

外国投資家の中国国内証券投資を 可能にした Q F II 制度

目 次

- I. はじめに
- II. 中国株式市場の沿革と現状
- III. Q F II 制度の導入背景と主な内容
- IV. 今後の課題と展望
- V. まとめ

三菱信託銀行香港支店 范 小晨

I. はじめに

中国の株式市場は 1990 年に設立され 13 年の発展を経て、時価総額ベースで日本に続くアジア第 2 位、米、日、英、フランス、ドイツに続く世界第 6 位の市場へ急成長した。2002 年 12 月 1 日より中国証券監督管理委員会(CSRC)と中国人民銀行は共同で海外機関投資家の中国国内証券市場への投資ルートとして「Qualified Foreign Institutional Investors」(適格海外機関投資家、以下「QF II」と略称) 制度を導入した。2003 年 5 月に外資証券 2 社の QF II 資格を認可したが、年内、更に約 7 社の資格を認可する可能性が高い。本レポートでは中国株式市場の沿革、市場現状、QF II 制度の導入背景と主な内容を紹介するとともに、中国株式市場の課題と今後の発展を展望してみた。

II. 中国株式市場の沿革と現状

1. 市場の沿革と中国株の分類

改革開放後の 1984 年、中国の国営企業に株式制度が導入され、証券市場発展の芽が植え付けられた。1990 年に上海で、1991 年に深圳で中国国内投資家向けの人民元建て取引する「A 株」市場は開設された。1992 年に外国人投資家向けの米ドル建て取引する「B 株」市場が上海で誕生し、海外投資家が外貨で中国株式市場に投資する道は開かれた。

また、海外の証券市場において、国有企業民営化の進展を加速させ、外貨での資金調達と情報開示水準の向上を目的として、1980年代後半から国有企業の香港現地法人、中央や地方政府傘下の香港窓口企業など「レッドチップ」企業(中国関連香港所在企業)が上場するようになった。更に1993年7月の「青島ビール」上場をもって中国国有企業は香港市場で外国人投資家向けに株式公開をした。これ以外に、ニューヨーク市場とシンガポール市場でN株とS株として1社ずつの本株上場があり、預託証券と合わせて「N株」と「S株」と呼ばれている。

図表1：中国株式の分類

種 類	定 義	取引場所	取引通貨
A株	中国国内投資家を対象とする人民元普通株	上海、深セン	人民元
B株	外国人投資家を対象とする国内上場の外資株	上海、深セン	米ドル(上海)、香港ドル(深セン)
H株	香港で上場している海外投資家向けの中国企業の株式	香港	香港ドル
レッドチップ株	国有企業の香港現地法人や中央、地方政府傘下の香港窓口企業の株式	香港	香港ドル
N株	ニューヨーク証券取引所で本株またはADRの形で上場する中国企業の株式	ニューヨーク	米ドル
S株	シンガポール証券取引所で本株またはADRの形で上場する中国企業の株式	シンガポール	シンガポールドル

(出所) MTBCHK作成

一方で各種中国株の拡大状況を比較すると、高いGDP成長率を反映して人民元建の国内A株市場の規模拡大が最も急速なものであった。A株時価総額対中国GDPの比率は1992年の3.9%から2001年には45.4%へ増加した。

国家財政に占める証券取引印税収入の比率は1993年の僅か0.51%から2001年には1.78%へ増加し、証券取引の国家財政貢献度が高まってきた。また、国内株式市場資金調達額の銀行貸出に対する比率は1995年の1.2%から2001年には約18.4%へ急増しており、企業の国有商業銀行からの貸出に対する依存度が低下し、株式市場は中国企業資金調達の直接金融ルートとして多いに役立っている。2003年5月末に上海と深圳のA株市場では計1,243社の企業が上場し、時価総額が44,387.5億人民元(約5,350億米ドル)に達した。

図表2：A株時価総額と中国GDPの比率

(単位：億人民元)

	A株の時価総額	中国のGDP総額	比率
1992年	1,048	26,638	3.9%
1993年	3,531	34,634	10.2%
1994年	3,691	46,759	7.9%
1995年	3,474	58,478	5.9%
1996年	9,842	67,885	14.5%
1997年	17,529	74,772	23.4%
1998年	19,506	79,553	24.5%
1999年	26,471	82,054	32.3%
2000年	48,091	89,404	53.8%
2001年	43,522	95,933	45.4%

(出所)「中国证券先物統計年鑑」よりMTBCHK作成

図表 3：財政収入に占める証券取引印税の比率

(単位：億人民元)

	証券取引印税	財政収入	比率
1993年	22.0	4,349	0.51%
1994年	48.8	5,248	0.93%
1995年	26.4	6,242	0.42%
1996年	128.0	7,408	1.73%
1997年	250.8	8,651	2.90%
1998年	225.8	9,853	2.29%
1999年	248.1	11,377	2.18%
2000年	485.9	13,380	3.63%
2001年	291.3	16,386	1.78%

(出所)「中国財政年鑑」よりMTBCHK作成

図表 4：国内株式市場資金調達額と銀行貸出の比率

(単位：億人民元)

	国有銀行貸出	株式市場資金調達	比率
1995年	6,915	85.5	1.2%
1996年	7,938	294.3	3.7%
1997年	8,150	856.1	10.5%
1998年	9,100	778.0	8.5%
1999年	8,743	896.8	10.3%
2000年	10,074	1,498.5	14.9%
2001年	6,413	1,182.2	18.4%

(出所)「中国证券先物統計年鑑」よりMTBCHK作成

2. 個人投資家を中心とする株式市場の急拡大

1990年代から中国株式市場は著しいスピードで発展してきた。証券投資活動が都市部住民に集中しているにもかかわらず、中国の証券取引口座数は年平均二桁台の高い増加率を記録した。2003年5月末時点で中国株式市場の取引口座数が6,944万に達し、中国都市部人口の約16%が証券取引口座を開設したことになった。ただ、中国総人口からみると、証券投資者は5%未満であり、米国の49%、香港の18%と比べると証券投資活動の普及余地がまだ大きい。

国内の機関投資家がまだ育成されていないため、現在市場参加者の99%が個人投資家であることは中国株式市場の大きな特徴として挙げられる。一方で、①国内の金融商品が国債、企業債、銀行預金などに限られて種類が少ないこと、②経済発展につれて国内住民の個人収入が急増し、富裕層が拡大してきたこと、③ファンダメンタルズを重視した長期投資よりも、非理性的な株投機をする個人が多いことを背景に、中国株式市場において個人

投資家は相当な資金力を持つ一方で、株式市場のバブル現象も起こった。

2000年12月には、国内A株市場では「上海宝山鋼鉄」、「中国民生銀行」など大型株の新規上場が相次いだにもかかわらず、高い公募倍率と上昇率でデビューする企業が多かった。上海と深圳市場のA株PERはそれぞれ1995年の15.7倍と9.5倍から2000年には58.2倍と56.0倍に急騰し、個人投資家を主流とする中国株式市場の巨大な資金力と強い株式投資需要に驚いた市場参加者が多かった。その後、中国証券当局は株式市場不正操作の取り締まり、企業情報開示制度の完備、連続損失企業の上場廃止などの措置を取ったため、加熱状況が少し緩和された。2003年5月末には上海と深圳A株のPERがそれぞれ38.3倍と43.7倍となった。

図表5：中国A株のPER推移

(単位：倍)	上海市場PER	深圳市場PER
1995年	15.7	9.5
1996年	31.3	35.4
1997年	39.9	41.2
1998年	34.9	32.3
1999年	38.1	37.6
2000年	58.2	56.0
2001年	37.7	39.8
2002年	34.5	38.2
2002年5月	38.3	43.7

(出所)「中国証券先物統計年鑑」、CSRC資料よりMTBCHK作成

III. QFII制度の導入背景と主な内容

QFII制度は中国証券市場の個人投資家を中心とする短期投資市場から機関投資家を中心とする長期投資市場に変えることを目指して実施されたものであり、中国証券市場の開放と国際化に向けた重要なステップでもある。もっとも、QFII制度は外貨流入の規制を行っている国で、段階的に海外の機関投資家による本国証券市場への資金投入を認めるものである。1980年代のインド、台湾市場と1990年代の韓国市場などのエマージングマーケットに導入され、各国の資本市場の発展と国際化に大きな役割を果たした制度として評価されている。ちなみに現在の台湾市場においてQFIIが所有する株の時価は台湾株式市場時価総額の約12%を占めている。

今回の中国市場におけるQFII制度導入は①機関投資家不在による中国株の投機色彩を弱めること、②ファンダメンタルズを重視する機関投資家の育成、③上場企業のコーポレートガバナンスと情報開示状況の改善、などに促進効果があると思われる。

1. 適格海外機関投資家の定義

QF II 制度は現在、2002 年 11 月に公表された「QF II 投資管理弁法」をはじめとする計五つの法律規定(全国共通規定が三つ、上海と深圳が各一つ)によって定められている。「QF II 投資管理弁法」では主にファンド管理会社、保険会社、証券会社、商業銀行の四種類の金融業者に関して、申請条件を規定し、大手かつ信用度の高い海外機関投資家を中国市場に吸収しようとしている。

図表 6：QF II 申請者の資格に関する条件

申請者の種類	申請資格の規定
①ファンド管理会社	5 年以上ファンド管理業務を行い 直近会計年度の管理資産残高が100億米ドル以上
②保険会社	30年以上保険業務を行い、株主資本が10億米ドル以上、 直近会計年度の証券資産残高が100億米ドル以上
③証券会社	30年以上証券業務を行い、株主資本が10億米ドル以上、 直近会計年度の証券資産残高が100億米ドル以上
④商業銀行	直近会計年度の総資産が世界ランクで100名以内、 証券管理資産残高が100億米ドル以上

(出所) 「QF II 投資管理弁法」より MTBCHK 作成

具体的な申請方法は CSRC(中国证券监督管理委员会)と外為管理局への申請の二段階からなる。いずれも書類に不備がない状態で 15 日間の審査期間を要する。つまり、二ヵ所で最低計 30 日の申請期間を要することになる。現在、野村と UBS の 2 社が QF II 資格を取得したが、年内、さらにモルガンスタンレーなど約 7 社が資格獲得ができる。外資の保険会社や商業銀行の中国ビジネス拡大につれて、QF II 申請者が持続的に出てくる可能性が高いとみる。

2. 投資対象、規模と資金面の規定

QF II の投資対象は国内上場の外資企業を除く中国企業(A 株)、取引所で取引されている国債、社債や転換社債(CB)及びその他の CSRC が認可した金融商品と指定されている。しかし、①上海と深圳で取引されている国債は合わせて 3,100 億人民元であり、市場サイズが小さくかつ流動性が低いこと、②中国の長期金利が低く、かつ金利が市場要因よりも政策要因で変動していることを考慮すると、中国の債券市場はまだ海外機関投資家の投資対象になりにくいといわざるを得ない。QF II 投資の焦点は当分中国の人民元建 A 株市場に当てられよう。

投資規模については単一 QF II と QF II 全体で単一企業株式への投資金額制限はそれぞれ当企業発行株式数の 10%と 20%以下と定められている。投資資金の出入りに関しては、ファンド管理会社のクローズエンド型ファンドの投資元本は三年経たないと、海外へ送金

できないと定めてある。また、その他の QF II 投資家は元金が中国域内に送金された 1 年後から、何回かに分けて資金を海外に引き揚げることは可能である。いずれも多額の外貨出入りによる為替リスクを防ぐことに主眼を置いた規定であろう。

図表 7：QF II の投資対象、規模及び資金面の制限

投資対象	①国内上場の非外資企業の株式（外資企業以外のA株） ②取引所で取引されている国債 ③取引所で取引されている社債、転換社債（CB） ④その他CSRCが認可した金融商品
投資規模	①単一QF II が所持する単一上場企業株式の持分は 当企業発行株式総数の10%以下とする ②QF II 全体が所持する単一上場企業株式の持分は 当企業発行株式総数の20%以下とする
資金制限	①ファンド管理会社はクローズエンド型とし、最低三年間を経なくては 投資元本を海外へ持出すことはできない ②その他の機関投資家は元金が中国域内に送金された 1 年後、 何回かに分けて資金を海外へ引き揚げることが認可される ③送金の間隔期間は 3 ヶ月以上とし、一回ごとに持ち出せる金額は 当初持ち込み資金総額の最大20%までとする

（出所）「QF II 投資管理弁法」より MTBCHK 作成

3. 投資のプロセス

制度導入に伴い、CSRC(中国証券監督管理委員会)は、中・外銀計 8 行に対して委託銀行の業務ライセンスを発行した。国内銀行は①中国銀行、②中国工商銀行、③中国建設銀行、④中国農業銀行、⑤中国交通銀行、の 5 行、外国銀行は①Citibank、②Standard Chartered Bank、③HSBC の 3 行である。QF II が中国市場に投資する場合、以下の六つのプロセスで進めることになる。

- ① 中国域内で委託銀行(Custodian 銀行)と証券会社を選ぶ
- ② 委託銀行が CSRC(中国証券監督管理委員会)に対して QF II 資格を申請し、証券投資業務許可書を獲得する
- ③ 一年以内に委託銀行を通じて、国家外貨管理局に対して投資枠の申請を行い、資金出入りのための外為登記書を獲得する
- ④ 委託銀行に人民元口座を開き、全額を人民元に交換した投資資金を同口座に入金する
- ⑤ 委託銀行に依頼し、中国証券登記決済公司以て証券口座と人民元決済資金口座を開設する
- ⑥ 中国域内の証券会社に証券投資管理を委託する

IV. 今後の課題と展望

中国株式市場は 13 年ほどの発展を経て、時価総額ベースで香港市場を越え、東京に続くアジア第 2 位、米、日、英、フランス、ドイツに続く世界第 6 位の株式市場へ躍進した。一方で一国の株式市場の大きさを図る指標「市場時価総額の対名目 GDP 比」でみると、2000 年末時に中国国内株式市場（A、B 株合計）の時価総額は同年中国名目 GDP の 59% に相当する。米国(125%)、日本(69%)、台湾(80%)、香港(377%)、シンガポール(243%)と、各国の数値はまちまちである。金融業が経済を牽引する主要産業となっている香港とシンガポールを除くとしても、中国は米国、日本、台湾などに比べて株式市場時価総額の対 GDP 比がまだ低い水準にあるとみられる。また「上場企業一社当たりの時価サイズ」をみると、中国上場企業の平均サイズは米国の 13%、日本の 26%、香港の 65%となっている。

総じて、株式市場時価総額の対 GDP 比が低い、上場企業の時価サイズが小さい、大企業の上場が少ないなどの点からみると、今後、①WTO 加盟による経済発展と各産業をリードする大型企業形成の加速、②QF II 制度の導入による機関投資家ウェートの増加、などにつれて中国株式市場の更なる規模拡大と国際市場化が期待される。

図表 8：世界主要株式市場の比較

2000年12月末	時価総額 (10億米ドル)	対名目GDP比 (%)	上場企業数 (社)	1社当たりの時価サイズ (10億米ドル)
米国 (NYSE)	12,372	125%	2,862	4.32
日本 (TSE)	3,070	69%	1,447	2.12
イギリス	2,577	181%	2,428	1.06
フランス	1,447	112%	1,021	1.42
ドイツ	1,270	68%	744	1.71
香港	615	377%	736	0.84
中国 (A、B株合計)	589	59%	1,086	0.54
台湾	248	80%	531	0.47
シンガポール	225	243%	388	0.58
韓国	149	36%	704	0.21
タイ	31	25%	381	0.08

(出所) 各証券取引所資料などよりMTBCHK作成

今回の QF II 制度導入は市場参加者の予想より早かった。これは中国証券当局が国内市場の大幅な地合い改善と上海、深圳両市場で 2 年以上続いたベアマーケットからの抜け出しを意図したものとみられる。今後、QF II を「資格申請」の次の「本格投資」ステップに導くためには中国市場既存問題点の解決を提起しなければならない。

1. 国家株の流動化

中国株は流通面からみると、「流通株」と「未流通株」に分類することができる。「流通株」の中には、上海と深圳上場の人民元「A 株」、外貨「B 株」と海外上場の外資株「H 株」、「N 株」などが含まれ、QF IIが投資可能の「A 株」は中国発行株式数全体の僅か 25.3%を占めているにすぎない。これ以外の 65.3%は主に「発起人株」と「募集法人株」によって構成される「未流通株」である。特に、上場企業の大半が国有企業であったため、「未流通株」に占める「国家株」の比率は高くて 46.2%となっている。

「国家株」はつまり株主資本のうち国有資産の出資によって発生する株式権益であり、株式市場で流通したり、企業資産交換の際に売却したりすることは禁止されている。このような株式構成は元々国有資産を保護するとの主旨で設けられたものであり、資本参入、資産交換を含めた私有企業や外国企業による国有企業への投資活動が盛んになった現状では企業の資金調達を阻害するデメリットがある。また、QF IIは海外上場していない大型の基盤産業上場企業への投資興味が強いと予想され、これらの企業の国家株ウェートを引き下げて流動性を高める必要があろう。

図表 9：流通面からみた中国株式の構成

(単位：億株)

分 類	2001年	割合
流通株	1,813	34.7%
① 国内上場の人民元普通株 (A株)	1,318	25.3%
② 国内上場の外資株 (B株)	163	3.1%
③ 海外上場の外資株 (H、N、S株など)	332	6.4%
未流通株	3,405	65.3%
① 国家株	2,411	46.2%
② 発起法人株	663	12.7%
③ 外国法人株	46	0.9%
④ 募集法人株	245	4.7%
⑤ 内部従業員株	24	0.5%
⑥ その他	16	0.3%
合 計	5,218	100.0%

(出所) 「中国証券先物統計年鑑」よりMTBCHK作成

2. 国内機関投資家の育成と市場の規範化

QF II制度は海外機関投資家の中国市場への誘致、市場の国際化に焦点を当てたものである。一方で、中国株式市場の国際化を実現させるために、国内機関投資家の育成、A 株市場の規範化にも注力しなければならない。

ファンド管理会社をはじめとする中国の機関投資家は 1998 年 3 月に上海市で「国泰」、深圳市で「南方」との二つファンド管理会社の設立からスタートしたものである。中国でフ

ファンドマネジメント会社が出現したとはいえ、現在に至ってファンド管理会社が依然として 10 社程度しかない。ファンド資産総額(時価ベース)の株式市場時価総額に対する比率をみると、中国の場合は僅か 1.8%(2001 年)と、世界成熟マーケットの同平均 30%に比べて極めて低い水準にある。

ファンド資産運営状況の情報開示、ファンド管理会社の運営に対する監督システムの制度化からみるにしても、中国ファンドマネジメント業界の雛形がまだ出来上がっていないといわざるを得ない。今までの中国 A 株市場においては規範化された年金、保険などの機関投資家よりも国有企業、銀行、証券会社などが余剰資金で短期の証券投資をすることが多い。市場規範の未完備によって、インサイダー情報や豊富な資金を持つ機関投資家たちが手を組んで市場操作することも多く発生した。

今後、資金力の拡大につれて中国の保険会社や社会保障基金(注：中国の年金)による株式投資が盛んになれば、中国で市場ファンダメンタルズ重視の本格的な機関投資家が育成されよう。国内機関投資家と海外の QF II 投資家による理性的な取引が中国市場の規範化、国際化に大いに役立つと思われる。

2003 年 5 月末、A 株上場企業の数 1,200 社を越えており、投資価値のある企業を見出すために相当の人員投入と綿密な調査をしなければならない。当面、QF II の投資興味は①H 株市場などの海外市場に上場していない PER の低い企業、②PER 水準が 20～30 倍との合理的なレンジ内にある企業、③市場流動性が高くかつ情報開示水準やマネジメント素質の良い企業、④業界で独占的地位を持つ企業、特殊産業(酒造、漢方薬など)の代表企業、資源関連企業など、に集中されよう。このような条件を満たす企業は恐らく 50 社から 100 社程度しかないと思われる。QF II 資格を取得した UBS 社は 7 月上旬に市場参加者の予想以上の早いスピードで上海宝山鋼鉄、上海港コンテナ、中興通信、中外運輸 計 4 社の A 株を購入し、今後三ヵ月以内に A 株市場で約 3 億米ドルを投資するとの計画を発表した。資格申請、外貨資金の人民元交換、委託銀行との業務提携などで時間がかかるにもかかわらず、今年の秋以降 QF II 投資活動は活発になるとの可能性がある。

V. まとめ

中国国内の株式市場は設立 13 年でアジア第 2 位のマーケット規模になり、世界投資家の注目を浴びながら、国家株の流動化、機関投資家の育成、取引と監督管理システムの規範化、情報開示の国際化、などさまざまな課題にも直面している。資本項目下の人民元自由交換は実現されていないにもかかわらず、市場の健全な発展を図って中国証券市場の対外開放スピードは予想より早くなる可能性が高い。

中国の持続的な高い GDP 経済成長を受けて、中長期的な中国証券投資戦略の一環として、今後も海外金融関連の機関投資家による QF II 資格申請は好調が続くと予想される。

また QF II 制度の導入によって海外機関投資家の投資理念はやがて中国市場に影響を与えると予想される。市場の問題点が改善に向かえば、QF II が海外上場していない優良中国企業に投資し、将来的にグローバルアロケーションの中に中国 A 株を取り入れることも十分ありえよう。

(H15/7/3 記)