

# 中国における証券業の 更なる対外開放に向けた動き



野村資本市場研究所 北京首席代表

関根 栄一

## 1. 中国政府による新外資政策の公表

### (1) 目玉の一つが金融業の開放

2017年8月16日、中国国務院（内閣）は、計5分野、22条から構成される「外資誘致促進に向けた若干の措置に関する通知」（以下、39号通知）<sup>(注1)</sup>を公布し、外資参入制限の更なる緩和を柱の一つとした。外資参入の規制緩和の対象となる業種として、銀行業、証券業、保険業が明記されている。

実は、39号通知の公布に先立つ2017年1月

17日、中国国務院は、2016年12月28日の国務院常務会議（閣議）で承認した「対外開放を拡大し外資の積極的利用に向けた若干の措置に関する通知」を公表し、外資導入に関する新たな政策（新外資政策）の方向性を明示していた<sup>(注2)</sup>。上記の39号通知は、新外資政策の内容を更に詳細に規定したものと言える。元々、新外資政策は、①対外開放の更なる拡大、②公平な競争環境の更なる整備、③外資導入の更なる強化に向けた措置の三つの柱から構成されていた。

一つ目の柱の対外開放の更なる拡大のうち、採掘業・製造業・サービス業等<sup>(注3)</sup>への外資参入規制を緩和することが目玉となっており、サービス業の中でも特に銀行業、証券業、保険業といった金融業を主力業種としていた。金融業は、従来、ライセンスや出資比率で外資に制限を課してきているため、新外資政策では、担当省庁として外資政策全体を担う国家発展改革委員会及び商務部を筆頭に、財政部、中国人民銀行、中国銀行業監督

### 〈目次〉

1. 中国政府による新外資政策の公表
2. 金融業への外資参入規制と証券分野
3. 証券業への参入に対する香港資本への優遇策
4. グローバル化の中での証券業の開放の展望

管理委員会、中国証券監督管理委員会（証監会）、中国保険監督管理委員会等の省庁が職責に応じて分担して検討していくことを明記している。加えて、39号通知では、金融業の対外開放に向けたスケジュールも明確にするとしている。

## (2) 新外資政策の国内的背景

今回の新外資政策は、2015年9月17日に中国共産党中央委員会と国務院が共同で制定・公表した「開放型経済体制の構築に関する若干の意見」（以下、意見）<sup>(注4)</sup>に基づき検討されてきたものである。新外資政策の公表に先立ち、2017年1月6日に記者会見した商務部・王受文副部長（次官）は、意見に基づき、更に積極的に外資を導入し、良好なビジネス環境を構築するため、商務部は、国家発展改革委員会やその他の省庁と何度も検討を重ね、関係方面からも広く意見を聴取し、新外資政策を制定したとしている<sup>(注5)</sup>。

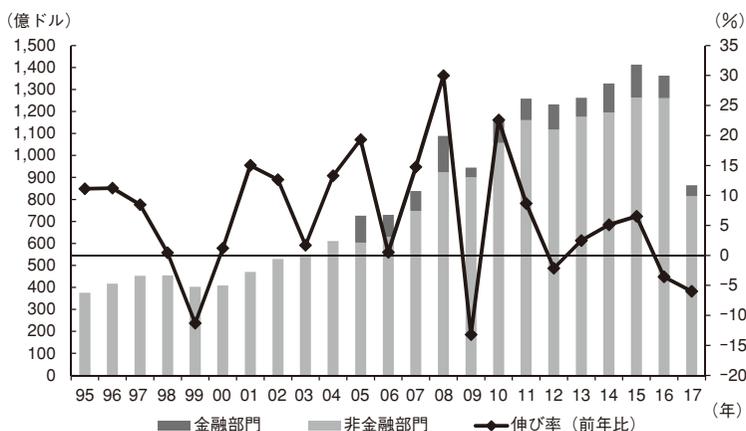
また、記者会見で、王副部長は、中国は外資導入に関し、様々な課題を抱えているとの認識を示している。この課題の例として、王副部長は、①中国国内の生産要素（原材料、土地、労働）のコスト面での優位性の弱体化、②中国の周辺国が次々と外資導入に向けた優遇政策を打ち出す中で中国との競争激化、③主に歴史的に対外直接投資を行ってきた先進国が製造業の自国内への回帰を奨励していることを挙げている。

中国でのこれまでの外資導入政策は、ポジ

ティブリスト方式で、投資分野を奨励類・制限類・禁止類の3類型に分け、それぞれ具体的な投資分野を列挙して管理してきている。実務上は、商務部と国家発展改革委員会が、外資によって投資可能な分野を列挙する「外商投資産業指導目録」を制定し、大枠を決めている。同目録が初めて制定されたのは1995年であるが、同年以降の外国企業の対内直接投資の動向を見ると、伸び率（前年比）が最も高かったのはグローバル金融危機の発生した2008年の29.9%増、最も低かったのは2009年の13.2%減である（図表1）。また、2016年の対内直接投資（実行金額）は1,363億ドル、伸び率は7.9%増となった。うち、非金融部門は同1,260億ドル、同13.2%増であったのに対し、金融部門は同103億ドル、同31.2%減となった。2017年は8月までの時点で、対内直接投資の伸び率は前年同期比でマイナス5.9%に落ち込んでいる。

しかしながら、中国の外資導入状況は、グローバルに見て、伸び率でも規模でも、まだ他国を上回る水準にある。2017年2月1日に国連貿易開発会議（UNCTAD）が発表した統計<sup>(注6)</sup>によれば、2016年の世界全体の対内直接投資金額は1兆5,250億ドルと、2015年の1兆7,500億ドルに対し13%減となった。アジア新興国及び大洋州向け対内直接投資金額は、2015年から2016年にかけて115億ドルの減少となり、前年比で22%減となっている。また、規模の面から国別に見ると、2016年の対内直接投資金額の第1位は米国向けの

(図表1) 外国企業の対内直接投資(実行金額)と伸び率の推移



(注) 1. 金融部門は2000年以降が対象。

2. 2017年は8月までのデータ。

(出所) 商務部、CEICより野村資本市場研究所作成

3,850億ドル、第2位は英国向けの1,790億ドル、第3位は中国向けの1,390億ドルとなっている。中国向けは前述の商務部による統計と比べて130億ドルの違いはあるものの、中国は引き続き世界の対内直接投資を集めている有数国の一つである。それでも、中国政府が新外資政策を進める背景には、前述のような他国との誘致競争の強化に加え、王副部長が記者会見で述べている通り、「中国の外資導入政策に変更はない」(習近平国家主席)こと、「外資は中国経済の発展の中で代替不可能な重要な役割を有している」(李克強総理)ことを具体的に示す狙いがあるものと思われる。

## 2. 金融業への外資参入規制と証券分野

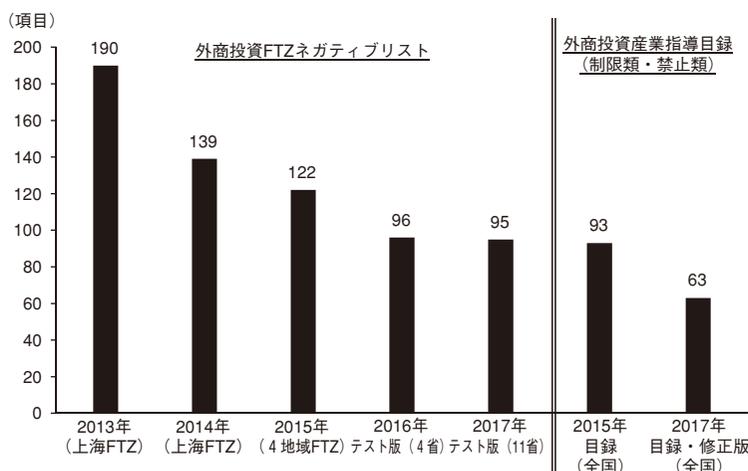
### (1) 「外商投資産業指導目録」の考え方

#### ① ネガティブリスト方式の段階的導入

新外資政策では、サービス業・製造業・採掘業等への外資参入規制の緩和を進めるために、直近では2015年に制定・施行された「外商投資産業指導目録」を修正するとしている。通知の公表に先立ち、国家発展改革委員会と商務部は2016年12月7日、「外商投資産業指導目録」の修正版(案)をパブリックコメントに付し、2017年6月28日に修正版を公布した(注7)。

修正版では、従来の奨励類・制限類・禁止類という3類型に対し、奨励類はそのまま残

(図表 2) 外商投資FTZネガティブリスト及び外商投資産業指導目録 (制限類・禁止類) の推移



(出所) 国務院、中国 (上海) 自由貿易試験区、国家發展改革委員会より野村資本市場研究所作成

すものの、奨励類の中でも持分比率制限等の投資分野や、制限類・禁止類の投資分野を、「外商投資参入特別管理措置」という名称でネガティブリストとして統合したことが特徴である。ネガティブリスト方式とは、投資分野に原則制限を設けず、制限は例外扱いとして管理する方法である。従来のポジティブリスト方式の下で新たな産業に外資を導入するためには、その都度、関連ルールの改正が必要で、かつ改正には時間も要する点が問題となっていた。

## ② 自由貿易試験区 (FTZ) での先行実験

ネガティブリスト方式は、2013年10月から上海市で始まった自由貿易試験区 (Free Trade Zone、FTZ) での実験で、外商投資FTZネガティブリストとして外国企業向けに初めて適用された。2013年のFTZ始動当初は、190項目がネガティブリストに設定さ

れ、2014年には139項目まで減少した (図表 2)。その後、2015年3月からFTZの試験区域が天津市、福建省、広東省の4地域に拡大されたことを受け、ネガティブリストは122項目まで減少した。

更に、2016年4月8日、国家發展改革委員会と商務部は、「市場参入ネガティブリスト草案 (テスト版)」を公表した (96項目) (注8)。中国政府は、従来、外資に対しては「外商投資産業指導目録」を、国内資本に対しては「産業構造調整指導目録」を設定していたが、上記テスト版は、将来、全国展開を念頭に置きながら、天津市、上海市、福建省、広東省の4省 (直轄市を含む) で先行してテストするとした。その後、2017年6月16日、国務院は、FTZ適用拡大後の11省を対象とした外商投資FTZネガティブリスト (95項目) を公表した (注9)。中国政府は、2018年までに、国

(図表3) 証券会社への外資参入規制 (2017年7月時点)

	外商投資産業指導目録 (2017年修正版)	外商投資FTZネガティブリスト (2015年版)	CEPA第10次補充協定 (地域限定型)	CEPA第10次補充協定 (金融改革試験区型)
対象	全国	上海市、天津市、広東省、福建省	上海市、広東省、深圳市	金融改革試験区
制限	外資出資比率が49%を超えない。	外資出資比率が49%を超えない。		香港資本金融機関の出資比率は最大49%。各試験区1社まで。
	単独の外資による上場内資(国内資本系)証券会社の株式保有比率(直接保有と間接支配を含む)は20%を超えてはならない。同時に、外資全体による上場内資系証券会社の株式保有比率(直接保有と間接支配を含む)は25%を超えてはならない。	同左(制限類との位置づけ)	香港資本金融機関の出資比率は最大51%。各地1社まで。	中国側単独株主が49%を保有するという要件は適用しない。
	①人民元普通株(A株)の引受・スポンサー業務、②外資株(B株、H株等)の引受・スポンサー・ブローカレッジ業務、③政府債の引受・スポンサー・ブローカレッジ・トレーディング業務、④公司債の引受・スポンサー・ブローカレッジ・トレーディングに限定。	同左(制限類との位置づけ)	フルライセンスが可能	フルライセンスが可能
	合弁会社設立後、経営期間が満2年を経過すれば、ライセンス内容の拡大を申請できる。	同左(制限類との位置づけ)	—	—
	中国側合弁パートナーは、中資系証券会社に限定される。	中国側合弁パートナーは、中資系証券会社に限定されない(上海金融改40条)。	中国側合弁パートナーは、中資系証券会社に限定されない。	—

(出所) 國務院、国家發展改革委員会、商務部、中国証券監督管理委員会、香港貿易發展局より野村資本市場研究所作成

内資本を含め、全国で投資分野にネガティブリスト方式を採用することを目標にしている。

### ③ 修正版での取り扱い

修正版でのネガティブリスト方式の採用で、投資分野は2015年版から以下の通り変更された。

第一に、奨励類は、2015年版の349項目から、修正版では6項目の追加、7項目の削除を経て348項目に変更された。

第二に、2015年版では奨励類でも持分比率制限等の投資分野19項目、制限類38項目、禁止類36項目となっていた計93項目を、2017年の修正版では一部の項目を統合し、制限類35

項目、禁止類28項目の計63項目へと30項目削減した(前掲図表2)。

先行して2016年10月1日から施行されていたものの、この修正版の施行(2017年7月28日)によって、ネガティブリスト対象外の外商投資企業の設立及び変更手続きが、従来の商務部による審査・認可制から届出制に変更されている規制緩和が活きてくることとなる。但し、金融業については、外商投資産業指導目録の修正版でも2015年版と同じ規制が課され、FTZでも2015年版と同じ規制が課されている。

(図表4) 中国証券会社の営業収入

2016年				2015年			
営業収入(連結ベース)				営業収入(単体ベース)			
順位	会社名	金額(億元)	シェア	順位	会社名	金額(億元)	シェア
1	中信証券	380.0	11.59%	1	中信証券	340.9	5.93%
2	海通証券	280.1	8.54%	2	国泰君安証券	298.3	5.19%
3	国泰君安証券	257.6	7.86%	3	国信証券	273.6	4.76%
4	広発証券	207.1	6.31%	4	広発証券	272.4	4.74%
5	華泰証券	169.2	5.16%	5	海通証券	256.9	4.47%
6	申万宏源証券	148.1	4.52%	6	銀河証券	249.2	4.33%
7	中信建投証券	132.6	4.04%	7	申万宏源証券	233.4	4.06%
8	銀河証券	132.4	4.04%	8	招商証券	231.8	4.03%
9	国信証券	127.5	3.89%	9	華泰証券	216.1	3.76%
10	招商証券	117.0	3.57%	10	中信建投証券	180.0	3.13%
上位10社合計		1,951.7	59.50%	上位10社合計		2,552.8	44.38%
15	光大証券(光大グループ系)	133.2	4.06%	11	光大証券(光大グループ系)	133.2	2.32%
17	中国国際金融(米TPG・KKR、GIC等)	73.2	2.23%	23	中国国際金融(米TPG・KKR、GIC等)	60.3	1.05%
35	中銀国際証券(中国銀行系)	46.5	1.42%	32	中銀国際証券(中国銀行系)	46.5	0.81%
—	東方花旗証券(シティグループ系)	11.6	0.35%	84	瑞銀証券(UBS系)	12.1	0.21%
75	瑞銀証券(UBS系)	8.8	0.27%	97	中徳証券(ドイツ銀行系)	7.7	0.13%
—	中徳証券(ドイツ銀行系)	7.4	0.23%	98	東方花旗証券(シティグループ系)	7.1	0.12%
—	高盛高華証券(ゴールドマン・サックス系)	5.3	0.16%	106	摩根士丹利華鑫証券(モルガン・スタンレー系)	5.4	0.09%
—	摩根士丹利華鑫証券(モルガン・スタンレー系)	5.1	0.16%	109	高盛高華証券(ゴールドマン・サックス系)	5.1	0.09%
—	華英証券(交通銀行系)	3.9	0.12%	115	華英証券(交通銀行系)	3.3	0.06%
—	第一創業摩根大通証券(J.P.モルガン系)	3.4	0.10%	118	第一創業摩根大通証券(J.P.モルガン系)	2.5	0.04%
—	瑞信方正証券(クレディ・スイス系)	1.8	0.05%	122	瑞信方正証券(クレディ・スイス系)	1.7	0.03%
合弁証券会社合計		300.3	9.15%	合弁証券会社合計		284.9	4.95%

(注) 1. 網掛けは合弁会社。

2. 2016年の一部の合弁証券会社の順位は、中国証券業協会では開示されていないため、各社の財務諸表から抽出しており、全体の順位は不明。

(出所) 中国証券業協会より野村資本市場研究所作成

## (2) 外商投資産業指導目録上の証券会社への外資参入規制

金融業のうち、証券会社の場合、従来からの規制内容に変更はないものの、修正版では、以下のような外資進出規制が課されている。(図表3)。

第一に、中外合弁形態で、外資出資比率は49%を超えてはならない。第二に、設立時点での対象業務は、①人民元普通株(A株)の引受・スポンサー業務、②外資株(B株、H株等)<sup>(注10)</sup>の引受・スポンサー・ブローカレッジ業務、③政府債の引受・スポンサー・

ブローカレッジ・トレーディング業務、④公司債の引受・スポンサー・ブローカレッジ・トレーディング業務に限定される。第三に、設立後満2年を経過すれば、条件を満たした会社は、ライセンス内容の拡大を申請できる。

他に、修正版以外に証監会が定めている細則で、以下のような規制も課されている。先ず出資比率について、単独の外資による上場内資(国内資本系)証券会社の株式保有比率(直接保有と間接支配を含む)は20%を超えてはならない。同時に、外国人投資家全体による上場内資系証券会社の株式保有比率(直

接保有と間接支配を含む)は25%を超えてはならない。次に中国側合弁パートナーは中資系証券会社に限定され、そのうち1社は最低49%を保有する。

中国証券業協会の統計によれば、2016年の合弁証券会社(11社)の営業収入は300.3億元で、営業収入全体(3,279.9億元)の9.1%となっている(図表4)。

### ■ 3. 証券業への参入に対する香港資本への優遇策

#### (1) 証券会社に適用される二つの優遇策

香港資本の中国本土のサービス業への進出の場合、中国本土と香港間の経済貿易緊密化協定(CEPA)の枠組みの下で、優遇策が付与されている業種がある。例えば、証券会社の優遇制度の場合、最大で49%となる外資出資比率及びライセンスの制限が課される中央レベルやFTZでの外資参入規制とは異なっている。具体的には、2013年8月29日に締結されたCEPA第10次補充協定で、以下の二つに分類される優遇策が設定されている(図表3)。

##### ① 地域限定型

一つ目は地域限定型で、上海市、広東省、深圳市で設立する合弁証券会社を対象とした優遇制度である。深圳市は、経済特区として、広東省とは異なる行政単位であるため、地域限定型では、それぞれに合弁証券会社を設立することが可能である。

地域限定型の優遇制度の内容は、①香港資本の金融機関の出資比率は最大51%で、各地で1社まで設立可能、②フルライセンスが可能、③中国側合弁パートナーは、中資系証券会社に限定されない、となっている。そのうち、③については、証券会社以外の中国資本も、合弁パートナーになり得ることを意味しており、合弁パートナーの選択肢を広げている。

香港資本の金融機関に対しては、出資比率で過半数を確保した上で、中国の証券会社以外の資本とライセンスの範囲を拡大した上で、合弁証券会社の設立申請を行うことが可能となった。

##### ② 金融改革試験区型

二つ目は金融改革試験区型で、中国各地で国務院により設定されている金融改革試験区で設立する合弁証券会社を対象とした優遇制度である。

金融改革試験区型の優遇制度の内容は、①香港資本金融機関の出資比率は最大49%で、各試験区で1社まで新規設立可能、②フルライセンスが可能、③中国側合弁パートナーは、中資系証券会社に限定されず、中国側単独株主が49%を保有するという要件は適用しない、となっている。そのうち、③については、証券会社以外の複数の中国資本も、計51%以上を出資して合弁パートナーになり得ることを意味しており、合弁パートナーの選択肢を広げている。

香港資本の金融機関に対しては、49%の出

(図表5) CEPAの枠組みの下での香港資本による合弁証券会社(新設)

証券会社	設立時期	登記地	登録資本金	主要株主(外資)		主要株主(中資)		利用スキーム	取得ライセンス
				出資比率	出資比率				
1 申港証券	2016年10月	上海FTZ	35億元	民信金控有限公司 (香港の投資会社)	15%	賽領國際投資基金(上海)有限公司 (上海市のファンド管理会社)	10%	CEPA第10次補充協定 (金融改革試験区型)	ブローカレッジ業務 資産管理業務 引受・スポンサー業務 トレーディング業務
				民衆証券有限公司 (香港の証券会社)	15%	上海長甲投資有限公司 (上海市の民間投資会社)	10%		
				嘉泰新興資本管理有限公司 (香港の投資会社)	4.85%	中誠信投資有限公司 (北京市のVC管理会社) 北京国沢資本管理有限公司 (北京市の投資会社)	10%		
2 華菁証券	2016年11月	上海市	10億元	万誠証券 (香港の証券会社)	49%	上海光線投資持株有限公司 (上海市のメディア商品開発、メディア業界投資会社)	46.1%	CEPA第10次補充協定 (地域限定型)	ブローカレッジ業務 投資顧問業務 資産管理業務 引受・スポンサー業務
						無錫群興株權投資管理有限公司 (無錫市の投資会社)	4.9%		
3 匯豊前海証券	(2017年6月19日認可)	深圳市	18億元	HSBC	51%	前海金融控股有限公司 (深圳市前海地区の金融投資会社)	49%	CEPA第10次補充協定 (地域限定型)	ブローカレッジ業務 投資顧問業務 引受・スポンサー業務
4 東亜前海証券	(2017年6月19日認可)	深圳市前海地区	15億元	東亜銀行	49%	深圳銀之潔科技株式有限公司 (深圳市のIT企業)	26.1%	CEPA第10次補充協定 (金融改革試験区型)	ブローカレッジ業務 資産管理業務 引受・スポンサー業務 トレーディング業務
						晨光控股(集團)有限公司 (上海市の総合文具メーカー)	20%		
						前海金融控股有限公司 (深圳市前海地区の金融投資会社)	4.9%		

(出所) 中国証券監督管理委員会より野村資本市場研究所作成

資比率が上限とはなるが、ライセンスの範囲を拡大した上で、複数の中国側株主と合弁証券会社の設立申請を行うことが可能となった。

## (2) 香港資本向け優遇制度を使った合弁証券会社の設立

### ① 申港証券のケース

香港資本向け優遇制度を使った合弁証券会社の第1号は、2016年3月14日、証監会から設立認可が発表された「申港証券」である(図表5)。登録資本金は35億元で、香港資本が計34.85%を出資する。登記地は中国(上海)自由貿易試験区(上海FTZ)で、金融改革

試験区型となる。

申港証券のライセンスは、①ブローカレッジ業務、②資産管理業務、③引受・スポンサー業務、④トレーディング業務となっており、中央レベルの規制とは異なり、A株のブローカレッジ業務とトレーディング業務が最初から認められ、資産管理業務も「証券」と業務の対象を幅広く読める形で設立当初の段階から行うことができる。証監会の設立認可後、申港証券は同年10月18日に開業した。

### ② 華菁証券のケース

2016年4月20日、第2号の「華菁証券」の設立認可が証監会から発表された。登録資本金は10億元で、香港資本が49%を出資する。

登記地は上海市で、地域限定型となる。

華菁証券のライセンスは、①ブローカレッジ業務、②投資顧問業務<sup>(注11)</sup>、③資産管理業務、④引受・スポンサー業務となっており、申港証券のようにトレーディング業務は含まれていないが、投資顧問業務が入っていることが特徴である。申港証券同様、経営期間が満一年を経過すれば、その他の証券業務のライセンスを申請することができ、フルライセンスの証券会社になることができることで共通している。証監会の設立認可後、華菁証券は同年11月29日に開業した。

### ③ 匯豊前海証券のケース

2017年6月19日、「匯豊前海証券」の設立認可が証監会から発表された。登録資本金は18億円で、香港資本のHSBCが51%を出資する。CEPAの枠組みとはいえ、合弁証券会社の持分で外資がマジョリティを保有するのは本件が第一号である。加えて、東亜銀行の出資による設立（後述）と併せて、外国銀行が、直接、中国本土で合弁証券会社を設立する初めてのケースともなる。登記地は深圳市で、地域限定型となる。

匯豊前海証券のライセンスは、①ブローカレッジ業務、②投資顧問業務、③引受・スポンサー業務となっており、資産管理業務は含まれていない。設立認可後、6ヵ月間以内に工商行政管理局への設立登記を完了する必要がある。

### ④ 東亜前海証券のケース

2017年6月19日、「東亜前海証券」の設立

認可が証監会から発表された。登録資本金は15億円で、香港資本の東亜銀行が49%を出資する。登記地は深圳市前海地区で、金融改革試験区型となる。

東亜前海証券のライセンスは、①ブローカレッジ業務、②資産管理業務、③引受・スポンサー業務、④トレーディング業務となっており、先行する申港証券のライセンスと同様である。設立認可後、6ヵ月間以内に工商行政管理局への設立登記を完了する必要がある点は、匯豊前海証券と同じである。

## ■ 4. グローバル化の中での証券業の開放の展望

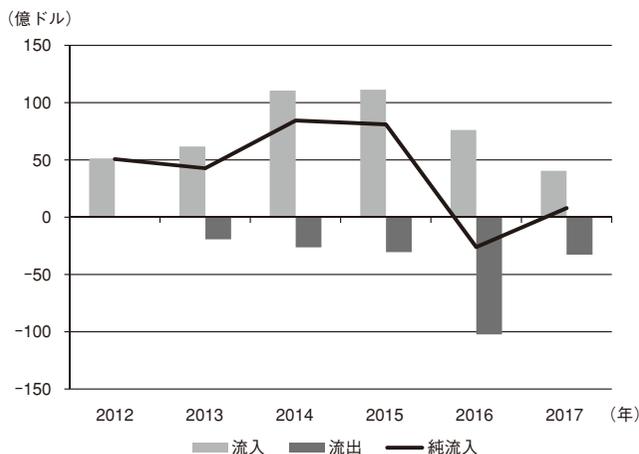
### (1) 先進国との経済対話の視点

#### ① 米中間及び英中間の経済対話の成果

中国の金融業には、中国政府と先進国政府との経済対話の枠組みでも、更なる市場開放の要請がなされてきた経緯がある<sup>(注12)</sup>。

例えば、中国と米国との間では米中戦略・経済対話（S&ED）が毎年開催されており、2016年6月6日～7日に北京で開催された第8回対話では、資本市場への参入規制に関し、中国政府は、①証券・基金業界への外資参入は業界の競争力と国際的な影響力の向上に有利であるとの認識、②条件を満たした外国金融機関の証券会社・基金管理会社の資本参画に関し、保有比率上限の段階的な引き上げ、を表明している<sup>(注13)</sup>。また、私募基金管理会社への外資参入に関し、中国政府は、①条

(図表 6) 中国金融機関への対内直接投資 (年次ベース)



(出所) CEICより野村資本市場研究所作成

件を満たした外資独資または合併による私募基金管理会社の登記申請の歓迎、②同社の規定に従った流通市場での私募証券基金業務への参加、③外資の同業務への参入に関する管理監督と資格条件を公表すること、を明確にしている。この資本市場と私募基金業務への参入規制に関しては、同年11月10日にロンドンで開催された中国と英国との第8回英中経済財政金融対話でも、中国政府は同様の市場開放の内容を確認している(注14)。

## ② 外資系運用会社による中国の私募基金業界への進出

二つの市場開放の要請項目のうち、後者の私募基金への外資参入に関しては、2017年5月4日、米国運用会社のフィデリティが出資して設立した管理会社が組成した私募証券投資基金の中国証券投資基金業協会(以下、基金業協会)(注15)への商品登録が、中国国内

で初めて完了した(注16)。本件の商品登録は、同社が100%出資して上海FTZに設立した現地法人「富達利泰投资管理(上海)有限公司」が行ったものである。続いて、UBSアセット・マネジメンツの上海現地法人である瑞銀資産管理(上海)有限公司は2017年7月13日、私募証券投資基金業務の基金業協会への登録が完了したと発表した。これは、外資系運用会社としての私募証券投資基金業界への参入第2号となる。

通常、外資系運用会社が公募基金ライセンスを有する運用会社を最初から設立する場合、①最低資本金として1億元以上が課され、②設立は合併形態でのみ認可され、かつ出資上限は49%に設定されるなどの条件が課されている。これに対し、フィデリティのように、外資系運用会社が中国の私募証券投資基金業務に参入するのは、まだ事例は無いものの、

基金業界への登録制の下で、3年間の経営実績があれば、外資100%出資という形で経営の自由度を保ったまま、公募基金ライセンスの申請ができるからである。

### ③ 米中間の100日計画の行方

新外資政策の下での金融業の開放には、中国政府の二国間の経済対話に基づく対外経済政策という側面もある。特に米国のオバマ前政権との間では、ネガティブリスト方式を採用した二国間投資協定（BIT）の交渉を進めてきており、中国の金融業の開放も争点になってきたものと推察される。

2016年11月の米国の大統領選の後、2017年4月6日～7日に習近平国家主席が訪米して行われた米国・トランプ大統領との初の首脳会談で、米中両首脳は、①外交・安全保障、②経済全体、③法執行・サイバーセキュリティ、④社会・文化交流、の4分野でハイレベル対話を行っていくことで合意した。同合意に基づき、同年5月11日、米中両政府は、貿易不均衡の是正に向けた「100日計画」の第1弾として計10項目を発表した。計10項目のうち、金融分野は5項目を占める。その中で、中国政府が公約したものは、①中国市場での外資100%の格付会社の参入を認可、②米国電子決済機関（EPS）の中国市場への完全・即時参入に向けた中国政府のガイドラインの公布、③米国の金融機関2社<sup>(注17)</sup>に対する中国市場での債券引受・決済資格の付与であり、履行期限に設定された同年7月16日までに、関連するルールの公表や個別認可が実現

している<sup>(注18)</sup>。

同年7月19日には、ワシントンで、米中両国による初の包括経済対話（The U.S. - China Comprehensive Economic Dialogue（CED））が開催されたものの、合意文書の発表のみならず、共同記者会見の実現にも至らなかった。証券業を含むサービス業の開放に向けた米中間の協議の方向性は、同年11月に予定されているトランプ大統領のアジア歴訪と米中首脳会談に持ち越されている。

## (2) 中国金融機関への対内直接投資の回復は実現するか

先進国との経済対話が重要ではある一方、中国金融機関への対内直接投資に関する商務部以外の統計を見ると、2016年は流入のペースに変化が起きている点に注目する必要がある。

例えば、国家外貨管理局が四半期ごとに公表している金融機関の直接投資に関する統計を年度ベースで整理すると、2015年の中国金融機関への対内直接投資の流入額は112億ドル、流出額は30億ドルで、流入額と流出額を相殺すると81億ドルの純流入となっている（図表6）。これに対し、2016年の中国金融機関への対内直接投資の流入額は76億ドル、流出額は102億ドルで、流入額と流出額を相殺すると26億ドルの純流出となった。通年で純流出となったのは、この統計で遡れる過去5年間を見る限り、2016年が初めてである。2017年に入ってから、1～6月で流入額が

---

4,058億ドル、流出額が3,264億ドルと794億ドルの純流入に転じてはいる。

また、この国家外貨管理局の統計のうち、中国金融機関への対内直接投資残高、2015年末時点の1,285億ドルから、2016年末時点では1,277億ドルと、前年比で8億ドル減少、伸び率は0.62%減となっている。残高や伸び率の減少も、この統計で遡れる過去5年間を見る限り、やはり2016年が初めてである。金融当局は、商務部以上に、中国金融機関への対内直接投資の減少のプレッシャーを受けているとも言える。新外資政策によって、2017年通年での金融分野での対内直接投資の減少に歯止めがかかるかどうか注目される。

### (3) 当面は上海FTZでの実験が焦点

新外資政策での金融業の今後の開放の進め方について、前述の商務部・王副部長は、2017年1月6日の記者会見で、①具体的な時間軸と内容について、金融当局と協議する必要がある、②金融業の開放に当たっては（金融市場や金融機関での）リスクの発生防止を非常に注視している、と発言している。後者に関しては、リスクのモニタリングに際し、まずは上海FTZで金融業の開放の実験を行い、リスクのコントロールが可能かどうかを見極め、もしコントロール可能であれば、全国にも開放を展開していく方針としている。

この上海FTZでの実験に関し、2017年3月24日に開催された中国共産党の中央全面深化改革領導グループの会議において、「中国

（上海）自由貿易試験区の改革開放の全面深化プラン」が採択された。同グループは、習近平党総書記が自らトップを務める中国共産党内の改革推進のための司令塔に当たる党内組織であり、金融業も含めた上海FTZでの改革開放をトップダウンで行う方針を内外に明らかにしたとも言える。同会議直後の同年3月31日には、国務院が当該プランを公表した。金融分野では、2015年10月30日に中国人民銀行、商務部、証監会等の7省庁が共同で公布した「中国（上海）自由貿易試験区の金融開放革新試行の更なる推進と上海国際金融センター建設の加速プラン」の内容を積極的かつ秩序立てて推進していくとした。この2015年10月のプランは、合計で40条から構成されることから、「上海金改40条」とも言われている。外資金融機関の上海FTZでの合弁証券会社設立に関し、上海金改40条の18条では、中国資本株主を証券会社に限定せず、業務範囲を拡大するとしているが、外資出資比率は49%を上限にしたままの内容となっている。上海金改40条の細則は本稿執筆時点でもまだ出ていないものの、外資出資比率の上限規制については、今回の新外資政策で規制緩和の方向で更に見直していくのかどうか、政策面の整合性に課題が残る。

上海FTZは、元々、サービス業の対外開放を行う実験地としても位置付けられているものでもあり、新外資政策の下で、国内政策と対外政策を一体化させて金融業の開放をどのように進めていくのか、引き続き注目され

る (注19)。

(注1) <http://www.mofcom.gov.cn/article/ae/ai/201708/20170802627851.shtml>

(注2) [http://www.gov.cn/zhengce/content/2017-01/17/content\\_5160624.htm](http://www.gov.cn/zhengce/content/2017-01/17/content_5160624.htm)

(注3) 国家統計局の定義では、採掘業・製造業は「第二次産業」に、サービス業は「第三次産業」にそれぞれ分類されている。

(注4) [http://www.gov.cn/xinwen/2015-09/17/content\\_2934172.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2015-09/17/content_2934172.htm)

(注5) <http://www.scio.gov.cn/32344/32345/35889/35890/tw35892/Document/1538623/1538623.htm>

(注6) UNCTAD, "Global foreign direct investment fell 13% in 2016, but modest recovery expected in 2017 - new figures," February 1, 2017.

(注7) [http://www.ndrc.gov.cn/zcfb/zcfbl/201706/t20170628\\_852857.html](http://www.ndrc.gov.cn/zcfb/zcfbl/201706/t20170628_852857.html)

(注8) [http://www.sdpc.gov.cn/gzdt/201604/t20160408\\_797744.html](http://www.sdpc.gov.cn/gzdt/201604/t20160408_797744.html)

(注9) [http://www.gov.cn/zhengce/content/2017-06/16/content\\_5202973.htm](http://www.gov.cn/zhengce/content/2017-06/16/content_5202973.htm)

(注10) 外資株のうち、中国国内の証券取引所に上場され、外国人投資家及び外貨保有の国内投資家が取引可能な株式を「B株」と呼ぶ。他に、中国国内の発行体の海外上場株も指し、香港に上場している株式の場合を「H株」と呼ぶ。

(注11) セルサイドとしてのアナリストレポートの作成が可能なライセンスでもある。

(注12) 関根栄一「金融協力を進める中国の動きと日中金融協力の行方」『野村資本市場クォーター』2016年冬号 (ウェブサイト版)。

(注13) [http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/201606/t20160612\\_2320973.htm](http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/201606/t20160612_2320973.htm)

(注14) [http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/201611/t20161111\\_2456130.htm](http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/201611/t20161111_2456130.htm)

(注15) 日本の投資信託協会に相当。

(注16) 関根栄一「外資系運用会社による中国の私募

基金業界への進出の動き」『野村資本市場クォーター』2017年夏号。

(注17) JPモルガンとシティバンクの2社を想定。

(注18) なお、米国政府が公約したものは、米国商品先物取引委員会 (CFTC) からの上海クリアリングハウスへのノーアクションレターの期限延長及び中国人民銀行とCFTCのMOU締結、中国資本銀行による複数通貨カード発行の米国市場での認可、米国連邦規制当局による米国市場での中国資本銀行への監督ルールの内外無差別適用などとなっている。

(注19) 上海FTZでの証券業への対外開放の実験では、開放されたとしても、中国政府の香港向け政策の観点から、CEPAの枠組みの下での香港資本に対する優遇内容を越える内容は出てこない可能性が高い。

