

対内開放と対外開放を目指す中国の金融改革 —期待される民間と外国資本の参入による競争の促進—

関 志雄

■ 要 約 ■

1. 中国では、2013年11月に開催された中国共産党第18期三中全会以降、金融改革は市場化を中心に加速している。金利、資本取引、人民元レートの自由化からなる三位一体の改革に加え、銀行業と資本市場の対内開放と対外開放がその焦点となっている。民営銀行の設立と多層的資本市場システムの健全化は前者に当たり、外資銀行に対する規制緩和と上海・香港市場の株式相互取引制度の導入は後者に当たる。
2. 銀行改革の中で、特に民営銀行の設立が注目されている。2014年3月、国務院は第一陣となる民営銀行5行の試行案を審査・認可した。民営銀行の設立は、外資銀行の参入とともに、銀行部門における国有銀行による独占体制を打破し、金融部門における公平な競争を促進し、ひいては実体経済への支援を強化することが期待できる。
3. 資本市場改革に関して、「多層的資本市場システムの健全化」という方針が三中全会で決定され、認可制から登録制への移行を中心とする新株発行制度の改革をはじめとする具体的な内容は、2014年5月に発表された「資本市場の健全な発展の一層の促進に関する若干の意見」に盛り込まれている。また、証券市場の対外開放に向けた大きな一歩として、2014年11月に上海・香港市場の株式相互取引が開始された。
4. 市場メカニズムを発揮させ、資金配分の効率を向上させるために、これらの改革を貫くことに加え、①銀行部門においては、国有銀行による独占体制が崩れる気配はまだ見られない、②資本市場は、国有銀行を含む大型国有企業の民営化の受け皿としての役割を果たしていない、③金融行政の権限は、中国人民銀行、中国銀行業監督管理委員会、中国证券监督管理委员会、中国保険监督管理委员会に分散している、④金融業の対外開放において、銀行業と比べて証券業が大幅に遅れている、⑤各国の経験が示しているように、金融の自由化に伴って、バブルが膨張するなど、経済が不安定化する恐れがある、といった課題も併せて解決しなければならない。

I はじめに

中国では、2013年11月に開催された中国共産党第18期中央委員会第三回全体会議（三中全会）で、「改革の全面的深化における若干の重大な問題に関する中共中央の決定」（以下、「決定」）が採択され、これを受けて、金融改革は市場化を中心に加速している。中でも、金利、資本取引、人民元レートの自由化からなる三位一体の改革¹に加え、銀行業と資本市場の対内開放と対外開放がその焦点となっている。民営銀行の設立と多層的資本市場システムの健全化は前者に当たり、外資銀行に対する規制緩和と上海・香港市場の株式相互取引制度の導入は後者に当たる。

II 銀行業の対内開放と対外開放

中国における銀行部門の最大の問題点は、国有銀行による独占体制の下で、資金配分の効率が悪いことである。これを改めるために、対内開放と対外開放を通じて、競争を活性化させなければならない。

1. 対内開放の拡大：民営銀行の設立

銀行部門の対内開放に関して大きな注目を浴びているのは、民営銀行の設立である。これまで、民間資本は株式制銀行、都市商業銀行、農村における中小金融機関の資本の中でかなり高い割合を占めていたにもかかわらず、民間資本が中小型銀行の単独の発起人となることは許されていなかった。2013年11月に開催された三中全会で採択された「決定」では初めて、監督管理を強化する前提の下、条件を満たした民間資本が法律に基づいて中小型銀行などの金融機関を発起設立することを許可すると打ち出した。

これを受けて、2014年3月、国務院は第一陣となる民営銀行5行の試行案を審査・認可した。5行のうち、深圳前海微衆銀行が2015年1月初めに最初の融資を実施し、営業を開始した。3月初めに上海華瑞銀行は中国（上海）自由貿易試験区で開業した。続いて、民営企業の多い温州を本拠地とする温州民商銀行が3月26日に、天津金城銀行が4月27日に相次いで営業を開始した。残りの浙江網商銀行も6月25日に正式に開業した。5行の中で、深圳前海微衆銀行と浙江網商銀行は、それぞれ中国の大手IT企業であるテンセントとアリババの傘下の企業が最大の株主となっている。

2015年3月の全国人民代表大会で審議された政府活動報告では、実体経済を支援するため、条件を満たした民間資本による中小型銀行など金融機関の設立を推し進め、特に数の面で制限を設けないとされている。民営銀行の設立は今後、さらに加速する可能性が高い。

¹ 詳細は、関志雄「金融開国に向けた為替レート・金利・資本移動の自由化」『野村資本市場クォーターリー』2014年春号参照。

一般的に、民営銀行は、民間資本によって設立され、市場原理に基づいて経営され、コーポレート・ガバナンスも国有銀行とは異なる。所有権構造と経営方法の違いから、民営銀行は国有銀行に比べ、経営が柔軟かつ効率的である。このため、民営銀行の設立により、銀行部門における国有銀行による独占体制が打破され、国有金融機関と民間金融機関、大型金融機関と中小金融機関が共存する多様な金融機関体系が実現され、金融部門における公平な競争が促進され、ひいては実体経済への支援が強化されることが期待できる。

2. 対外開放の拡大：外資銀行に対する規制緩和

民営銀行より一步先に、1980年代以降、外資銀行は中国市場に参入してきた。このプロセスにおいて、外資銀行の進出先が一部の地域から全国へ、業務範囲が外貨業務のみから人民元業務へ、サービスの対象が外国人から中国人へと拡大してきた。外資銀行は、拠点網が次第に拡充され、業務規模が拡大した上、中国資本の銀行との間で広範な業務提携と資本提携を行い、中国銀行業におけるプレゼンスが高まっている。

特に、2001年12月11日に中国が世界貿易機関（WTO）への加盟を果たし、加盟時の約束に従い、2006年までの経過期間において、外資銀行支店に対し、①外貨業務の対象顧客制限の廃止、②人民元業務の取り扱い地域を上海、深圳、天津、大連の四都市から、中国全土に拡大、③人民元業務の対象を外資企業と外国人個人から、中国企業と中国人にまで段階的に拡大、④「人民元負債が外貨負債の50%を超えてはいけない」という制限の撤廃、といった規制緩和が行われた。

同じ時期に、中国資本の銀行の改革に外国の戦略的投資家の参加が認められるようになり、それに合わせて、外国金融機関の中国資本の銀行への出資比率の上限が引き上げられた。実際、2004年に、香港上海銀行が交通銀行の19.9%の株式を取得するなど、多くの外資銀行がこのチャンスを捉え、中国資本の銀行との提携を強化した。

2006年12月にWTO加盟の経過期間の終了に合わせて、「外資銀行管理条例」が施行された。同条例は、現地法人として進出する外資銀行には「内国民待遇」を与える一方で、支店形態での進出の場合にはより厳しい健全性の基準とリテール業務への制限が適用されることから、外資銀行の支店の現地法人化を促すきっかけとなった。中国当局も、監督の強化と（外資銀行の親銀行が破綻した場合の）預金者保護という観点から、外資銀行の現地法人化を奨励している。

2013年11月の三中全会の「決定」を受けて、中国銀行業監督管理委員会は、2014年9月に外資銀行に対する「1都市当たり1支店まで」という支店設立の制限を撤廃し、電子銀行業務の取り扱いなどを解禁した。

続いて、国務院は2014年12月20日に改正した「中華人民共和国外資銀行管理条例」を公布し、中国での支店の設立条件と人民元業務取扱の申請条件を緩和すると発表した（2015年1月1日から施行）。まず、外資銀行の参入条件について、それまで、外資独資銀行と中外合弁銀行が中国国内で設立する支店は、本店から1億元以上の運転資金の無

償提供を受けなければならない上、外国銀行が中国で営業性機関（外資独資銀行、中外合弁銀行、外国銀行支店）を設立する前に代表事務所を設立しなければならないとされていたが、これらの条件は今回の改正により撤廃された。また、外資銀行の営業性機関が人民元業務取扱を申請する条件として、従来、中国国内において営業実績が3年以上、申請前の2年間連続で利益を出していることが求められていたが、今回の改正により、前者は1年以上に改められ、後者は撤廃された。そして、外資銀行の支店1店舗が人民元業務取扱の許可を取得した場合、当該行のその他の支店が同業務を申請する際に、営業期間の制限を受けなくなった。その結果、外資銀行は中国市場により参入しやすくなり、業務範囲も広がった。

外資銀行の進出は、中国の銀行業の発展にとどまらず、中国経済全体の発展にも貢献してきた。

まず、外資銀行は対外貿易の発展と外資の導入に大きな役割を果たしている。外資銀行は国際貿易の融資および決済、シンジケートローン、キャッシュ管理および資産運用などの面で明らかに優位性を持つ。外資銀行の進出は、中国市場に多くの金融商品をもたらし、中国銀行業のサービス機能を向上させた。同時に、外資銀行はその海外拠点のネットワークとシステムを生かして、国際貿易と投資を行う中国企業に資金調達および他の金融サービスを提供し、中国企業の海外での事業展開を支えている。

第二に、銀行をはじめとする外資金融機関の対中投資が、中国に外貨資金をもたらしている。また、外資金融機関を戦略的投資家として迎えることは、中国資本の銀行にとって、コーポレート・ガバナンスの向上と経営ノウハウの導入のきっかけともなった。

第三に、外資銀行は先進的経営理念、成熟した管理技術および商品を中国市場にもたらし、競争と提携を通じて中国資本の銀行の商品開発意識と能力の向上を促した。その結果、経営効率が改善される一方で、顧客へのサービスも大きく向上した。

最後に、外資銀行の進出は、国内の銀行業の監督管理レベルの向上につながった。監督当局は国際的ルールを参考しながら、公平で、統一された、透明度の高い管理環境の整備に努め、外資銀行と中国資本の銀行に対する監督管理基準の統一に向けて監督体制を整えてきた。また、外国の銀行監督当局との交流を深めることで、中国当局はリスク監督の能力を高めることができた。

今後、外資銀行の更なる参入により、これらのメリットが一層発揮されると期待されるが、その一方で、①国内の優良顧客が中国資本の銀行から外資銀行に流れること、②外資銀行を経由する内外の資金移動は金融・為替の不安定要因になりうること、③外資銀行に対する監督が困難であること、などが新しい課題として浮上している。

Ⅲ 資本市場の対内開放と対外開放

資本市場改革に関して、「多層的資本市場システムの健全化」という方針が三中全会で決定され、その具体的内容は、2014年5月に発表された「資本市場の健全な発展の一層

の促進に関する若干の意見」（以下、新「国9条」）に盛り込まれている。また、証券市場の対外開放に向けた大きな一歩として、2014年11月に上海・香港市場の株式相互取引（以下、「滬港通」、滬〔こ〕は上海の略称）が開始された。

1. 多層的資本市場システムの健全化

中国政府は、2003年にすでに「多層的資本市場システム」を提起している。当時、中国の株式市場は大中型企業向けのメインボード市場しかなく、構造が単一で、大量の中小企業やベンチャー企業の資金需要を満たすことができなかったが、2004年に「中小企業板」、2009年に「創業板」が深圳証券取引所において開設された。現在、中国の資本市場は以前に比べ多様化しており、取引規模や金融商品の種類も増えている。しかし、市場化、法制化、国際化の度合いが低く、市場の多様性、構造、インフラなどの面において改善の余地が大きい。

「多層的資本市場システムの健全化」は、次のチャンネルを通じて、資金配分の改善、ひいては持続可能な発展に寄与すると期待される。

第一に、民間資本の活用である。中国では、国全体の貯蓄率が高いにもかかわらず、多くの企業、特に中小企業は資金調達に苦しんでいる。これは、中国の資本市場の未熟さや、資金の需要側と供給側のミスマッチなどを反映している。多層的資本市場は、より多様な金融商品、取引手段を提供し、資金の有効な活用につながる。

第二に、金融リスクの予防と軽減である。中国では、直接金融の比率が低く、実体経済は銀行貸出に大きく依存しており、銀行部門には不良債権やシャドーバンキングなどのリスクが集中している。多層的資本市場は、多様なエクイティ・ファイナンスのチャンネルを提供し、金融部門全体の構造を改善し、銀行部門に集中するリスクを分散させることができる。

第三に、産業の再編・発展の促進である。中国には多数のベンチャー企業があり、資金需要が高い。多層的資本市場は、より多くのベンチャー資本、プライベート・エクイティ・ファンドを中小企業やベンチャー企業に提供することができる。また、資本市場を通じた企業の買収・合併により、産業が再編され、生産能力過剰問題を抱える産業の効率化を実現することができる。

第四に、中国の金融部門の競争力の強化である。多層的資本市場の健全化により、中国の資本市場の厚みと広がりが増し、資本市場と証券業の国際競争力が向上する。

一方、市場の階層と金融商品の増加や、新しい金融テクノロジーの使用などに伴い、資本市場のリスクも多様化し、リスクの伝達ルートも複雑になってくる。このため、リスクに対する認識を強化し、リスクの事前予防と事後対処の措置をしっかりと講じることが重要である。

2. 新「国9条」による改革の具体化

三中全会の「決定」における資本市場改革の方針の具体的な政策として、中国政府は2014年5月9日に新「国9条」を公布し、九つの分野について中国における資本市場の発展のロードマップを示した。さらに、2020年までに、構造が合理的で、機能が充実し、規範的かつ透明性が高く、安定的かつ効率的で、開放的かつ包括的な多層的資本市場システムを基本的に形成するという目標を掲げた。2004年に「資本市場の改革開放と安定的な発展の推進に関する国務院の若干の意見」が出され、「国9条」と呼ばれたことから、今回の意見は新「国9条」と呼ばれている。2004年の「国9条」は、非流通株改革の推進に主眼を置いたのに対し、新「国9条」は、三中全会の「決定」を受け、株式、債券、先物など多層的資本市場の健全化に関するより全面的な政策である。

三中全会の「決定」と新「国9条」の発表後、資本市場改革の動きは明らかに加速した。株式発行については、2012年秋から停止されていた国内での新規株式公開（IPO）が2014年1月に実験的に再開され、6月に正式に再開された。新株発行制度の改革も進められている。現在、中国本土のIPOは認可制だが、これを登録制に移行することが既定路線になっており、その進め方が検討・準備されている。2015年以降、「証券法」の改正などに伴い、実施される可能性が高いと見られる。

また、2013年11月30日に国有企業改革と国有商業銀行の資本増強を後押しするとされる「優先株試行の展開に関する指導意見」が発表された。これを受けて、2014年11月に中国農業銀行の優先株が上海証券取引所に上場し、中国本土の資本市場における第一号の優先株の発行と上場となった。その後も銀行やエネルギー関連の上場企業が相次いで優先株案を発表した。

上場廃止制度については、2014年11月16日に「上場会社の上場廃止制度の改革・改善・厳格化に関する若干の意見」が施行され、既存の法的枠組みの下で上場廃止の制度がより明確化された。2014年12月中旬には、30社余りの上場会社について上場廃止リスクの警告が出された。

新興企業やベンチャー企業への支援強化に関する動きについては、まず新興企業を対象とする深圳証券取引所の創業板への上場基準の緩和がある。企業の財務要件や業種面の制限が緩和された。2014年12月31日時点、創業板の上場企業は406社と、2013年末の355社から約50社増えた。また、店頭市場に当たる「中小企業株式譲渡システム」（一般的に「新三板」と呼ばれる）への登録の認可ペースも加速した。

債券市場の改革に関しては、中国証券監督管理委員会（証監会）が2012年央から試験的に取り組んできた中小企業私募債の発行要件を引き下げたことや、中国人民銀行が、農村金融機関や一部非法人投資家の銀行間債券市場への再度参加を認めるなどの動きがあった。また、三中全会の「決定」で打ち出された「市場の需給を反映した国債イールドカーブの健全化」を受け、財政部は2014年11月2日に、1、3、5、7、10年限国債のイールドカーブを初めて発表した。

中国の債券市場は、債券の発行体により監督当局が異なる。証監会主管の公司債、国家発展改革委員会主管の企業債、中国人民銀行主管の金融債やコマーシャル・ペーパー（CP）、手形などがあり、それぞれの発行・流通と監督制度が独立している。さらに、市場も、証監会が所管する取引所市場と、中国人民銀行が所管する銀行間債券市場に分かれている。このため、新「国9条」では、「債券市場の積極的な発展、債券市場の信用規律の強化」だけでなく、「債券市場の相互接続の深化、債券市場の監督管理の協調の強化」を掲げている。債券市場の発展を促進し、効率を高めるには、この「相互接続」と「監督管理の協調の強化」を早急に実現することが望ましい。

3. 上海・香港市場の株式相互取引

三中全会の「決定」では、「資本市場における双方向の開放を推進し、クロスボーダー資本・金融取引の自由化の度合いを混乱なく引き上げる」という方針が提示され、その具体的な措置として大きく注目されているのは、2014年11月17日に開始した「滬港通」である。これは、中国本土と香港の投資家がそれぞれ現地の証券仲介業者を通じて所定の限度額内で相手側の取引所に上場されている株式を取り引きすることであり、中国本土と香港の資本市場における双方向の開放に向けた大きな一歩である。

「滬港通」は、「滬股通」と「港股通」の二つの部分からなる。「滬股通」は、香港の投資家が香港の仲介業者に委託し、香港聯合取引所傘下の証券取引サービス会社を経由して上海証券取引所に上場されている株式を売買するもので、「北向き売買」（Northbound Trading）とも呼ばれる。「港股通」は、中国本土の投資家が中国本土の仲介業者に委託し、上海証券取引所傘下の証券取引サービス会社を経由して香港聯合取引所に上場されている株式を売買するもので、「南向き売買」（Southbound Trading）とも呼ばれる。

「滬港通」は、制度導入の初期段階では、全体の投資対象、投資金額、投資家の資格要件などについて制限が設けられている。投資対象は、上海証券取引所の「上証180指数」と「上証300指数」の構成銘柄、香港聯合取引所の「ハンセン総合大型株指数」と「ハンセン総合中型株指数」の構成銘柄、および両取引所に重複上場されているA株（中国本土の証券取引所で上場する人民元建て株式）とH株（香港で上場する中国企業の株式）である。また、「滬港通」は人民元建てで行われる。投資枠（残高ベース）について、北向きの「滬股通」は、総投資額上限が3,000億元で1日当たり130億元、南向きの「港股通」は、総投資額上限が2,500億元で1日当たり105億元と設定されている。投資家の要件は、上海株に投資する香港投資家については特に定めがないのに対し、香港株に投資する中国本土投資家については、機関投資家と、証券口座および資金口座に合計で50万元以上を有する個人投資家に限定される。

従来、海外の投資家が中国本土株に投資する場合、QFII（適格海外機関投資家）とRQFII（人民元適格海外機関投資家）を、中国本土の投資家が海外株に投資するにはQDII（適格国内機関投資家）を経由しなければならなかった。「滬港通」の導入により、個人

であっても海外投資家が中国本土株に、中国本土投資家が香港株に直接アクセスできるようになった。

「滬港通」は、中国本土資本市場における双方向の開放の重要な一環として、二つの面で大きな意味をもつ。まず、上海と香港の金融センターとしての地位の強化である。上海株式市場の投資家構造の改善、より合理的な A 株の株価形成などを通じて、上海の国際金融センターとしての発展を促す。一方、香港は、潤沢な資金を持つ中国本土投資家の参入により、国際金融センターとしての広がりや厚みが増す。第二に、人民元の国際化を後押しする。相互取引は人民元建てで行われるため、中国本土の投資家は直接人民元で香港市場に投資する一方、オフショア人民元の投資ルートも増える。さらに香港のオフショア人民元市場としての地位が一層強化される。

中国における資本市場の対外開放の次のステップとして、「滬港通」の現行の投資枠などの条件緩和と深圳と香港の相互取引（中国語は「深港通」）の導入が予想される。これにより、中国本土と香港の資本市場の一体化は一層進むだろう。

IV 残された課題

市場メカニズムを発揮させ、資金配分の効率を向上させるために、以上の改革を貫くことに加え、次の課題も併せて解決しなければならない。

まず、銀行部門においては、国有銀行による独占体制が崩れる気配はまだ見られない。銀行間の競争を促進するために、民営銀行の参入の枠を拡大しながら、国有銀行の民営化を進めなければならない。

第二に、資本市場は、国有銀行を含む大型国有企業の民営化の受け皿としての役割を果たしていない。日本は 1980 年代以降、NTT（元日本電信電話公社）や JR（元日本国有鉄道）などの大型国有企業の民営化プロセスにおいて、政府が徐々に資本市場で株式を売却していった。その結果、政府の持株比率が大幅に低下し、これらの国有企業は最終的に民営企業となったのである。しかし、中国では、このような動きはまだ見られていない。

第三に、金融行政の権限は、中国人民銀行、中国銀行業監督管理委員会、中国証券監督管理委員会、中国保険監督管理委員会に分散している。しかし、シャドーバンキングの拡大に見られるように、業界の垣根を越えた金融機関の間の協力が強化される一方で、競争も激しくなっている。この新しい環境の下で、金融監督の一元化が求められている。

第四に、金融業の対外開放において、銀行業と比べて証券業が大幅に遅れている。外資の証券会社の業務範囲（A 株の取り扱いに関して当面は引き受けのみなど）や出資比率（上限 49%）などの面において厳しい制限が課せられている。更なる緩和策の実施は、外資証券会社による中国市場への本格的参入の前提条件となる。

最後に、各国の経験が示しているように、金融の自由化に伴って、バブルが膨張するなど、経済が不安定化する恐れがある。その防止に向け、政府のマクロコントロール能力と金融監督管理を強化しなければならない。