

日中ETFコネクティビティについて



日本取引所グループ グローバル戦略部

統括部長 **中村 寛**
木戸真理子

本年6月25日、上海証券取引所に、中国で史上初となる日本株ETFが上場した。同日、東京証券取引所（以下「東証」）に中国株ETFが上場し、日中ETFコネクティビティの幕開けとなった。

本稿では、日中ETFコネクティビティについて解説を行う。なお、本文中の感想・意見・評価・予想は筆者個人によるものであり、筆者の所属する組織の見解を示すものではない。

目次

1. 中国株式市場の概要
2. 中国における外貨・外資規制
3. 日中ETFコネクティビティの誕生
4. 結語

1. 中国株式市場の概要

日中ETFコネクティビティについて解説していく前に、中国株式市場について簡単におさらいしておきたい。

中国株式市場は、上海証券取引所・深圳証券取引所の中国本土市場と香港証券取引所の香港市場に分けられる。

(1) 中国本土市場

中国本土における証券市場の創設は1891年の上海に遡ることができるが、当時の市場は変遷を経て後に閉鎖され、現在の近代的な証券市場とは異なる。中国共産党により中華人民共和国が建国された1949年から約30年後の1978年12月に開催された中国共産党第11期中央委員会第3回全体会議にて中華人民共和国

の改革開放(中国国内の改革と対外開放政策)が決議され、それを起点とした政策転換の流れにおいて、1990年に上海および深圳に証券取引所が開設された。証券取引所開設当初は上場企業の大部分が国有企業であり、人民幣建てで国内投資家のみが売買できる市場として創設された。これが現在のA株市場である。

A株市場開設から約2年後の1992年2月には、外貨獲得のための対外開放の一環として、外貨建てで外国人投資家向けのB株市場が上海・深圳両取引所に創設された。これにより、A株市場に上場している会社が、資金調達手段の多様化のために外貨建て(上海は米ドル、深圳は香港ドル)のB株を発行できるようになった。A株とB株は権利・額面上に違いはないものの、当初、A株に投資できるのは中国国内投資家のみ、B株に投資できるのは外国人投資家のみであった。B株市場は、設立当初よりA株市場に比べて規模がかなり小さい。

B株市場への梃子入れ策としての狙いも含みつつ、2001年2月に国内投資家による上海および深圳のB株への投資が開放され、翌2002年11月には更なる外貨獲得の一環として適格外国機関投資家/QFII制度(後述)の導入により、外国人投資家による上海および深圳のA株への投資が部分的に開放された。

本土市場のうち、上海証券取引所には主に大企業が上場している「メインボード」市場のほか、本年6月に創設され7月に取引が開始されたハイテク新興企業向け市場「科创板(SSE STAR Market)」が設立されている。

深圳証券取引所にはベンチャー企業が主に上場されており、その中でも規模の大きい銘柄を中心とする「メインボード」市場、中小型企業向けの「中小企業板」市場、新興企業向けの「創業板(ChiNext Market)」が設立されている。

(2) 香港市場

香港における証券取引所の創設は、香港が中国に返還される前の英国統治下時代の1891年に遡る。その後、変遷を経て、現在の香港証券取引所が組織されたのは2000年3月である。

香港市場は、1960年代までの上場企業のほとんどが欧米資本であったが、1993年に中国国有企業が初めてH株を香港証券取引所に上場した。その後、規制緩和により国有企業だけでなく民間企業の香港上場が認められ、中国民間企業の上場が急増した。現在、香港証券取引所には、中心市場である「メインボード」市場と、新興企業向け市場の「GEM(Growth Enterprise Market)」市場がある。メインボードには、①香港企業および海外企業が発行する株式、②中国本土で登記された中国企業が発行するH株、③中国本土以外で登記された中国資本の企業が発行するレッドチップが上場されている。このうち、最も上場銘柄数が多いは、①に分類される株式のうち海外企業である。香港証券取引所市場に上場した株式は全て香港ドル建てで売買される。

■ 2. 中国における外貨・外資規制

日本が中国との証券取引を行う上で、制約となるのが外貨・外資規制である。中国は、対外開放を進めているとは言え、人民元の対外流出・外貨の流入出については、中国政府により未だに厳しい管理下におかれている。一方で、中国政府は人民元の国際化と資本市場の国際化という課題を抱えており、そのゲートウェイとして位置付けられるQFII、RQFII、QDIIについて触れておきたい。

(1) QFII、RQFII、QDII

中国の証券取引に係る資本規制に関しては、監督機関が2つある。為替、外貨準備金等を管理する中国国家外為管理局（State Administration of Foreign Exchange, 以下「SAFE」）と証券取引を監督する中国证券监督管理委员会（China Securities Regulatory Commission, 以下「CSRC」）である。CSRCとSAFEは外国人投資家の中国国内投資に対する規制緩和の一環として、2002年に適格外国機関投資家（Qualified Foreign Institutional Investor, 以下「QFII」）制度、2011年に人民元適格外国機関投資家（RMB Qualified Foreign Institutional Investor, 以下、「RQFII」）制度を導入した。また、中国国内の機関投資家による海外証券投資を可能とする目的で、2006年に適格国内機関投資家

（Qualified Domestic Institutional Investor, 以下、「QDII」）制度を導入した。以下にそれらの制度概要を解説する。

a. QFII（適格外国機関投資家）

2002年12月にQFII制度が導入される以前は、外国人が中国企業の株に投資する場合は、上海および深圳のB株か、または香港市場に上場されているH株やレッドチップに投資するしか選択肢はなかった。しかしQFII制度の導入で、外国機関投資家のA株売買が部分的・段階的に解禁された。CSRCに認可された適格外国機関投資家は、SAFEから投資家毎に割り当てられる投資枠の範囲内で、外貨（米ドルなど）を本土で人民元に両替し、A株等の本土の人民元建て商品に投資できるようになった。監督当局はCSRCとSAFEであり、適格機関投資家の枠の使用状況は、中国のQFII制度用の指定カストディアンを経由してCSRCに報告される。

b. RQFII（人民元適格外国機関投資家）

2009年7月に中国当局が中国と香港との間における人民元建て貿易決済を解禁し中国本土外での人民元の決済が認められると、香港を中心としたオフショア人民元（通貨コードCNH）市場が発展することとなり、オンショア人民元（本土の人民元、通称RMB、通貨コードCNY）市場と合わせて、2つの人民元市場が存在するようになった。2011年12月に導入されたRQFII制度は、外国人機関投資家にA株等のオンショア人民元建て商品を、オフショア人民元決済によって売買する

ことを可能にした。RQFII制度は、こうしたオフショア人民元市場の拡大を背景として、オフショア人民元とオンショア人民元の壁を一部開放する制度である。

個人を含む外国人投資家は、QFIIまたはRQFIIの登録を受けた適格外国機関投資家の組成する投資信託や上場投資信託（以下「ETF」）等の金融商品に投資することで、間接的に中国A株に投資することができるようになった。日本においてもこうした制度を利用してA株で運用する投資信託やETFが登場している。

c. QDII（適格国内機関投資家）

一方、中国から日本を含む海外への対外証券投資については、2006年4月に導入されたQDII制度により、CSRCから認可を受けた中国国内の適格機関投資家がSAFEから付与された投資枠の範囲内で行うことが可能となった。これにより中国国内の個人および機関投資家も、適格国内機関投資家が組成するQDII商品を通じて海外への証券投資が可能となった。

■ 3. 日中ETFコネクティビティの誕生

1978年から進められた中国の対外開放の流れと共に、中国が目覚ましい急速な経済発展を遂げつつある中、21世紀に入り、日本の証券界においても証券会社がQFII資格取得に動き始めるなど、中国進出の機運が高まって

きた。

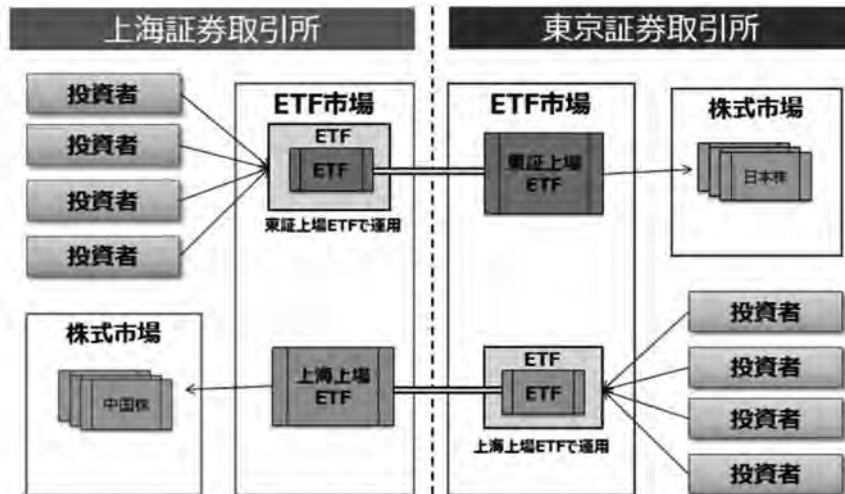
日本取引所グループが発足する以前の2006年に、当時の東証が業務提携協議開始に関するMOUを上海証券取引所と締結し、日本株ETFの中国上場に向けて本格的な働きかけを進めていた矢先、2010年代に入って日中の国際外交関係は急速に冷え込み、同時にETFの相互上場に向けた協議も自然と事実上の凍結状態となった。

しかし、両国間の長い冬にも2018年の春に雪解けの転機が訪れた。同年4月に約8年振りに再開された日中ハイレベル経済対話に続き、翌5月には安倍首相と李克強総理との首脳会談が実現し、それ以降、両国間の関係改善は一気に進展した。

日中の証券取引所間においても、日本と中国の資本市場間で新たな協力関係を構築しようと、日本取引所グループと上海証券取引所のそれぞれの海外戦略チームによりスキームの構築に向けたプロジェクトが開始された。

検討開始にあたっては、日中クロスボーダー取引を活性化するための施策として何が最適か、実現可能性や様々な視点を勘案して議論が行われた。上海証券取引所が他の取引所と共同のスキームとして、当時既に、上海・香港ストックコネクトが導入されていた。上海と香港の場合は、同じ国内での制度構築であり、それとは対照的に、日本と中国は、言葉も法律・制度も主権も全く異なる国家間での新たなスキーム構築となるという大きな壁があった。解決しなければならない問題の大

(図表1) 日中ETFコネクティビティ・スキーム



きさと多さを考慮すると、現時点で実現可能な現実的なスキームを見出す必要があった。また、別の視点として、中国との間で今まで世界のどの国もどの取引所も実現していないスキームを構築したいという狙いもあった。

そうしたハードルを考慮しながら検討していく中で浮上してきたのが、ETFであった。ETFは指数連動する透明性が比較的高い商品であり、分散投資によりリスクが限定されており、小額で様々なアセットクラスに投資することができることから、機関投資家のみならず個人投資家にとっても有用な上場商品である。そうした特長から、日中証券市場への投資機会の拡大に向けた商品としても適しているのではと考えた。

ただ、そのETFにも、運用上の難しさが指摘されていた。例えばTOPIX（東証株価指数）は、東証市場一部の全上場銘柄を対象

としており、その構成銘柄は上海証券取引所との協議を開始した当時、既に2,100社を超えていた。TOPIXのETFを組成し完全法で運用する場合、この2,100社余の個別銘柄を売り買いする必要が生じ、相応の資金が必要となる。最適化法で運用する場合でも運用ノウハウが必要となる。

両取引所に上場するETFの双方の投資家への提供方法については、重複上場を含め、様々な方法が考えられるが、フィージビリティ、運用会社の利便性、商品プロモーション、投資者保護等を総合的に勘案し、日中の当局及び市場関係者とも協議した結果、ETFフィーダーファンド方式のスキーム（以下、「ETFフィーダーファンドスキーム」という選択肢に帰着した。いわゆるファンズ・オブ・ファンズのETF版と理解していただければ、分かりやすいかもしれない。この方式

は、中国側のETF管理会社が、海を越えた日本市場において、多数の銘柄バスケットを売買せずとも、東証に上場する日本株ETF 1銘柄のみを対象に運用することで、中国国内で日本株ETFを組成できる。また逆に、日本側のETF管理会社にとっては、上海証券取引所に上場する中国株ETF 1銘柄のみを対象に運用することで、中国株ETFを国内で組成できる。

また、ETFフィーダーファンドスキームにおいては、日本のETF管理会社と中国のETF管理会社が、お互いにそれぞれが組成するETFを対象に新たなETFを組成すればお互いにメリットがある。また、それらのETFを上海証券取引所、東証にそれぞれ上場することで、中国の投資家は海を渡る注文を出さずとも中国国内で日本株のエクスポージャーが取れ、日本の投資家は同様に日本国内で中国株のエクスポージャーが取れる。日本と中国とが、まさにウィン・ウィンとなる。さらに加えて、中国政府にとっては、SAFEが外貨・資本流出入の監視・管理を行う上で、日中ETFコネクティビティに係るQDIIまたはQFII・RQFIIの投資枠を付与する金融機関に対し、監視対象投資商品が一つになり、管理効率上のメリットがある。そして、中国とETFに係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ということにもなる。

こうして、昨年8月、日本取引所グループと上海証券取引所との間で、ETF分野での協力について協議が開始された。その年、北

京において開催された安倍総理と習国家主席とによる日中首脳会談の凡そ1か月前のことである。日中関係が良好になった今の流れを逃さないことが重要ということは過去の経験が教えてくれており、早急に実現可能性を確かめる作業に着手し、日本取引所グループと上海証券取引所との間で実務者間の詰めの調整を重ねた。

10月26日、安倍首相と習国家主席とによる日中首脳会談が開催された同日、金融庁とCSRCとの間の「日中証券市場協力」に関する覚書の署名が、安倍首相と李克強総理の立会の下、行われた。また、同日、日本取引所グループと上海証券取引所との間で日中ETFコネクティビティに係る協議を開始する旨の合意書が締結された。

これを皮切りに、対外的にも関係者との協議を行える環境が整い、実際にETFを組成するアセットマネジメント会社との協議が開始された。次のマイルストーンの一つとして2019年6月に日本で開催されるG20を時間軸に、両国間の市場関係者との間で日中ETFコネクティビティのスキーム設計を固める作業が進められた。

翌年、平成最後の月となる4月22日、金融庁とCSRCの主宰の下、日中の証券取引所（日本取引所グループ・上海証券取引所・深圳証券取引所）、証券業協会、投資信託協会が協力し、前年10月の日中首脳会談での合意に基づき、第1回日中資本市場フォーラムが上海において開催された。同日、日本取引所グル

与日本交易所集团ETF互通 of ETF Connectivity Agreement betw



▲平成31年4月22日 日中ETFコネクティビティ構築署名式
 (於 上海証券取引所)



▲令和元年6月25日 日中ETFコネクティビティ及びETF上場セレモニー
 (左：於 東京証券取引所、右：於 上海証券取引所)

ープと上海証券取引所は、金融庁遠藤長官とCSRC首脳の立会の下、日中ETFコネクティビティ構築に係る署名を行った。日中証券市場への両国投資家の投資機会を拡大するため、両取引所のETF市場を双方のETFを介

して相互に結び付けるための新たなスキームである日中ETFコネクティビティの構築が、この日をもって実現した。

適格外国機関投資家（QFII）および適格国内機関投資家（QDII）である日中のアセ

(図表 2)

日本のETF管理会社	コード	銘柄名称	対象指数	中国のパートナーとなるETF管理会社
三菱UFJ国際投信	2530	MAXIS HuaAn 中国株式（上海180A株）上場投信	SSE180	華安基金
アセットマネジメントOne	2553	One ETF 南方 中国A株 CSI500	CSI500	南方基金
野村アセットマネジメント	1309	NEXT FUNDS ChinaAMC・ 中国株式・上証50運動型上場投信	SSE50	華夏基金
日興アセットマネジメント	1322	上場インデックスファンド中国A株（バンダ）E Fund CSI300	CSI300	易方達基金

※ 今回東証に新規上場するETFは、三菱UFJ国際投信、アセットマネジメントOneのETF。その他は既存の投資対象を中国A株バスケットから上海上場ETFに変更。

中国のETF管理会社	コード	銘柄名称	対象指数	日本のパートナーとなるETF管理会社
華安基金	513880	華安三菱日聯日経225交易型開放式指数基金	日経225	三菱UFJ国際投信
南方基金	513800	南方頂峰TOPIX交易型開放式指数基金	TOPIX	アセットマネジメントOne
華夏基金	513520	華夏野村日経225交易型開放式指数基金	日経225	野村アセットマネジメント
易方達基金	513000	易方達日興資管日経225交易型開放式指数基金	日経225	日興アセットマネジメント

ットマネジメント会社は、日中ETFコネクティビティのための特別な投資枠をSAFEより取得すれば、ETFフィーダーファンドスキームにて相手方ETFを主たる投資対象とするETFを組成することができ、当該スキームを用いる場合、投資枠についても通常より短い期間で割当てを受けることができるようになった。

第1回日中資本市場フォーラムの当日、清田瞭日本取引所グループCEOは、「上海証券取引所をはじめ、日中の金融当局及び市場関係者の皆様との協議の結果、このたび日中ETFコネクティビティのスキーム構築が実現することを大変嬉しく思います。今後とも、当該スキームを含む日中クロスボーダー取引の活性化に向けて、上海証券取引所との協力関係を継続し、両国資本市場の更なる発展に寄与したいと思いをします。」との声明を出し、日中ETFコネクティビティのスキームが公

表された。

そして、その2か月後、当該スキームを利用したETFが、いよいよ東証と上海証券取引所に上場する日が訪れた。2019年6月25日、G20が日本で開幕する日の三日前、安倍首相と習国家主席とが前年10月の合意会談後、再び日中首脳会談を行う日の二日前である。この日、日本株ETFが中国本土に史上初めて上場され、日本には新たな中国株ETFが追加上場された。日中クロスボーダー取引の新たなスキームの幕開けである。それまでは、中国の一般投資家はQDIIが組成するファンドを通じて間接的にしか日本株に投資ができず、実際にそれを行う投資家は限られていたが、本年6月25日からは中国の一般投資家も上海上場株と同様に、上海上場の日本株ETFに直接注文を発注できるようになった。

図表2のとおり、8月現在、日中ETFコネクティビティのスキームを利用したETF

は、日中併せて8銘柄あり、各国4社ずつ計8社のアセットマネジメントに参画いただいている。

中国投資家の旺盛な投資意欲により、上海証券取引所に上場した日本株ETF上場初日の売買代金は4銘柄合わせて約57億円を記録した。

今後も、日中のETF新規組成にあたっては、日中ETFコネクティビティを引き続き日中両国において利用いただき、新たなETFの組成・上場や、両国のアセットマネジメント会社の新規参画に大いに期待したい。

■ 4. 結語

このスキームは日中両国の当局、取引所、ETF管理会社同士の緊密な協力の上に成り立っており、今後も当ETFのプロモーション活動などを通じて継続的に交流がなされ、証券会社及び投資家等、市場参加者の皆様への投資機会の拡大を通じて、日中間での更なるビジネスの発展に繋がることが期待される。

今後も、私どもは、このスキームを用いるETFの普及・拡大や日中クロスボーダー取引の活性化に向けて、両国資本市場の更なる発展に寄与していきたい。

最後に、同プロジェクトを実現する上で、多大なるご尽力をいただいた本邦及び中国の規制当局、市場関係者の皆様に感謝申し上げます。

るとともに、両国プロジェクト・チームの推進力となった、傅浩、李莹莹、程娅昊、李晓彤、林慧贞、高木亮、諸氏の功績を称え、結びとさせていただくことをお許し頂きたい。

日中ETFコネクティビティの公表資料については、以下のサイトに掲載されています。

<https://www.jpx.co.jp/equities/products/etfs/etf-connectivity/index.html>

