

中国資本市場への投資制度の現状 (注1)



みずほ証券 グローバル戦略部

村松 健

1. はじめに

中国の資本市場の発展が著しい。特に債券市場は近年世界第3位まで急拡大している。安定的な経済成長を背景に相応のインカムゲインが期待できることも加味すると、本邦投資家にとり、投資検討に値する市場と言えよう。また、株式市場は、近年乱高下した経緯が印象に残っているが、規制緩和に伴い国際的な株式インデックス入りの可能性もささやかれており、引き続き動向に注視が必要と思われる。

一方、中国は現在、国境をまたぐ資金の移

動を完全に認めているわけではない。いわゆる為替・資本規制が残存しており、海外投資家による中国資本市場への投資が完全に自由とはなっていない。人民元国際化との国策の中で、2009年にクロスボーダー人民元決済が認められて以降、規制緩和が進展しているが(注2)、投資においては、為替・資本規制の影響を受けることとなる。具体的には、中国当局は各種投資制度を整備し、当局の管理を前提に資本市場の対外開放を進めている。そのような中、昨年中国人民銀行（PBOC, The People's Bank of China）が中国の主要な債券市場である銀行間債券市場を開放したことは注目すべきであろう。

本稿では、本邦投資家が中国資本市場への投資を行うことを念頭に、中国本土資本市場への投資制度の現状につき解説したい。

なお、本稿中意見に係る部分は筆者の個人的な見解であり、筆者の所属する組織の見解を示すものではないことをお断りさせて頂く。

〈目 次〉

1. はじめに
2. 投資制度の全体感
3. 各投資制度の概要
4. 今後の金融ビジネスへの示唆

(図表1) 中国資本市場への投資制度概観

	QFII (2002)	三類機構 (2010)	RQFII (2011)	滬港通 (2014) 深港通 (2016)	3号公告 (2016)
目的					
通貨	(原則) 米ドル	人民元	人民元	人民元	外貨・人民元
市場	①取引所市場 ②銀行間債券市場	銀行間債券市場	①取引所市場 ②銀行間債券市場	取引所市場	銀行間債券市場
認可 当局	①CSRC, SAFE ②CSRC, SAFE, PBOC	PBOC	①CSRC, SAFE ②CSRC, SAFE, PBOC	不要	PBOC, SAFE
認可 対象	個社	個社	国十個社	—	個社
主な 規制	投資限度額 回金規制	業態の限定 (事実上の 回金規制)	投資限度額 回金規制	—	入金下限・時限 送金比率規制

(出所) 国家外貨管理局、上海清算所、中国人民銀行より筆者作成

2. 投資制度の全体感

現在、中国本土資本市場への投資制度については、適格外国機関投資家 (QFII, Qualified Foreign Institutional Investor) 制度、人民元適格外国機関投資家 (RQFII, Renminbi QFII) 制度、三類機構、滬港通 (フーガントン) (Shanghai-Hong Kong Stock Connect) および深港通 (シンガントン) (Shenzhen-Hong Kong Stock Connect) といったものが存在する。また、PBOCは前述の通り、昨年『外国機関投資家による銀行間債券市場への投資に関連する事項の更なる適切な遂行についての公告』(中国人民銀行公告 [2016年] 第3号、2月17日付、以下、3号公告) を発表し、中国本土の債券市場の開

放を行った (図表1)。

これらの投資制度は、PBOC、中国证券监督管理委员会 (CSRC, China Securities Regulatory Commission) および国家外貨管理局 (SAFE, State Administration of Foreign Exchange) といった関連当局の認可を前提とする。

中国は、世界貿易機関 (WTO, World Trade Organization) 加盟など、国際社会への復帰の中で2002年にQFII制度が設置されたように、海外より資本市場の対外開放を迫られてきた経緯がある。この時点では、中国当局は投資制度こそ設けたものの、制度自体が抑制的な枠組みとなっており、外圧に強いられた対外開放との色彩が強い。

一方、その後人民元国際化が国策として進展する中、蓄積が進むオフショア人民元の運

用手段を確保するため、三類機構やRQFIIといった投資制度が追加的に設けられた。特に2016年は、5年に一度の国際通貨基金（IMF, International Monetary Fund）の特別引出権（SDR, Special Drawing Rights）の見直しの年であり、資本市場の対外開放はSDR入りに向けた有力な要素であることから、2014年には滬港通のような認可を排除した大胆な制度も導入されたようだ。

各種投資制度は、人民元国際化の中で、より積極的な意味合いを持つようになってきている。たとえば、昨年新設された3号公告については、資金流出や外貨準備減少が懸念される中で、資金流出対策としての資本流入促進措置といった側面も認められる。

今後注目されるのは、株式市場の構造改革や債券市場育成との関係であろう。中国の株式市場は個人投資家中心であり、企業業績に即した健全な株価形成が困難との構造問題を抱えている。2015年以降、このような構造問題を背景に、中国の株式市場は乱高下を繰り返す状況にあった。特に2016年初のサーキットブレーカー制度導入・停止に伴う混乱は、記憶に新しい。投資制度の緩和により、外国機関投資家が中国株式市場へ参画することが構造問題の解決にプラスの影響を与えることが期待される。また、中国本土の債券市場においても、株式市場と同様に機関投資家の育成が課題となっている。3号公告により市場開放が図られる中、中国当局の政策を映じた投資制度の新たな展開が期待される。

以下では、QFIIを中心に、各投資制度の概要を確認して行きたい。

■ 3. 各投資制度の概要

(1) QFII制度

① 経緯

2001年11月に中国がWTOに加盟したことが、QFII制度制定の直接の契機として挙げられる。中国は、WTOの前身である関税および貿易に関する一般協定（GATT, General Agreement on Tariffs and Trade）の原加盟国であったが、1950年に脱退しており、1986年に改めて加盟を申請した。WTO加盟は、15年におよぶ審議が結実したもので、対外開放路線の成果、かつ国際社会への復帰を象徴する出来事である。

中国はWTO加盟にあたり、証券分野の対外開放に関しても、外資系金融機関による出資33%以下での合弁企業の設立など様々な約束を行っており、QFII制度は中国の証券市場の対外開放との流れを受け、2002年12月に導入されている。

QFII制度の制定により、CSRCへの資格申請およびSAFEへの投資限度額（Quota）申請の認可を受けたQFIIは、A株^(注3)などへの投資を行うことが可能となった。

なお導入時は、QFIIで投資可能な債券については、取引所上場債券とされ、中国の債券発行額の90%程度を占める銀行間債券市場で取引される債券への投資は、QFIIには認

可されなかった。このことは、中国の債券市場の相対的な未成熟さを映じたものであると共に、株式市場を重視する当局の姿勢を表すものとも言えよう。

QFII認可の第一号は、2003年5月のUBSと野村証券である。以降、商業銀行、証券会社、資産運用会社（ファンド）、保険会社を中心に、認可が進んでいる。

QFII制度は、中国の改革開放路線の中で、外資を活用した上場会社の経営改善（コーポレート・ガバナンスの向上）、個人の短期売買が中心となっている中国の株式市場への機関投資家の関与を強化、長期投資・バリュー投資といったグローバルな投資家の投資手法の導入、といった効果を期待したものである。海外からの市場メカニズムの導入により、経済成長の促進を目指した政策と言えよう。

一方、1990年代後半のアジア通貨危機の反省を踏まえ、急激な市場開放による中国国内の経済・金融市場への影響に配慮した激変緩和措置との側面も有している。アジア各国の為替・資本規制と同様に、段階的な為替管理のための措置としても評価可能であろう。

QFII制度は2002年の制定以来、中国当局の意向を映じ、漸次規制緩和が進展している。具体的には投資枠総額が段階的に増額されると共に、2006年には資格条件の引き下げ、2009年には一部規制の緩和、2011年には対象商品の拡大などが行われている。

特に、2012年には、中国本土の主要な債券

市場である銀行間債券市場の債券への投資が認められると共に、資格条件の引き下げ等の規制緩和が行われている。また、2016年には、個社毎の投資限度額認可において一定の基準未滿については届出制が導入されると共に、最低投資額やロック・アップ期間など、多岐に亘る規制緩和が実現している。

② 制度の概要

QFII制度では、参入基準としての資格要件と、投資対象商品に関する制限および為替・資本規制に関する制約が存在する。

資格要件は、資産運用会社、保険会社、証券会社、商業銀行といった業態毎に、設立年数や運用資産の規模、その他純資産や自己資本規制比率に関する制限を課すものである。業歴が浅い、もしくは中小の外国機関投資家を、QFII登録から排除するとの効果が期待されている。

投資対象商品は、QFII制度はCSRCが主導する枠組みであることから、原則証券取引所上場プロダクトが対象となっている。なお前述の通り、中国本土の資本市場の成熟度合に応じ、漸次投資対象商品が拡大している。

中国においては為替・資本規制が存在している。QFII制度も同規制と無縁ではなく、投資家の行動を一定程度制約する枠組みが存在する。具体的には、QFII毎の投資限度額（Quota）、投資元本の回金が禁止されるロック・アップ期間、回金規制、投資資産の50%以上（ファンド投資の場合は70%以上）を株式に投資すべきとのアロケーションの制約が

挙げられる。

このうち投資限度額 (Quota) については、2016年の規制緩和により、個別に金額を検討するのではなく、投資家の資産規模に応じ「基礎額^(注4)」が算出されることとなった。また、アロケーションの制約についてはCSRCのいわゆる窓口指導であり、株式への一定割合の投資を義務付けることで、株式市場の活性化への効果を期待したものである。QFII 枠取得においては、株式への投資がハードルとして意識されるケースも多かったが、本制約については、2016年9月に撤廃されている。

(2) 三類機構

次に三類機構について説明したい。QFII 制度成立の後、2010年8月にPBOCは「国外の人民元決済銀行等の三種類の機構による銀行間債券市場での人民元投資運用の試行に関する事項についての中国人民銀行の通知」(銀発 [2010] 217号) において、三類機構による中国の銀行間債券市場への投資を認めている。

三類機構とは、①国外の中央銀行あるいは通貨当局、②香港、マカオの人民元業務決済(清算)銀行、③クロスボーダー貿易人民元決済の国外参加銀行、を指し、これらに該当する海外の金融機関等に対し、PBOCが資格と投資枠を認可している。

三類機構は、人民元国際化を背景に、香港を中心にオフショア人民元預金の滞留が進展する中、その受け皿として、限定的に中国本

土の債券市場における投資を認めるものである。オフショア人民元を原資とする人民元建て投資であり、投資枠に関してはあくまで各金融機関等におけるオフショア人民元の蓄積の範囲内に留まることとなる。中国の証券市場の対外開放が進まない中で、人民元国際化にも配慮した限定的な投資スキームとして評価されよう。

(3) RQFII

RQFIIは2011年12月より導入された制度であり、CSRCとSAFEの認可を要するQFII制度とほぼ同様の枠組みである。これらの前提として、PBOCが各国・地域別に投資枠を付与することとなっており、すなわち、3段階の認可態勢となっていることが特徴である。

なお、中国の主要な債券市場である銀行間債券市場の債券への投資に関しては、QFII制度と同様に、別途PBOCからの認可が必要となる。また、QFII制度に見られる投資アロケーションに関する規制については、RQFII制度の設置当初は、A株の保有を制限する制約が設けられていたが、2013年3月にそのような制約は撤廃され、現在は存在しない。

RQFIIは、米ドル建てが原則となっているQFIIに対し、人民元建てで投資枠の付与や管理が行われることが特徴と言えよう。すなわち、オフショアに滞留するオフショア人民元預金の受け皿としての性質を有しており、趣旨については三類機構と共通する部分があ

(図表 2) RQFII付与の状況

	投資枠	付与時期
香港	2,700億元	2011.12
台湾	1,000億元	2013.1
シンガポール	1,000億元	2013.10
英国	800億元	2013.10
フランス	800億元	2014.3
ドイツ	800億元	2014.7
韓国	1,200億元	2014.7
カタール	300億元	2014.11
カナダ	500億元	2014.11
オーストラリア	500億元	2014.11
スイス	500億元	2015.1
ルクセンブルグ	500億元	2015.4
チリ	500億元	2015.5
ハンガリー	500億元	2015.6
マレーシア	500億元	2015.11
タイ	500億元	2015.12
UAE	500億元	2015.12
米国	2,500億円	2016.6

(出所) 報道等より筆者作成 (2016年3月末)

る。そのような事情を背景に、RQFII制度に関しては、いくつかの点でQFII制度に比し投資家の柔軟な対応を許容する枠組みとなっている。

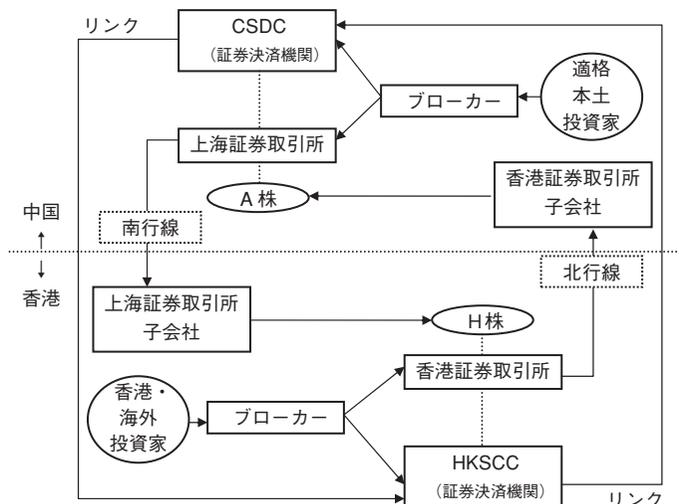
RQFII投資枠は、制度設置に伴い、まず2011年に香港に付与された。2013年には、中国との経済的な繋がりや強さを背景に、台湾やシンガポールといったアジア域内へ付与が拡大した。その後、2014年には習近平国家主席の訪欧をきっかけに、フランス、ドイツなど欧州各国へRQFII付与が行われ、近年は世界各国に付与が拡大している状況である(図表2)。RQFIIは中国当局から付与されるものであり、金融ビジネスのみならず、中国当局との距離の近さを示すものとして、象徴的な意味を有している。

(4) 滬港通・深港通

中国資本市場の対外開放が進展する中、2014年11月に滬港通が開通した。また、2016年12月には同様のスキームとして深港通も開通している。滬港通は、上海証券取引所と香港証券取引所を連結することで、A株やH株(注5)等の上場株式の一部につき、投資総額や1日当たりの売買高に関し上限金額(ネット額)が存在するものの、相互取引を可能とするものである。

日本の投資家や個人を含む中国本土の非居住者は北行線に参加することで、A株の売買を行うことが可能となった。なお、滬港通においては、事前の当局個別認可は要さず、香港証券取引所のメンバーとなっている証券会社(ブローカー)に取引口座を開設すれば取引が可能となる(図表3)。また、滬港通は個人も利用できる枠組みである。

(図表3) 滬港通の投資スキーム



(出所) 香港証券取引所等より筆者作成

投資家がブローカーに行った発注は、証券取引所と相互に設立されたその子会社を介し、A株もしくはH株にアクセスすることとなり、かつ、証券決済の情報についても証券決済機関間のリンクを通じ連絡されることとなる。すなわち、投資家は、国内の上場株式とほぼ同様に海外の株式を売買することが可能となる。

なお、滬港通の開通に伴い、非居住者の中国資本市場投資に伴うキャピタルゲインについて、恒久措置ではないものの、非課税となることが明確化されたことも重要であろう。

滬港通の開通により、上海株式市場と香港株式市場は一つの大きな株式市場を形成したとの見方も可能である。上海と香港を合計した時価総額は、ニューヨーク証券取引所に次ぐ世界第2位であり、深センが合流すると、

更に規模が拡大する。なお、中国は上海国際金融センター構想を推進しているが、上海と香港の金融市場が一体性を強めて行く中で、中国本土の資本市場の開放によるグローバルなマネーフローの変化の帰結として、香港の金融市場の空洞化も懸念されよう。

(5) 3号公告

前述の通り、PBOCは2016年2月24日に3号公告を公布すると共に、同年6月にはPBOC上海本部およびSAFEより本件に関する細則が示され、各国で合法的に設立された商業銀行、保険会社、証券会社、資産運用会社等であれば、PBOCへの届出により、中国本土の主要な債券市場である銀行間債券市場での投資が可能となった(注6)。

3号公告においては、認可可否の他、投資

限度額や回金規制などは記載がなく、海外投資家が機動的な投資活動を行い得る余地がある。具体的な制約としては、届出完了から9か月以内に届出時の調達規模の50%以上を払い込む必要があることと、投資家が累計で送金する外貨と人民元の比率と、累計で入金する外貨と人民元の比率を、原則一致させること（上下10%までの変動は可）、の2点のみとなっている。

本公告は、銀行間債券市場への海外投資家の参入促進を企図するものと考えられるが、その背景には2016年2月に上海で行われたG20の財務大臣・中央銀行総裁会議の存在が指摘される。中国経済の成長鈍化や人民元安が世界経済に与える影響が注目される中、本会合では、中国経済の安定化に資する為替・資本規制強化がテーマとなる可能性があった。中国当局は、人民元の国際化を進めており、その後退とも解され得る為替・資本規制強化を回避すべく、資本流入促進措置導入のインセンティブを有していたように思われる。また、人民元がIMFのSDRの構成通貨として採用される中、海外投資家の人民元建て債券への拡大に資する施策とも評価できよう。

■ 4. 今後の金融ビジネスへの示唆

中国においては、本稿で見えてきた通り多様な投資制度が併存している状況にある。各投

資制度は、外圧による資本市場の開放といった消極的な意味合いから、人民元国際化への対応や資金流出対策といった、積極的な政策的意義を有するように変化してきている。人民元国際化において重要な位置づけとなっていることを踏まえると、規制強化へと逆戻りする蓋然性は乏しいように感じられる。

中国の資本市場は更なる発展の可能性を秘めており、本邦投資家にとっても有力な投資先となるポテンシャルを有している。規制緩和を捉えた、本邦金融機関の積極的なビジネス展開を期待したい。

(注1) なお本稿の内容は『中国債券取引の実務』（みずほフィナンシャルグループ）（一社）金融財政事情研究会〔2017〕に基づいている。

(注2) なお、足元は人民元の流出を懸念する向きから、資本流出防遏のため、為替・資本規制が強化されている。

(注3) A株とは、上海証券取引所および深セン証券取引所で売買される国内投資家向けの人民元建ての株式である。過去には海外投資家向けのB株も存在していたが、国内投資家のB株投資が認められたことなどを背景に、現在はB株市場への新規上場は行われていない状況にある。

(注4) 資産（または管理下にある資産）の大部分が中国国外にある場合は、1億米ドルに、過去3年における平均資産規模の0.2%を加え、承認済のRQFII（米ドル換算）を控除した金額。

(注5) 香港で上場する中国本土企業の株式。

(注6) 同年6月に英国の投資顧問会社インサイト・インベストメントが第一号として届出を行ったとの報道があった。