

中国政府による資本市場育成に向けた新 9 条意見の公表¹

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. 2014 年 5 月 9 日、中国の国務院（内閣）は、「資本市場の健全な発展を更に促進するための国務院の若干の意見」を公表した。同意見は、2013 年 11 月の中国共産党第 18 期中央委員会第 3 回全体会議で決定した改革プランの一環として公表されたもので、2004 年 2 月に公表された資本市場育成に関する 9 条意見と区別して、「新 9 条意見」とも呼ばれる。
2. 新 9 条意見は、第 1 条の基本的考え方、第 2 条の多様な株式市場の発展、第 3 条の債券市場の規範的な発展、第 4 条の私募市場の育成、第 5 条の先物市場建設の促進、第 6 条の証券・先物サービス業の競争力の向上、第 7 条の資本市場の開放の拡大、第 8 条の金融リスクの防止・解消、第 9 条の資本市場の良好な発展環境の整備、の計 9 条、33 項目から構成される。
3. 新 9 条意見の作成に当たり、中国証券監督管理委員会（証監会）は、中国での直接金融の比率の小ささを問題視している。新 9 条意見では株式発行登録制度改革が目玉の一つであるが、証監会の肖鋼主席は、2014 年は国内での IPO を約 100 社実現し、また当面は、上場会社従業員の持株プラン、公司債（公募上場社債）の発行・流通、私募市場等に関する法整備を急ぐ考えを示している。
4. 新 9 条意見では、証券・先物業界への参入規制緩和に向け、ライセンス制度の見直しを行い、その他金融機関や異業種からの業界参入も容認する方針である。持株会社方式による総合経営や、証券会社の海外進出も後押しして、有力な投資銀行を育成する方針も示している。国際競争力向上や収益構造の改善に向けた業界や各社の今後の動きが注目される。

I 新 9 条意見の公表

2014 年 5 月 9 日、中国政府（国務院、内閣に相当）は、「資本市場の健全な発展を更に促進するための国務院の若干の意見」を公表した²。

同意見は、2013 年 11 月の中国共産党第 18 期中央委員会第 3 回全体会議（第 18 期 3 中

¹ 本稿は、公益財団法人野村財団の許諾を得て、『季刊中国資本市場研究』2014Vol.8-2 より転載している。

² http://www.gov.cn/zhengce/content/2014-05/09/content_8798.htm

全会)で決定した改革プラン³のうち、資本市場に関する今後の改革プランを明らかにしたものと位置付けられる。また、資本市場に関する改革プランは、今から10年前の2004年2月にも9条から構成される国務院の意見が公表され、当時、「9条意見」と呼ばれたことから、今回の意見は「新9条意見」(中国語では「新国九条」)とも呼ばれる。

II 新9条意見の狙い

1. 新9条意見の構成

新9条意見は、第1条の基本的考え方(中国語で「全体要求」)、第2条の多様な株式市場の発展、第3条の債券市場の規範的な発展、第4条の私募市場の育成、第5条の先物市場建設の促進、第6条の証券・先物サービス業の競争力の向上、第7条の資本市場の開放の拡大、第8条の金融リスクの防止・解消、第9条の資本市場の良好な発展環境の整備、の計9条から構成される。また、各条ごとに各項目が設定されており、計33項目から構成される。

2. 2004年2月の旧9条意見の背景

2004年2月に公表された9条意見(以下、旧9条意見)は、第1条の資本市場の発展の意義、第2条の基本的な考え方、第3条の関連政策の整備、第4条の資本市場システムの健全化と証券投資商品の多様化、第5条の上場会社の質的向上、第6条の仲介機関の発展、第7条の法制及び管理監督制度の整備、第8条の管理監督機関の協調とリスク防止、第9条の対外開放の積極的・段階的推進、から構成されていた。

旧9条意見の制定時には、主に2001年に世界貿易機関(WTO)加盟に伴う証券業や株式市場の対外開放に関する公約の実現と、非流通株問題(株式市場が流通株と非流通株に分断されている問題)に対応していくことについて、現実的な政策を打ち出さなければならない事情にあった。このため、旧9条意見は、2003年10月の第16期3中全会での決定を踏まえ、国務院が初めて資本市場を単独の政策テーマとして取り上げた意見となった。

3. 新9条意見の問題意識

それでは、新9条意見の背景にはどのような問題意識があるのであろうか。新9条意見に関し、中国証券監督管理委員会(証監会)のスポークスマンは、同委員会のウェブに掲載された記者問答の形式で、以下の通り説明している(2014年5月9日)⁴。

³ 関根栄一「証券市場から見た中国新政権の第18期3中全会」『季刊中国資本市場研究』2014年冬号。

⁴ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201405/t20140509_248760.html

「資本市場は社会主義市場経済及び現代金融システムの重要な構成部分である。過去20年強にわたり、中国の資本市場は急速に発展し、株式、債券、先物をカバーする市場システムを基本的に形成し、改革開放及び経済・社会の発展や、現代企業制度の構築と整備を促進するために重要な貢献をした。

ところが、全体的に見ると、中国の資本市場は立ち上がったのが遅く、発展の時間も短く、新興の段階で、発展に向けて移行中である。また、十分に成熟しておらず、一連の体制及びメカニズム上の問題が依然として存在し、新たな状況や新たな問題が絶えず現れている。主には、市場システムがなお不健全で、市場への参加主体も全体的に成熟度合いが不足し、市場メカニズムも更に一歩改善が必要で、市場の役割もバランス良く発揮されておらず、市場の運営の安定性も不足しているとも言える。

これらの問題は、資本市場の長期で、安定的で、健全な発展に影響を与えており、大いに力を入れて、有効な措置を採り、段階的に解決していかなくてはならない。」

記者問答には、国務院の公文書では決して書かれることのない、中国の資本市場の問題に対する証監会の問題意識が率直に出ている。

4. 直接金融の比率の小ささも問題視

上記の記者問答では、資本市場は直接金融の高効率なプラットフォームであるとした上で、一国の経済の発展に伴って、直接金融の比率は段階的に向上し、資本市場が金融システムの中で発揮すべき役割が次第に大きくなるのが普遍的な規律であるとした上で、中国の実情を以下のように紹介している。

先ず、中国の直接金融の比率は42.3%（定義、計算式には言及されていない）である一方、米国（87.2%）、日本（74.4%）、ドイツ（69.2%）等の先進国よりも低だけでなく、インド（66.7%）、インドネシア（66.3%）等の発展途上国よりも低く、中国では直接金融と経済・社会の発展に伴う実際の需要との間にミスマッチがあるとしている。

次に、直接金融と間接金融の比率のアンバランスによって、中国では金融リスクが銀行システムに高度に集中しており、実体経済の資金調達難を客観的にも大きく招き、家計の投資ルートも限られている等の問題を引き起こしているとしている。

最後に、更に重要なのが直接金融と間接金融のアンバランスが引続き強まる傾向にあることで、中国での金融総資産に占める銀行資産の割合が2007年の53%から2012年には76%に達しているとしている。

証監会は、金融仲介機能が間接金融に偏っている実情を記者問答で率直に吐露し、業界や国民に対し資本市場の育成の必要性和緊要性を訴えている。

Ⅲ 新 9 条意見の各条・各項目のポイント

次に、新 9 条意見の各条・各項目のポイントを、前述の記者問答や、2014 年 5 月 19 日に新 9 条意見に関し証監会内で開催された業務実施会議（証監会業務実施会議）で肖鋼主席が発言した内容⁵を踏まえながら、順次見ていく。

1. 基本的考え方

第 1 条の基本的考え方は、指導思想、基本原則、主要任務の 3 項目から構成される。

1) 指導思想

第一に、党中央・國務院の決定の下で、改革・創新（イノベーション）、開拓・進取に取り組むとしている。トップの承認の下で、かつトップダウンで資本市場の改革・育成を進める方針を表している。

第二に、市場化及び法治化の方向性を堅持し、公平・公開・公正の市場秩序を守り、投資家（特に個人投資家）の合法的な権益を保護するとしている。「市場化」は、第 18 期 3 中全会で決定された改革プランの骨子となる考え方である。

第三に、実体経済の発展の促進に留まらず、市場のイノベティブな活力を発揮させ、市場を広く深く開拓し、市場の双方向の開放を拡大し、直接金融と間接金融のバランスのとれた発展を促進し、直接金融の比率を向上させ、金融リスクを防止し分散させるとしている。前述の通り、直接金融の比率向上と金融リスクの分散という問題意識が強く出ている。

第四に、混合所有制経済の発展を推進し、現代企業制度及びガバナンス構造を整備し、企業の競争力を向上させ、資本形成と株式流通を促進し、資本市場による最適な資源配分機能を更に発揮させ、創新・創業、構造調整、経済・社会の持続的かつ健全な発展を促進するとしている。「混合所有制」とは、国有企業改革や民間資本の進出促進を同時に進めるために第 18 期 3 中全会で提起された重要な概念であり、IPO や M&A など資本市場の機能を使って企業の新陳代謝を進める方針を打ち出したものと言える。

2) 基本原則

次に資本市場の改革・育成に当たっては、中国の国情や国際的な経験を踏まえ、以下の原則に配慮するとしている。

第一に、市場と政府との関係に配慮するとしている。市場の役割と政府の役割を再定義するということである。

第二に、創新・育成とリスク防止との関係に配慮するとしている。資本市場でのイ

⁵ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201405/t20140529_255106.html

ノベーションを進める一方、それがシステミックリスクにつながらないようにするということである。

第三に、リスクの自己負担と投資家保護との関係に配慮するとしている。投資家教育と同時に、投資家保護法制の健全化も進めるということである。

第四に、積極的推進と段階的推進との関係に配慮するとしている。これで政策の優先順位が分かるようになるだろう。実際、2014年5月19日の証監会業務実施会議での肖鋼主席の発言を見ると、証監会として当面優先的に取り組むべき事項を列挙している（この点は後述）。

3) 主要任務

第一に、多様なルートで、広くカバーし、管理監督も厳しく、効率性の高い株式市場を速やかに構築すると同時に、債券市場を規範的に発展させ、先物市場も開拓するとしている。

第二に、市場のシステム構成、運営メカニズム、基礎インフラに着目・最適化して、発行・取引方法の多様化を実現し、投融資商品も豊富にし、リスク管理機能も兼ね備え、場内・場外市場及び公募・私募市場を協調して発展させるとしている。

第三に、構造が合理的で、機能も兼ね備え、規範的かつ透明で、安定的かつ高効率で、開放的かつ包括的な多様な資本市場体系を2020年までに基本的に形成するとしている。

2020年の目標達成時期は、第18期3中全会で決定された改革プランの目標達成時期と軌を一にしたもので、向こう6年間の間に達成すべきイメージが新9条意見の中に描かれていることになる。

2. 多様な株式市場の発展

1) 株式発行登録制度改革が目玉

第2条の多様な株式市場の発展では、①株式発行登録制度改革の積極的かつ段階的な推進、②多様な株式市場の建設の加速、③上場会社の質の向上、④市場化されたM&Aの奨励、⑤上場廃止制度の整備、を取り上げている。

上記のうち、株式発行登録制度改革は、現行の「証券法」（2005年10月27日改正、同日公布、2006年1月1日施行、日本の金融商品取引法に相当）の改正が伴うため時間を要するが、証監会業務実施会議の中で、肖鋼主席は、現在の制度の下でも2014年6月末から同年末にかけてIPOを約100社実現するとしている（1ヵ月当たり16～17社のIPOの計算）。

2) 創業を積極的に支援

次に、多様な株式市場の構築に関し、肖鋼主席は、①上海証券取引所でのETF

(株式型) オプション取引の試験導入、②深圳証券取引所の創業板(新興市場)での上場基準(財務指標)の緩和、③創業板での「小口・迅速」(=小額から、かつ機動的)な増資制度の導入、④創業板の単独設立(深圳証券取引所からの切り離し、中国版ナスダックの設立)に向けた検討、⑤インターネット及びハイテク企業が店頭市場での登録一年経過後、赤字であっても創業板への上場を支援、といった方向性を打ち出している。また、⑥(2013年1月に始動した)全国中小企業株式譲渡システムの活用や、⑦各地域で設立中の店頭市場の整備にも言及している。

創業板や店頭市場の活用は、企業の新陳代謝のうち、「新陳」機能を資本市場が支えるべきであるとの問題意識に基づいている。

3) 上場会社従業員の持株プランは優先事項

上場会社の質の向上に関し、肖鋼主席は、出来るだけ早く上場会社従業員の持株プランを導入するとしている。

上場会社従業員の持株プランに関しては、証監会は、2012年8月4日に「上場会社従業員持株会管理暫行弁法(意見請求稿)」を公表し、パブリックコメントを募集している⁶。中国では、これまで、2005年に国務院が「上場会社の質の向上に関する意見の通知」を公布し、同通知の中で、上場会社が株式型報酬プランを導入し、経営者と従業員の積極性を十分に引き出すことを容認している。また、中国では、2005年10月に会社法と証券法が改正され、それぞれ新会社法、新証券法として2006年1月から施行されており、これらの法令によって、上場会社が従業員持株会を導入することに、基本的な法律上の障害はないとしている。

第18期3中全会の改革プランでは、混合所有制経済の積極的な発展の中で、従業員持株制度を容認するとしており、証監会による関連法令の制定がこれを後押しすることとなる。

3. 債券市場の規範的な発展

1) 管理監督機関の協調が鍵

第3条の債券市場の規範的な発展では、①債券市場の積極的な発展、②債券市場の信用規律の強化、③債券市場の相互接続の進化、④債券市場の管理監督機関の協調の強化、を取り上げている。

現在、中国の債券市場は、発行体(銘柄)毎に証監会が管理監督する取引所市場と中国人民銀行が管理監督する銀行間債券市場が併存しており、例えば社債の場合、発行体によって以下のような管理監督上の違いがある。

第一に、国家発展改革委員会が認可する「企業債(Enterprise Bond)」がある。証券取引所に上場するが、銀行間債券市場への重複上場も可能である。

⁶ http://www.csrc.gov.cn/pub/zjpublic/G00306201/201208/t20120805_213497.htm

第二に、中国人民銀行傘下の中国銀行間市場交易商協会（NAFMII）に登録される「短期融資債券（CP に相当）」と「中期手形（MTN に相当）」がある。銀行間債券市場で発行される。

第三に、証監会が認可する「公司債（Corporate Bond）」がある。証券取引所に上場されるため、公募上場社債と位置付けられる。

発行市場が異なることで、それぞれの銘柄への投資家層も異なってくる。銀行間債券市場は、商業銀行を始めとする金融機関（機関投資家）が中心の市場である。証券取引所は、証券会社・基金管理会社（投信会社）を中心とする機関投資家と個人投資家が参加する市場である。

債券市場の流動性を高め、投資家からのアクセスを改善、向上させるために、両市場を段階的に一つのプラットフォームに統一していくことは重要であり、その為にも管理監督機関の協調が先ずは鍵となってくる。記者問答では、2013 年末で発行残高が 9.2 兆元に達した社債について、発行体の参入条件・情報開示・格付けや投資家保護などについて、管理監督機関間の協調メカニズムの役割を十分に発揮させるべきであるとしている。

2) 優先して取り組む二つの業務

記者問答と肖鋼主席の発言からは、債券市場の発展に関連して、優先して取り組む二つの業務が明らかになっている。

一つ目は、公司債の公開発行制度の整備である。特に肖鋼主席は、2007 年 8 月 14 日に公布・即日施行した「公司債発行試点弁法」⁷の改正を出来るだけ早く完成させるとしている。公司債については、同弁法改正の中で、発行規制・発行手続きを緩和し、私募発行も容認する方針である。

二つ目は、資産の証券化の推進である。特に肖鋼主席は、優良な銀行貸出債権の証券化商品の取引所上場を出来るだけ早く実現するとしている。景気低迷や構造改革により銀行のバランスシートの悪化に対応するための措置と思われる。なお、REIT については、中信（CITIC）証券が組成した「中信啓航専項資産管理計画」（原資産は既に運営に入った履歴のある物件に限定）が 5 月 21 日、取引所（深圳）の総合相対取引プラットフォームで取引を開始している⁸。国内の取引所で REIT が取引されるのは、本件が初めてである。

4. 私募市場の育成

1) 法令整備を優先

第 4 条の私募市場の育成では、①健全な私募発行制度の構築、②私募投資基金の発

⁷ http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/200804/t20080418_14512.htm

⁸ <http://www.szse.cn/main/aboutus/bsyw/39751965.shtml>

展、を取り上げている。

記者問答では、中国の過去 20 年間の資本市場の発展では、取引所市場と公募市場での展開がメインで、私募市場は現在始まったばかりであり、発展の余地と潜在力は巨大であるとの認識を示している。同時に、私募市場の育成は、新興産業や中小・零細企業へのサービス能力を高め、民間の投資活力を刺激すると位置付けている。

私募ファンドは、2013 年 6 月 1 日から施行された「証券投資基金法」の改正版（以下、新基金法）で、正式に証監会の管理監督の対象に含まれている。具体的に、新基金法では、「非公開募集基金」という章を新たに設け（10 章）、私募基金への投資家を原則 200 名以下の適格投資家に限定するとともに（88 条）、私募基金の基金管理人（私募ファンド管理会社を意味する私募基金管理人）の中国証券投資基金業協会への登録を義務付けた（90 条）。

新 9 条意見に関連し、肖鋼主席は、私募市場の法令整備を急ぐ考えを示している。特に（新基金法を受けた形での）「私募投資基金管理監督暫行弁法」及び適格投資家基準等の規則を出来るだけ早く制定する方針である。

2) 私募ファンドは自主規制をメインに

また、肖鋼主席は、私募ファンドの管理監督は自主規制をメインにした管理監督体系を整える方針を示している。自主規制機関である中国証券投資基金業協会への私募基金管理人（私募ファンドマネージャー）の登録作業は、2014 年 3 月から始まった。同年 5 月 11 日時点で登録されている私募基金管理人は 1,559 社となっている⁹。

5. 先物市場構築の推進

1) 先物市場の発展に向けたボトルネックを克服

第 5 条の先物市場構築の推進では、①商品先物市場の発展、②金融先物市場の建設、を取り上げている。

記者問答では、中国では 2013 年末時点で商品先物が 38 商品、金融先物が 2 商品上場し、農産品、金属、エネルギー、化学工業、金融等国民経済の重要分野をカバーする商品先物体系を形成し、取引量も世界トップクラスに入っている一方、实体经济の客観的なニーズと成熟市場との比較では、商品構成、仲介業者、投資家構造、市場サービス能力等において多くの不十分な点があるとの認識を示している。

2) 商品の多様化

このため、記者問答では、商品先物市場と金融先物市場について、それぞれ以下の方針で商品の多様化を図るとしている。

先ず商品先物市場では、①原油、天然ガス、電力等の先物銘柄、②非鉄金属、農産

⁹ <http://www.amac.org.cn/xhdt/zxdt/385990.shtml>

品等の商品指数先物、③排出権先物等の環境デリバティブ商品を導入する方針である。特に肖鋼主席は、原油先物を2014年内に導入するとしている。なお、原油先物は、2013年10月から始動した「中国（上海）自由貿易試験区」（上海 FTZ）での金融サービスのテストの一部として、上海先物取引所内に「上海国際エネルギー取引センター」が設けられ推進されることとなっている¹⁰。

次に金融先物市場では、株式、金利、為替の金融デリバティブ商品を導入する方針である。特に肖鋼主席は、国債の先物取引の銘柄を増加させるとしている。市場の需給関係を反映した国債市場のイールドを形成するという第18期3中全会の改革プランを受けての措置である。

3) 投資家層の改善

また、記者問答では、中国の先物市場の参加者は個人投資家がメインで、法人の参加比率が低い点を問題視している。このため、新9条意見では、①適格機関投資家にリスクヘッジ目的での先物・派生商品の利用を容認すること、②企業がリスク管理手段として用いていく上で不必要な制限を整理・取消すこと、という方向性を打ち出している。

なお、前述の上海 FTZ で導入される原油先物取引には、外国人投資家の参加も容認されることとなっている。

6. 証券・先物サービス業の競争力の向上

1) 仲介業者の参入規制見直しと競争力向上

第6条の証券・先物サービス業の競争力の向上では、①業界参入規制の緩和、②仲介業者の創新・発展の促進、③プロ機関投資家の強化、④証券・先物インターネット業務の秩序立った発展への指導、を取り上げている。

筆者は、新9条意見の中で、上記①の証券・サービス業の参入規制の見直しと②の仲介業者の競争力の向上が、最も難易度の高い項目と見ている。後者については、証券会社の海外進出戦略と合わせて、別の箇所でも取り上げる。

2) 証券・先物業界への参入規制緩和

業界参入規制の緩和では、公開・透明で、参入・退出について秩序だったライセンス管理制度を実施することを原則としている。その上で、以下の方向性を打ち出している。

(1) クロスライセンスの容認に向けた研究

第一に、証券会社、投信会社、先物会社、証券投資顧問会社等のクロスライセンス

¹⁰ 関根栄一「「中国（上海）自由貿易試験区」始動のインパクト」『季刊中国資本市場研究』2014年冬号。

を研究するとしている。

現在、中国の証券・先物業界では、証券会社、投信会社、先物会社、証券投資顧問会社ごとにライセンス内容がそれぞれ規定されている。換言すれば、一つの法人で、証券、投信、先物、投資顧問と言った複数の業種に関わるライセンスを取得することは、現行法令上は想定されていない。例えば、証券会社の場合は、「証券会社管理監督条例」（2008年4月23日制定、同日公布、同年6月1日施行）があり、同条例で基本的なライセンスが規定されている。また、同条例に記載されていない業務については、特別法の下で個別に証監会から認可を取得する必要がある。

今後、クロスライセンスが容認されれば、証券・先物業界では一つの法人で複数の業種に跨るライセンスを取得して、業務を展開することが出来るようになる。また、その過程では、法人間での既存の事業部門の買収（売却）や、業界全体の再編が発生するシナリオも考えられる。

（2）その他金融機関による証券・先物業界への参入

第二に、リスク隔離を前提に、その他金融機関による証券・先物業務のライセンスの申請を支援するとしている。

これは、ファイヤーウォールの構築を前提として、証券・先物業界以外の金融機関からの証券・先物業への参入を解禁するものであり、業界の競争を促すものと言える。なお、銀行の場合は、「商業銀行法」（2003年12月27日改正、同日公布、2004年2月1日施行）の43条で、①中国本土において証券業務に従事してはならない、②但し国が別途規定している場合はこの限りではない、と規定されている。また、前述の「証券法」でも、6条で、①証券業は、銀行業、信託業及び保険業と分業経営及び分業管理を行う、②証券会社は、銀行、信託及び保険業務機関と分別して設立する、③但し国に別途規定がある場合を除く、と規定されている。今後、現行の銀証分離を前提とした法令の改正や新たな立法作業が必要となる見込みである。

（3）異業種による証券・先物業への参入

第三に、民間資本の証券・先物業への参入を積極的に支援するとしている。

第18期3中全会で決定された改革プランには、民間資本の参入など金融業の対内・対外開放が盛り込まれており、異業種による金融機関の設立や出資を証券・先物業分野にも進める趣旨かと思われる。

（4）証券・先物会社を中核とした総合経営の実現

第四に、証券・先物業界とその他金融機関の間での総合経営の検討を支援するとしている。

上記の（1）～（3）と合わせた立法措置が必要である。この総合経営が実現すれば、証券・先物会社を持株会社としたユニバーサルバンキングによる金融ビジネスが

可能となろう。同時に、証券・先物業界全体の再編シナリオも考えられよう。

3) その他参入規制の緩和

第一に、証券・先物インターネット業務については、今後、管理監督規則を制定するとしている。

第二に、機関投資家の資本市場での運用拡大に関し、確定拠出型企業年金については、2014年1月から課税繰延措置が導入されている¹¹。

7. 資本市場の開放の拡大

1) 段階的な開放アプローチを引続き堅持

第7条の資本市場の開放の拡大では、①国内外の主体によるクロスボーダー投融資の利便化、②証券・先物業界の対外開放レベルの段階的向上、③国境を越えた管理監督協力の強化、を取り上げている。

今後の開放の拡大に向けた方向性は以下の通りとなる。

2) 国内外の主体によるクロスボーダー投融資の利便化

(1) 基本的な方向性

第一に、適格外国機関投資家 (QFII) と適格国内機関投資家 (QDII) の対象を拡大し、運用枠と上限を引き上げるとしている。

第二に、海外個人の中国資本市場での直接投資を段階的に開放し、国内個人の海外資本市場での直接投資を秩序立てて推進するとしている。

第三に、外商投資 (対中直接投資) 産業政策に合致した範囲で、外資による上場会社の株式持分比率を段階的に緩和するとしている。同時に M&A に関する国家安全審査制度及び独占審査制度を整備するとしている。

(2) 外国人投資家の株式保有規制の行方

これらのうち、QFII 及び RQFII (人民元建て適格外国機関投資家) を合わせた外国人投資家の A 株 (人民元建て株式) 上場企業の株式保有について、一社当たり 30% を上限、一投資家当たり 10% を上限とする規則が、2014年3月19日に上海証券取引所から¹²、同年4月25日に深圳証券取引所から¹³それぞれ公布されている。また、これらの取引所規則の前提となる外国人投資家の投資ルールのうち、QFII については 2013年7月の証監会による規定で、RQFII については同年3月の証監会・中国人民銀行・国家外為管理局による試行弁法で明らかにされている。

¹¹ 関根栄一「課税繰延措置を導入した中国の確定拠出型企業年金の展望」『季刊中国資本市場研究』2014年春号。

¹² http://www.sse.com.cn/lawandrules/sserules/trading/universal/c/c_20140319_3777697.shtml

¹³ <http://www.szse.cn/main/files/2014/04/25/172194890409.pdf>

第 18 期 3 中全会では、外資のサービス業に対しては、参入認可前の内国民待遇とネガティブ管理方式（投資分野に制限を設けず原則自由とし、制限は例外扱い）の採用という改革の方向性が盛り込まれており、外資の株式保有比率も更に緩和される可能性がある。

（3）外国人投資家の保有比率の上昇も鍵

記者問答で、証監会は、上海・深圳の株式市場での外国人投資家の保有比率は、時価総額の 2%にも達しておらず、海外の 25~45%と比べて小さいことを問題視している。この為、肖鋼主席は、QFII の認可スピードを出来るだけ早くする方針も打ち出している。

3) 証券・先物業界の対外開放レベルの段階的向上

（1）基本的な方向性

第一に、外資が資本参加や支配する国内の証券・先物経営機関の経営範囲を適時に拡大するとしている。

第二に、国内の証券・先物経営機関の海外進出戦略を奨励し、国際競争力を高めるとしている。

第三に、国内外の投資信託の相互認証と証券取引所の上場商品の相互認証¹⁴を研究・推進するとしている。

第四に、B 株（外貨建て株式）市場の改革を段階的に検討するとしている。

（2）外資の証券業の参入規制の経緯・現状

①2001 年の世界貿易機関（WTO）加盟前後

外資による証券業への参入については、2001 年の世界貿易機関（WTO）加盟以前は、個別の認可によって認められたケースもあったが、正式に認められたのは、やはり WTO 加盟後である。外資の参入は、合弁会社の設立による形式であり、33%が外資の出資上限となっている。また、合弁会社には、国内系証券会社の主要業務のひとつである A 株のブローカレッジ業務やトレーディング業務が認められていない。

WTO 加盟と前後して合計 13 社の証券会社が認可されているが（うち 1 社はすでに合弁を解消、図表 1）、WTO 加盟以前に認可された中国国際金融と中銀国際証券については、例外として A 株のブローカレッジ業務やトレーディング業務が認められており、国内系証券会社と同等の業務を行っている。また、破綻した証券会社の処理費用負担などを通じて、実質的にフルラインの国内証券業務への進出を実現しているケースもある。

¹⁴ 2014 年 4 月 10 日、李克強総理は、アジア・ボアオ・フォーラムでのスピーチの中で、上海・香港相互株式投資制度を導入すると発表。準備期間は向こう 6 ヶ月間とされている（2014 年 10 月前後に開始予定）。

図表1 合併証券会社の設立状況

	合併会社名	設立時期	中国側 パートナー	外資パートナー/持分
1	中国国際金融	1995年4月 ⇒2010年11月合併相手変更	建設銀行	モルガン・スタンレー 34% ⇒米国TPG・KKR、シンガポールGreat Eastern Life・GIC
2	中銀国際証券	2002年1月	(省略)	中銀国際ホールディングス 49%
3	財富里昂証券(当初、華欧国際証券)	2002年12月	財富証券(当初、湘財証券)	クレディ・リヨネ 33%
4	長江巴黎百富勤証券	2003年11月開業 ⇒2006年12月合併解消	長江証券	BNPパリバ 33%
5	海際大和証券	2004年6月	上海証券	大和証券キャピタル・マーケット 33%
6	高盛高華証券	2004年6月	北京高華証券	ゴールドマン・サックス 33%
7	瑞銀証券	2006年6月	北京証券	UBS 北京証券へ20%出資
8	瑞信方正証券	2008年6月	方正証券	クレディ・スイス 33%
9	中徳証券	2009年1月	山西証券	ドイツ銀行 33%
10	華英証券	2011年5月	国聯証券	RBS 33%
11	第一創業摩根大通証券	2011年6月	第一創業証券	J.P.モルガン 33%
12	摩根士丹利華鑫証券	2011年6月	華鑫証券	モルガン・スタンレー 33%
13	東方花旗証券	2012年6月	東方証券	シティグループ 33%

(出所) 野村資本市場研究所編『中国証券市場大全』、各種資料より野村資本市場研究所作成

②2007年から2012年にかけての動き

2007年12月に北京で開催された(ブッシュ政権時代の)第3回米中戦略経済対話(SED)では、証券業への外資の出資比率の緩和について2008年6月までに結論を出すことが合意された。この間、証監会は、2007年12月28日に「外資が出資する証券会社の設立規則」の改定を行い(2008年1月1日施行)、「証券会社の子会社設立の試行規定」(2008年1月1日実施)を公布している。前者では証券会社以外の金融機関や機関投資家にも出資への道を開いている一方、後者では親子証券会社間の競合が禁止されている。

2012年に入ると、合併証券会社の設立規制の更なる緩和が行われた。具体的には、同年5月に北京で開催された(オバマ政権との)第4回米中戦略・経済対話(S&ED)で、①合併証券会社の外資出資上限の49%への引き上げ、②経営期間が満2年を経過すればライセンスの拡大を申請できることが金融分野の米中合意事項のひとつとされた。その後、同年10月16日にはこの規制緩和を反映した「外資が出資する証券会社の設立規則」の修正版が公布され、即日施行された。

③2014年に入ってからの動き

続いて、2013年は合併証券会社の設立は無かったものの、2014年1月の証監会主催の全国証券期貨監管工作会議では、「証券・先物業の外資参入規制を段階的に開放し、外資金融機関の出資比率規制を撤廃し、外資証券・先物経営機関による独立子会社や支店の設立を容認し、合併証券会社のライセンス制限を撤廃する」との方向性が

確認されている¹⁵。

証券・先物業界への参入規制の緩和と外資の参入規制の緩和が今後どのようなテンポで進められていくのかは、サービス業へのネガティブリスト方式の採用と上海 FTZ での金融サービスのテストにも左右されることとなろう。

8. 金融リスクの防止・解消

第 8 条の金融リスクの防止・解消では、①システミックリスクのモニタリング・早期警戒及び評価・処理制度の整備、②市場安定メカニズムの構築、③証券・先物の違法行為の厳格な調査・処罰、④証券・先物の管理監督モデルの転換の推進、を取り上げている。

当面は、証券犯罪の取り締まりを徹底していくこととなろう。

9. 資本市場の良好な発展環境の整備

1) 投資家保護に力点

第 9 条の資本市場の良好な発展環境の整備では、①法規制度の構築、②投資家（特に個人投資家、中国語では「中小投資家」）の合法的權益を断固として保護、③資本市場の税收政策の整備、④市場の基礎インフラの整備、⑤管理監督の協調・協力、⑥資本市場の情報伝達秩序の規範化、を取り上げている。

上記のうち、証券税制では、QFII に対するキャピタルゲイン税制が明確になっていないため、併せて検討されることが外国人投資家から証監会及び国家税務総局に求められている。

2) 二つの優先事項

資本市場の発展環境の整備では、当面、二つの事項が優先されよう。

一つ目は、証券・先物業に対する管理監督モデルの転換である。審査・認可事項、審査・登録事項、報告事項を実際に減らし、事前規制型からモニタリング・事後監督型に管理監督モデルを転換する方針である。肖鋼主席は、特にこの管理監督モデルの転換を加速すると述べている。

二つ目は、個人投資家保護である。2013 年 12 月 27 日、国务院は「資本市場での中小投資家の合法的權益の保護業務の強化に関する意見」を既に公布している（制定日は同年 12 月 25 日）¹⁶。同意見は、①適格投資家制度の整備、②投資配当制度の最適化、③個人投資家の知る権利の保障、④個人投資家の投票制度の整備、⑤多様な紛争解決制度の構築、⑥個人投資家向け賠償制度の整備、⑦管理監督及び取締レベルの強化、⑧個人投資家教育の強化、⑨投資家保護組織システムの整備、の 9 項目から構

¹⁵ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201401/t20140122_243060.html

¹⁶ http://www.gov.cn/zwgc/2013-12/27/content_2555712.htm

成されている。当面は、この9項目に従って取組んでいくこととなる。

IV 国際競争力のある証券会社の育成を急ぐ証監会

1. 有力な証券会社の育成に向けた方針

1) 仲介業者の創新・発展の促進

新9条意見では、第6条の中で、証券・先物業の仲介業者の創新・発展の促進について、主に以下の方向性で進める方針である。

第一に、証券経営機関が、差別化、専門化、特色化された発展を実施するのを支援し、国際競争力を備え、ブランド面での影響力を有し、システム上重要な現代投資銀行（証券会社）の形成を促進する。

第二に、先物経営機関のM&Aを促進し、業界の集中度を高める。

第三に、証券・先物経営機関の資金調達ルート拡大を支援し、業務範囲を拡大する。

第四に、リスク・コントロールが可能との前提の下、顧客の取引・決済資金の保管モデルを最適化する。

第五に、証券経営機関が、リスク管理、資金仲介、投融資等の業務において、商品を自主開発するのを支援する。

第六に、証券・先物経営機関の店頭業務を規範的に発展させる。

2) 証券会社の海外進出の支援

また、繰り返しになるが、第7条の資本市場の開放の拡大の中で、国内の証券経営機関が「海外進出」戦略を実行するのを奨励し、国際競争力を高めるとしている。

上記1)と合わせると、国際競争力のある有力な証券会社を選択して育成しようとする証監会の意図が明確になっている。証監会は、これを「現代投資銀行」とも呼んでいる。

2. 有力な証券会社の育成に着手

1) 証券会社の創新・発展に向けた3条意見

新9条意見の公表の直後の2014年5月15日、証監会は「証券経営機関の創新・発展を更に促進することに関する意見」を公表した（制定日は5月13日）¹⁷。同意見は、現代投資銀行の育成、業務・商品の創新の支援、管理監督モデルの転換の推進の計3条から構成される。

第1条の現代投資銀行の育成は、①総合金融サービス能力の向上、②基礎機能の整

¹⁷ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201405/t20140529_255102.html

備、③資金調達ルート拡大、④クロスボーダー業務の発展、⑤コンプライアンス及びリスク・コントロールレベルの向上、の5項目から構成される。

第2条の業務・商品の創新の支援は、①資産管理業務の発展の支援、②フィックス・インカム業務の展開の支援、③（信用取引・レポ取引等）融資型業務の創新の支援、④派生商品業務の着実な展開、⑤店頭業務の発展、⑥私募商品の自主開発の支援、の6項目から構成される。

第3条の管理監督モデルの転換の推進は、①管理監督手法の転換、②審査・認可制度改革の進化、③業界参入基準の緩和、④業務ライセンス管理の実施、の4項目から構成される。

2) 業界育成の手法

公開された、かつ透明な業務ライセンス管理が大前提とはなるが、この3条意見で、証監会は有力な証券会社の育成に向けた手法も例示している。

第一に、民間資本等が証券会社を設立するのを支援し、外資の証券会社への参入条件も更に緩和するというものである。前述の通り、前者については新規立法、後者については法改正が必要となろう。

第二に、国有資本の証券会社が混合所有制改革を展開するのを支援するとしている。これは、中央政府や地方政府の持分を外部株主に売却することを意味するが、売却先として、社会保険基金や企業年金等が想定されている。

第三に、証券会社が、香港、マカオ、台湾及びその他海外市場で、新設あるいはM&Aによって子会社を設立する方法である。

第四に、証券会社とその他金融機関の相互支配、相互株式保有による総合経営、いわゆるユニバーサルバンクを認める方法である。この為には、銀証分離等に関する法改正や新規立法作業が必要となろう。

3) 目標と現実とのギャップ

(1) 国際競争力の観点

実は、中国の証券会社は、既に海外に子会社を設立している。2014年5月9日に中国証券業協会から公表された『中国証券業発展報告(2014)』によれば、香港の場合、2013年末時点で中国資本(中資)による証券会社が31社設立されている。その内訳は、証券系が23社(中国国際金融(香港)、中信証券国際、国泰君安国際、海通国際、安信国際等)、銀行系が6社(中銀国際、建銀国際等)、その他が2社となっている。前述の通り、中国の商業銀行法では、商業銀行による海外での証券子会社の設立は禁止されていない。

こうした香港の中資系証券会社による2013年の香港での市場シェアは、以下の通りとなっている。第一に、2013年のIPO金額217.7億ドルのうち、中資系証券会社の引受シェアは45.4%(前年比4.4%増)であるが、香港全体の第1位は銀行系の中銀

国際で、証券系では海通国際が第9位に初めて出てくる。第二に、2013年の増資金額268.9億ドルのうち、中資系証券会社の引受シェアは11.1%（前年比3.3%増）に過ぎず、香港全体では中国国際金融（香港）が第7位に初めて出てくる。第三に、2013年の人民元建て債券発行金額50.3億ドルのうち、中資系証券会社の引受シェアは34.7%で、香港全体では中信国際が第8位に初めて出てくる。第四に、2013年の中国企業のクロスボーダーM&A金額820億ドルのうち、中資系証券会社の取引シェアは7.5%で、香港全体では中信国際が第12位に初めて出てくる。以上から、証券系の香港子会社が、中国企業の香港市場での資金調達やM&Aにおいて、必ずしも主要な仲介機能を発揮しているとは言い難いのが実情である。

（2）収益構造の観点

前述の『中国証券業発展報告（2014）』によれば、中国の証券会社の2013年の営業収入は1,592.41億元で、2012年の1,294.71億元に比べ約23%増加した（図表2）。

また、収益構造を見ると、2013年は国内でのIPOが停止されていたことから、引受業務は金額・シェアともに低下した。一方、資産管理業務は2012年の26.8億元から2013年には70.23億元と約2.6倍、トレーディング業務は2012年の290.14億元から2013年には305.58億元と約1.05倍、信用取引業務は2012年の52.57億元から2013年には184.56億元と約3.5倍に増加している。これら三業務の営業収入に占めるシェアは、2012年の28.54%から2013年には35.19%に増加しており、今後も収益源の柱としていけるかどうか重要である。

一方、ブローカレッジ業務のシェアは、2012年の38.93%から2013年には47.68%に大きく拡大した。市況に左右されにくい収益構造への転換は道半ばである。

図表2 中国証券会社の営業収入構造

	2013年		2012年	
	金額(億元)	内訳	金額(億元)	内訳
営業収入	1,592.41	100.00%	1,294.71	100.00%
ブローカレッジ業務	759.26	47.68%	504.03	38.93%
投資顧問業務	25.80	1.62%	11.52	0.89%
引受業務	128.67	8.08%	177.38	13.70%
財務顧問業務	44.75	2.81%	35.48	2.74%
資産管理業務	70.23	4.41%	26.80	2.07%
トレーディング業務	305.58	19.19%	290.14	22.41%
信用取引業務	184.56	11.59%	52.57	4.06%
その他業務	73.57	4.62%	196.67	15.19%
純利益	440.21	-	329.30	-
利益率(%)	27.64%	-	27.01%	-

（出所）『中国証券業発展報告（2014）』より野村資本市場研究所作成

V むすびにかえて

証監会が目指す「現代投資銀行」の育成は、複雑な利害調整が発生する国内でよりも、今後、香港を含む海外への進出で経験を積み、そのノウハウを中国国内に持ち込んで進んでいくシナリオも考えられる。その場合、中信証券¹⁸など海外業務で先行している証券会社の動きに注目していく必要がある。

また、業界全体としての取り組みにも注目していく必要がある。一つ目が、中国証券業協会が会員に向けて公表した「中国証券業発展計画要綱（2014～2020）」（討論版）である（2014年5月9日付中国証券報）¹⁹。要綱の全文や詳細は公表されていないが、報道によれば、2020年までの戦略目標として証券業が国内金融システムにおける重要な業界となり、同様に基本任務として現代投資銀行を形成するとした。新9条意見に対応した業界としての取り組みと言える。二つ目が、中国証券業協会主催による証券会社の創新・発展を議論するための会議の開催である（2014年5月16日）。当局、取引所、証券会社等を交えた同会議は、2012年、2013年に続き連続3回目の開催となった。2014年会議では、新9条意見や上記要綱を受け、①私募市場、②資産管理、③インターネット証券業務、④融資業務、⑤投資顧問業務、⑥リスク管理をテーマとした6つの分科会も開催された²⁰。また、2014年会議には、中国証券業協会の会員となっている外資系証券会社の駐在員事務所からも参加があったと報道されている。

新9条意見によっていくらか現行規制が緩和されたとしても、それを使いこなしていくのは各社を含む業界であり、逆に言えば、今後、業界の要望を踏まえた緩和内容になっていくかが重要である。第18期3中全会が掲げた「資源配分において市場が決定的な役割を果たす」という方針は、資本市場でも大きく試されようとしている。規制緩和の内容とともに、各社の今後の取り組みが注目される。

¹⁸ 2013年7月31日、中信証券は、仏クレディ・アグリコル傘下のアジア証券部門 CLSA の買収手続きが完了したと発表。中国証券会社による外資系の大手証券会社を買収第一号。

¹⁹ http://www.cs.com.cn/xwzx/zq/201405/t20140509_4384907.html

²⁰ http://www.sac.net.cn/ljxh/xhgzd/201405/t20140516_92230.html