

上海での自由貿易試験区の実験項目の全国展開と証券分野の課題

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. 2013年10月から始まったサービス業を対象にした上海での自由貿易試験区の実験は、2015年3月で1年半が経過し、2016年9月までの約3年間の実験期間の折り返し地点を迎えている。この1年半の実験項目のうち、29件について、国務院は全国への複製・展開を決定した。
2. またこの29件以外にも、企業設立や対内直接投資の規制緩和について、既に全国に複製・展開が行われている。2014年の上海全体の対内直接投資の契約件数や貿易の伸び率は、それぞれ全国レベルを上回っており、これらの規制緩和の効果が出ていると見られる。
3. 金融サービスの実験項目のうち、銀行分野では外貨や人民元のキャッシュマネジメントの実験が既に始まっており、全国にも複製・展開されている。一方、証券分野の計8件の実験は慎重に進められており、外国人投資家による金融取引以外に目立った実績は無い。外資系証券会社の設立も中央レベルと同様の厳しい規制が続いている。
4. 上海市自体の貿易動向を見るとこの数年で貿易赤字が定着しており、輸入決済（対外支払い）の潜在性は大きく、その分を海外からの対内投資で埋める必要がある。2015年3月からの市内実験地域の拡大と合わせ、更に多くの分野に波及する規制緩和を行えるかが、上海での残り1年半の実験の成否を握ろう。

I. 自由貿易試験区の実験項目の全国への複製・展開の決定

習近平指導部の肝いりで2013年10月から始まった上海での自由貿易試験区の実験は、2015年3月で1年半が経過し、2016年9月までの約3年間の実験期間の折り返し地点を迎えようとしている¹。

上海に設置された自由貿易試験区は、正式には「中国（上海）自由貿易試験区」（英文

¹ 関根栄一「「中国（上海）自由貿易試験区」始動の金融面のインパクト」『野村資本市場クォーターリー』2014年秋号。

呼称は China (Shanghai) Pilot Free Trade Zone、以下、上海 FTZ) と呼ばれる。2013 年 10 月の発足時には、上海浦東地区の①上海外高橋保稅区、②上海外高橋保稅物流園区、③洋山保稅港、④上海浦東空港綜合保稅区等の四つの税関特殊管理監督地域（総面積 28.78 平方キロメートル）に設けられた。

上海 FTZ での実験の特徴は、第一にサービス業を対象に对外开放の実験を行うことにある。実験対象となるサービス業には、①金融サービス、②航空・運輸サービス、③商業・貿易サービス、④専門サービス、⑤文化・コンテンツ、⑥社会サービス（教育・職業訓練・医療）の 6 分野・18 項目が指定されている。その他の特徴としては、第二に実験地として中国経済の中心地である上海を選定したこと、第三に投資分野に原則制限を設けず、制限は例外扱いとするネガティブリスト方式を採用したこと、第四に企業の設立規制を緩和したこと、第五に実験の成果を全国に複製・展開していくこと、も指摘できる²。

上記の特徴のうち、実験項目の全国への複製・展開については、2014 年 10 月の上海 FTZ 発足後の一周年を機に、できるものから速やかに実施していくことが決定された。具体的な手順としては、先ず、党レベルでは、2014 年 10 月 20 日に開催された改革の司令塔組織である「中央全面改革領導グループ第 6 回会議」において、上海 FTZ での実験を通じて得られた複製可能で展開可能な経験を速やかに他の地区や全国に展開することが決定された³。続いて、2014 年 12 月 12 日に開催された国务院常务会议（閣議）での検討・指示を経て、2015 年 1 月 29 日、国务院（内閣）は「中国（上海）自由貿易試験区での複製可能改革実験経験の展開に関する通知」（以下、上海 FTZ 展開通知）を公布し、2015 年 6 月 30 日を目標に全国への複製・展開の対象となる実験項目を明らかにした⁴。

続いて本稿では、上海 FTZ 展開通知の内容に加え、その他の複製・展開項目、これまでの実験による上海市への波及効果、実験に関する今後の課題と展望を順次見ていく。

II. 上海 FTZ の実験を通じた全国への複製・展開項目

1. 上海 FTZ 展開通知の考え方

上海 FTZ 展開通知では、上海 FTZ での実験項目のうち、全国への複製・展開項目を 29 件設定している。29 件の内訳は、筆者の分類では、投資、税務、貿易、金融・金融関連業種、業界管理制度、税関に分けることができる（図表 1）。

また、各複製・展開項目について、政府内の責任部門を明確にした上で、地理的範囲を設定し、かつ実施期限を区切っていることも特徴である。

² 関根栄一「上海の自由貿易試験区と金融サービスの実験」『財界観測』第 77 巻第 4 号。

³ <http://cpc.people.com.cn/n/2014/1028/c64094-25919445.html>

⁴ http://www.gov.cn/zhengce/content/2015-01/29/content_9437.htm

図表 1 全国に複製・展開される上海 FTZ の実験項目（国務院）

分野	番号	全国に複製・展開される改革措置	責任部門	展開範囲	実施期限
投資	1	外商投資広告企業プロジェクトの届出制	国家工商管理行政総局	全国	2015年6月30日以前
税務	2~5 (抜粋)	税務登記コードのオンライン自動付与	国家税務総局		
		オンライン自主税務手続			
貿易	6~13 (抜粋)	中継貨物の原産地証明管理	国家品質監督検疫検査総局（質検総局）		
		検査・検疫・通関のペーパーレス化			
		第三者検査機関による検査結果の採用			
金融・金融 関連業種	14	個人のその他經常項目下の人民元決済業務	中国人民銀行		
	15	外商投資企業の外貨資本金自由元転 (2014年7月、天津滨海新区等16地区にも展開) (2015年4月8日、国家外為管理局より通知公布、同年6月1日より全国適用)	国家外為管理局		
	16	銀行のコモディティ・デリバティブ商品の店頭取引に関連する両替業務			
	17	直接投資に関する外貨登記及び変更登記権限の銀行への委譲と取扱い (2015年2月28日、国家外為管理局より通知公布、同年6月1日より全国適用)	商務部		
	18	ファイナンスリース会社による商業ファクタリング業務の兼業			
	19	外商投資信用調査会社の設立			
	20	株式制外資投資性会社の設立			
21	ファイナンスリース会社が設立するSPVの最低資本金制限の撤廃				
投資	22	ゲーム機の生産販売	文化部		
業界管理 制度	23	投資家条件・企業設立手続き等、開放拡大産業の管理監督内容の明確化と専門的な管理監督制度の整備	各産業監督管理部門	全国へモデルを展開	開放拡大の進捗に応じて実施
税関	24~26 (抜粋)	ファイナンスリースの税関監督管理制度	税関総署	税関特殊監督管理地域	2015年6月30日以前
	27~29 (抜粋)	輸入貨物の事前検査	国家品質監督検疫検査総局（質検総局）		

(注) 2015年1月29日公布。投資、税務、貿易等の分野は筆者の分類に基づく。

(出所) 国務院、国家外為管理局より野村資本市場研究所作成

2. 金融・金融関連業種の複製・展開項目

上海 FTZ での実験対象となるサービス業のうち、金融サービスはその目玉であり、複製・展開項目でも計 8 件を占めている。

そのうち、中国人民銀行が責任部門となる項目は①個人その他の經常項目下の人民元決済業務、国家外為管理局が責任部門となる項目は②外商投資企業の外貨資本金自由元転、③銀行のコモディティ・デリバティブ商品の店頭取引に関連する両替業務、④直接投資に関する外貨登記及び変更登記権限の銀行への委譲と取扱い、⑤ファイナンスリース会社による商業ファクタリング業務の兼業、⑥外商投資信用調査会社の設立、⑦株式制外資投資性会社の設立、⑧ファイナンスリース会社が設立する SPV の最低資本金制限の撤廃となる。

前述のうち、既に上海 FTZ 以外の地域や全国への複製・展開が決まった項目は、外商投資企業の対内直接投資の利便性を高めるものであり、以下のような内容となっている。

1) 外商投資企業の外貨資本金自由元転

上海 FTZ において、国家外為管理局上海市分局は、2014年2月28日付 26 号通知で、經常項目を対象とした外貨の企業キャッシュマネジメント、具体的にはクロスボーダー外貨プーリング及びクロスボーダー外貨集中受払・差額決済の規制緩和を実施していた。併

せて、試験区内の外商投資企業を対象に、外貨資本金の人民元転に関する規制が緩和された。

現行の外貨管理規定では、外商投資企業の外貨資本金の人民元転は、手元準備金を除き、実際に資金が必要となる度ごとに、必要な額だけを人民元転しなければならないものとなっている。この現行規定に対し、上海 FTZ では、外商投資企業は外貨資本金を自由に人民元転することができるようになった。

一方、人民元転に当たっては、一定のルールも設けられている。一つ目は、「自由元転比率」の設定で、現時点では「100%」に設定され一回で人民元転が可能ではあるものの、国家外為管理局が国際収支状況に基づいて調整できる余地を残している。二つ目は、人民元転後の人民元資金の用途の限定で、外商投資企業はその認可された経営範囲以外に使用してはならず、証券投資や委託貸付、企業間貸借資金の返済、第三者に転貸した銀行借入金の返済、自社用以外の国内不動産の購入（不動産企業を除く）等に用いることが禁止されている。以上のような規制は残るものの、外商投資企業の外貨資本金自由元転は、日本では例えば 1984 年の円転規制の撤廃に向けた措置に相当するものである。

今回決定された外商投資企業の外貨資本金自由元転の全国への複製・展開に先立ち、国家外為管理局は、2014 年 7 月 4 日付 36 号通知で、天津濱海新区等 16 地区にも広げることが既に公表し、同年 8 月 4 日から施行されている。その後、国家外為管理局は、2015 年 4 月 8 日付 19 号通知で、外商投資企業の外貨資本金自由元転を同年 6 月 1 日から全国で実施することとしている。

2) 直接投資に関する外貨登記及び変更登記権限の銀行への委譲と取扱い

上海 FTZ において、国家外為管理局上海市分局は、前述の 26 号通知で、直接投資に関連する外貨登記手続きを銀行での取扱いに変更している。

現行の外貨管理規定は、例えば、外商投資企業を新設する場合、国家外為管理局で企業基本情報登記を行った後に、外貨取扱銀行で外貨資本金口座を開設する手続きとなっている。この現行規定に対し、上海 FTZ では、外商投資企業は、原則、外貨取扱銀行で企業基本情報登記を行い、そのまま外貨資本金口座を開設できるようになった。

この直接投資の銀行への権限委譲の全国への複製・展開に当たっては、国家外為管理局は、2015 年 2 月 13 日付 13 号通知で、対内直接投資・対外直接投資ともに外貨登記手続きを簡素化し、企業が外貨取扱銀行で外貨登記手続きを行えるように変更し、同年 6 月 1 日から全国で実施することとしている。

3. 展開通知以外で既に全国に複製・展開されている分野も

また、上海 FTZ 向け対内直接投資や投資全体の規制緩和の実験に関しては、上海 FTZ 展開通知以外にも既に全国に複製・展開されているものがある（図表 2）。

図表 2 全国に複製・展開される上海 FTZ の実験項目（その他）

分野	導入時期	導入措置	責任部門	上海FTZ以外の地域への展開等	
				時期	内容
投資全体	2013年9月	企業設立時の最低資本金制度の撤廃（一部例外業界あり）	国家工商管理行政総局	2014年3月	2013年12月28日、全人代常務委員会、「会社法」改正案を可決・公布、全国展開。
	2013年9月	企業設立時の払込資本金登記制度から授權資本金登記制度への移行（一部例外業界あり）			
	2013年9月	企業年度検査報告制度から企業年度報告開示制度への移行			
対内直接投資	2013年9月	外商投資プロジェクトの登録制採用	上海市政府 (國務院より授權)	2014年6月	國務院、「企業情報開示暫定条例」を公布、全国展開。併せて企業情報開示システムも導入。 2014年5月17日、国家發展改革委員会、「外商投資プロジェクト審査・登録管理弁法」を公布、全国展開。総投資額及び投資分野（奨励類、許可類、制限類）に応じて管理。 2015年1月19日、商務部、「外国投資法案」を公表、パブリックコメントを募集。既存の外資三法（中外合弁経営企業法、外資企業法、中外合作経営企業法）に替え、新規立法を図る。 「外国投資企業法」の公布・施行と同時にネガティブリスト方式も採用される見通し。
	2013年9月	外商投資企業設立の登録制採用	上海市政府 (國務院より授權)	検討中	
	2013年9月	ネガティブリスト方式の採用	上海市政府 (國務院より授權)	検討中	
対外直接投資	2013年9月	対外投資プロジェクトの登録制採用	上海市政府 (國務院より授權)	2014年5月	2014年4月8日、国家發展改革委員会、「対外投資プロジェクト審査・登録管理弁法」を公布、全国展開。総投資額及びネガティブリストに応じて管理。
	2013年9月	対外投資企業設立の登録制採用	上海市政府 (國務院より授權)	2014年10月	2014年9月9日、商務部、「対外投資管理弁法」を公布、全国展開。ネガティブリスト方式を採用。
個別投資分野	2013年11月	外資100%病院の設立	上海市政府 (國務院より授權)	2014年8月	2014年8月25日、国家衛生計画出産委員会及び商務部、「外資独資病院設立の試行業務展開に関する通知」を公布。試行地域を上海市を含む全国7省・市に拡大。
金融	2014年2月	クロスボーダー人民元集中運営管理	中国人民銀行	2014年6月	蘇州工業園区企業にシンガポール銀行からのオフショア人民元借入等を解禁。
	2014年2月	クロスボーダー外資集中運営管理	国家外為管理局	2014年11月	全国の多国籍企業にも展開。
	2014年2月	小口外資預金金利の自由化	中国人民銀行	2014年4月	全国の多国籍企業にも展開。
	2014年5月	自由貿易口座（FTA）の導入	中国人民銀行	2014年6月	上海市全体に拡大。 2015年2月 区内企業のオフショア人民元借入枠を資本金の1倍から2倍に拡大。

（出所）國務院各部門、上海市政府より野村資本市場研究所作成

第一に、投資全体では、企業設立時の最低資本金制度の撤廃や授權資本金制度の採用が2014年3月に全国に複製・展開されている。うち後者に関し、従来の払込資本金登記制度の下では、株主は、会社設立後一定期間内に資本金全額を払い込まなければならないとされていたが、新たに採用した授權資本金制度の下では、引受出資額、出資方法、出資期限等を自主的に決定することが可能となった。他に、企業年度報告開示制度が2014年10月に全国に複製・展開されている。従来の企業年度検査報告制度の下では、「検査」という名目で、政府が事実上企業の経営活動に関与（干渉）し、企業の様々な手続きが滞る要因となっているとの指摘もあった。

第二に、対内直接投資では、国家發展改革委員による外商投資企業に対する審査・認可制から登録制への採用について、2014年6月に全国に複製・展開されている。

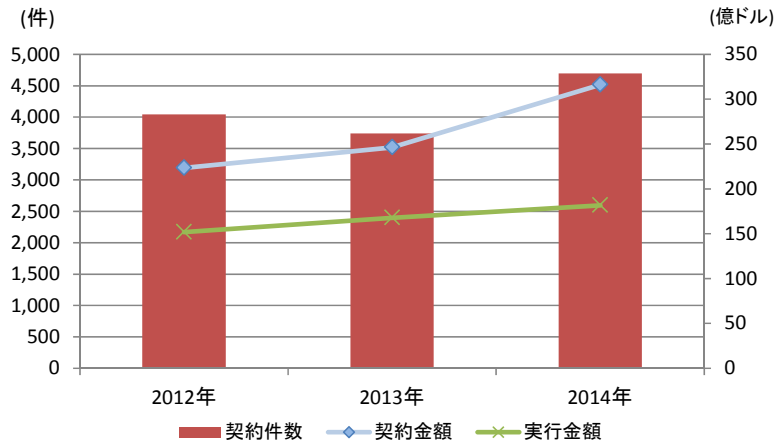
第三に、対外直接投資では、国家發展改革委員による企業の対外投資プロジェクトに対する審査・認可制から登録制への採用について、2014年5月に全国に複製・展開されている。また、対外投資企業の商務部による登録制が2014年10月に全国に複製・展開されている。

対内・対外直接投資ともに、上海 FTZ での企業の設立規制の緩和や投資認可手続きの規制緩和の効果は大きいと中国政府が判断したことが、投資分野の実験項目の全国への複製・展開への背景にあるものと思われる。

4. 上海市向け対内直接投資への波及効果

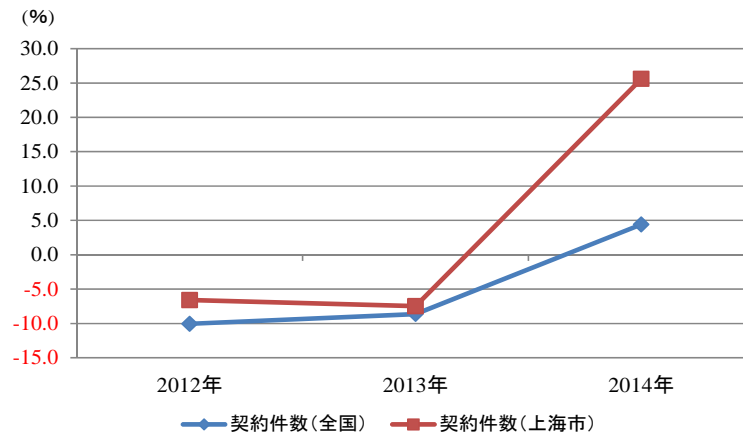
上海での自由貿易試験区の実験は、全国に複製・展開するための改革モデルを構築する為に行われるものであるが、併せて上海へのグローバル企業の誘致にも貢献することが期待されている。FTZ での実験そのものの統計の開示には制約があり、まだ実験が始まったばかり

図表3 上海市向け対内直接投資



(出所) 上海市統計局より野村資本市場研究所作成

図表4 全国と上海市の対内直接投資の伸び率 (前年比)



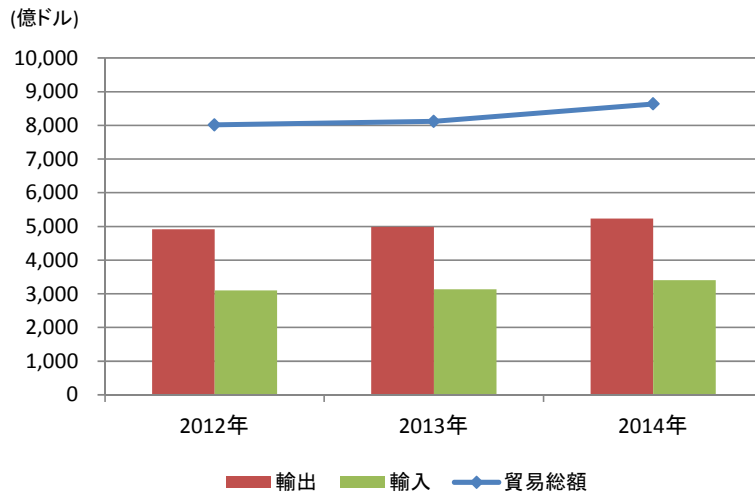
(出所) 国家統計局、上海市統計局より野村資本市場研究所作成

かりで時系列でも比較できる段階には至っていない為、上海市全体の動きから見ていくしかないが、対内直接投資については、前述の FTZ での規制緩和の効果が始まっているように思われる。

第一に、上海市向け対内直接投資のうち、契約件数は、実験の始まった 2013 年の 3,740 件から、規制緩和が行われた 2014 年には 4,697 件へと増加している (図表 3)。同様に、契約金額は 246 億ドルから 316 億ドルに、実行金額は 168 億ドルから 182 億ドルにそれぞれ増加している。上海市統計局の発表によれば、上海 FTZ での 2014 年の外商投資企業の新設は 2,057 社、契約金額は 118 億ドルで、それぞれ上海市全体の 43.8%、37.3%を占めている。

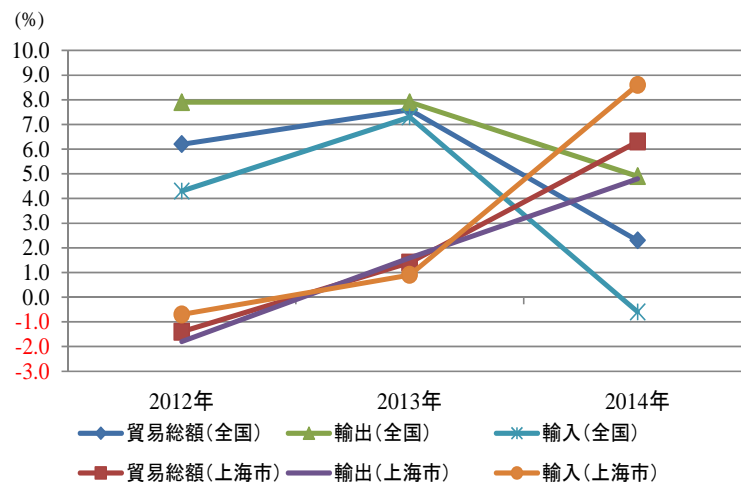
第二に、全国と上海市で比較可能な項目のうち、対内直接投資の契約件数の前年比の伸び率を見ると、全国は 2013 年のマイナス 8.6%から 2014 年には 4.4%に転換しているのに対し、上海市は 2013 年のマイナス 7.5%から 2014 年には 25.6%へと大幅に拡大している (図表 4)。

図表 5 上海市の貿易統計



(出所) 上海市統計局より野村資本市場研究所作成

図表 6 全国と上海市の貿易の伸び率 (前年比)



(出所) 国家統計局、上海市統計局より野村資本市場研究所作成

5. 上海市の貿易への波及効果

上海 FTZ では、図表 1 の通り、貿易や税関といった分野でも規制緩和が行われ、併せて上海市の貿易・物流面で国際センター化に貢献することも期待されている。上海市の貿易の実績は以下の通りとなる。

第一に、上海市の貿易のうち、輸出は 2013 年の 4,991 億ドルから 2014 年は 5,232 億ドルに、同様に輸入は 3,130 億ドルから 3,402 億ドルに、両者を合わせた貿易総額は 8,121 億ドルから 8,635 億ドルにそれぞれ増加している（図表 5）。

第二に、全国と上海市で貿易の伸び率を前年比で比較すると、2013 年から 2014 年にかけて上海市が全国を逆転する動きとなっている。うち、貿易総額の伸び率を見ると、全国

は2013年の7.6%から2014年には2.3%に低下しているのに対し、上海市は2013年の1.4%から2014年には6.3%へと拡大している（図表6）。輸出の伸び率を見ると、全国は2013年の7.9%から2014年には4.9%に低下しているのに対し、上海市は2013年の1.6%から2014年には4.8%へと拡大している。輸入の伸び率を見ると、全国は2013年の7.3%から2014年にはマイナス0.6%に低下しているのに対し、上海市は2013年の0.9%から2014年には8.6%へと拡大している。

全国の伸び率と比べると、やはり上海 FTZ での貿易・税関の分野での規制緩和の効果が出ているのではないかと思われる。前述の上海市統計局の発表によれば、上海 FTZ の2014年の航空物流サービス収入は1,180億元と前年比15.0%増となっており、同収入を上海 FTZ の貿易総額の代理変数とした場合でも、やはり全国を上回る伸び率を確保している。

Ⅲ. 金融サービスの実験項目の全国への複製・展開と課題

1. 中国人民銀行による金融サービスの実験指針

1) 中国人民銀行からの30条意見の公表

上海 FTZ での目玉となっている金融サービスの実験では、口座管理、為替管理、資本移動の規制緩和など、金融サービスの規制緩和が必要である。こうした金融サービスの規制緩和について、2013年12月2日、中国人民銀行は「金融による中国（上海）自由貿易試験区建設の支援に関する意見」を公布し、基本的な方向性を示した。この意見は計30条から成るため、「30条意見」とも呼ばれている。

30条意見は、大きく分けると、①全体的な原則、②リスク管理に有効な口座体系の構築、③投融資の送金・両替の利便性向上の模索、④人民元のクロスボーダー使用の拡大、⑤金利市場化（自由化）の着実な推進、⑥外貨管理改革の進化、⑦モニタリングと管理の7項目から構成されている。

2) 上海 FTZ での口座管理方法

うち、個別分野のテストの条件となるのが、②の口座管理に関する原則である。特に上海 FTZ で居住者や非居住者が自由貿易口座（Free Trade Account、「FT 口座」とも呼ばれる）を開設できるようにすることは、銀行分野のみならず、証券分野の実験の大前提でもある。口座管理に関する原則は、以下の通りとなっている。

第一に、試験区内の居住者は人民元・外貨の自由貿易口座（以下「居住者自由貿易口座」という）の開設を通じて口座別清算管理を実現し、投融資業務を展開する。

第二に、非居住者は試験区内の銀行で人民元・外貨の非居住者自由貿易口座（以下「非居住者自由貿易口座」という）を開設し、参入前の内国民待遇原則に従って、関連する金融サービスを楽しむことができる。

第三に、居住者自由貿易口座と海外口座、国内区外の非居住者口座、非居住者自由貿易

図表 7 分離記帳勘定ユニット (FTU) を通じて開設する自由貿易口座 (FT 口座) 類型

	名称	FT口座略称	口座開設者
機関	区内機関自由貿易口座	FTE	区内機関と試験区で登録した個人事業者
	海外機関自由貿易口座	FTN	海外機関 (試験区内の銀行でのみ開設可能)
	同業機関自由貿易口座	FTU	FTU取得金融機関と海外金融機関
個人	区内個人自由貿易口座	FTI	区内個人
	区内海外個人自由貿易口座	FTF	区内海外個人 (試験区内の銀行でのみ開設可能)

(注) 分離記帳勘定ユニットとしての FTU ライセンスは Free Trade Accounting Unit の略称。

(出所) 中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

口座及びその他居住者自由貿易口座間の資金は、自由に振替えることができる。

第四に、同一の非金融機関主体の居住者自由貿易口座とその他銀行決済口座との間では、経常項目の業務、借入返済、実業投資及びその他の規定に合致するクロスボーダー取引の需要に基づき資金振替を行うことができる。

第五に、居住者自由貿易口座と国内区外の銀行決済口座との間で生じた資金移動はクロスボーダー業務として管理する。

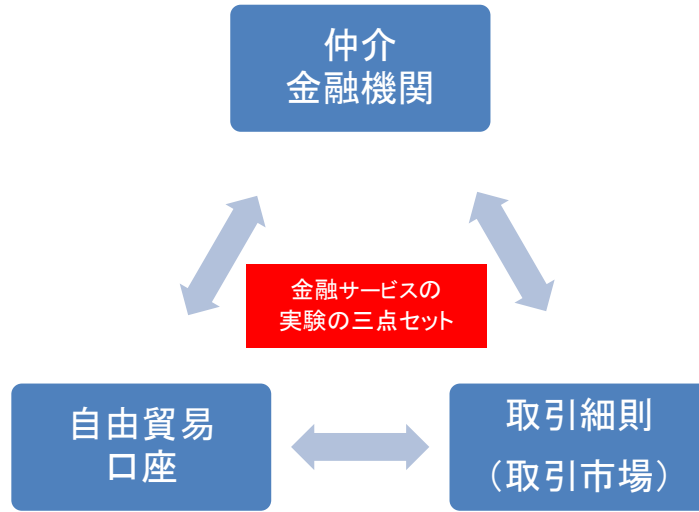
自由貿易口座の開設については、2014年5月22日、中国人民銀行上海本部は、「中国(上海)自由貿易試験区での口座別清算業務実施細則(試行)」及び「中国(上海)自由貿易試験区での口座別清算業務リスク管理細則(試行)」を公布した。これらの細則により、試験区で開設される自由貿易口座は、①(区内の法人が開設する)「区内機関自由貿易口座」(FTE)、②(海外の法人が開設する)「海外機関自由貿易口座」(FTN)、③(区内の個人が開設する)「区内個人自由貿易口座」(FTI)、④(区内の外国人が開設する)「区内海外個人自由貿易口座」(FTF)、⑤(同業機関が開設する)「同業機関自由貿易口座」(FTU)に分類され(図表7)、クロスボーダーの資金決済が行われることとなる。また、FT口座を開設できるのは、英文名称が同じで紛らわしくあるが、試験区での分離記帳勘定ユニット(自由貿易勘定ユニット)を意味するFTU(Free Trade Accounting Unit)と呼ばれるライセンスを取得した銀行に限られている。2015年2月末時点で17行がFTUライセンスの認可を取得している。

2. 金融サービスでは銀行分野の実験が先行

1) 銀行分野の取引細則の公布・施行と全国への複製・展開

一方、金融サービスの試験では、FT口座の開設はあくまで必要条件に過ぎず、仲介金融機関の存在と取引細則(取引市場)の三点セットがあってはじめてFT口座を通じた資金

図表 8 上海 FTZ での金融サービスの実験の三点セット



(出所) 野村資本市場研究所作成

決済が可能となる（図表 8）。

うち、取引細則の中で、先行して始まったのが銀行分野である。2013 年 12 月の中国人民銀行の 30 条意見を受け、このうち計 11 条に相当する措置に関する細則が、2014 年 2 月、中国人民銀行上海本部や国家外為管理局上海市分局からそれぞれ公布され、実施に移されている。代表的な内容として、図表 2 の通り、上海 FTZ 企業による人民元や外貨のキャッシュマネジメントや、小口外貨預金金利の自由化⁵が挙げられる。

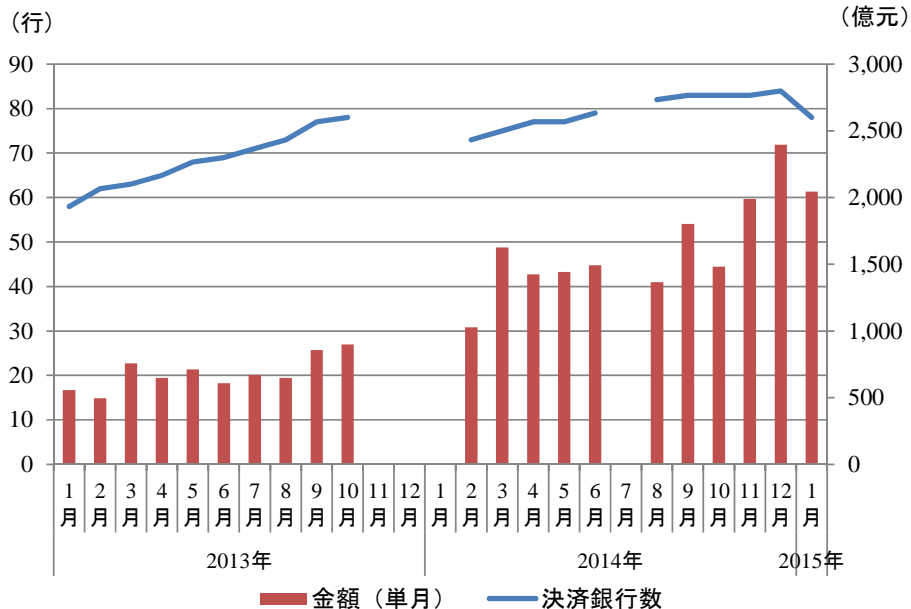
うち、人民元のキャッシュマネジメントは 2014 年 11 月に全国に、外貨のキャッシュマネジメントについては同年 4 月に全国に、小口外貨預金金利の自由化については同年 6 月に上海市全体にそれぞれ複製・展開されている。また、上海 FTZ 企業によるオフショア人民元借入については、2015 年 2 月に、資本金の 1 倍から 2 倍に拡大されている。

2) 資金決済の実績

対内直接投資や貿易と同様、上海 FTZ での資金決済の実績については統計上の制約があり、かつまだ時系列での比較も難しい段階にあるものの、開示され始めた統計から、徐々に実験の結果が分かり始めている。

⁵ 小口外貨預金とは、預金金額が 300 万ドル（または同等のその他外貨）未満の小額の外貨定期預金と日々の口座残高が 300 万ドル未満の普通預金を指す。

図表9 上海市・クロスボーダー人民元決済金額



(出所) 中国人民銀行上海本部より野村資本市場研究所作成

第一に、前述の上海市統計局の発表によれば、2014 年末時点の FTU ライセンス取得銀行 10 行に計 9,741 の FT 口座が開設されている。また、上海 FTZ でのクロスボーダー人民元決済金額は 3,226 億元で、うちオフショア人民元借入の累計金額が 197.28 億元、クロスボーダー人民元業務受払金額が 783 億元に達している⁶。

第二に、上海市全体のクロスボーダー人民元決済金額は、中国人民銀行上海本部の統計を整理すると⁷、2014 年通年で 1 億 9,075 億元となっている。2013 年以降は、一部不完全ながら月次の決済統計も開示されているが(図表 9)、2013 年に比べ、2014 年に入り決済金額が増加している様子が分かる。実際、本件統計に基づき、上海 FTZ が始まる前の 2013 年 9 月以前と、始まった後の 2013 年 10 月以降の月次平均決済金額を算出してみると、前者が 661 億元、後者が 1,582 億元となっている。貿易や対内直接投資の増加に加え、クロスボーダー人民元決済の規制緩和も、月次平均決済金額の増加に寄与しているものと見られる。

⁶ この決済金額の実績は、2013 年 10 月の上海 FTZ 始動以来の累計金額を指しているのか、2014 年通年の金額を指しているのか、発表内容上、明示されていない。

⁷ http://shanghai.pbc.gov.cn/publish/fzh_shanghai/2994/index.html

図表 10 上海 FTZ での証券分野の実験項目の進捗状況

番号	実験項目	進捗状況	
		時期	内容
1	上海国際能源取引センターの設立と外国人投資家の取引参入	2013年11月	上海国際能源取引センター株式会社の設立。
		2014年12月	中国証券監督管理委員会、原油先物取引を認可。
		同上	中国証券監督管理委員会、外国人投資家及び海外ブローカーの国内先物取引に関する暫定弁法のパブリックコメントを募集。
		未定	取引開始時期は未定。
2	上海FTZの金融機関・企業による上海証券取引所・先物取引所での投資	2014年9月	上海黄金取引所での「黄金国際版」始動、国際会員（中国以外で登記された法人）による取引参入を開放。
		未定	上海証券取引所、上海FTZ向けの取引プラットフォーム（国際金融資産取引平台）を検討・構築中。
		未定	中国外貨取引センター、上海FTZ向けの取引プラットフォーム（人民幣建て金融資産取引平台）を検討・構築中。
3	上海FTZの金融機関・企業による対外証券・先物投資の容認	未定	上記の上海証券取引所、中国外貨取引センターの取り組みを参照。
4	上海FTZの海外個人による国内の証券・先物投資	未定	検討状況不明。
5	上海FTZの国内個人による海外の証券・先物投資	未定	2015年1月、上海市政府は同年、個人の対外証券投資のテストを行うと表明。
6	上海FTZの海外親会社による人民幣建て債券の発行	未定	検討状況不明。
7	上海FTZでの証券会社・先物会社の子会社設立支援	2013年10月以降	中国国内の証券会社では国泰君安証券、海通証券、齊魯証券、中国国際金融が支店または営業部を開設。但しライセンスは上海FTZ外の支店と同内容で、FTZ向けに優遇されたものではない。 中国国内の先物会社では海通先物、宏源先物、広発先物、申銀万国先物、中国国内の運用会社では華安基金管理会社が子会社形式でそれぞれ進出。
8	商品先物・デリバティブの店頭取引の支援	2013年10月以降	FTZに進出した証券・先物会社は通常のライセンスの範囲で顧客からの注文を執行。加えて、FTZ特有のクロスボーダーの商品が認可されれば、同商品への注文も執行可能（例：黄金国際版）。

(出所) 中国証券監督管理委員会、上海証券取引所、上海国際能源取引センター、上海市政府、各種資料より野村資本市場研究所作成

3. 銀行分野に比べ慎重な証券分野の実験

1) 中国証券監督管理委員会の指針

金融サービスのうち、証券分野の実験については、上海 FTZ 始動時の 2013 年 9 月 29 日、中国証券監督管理委員会（証監会）は「資本市場による中国（上海）自由貿易試験区の促進の支援に向けた若干の政策措置」（証監会措置）を公布した⁸。証監会措置では、①原油先物の上場と外国人投資家の取引参入、②法人（金融機関、企業）及び個人によるクロスボーダー証券・先物への投資、③海外親会社（非居住者）による人民幣建て債券の発行、④証券会社・先物会社の子会社設立支援、⑤商品先物・デリバティブの店頭取引支援の計 5 分野で実験を進めて行くとしている。

2) 証券分野の実験の進捗状況

この 5 分野を取引の種類に応じて更に分類すると、計 8 件の実験項目となる（図表 10）。実験の進捗状況は以下の通りとなる。

(1) 原油先物の上場と外国人投資家の取引参入

原油先物の上場先となる上海国際能源取引センターは、2013 年 11 月 22 日、上海先物取引所内に設立された⁹。その後、2014 年 12 月 12 日、証監会は上海国際能源取引センター

⁸ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201309/t20130929_235639.html

⁹ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201311/t20131122_238696.html

での原油先物の上場を認可した¹⁰。更に同年 12 月 31 日には、証監会は「外国人投資家及び海外ブローカーの国内特定品先物取引参画管理暫定弁法案」を公表し、パブリックコメントに付した¹¹。

原油先物取引の開始と、外国人投資家と海外ブローカーの取引参画はセットで進められており、後者については 2015 年内の上場というスケジュールで進められている。

(2) 法人（金融機関、企業）及び個人によるクロスボーダー証券・先物への投資

上海黄金取引所での金取引について、外国人投資家も参加できる「黄金国際板」が、2014 年 9 月 18 日に開設され、取引が開始された¹²。外国人投資家は、同取引所の国際会員（中国以外で登記された法人）として取引に参加することができる。

上記以外の法人及び個人によるクロスボーダー証券・先物取引については、実施細則も公布されておらず、取引開始時期も未定である。上海証券取引所は「国際金融資産取引平台」という上海 FTZ 向け取引プラットフォームの開設について証監会から認可を受けているとされているが、その概要はまだ明らかにはなっていない。

また、個人投資家の対外証券投資のテストについては、2015 年 1 月 25 日、上海市の楊雄市長が同市の活動報告の中で 2015 年内に進める方針を示しているが¹³、実施細則等具体的なプランはまだ明らかになっていない¹⁴。

(3) 海外親会社（非居住者）による人民元建て債券の発行

証監会措置では、上海 FTZ に進出している外国企業の海外親会社による国内人民元建て債券の発行を支援するとしている。非居住者による中国国内での人民元建て債券（いわゆる「パンダ債」）の発行は、これまでは国際開発金融機関（IFC、ADB）に限って国務院から認可されてきているが、上海 FTZ の実験対象としての検討状況は明らかになっていない。

(4) 証券会社・先物会社の子会社設立支援

証監会措置では、上海 FTZ での証券会社・先物会社の専門子会社の設立を支援するとしてた上で、具体例として、先物会社（海通先物、宏源先物、広発先物、申銀万国先物）や運用会社（華安基金管理会社）等が、リスク管理子会社や資産管理子会社を設立したか、もしくは準備中であると補足している。

また、中国国内の証券会社では、国泰君安証券、海通証券、齐鲁証券、中国国際金融が

¹⁰ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201412/t20141212_265036.html

¹¹ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201412/t20141231_265900.html

¹² <http://www.sge.com.cn/xwzx/gg/519612.shtml>

¹³ <http://www.shanghai.gov.cn/shanghai/node2314/node2315/node4411/u21ai973380.html>

¹⁴ 上海 FTZ と上海国際金融センター構想の下で、金融サービスの実験に関する 50 条から成る政策が近々公表されるとの報道がある。この 50 条の中には、個人の対外投資のテストも含まれるとされる。（2015 年 3 月 17 日付金融時報）

支店または営業部を開設している。但し、これら証券会社のライセンスは、上海 FTZ 外の支店と同内容で、FTZ 向けに優遇されたものではない。先物会社の上海 FTZ の子会社も同様である。

(5) 商品先物・デリバティブの店頭取引支援

証監会措置では、上海 FTZ の証券会社・先物会社による国内投資家の商品先物やデリバティブの店頭取引を支援するとしているが、前述の通り、通常のライセンスの範囲で顧客からの売買注文を執行するほかない状況である。もし、黄金国際板のように、FTZ 特有のクロスボーダーの新商品が認可されれば、証券・先物各社は、この新商品への売買注文も執行が可能となる。

以上のように、上海 FTZ では、実験対象商品として黄金国際板の取引が始まってはいるが、それ以外は取引細則を制定中か、まだ検討中の段階にある。上海 FTZ の実験は、前述の通り 2013 年 10 月から向こう 3 年間かけて行われるが、2014 年 3 月の時点で既に 1 年半が経過し、実験期間の折り返し地点に差し掛かっている。中国の証券当局は、残り 1 年半の実験期間に向けて、実験項目の実現に向け検討を加速していく必要がある。

3) 外資系証券会社設立の制約

上海 FTZ の証券分野の実験項目の中には、外資系証券会社設立の制約もある。比較のために、例えば銀行分野では、上海 FTZ への新規支店の出店が促進され、外資系銀行でも 20 行を超える進出事例（うち邦銀 3 行も上海 FTZ 支店を開設済）があり、かつ前述の FTU ライセンスも外資系銀行 4 行が取得している（うち 1 行は三井住友銀行）のに対し、外資系証券会社による証券ライセンスを取得した新規進出はこれまで 1 件もない。

これは、上海 FTZ への外資系証券会社の進出について、2013 年 9 月 29 日に上海市政府から公表された 2013 年版ネガティブリストだけでなく、2014 年 6 月 30 日に公表された 2014 年版ネガティブリストでも、既存の中央レベルの参入規制（①合弁会社、②外資出資上限 49%、③A 株（人民元普通株）は当初は引受のみ、④2 年以上連続経営後ライセンスの範囲拡大の申請可能）が課されているためである（図表 11）¹⁵。

一方、2014 年 1 月の証監会による全国証券期貨監管工作会议では「証券・先物業の外資参入規制を段階的に開放し、外資系金融機関の出資比率規制を撤廃し、外資系証券・先物経営機関による独立子会社や支店の設立を容認し、合弁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。また、2014 年 5 月 9 日に国务院が公表した「資本市場の健全な発展を更に促進するための国务院の若干の意見」でも、証券・先物業界の対外開放レベルを段階的に向上させるとし、外資が資本参加や支配する国内の証券・先物経営

¹⁵ 上海 FTZ のネガティブリスト自体は、2013 年版の 190 項目から 2014 年版では 139 項目にまで圧縮されている。

機関の経営範囲を適時に拡大するとしている。中央レベルの証券分野での外資参入規制の緩和については、「外商投資産業指導目録」の見直しが大前提となるが、2015年3月13日に国家発展改革委員会及び商務部が公表した同目録の2015年改正版(2015年4月10日実施、2011年版を改正したもの)¹⁶では、図表11の通り、証券会社・証券投資基金管理会社(投信会社)ともに、現行規制が継続する内容となっている¹⁷。

中国では、対内直接投資全体へのネガティブリスト方式の採用や外商投資企業設立の登録制の採用に向け、既存の外資三法(中外合弁経営企業法、外資企業法、中外合作経営企業法)に替え、新たに「外国投資法」を制定する動きがある。2015年1月19日には、商務部から「外国投資法」の法案が公表され、パブリックコメントに付された。上海FTZでの証券分野への外資参入の規制緩和がどのように進むかは、まずは中央レベルの規制緩和と整合性・段取りの調整が必要となるが、中国政府としてはネガティブリスト方式で交渉を進めている米中投資協定もあり、中央レベル、上海レベル、対外関係という三つ巴の課題を今後解決していかなくてはならないだろう。とはいえ、上海FTZで現行の外資参入規制がいつまで継続する場合には、実験そのものの意義や政府の姿勢にも市場関係者から疑義が生じかねないだろう。

図表 11 証券分野の外資参入規制

上海FTZネガティブリスト		2013年		2014年	
コード	分野	特別管理措置		特別管理措置	
J金融業	J66通貨金融サービス J67資本市場サービス J68保険業 J69その他金融業	3.	証券会社(外資出資比率が49%を超えない、設立当初の業務範囲は株式(人民幣普通株、外資株を含む)と債券(政府債券、公司債を含む)の引受及びスポンサー、外資株のプロークレジット、債券(政府債券と公司債を含む)のプロークレジット及びトレーディングに限定し、2年以上連続経営して条件を満たせば業務範囲の拡大を申請できる)への投資を制限	3.	証券会社(外資出資比率が49%を超えない、設立当初の業務範囲は株式(人民幣普通株、外資株を含む)と債券(政府債券、公司債を含む)の引受及びスポンサー、外資株のプロークレジット、債券(政府債券と公司債を含む)のプロークレジット及びトレーディングに限定し、2年以上連続経営して条件を満たせば業務範囲の拡大を申請できる)への投資を制限
			証券投資基金管理会社(外資出資比率が49%を超えない)への投資を制限		証券投資基金管理会社(外資出資比率が49%を超えない)への投資を制限
			証券投資コンサルティング機関(香港・マカオの証券会社に限定、出資比率が49%を超えない)への投資を制限		証券投資コンサルティング機関(香港・マカオの証券会社に限定、出資比率が49%を超えない)への投資を制限
			先物会社(香港・マカオのサービス提供者に限定、出資比率が49%を超えない)への投資を制限		先物会社(香港・マカオのサービス提供者に限定、出資比率が49%を超えない)への投資を制限
中国全体		外商投資産業指導目録(2011年改正)		外商投資産業指導目録(2015年改正)	
金融業	証券分野	制限	証券会社(A株の引受、B株・H株及び政府債券・公司債の引受と取引に限定、外資出資比率は3分の1を超えない)	制限	証券会社(人民幣普通株の引受・スポンサー、外資株の引受・スポンサー・プロークレジット、政府債券・公司債の引受・スポンサー・プロークレジット・トレーディングに限定、2年以上連続経営して条件を満たせば業務範囲の拡大を申請できる、外資出資比率が49%を超えない)
		制限	証券投資基金管理会社(外資出資比率が49%を超えない)	制限	証券投資基金管理会社(外資出資比率が49%を超えない)
		制限	先物会社(中国側が持分を支配)	制限	先物会社(中国側が持分を支配)

(出所) 上海市政府、国家発展改革委員会、商務部より野村資本市場研究所作成

¹⁶ http://www.sdpc.gov.cn/gzdt/201503/t20150313_667334.html

¹⁷ 目録の2015年修正版自体は、従来外資の出資を制限してきた79業種を38業種にまで減らすとしている。

図表 12 自由貿易試験区の拡大地域と新設地域

種類	名称	対象区域	面積 (km ²)		
拡大地域	中国（上海）自由貿易試験区	既存地域	上海外高橋保税區	28.78	120.72
			上海外高橋保税物流園區		
			洋山保税港區		
			上海浦東空港総合保税區		
		拡大地域	陸家嘴金融エリア	91.94	
金橋開発エリア					
張江ハイテクエリア					
新設地域	中国（天津）自由貿易試験区	天津港エリア	119.90		
		天津空港エリア			
		濱海新区中心商務エリア			
	中国（福建）自由貿易試験区	平潭エリア	118.04		
		廈門エリア			
		福州エリア			
	中国（広東）自由貿易試験区	広州南沙新区エリア	116.20		
		深圳前海蛇口エリア			
		珠海横琴新区エリア			

(出所) 国務院、全国人民代表大会常務委員会より野村資本市場研究所作成

IV. 上海 FTZ での実験の活性化に向けて

1. 上海 FTZ での市内実験地域の拡大

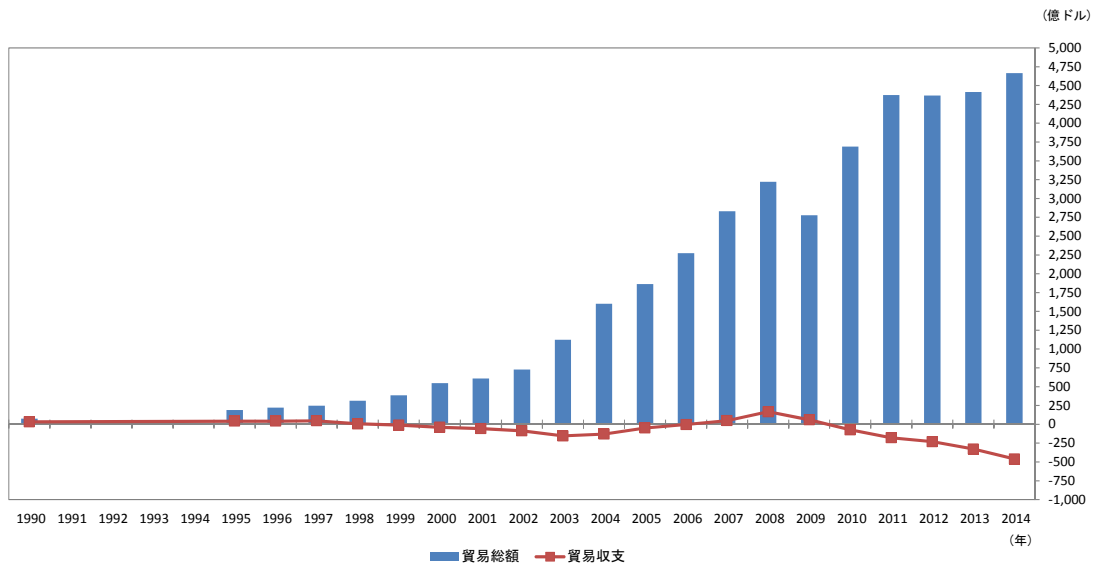
上海 FTZ での金融サービス、特に証券分野の実験は今後の進捗に委ねるほかないが、既に一定の成果が認められる貿易や直接投資の活性化については朗報がある。それは、上海 FTZ の市内実験地域の拡大である。2014 年 12 月 12 日、国務院常務会議は、上海 FTZ の浦東新区の中の実験地域を拡大することと、天津市、福建省、広東省の三地域にも新たに FTZ を設けることを決定した¹⁸。続いて、全国人民代表大会常務委員会は、同年 12 月 28 日、拡大後の上海 FTZ と、天津市・福建省・広東省に設置する FTZ の地理的範囲を定め、同地域での行政審査・認可の一時的調整を国務院に授権することを決定し、2015 年 3 月 1 日から 3 年間の時限措置として施行することを発表した¹⁹。その後、2015 年 4 月 20 日、国務院は、上海 FTZ での実験項目の拡大内容と天津市、福建省、広東省の実験項目を公布した。

うち、上海 FTZ の市内実験地域の拡大については、浦東新区の中の既存の四つの税関特殊管理監督地域に加え、新たに①陸家嘴金融エリア、②金橋開発エリア、③張江ハイテクエリアの計三地域（総面積 91.94 平方キロメートル）を設定し、合計 120.73 平方キロメートルの実験地域に拡大された（図表 12）。上海 FTZ では、この実験地域の拡大により、今後更に貿易や直接投資の取引需要を取り込むことが期待されよう。

¹⁸ http://www.gov.cn/guowuyuan/2014-12/12/content_2790192.htm

¹⁹ http://www.npc.gov.cn/npc/xinwen/2014-12/29/content_1891931.htm

図表 13 上海市の貿易構造



(出所) 上海市統計局より野村資本市場研究所作成

また、上海 FTZ での実験項目の拡大のうち、金融サービスについては、第一に、①資本項目の自由交換性と金融サービス業の開放を目標とする金融イノベーション制度を構築し、②通貨の自由交換等開放度合いが最高の FTZ の整備を目指すとしている²⁰。一方、三地域に拡大した後の FTZ に共通する外商投資参入ネガティブリストでは²¹、合弁証券会社の外資出資上限 49%が継続している²²。

2. 輸入決済（対外支払い）の潜在需要の取り込みも鍵

次に、上海市の貿易動向を見てみると、近年、貿易総額は 4,000 億ドル台となる一方、2010 年からは貿易赤字が続いている（図表 13）。特に貿易赤字はこの 5 年間で大幅に拡大しており、2014 年には 461 億ドルと、同年の貿易総額の 9.9%に達している。

上海市は、中国の中でも消費市場として経済面での成熟度合いを増しており、その為海外からの輸入も増加していることが、貿易赤字の拡大に結び付いているものと思われる。上海経済のサービス化は消費市場の拡大を更に促し、上海市の貿易赤字拡大の傾向は今後も続いていくものと思われる。そうすると、上海市では、輸入の増加に伴い、見合いで輸

²⁰ http://www.gov.cn/zhengce/content/2015-04/20/content_9631.htm

²¹ 国務院が 2015 年 4 月 20 日に公布した外商投資参入 FTZ ネガティブリスト 2015 年版では、上海 FTZ ネガティブリスト 2014 年版の 139 項目から、122 項目まで更に圧縮されている。

²² http://www.gov.cn/zhengce/content/2015-04/20/content_9627.htm

入決済（対外支払い）の需要も増していくこととなろう²³。2014年の上海 FTZ の貿易総額は 1,241 億ドルで上海市全体の 14.4%、同様に輸出は 331 億ドルで 6.3%、輸入は 910 億ドルで 26.7%を占めている。上海 FTZ を経由した円滑な輸入決済の執行には、やはり円滑なクロスボーダー決済の実現が不可欠であり、仲介金融機関の活動や取引制度・市場の整備のいずれを取ってみても、FTZ での金融サービスの規制緩和やサービス利用者にとって利便性向上はやはり重要である。

また、上海市は中国の中の一都市である為、国全体に適用される「国際収支」という概念は無いが、一国の場合、通常、この貿易赤字は資本収支で埋められるものである。この為、上海では海外からの対内直接投資や対内証券投資の促進は重要であり、対内投資を後押しするための FTZ での規制緩和は必須である。

3. むすびにかえて

上海 FTZ のサービス業のテストでは、「一線開放、二線制限」（中国語で「一線放開、二線管住」）という考え方を採用しており、上海 FTZ と海外との間はモノ・カネともに自由に移動できるが、上海 FTZ と中国本土との間には制限を設けている。一方、天津市、福建省、広東省のように、中国本土での FTZ の設定地域の拡大は、FTZ 同士のカネ・モノの移動も発生させていく可能性がある。

一方、FTZ での規制緩和については、技術的側面も多く、実務に携わる当事者以外への分かりにくさが「上海 FTZ の成果が見えない」といった見方に結びつきがちではある。貿易や直接投資のように、更に多くの分野に波及するような規制緩和を行えるかどうかは FTZ での実験の成否の鍵でもある。上海 FTZ での実験の動向が引き続き注目される。

²³ 2015年1月、上海 FTZ では、自動車の輸入に関し、中国本土の代理店ルートとは別に、FTZ 経由の輸入ルートを認める並行輸入が解禁されている（上海市商務委員会等による通知）。