の範囲内で、海外への証券投資が可能となる。

QDII の運用枠は、2023 年 12 月末時点で 186 社・1,655.2 億米ドルとなっている。その内訳を機関投資家の種類別に見ると、銀行が 39 行・270.3 億米ドル、基金管理会社・証券会社が 75 社・905.5 億米ドル、保険会社が 48 社・389.2 億米ドル、信託会社が 24 社・90.2 億米ドルとなっている。各 QDII は、個別の運用枠の範囲で、中国本土投資家向けに海外運用商品を組成したり、自己運用で対外証券投資を行ったりしている。

３）中国本土の個人投資家から見た海外株指数連動型 ETF の意義

前述の通り、中国本土や本土外の機関投資家は、QFII・RQFII として対中証券投資、または QDII として対外証券投資を行うことが可能であるが、（香港市場を対象としたストックコネクトを除き）中国本土の個人投資家は海外市場の証券に直接投資することができず、海外市場の個人投資家も中国本土市場の A 株等人民元建て証券に直接投資することはできない。そのため、①中国本土外の管理会社が QFII・RQFII の資格を持つ場合、当該管理会社が自国市場で中国株指数連動型 ETF を組成する方法、また②中国本土の管理会社が QDII の資格及び運用枠を持つ場合、当該管理会社が中国本土市場で相手国の株価指数に連動する ETF を組成する方法、によって、双方向で間接的に越境証券投資を行う方法が考えられた。

ETF の相互上場、特に中国本土市場での QDII 運用枠を使った海外株指数連動型 ETF の上場は、海外株投信と比べ、流動性が高く、低コストで取引できる商品として、中国の証監会も個人投資家にとって相手国の資産を求めるための有力なツールとして容認するものとなった。中国本土市場では、2012 年 7 月 9 日に華夏恒生 ETF、易方達恒生 ETF が、中国本土外の株価指数（香港ハンセン指数）に連動する ETF として初

めて組成され、同年 10 月 22 日より、前者は深圳証券取引所で、後者は上海証券取引所で取引が始まった。

2．日中 ETF コネクティビティの登場までの経緯

1）日中 ETF コネクティビティは 4 つの段階を経て発展

日中 ETF コネクティビティがなぜ登場したかを理解するためには、2002 年の QFII 制度の発足以降の経緯を押さえておく必要がある。

日中 ETF コネクティビティの発展は 4 段階に分けられる。第 1 段階として、野村アセットマネジメントが中国の A 株指数である「上証 50 指数」に連動する ETF を大阪証券取引所（当時）で上場したことをきっかけに、中国株価指数連動型 ETF の日本上場が実現された[2]。第 2 段階として、実現はしなかったものの、2010 年 8 月の第 3 回日中ハイレベル経済対話を機に[3]、日本株指数に連動する ETF の中国本土上場に対し、両国の金融当局による連携強化に関する試みが行われてきた。そして、第 3 段階において、2018 年の日中両国首脳の相互訪問を機に、日中金融協力の一環として、金融庁と証監会との間で新たに合意した日中証券市場協力が始まり、日中 ETF コネクティビティはその重要な項目の 1 つと位置付けられ、2019 年 6 月に両国の証券市場で関連 ETF 商品が相互上場した。最後に、現在までに至る第 4 段階では、ETF コネクティビティの拡大に向けて、相互上場する ETF 商品ラインナップの拡充等の検討を両国の証券取引所や先物取引所等が開始している（図表 2）。

2）中国の双方向の資本市場の開放政策とも連動

中国では、2016 年から 2020 年までの第 13 次 5 ヵ年計画において、「資本市場の双方向の開放を推進し、株式・債券市場の対外開放のレベルを高めていく」方針を盛り込んでいる[4]。2014 年から始動した上海・香港ストックコネクト、2016 年から始動した深圳・香港ストックコネクト、そして 2018 年の日中間で合意された ETF コネクティビティも、中国による株式市場の双方向の開放という方針に沿って進められたものとも言える。中国と ETF にかかる共同スキームを構築するのは、日本が世界の国々の中で初めてとなっている。

中国本土と香港との間では、2022 年 7 月 4 日より、ストックコネクトを使った ETF 取引が始まっているが、日中両国の ETF を双方向で上場・売買する日中 ETF コネクティビティの発想が、日本以外の中国本土外市場との間で応用されたケースとも言えるのではないか。

---

[2] 同案件は、外国の株価指数に連動する ETF の日本国内上場としても、QFII 運用枠を使った中国株価指数連動型 ETF の日本国内上場としても、第 1 号であった。

[3] 外務省「岡田外務大臣　第三回日中ハイレベル経済対話の概要と成果」2010 年 8 月 28 日。

[4] 関根栄一「中国の第 13 次 5 ヵ年計画要綱から見る金融改革の展望」『野村資本市場クォータリー』2016 年春号（ウェブサイト版）参照。

図表 2　日中 ETF コネクティビティ構築にかかる経緯・経過

区分	日時	内容
第1段階: 中国株式指数連動ETFの日本上場	2007年10月23日	野村アセットマネジメントが、上海証券取引所のA株指数である「上証50指数」に連動するETFを新規設定し、大阪証券取引所（当時）で上場。中国A株指数に連動するETFのQFII運用枠を使った日本国内上場第1号。
第2段階: 日本株ETFの中国上場の模索	2010年8月28日	北京市において、日中両国の経済閣僚による第3回日中ハイレベル経済対話が開催。同対話では、金融協力の個別案件として、日本政府は、上海証券取引所への日本のETF上場を中国政府に検討要請。
第3段階: 日中ETFコネクティビティの構築	2018年5月9日	第7回日中韓サミットに際し、李克強首相(当時)と安部総理大臣（当時）による日中首脳会談も開催された。会談の主要テーマである日中金融協力の協力項目として、ETFコネクティビティを網羅する「海外市場での円建て・人民元建て金融商品・サービスの民間部門による発展促進」の内容が言及された。
	2018年10月26日	安部総理大臣（当時）が7年ぶりに中国を公式訪問。李克強首相(当時)と安部総理大臣（当時）の立ち合いの下、日本の金融庁と中国の証券監督管理委員会が証券市場での協力強化に関する覚書を締結。その主要分野の1つとして、日中のアセットクラスを信託財産とするETFの上場を促進するための新たなスキームを構築することに合意。ETFの相互上場が初めて「日中ETFコネクティビティ」と命名された。
		株式会社日本取引所グループ（JPX）と上海証券取引所、日中ETFの相互上場を促進するための新スキームの構築に向けた協議・プロモーション活動を行う等、協力関係の強化について合意。
	2019年4月22日	JPXと上海証券取引所、前年10月に締結した合意内容に基づき、日中ETFコネクティビティのスキームを構築した。双方は「第1回　日中資本市場フォーラム」にて日中ETFコネクティビティに係る署名式を開催。
	2019年6月25日	ETFコネクティビティに基づくETFが日本と中国で同時上場し、「日中ETFコネクティビティ記念セレモニー」が東京と上海において開催。
第4段階: 日中ETFコネクティビティの拡大（現在進行中）	2021年1月25日	JPXと上海証券取引所、ETFの商品ラインナップの拡大等、日中ETFコネクティビティの更なる発展に向けた覚書を締結。
		JPXと深圳証券取引所、日中ETFコネクティビティの構築等に関する覚書を締結。
	2021年4月8日	JPX及び東京証券取引所（TSE）、「日中ETFコネクティビティ記念セレモニー」を開催。
	2022年9月7日	JPXと中国金融先物取引所（CFFEX）、デリバティブ市場における協力等に関する覚書を締結。今後、日中ETFコネクティビティのスキームを用いて上場するETFの流動性を向上させる取引等、両国の市場参加者によって両取引所に上場するデリバティブ商品が活用されることを促進するための取組みやプロモーション活動等において積極的に協力することが目的。
		JPXと深圳証券取引所、両取引所のウェブサイトにて日中ETFコネクティビティに関する情報の相互プロモーション活動を開始。

（出所）外務省、JPX より野村資本市場研究所作成

Ⅲ　日中 ETF コネクティビティの制度設計と顕在化した課題

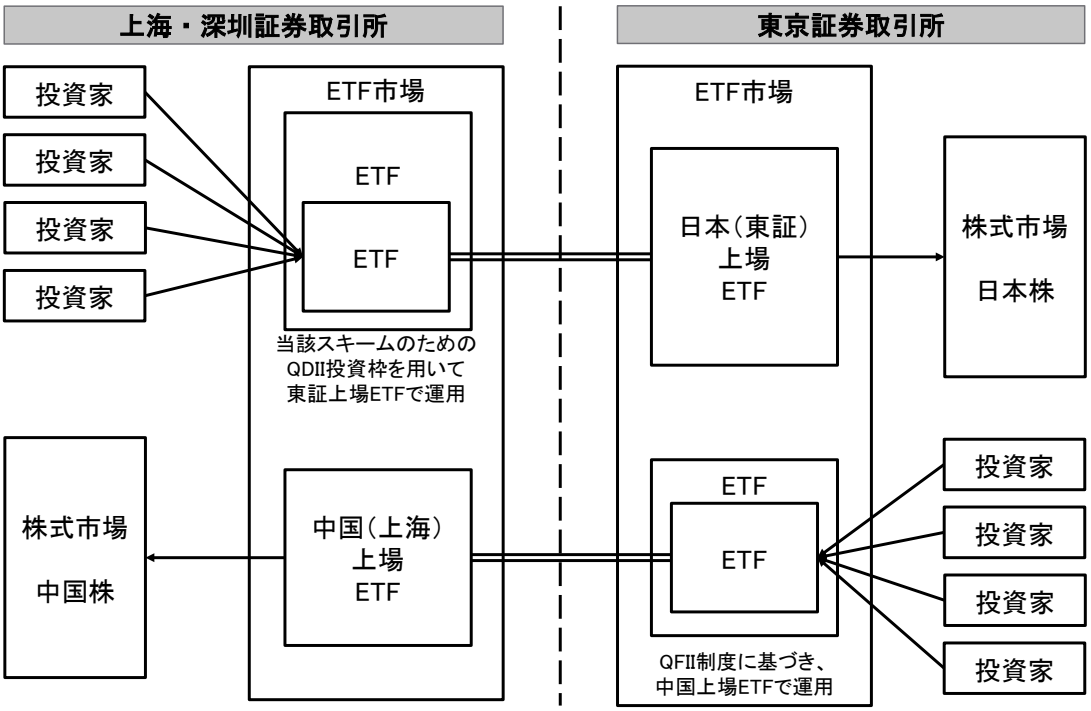
1．日中 ETF コネクティビティの制度設計

1）「ETF フィーダーファンド方式」の採用

日中 ETF コネクティビティの下において、日中両国の管理会社は、それぞれ 1 対 1 で提携し、相手側が組成する指数連動型の ETF を投資対象とする ETF を組成する方法、いわゆる「ETF フィーダーファンド方式」のスキームを使っている（図表 3）。

同方式は、日中 ETF コネクティビティのために新たに割り当てられる QFII・RQFII（当時）、QDII の運用枠を用いて、日中のアセットクラスを信託財産とする ETF に投資を行う方法で、両取引所の ETF 市場を双方の ETF を介して相互に結び付け、日

図表 3　日中 ETF コネクティビティの制度設計



（出所）JPX ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

中投資家に対して相互のアセットクラスへの投資機会を拡大するものである[5]。JPX はこの方式を「いわゆるファンズ・オブ・ファンズの ETF 版」と称している[6]。

2）「ETF フィーダーファンド方式」のメリットと特徴

ETF フィーダーファンド方式の下では、双方の ETF 管理会社が、相手市場において多数の銘柄バスケットを売買せずとも、相手市場に上場する株価指数連動型の ETF1 銘柄のみを運用対象とすることで、実質的に自国市場で相手国の株式 ETF を組成できる。管理会社にとっては、相手国の株式市場において、多数の銘柄を含む現物株バスケットを売買する必要がないため、利便性が高く、運営コストが少ないというメリットがある。

また、中国側の国家外為管理局にとっては、2018 年の日中 ETF コネクティビティに合意した時点において、ETF フィーダーファンド方式を採用することは、同コネクティビティにかかる QDII の運用枠または QFII・RQFII の運用枠を付与する金融機関について、監視対象投資商品が一つになり、管理を効率的に行えるメリットもあった。

なお、日本側の管理会社は、2020 年 5 月 7 日の QFII・RQFII の運用枠撤廃を機に、必要に応じて自由に ETF 受益権を新規に組成可能となった。その一方、中国側の管

[5] JPX ウェブサイト「（別紙）日中 ETF コネクティビティの概要」。
＜https://www.jpx.co.jp/equities/products/etfs/etf-connectivity/nlsgeu000003yn0q-att/Outline_J.pdf＞

[6] JPX・グローバル戦略部「日中 ETF コネクティビティについて」『月刊資本市場』2019 年 8 月。

理会社は依然として、QDII の運用枠の範囲内でしか ETF を組成できないという制約がある。このため、日中ETFコネクティビティの下で、中国側の管理会社の中には、国家外為管理局より専用の運用枠を取得しているものもいるとの報道もある[7]。

２．日中 ETF コネクティビティの下での上場 ETF 商品

日中 ETF コネクティビティの下では、相手方 ETF 管理会社との合意の下、運用資産の90%以上を当該相手方 ETF に投資するものとし、当面は株価指数連動型 ETF に限っている。同時に、投資対象となるETFは、十分な流動性を有する上場後1年以上経過した銘柄としている。

本稿執筆時点で、中国の管理会社が組成する日本株に投資するETFは5本、日本の管理会社が組成する中国株に投資するETFは6本となっている（前掲図表1）。前者のうち、純資産規模が最も大きいのは華安基金管理が組成する「華安三菱日聯日経 225ETF」で、（2024年1月31日時点で）13.4億元に達している。また、同ETFは、2019年6月12日の組成時と比べて、追加発行口数が最も多い銘柄でもある。

次に運用対象を見ると、中国上場の日本株指数連動型ETFは、大型株中心の日経225指数（5本）や、日本株式市場全体をカバーするTOPIX（1本）に連動するETFに投資している。日経 225 指数及び TOPIX が選ばれた理由は、日本株を代表する株価指数であり、ETF としても商品としての流動性が高く、規模が大きいことなどが挙げられる[8]。中国側の管理会社にとっては、まだ日本の株式市場をあまり知らない中国本土の投資家に対し、日経 225 や TOPIX のような代表的な株価指数を通じて、日本株への認知度向上を図る目的もあると考えられる。他方、日本上場の中国株価指数連動型ETFの対象指数を見ると、上海180A株指数や科創板50指数等、幅広い種類の指数が含まれている。日本の管理会社としては、同じ中国株でも異なるテーマの株価指数を選択することで、自社商品の差別化を図る意図が窺える。また、日本の管理会社のパートナーとなる中国側の管理会社にとっても、上海の新興市場や深圳のイノベーション型企業等特定のテーマにフォーカスした株価指数に連動する ETF を推薦することで、商品組成における自社のプロモーション効果を上げようとしているとも考えられる。

7　「証監会又批準重磅基金創新産品」『中国基金報』2020年8月29日。

8　「中日 ETF 互通実現！買日本指数基金能賺銭吗？最新十問十答告訴你」『券商中国』（証券時報傘下の公式アカウント）2019年5月24日。

３．日本株 ETF の急騰と ETF コネクティビティの課題

１）ETF 市場での裁定メカニズムによる価格調整

通常、ETF 市場では、発行市場での基準価額（一口当たりの純資産額）を 15 秒毎に推定するための IOPV（Indicative Optimized Portfolio Value）の価格[9]と、流通市場の取引価格（取引時間中リアルタイム価格）の両方があり、流通市場での買付が何らかの原因で急増した場合、取引価格が一時的に IOPV を上回り、いわゆるプレミアムが発生する（逆の場合はディスカウント）。その場合、機関投資家は発行市場と流通市場の間で裁定取引をすることで、プレミアムを獲得し、価格の歪みを解消しようとするのが一般的である。具体的な手法としては、最初に株式の流通市場にて ETF の構成銘柄の集合となる「現物株バスケット」を買い付け（IOPV の上昇）、次に ETF の発行市場にて、管理会社に現物株バスケットと引き換えにETF受益証券を受け取り、最後に流通市場で ETF 受益証券を売却する（取引価格の低下）[10]。

２）日中 ETF コネクティビティの下では裁定メカニズムが欠如

日中 ETF コネクティビティの下での日本株 ETF では、前述のような裁定メカニズムがうまく作動しない。

第一に、中国本土の機関投資家は、QDII の運用枠がない限り、日本の株式市場に直接アクセスできないため、現物株バスケットを買い付けることができない。そのため、発行市場での ETF 受益証券を買い付ける手段は現金のみとなる[11]。

第二に、管理会社にとって、ETF を組成するために必要な QDII 運用枠に上限があるため、投資家による発行市場での買い付けが急増した場合に備え、1 日当たりの新規組成額に制限をかけることが多い。制限に達した場合、投資家は流通市場で同 ETF を買い付けるほかなくなる。この結果、流通市場でのETFの取引価格が一層急騰し、IOPV 価格から益々乖離することとなる（図表 4）。中国本土上場の日本株指数連動型 ETF においては、かかるメカニズムによって取引価格が高騰し、中国側の管理会社としても売買を一時停止せざるをえない状態が発生した。

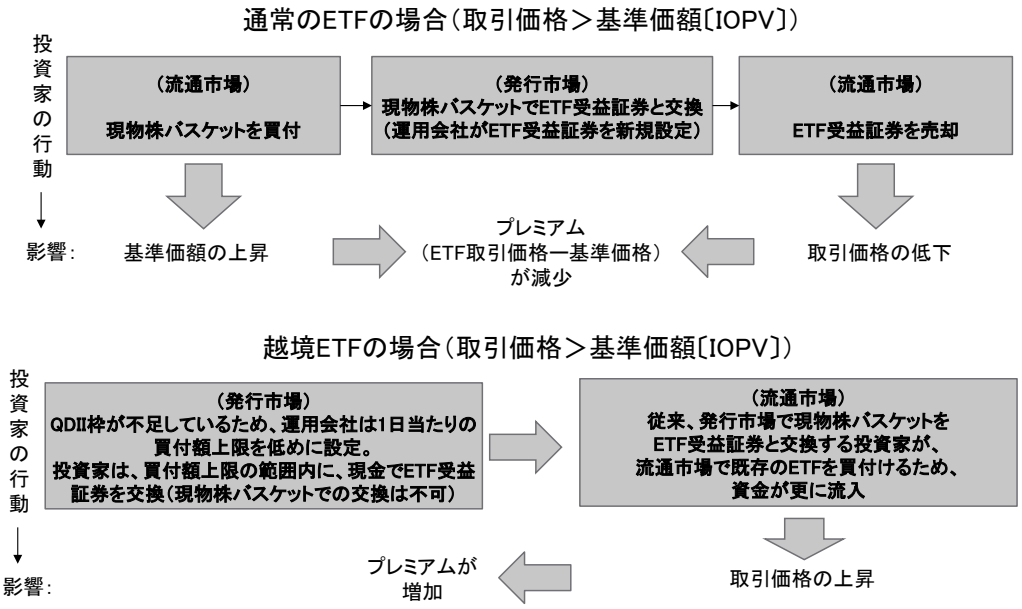
---

[9] IOPV は中国の証券取引所で使われる表現で、JPX ではインディカティブ NAV（Net Asset Value）という表現を使っている。IOPV は、投資家が取引時間中に容易に ETF の純資産価値（すなわち基準価額）を把握できるようにするための指標である。

[10] 上海証券取引所ウェブサイト「ETF 瞬時套利策略」2022 年 6 月 23 日。
＜http://etf.sse.com.cn/fund/learning/strategy/c/5704303.shtml＞

[11] 上海証券取引所「上海証券取引所取引型開放式指数基金業務実施細則（2020 年第二次修訂）」。
＜http://www.sse.com.cn/lawandrules/sserules/main/trading/fund/c/c_20201204_5272914.shtml＞

図表 4　ETF 取引価格の急騰の仕組み



（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

3）管理会社による二つの対応方法

中国上場の日本株指数連動型 ETF で、通常の裁定メカニズムが働かない状況において、管理会社は、二つの手法で対応しようとしている。

一つ目の対応手法は、QDII 運用枠を使った自社のその他の取引高の低い商品から、同運用枠の中において、日本株指数連動型 ETF への配分を変更することである[12]。二つ目の対応は、前述の通り、ETF 流通市場での取引の一時停止である。

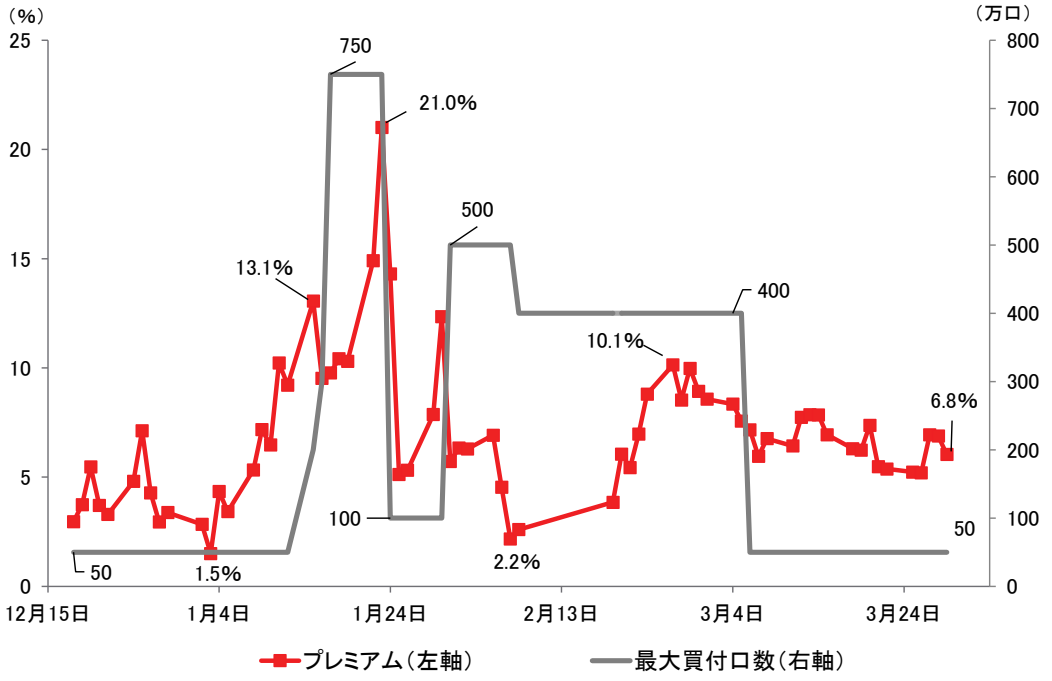
前掲図表 1 の「華夏野村日経 225ETF」の事例を見ると、QDII 運用枠の自社内での調整・再配分は、同 ETF が公表している最大買付口数[13]の推移から見て取れる（図表 5）。2024 年 1 月 12 日までは、最大買付口数は 50 万口に止まったが、15 日に同 ETF のプレミアムが 13.1%に急騰したのを受け、華夏基金は最大買付口数を徐々に引き上げ、17 日には 750 万口まで急速に引き上げた。その後、IOPV 価格に対する取引価格のプレミアムは 1 月 23 日に最高値の 21%に達したものの、24 日には 14.3%、25 日には 5.1%と急落した。プレミアムの動きが買付制限の動きとほぼ同じ動きをしていることから、買付制限の拡大は、ETF の取引価格と基準価額の乖離を緩和する効果があると考えられる。

以上の動きから、日中 ETF コネクティビティの下での中国本土上場の日本株指数連動型 ETF の売買価格の高騰は、QDII 運用枠が存在し、かつ同運用枠が投資家の売買ニーズに応えるには不足していることが大きく影響している様子が見て取れる。

実際に、中国における他国市場の株価指数連動型 ETF でも、同様の影響が生じて

[12] 「QDII 額度拡容？这只日経 ETF 申購上限連増 3 日」『澎湃新聞』2024 年 1 月 17 日。
[13] 最大買付口数は、運用会社が設定する発行市場での 1 日当たりの ETF の買付制限を指す。

図表 5　プレミアムと最大買付口数の推移（華夏野村日経 225ETF）



（注）　2023 年 12 月 18 日以降、2024 年 3 月 29 日までの動き。
（出所）Wind より野村資本市場研究所作成

いる。2024 年 1 月 26 日には、易方達基金管理会社傘下の米国株 ETF（易方達 MSCI 米国 50ETF）のプレミアムは 42.46%にも達した。中国本土の投資家が外国株への投資意欲を強める中、現行の越境 ETF の取引メカニズムの下では、QDII 運用枠が制限されていることによって、ETF のプレミアムが異常に高くなり、価格形成メカニズムを歪ませる事象が発生している。その結果、中国本土の投資家にとって、外国株指数連動型 ETF の取得コストが高くなり、不利益を被る事態となっている。

Ⅳ　日中 ETF コネクティビティの制度改善に向けて

1．中国から見た対外証券投資制度の継続的最適化の余地

1）越境 ETF 向け QDII 運用枠の拡大

前述の日中 ETF コネクティビティが抱える課題に対し、中国における対外証券投資制度の継続的最適化の余地があると考えられる。

中国本土上場の（日本株を含む）越境 ETF に関し、海外株投資ブームを受けてプレミアムが発生し裁定取引が行えないような事態が発生しないよう、短期的には越境 ETF を組成する中国本土の管理会社に対し、国家外為管理局が QDII 運用枠を追加して配分することが考えられる。

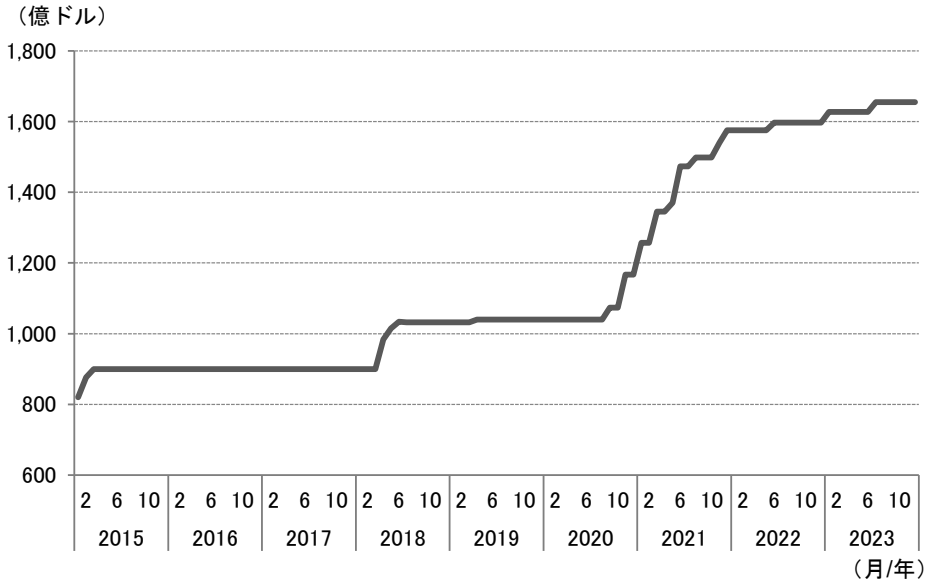
２）QDII 運用枠の継続的な拡大

QDII の運用枠は、人民元の為替相場の安定（資本流出規制）や、国際収支の動向によって、認可が国家外為管理局によりコントロールされている。例えば、2015 年 3 月末の 899.93 億米ドルから、2015 年 8 月の人民元為替改革と相場下落、2016 年の中国企業の対外直接投資規制を経て、2018 年 3 月末に至るまで、新規・増枠ともに認可されなかった時期がある（図表 6）。

2020 年 9 月以降は、段階的に QDII の運用枠の認可が行われてはいるものの、2023 年は 1,600 億米ドルの水準に留まっている。この間、2021 年から 2025 年までの第 14 次 5 ヵ年計画において、クロスボーダー証券投資に対しては、「中国本土内・本土外の資本市場の相互接続を深化させ、適格海外投資家制度を整備する」方針が盛り込まれている[14]。同方針の後者の適格海外投資家制度については、前述の通り、QFII・RQFII ともに適格投資家制度に一本化され、運用枠という考え方も無くなり、越境 ETF でも、相手国市場で取引が活発になったとしても、裁定メカニズムが確保されている。

QDII についても、中国本土の投資家が国際分散投資を安定的に予見可能性をもって行えるよう、継続的な QDII 運用枠の個別認可と、QDII 運用枠全体の拡大が期待される。国際取引所連盟の最新統計によると、2023 年 12 月末時点の上海証券取引所の時価総額は 6 兆 5,248 億米ドル、深圳証券取引所の時価総額は 4 兆 2,864 億米ドル、

図表 6　QDII（適格国内機関投資家）運用枠の推移



（注）　2023 年 12 月末までの数値。
（出所）CEIC、国家外為管理局より野村資本市場研究所作成

[14] 関根栄一「金融・資本市場から見た中国の第 14 次 5 ヵ年計画―直接金融の比率向上に向けて―」『野村資本市場クォ―タリー』2021 年夏号参照。

両取引所合計で 10 兆 8,112 億米ドルとなっている一方、同時点の QDII 運用枠 1,655.19 億米ドルであり、両市場の時価総額全体の 1.5%に留まっている。すなわち、中国本土の投資家が、投資資金を中国本土市場に向けるか、あるいは海外市場に向けるか、という選択肢の中で、QDII による対外証券運用枠は、中国本土の証券市場規模と比べてもまだ小さい水準にある。また、QDII の運用枠を拡大しても、運用枠に上限を設定する仕組みの下では、資本流出リスクは国家外為管理局の管理監督の下で引き続きコントロール可能と考えられる。2023 年 10 月末に 5 年ぶりに開催された第 6 回中央金融工作会議は、中国国内での金融リスクの発生防止・解消を進めようとする一方、金融分野のハイレベルの開放推進を強化しつつ、同時に国の経済・金融分野の安全も確保しなければならないとしている[15]。これらを踏まえて、証監会は資本流出リスクの再評価を行い、QDII 運用枠の認可の最適化を図る余地もあるのではないかと考えられる。

3）ストックコネクトの考え方の適用

ETF コネクティビティに対しては、中期的には、現在の中国本土（上海・深圳）・香港間のストックコネクトのように、従来の QDII の運用枠の考え方を外し、一日当たりの運用枠の上限を設定して、当該運用枠の範囲内で相互に自由に投資できるようにする方法も考えられる。ストックコネクトの場合、一日当たりの運用枠は、2018 年 4 月 10 日のボアオ・アジアフォーラムでの習近平国家主席の対外開放に関するスピーチを受け、同年 5 月 1 日から 4 倍に拡大されている。具体的には、上海株・深圳株の一日当たり各運用枠を 130 億元から 520 億元に、香港株の各運用枠を 105 億元から 420 億元に拡大している。

2023 年 12 月 4 日、上海証券取引所がシンガポール証券取引所との ETF コネクティビティが始動したと公表したプレスリリースによると[16]、2023 年 11 月末時点で上海証券取引所に上場する ETF は 528 本で、そのうち、越境 ETF の対象市場は、香港以外では、米国、ドイツ、フランス、日本、韓国に及んでいる。上海証券取引所としては、証監会の指導の下、海外市場との ETF コネクティビティの展開に向けた協力を更に進め、中国本土・本土外の中長期資金を呼び込んで、資本市場におけるハイレベルな双方向の制度型開放を進めていくとしている。

ETF コネクティビティの展開を更に進めていく際、裁定メカニズムを改善するもう一つの可能性として、対象株価指数の先物を利用する方法が挙げられる。本来であれば、マーケットメイカーは ETF の買い手に ETF を売ると同時に、対象株価指数の先物を買うことで、価格変動リスクを管理する（ヘッジする）ことが可能となる。一方、現在のコネクティビティ制度の下では、適格投資家（QFII・RQFII または QDII）以外

[15] 関根栄一「5 年ぶりに開催された中国・中央金融工作会議の概要と金融リスクの発生防止・解消に向けた動き」『野村資本市場クォータリー』2024 年春号参照。

[16] 上海証券取引所「沪新 ETF 互通正式启动―首批沪新 ETF 在上海新加坡同步上市」2023 年 12 月 4 日。＜http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20231204_5732949.shtml＞

の投資家は、相手先の対象株価指数の先物を買えない制約がある。このため、日中ETF コネクティビティ制度の下での中国本土市場向けのケースにはなるが、ストックコネクトの売買対象に中国株指数先物を追加する方法が考えられる。適格投資家の資格を有しない海外の投資家でも、ストックコネクトを通じて、前述の図表 1 にある A 株指数先物を購入できれば、日中 ETF コネクティビティ制度の下での新たな裁定メカニズムが整備されることとなり、前述のような基準価額と取引価格の間の過度な乖離を抑制することが可能となろう。

前述の通り、第 14 次 5 ヵ年計画では「中国本土内・本土外の資本市場の相互接続を深化させる」方針が明記されており、また、第 6 回中央金融工作会議では「クロスボーダー投融資の利便性を高め、より多くの海外金融機関と長期資本を中国本土に呼び込む」方針も明記されている。ETF コネクティビティが抱える課題の解決に向け、日本を含む海外の証券当局・取引所・管理会社と、中国側のそれぞれのカウンターパートとの間で、資本市場の新たな双方向の開放に向けた協働作業の機が熟してきたとも言えるのではないか。

２．日中で ETF コネクティビティの新たなモデル構築を

今回の日本株指数連動型 ETF のように、中国本土の流通市場での売買の急激な変化によりもたらされる基準価額と取引価格の大幅な乖離を緩和するためには、中国側の管理会社の努力だけでは限界があることが分かってきた。

前掲図表 2 にもあるように、中国株価指数連動型 ETF の日本上場でも、日本株価指数連動型 ETF の中国本土上場でも、日中両国が官民を挙げて、日中ハイレベル経済対話や日中金融協力・日中証券市場協力の枠組み等を通じて、時間をかけて商品設計を行い双方向の開放を実現してきた。今後、日中 ETF コネクティビティにおいて、JPX・上海証券取引所との ETF 商品のラインナップの拡大に向けた合意（2021 年 1 月）や、JPX・中国金融先物取引所（CFFEX）間のデリバティブ市場における協力合意（同年 9 月）を受けて、相互上場する ETF 商品ラインナップの拡充や、株式だけでなく先物指数等の相互上場に向け、日中双方の証券取引所や管理会社から新たな動きが出てくるかどうかが注目される。

また、日中 ETF コネクティビティに関し、為替管理や越境証券運用枠、商品性の面で制度設計の最適化に向けた議論を進めることは、中国本土と他の海外市場との ETF コネクティビティが抱える課題にも解決の道筋を示すことになろう。越境 ETF が抱える課題解決の最大の受益者は、双方の投資家、特に個人投資家であり、更なる具体的な議論が期待される。