

# 米中対立と中国資本市場開放の行方<sup>(注1)</sup>



みずほ証券 グローバル戦略部

村松 健

## 1. はじめに

中国による香港国家安全維持法の制定を直接的な契機とし、米中対立がエスカレーションしている。米国のトランプ大統領は、金融制裁や、華為技術有限公司（以下、華為）等の中国企業との取引禁止など、矢継ぎ早に制裁措置を打ち出している。

中国は現在、経済成長に伴い人民元の国際化や自国の資本市場の開放を進めることで、発展の果実を享受している状況であろう。

一方、国内の資本市場が急激に成長する中、

### 〈目次〉

1. はじめに
2. 国安法成立と国際社会の反応
3. エスカレートする米国の対応
4. 中国の資本市場開放と米国の貢献
5. 今後の取り組みについて

様々な「ひずみ」も現れており、危機感も高まっている。従来であれば、毎年行われる米中戦略・経済対話において、米国よりこのようなひずみが指導され、中国資本市場の着実な成長を米国が主導してきた。現在、米中対立が激化する中、米中の連携が機能しない状況となっていることは、中国資本市場の更なる発展に向け憂慮すべき事態であろう。

本稿では、足元の米中対立の状況を確認すると共に、今後の中国資本市場への影響について考えてみたい。

本稿は8月31日時点の情報に基づき、意見に係る部分は筆者の個人的見解であり、筆者の属する組織の見解を示すものではないことにつき、予めお断りさせて頂く。

## 2. 国安法成立と国際社会の反応

2020年6月30日、中国の権力・立法機関で

(図表1) 国安法を契機とした米国の主な対応

TikTok等中国製アプリの使用禁止の検討、FBI長官が中国のスパイ活動を警告、など6措置・声明(7/6~7)
米ポンペオ国務長官は、ハーグ仲裁裁判所判決に従い、南シナ海での海洋権益に関する中国の主張を否定(7/12)
米香港自治法が成立、米銀による融資禁止、貿易決済禁止、資産凍結など金融制裁が可能に(7/14)①
米政府は国防権限法により華為など中国企業5社の製品を使う企業の米政府との取引を禁止(7/17-8/13施行)
米政府は、知財窃盗関与したとして中国外務省にヒューストン総領事館の閉鎖を要求(7/22)
米ポンペオ国務長官は演説で中国共産党政権の強権路線を批判(7/23)
米豪外務・防衛担当閣僚会議にて中国の強権的行動への深刻な懸念を表明(7/28)
国内通信分野、TikTokなど中国製アプリ等での中国企業排除指針公表(8/5)
米財務省等は、米国上場の中国企業の監査状況検査を提言、検査を受け入れない場合上場廃止へ(8/6)②
香港要人11人への制裁として、米国内資産を凍結、米国人との取引を禁止(8/7)
米商務省華為向け禁輸措置を強化(8/13)

ある全国人民代表大会において、「香港国家安全維持法」(以下、国安法)が成立した。国安法は、香港における反政府的行動を取り締まるものである。国家分裂、政権転覆、テロ活動、外国勢力との結託の4種類の活動を犯罪行為と定める。最大で終身刑を科すもので、中国による香港の統制強化との色彩が濃厚であり、恣意的な運用が懸念されている。「一国二制度」を有名無実化し、香港の自由を奪うものとして、香港市民や国際社会に強い拒否反応が生じている。

具体的には、香港市民は成立前から同法への抗議活動を行っており、すでに国安法に基づく逮捕者も出ている。国際社会の反応としても、香港の旧宗主国である英国のジョンソン首相は、過去香港人に対し発行された英国海外市民旅券(BNO)保有者への英国市民権付与を示唆、また、米国、英国、カナダ、オーストラリア、ニュージーランドなど複数の国が、犯罪者が中国に移送される可能性をふまえ、香港との犯罪人引き渡し条約を停止

した。

### ■ 3. エスカレートする米国の対応

このような中、特に米国は先鋭的な動きを見せている。国安法施行以前、トランプ大統領は、1月に妥結した米中経済貿易協定を重要な成果と位置づけ、同協定の順守を最優先するために、積極的な制裁措置を行わないのではと言われていた。しかし実際は、大統領選での苦戦や、米国での新型コロナウイルス蔓延を受け、金融制裁や中国企業との取引禁止など、矢継ぎ早に中国への制裁措置を打ち出している(図表1)。

現在未発動だが、金融制裁が実施された場合、香港における米ドルのavailability低下により、国際金融センターとしての香港の機能低下が懸念される(図表1①)。香港は中国貿易の窓口でもあり、米ドルの流動性低下が貿易金融へ与える影響にも留意が必要とな

(図表 2) 米中戦略・経済対話の主な合意事項

2006年	ニューヨーク証券取引所およびナスダックが中国に事務所を開設
2007年	外資合弁証券の設立、QFII（適格外国機関投資家）投資を300億ドルまで引き上げ、外国企業による人民元建て株式・債券の発行
2008年	中国の証券取引所への外国企業の上場、外国企業の債券発行規制の緩和、QFII投資のロックアップ期間短縮、外資合弁格付機関への認可付与、外資系銀行の銀行間債券参入、銀行の国債先物市場への参加
2009年	QFII枠の300億ドルまで拡大、外資系銀行・証券の出資比率・業務範囲拡大
2010年	金融規制での連携、QFIIへの株式インデックス先物取引の許可
2011年	市場志向の金融セクター改革による米系金融機関の市場参画、投資信託およびそのカスタディアンライセンスの付与拡大
2012年	市場志向の金融セクター改革による米系金融機関の市場参画
2013年	外資系銀行の銀行間債券市場参入
2014年	預金保険制度の検討、地方債市場規制に関する連携
2015年	銀行間債券市場の更なる開放、上海自由貿易特区経由で上場債券市場参加 外資系銀行への引受・決済代行ライセンス拡大、外資100%の資産運用会社設立
2016年	米国へのRQFII（人民元適格外国機関投資家）枠2,500億元付与、米国での人民元クリアリングバンク指定、外資100%の資産運用会社設立、 米国銀行に社債引受・決済代行業ライセンスの付与拡大

る。

なお、3月に公表された英国のコンサルティング会社Z-Yenグループの国際金融センターインデックス（注2）では、香港は前年の3位から6位への順位を落としており、国安法をめぐる不安定な情勢や、金融制裁の可能性が大きく影響しているようだ。

また、かねてから懸案であった米国上場の中国企業のガバナンスについては、監査状況について、約3年の猶予付きではあるが米当局検査を義務化するとの方針が示された（図表1②）。これを受け、中国側は米国上場企業のアリババ集団や京東集団の香港への二重上場で応じている。中国政府は、中国企業が米国で上場廃止となっても、香港市場を通じて引き続きグローバルマーケットへアクセスすることを想定しているようだ。しかし上述の通り、香港市場の将来は盤石ではない。中国企業にとって、世界最大の金融・資本市場である米国から締め出されることは、資金調

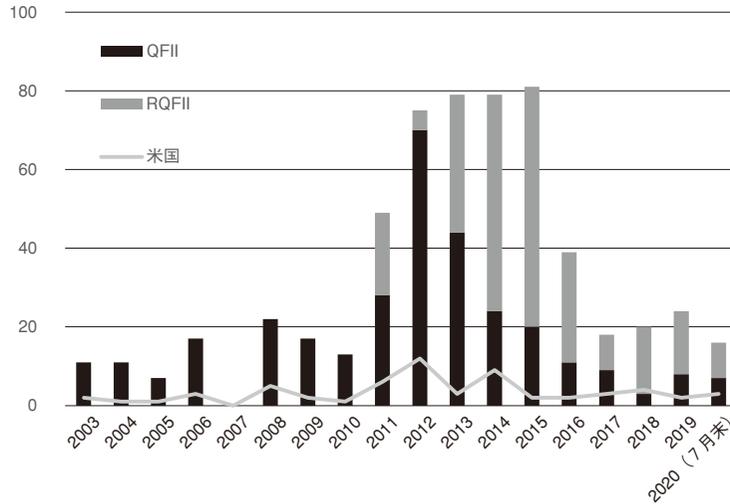
達・運用面で非常に憂慮すべき事態であろう。米国の投資家にとっても、投資機会を奪われることとなる。最終的には、米中資本市場分断の可能性も懸念される。

なお、米国の対応先鋭化の背景には、南シナ海における権益の主張や、インドとの紛争地域における武力衝突など、国境地帯での軍事行動活発化に加え、「一帯一路（注3）」形成進展への警戒感が存在するようだ（注4）。

中国は、一帯一路の実現に向け、ギリシャやスリランカなど交通の要衝において、各国への資金援助を通じ、重要港湾を長期賃借すると共に、ミャンマーやパキスタンといった、陸のシルクロード（一帯）と海のシルクロード（一路）の結節点となる地域への関与を着実に強めている。また、アジア、アフリカ諸国が中国の資金貸与を通じ、「債務の罠」にはまるとの懸念も指摘されている（注5）。

中国が自国の支配領域を拡大すると共に、最大の貿易先である欧州および東南アジア諸

(図表3) QFII, RQFII取得件数の推移



(出所) CSRC

国連合との連携を深めることで、独自の経済圏を築くことは、米国にとって看過し得ない動きであり、今回の米中対立の背景として認識すべきであろう。

以上見てきたように、今回の国安法を契機とした米中対立は、かなり根深く影響範囲の大きい問題と言えよう。

#### ■ 4. 中国の資本市場開放と米国の貢献

中国の資本市場開放との観点では、2006年より行われている「米中戦略・経済対話」（以下、米中対話）が果たした役割が重要であろう。米中対話を活用し、米国が議論をリードしてきた経緯がある（図表2）。

第一回の米中対話は2006年12月にブッシュ

大統領と胡錦涛国家主席の間で行われた。これは米国側の提案によるものであり、経済大国化する中国の将来を見据え、安定した両国関係の構築を企図した動きであると共に、喫緊の課題として、中国経済が拡大し、貿易摩擦が拡大する中、中国の市場開放を促すとの側面を有していた。この枠組みはオバマ大統領にも踏襲され、オバマ政権では「経済」と「安全保障」の2つのテーマについて協議が行われることとなった。

「経済」の中には資本市場関連も含まれている。たとえば第一回米中対話では、ニューヨーク証券取引所およびナスダックが中国に事務所を開設することが合意されている。

なお、米中対話における要請事項の実現は、当然米国だけではなく日本やその他中国に係るビジネスを行う各国へも裨益するものであ

る。米中対話が中国資本市場のグローバルな資本市場への包摂の過程で果たしてきた役割は大きい。

要請事項実現の具体例として、外資合弁証券会社に関する規制緩和とRQFII関連を、見てみたい。

米系の外資合弁証券会社については、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、シティ、JPモルガン・チェースの4社が規制緩和に応じ中国に合弁証券会社を設立している。一方、マイナー出資しか許されなかったことや、業務範囲が限定されていることが外資合弁証券会社の業務展開の支障となり、収支は厳しく、JPモルガン・チェースは2016年に一旦撤退した。

米中対話での粘り強い要請の結果、2017年に出資比率および業務範囲の規制が緩和された。これを受け2018年から2019年にかけて、ゴールドマン・サックスおよびモルガン・スタンレーは既存合弁証券会社の出資比率の51%までの引き上げ、また、JPモルガン・チェースは再進出し51%出資の外資合弁証券会社を新設するなど、米国の金融機関は活発な動きをみせている（注6）。

QFII、RQFIIによる米国の対中証券投資については、大手資産運用会社や大学基金などを中心に、過去より着実な投資枠獲得が続いている（図表3）。特にRQFIIについては、2014年ころから全世界で投資枠の付与が進展する中、米中の微妙な距離感を背景に米国への付与が遅れていたが、2016年の米中対話の

結果、香港に次ぐ2,500億元の巨額な投資枠が付与されることとなった。その結果、ブラックロックやフィデリティといった有力投資家が次々とRQFII資格を取得した（注7）。

## ■ 5. 今後の取り組みについて

中国の資本市場開放は一定程度進展しており、中国政府も意義を認めていることから、大きく後戻りすることはなさそうだ。しかし、残課題も多く、引き続き米中対話のような、規制緩和を進め市場の発展を促す枠組みは必要と思われ、米中対話の復活が望まれる。

中国の資本市場開放は、2014年のStock Connect（滬港通）および2017年のBond Connect開通により、当局による投資認可は不要となったことで、一定の自由化を実現したものと評価されよう。

ただし、中国の資本市場はまだ課題の多い状況である。たとえば個別企業に関しては、上述の米国上場企業の監査態勢の問題や、国内の信用格付がグローバルベースと乖離していることなど、市場参加者の信頼性の確保には至っていない。また、株式市場については売買の主体が個人であり相場動向に応じた売買が中心であることから、機関化を推進しファンダメンタルズに基づく投資を定着させる必要がある。債券市場については、流通市場の形成による価格の透明性向上が課題だ。香港市場がグローバルマーケットとして存続できるかどうか、今後重要な論点となろう。

トランプ大統領の対決姿勢もあり、現在米中対話は停止している。大統領選において中国への対決姿勢堅持が予想される中、米中対話の再開は当面期待し難そうだ。また、米中対立は米国の党派に限らない問題であり、民主党政権においても一定程度厳しい対応が継続する可能性も想定される。中国資本市場がまだまだ課題を残す中、米中対話が果たしていた役割は、今後どのように担われるべきであろうか？

日本は資本市場の形成においてはアジアで先駆的な地位にある。中国との関係も相対的には良好であり、日中金融協力といった政府間の対話の枠組みも存在している。また、インドやオーストラリア、ASEAN諸国とも友好関係を築いている。

米中対話が停止する中、日本としてなにができるのか、アジア各国との連携も念頭に真剣な議論が必要な時期ではないだろうか。市場関係者の前向きな取り組みに期待したい。

(注1) なお、中国資本市場の動向の詳細については、『中国債券取引の実務』（みずほフィナンシャルグループ）（一財）金融財政事情研究会〔2017〕をご確認いただきたい。

(注2) [https://www.longfinance.net/media/documents/GFCL\\_27\\_Full\\_Report\\_2020.03.26\\_v1.1\\_.pdf](https://www.longfinance.net/media/documents/GFCL_27_Full_Report_2020.03.26_v1.1_.pdf)

(注3) 一帯一路は2014年に中国の習近平国家主席が提唱した概念であり、中国から陸路で欧州つながる「一帯」と、海路でつながる「一路」の2つの「現在のシルクロード」で構成される。中国は沿線国の開発を支援し、中国の影響が強く人民元を利用

する経済圏の構築を目指しているとも言われている。

(注4) 中国外務省の過激で好戦的な外交スタンスは「戦狼外交」と呼ばれている。中国軍特殊部隊の元隊員が活躍するアクション映画である「戦狼」シリーズにちなんだものとのこと。

(注5) 「中国対外融資が膨張 途上国へ強まる支配力」日本経済新聞（2020.8.6）

(注6) なお、シティは、合弁先である東方証券と調整がつかず、既存の外資合弁証券会社は合弁解消となった。

(注7) QFII枠の認可は個社毎に行われるが、RQFII枠は国毎と個社毎の二段階で認可が行われる。2014年以降、欧州を中心にRQFII枠の付与が進展する中、米国の投資家は2016年まで米国にRQFII枠が付与されておらず、RQFII枠を利用した投資はできなかったが、今回の付与でRQFIIを利用できるようになった。

