

# 急速に拡大する中国への証券投資

## —中国本土証券市場の戦略的開放とその落とし穴—

### 調査部

主任研究員 野木森 稔

(nogimori.minoru@jri.co.jp)

### 要 旨

1. 世界の投資家が中国本土で発行された債券・株式などの証券（以下、中国本土証券）への投資を急速に拡大している。世界的な過剰流動性は中国本土証券投資の増加を説明する一つの要因であるが、ストック／ボンド・コネクトなど中国当局による資本移動規制緩和を受け、海外投資家が資産運用において中国本土証券を積極的に採用し始めたことがそれ以上に寄与している。
2. 中国本土証券に積極的に投資しているのは、外貨準備やベンチマーク指数に連動する資産を運用する各国の当局や機関投資家である。背景には、中国当局による強い働きかけにより、IMFが中国人民元をSDRに採用したこと、さらに指数算定会社が運用ベンチマーク指数に中国本土証券の採用を決定したことがある。これに伴う投資はヘッジファンドなどの短期的な投機とは異なり、中国は戦略的な市場開放の下で安定した長期資金の獲得を推し進めているといえる。
3. しかし、中国の市場開放は依然として限定的なものにとどまる。今後、投資家の期待に応じ、完全な市場開放に動く可能性は低い。①リスク管理に重要な先物・デリバティブ市場の開放が進まないため、中国本土証券がベンチマーク指数に追加的に採用される見込みは低いこと、②中国当局が市場の不安定化を恐れ、ヘッジファンドを含む多様な海外投資家の参入を歓迎する可能性も低いこと、③香港の国際金融都市としての機能を十分に生かすことが出来ていないことから、中国への資本流入は頭打ちになると予想される。
4. さらに、これから①アメリカの金融政策正常化、②米中対立の再燃、③ESG投資の推進、といった外部環境の変化が予想される。いずれも海外投資家のマネーが中国本土証券へ向かうのを妨げる要因となろう。これまでの証券投資を通じた資本流入が一転、流出することになれば、短期的な中国景気への影響はもちろん、中長期的な経済発展にも悪影響をもたらそう。

## 目次

## はじめに

## 1. 世界の投資家による中国本土証券投資増加の背景

- (1) 新型コロナ禍で生じた過剰流動性
- (2) 中国当局による資本移動規制の緩和—ストック／ボンド・コネクトを柱に
- (3) グローバル資産運用における中国本土証券採用の動き

## 2. 中国当局の市場開放に消極的な姿勢と証券投資拡大の限界

- (1) 先物・デリバティブ市場開放への消極姿勢
- (2) 多様な投資家参入への警戒
- (3) 世界に開かれた香港市場の機能を毀損

## 3. 外部環境変化がもたらす中国本土証券投資への逆風

- (1) アメリカ金融政策正常化による資本流出圧力の高まり
- (2) 米中対立の先鋭化—投資の禁止対象の企業などが増える可能性
- (3) ESG拡大の流れに適応出来ない可能性

## おわりに

## 【補論】 不十分な市場開放から生じる市場の歪み

## はじめに

各国の積極的な金融緩和の影響もあり、中国本土の証券市場に多額の資金が流入している。しかし、それは潤沢な流動性だけが要因ではない。中国当局が世界の要求に応えるかたちで市場開放を進めてきたことも大きく影響している。

世界の中央銀行や運用会社はそれに呼応するかたちで、外貨準備やベンチマーク指数に連動する運用資産のなかで中国本土証券を積極的に増やしている。これらはヘッジファンドなどによる投機的な証券投資とは異なり、短期での売買を目的とした運用ではないため、中国は世界から安定した長期資金を獲得することに成功しているといえる。

市場開放による海外資金の流入は中国のさらなる経済発展に欠かせないものである。しかし、海外資金の流入は金融市場の不安定性を高める要因にもなる。2008年のリーマン・ショック以降、いわゆるホットマネー（中国当局が「熱銭」と呼んで警戒する不安定な短期資金の動き）の流入加速が2015年の人民元ショックの一因となったことは記憶に新しい。

現在進んでいる中国市場の開放は、ホットマネーによる市場の混乱を警戒した限定的なものである。当局は、ストック／ボンド・コネクトといった香港を経由した取引を軸に、市場の混乱を回避する管理されたかたちの資

本流入を加速させることを目指している。そして、投資家は不完全な市場開放であると認識しながらも、市場開放のさらなる進展を期待し、投資を増やしている。

中国は期待通りの市場開放を進め、安定した長期資金を獲得し続けるのか。この問題は、世界的な大規模金融緩和が終了に向かうなかで、中国経済が先行きどのように推移するかを展望するうえで重要な意味を持つ。本稿では、なぜグローバルマネーが中国本土の証券市場に向かっているのか、まずその背景を整理し、中国の市場開放戦略がどのようなものかを明らかにする。そのうえで、中国の対内証券投資に関する今後の展望を示し、外部環境の変化によって起こり得るリスクについて考察する。

## 1. 世界の投資家による中国本土証券投資増加の背景

中国本土への対内証券投資の増加には、各国の金融緩和がもたらした余剰資金の流入が影響している。しかし、中国当局による資本移動規制の緩和の進展により、海外投資家の資産運用における中国本土証券の積極採用につながっていることがより重要な要因と考えられる。

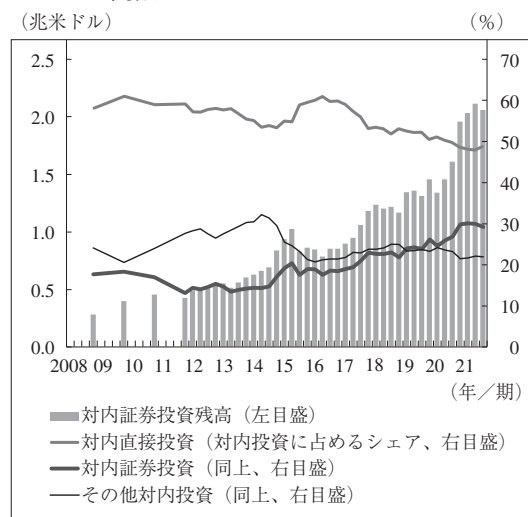
### (1) 新型コロナ禍で生じた過剰流動性

中国の対内証券投資残高は2021年7～9月

期に2.1兆米ドルと、2017年の四半期平均の1.0兆米ドルから2倍強に膨らんだ（図表1）。対内投資の中心は依然として工場建設などを目的とする直接投資であるが、新型コロナ禍で株式や債券などへの証券投資も大幅に伸長している。地域別では、アメリカ、EU、シンガポールの残高増加が顕著である（図表2）。なお、日本からの投資も債券を中心に増加しているが、欧米に比べわずかな規模にとどまっている。

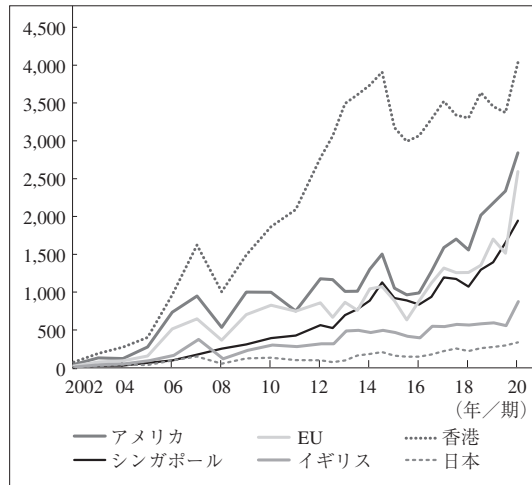
欧米からの投資が大きく伸びた背景にはコロナ禍発生以降の世界的な大規模金融緩和がある。ただし、証券投資に直接投資、その他投資（融資など）を加えた金融収支全体の動きでは、極端な流入超過はみられないこと

図表1 中国の対内証券投資残高と対内投資の内訳



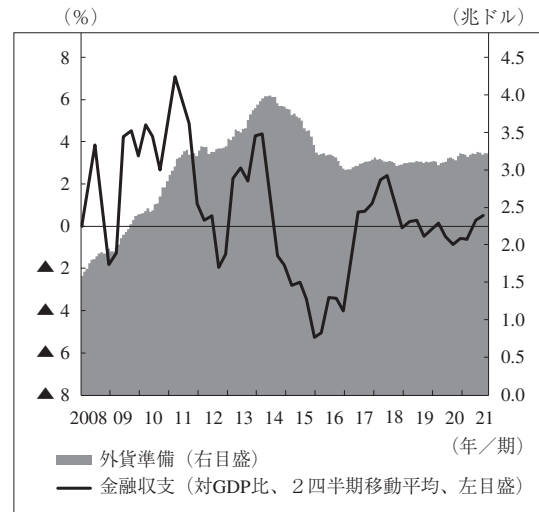
(資料) CEICを基に日本総合研究所作成

図表2 主要国による中国本土向け証券投資残高  
(億米ドル)



(資料) IMF「Coordinated Portfolio Investment Survey」を基に日本総合研究所作成

図表3 中国金融収支と外貨準備高



(注) 金融収支 = 直接投資収支 + 証券投資収支 + その他投資収支  
(資料) CEICを基に日本総合研究所作成

(図表3)、また、外貨準備に大きな変動もないことから、ホットマネーの動きが問題になった2015年のような局面にはないといえよう。2015年にかけては資本流入によって人民元高圧力が高まったことを受け、断続的な為替介入が行われ、中国の外貨準備が急速に増加した。

世界の過剰流動性は中国の証券投資増加を説明する一つの要因であるが、足元の急激な増加を説明するには不十分である。というのも、中国は過剰流動性に伴う不安定な短期資金ではなく、安定した長期資金の獲得に成功している可能性があるからである。ストック／ボンド・コネクットの開通をはじめ、以下に

みるような中国当局による資本移動規制の緩和の動きが、中国向けの証券投資の増加に寄与しているとみられる。注目されるのは、ヘッジファンドなどによる短期的な投機とは性質の異なる外貨準備やベンチマーク指数に連動する資産運用において中国本土証券が増えている点である。

## (2) 中国当局による資本移動規制の緩和— ストック／ボンド・コネクトを柱に

世界の投資家は様々な場所で中国証券へ投資することが出来る。中国企業の上場株式には、中国本土のA株（本土上場、国内投資家向け）、B株（本土上場、海外投資家向け）

の他、香港のH株、アメリカのN株、シンガポールのS株などがある（図表4）。中国本土の上場株以外は海外投資家にとって特段厳しい取引制限があるわけではなく、自由な取引が可能である。

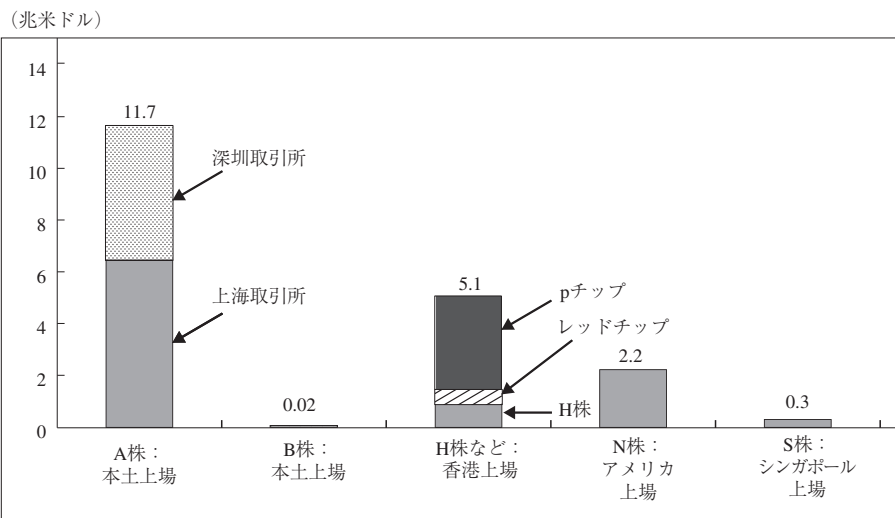
ただし、これらの上場企業の時価総額に対し、A株の上場企業の時価総額は圧倒的に大きい。海外投資家としては、A株市場にアクセスしたいところであったが、規制によって参入が出来なかった。債券では、香港で取引可能なオフショア人民元債（点心債）があるが、2018年末時点の残高は約4,000億人民元（注1）と国内債券発行残高の0.7%程度しかない。このように、海外投資家は中国本土外

の証券だけでは十分な投資機会を得ることが出来なかった。

そこで中国当局は資本移動規制の緩和により、証券市場の開放を進めた（鳥谷 [2021] など）。WTO加盟によって市場の自由化が求められるなか、中国当局は2002年にQFII（適格海外機関投資家）制度を開始し、海外投資家が中国本土証券の取引資格を獲得出来るようにした。そして、2006年にはオフショアで調達した人民元で本土の株式・債券へ投資を行うことが出来るRQFII（人民元適格海外機関投資家）制度も開始された。

2020年にはRQFIIとQFIIが統合（注2）され、先物市場など取引の対象範囲も拡大され

図表4 中国企業上場株式の時価総額（2020年末）



(注) 香港上場の中国上場企業は、H株の他に、中国本土外で設立され中国政府などから出資を受ける企業「レッドチップ」と中国本土外で設立された民間企業「pチップ」がある。  
(資料) 上海証券取引所、深圳証券取引所、香港証券取引所、恒生指数有限公司、米中経済・安全保障問題検討委員会 (USCC)、Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成

た。また、2015年に海外投資家向けに中国銀行間債券市場（CIBM）ダイレクトスキームが導入され、海外投資家の債券市場への参入を促進した（清水 [2019]）。しかし、いずれも資本移動に関する当局への報告といった事務手続きの煩雑さが残る。中国外への資金の持ち出しが厳しく管理され、投資収益の送金が容易に出来ないという問題は解消されていない。

このように、中国本土への直接的なアクセ

スを通じた海外投資家の参入は増えたものの、自由な取引環境が与えられたわけではなかった。そこで、より利便性の高い仕組みとして導入されたのが、香港経由での中国本土証券取引である。具体的には株式市場のストック・コネクトと債券市場のボンド・コネクトという制度であり、それぞれ2014年11月、2017年7月に取引が開始された（図表5）。ともに香港取引所での中国本土証券の売り買いを可能とするもので、中国本土での届出や

図表5 中国証券市場の開放の動き

	香港経由での取引		本土での取引	
	株式	債券	株式	債券
1992年			B株（中国企業が本土内で外国人投資家向けに発行する株式）の発行開始	
1993年	H株（中国企業が香港・海外市場で外国人投資家向けに発行する株式）の発行開始（1993年7月にはADR方式による香港とニューヨークでの同時上場も）			
2002年			QFII（適格海外機関投資家）制度の導入	
2007年		オフショア人民元建て債券「点心債（ディムサム・ボンド）」が香港で発行開始		
2011年			RQFII（人民元適格海外機関投資家）制度の導入	
2014年	滬港通（上海・香港ストックコネクト）取引開始			
2015年				中国銀行間債券市場（CIBM）ダイレクトスキーム取引開始（2016年2月に海外投資家向け取引を拡張）
2016年	深港通（深圳・香港ストック・コネクト）取引開始			
2017年		債券通（ボンド・コネクト）取引開始		
2018年	ストック・コネクトの1日当たりの投資上限を4倍に引き上げ			
2020年			RQFIIとQFIIが統合され、取引の対象範囲を拡大	

（資料）各種資料より日本総合研究所作成

口座開設は必要なく、香港で口座を開設している投資家であれば個人でも利用可能である。中国本土での法令や規制への対応といった負担も軽減され、海外投資家にとってメリットは多い。

中国本土の株式と債券の外国人保有比率が急速に伸びたのは2017年以降である。適格海外機関投資家制度の導入のインパクトはあまり大きくなかったが、ストック／ボンド・コネクトによるアクセスの改善は、株式と債券両方の海外投資家保有比率を飛躍的に上昇させるドライバーになった(注3)(図表6、7)。もっとも、ストック・コネクトの1日当たりの投資上限額は520億人民元(注4)に定められ、なお完全な自由化とはいえない部分が

あり、先進国と同等の市場開放には至っていない。

### (3) グローバル資産運用における中国本土証券採用の動き

資本移動規制の緩和を受け、世界の投資家は資産運用における中国本土証券の割合を積極的に増やした。この動きをけん引しているのは、①外貨準備を運用する各国の当局と、②パッシブ運用を主体とする機関投資家、である。

#### ①各国当局(中央銀行または通貨当局)

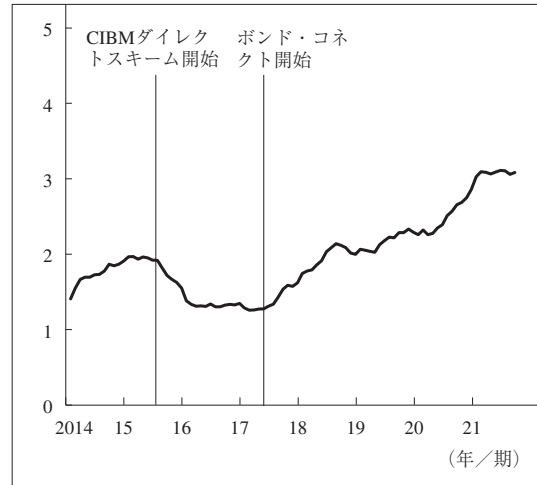
各国の中央銀行または通貨当局は外貨準備を運用している。世界の外貨準備の運用資産

図表6 中国本土株式の海外投資家比率 (%)



(資料) CEICを基に日本総合研究所作成

図表7 中国本土債券の海外投資家比率 (%)



(資料) CEICを基に日本総合研究所作成

の内訳をみると、人民元建て資産は2021年7～9月期に3,190億米ドルと全体の2.7%に膨らんでいる（図表8）。この大部分が中国国債で運用されているとされ、中国への対内証券投資を押し上げた要因となっている。

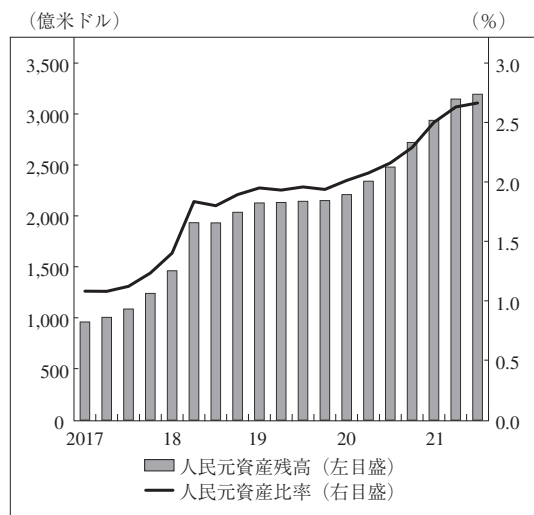
背景には、IMFが金融市場自由化の進展を評価し、2016年10月に人民元を特別引き出し権（SDR）の構成通貨に加えたことがある。SDRは外貨不足に陥った加盟国をIMFが支援するための合成通貨であり、加盟国は割り当てられたSDRと引き換えに構成通貨である米ドル、ユーロ、英ポンド、日本円、人民元と交換することが出来る。交換するのは加盟国の中央銀行や通貨当局であるため、当局は支払いに備え、外貨準備に人民元建て資産を加

える必要が生じる（関根 [2016]）。

2009年3月、中国人民銀行の周小川総裁（当時）は、「世界には単一国の経済情勢や国家としての利害に左右されない超国家的な準備通貨が必要である」とし、ドルへの過度な依存をけん制するかたちで、SDRバスケットに全ての主要通貨を加えてその役割を高めるべきであると主張した。それとともに、中国の世界経済におけるプレゼンスの高まりを反映させるべく、人民元をSDRバスケットに含めるようにIMFに要求し、それが実現した。

なお、SDRの構成通貨に選定されるには、(1)「貿易量」（過去5年間の財サービス輸出額が世界の上位5カ国に入っていること）、(2)「通貨取引の自由度」（IMF協定第30条f項に基づき自由利用可能通貨とみなされること）という2つ基準を満たす必要がある。人民元は、(1)の輸出額基準は満たしていたが、(2)の取引自由度の基準については、充足しているとは言い難かった（清水 [2015] など）。2015年11月のIMF理事会で人民元のSDRへの採用が承認されたが、これは、中国が今後さらなる市場の自由化を進めることへの期待を込めた政治的な決定であったと考えられる。

図表8 世界の中央銀行・通貨当局が外貨準備として保有する人民元資産



（資料）CEICを基に日本総合研究所作成

## ②パッシブ運用を主体とする機関投資家

資産運用会社などパッシブ運用を主体とする機関投資家の参入の影響も大きい。資産運用には、目標ベンチマークに連動する運用成



果を目指すパッシブ運用と、目標ベンチマークを上回る運用成果を目指すアクティブ運用がある。近年はパッシブ運用による投資信託などへの資金が多く流入する傾向がある。背景にはパッシブ運用の方がパフォーマンスに優れていることが指摘されている（注5）。実際、金融庁〔2020〕は、日本とアメリカにおける過去5年平均のシャープレシオや累積リターンはパッシブがアクティブを上回る、としている。

パッシブ運用の拡大に伴い機関投資家が中国本土証券を購入するようになった背景には、複数の指数算出会社がベンチマーク指数に中国本土証券を組み入れたことがある。指数算出会社の決定は、多くの国の年金基金な

どのグローバルマネーを動かす一因となっている。株価指数算出最大手のMSCI（Morgan Stanley Capital International）は複数の株式指数を作成しているが、それらを基準に世界で運用される資産は2021年9月時点で16.3兆米ドルにも上る。

株式指数では、まずMSCIが2018年6月に新興国株式指数への中国本土株（A株）の組み入れを開始した。MSCIは同指数をベンチマークとする資産の急激な変動を抑えるため、組み入れ比率を複数回に分けて引き上げる段階的な組み入れを実施し、2019年11月には中国A株時価総額の20%分を組み入れた（図表9）。それに続くかたちでFTSE（Financial Times and Stock Exchange）が2019年6月から、

図表9 ベンチマーク指数への中国本土証券の組み入れ

	採用開始日	対象指数	備考	資金流入額（推計）
株式 (A株)	2018年6月	MSCI新興国株式指数	2018年11月までに2段階、さらに、19年5月～11月までに3段階で組み入れ	約1,500億ドル
	2019年6月	FTSE新興国株指数	2020年3月までに3段階で組み入れ	
	2019年9月	S&P新興国総合指数		
債券 (国債等)	2019年4月	Bloomberg-Barclaysグローバル総合インデックス	人民元建て国債・政策銀行債を20カ月かけて段階的に組み入れ	約3,000億ドル
	2020年2月	JPM GBI-EM インデックス	人民元建て国債を月1%ずつ10カ月かけて組み入れ	
	2021年10月	FTSE世界国債インデックス	人民元建て国債を3年かけて段階的に組み入れ	

（注）資金流入額（推計）はIMFによる試算（Chen et al. [2019] 参照）。  
（資料）各種資料より日本総合研究所作成

S&Pダウ・ジョーンズが2019年9月からA株組み入れを開始した。

債券市場では、Bloombergがグローバル総合インデックスに2019年4月より20カ月にわたり段階的に中国国債と政策銀行債を組み入れた。段階的追加が完了した時点で同指数における人民元建て債券の割合は6.03%を占めた。JPモルガンは2020年2月から主要指数に10カ月かけて段階的に組み入れを行った。ただし、対象は国債だけであった。FTSEラッセルは、債券の旗艦指数「FTSE世界国債インデックス」(WGBI)に、中国国債を2021年10月から3年をかけて段階的に組み入れる。組み入れ完了後には中国国債は指数全体の5.25%を占めることになる。

株価指数や債券指数を提供する指数算出会社が、各種運用ベンチマーク指数における中国本土証券のウェイトを高める背景には、指数が株式時価総額や債券発行額に連動していることがある。2020年末の中国の上海総合取引所の株式時価総額(注6)は7.0兆米ドルと、ニューヨーク証券取引所(26.2兆米ドル)、ナスダック(19.1兆米ドル)に次ぐ。債券発行残高(注7)も18.6兆米ドル(2020年末)と、アメリカ(46.4兆米ドル)に次ぐ規模に成長している。

ただし、市場規模が大きいだけでは投資対象に選定されない。例えば、MSCIは株式指数への採用に際し、外国人に対する市場の開放度、資本の出入の容易さ、市場参入などの

効率性、市場インフラ、投資関連情報の利用可能性、自由市場の仕組みの安定性など(詳細項目を含めると全18項目、MSCI [2021]のp.113参照)で評価し、組み入れの可否を決める。中国本土証券の組み入れが始まったのは、ストック/ボンド・コネクトによるアクセスの改善により、これらの評価が高まったことがある(曾根 [2020])。

もっとも、中国金融当局は、ベンチマーク指数への中国本土証券の採用により多くの資金が流入することを期待し、指数算出会社に中国本土証券の採用を強く働きかけたとされる(注8)。Chen et al. [2019]は、こうした指数の対象となった証券に資金が流れ込むことで、中国へ4,500億ドル(GDP比3%程度)の資金が流入していると推計している。ベンチマーク指数への中国本土証券の採用は、SDR採用に伴う人民元の外貨準備組み入れと同様に投機性の低い、安定した長期資金の獲得につながり、中国は世界のパッシブ運用の興隆をうまく利用したといえる。

以上にみるように、中国本土証券市場への資金流入は、①過剰流動性下で運用難に陥った余剰資金の流入、②中国当局による資本移動規制の緩和、③海外投資家の資産運用における中国本土証券の積極採用、という動きが作用した結果とみることが出来る。もっとも、②は、ストック/ボンド・コネクトなどが導入されたものの、依然として限定的な市場開放であり、③は、安定した長期資金の投資家

の獲得を狙った中国当局の戦略的な取り組みの下で推し進められたことに留意しなければならない。

(注1) IMF [2019] 参照。

(注2) 2021年10月に中国証券監督管理委員会（CSRC）が公表した「合格境外机构投资者名録」にはQFIIといった略称の表記はないため、RQFIIとQFIIが統合された制度は「適格海外機関投資家制度」としている。

(注3) HKMA [2021] によれば、ボンド・コネクトの取引量はCIBMダイレクトスキームの取引全体の55%を占めている。

(注4) 2018年5月に130億人民元から拡大された。ボンド・コネクト（北向き、中国本土投資）には取引制限はない。

(注5) パッシブ運用で指数算出会社の指数を利用する場合、資産運用会社は指数ライセンス料を支払う必要があるが、機械的に運用出来る分、アクティブ運用に比べコストを抑えることが出来る（2019年2月2日付日本経済新聞 <https://www.nikkei.com/article/DGXKZO40818310S9A200C1EA2000/>を参照）。

(注6) The World Federation of Exchangesのデータに基づく。

(注7) BISのデータに基づく。

(注8) 2019年2月4日付WSJ「中国がMSCIに掛けた圧力、本土A株の指数採用で」では、MSCIが中国から強い圧力を受けたとともに、海外投資家の中国A株の組み入れが間違いだったと主張する投資家が多い（アジア企業統治協会が2018年に155の機関投資家を対象に行った調査では半分近くが間違いだったと回答）ことを報じている。<https://jp.wsj.com/articles/SB11565376301374123961004585102641070142672>

## 2. 中国当局の市場開放に消極的な姿勢と証券投資拡大の限界

中国は今のところ海外からの安定した長期資金の獲得に成功しているものの、将来的に中国当局の市場開放に対する姿勢が問題となる。ヘッジツールとして重要な先物・デリバティブ市場の取引を自由化する見込みはなく、ヘッジファンドを含む多様な海外投資家の参入が進む可能性は低い。これら市場開放

への消極的な姿勢に加え、独自のルールに固執する当局の姿勢は、投資の仲介役として重要な役割を果たす香港の金融機能を毀損しており、投資拡大を阻むと見込まれる。

### (1) 先物・デリバティブ市場開放への消極姿勢

中国が一層の投資を受け入れるには、市場開放により積極的な姿勢を打ち出すことが不可欠である。しかし、当局にそうした姿勢はみられない。リスク管理に重要な先物・デリバティブ市場を開放する動きが進まないことから、中国本土証券の投資拡大を停止する動きも散見されるようになっている。

株式では、中国A株のベンチマーク指数への組み入れが進んだものの、中国A株全てが組み入れ対象になるわけではなく、今後は組み入れ対象が広がらない恐れが出てきている。例えば、MSCIは現時点で中国A株の20%分しか組み入れを完了しておらず、中国当局に対し、100%組み入れに向けての追加組み入れを行う条件として、ヘッジ商品・デリバティブ商品の市場開放やストック・コネクトの制度改善を要求している（図表10）。

債券では、世界最大の年金基金である日本のGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が2021年9月に中国の人民元建て国債を当面投資対象としないことを決定した。GPIFはFTSE世界国債インデックス（WGBI）を主要ベンチマークとして採用しているが、同

図表10 MSCI新興国株式指数の株式組み入れ比率

	時価総額 5% 組み入れ 18年9月	時価総額 10% 組み入れ 19年5月	時価総額 15% 組み入れ 19年8月	時価総額 20% 組み入れ 19年11月	...	時価総額 100% 組み入れ 未定
中国 (A株)	0.7	1.8	2.5	4.1		17.0
中国 (A株以外)	30.2	31.7	29.2	29.5		23.0
韓国	14.4	12.7	11.6	11.6		12.0
台湾	11.6	10.9	10.7	11.5		10.0
インド	8.2	8.6	8.7	9.1		7.0
南アフリカ	6.0	6.0	5.9	4.8		6.0
ブラジル	7.7	6.7	7.9	7.2		6.0
その他	21.2	21.6	23.5	22.2		19.0

さらなる組み入れに向けてMSCIが要求する市場改革

- ・ヘッジ商品とデリバティブ商品の市場開放
- ・世界と異なる中国A株の決済サイクルの改善
- ・中国本土の休日とストック・コネクットの休業日の不一致の解消
- ・ストック・コネクットでのオムニバス取引制度（複数の顧客口座のために注文が出来る制度）の導入

(資料) MSCIを基に日本総合研究所作成

指数から中国国債を除外した指数を利用する(図表11)。GPIFは、中国国債について、国際的な決済システムが利用出来ないこと、市場流動性が限定的であること、先物取引が外国人投資家に認められていないこと、を問題視している。

MSCIが追加組み入れに向け必要な措置を求めていること、そしてGPIFが人民元建て国債を投資対象外としたことは、それぞれ固有の問題も含まれるが、共通した問題として、先物・デリバティブ市場などリスクヘッジのためのツールが限られていることがある。常に大きな変動リスクに備えなければならない投資家にとって、先物・デリバティブ市場がどの程度充実しているかは、投資の可否判断

に影響を与える重要な条件のひとつである(図表12)。

中国では、適格海外機関投資家に対しては、2021年11月1日から商品先物と商品オプション、株価指数オプションが開放されるなど、市場開放の動きは先物・オプション市場にも広がる。しかし、これは、香港経由での取引には適用されない。また、香港取引所(HKEX)では、中国本土証券採用をさらに拡大することを考えるMSCIに配慮し、ストック・コネクット取引の対象から構成される「MSCI中国A50コネクット指数」の先物(注9)が導入(10月18日から取引が開始)されたものの、市場開放の加速を印象付けるほどのインパクトはない。シンガポール取引所(SGX)では、「FTSE

図表11 GPIF経営委員会の議論と中国国債の投資対象除外の背景

<p>2021年7月26日、中国国債には投資を行わず、パッシブ運用のマネジャー・ベンチマークからも除く方針であることについて、執行部から説明（→9月22日出席した10名の全委員の賛成により承認）</p>
<p>GPIFが利用するFTSE 世界国債インデックス（WGBI）への中国国債組み入れが発表されているが、中国国債を除外した指数を利用。中国国債投資については、以下の3点から、ポートフォリオ運営上のリスクが大きいとされている。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>●他の主要国の国債で可能な国際的な決済システムでの決済が、中国国債については出来ないこと（中国国内の決済制度しか使えず、口座開設などの事務手続きに時間と労力がかかるため、投資額の規模を小さくするなどの対応も難しい）</li> <li>●GPIFの投資規模と比較して中国国債市場の流動性が限定的であること</li> <li>●中国国債の先物取引が外国人投資家に認められていないこと</li> </ul>
<p>参考（2021年9月29日付ブルームバーグニュース）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・GPIFはこれまで人民元建ての中国国債には投資していないが、3月末にユーロ建てに投資した実績</li> <li>・足元では中国の不動産開発大手、恒大集団の信用リスクが問題となっているが、中国国債の取り扱いについては半年間にわたって検討してきており、関係はない</li> </ul>

（資料）GPIFを基に日本総合研究所作成

図表12 年金資金の運用におけるデリバティブ取引の活用

<p>重要なリスク管理ツール：原資産の価格の変動が激しいときに、リスクヘッジが可能。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>●迅速・低コストでの取引執行：流動性の高いデリバティブ取引で売買を確定して、その後に現物資産を徐々に売買することで、マーケットインパクトを避けながら、迅速かつ低コストでの取引執行が可能</li> <li>●リバランス（資産配分の比率を当初決めたものに調整）のためのパッシブ運用における配分額変更などに有効</li> </ul> <p>ーリスクヘッジ以外の利用は限定的（投機的な取引等は年金資金のような長期的資金の運用における利用は限定的）</p>
<p>例</p> <p>債券先物取引 ー約定～資金回収までの数日間に生じる、運用目標とのかい離を抑制</p> <p>先物外国為替取引 ー地政学的リスクの高まり等による為替の変動による外貨建て資産の価格変動リスクを抑制</p> <p>株価指数先物取引 ーリバランスを実施して株式の保有割合を削減する必要がある場合、現物株式を一斉に売却すると流動性が低い銘柄を中心に株価の急激な下落を招く可能性。流動性の高い株価指数先物を売り建てた上で、株式現物を時間をかけて売却することで損失リスクを抑制。</p>

（資料）厚生労働省「第4回社会保障審議会資金運用部会平成29年8月1日 GPIF改革の施行（10月1日）に伴い、政省令等において定めることが必要となる事項」を基に日本総合研究所作成

中国A50指数」先物という香港で新設されるものとはほぼ同等のものが既に2006年から取引されているからである。当局が今後も長期の安定資金の流入を望むのであれば、デリバ

ティブ商品を含めより広範囲での市場開放が求められる。

先物・デリバティブ取引については、以下に述べる商品市場における動きにもみられる

ように、投機的な短期資金が入り込みやすいことから、中国当局の警戒感は強い。2021年5月、中国当局は鉄鉱石や銅など産業用素材の価格が高騰したことを受け、大連と上海の取引所の証拠金を引き上げることで投機を抑制した。国家発展改革委員会は「過剰な投機が価格上昇を助長した」と投機を容認しない方針を示した。同年9月に、石炭不足が深刻化し、電力供給に問題が生じた際にも、高騰した石炭価格を抑え込むために、当局は石炭先物の投機的取引を取り締まった。先物市場には洋の東西を問わず、投機的な取引によって市場の変動幅が拡大するといった問題がある。しかし、同市場での取引（注10）は、市場における価格発見機能を向上させるなど重要なものであり、市場の変動幅の抑制だけを意識した過度な規制は、市場の発展を阻害する（注11）。にもかかわらず、中国当局の対応をみる限り、開放に一層慎重になっているという印象が強い。

なお、当局は商品だけでなく、為替の先物取引にも慎重である。中国は人民元取引に関して、実需原則を維持し、為替先物を厳しく制限している（注12）。2021年9月29日付サウスチャイナモーニングポストによれば、恒大集団のデフォルト懸念により市場が不安定化した際、中国当局は、取引フロアで為替ディーラーの監視を強化し、為替変動リスクを抑制したとされる。為替変動幅が拡大することに対する警戒は高く、人民元取引の自由

度を高めようとする気配はない。これは、2015年に人民元のSDR採用を承認したIMFの期待を裏切るものである。こうした状況下で、IMFがSDRにおける人民元の構成割合をさらに引き上げるとは考え難く（注13）、各国の外貨準備における人民元資産の比率の大幅な上昇も当面見込めないであろう。

## (2) 多様な投資家参入への警戒

中国当局が慎重な姿勢を示すのは、先物・デリバティブ取引だけでなく、ヘッジファンドなどの短期売買を中心とした運用手法を採用する投資家に対しても、金融市場の安定性を低下させる可能性があるとして、参入拡大を警戒する。

株式市場では、海外投資家比率が高まれば、中国当局の手が及ばない要因で株価が乱高下することになりかねない。本土株式における海外投資家比率は4%程度に過ぎず、日本の30%程度よりもかなり低いものの、中国当局は急速な比率の上昇は許容しないと見込まれる。

2021年、中国政府が「共同富裕論」政策の推進や安全保障への対応を強化したことを背景に、ITや教育など民間企業に対する規制を強める動きが多くみられた（関 [2021]）。一連の規制強化は株価を下押しし、関連企業を中心に株価調整の動きが続いた。中国株式のなかでも大きな反応を見せたのはアメリカや香港など中国本土外に上場する企業の株価であり、中国本土に上場する企業の株価の下落

幅は限定的なものであった（図表13）。これは海外投資家が中国の規制により敏感に反応したこと意味し、当局は株式市場における海外投資家比率が上昇することのリスクを実感したはずである。

もとより、中国本土の株式市場は開放度が低く、価格形成に問題があることが以前から指摘されている。中国本土とその他の国・地域の市場に上場する株価の変動が一致しないことは、中国本土の株式市場の歪み、つまり、市場開放度が低いことを表すと考えられている（補論参照）。

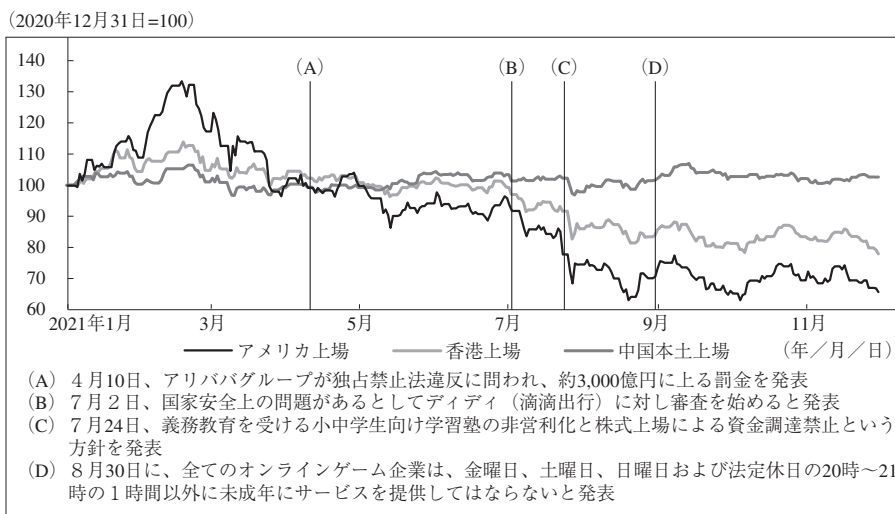
債券についても、デレバレッジの必要性や財政不安につながる可能性を考えると、海外

投資家向けの供給を増やしていくことは難しい。

主要国で発行される債券の構造を発行体別にみると、中国は地方債や社債の割合が高い（図表14）。しかし、それらの債務の肥大化が問題（佐野 [2021]、三浦 [2021]）となるなか、当局が供給量の拡大に踏み切るとは考えにくい。外国投資家の参入が市場のかく乱要因になるという懸念も根強い。中国当局にとって、積極的に開放出来るのは国債ぐらいしかない（注14）、というのが実情であり、実際に海外投資家の保有比率が急速に増加しているのは国債だけである（図表15）。

国債については、グローバルな取引が行わ

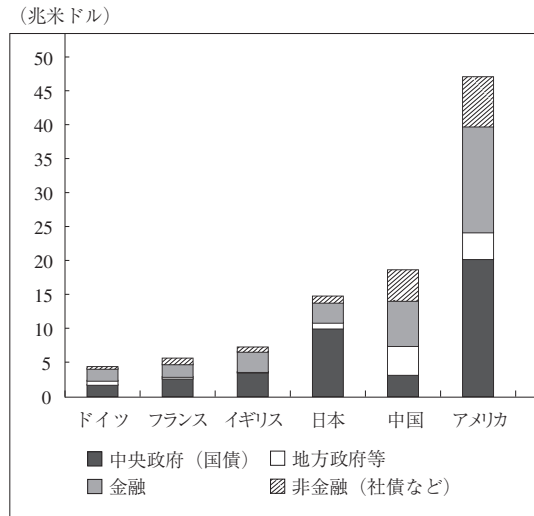
図表13 アメリカ、香港、中国本土の中国株価指数



(注) アメリカ上場はナスダック・ゴールデンドラゴンチャイナ指数、香港上場はハンセン中国企業株指数（H株指数）、中国本土上場は上海総合指数を利用。

(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成

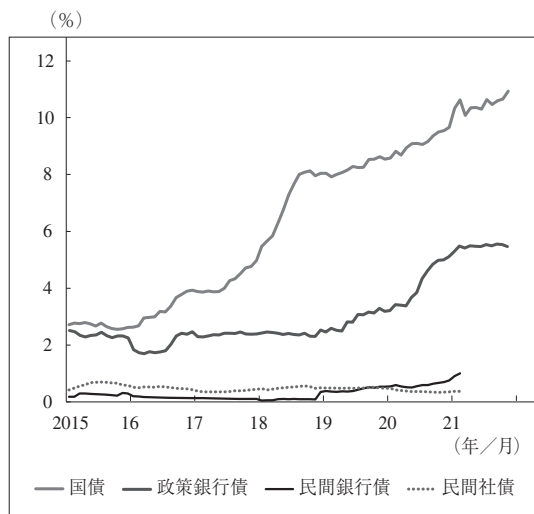
図表14 債券市場規模と発行体の内訳 (2020年末)



(注) 国債について、中国は中国中央国債登記結算 (CCDC) のデータ、中国以外はBISの中央政府長期債残高を基に推計している。  
 (資料) BISを基に日本総合研究所作成

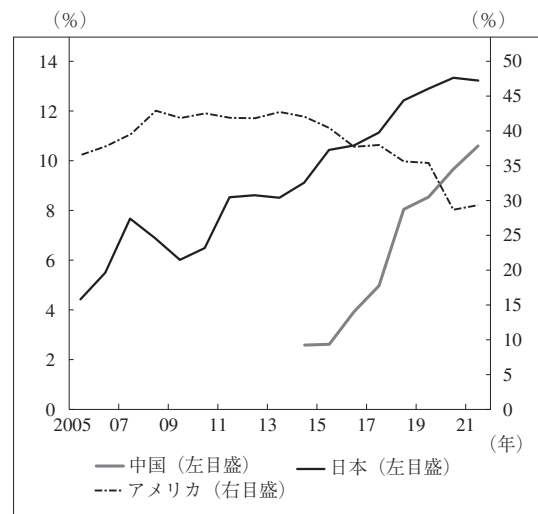
れることによる利点がある。国債は担保として利用出来ることから、国債を担保にした人民元調達が増えるなど、人民元の国際化促進につながる (注15)。ただし、発行体である政府の財政リスクが高まった際に、国債の売り圧力が高まり、金利急騰といった事態に陥る可能性がある。国債の海外投資家保有比率が70%程度に達していたギリシャは実際にそうした事態に陥った。中国国債の海外投資家による保有比率はまだ10%程度だが、近年急速に上昇している (図表16)。危機的な水準とまではいえない (注16) もの、このペースで海外投資家比率が高まり、多様な投資家が参入すれば、いずれ国債市場が不安定化する

図表15 中国本土人民元建て債券の海外投資家保有比率



(資料) CCDC (中国中央国債登記結算) を基に日本総合研究所作成

図表16 国債 (中央政府発行) の海外投資家保有比率



(注) 2021年は9月末値。  
 (資料) CEICを基に日本総合研究所作成



るリスクを意識せざるを得なくなるであろう。

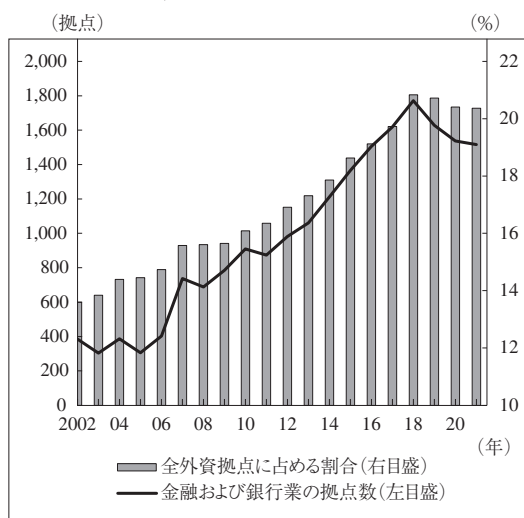
### (3) 世界に開かれた香港市場の機能を毀損

先物取引や多様な投資家参入を警戒するなど市場開放への消極的な姿勢に加え、中国当局は自由で国際的な香港の金融機能をうまく活かすことなく、独自のルールに当てはめるかたちでその機能を低下させている。それは香港の金融仲介機能の低下につながり、中国への資本流入を細らせると考えられる。

香港は国際金融センターとしての機能を持つことで中国への対内証券投資の増加に貢献してきた。しかし、2020年6月に「国家安全維持法（国安法）」が施行されたことを受け、各国の金融機関は香港の国際金融センターとしての機能が低下することを懸念している（野木森 [2019]、野木森 [2021]）。実際に、2021年の香港における外国籍金融・銀行業は1,728拠点と前年から7拠点減り、3年連続で減少している（図表17）。2021年6月に全人代常務委での可決を経て中国本土で施行された「反外国制裁法（注17）」が香港でも導入されれば、海外機関投資家にとって香港のリスクはさらに高まる可能性がある（注18）。

今のところ、この問題が香港の金融業に影響を与えている様子は見受けられない。中国本土証券市場開放の柱となるストック／ボンド・コネクトにより香港経由の証券取引は急速に増加しており、在香港金融機関に多く

図表17 外国籍企業の在香港拠点数（金融・銀行業）

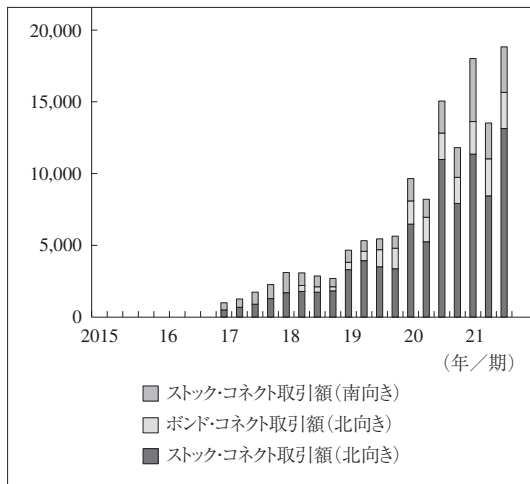


(資料) Census and Statistics Department (HK) を基に日本総合研究所作成

の利益をもたらしている（図表18）。また、中国広東省と一体化する「粵港澳大湾区（グレーター・ベイエリア）」構想は、ストック／ボンド・コネクトと並んで香港におけるビジネス拡大の誘因となっている（EYグレーター・チャイナ等 [2021]）。イギリスに本社を持つHSBCは、粵港澳大湾区の戦略統括拠点設立を発表し、保険大手でも、香港地場のAIAに加え、外資系のプルデンシャルやマニライフなどが事業展開準備のため大幅な増員を進めている。

香港を離れるか、香港でさらにビジネスを拡大するか、金融機関の動向は大きく2つに分かれている。後者が多いからといって、国際金融都市としての強みが失われていないと

図表18 ストック／ボンド・コネク特取引額  
(億米ドル)



(注) ストック／ボンド・コネク特における北向きは海外投資家による中国本土での債券売買、南向きは中国本土投資家による香港での債券売買。  
(資料) CEICを基に日本総合研究所作成

みるのは早計である。香港の金融業界では近年、「中国政府とのコネを持つとみられる中国人スタッフが急増した」とされる(注19)ように、ビジネス拡大を選択した金融機関は国際金融ビジネスではなく、中国関連ビジネスの拡大に専念している。その意味で香港が持つグローバルマネーを集め、中国投資につなげる機能は低下していると考えられる。

(注9) 中国当局が初めて公認するオフショアでの本土株の先物となったのは、この「MSCI中国A50コネク特指数」の先物である。2006年から取引されている「FTSE中国A50指数」の先物については、正式な先物として認められたことはない。さらに上海証券取引所のデータ管理部門であるSSE Infonetは先物契約の価格情報について知的財産権を侵害しているとして、この先物に関してFTSEを提訴している(2021年8月21日付Caixin Global「Hong Kong Bourse to Offer China A-Share Index

Futures」参照)。これは当局の意向に沿わないかたちでの先物が取引されることになったことに当局が強い反発を示したものと考えられる。2006年から続くこの訴訟は未だ解決されておらず、中国当局は投機による混乱の元になるかもしれない先物に対し、強く警戒しているという一つの事例といえよう。

- (注10) JPX「先物取引について」<https://www.jpjx.co.jp/learning/derivatives/futures/04.html>を参照。
- (注11) 黒田[2018]は「金融危機に見舞われ資産価格が大きく変動すると、先物取引の存在が現物価格の変動を増幅しているのではないかと、いった、先物取引の機能に対する懐疑的な見方がしばしば登場します。しかしながら、先物市場が高い市場流動性を備えていれば、現物市場がショックに直面した場合にも、一定の価格発見機能が維持され、当該資産の需給や市場参加者の見方を適切に反映した価格に速やかに回帰していくことが期待されます。」としている。
- (注12) オフショアではCNH先物やNDF(Non-Deliverable Forwards)が利用可能(赤羽[2021]、清水[2015]など)。
- (注13) 新型コロナ禍での対応などを理由に、当初2020年に予定されていたSDRの構成割合の見直しは2022年7月に延期されている(IMF[2021])。過去5年間、財・サービス輸出額は増え、人民元は各国の外貨準備などに利用される機会が増えたものの、市場開放に消極的であることが仇となり、貿易などでの人民元決済は伸び悩んでいる。
- (注14) 中国の政策銀行債は債券発行額全体の25%程度を占め、国債と代替される投資先になる可能性がある。
- (注15) 日本国債も資金調達や決済担保として潜在的な活用ニーズはあるとみられ、日本でもグローバルな国債の有効活用は課題となっている。
- (注16) 海外投資家保有比率の高まりにより国債のリスクが高まるかは、どういった海外投資家が保有主体であるかに依存する。政府など短期売買の可能性が小さい主体が多い場合、国債市場の不安定化リスクは低い。Matsuoka[2020]は、海外投資家のなかでも民間部門での国債保有が全体の20%を超えると、金利上昇リスクが指数関数的に高まると分析している。
- (注17) 対中制裁に関与した個人や団体が所有する中国本土内の資産凍結や入国禁止を可能とする法律。
- (注18) 2021年8月17～20日の全人代常務委で可決されるとの見方もあったが、ビジネス界からの懸念の声を受け、採決を見送っている。
- (注19) 2021年5月14日付朝日新聞「「共産党が守ってくれる」香港金融界で力増す新香港人」<https://digital.asahi.com/articles/ASP5C2S6LP4XUHB101X.html>

### 3. 外部環境変化がもたらす中国本土証券投資への逆風

中国当局の市場開放への消極的な姿勢に加え、中国を取り巻く外部環境の変化が中国本土証券市場に悪影響を与える可能性にも注意する必要がある。以下に示すように、アメリカの金融政策の正常化、米中対立の再燃、ESG投資の推進は、中国本土証券投資への逆風になる恐れがある。

#### (1) アメリカ金融政策正常化による資本流出圧力の高まり

海外投資家による中国本土への証券投資の一部は、過剰流動性下で運用難の余剰資金が流入したことを受けたものである。アメリカで金融政策正常化に向けた動きが始まれば、資金の流れは流入から流出に転じると見込まれる。アメリカ連邦準備制度（FRB）は、11月後半からテーパリング（資産買い入れ縮小）開始を決定し、2022年中の数回の利上げも視野に入れている。

その一方、中国ではこれまで利上げなど金融政策上の明示的な動きはなかったが、過熱気味の不動産市場などを抑制するため、2020年終盤以降与信の伸びを抑え始めるなど政策スタンスの重心を引き締め方向に置いた。しかし、2021年半ば以降、景気が減速傾向を強めたことを受け、中国人民銀行は2021年12月15日に預金準備率を引き下げるなど、金融政

策を緩和の方向へ舵を切った。米中の金融政策の方向性の違いは景気や物価に対する政策判断から来るものであるが、両国の金利差の拡大は中国に流れ込んだ資金を流出させるきっかけになり得る。実際、米中金利差と人民元（対ドル）との連動性は高い（図表19）。

近年の対中投資では、ホットマネーといわれるような動向により不安定な短期資金が流れ込んだ形跡はないことから、2015年の人民元ショック時のように急激な資本流出が起これるとは考えにくい。しかし、近年、QDII（適格国内機関投資家）による投資限度枠拡大（注20）やボンド・コネクトの南向き投資（2021年9月に開始、中国本土投資家による香港での債券売買）など、中国の対外証券投資の規

図表19 人民元と米中金利差



(資料) CEICを基に日本総合研究所作成

制緩和も進んでおり、資本流出の加速には警戒が必要である。

仮に、ストック／ボンド・コネクトでの取引制限の導入など、流出阻止のために資本移動規制を強化するような事態に陥れば、海外投資家が不利益を被る可能性がある。海外からの証券投資残高は人民元ショック時の2倍を超えており、規制強化は中国本土証券市場に対する信用を毀損し、流入する資金が細ることになりかねない。

## (2) 米中対立の先鋭化—投資の禁止対象の企業などが増える可能性

米中対立の先鋭化も大きなリスクとなろう。アメリカ政府は人権侵害の疑いやアメリカの安全保障への脅威を背景に、中国への投資に対する規制を強化している。2020年5月には、米政府の意向に従うかたちで、アメリカ連邦政府職員の退職年金基金を運営する連邦退職貯蓄投資理事会（FRTIB）が中国本土証券に投資しないことを決定した（注21）。

また、2020年11月には、トランプ大統領（当時）が中国人民解放軍と関係があると認定した中国企業31社に対して、アメリカ人による証券投資を禁じる大統領令に署名した（JETRO [2020]）。ロバート・オブライエン国家安全保障担当大統領補佐官（当時）は、その理由を「アメリカの投資家が意図せずに、中国人民解放軍と中国の諜報機関の能力向上に向けられる資本を提供することを防ぐ」た

めと説明している。2020年12月、指数算出各社は、該当する企業を指数から除外しており、MSCIの場合、新興国株式指数から外れた中国企業は7社（ウエイト0.28%分）となっている。

バイデンアメリカ大統領は2021年6月、トランプ前政権時代に導入された上記の中国軍関連企業への投資禁止について、範囲を拡大し、59社を指定した。12月には、中国の画像認識大手センスタイム（商湯集団）（注22）なども追加指定している。今後も投資禁止対象に指定される企業は増加する可能性が高く、指数を算出する各社は当該企業を指数から除外していく見込みである。

## (3) ESG拡大の流れに適応出来ない可能性

世界で進むESG（環境・社会・企業統治）への対応も、中国本土証券市場に影響を与えるとみられる。各国当局は自国への投資を促進するため、ESGへの対応を進めている。中国当局もグリーン・ファイナンスを推進しており、政策支援を受けた中国の企業や金融機関によるグリーン・ボンド発行額は急速に増加している。2021年前半の中国の発行体による発行額は376億米ドルとアメリカと同額であり、77%がオンショア（国内）、23%がオフショア（海外）で発行されている（注23）。

しかし、国際的な非営利組織「気候債券イニシアチブ（CBI）」によると、「グリーン」

の定義で世界基準を満たす中国のグリーン・ボンドは58%だけで、国際的な定義に基づけば、アメリカ（376億米ドル）、ドイツ（285億米ドル）、フランス（228億米ドル）に次ぐ220億米ドルにとどまるという。グリーン・ボンド発行で調達した資金を全てグリーン・プロジェクトに活用する必要があるが、中国国家発展改革委員会が定めたガイドラインには、グリーン・ボンド発行で調達した資金の最大50%を銀行借り入れの返済や運転資金に充てることが認められているなど独自の基準がある。資金使途や環境へのインパクトの報告が不十分であるなど、中国のグリーン・ボンドには国際標準を満たさない点があり（清水 [2020]）、海外投資家の信認を得るためには一層の改善が不可欠である。

これに加え、中国にとっての懸念事項は人権問題であろう。ESGにおいては、人権問題を重視する傾向が強まっており、情報開示が不十分であれば投資家が敬遠するリスクが高まる。既に、2020年9月にはデンマークの年金アカデミカーペンションが人権侵害を理由に中国の株式と債券の売却を決定した。なお、EUと中国の包括的投資協定（CAI）は2020年12月30日に原則合意が発表されたが、EUが中国の人権侵害を問題視し（注24）、2021年5月20日には批准に向けた審議が凍結された。国際社会における中国の人権侵害に対する厳しい姿勢は、欧米を中心に今後一段と強まる見込みである。

（注20）QDIIによる投資限度枠は2020年8月に1,040億米ドルであったが、そこから徐々に増加しており、2021年11月には1,540億米ドルとなった。

（注21）具体的には、FRTIBは一部の運用ファンドのベンチマークを、中国株式が含まれるMSCIの指数に切り替える計画があったが、それを中止すると決定している。

（注22）同社の顔認証技術は、中国の少数民族ウイグル族を監視し、人権侵害に使われている疑いのため。

（注23）Climate Bonds Initiative “China Green Bond Market Newsletter H1 2021”、Sustainable Debt Market; Summary H1 2021”

（注24）正確には、2021年3月、中国が欧州議員に対して発動した制裁（EUがウイグル族への人権侵害に関連して中国の当局者らに渡航禁止や資産凍結といった制裁を科したことに対する報復）への対応。

## おわりに

中国では、ストック／ボンド・コネクトの開始などで証券市場の対外開放が進んだものの、開放の内容は依然として限定的なものにとどまる。にもかかわらず、IMFによる人民元のSDRへの採用、指数算定会社による運用ベンチマーク指数への中国本土証券の採用により、中国は近年対内証券投資の大幅な増加を図ることが出来た。なかでも中国本土証券のベンチマーク指数採用は、パッシブ運用が世界的に増加するなかで長期資金の獲得を後押しした。

世界の投資家は中国本土証券市場が不完全な市場開放であることを認識しながらも、一層の市場開放を期待し、対中証券投資を積極的に拡大してきた。証券市場が未成熟な国に対して、まず投資を増やすために運用ベンチマーク指数への組み込みを一部先行実施することは、その国の市場が抱える課題をあぶり

出し、本格的な市場開放につながり得ることから、一概に悪いこととはいえない（注25）。

しかし、中国が先進国の示すルールに合わせて市場開放を進める可能性は低く、期待と現実の乖離が次第に広がり、近い将来、中国に対する失望を招来しかねない。国際社会に取り込むことで中国の民主化が進むことを期待したアメリカが「関与政策」を「失敗」と評したように、証券市場の開放を期待した世界の投資家の間で同様の議論が沸き上がる可能性がある。中国投資の増加をけん引したIMFによる人民元のSDRへの採用、指数算定会社によるベンチマーク指数の中国本土証券の組み入れとともに、投資家の期待に沿う市場開放がなければ、その意義が失われる（注26）。

海外投資家による中国への証券投資は、中国当局の市場開放に対する消極姿勢を考慮すれば、今後頭打ちとなる可能性が高い。さらに、今後予想されるアメリカの金融政策正常化、米中対立の再燃、ESG投資の推進といった逆風が、対中証券投資の下押し材料となる可能性も警戒する必要がある。獲得した資金が流出することになれば、短期的な中国景気への影響はもちろん、中長期的な経済発展にも悪影響が及ぶのは必至である。

（注25）2021年9月20日付ブルームバーグニュースによれば、インド国債も2022年以降に世界の債券指数に組み入れられる可能性があるという。インドでは、「FAR（Fully Accessible Route）」という外国人投資家が特定のインド国債に投資する制度が2020年3月に出来たばかりである。

（注26）投資家が個別に裁量をもって投資する場合は問題ないが、ベンチマーク指数に連動する資産運用では、機械的に投資配分が決定され、他の市場とは異なる性質の市場にある証券が同じ基準の投資先になるという問題が生じる。

## 【補論】不十分な市場開放から生じる市場の歪み

中国本土の株式市場の歪みを表すものとしてハンセン中国AHプレミアム指数が引用される。同指数は、中国企業が上海・深圳市場に上場する「A株」と香港市場で発行した「H株」の時価総額を加重平均し、A株の値をH株で割って算出（数値が100より大きければA株が、小さければH株が割高）したもので、H株を基準にA株の歪みを表したものと見える。

2005年以降の中国AHプレミアム指数をみると、A株はH株に対し40%程度高くなってきている（図表20）。A株とH株は、前者が人民元建て、後者が香港ドル建てで取引されるという違いはあるが、同じ企業が発行するものであり、証券市場が開放されていくにしたがって、両市場の間での株価の乖離は縮小すると考えられる（注27）。しかし、実際にはA株とH株の差は拡大する傾向にある。これには主に以下のような要因が考えられる（Liu [2017] など）。

1. A株とH株に交換可能性（Fungibility）がない（注28）
2. 投資家の違い（本土では高リスクの投資をする個人投資家が多い、など）

図表20 AHプレミアムと本土・香港株式指数

(2012年=100)



(資料) Bloombergを基に日本総合研究所作成

3. 流動性の違い (A株の方がH株より流動性が高く、評価が高くなる、など)
4. 取引システムの違い (本土では空売り規制、サーキットブレーカーがある、など)
5. 情報の非対称性 (海外投資家は本土企業の詳細情報を入手しにくい、など)
6. 為替変動 (人民元上昇の場合はA株など人民元建て資産上昇要因になる、など)

Xuechun et al [2020] では、ストック・コネクットの導入はAHプレミアムの低下に寄与していることを示している。2002年以降の適格海外機関投資家から始まった証券市場の改革は、AHプレミアムを一定程度押し下げる効果があったが、上記の要因がAHプレミアムを大きく押し上げたと考えられる。

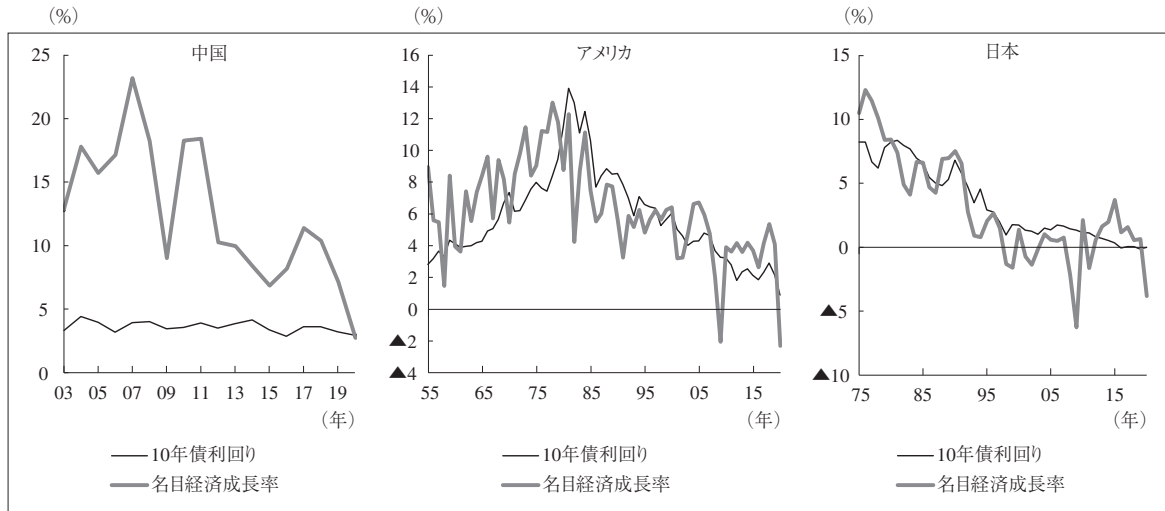
債券市場においても同様の歪みがあると考

えられる。歪みは、長期金利の水準と経済成長率 (またはインフレ率) との連動性が確認出来ないことに読み取れる (図表21)。中国の10年国債利回りと名目経済成長率が連動しない理由としては、中国債券の金融政策の波及経路 (トランスミッション・メカニズム) の枠組みが発展途上であること、また、株式と同様に、証券市場の開放が十分でないことが影響している可能性がある。

(注27) もし、香港市場と本土市場の間で資本移動が完全に自由であれば、両市場の間で株価の差が生じた場合、人々は、安い方で買って高い方で売ることを通じて利鞘を稼ぐことが出来る。このような「裁定取引」は、両市場での株価が一致するまで続くはずである (関 [2011])。

(注28) 重複上場 (アメリカと香港など) の場合は通常交換が可能だが、A株とH株の場合は制度的に全く違う株式になっている。

図表21 10年国債利回りと名目成長率の関係



(資料) CEICを基に日本総合研究所作成

参考文献  
(日本語)

- 赤羽裕 [2021] 「アジア地域通貨単位 (AMU) 建取引の有用性と必要性」国際経済72 (0) , pp.121-159
- EYグレーター・チャイナ、EY新日本有限責任監査法人編、江海峰 (Alex Jiang) 監修 [2021] 『グレーター・チャイナの経済・金融ハンドブック (中国・香港ビジネスの最前線)』清文社
- 関志雄 [2011] 「株価の低迷でH株と比べ割安となったA株一次の上昇局面はA株主導かー」中国経済新論：実事求是、RIETI
- [2021] 「中国における民営企業への規制強化ーアントグループとディディの事例を中心にー」中国経済新論：実事求是、RIETI
- 金融庁 [2020] 「資産運用業高度化プログレスレポート2020」  
<https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/20200619/01.pdf>
- 黒田東彦 [2018] 「ポスト金融危機の先物市場」株価指数先物30周年記念シンポジウムにおける基調講演、2018年9月3日
- 佐野淳也 [2021] 「地方政府債務の増加が続く中国ー地方融資平台が経済の不安定要因にー」日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報RIM』2021 Vol.21 No.82.  
<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/12813.pdf>
- 清水聡 [2015] 「進展する人民元の国際化と今後の展望ー資本取引の自由化との関係」日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報RIM』2015 Vol.15 No.57  
<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/8158.pdf>
- [2015] 「人民元のSDRバスケットへの採用に関する議論」リサーチ・フォーカス No.2015-032  
<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/8444.pdf>
- [2019] 「中国からの資本流出の減少と債券市場の開放」アジア・マンスリー 2019年2月号
- [2020] 「重要性を増すグリーン・ファイナンスの現状と課題ーアジアに関する考察を中心に」日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報RIM』2020 Vol.20 No.79.  
<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/12198.pdf>
- JETRO [2020] ビジネス短信 「トランプ米大統領、中国企業31社への証券投資を禁じる大統領令に署名」、2020年11月16日
- 関根栄一 [2016] 「IMFの特別引出権 (SDR) への人民元の採用の意味と今後の焦点 (特集 アジアの資本市場改革)」野村資本市場クォーターリー 19 (3) , pp.64-81.
- 曾根康雄 [2020] 「中国の国際収支と金融の対外開放」亜細亜大学アジア研究所 『アジア研究シリーズ』No.104
- 鳥谷一生 [2020] 「中国・金融「自由化」と人民元「国際化」の政治経済学」晃洋書房



- 
16. 野木森稔 [2019] 「不透明感が強まる香港経済の展望—失われるビジネス拠点の優位性と維持される国際金融機能—」リサーチ・フォーカス No.2019-027  
<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/11389.pdf>
  17. ——— [2021] 「中国化が進む香港国際金融センター—米中金融テカリングと中国市場特化の可能性—」日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報RIM』2021 Vol.21 No.80.  
<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/12402.pdf>
  18. 三浦有史 [2021] 「過剰債務が映し出す中国の成長パターンの限界—国有企業と住宅投機が脅かす習近平政権の足元—」日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報RIM』2021 Vol.21 No.83.  
<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/12970.pdf>
  - (英語)
  19. Chen, Sally, Dimitris Drakopoulos, and Rohit Goel [2019] “China Deepens Global Finance Links as It Joins Benchmark Indexes”, IMF Blog, June 19, 2019
  20. HKMA [2021] “A Closer Look at Bond Connect and the Journey Ahead” Quarterly Bulletin, September 2021/Issue No.108
  21. IMF [2021] “Review of The Method of Valuation of The SDR — Proposed Extension of The Valuation Of The SDR Basket and Modification of The Date Of Effect of A New Basket” Policy Papers, No. 2021/017
  22. ——— [2019] “The Future of China’s Bond Market” (Edited by Alfred Schipke, Markus Rodlauer, and Zhang Longmei)
  23. Liu, Meulin [2017] “The analysis of A/H premium,” 2017 Int. Conf. on Financial Management, Education and Social Science (FMESS 2017), pp. 300-306
  24. Matsuoka, Hideaki [2020] “Debt Intolerance: Threshold Level and Composition.” Policy Research Working Paper; No.9276. World Bank, Washington, DC. ©World Bank.  
<https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/33906>  
License: CC BY 3.0 IGO.
  25. MSCI [2021] “MSCI Global Investable Market Indexes Methodology”, November 2021
  26. Xuechun, Zhang, Xu Ruihui and Liu Xue [2020] “AH and A-ADR Premiums” The People’s Bank of China Working Paper Series No.2020/9

本誌は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本誌は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがあります。本誌の情報に基づき起因してご閲覧者様及び第三者に損害が発生したとしても執筆者、執筆にあたっての取材先及び弊社は一切責任を負わないものとします。