

中国の資本自由化と証券市場



日本大学 経済学部 教授

曾根 康雄

2014年11月、「上海・香港相互株式投資制度」(上海・香港株式市場の相互乗り入れ制度、通称「滬港通 (Hugangtong)」 「ストック・コネクト (Stock connect)」) が開始され、中国は、長く待たれていた国内の個人投資家による海外株式投資および海外の個人投資家による中国株投資の開放に向けて踏み出した。この小論では、中国の内外資本取引規制に焦点を当て、資本自由化に向けたこれまでの歩みを辿り、その過程の中に今回の相互乗り入れ制度を位置付け、今後の資本市場開放の展開を検討してみたい。

目次

1. 慎重に進められる資本自由化
2. クロスボーダー証券投資の段階的な規制緩和
3. ホットマネーへの警戒
4. 上限額を大きく下回る相互株式投資
5. 資本自由化への高いハードル

1. 慎重に進められる資本自由化

中国は内外の資本取引を厳しく制限してきた。90年代以降、資本取引規制は漸進的に緩和されてきているが、そのアプローチは極めて慎重である。資本収支項目における改革の原則は「循序漸進、統籌規画、先易後難、留有余地」(順序を追って少しずつ進み、統一して計画を案配し、易しいものを先に難しいものを後にし、ゆとりを残しておく)と言われる^(注1)。これまでの資本自由化は、基本的には①短期資本よりも長期資本を先に開放する、②個人投資家よりも機関投資家に対して先に規制緩和する、③対外証券投資よりも対内証券投資を先に規制緩和する、といった方針のもとに段階的に進められてきた。こうした方針を維持している最大の理由は、マクロ経済・金融市場が管理不能となることを回避するためであると言える。中国政府が資本

自由化を慎重に進めていることを理解するため、人民元為替制度改革の歩みを概観してみよう。

中国が、為替管理制度を市場経済に適合すべく本格的な改革に取り組み始めたのは、1992年の鄧小平の南方視察（「南巡」）を経て「社会主義市場経済」の建設が明確な目標となった1993年からである。国务院は1993年12月に「外為管理体制の一層の改革に関する通知」を公布し、同通知に基づく政策が94年1月より実施された。そして、96年1月には「外国為替管理条例」が公布され（4月に施行）、貿易決済などの経常収支勘定については実需原則に基づく人民元と外国通貨との交換性が実現、同年12月に中国は「IMF 8 条国」に移行した。もっとも、証券投資などの資本収支勘定については、むしろ規制が強化された。97年1月の同条例の改正では、「国家は経常収支項目の対外支払いと移転に対して制限を加えない」とする一方で、資本収支項目については厳格な管理を行うことが規定された。

94～97年の期間は、とくに資本流出の管理強化に重点が置かれ、国内企業の海外での株式発行・上場が解禁される一方で、資本流出への警戒から97年に「国内機構の国際商業貸出管理弁法」などが発布された。外貨の集中管理、資本収支勘定の厳格な管理は、国内の景気過熱に伴うインフレが深刻化するなかで、人民元への信任が低下し資本逃避（キャピタル・フライト）の懸念が高まり、外貨投機や外貨のヤミ市場拡大など金融秩序が著し

く乱れた90年代初期の状況を正すための措置であった。

こうした措置は、タイや韓国など他のアジア諸国が資本取引の自由化を積極的に進めていた当時の状況からすれば、時代の潮流に逆行するものであったが、中国の経済・社会の安定維持の必要という国情からすればやむを得なかった。為替管理の強化が、1997年に勃発したアジア通貨危機で奏功したことは周知のとおりである。

1996年にIMF 8 条国に移行し、次なる目標となった資本取引における完全兌換性の実現について、中国政府は当初は数年以内にこれを実現する意向であったと言われる。しかし、投機的資金が一斉に引き揚げて通貨価値の大幅な下落を招いた東南アジア諸国の教訓を生かし、中国政府は資本自由化、とくに資金流出には警戒的な姿勢を採り続けることになる。資本収支項目の管理については、人民元切り下げ圧力を緩和するため、資本流出を防ぐことと国内の外貨「闇市場」の取り締まりを強化することに重点が置かれた。こうした対応により、人民元の為替レートの切り下げを回避したものの、これによって人民元の為替レートを事実上米ドルに固定することになり、94年に導入した管理変動相場制が有名無実化してしまった。

WTO加盟後、先進国からの人民元切り上げ圧力が強まるようになると、2005年7月、中国政府は94年以来となる大幅な人民元為替制度改革を実施した。その骨子は、①人民

(表1) クロスボーダー証券投資規制緩和の歩み

		開始年	認可機関数 (2014年末)	金額上の限度 (2014年末)
①	QFII	2002年	261	投資認可枠：669.23億米ドル
②	QDII	2007年	127	投資認可枠：833.23億米ドル
③	RQFII	2011年	95	投資認可枠：2,997億元
④	「滬港通」(ストック・コネクト)	2014年	制限なし	北向き(香港→上海)投資枠：3,000億元 南向き(上海→香港)投資枠：2,500億元

(出所) 中国国家外為管理局資料より筆者作成

元の対米ドル為替レートを約2%引き上げる、②通貨バスケットを参考とした管理変動相場制を採用する、③為替市場における日々の変動幅の上限を対米ドルで上下0.3% (米ドル以外に通貨に対しては上下1.5%) とする(注2)、というものである。中国政府は、これらの措置は人民元の柔軟性を高めるものであると強調したが、これに先立つ6月に温家宝首相が表明した人民元為替レート改革に関する三原則—改革は①(他国の圧力によるのではなく)独自の判断で行う、②(マクロ経済運営の)管理可能性を維持する、③漸進的に進める(「主動性、可控性、漸進性」)(注3)—を逸脱するものではなく、あくまで国内の経済・社会の安定を優先しつつ、漸進的に改革を進めていく方針が確認された。

■ 2. クロスボーダー証券投資の段階的な規制緩和

2000年代に入ると中国をめぐる国際資金フローに変化が生じ、それに対応しながら資本取引規制の部分的な緩和が始まった。1999・

2000年と2年連続で経常収支、資本収支ともに黒字に転換したため、従来の資本収支項目に対する厳格な管理・監督を改め、一部の項目については事前管理から事後監督へと規制緩和を行った。引き続きアジア通貨危機の原因の一つとされるヘッジ・ファンドなどの短期資本の流動および資本逃避への警戒は維持しつつも、資本取引管理の目標は、未成熟な国内の金融部門の監督管理の強化に移行し、資本収支項目の規制緩和に向けた準備が始まった。もっとも、短期資本取引に当たるクロスボーダー証券投資の規制緩和は、資本自由化という文脈のみならず、当時の国内株式市場の不振や国内市場の過剰流動性といったマクロ経済・金融市場における問題という文脈の中で講じられたものであることを見ても必要であろう(表1)。

(1) QFII (対内証券投資の規制緩和)

2002年11月、一定の条件を満たし証券監督管理委員会(CSRC)から認可を得た海外の投資信託会社、保険会社、証券会社、商業銀行、運用機関などの機関投資家に中国国内の

証券市場に投資することを制限付きで認める適格海外機関投資家（QFII：Qualified Foreign Institutional Investor）制度が導入された。QFII制度は、韓国や台湾で実行されていた制度を参考に、国内のマクロ経済や金融資本市場への影響を緩和するために、外国人投資家に対して段階的に国内証券市場への投資を開放しようとするものである。同時に、この制度の導入は、国内の資本市場の発展を促す政策でもあった。QFII制度の導入は、非流通株問題を解決するために2001～02年に試みたA株市場の国有株放出が失敗に終わり株価が低迷していた時期に当たり、株式市場の活性化の起爆剤としての狙いもあった。

QFII制度で認可された機関投資家は年々増加し、2014年末で261件を数え、投資枠は669.2億米ドルに上る。もっとも、同投資枠は中国のA株市場の時価総額の2%に満たない。

(2) QDII（対外証券投資の規制緩和）

対外証券投資については、対内証券投資よりもやや遅れて規制緩和が始まった。2004年8月の保険会社による外貨資金の海外運用解禁を皮切りに、2006年には国内の適格機関投資家（QDII：Qualified Domestic Institutional Investor）制度が導入され、国内の機関および個人が海外証券投資を行うことが認められ、これによって、一定の条件を満たし証券監督管理委員会からライセンスを

得た商業銀行、基金管理会社、証券会社、信託会社が一定の運用枠の範囲内で対外ポートフォリオ投資を行なうことが認められた。

2014年末時点でQDIIライセンスを取得している金融機関数と運用枠は、銀行が30行（うち外国銀行が15行）、129.9億米ドル、基金管理会社（証券会社を含む）が48社、337.5億米ドル、保険会社が38社、292.3億米ドル、信託会社が11社、73.5億米ドルとなっている。QDIIの運用額の上限はこれらの合計の833.2億米ドルであり、上述のQFIIの運用枠に比べ大きい。もっとも、QFII同様、同投資額も中国のA株市場の時価総額の2%に満たない。

QDIIの導入も、マクロ経済的な要請といった文脈で捉えることができよう。2000年代に入り、中国からの輸出が急増し、経常収支の黒字が肥大化する中で、人民元の為替レートを米ドルに固定するため人民元売り・米ドル買い介入を続け、こうしたオペレーションにより人民元が大量に市場に放出された。中国人民銀行は中央銀行証券などの発行を通じて人民元の不胎化に努めたが、不胎化介入で吸収できたのは過剰流動性の約6割程度であったとみられ、国内の金融システムに慢性的な「金余り」状態をもたらした。日本の80年代のバブル期と同様に、為替政策が国内の株式や不動産などの資産価格高騰（バブル化）を招く環境を醸成することとなった。こうした中、2003年以降の資本取引規制の方針は、「資本の海外からの流入を抑え、流出を促す」

(表 2) RQFII認可国・地域の投資枠 (2014年末)

国・地域	設定開始時期	認可機関数	投資枠合計 (億元)
香港	2012年12月	78	2,700
シンガポール	2014年 6 月	7	98
英国	2014年 2 月	6	109
フランス	2014年10月	2	60
韓国	2014年11月	1	30

(出所) 中国国家外為管理局資料より筆者作成

(「控流入、促流出」)へ転換していった。政府の金融政策目標は、金融政策の独立性を制約する資本流入を抑制し、人民元の為替レート of 安定を維持することに移り、そのために資本の対外流出を誘導する必要に迫られた。対外証券投資に関する規制緩和の先駆けとなるQDII制度の導入は、対外収支の均衡回復を図った時期と重なる。

(3) RQFII (人民元建てQFII)

国際金融センター・香港を中心とした人民元の「国際化」の実験に伴い、人民元建ての国内証券市場への投資が2011年より解禁された。香港では2004年に人民元預金が解禁されたのを皮切りに、人民元建て債券の発行など人民元ビジネスの領域が拡大した。とくに、2008年のリーマンショックを機に、人民元によるクロスボーダーの貿易決済の試行が香港との間で始まった。香港の人民元預金は2014年末で1兆元に達しているが、香港に滞留する人民元の運用手段として、2007年以降人民元建て債券の発行が解禁されている。また、香港では、人民元建て投資信託、保険、譲渡性預金(CD)、REITなど、香港の民間金融

機関による個人向け金融商品の販売も盛んになっており、2010年7月には人民元の銀行間取引市場(人民元オフショア市場)も開設された。

香港に蓄積している人民元を中国本土で運用するため、2011年12月に人民元建ての適格海外機関投資家による本土証券投資(RQFII: RMB Qualified Foreign Institutional Investor)が正式に解禁された(注4)。人民元によるクロスボーダーの貿易決済の対象範囲が全世界へと拡大されたことに伴い、中国はシンガポール、英国、フランス、韓国など10カ国・地域とRQFII協定を結んでいる。ただし、人民元貿易決済の約7割は香港を相手としたものであると言われ、RQFIIの認可機関数、投資枠ともに香港が圧倒的なシェアを占めている(表2)。

(4) 上海・香港相互株式投資制度(「滬港通」「ストック・コネクト」)(注5)

2014年4月、中国の証券監督管理委員会と香港の証券先物委員会(SFC)は、上海・香港の両証券取引所と証券決済会社を対象に、株式市場の相互乗り入れを試験的に進める計

(表 3) 上海・香港相互株式投資制度 (「滬股通」) の概要

	北向き売買 Northbound Trading 「滬股通」	南向き売買 Southbound Trading 「港股通」
取引所	上海証券取引所	香港聯合取引所
投資家	香港のブローカーに口座を開設している投資家	中国本土の①機関投資家、②証券口座および資金口座に合計50万元以上を有する個人投資家
投資対象	「上証180指数」「上証380指数」構成銘柄 A株・H株同時上場企業の銘柄 (A株)	「ハンセン総合大型株指数」「ハンセン総合中型株指数」構成銘柄 A株・H株同時上場企業の銘柄 (H株)
投資枠	総投資額上限：3,000億元 1日当り投資額上限：130億元	総投資額上限：2,500億元 1日当り投資額上限：105億元

(出所) 各種資料より筆者作成

画を共同発表した。これは、従来機関投資家 (QFII、QDII、RQFII) に限定されていたクロスボーダー証券投資を個人投資家にも認めるものである。後述するような制限はあるものの、個人投資家が、双方向で、個別銘柄を売買できる、という点で資本取引の自由化に向けた試行の中で大きな一歩と言える。

香港サイドからの上海株の売買 (北向き売買、Northbound Trading「滬股通」) では、香港サイドの投資家は、香港のブローカーに委託して、香港証券取引所の下に設立された証券取引サービス会社を経由して上海証券取引所に売買を発注し、規定の範囲内で上海証券取引所に上場されている株式を売買する。上海サイドからの香港株の売買 (南向き売買、Southbound Trading、「港股通」) も、逆方向であるが同様のスキームとなる。この制度では、投資対象銘柄と投資額に制限が設けられている (表 3)。このうち 1 日当りの投資上限額は、両取引所の平均売買額のいずれも約 16% となっている。

同制度は、基本的に上海・香港ともに同じ

条件となっているが、取引可能な投資家については非対称である。上海市場への投資 (北向き売買) は、香港のブローカーに口座を開設している全ての投資家 (グローバル市場からの投資家を含む) が参加できるのに対し、香港市場への投資 (南向き売買) に参加できるのは、①機関投資家、②証券口座および資金口座に合計 50 万元以上を有する個人投資家、に限定されている。

3. ホットマネーへの警戒

中国本土から見た個人投資家による対外証券投資 (今回の制度では「南向き」) に相当するスキームは、過去にも計画されたことがあったが、実施寸前で撤回された経緯がある。国内の株式市場に過熱感が出ていた 2007 年 8 月、個人による香港市場への対外証券投資 (「自由行」と呼ばれた) 解禁が発表されたが、その直後に口座開設に市民が殺到して混乱が生じたこともあり、政府は計画を延期した。その後、政策の根拠となる政府文書が 09 年末

で失効し、「自由行」解禁は正式に見送りが確定した。この一件は、金融市場が「管理不能」となることを危惧しての措置であったと言える。中国の国内では、資産運用の手段が限られている。債券市場が未熟であり、金利規制の縛りもあり、個人の資産運用には、利息の低い銀行預金か、投機色の濃い株式・不動産市場で投資するか、の選択肢しかない。仮に、個人の海外投資を自由化すれば、個人の保有する資金が一斉に海外流出に転じる事態が起こらないとも限らない。

中国政府は、これまで一貫して、資本取引項目における人民元の兌換性の実現を段階的に進めるという目標を堅持している。一方で、資本取引規制に関する政策や制度改革は、マクロ経済運営および金融資本市場改革の必要に照らして優先順位や方向性が定められてきた。資本取引項目における規制緩和は漸進的に進展しているが、「管理可能性」に対する強い執着は残っており、資本自由化には基本的に慎重な姿勢を採り続けている。

中国は1990年代に内外資本取引を厳しく規制してきたがゆえに、アジア通貨・金融危機の際に投機的資金を締め出し資本収支危機を回避することが出来た。しかし、90年代の教訓は、未だ過去のものとはなっていない。2000年代の国際資金フローの変化の中で、非正規ルートで流入する資金が多くなっていることも事実であり、投機的な資金への警戒は依然として必要である^(注6)。

アジア通貨・金融危機に際しては、「証券

投資」勘定や「その他投資」勘定を通じてアジア諸国に流入したヘッジ・ファンドに代表される投機的な短期資金(ホット・マネー)が、景気の反転を契機にして一斉に流出し、当該国通貨の急落を招いた。中国の場合、資本規制によりヘッジ・ファンドといった形態での投機的な資金流入・流出は小さいものの、①短期資金の多くが、海外に在住する華僑・華人を通じた取引、あるいは中国企業が海外にプールした「迂回投資」によるものであると見られ、その把握が極めて難しいこと、②中国本土の富裕層にとっては海外に資産を移して資産保全を行なうのは至極「常識的」考え方であること、などを考えると、仮に資金の流れが逆転したときのインパクトは決して小さなものではなからう。そうした事態になれば、中国が通貨危機・銀行危機に陥るリスクもある。対外証券投資の規模を厳しく制限しているのは、仮にこれを大幅に開放した場合、国内の余剰資金が対外証券投資に殺到したり、国内の株価暴落を誘発したりするなどの混乱を招き、資本市場の発展が阻害されることを政府が警戒しているためでもある。

■ 4. 上限額を大きく下回る相互株式投資

上海・香港相互株式投資制度の開始から約3か月が経過した。相互取引開始日こそ北向き(香港から上海市場への投資)売買が上限額に達したものの、その後は総じて安定的に

推移、大きな混乱なくスタートしたと言えよう。2月10日時点でのデータによれば、1日当たり売買額（平均）は、北向きが52.23億元、南向きが8.67億元と、いずれも上限金額を大きく下回っている。

北向き・南向きとも売買上限額を大幅に下回っている理由の一つは、機関投資家がすでにQFII、RQFII、QDIIの投資枠を有している一方、新規の個人投資家の投資需要がそもそも小さいということであろう。もっとも、南向き売買が北向き売買を大きく下回っている点は、注意を要する。相互取引開始以来、上海市場の株価が上昇しているのに対し、香港市場株価が横ばいで推移していることから、南向き投資への魅力が相対的に小さいといった要因も確かにあろう。しかし、市場関係者によれば、北向きの投資家と南向きの投資家の成熟度には、そもそも大きなギャップがあると言う。上海市場への投資（北向き売買）には、香港のブローカーに口座を開設している世界中の投資家が参加可能である。これらは個人ではあってもグローバル市場において投資経験を積んできたプレーヤーである。それに対し、南向きの投資家は、中国本土市場では大口プレーヤーではあっても、海外市場での投資経験が少ないか殆どない初心者である。中国本土の株式市場はファンダメンタルズに基づいて株価が形成されているとは言い難く、投機的な資金の動きで相場が動くことが多いと言われる。そうした市場に慣れ親しんだ個人投資家が、海外市場での資金

運用のノウハウを短期間で習得するには無理がある。相互株式投資の専用口座数は国内口座全体の1%程度であると言われるが、上位1%の富裕層といえども、情報収集や企業分析の手法などに習熟しないまま、海外投資を行うことには大きなリスクが伴う。

■ 5. 資本自由化への高いハードル

改革開放政策の開始から30年以上が経過しているが、中国の為替制度改革と資本取引の開放は依然として慎重に進められている。マクロ経済管理の必要に基づいて外国為替や資本取引に関する法規・政策が定められるという点では、この30年間に政策方針に大きな変化はない。2005年の為替制度改革に際して温家宝首相が発した為替レート改革の「三原則」は、現在も堅持されている。また、「国際金融のトリレンマ」と呼ばれる命題（①資本移動の自由、②為替相場の安定、③金融政策の独立性、の3つは同時に実現できない）に照らせば、中国政府は為替相場の安定と金融政策の独立性を優先させ、それゆえに資本移動の自由を拒んでいると言える。

上海市は、2013年に設置された「上海自由貿易試験区」内で個人の対外証券投資の試行を進める方針であると伝えられる（注7）。中国政府にとって、資本取引の自由化が最終的なゴールであることは確かであり、クロスボーダー証券投資の規制緩和が様々な形態をとりながら進んでいくことは間違いない。しか

し、本論で考察したように、それは国内の経済体制改革の必要性に従属するものであって、「自由化」自体が国内の経済・金融秩序を損なうという代償を払ってまで追い求める目標ではない。

個人投資家によるクロスボーダー証券投資は、「上海・香港相互株式投資制度」によって第一歩を踏み出したに過ぎない。上海から香港への投資（内地の個人投資家による対外投資）が期待したほど活発でないことに見られるように、対外投資が活性化するには内地の個人投資家が成熟するのを待たねばならない。そのためには、何よりも国内の金融システム・資本市場そのものが成熟する必要がある。すなわち、金利の自由化とそれに伴う投資家・運用者のリスク感覚の醸成（「暗黙の保証」からの脱却）、運用手法の洗練化・グローバル化、発行体の情報開示、アナリストの育成など課題は限りなく多い。これらの準備なしに資本自由化が先行するようなことになれば、資本逃避の悪夢が現実のものとなかなかねない。そのことは、現在の中国政府の指導者自身が誰よりも良くわかっているのではなかろうか。

文献研究室（2007）『金融工作文献選編：1978－2005』、中国金融出版社、683－685頁。

（注4） なお、これに先立つ2010年10月には人民元建てでの中国本土への直接投資が解禁されている。

（注5） 同制度のスキームの詳細については、関根栄一（2014）「双方向での人民元建て証券投資を促進する上海・香港相互株式投資制度」、『季刊中国資本市場』2014年夏号、を参照。

（注6） 中国の資本取引における多くの制約が非正規ルートの「ホットマネー」の元凶であり、資本取引自由化を速めることこそが「ホットマネー」の抑制に繋がる、とする議論もある。

（注7） 『日本経済新聞』（2015年1月26日）。

※本稿は、2013年4月に日本大学経済学部が招聘した中国社会科学院世界経済政治研究所の陳虹研究員との共同研究の成果に基づくものである。



（注1） 劉仁伍（2008）『国際短期資本流動監管——理論と実証』、社会科学文献出版社、183頁。

（注2） 変動幅の制限は、その後段階的に緩和され、2014年3月以降は対米ドルで上下20%へと拡大している。

（注3） 温家宝「加強亜欧財金合作、促進各国共同发展」（2005年6月26日）、中国人民銀行・中共中央