

中国の第 13 次 5 カ年計画要綱から見る金融改革の展望

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. 2016 年 3 月、中国の全国人民代表大会（国会）は、2016 年から 2020 年までの第 13 次 5 カ年計画要綱を承認した。要綱は、2010 年比で 2020 年までの GDP の倍増を確認するとともに、FinTech や株式型報酬制度の活用、リスクマネーの供給によってイノベーションを推進していく方針を盛り込んだ。
2. イノベーションを生み出す市場環境を作るため、金融分野では、国内改革、対外開放、協力推進の三つの枠組みを要綱は用意した。先ず国内改革では、国際的な金融規制の潮流も踏まえた現行の業態別の管理監督体制を見直す方針である。また、株式発行市場改革を進め、ネット金融を育成していく方向性も示している。
3. 次に対外開放では、双方向で金融業を開放していくという方針の下、段階的なアプローチにはなるが、株式・債券市場の対外開放の方向性を示している。外資導入モデルも転換され、ネガティブリスト方式が採用される。協力推進では、中国企業の対外直接投資も金融面で後押しされよう。
4. 第 13 次 5 カ年計画の最終年は、2013 年 11 月の第 18 期 3 中全会で採択された改革プランの最終年と同じ 2020 年であり、計画には既に動き出している改革を後押しする役割がある。金融分野に特化した 5 カ年計画の作成も今後想定される。実行段階に入った計画の詳細な制度設計と実行ベースが注目される。

I. 習近平指導部としての初の 5 カ年計画の策定

1. 第 13 次 5 カ年計画要綱の承認

2016 年 3 月 5 日～16 日にかけて、中国で第 12 期全国人民代表大会（全人代、国会に相当）第 4 回会議が開催され「中華人民共和国国民経済・社会発展の第 13 次 5 カ年計画要綱」（以下、要綱）が承認された。これにより、2016 年から 2020 年までの中国政府の経済運営方針が確定した。

中国では、5 年ごとに経済・社会の発展計画が策定されている。今回の 5 カ年計画は、2012 年 11 月の中国共産党第 18 回全国代表大会（第 18 回党大会）の決定事項と、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（以下、第18期3中全会）で採択された2020年までの改革プランに基づき、習近平指導部が自らの手で初めて策定したものである。折しも、新常态（ニューノーマル）の下での経済成長率の鈍化や、2015年6月から始まった株式市場の動揺を受け、中国の市場化改革の行方に対する市場関係者の関心が高まる中で、第13次5ヵ年計画の骨子は2015年10月に開催された中国共産党第18期中央委員会第5回全体会議（以下、第18期5中全会）において「国民経済・社会発展の第13次5ヵ年計画制定に関する中国共産党中央委員会の建議」（以下、建議）という形で既に概要が公表されていた¹。今後は計画の中身が2020年までにどのように実行されていくかに焦点が移って行くことになる。

2. 第13次5ヵ年計画要綱の構成とポイント

全人代閉幕日の翌3月17日に要綱の全文が公表された²。要綱は、大きく20編と80章から構成される。建議の段階で発表された習近平国家主席による起草説明³も含めると、要綱のポイントは以下の通り整理できる。

一つ目が、2012年11月の第18回党大会で決定された2020年までにGDPと国民1人当たり所得を2010年の2倍にする「小康社会」（いくらかゆとりのある社会）を実現するという目標を達成するために、2016年から2020年までの年平均成長率目標を6.5%以上に設定した点である。

二つ目が、計画の基本的な考え方として五大発展理念を打ち出し、理念ごとに政策の方向性が確認されたという点である。各理念のうち、①「創新」はイノベーション、②「協調」はバランス、③「緑色」は環境配慮、④「開放」はグローバル化、⑤「共生」は社会政策をそれぞれ意味している。金融分野については、主に「創新」と「開放」の発展理念の中に盛り込まれている。

三つ目が、第1編の直後の第2編に掲げられるほど、イノベーションを発展の原動力に据え、そのためのインセンティブを市場参加者に与え、同時にイノベーションに関するボトルネックを解消しようとしている点が最重要視されている。また、小康社会の実現に向けた不足分野を補うべく、建議同様、環境保護、貧困対策、教育・健康、民生保障にも配慮する内容が要綱にも盛り込まれている。

3. イノベーションの鍵を握る金融仲介機能の活用

要綱では、金融分野をあらためて取り上げているが、最初のイノベーション推進の理念で既にいくつか金融仲介機能を活用する方向性を打ち出している。

一つ目は、「大衆創業・万衆創新」という草の根レベルまで起業を定着させるために、

¹ 関根栄一「第13次5ヵ年計画建議で打ち出された2020年の中国金融の将来像」『野村資本市場クォーターリー』2016年冬号。

² http://www.gov.cn/xinwen/2016-03/17/content_5054992.htm

³ <http://cpc.people.com.cn/n/2015/1103/c64094-27772663.html>

株式型クラウドファンディングや、インターネット貸付 (Peer to Peer、P2P) を5ヵ年計画に初めて盛り込んでいることが挙げられる。いわゆる FinTech の活用であるが、その分、商業銀行に代表される伝統的な金融仲介機関の役割も問われていくこととなる。

二つ目は、イノベーション型人材への株式、ストックオプション、配当といったインセンティブを活用しようとしている点である。こうした株式型報酬制度を活用していくためには、発行市場・流通市場の両面で株式市場の機能の充実に欠かせないこととなる。

三つ目は、リスクのある分野への投資の拡大や、投資における民間資本の活用である。このためには、リスクマネーを供給するプロ投資家の存在や育成が欠かせず、同時に家計の貯蓄を将来有望な分野への投資に促す直接金融の機能の拡大が欠かせない。

本稿では、こうしたイノベーションを生み出す市場環境を作り出していく上で、第13次5ヵ年計画において金融分野ではどのような政策を実現しようとしているのか、国内改革、対外開放、協力推進の3つの枠組みから整理する。

II. 国内改革では金融業の管理監督体制の見直しが焦点

1. 資本市場の育成を重視

1) 株式発行市場の改革を推進

要綱では、金融分野について、先ず第16章の「金融制度改革の加速」として、国内改革を取り上げている (図表1)。金融制度改革の目標としては、第一に、金融機関及び金融市場体系を整備し、資本市場の健全な発展を促進し、金融政策メカニズムを整備し、金融管理監督体制改革を進め、現代金融体系を構築する。第二に、金融の実体経済へのサービス提供の効率及び経済モデル転換に対する支援力を高め、金融リスクを有効に防止し解決する。

この目標を実現するために、間接金融では民間資本の銀行業への参入を促し、中小・零細金融機関の発展を図るとともに、直接金融の役割を重視していることも特徴である。要綱は、先ず、公開、透明で健全に発展する資本市場を積極的に育成し、直接金融の比重を高め、レバレッジ率を低減するとしている。次に、株式発行登録制度を実施するための条件を作り出し、多様なエクイティファイナンス市場を發展させ、創業板 (新興市場) 及び新三板 (店頭市場) の改革を進め、地域性エクイティ市場を規律づけて發展させるとしている。同時に、指定替え制度及び上場廃止制度を整備するとしている。要綱では、このように企業の成長段階に見合った株式発行市場を構築しようとしている。

中国では、株式発行市場のうち、第一のメインボードを「主板」 (上海・深圳両証券取引所)、第二の新興市場を「創業板」 (深圳証券取引所)、第三の店頭市場を「新三板」 (全国中小企業株式譲渡システム、市場運営会社は北京)、第四の未公開株市場である地域性エクイティ市場を「四板」 (市場運営会社は各地方政府) と呼んでいる。メインボードについては、前述の第18期3中全会の改革プランにおいて、現在の政府による発行認可

図表1 第13次5カ年計画要綱の金融分野（国内改革）

章	節	内容
金融制度改革の加速 (第16章)	目標	<ul style="list-style-type: none"> 金融機関及び金融市場体系を整備し、資本市場の健全な発展を促進し、金融政策メカニズムを整備し、金融管理監督体制改革を進め、現代金融体系を構築する。 同時に、金融の実体経済へのサービス提供の効率及び経済モデル転換に対する支援力を高め、金融リスクを有効に防止し解決する。
	金融機関システムの充実 (第1節)	<ul style="list-style-type: none"> 商業性金融、開発性金融、政策性金融、合作性金融の役割を合理的に分担し、金融機関体系を相互に補充する。 多様な、広範囲をカバーし、特徴のある銀行機関体系を構築し、民間資本の銀行業への参入を拡大し、金融包摂及び多様な業態での中小・零細金融機関を発展させる。 インターネット金融を規律付けて発展させる。 金融機関の総合経営(ユニバーサルバンキング)の展開を段階的に推進する。 民間融資の可視化を推進し、小口貸付や融資保証機関等の発展を規律づける。 金融機関の管理水準及びサービスの質を向上させる。
	金融市場システムの構築 (第2節)	<ul style="list-style-type: none"> 公開、透明で健全に発展する資本市場を積極的に育成し、直接金融の比重を高め、レバレッジ率を低減する。 株式発行登録制度を実施するための条件を作り出し、多様なエクイティファイナンス市場を進展させ、創業板及び新三板の改革を進め、地域性エクイティ市場を規律づけて発展させる。同時に、指定替え制度及び上場廃止制度を整備する。 債券発行登録制度及び債券市場の基礎インフラを整備し、債券市場の相互接続を加速させる。 イノベーションの需要に適った金融サービスを開発し、債券商品のイノベーションを段階的に推進し、ハイイールド債及び株式・債券を組み合わせた資金調達モデルを構築し、ファイナンスリースサービスを大きく発展させる。 金利・為替の市場決定メカニズムを整備し、国債のイールドカーブによるプライシング作用を更に発揮させる。 コール取引、レボ取引、手形、為替、コモディティ等の市場の発展を推進する。 先物等デリバティブ市場のイノベーションを積極的かつ段階的に推進する。 保険・再保険市場の発展を加速させ、保険資産取引制度の構築を検討する。 安全で効率の高い金融基礎インフラを構築し、国庫プロジェクトを実施する。
金融管理監督の枠組みの改革 (第3節)	<ul style="list-style-type: none"> 金融のマクロルーデンス管理監督制度の整備を加速し、統合と協調を強化し、現代金融市場の発展に適した金融管理監督の枠組みを改革・整備し、管理監督の職責とリスク防止・処理の責任を明確にする。 システム上重要な金融機関(SIFI)、金融持株会社及び重要な金融基礎インフラを統合して管理監督し、金融業の総合統計を統合し、総合的な管理監督及び機能面の管理監督を強化する。 中央と地方の金融管理監督体制を整備する。 中国の国情及び国際標準に符合した管理監督規則を構築し、各投融資行為の機能別管理監督及び金融消費者の合法的權益を確実に保護する行為別管理監督の枠組みを整備し、金融管理監督のフルカバーを実現する。 国有金融資本の管理制度を整備する。 外貨準備の運営・管理を強化し、外貨準備の運用を最適化する。 金融リスクの管理ツールを有効に運用し発展させ、モニタリング・警告、ストレステスト、評価・処置及び市場安定メカニズムを整備し、システミック及び地域性金融リスクの発生を防止する。 	

(出所) 中国政府より野村資本市場研究所作成

制度から発行登録制度に移行する株式発行登録制度改革を進めることが既に明記されており、要綱ではこの方向性を「条件を作り出す」という表現で、より具体的に進めていく方針を示している。

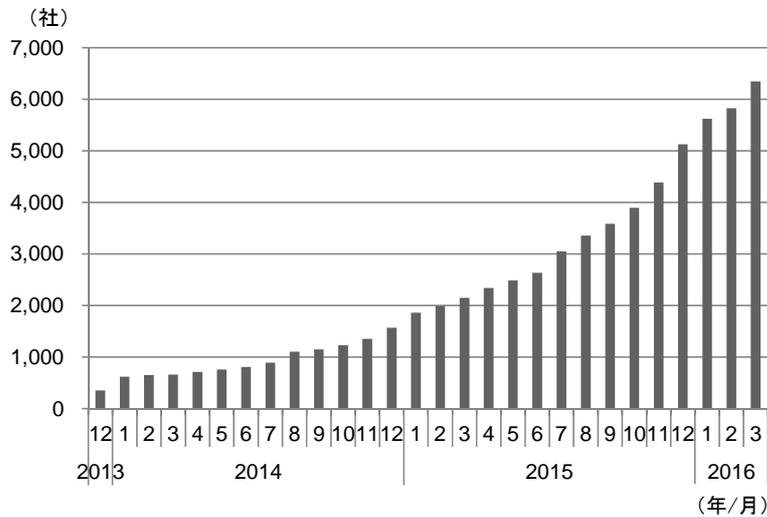
一方で、実際に株式発行登録制度に移行するためには、「証券法」の改正が不可欠であり、本来は、2015年中に全人代常務委員会で3回審議され、改正案が公布される手筈となっていた。ところが、2015年6月以降の株式市場の動揺の中で、改正案は同年4月に審議されたままとなっており、2回目以降の審議の目処が立っていない。このような中で、2015年12月27日、全人代常務委員会は証券法の改正を待たずに、株式発行登録制度改革を先行して実施することを国务院（内閣）に授権すると決定した。2016年3月1日から2年間の間に、関連規則を制定した上で同制度が実施される予定である。

2) イノベーション推進のために店頭市場を活用

また、やはり株式市場の問題により、2015年8月以降、新規株式公開（IPO）が一時停止されてきたが、同年11月6日に中国証券監督管理委員会（証監会）から再開の方針が打ち出された。IPOの再開は、株式市場の問題の出口を象徴する出来事ではあるが、2015年の国内A株（人民元建て株式）のIPOは1,578億元のうち、再開後の12月は111億元となっており、同年は「IPO冬の時代」と言っても過言ではない。

このIPOが一時停止されている間、IPO予備軍とも言える新三板への登録企業が一気に増加する形となった。新三板の登録企業は、株式市場の動揺が始まる2015年5月末の

図表 2 新三板の登録企業数の推移



(出所) 全国中小企業株式譲渡システムより野村資本市場研究所作成

2,487 社から、同年末には 5,129 社へと倍増している（図表 2）。登録した企業の創業者や主要株主にとって、株式公開のみならず、株式発行登録制度が導入された暁にはメインボードで上場し、成長資金を確保することへの期待は大きいものと思われる。

他にイノベーションを促すための目玉として、要綱には最終的に明記されなかったが、上海証券取引所に新たな新興市場としての「戦略新興産業板」を設置する計画もある。既存の深圳証券取引所の創業板との違いや役割分担は明確にはなっていないものの、新興市場からメインボードへの指定替えは指定替え制度そのものが存在しないため、現時点では困難である。株式発行登録制度の導入に向けた証券法の改革の中で、指定替え制度の導入も検討されていくこととなろう。

3) 債券市場の機能も活用

要綱は、債券市場についても新たな役割を担わせようとしている。

第一に、債券発行登録制度及び債券市場の基礎インフラを整備し、債券市場の相互接続を加速させる方針である。中国の債券市場は、発行・流通市場ともに、銀行間債券市場と取引所市場に分かれており、参加できる発行体と投資家の間に違いがある。これは、銀行間債券市場が中国人民銀行（中央銀行）、取引所市場が証監会と管理監督部門が異なるためであり、両市場の接続は発行体から見ても投資家から見ても、中国の債券市場を流動性が高く価格も適正に設定されるようにしていく上での長年の課題となっている。

第二に、イノベーションの需要に適った金融サービスを開発し、債券商品のイノベーションを段階的に推進し、ハイイールド債及び株式・債券を組み合わせた資金調達モデルを構築し、ファイナンスリースサービスを大きく発展させる方針である。この点で、要綱が念頭に置いているのは、第 22 章の製造強国戦略の実施の中で掲げられている通り、鉄鋼

や石炭など生産能力過剰問題であろう。既に李克強首相⁴をはじめとする中国の当局者が指摘している通り、今後、中国政府は企業のリストラ手法の一つとして市場的手法に基づく債務の株式化 (Debt Equity Swap) を推進する方針である。また、証券化の対象となる原資産が 2015 年は銀行の不良債権にも拡大され、テスト行数行が指定される予定である。またもう一つ、要綱が念頭に置いているのが、不稼働資産の流動化であろう。要綱の第 35 章の住宅供給システムの整備の中で掲げられている通り、今後、中国政府は不動産投資信託 (REIT) のテストを展開していく方針である。

2. ネット金融の育成に向けた支援

要綱の金融制度改革の中には、ネット金融を規律付けて発展させる方針も盛り込まれている。中国のネット金融は、政府や金融当局の政策が後追いになるほどのスピードで発展しており、発展の実態を認めた上で管理監督や規制の網をかけないと、かえって金融市場が混乱しかねないリスクのほうが高くなっている。

中国のネット金融の中で、アリババグループが開発したオンライン MMF は、消費者のネット通販に伴う決済と MMF を通じた資産運用を結びつけたものとして、MMF 市場の拡大に大きく貢献してきている。このオンライン MMF は、オンライン決済サービスを提供するアリペイ (Alipay、中国語で「支付宝」)⁵のユーザーを対象に導入された個人向け口座の余資産運用サービスで、「余额宝」と呼ばれ⁶、2013 年 6 月に導入された。

「余额宝」では、1 元単位からの投資・運用が可能で、小口から運用できる魅力がある⁷。決済日は約定日と同日の T+0 と流動性も高い。また銀行預金金利に比べ、収益性の面でも魅力がある。「余额宝」の第一陣の投資先は天弘基金管理会社 (投信会社) が運用する MMF (天弘余额宝) で、導入年の 2013 年 12 月末の純資産残高は 1,853 億元と、中国の投信全体の中で一位に躍り出た。「余额宝」の純資産残高は、2015 年 12 月末では 6,207 億元と、中国の MMF 市場全体の純資産残高の約 14.0% を占めている。

また、中国の MMF 市場全体の純資産残高も、「余额宝」が導入された直後の 2013 年 6 月末の 3,039 億元から、2016 年 2 月末には 4 兆 4,342 億元へと拡大している (図表 3)。2015 年 7 月以降、MMF 純資産残高が 3 兆元台に達したのは、動揺する株式市場から退避した運用資金の受け皿になったためとも考えられるが、そもそもアリババのオンライン MMF の普及がなければ、株式運用資金の代替市場になることも出来なかったであろう。

第 18 期 5 中全会に先立つ 2015 年 7 月 18 日、政府全体のインターネット活用の方針 (イ

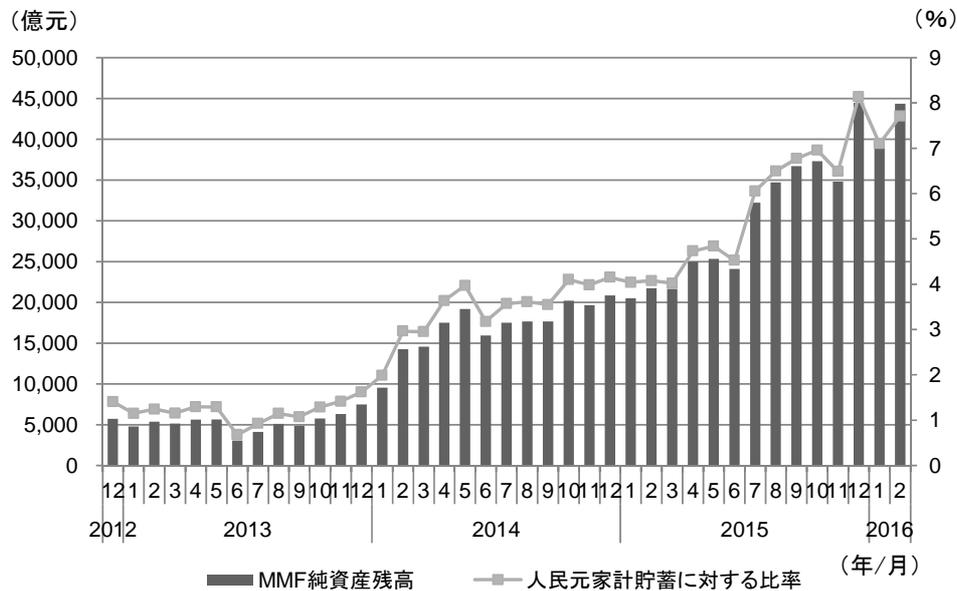
⁴ 李克強首相の 2016 年 3 月 24 日のボアオ・アジア・フォーラムでのスピーチ。同年 3 月の第 12 期全人代第 4 回会議の政府活動報告には、初めて「ゾンビ企業」(中国語で「僵尸企業」) という名も登場した。

⁵ オンライン決済サービスでは、アリペイの他にテンセントが提供する WeChat Payment (中国語で「微信支付」) がある。いずれも、スマートフォンや iPad からの決済が可能で、中国本土-日本間の越境電子商取引決済だけでなく、中国本土からの日本への旅行者向けに、日本国内でも利用可能な店舗が拡がりつつある。

⁶ 「余额宝」とは日本語で「残高」を意味する。

⁷ 最低投資単位で見ると、信託商品は 10 万元、銀行理財商品は 5 万元からで、MMF でも通常は 1,000 元からである。

図表3 MMFの純資産残高の推移



(出所) 中国証券投資基金業協会より野村資本市場研究所作成

ンターネットプラス)の流れの中で、中国人民銀行等10部門は「ネット金融の健全な発展の促進に関する指導意見」を公表した⁸。指導意見ではネット金融を、①オンライン決済、②ネット貸付(P2P)、③株式型クラウドファンディング、④ネットでの基金販売、⑤ネット保険販売、⑥ネット信託及び消費者金融に分類し、同分類に基づいて監督当局が役割分担をして監督責任を履行する方針を打ち出している。既に金融市場に根付いている各ネット金融機関に対し、今後、監督当局がどのように市場育成と規制とのバランスを取って行くのかが注目される。

3. 業態別管理監督体制の見直しも必須

1) 金融業の管理監督に関する方向性

要綱の金融制度改革では、金融管理監督の枠組みの改革も独立して取り上げている。

基本的な方針としては、第一に、金融のマクロプルーデンス管理監督制度の整備を加速し、統合と協調を強化し、現代金融市場の発展に適した金融管理監督の枠組みを改革・整備し、管理監督の職責とリスク防止・処理の責任を明確にする。同時に、システム上重要な金融機関(SIFI)、金融持株会社及び重要な金融基礎インフラを統合して管理監督し、金融業の総合統計を統合し、総合的な管理監督及び機能面の管理監督を強化する。第二に、中国の国情及び国際標準に符合した管理監督規則を構築し、各投融资行為の機能別管理監督及び金融消費者の合法的權益を確実に保護する行為別管理監督の枠組みを整備し、金融管理監督のフルカバーを実現する。第三に、金融リスクの管理ツールを有効に運用し発展

⁸ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2813898/index.html>

させ、モニタリング・警告、ストレステスト、評価・処置及び市場安定メカニズムを整備し、システミック及び地域性金融リスクの発生を防止する。

2) これまでの業態別の管理監督体制

中国ではこれまで業態別に管理監督体制が設けられ、金融ライセンスが交付されている。

過去からの経緯から見ると、1998年に中国人民銀行から保険行政が分離され中国保険監督管理委員会（保監会）が設立され、2003年に中国人民銀行から銀行行政が分離され中国銀行業監督管理委員会（銀監会）が設立されている。また証券行政については、1990年の証券取引所の創設当初から独立した機関による管理監督が行われ、現在に至っている。具体的には、証監会が行っている。銀行・保険・証券以外の金融業については、地方政府の下に設立された金融サービス弁公室が認可や管理監督に当たる例もある（消費者金融に相当する「小口貸付会社」等）。

3) 業態別の管理監督体制の見直しに向けた国内外の事情

上記の金融業の管理監督制度の見直しに向け、習主席の起草説明で、以下の通り国内事情と国際的な潮流を説明している。

(1) 起草説明が取り上げた中国国内の事情

近年来、中国の金融業の発展は加速しており、多様化した金融機関構成、複雑な金融商品体系、IT化された取引システム、オープンな金融市場が形成され、特に総合的な経営の傾向が顕著になっている。これは現在の業態別管理監督体制に対する重大な挑戦であり、第18期3中全会では金融業の管理監督について協調メカニズムの整備を改革の項目として取り上げた。

最近、頻繁に露見するようになった局部的なリスク、特に資本市場の激しい変動が説明するように、現在の管理監督フレームワークには中国の金融業の発展に対応できない体制上の問題があることを示しており、改革を通じた金融の安全保障やシステミック・リスクの顕在化防止に向けた重要性を再認識させた。市場化の改革の方向を堅持した上で、現代金融業の特徴に適い、統合・協調して監督された力のある有効な現代金融業の管理監督フレームワークを速やかに構築し、システミック・リスクを発生させないというボトムラインを守らなければならない。

(2) 起草説明が取り上げた国際的な潮流

グローバル金融危機の発生以来、世界の主要国では金融管理監督制度について重要な改革を行っている。主要な方法は、システム上重要な金融機関（SIFI）や金融持株会社に対して統合して管理監督することである。特にこれらの金融機関に対するマクロプルーデン

ス管理が採用されている。

統合された管理監督は重要な金融業の基礎インフラであり、この基礎インフラには重要な決済システム、清算機関、金融資産の登記・寄託機関等も含まれ、金融業の基礎インフラの健全で効率性の高い運営を維持している。また統合された管理監督は、金融業の総合的な統計や金融業全体をカバーするデータの収集を通じて、金融のマクロコントロールの強化・改善と、金融の安定維持に責任を負う。これらの手法は、中国が研究し借用するに値する。

4) 起草説明が取り上げている背景

まず、起草説明が取り上げている国内事情の裏には、以下のような背景がある。2013年11月の第13期3中全会に先立つ同年6月には、銀行の理財商品に端を発した金融市場での金利高騰の問題が発生し、金融機関のデフォルトを防止するため、中国人民銀行が流動性を供給したことがある。また、2015年6月以降の株式市場の動揺でも、金融市場に参加する証券会社に間接的ながらも中国人民銀行が流動性を供給し、金融市場に問題が波及することを防いだことがある。中国では、銀行・保険・証券ごとに管理監督機関が異なり、各金融機関も金融市場、株式市場、債券市場、先物市場に跨った運用商品を組成・販売することで、金融商品間または取引市場間の価格差を利用した裁定行為が発生し、一時的に市場の変動を引き起こす事象が発生している。こうした市場の変動がシステミック・リスクの発生にも結び付きかねない点を懸念した業態別管理監督体制の見直しの方針と言える。

次に、国際的な潮流の背景には、中国の四大国有商業銀行（中国銀行、中国工商銀行、中国建設銀行、中国農業銀行）が、バーゼル銀行監督委員会から「グローバルなシステム上重要な銀行（G-SIBs）」に選定されていることがある⁹。2015年11月9日、金融安定理事会（FSB）はG-SIBsの総損失吸収能力（TLAC）に関する最終的な基準を公表し、中国を含む新興国に本拠地を有するG-SIBsについては、リスク資産に対する社債や資本などの割合を2025年1月1日までに16%、2028年1月1日までに18%の二段階で引き上げるよう求めた¹⁰。このため中国のG-SIBsにおいても、リスク資産に対応した社債等の調達が発生する見込みである。今後の調達規模について、中国国内での報道は皆無であるが、海外メディアの中には、2015年10月にG-SIBsに加えられた中国建設銀行を除く3行のTLACの不足額を2,690億ユーロと推定しているものもある¹¹。こうした国際的な金融規制への対応の観点からも、中国では、金融機関経営と市場の運営を一体とした管理監督体制の構築が求められている。

更に中国国内には、中信グループ、平安グループ、光大グループといった銀行・保険・証券・資産運用の各子会社を有する金融持株会社が特例で設立されている。また既存の商

⁹ <http://www.fsa.go.jp/inter/bis/20151104-2.html>

¹⁰ <http://www.fsa.go.jp/inter/fsf/20151110-2.html>

¹¹ “End of ‘Too-Big-to-Fail’ Banking Era Endorsed by World Leaders,” *Bloomberg*, November 15, 2015.

業銀行には、金利自由化で伝統的な預貸業務による利ざやが縮小する中で、証券・資産運用業務といったフィージネスへの進出意欲も高まっている。中国国内の金融自由化の流れに対応するためにも、早晚、業態別の管理監督体制の見直しは必至である。

2016年3月の第12期全人代第4回会議の会期中、中国人民銀行・周小川総裁は記者会見で、金融管理監督制度について、市場で問題が発生した時にこれを今後どうやって防ぐかという視点と、2008年のグローバル金融危機といった国際的な経験から何を参照するかという視点で、今後、検討していくべきと説明している¹²。今後の議論によっては、日本の管理監督体制もモデルの一つとして参照されよう。

Ⅲ. 金融業の「双方向」での開放を推進することも特徴

1. クロスボーダーの資金移動に関する方向性

1) 「双方向」の開放を拡大

要綱の金融分野のうち、広い意味での対外開放は、第49章の「対外開放戦略配置の整備」と第50章の「対外開放の新体制の構築」に盛り込まれている。特に、金融分野について直接言及しているのは第50章の第3節であり、金融業の開放を「双方向」で拡大する方向を打ち出している点が特徴である（図表4）。

金融業の双方向の開放の拡大に向けた基本的な方針としては、第一に、人民元建て資本項目の自由交換性を段階的に実現し、人民元の自由交換性と自由に利用可能なレベルを高め、人民元の国際化を段階的に推進し、人民元資本の海外進出を推進する。人民元の国際

図表4 第13次5カ年計画要綱の金融分野（対外開放）

章	節	内容
対外開放戦略配置の整備 (第49章)	目標	・ 双方向の開放を全面的に推進し、国内外の要素の秩序立った移動を促進し、資源を効率的に配分し、市場を深く融合させ、国際競争上の新たな優位性の育成を加速させる。
	外資導入・対外投資のレベル向上 (第4節)	・ 幼児教育、建築設計、会計監査等のサービス分野での外資参入規制を開放し、銀行、保険、証券、養老(高齢者福祉)等の市場参入を拡大する。 ・ 金融機関及び企業の海外での資金調達を奨励する。
対外開放の新体制の構築 (第50章)	目標	・ 法治化・国際化され、利便性の高いビジネス環境を整備し、協力・Win-Winに有利で、国際投資・貿易規則にマッチした体制メカニズムを構築する。
	優良なビジネス環境の構築 (第1節)	・ 内資・外資の法律・法規を統一し、外資に関する基礎的な法律を制定し、外資企業の合法的権益を保護する。 ・ 自由貿易試験区(通称FTZ)整備の質・量を高め、サービス業の開放、金融の開放とイノベーションの推進、投資・貿易の利便性の向上、実行中・事後の管理監督等の面で先行実験を進め、更に大きな範囲で成功の経験を展開・複製する。 ・ 外資に対し参入前の内国民待遇とネガティブリスト方式を全面実行する。
	対外投資管理体制の整備 (第2節)	・ 対外投資発展計画及び重点分野・地域・国別計画を整備する。 ・ 登録を主とし確認を従とする対外投資管理体制を構築し、対外投資促進政策及びサービス体系を整備し、利便性の水準を高める。 ・ 個人の対外投資を推進し、適格国内個人投資家(通称QDII2)制度を整備する。
	金融業の双方向の開放を拡大 (第3節)	・ 人民元建て資本項目の自由交換性を段階的に実現し、人民元の自由交換性と自由に利用可能なレベルを高め、人民元の国際化を段階的に推進し、人民元資本の海外進出を推進する。 ・ 外貨管理のネガティブリスト方式を段階的に整備する。 ・ 対外投資の為替規制を緩和し、企業・個人の外為管理を改善する。 ・ グローバル企業の資金の海外運用規制を緩和し、段階的に対外貸付比率を高める。 ・ 保険業の海外進出を支援し、保険資金の対外投資の範囲を拡大する。 ・ 内資・外資企業及び金融機関の外債(対外債務)管理を統一し、企業の外債登記制度管理改革を段階的に進め、人民元・外貨の全ルートの外債及び資本移動のブルーデントな管理枠組み体系を構築する。 ・ 国際収支のモニタリングを強化する。 ・ 資本市場の双方向の開放を推進し、株式・債券市場の対外開放のレベルを高め、国内機関の海外での債券発行と、海外機関の国内での人民元建て債券の発行・投資・取引を緩和する。 ・ 金融機関の国際化レベルを高め、海外ネットワーク展開を強化し、グローバルなサービスネットワークを整備し、国内金融市場の海外機関に対する開放レベルを高める。

(出所) 中国政府より野村資本市場研究所作成

¹² <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3030450/index.html>

化にあたっては、要綱の香港支援策の中で、香港のグローバルなオフショア人民元業務の枢軸的地位と国際的な資産管理センターとしての役割を強化する方針を別に明記している（後掲図表 6）。第二に、外貨管理のネガティブリスト方式を段階的に整備する。第三に、対外投資の為替規制を緩和し、企業・個人の外為管理を改善する。同時に、グローバル企業の資金の海外運用規制を緩和し、段階的に対外貸付比率を高める。第四に、資本市場の双方向の開放を推進し、株式・債券市場の対外開放のレベルを高め、国内機関の海外での債券発行と海外機関の国内での人民元建て債券の発行・投資・取引を緩和する。

2) 予想される証券分野での規制緩和シナリオ

クロスボーダーの資金移動を双方向で「開放」する方向性が出たことで、証券分野では、今後、以下のような規制緩和シナリオが予想される。

（1）資本移動の原則自由化

人民元の自由交換可能性の段階的実現と外貨管理を現在の原則制限または禁止とするポジティブリスト方式から原則自由とするネガティブ方式に転換する方法とを、中国当局はセットで考えているものと思われる。この2つの計画を実現するためには、現在の「外国為替管理条例」を改正して、資本移動を原則自由とし、資本移動の管理監督も事前審査制から届出制・事後監視制に移行する必要がある。

その一方で、外貨管理のネガティブリスト方式への転換は、2015年10月の建議の時とは異なり、要綱では「段階的に」進めるとしており、中国本土からの急激な資本流出を招かないよう、慎重なアプローチを採用している可能性がある。国家外為管理局・総合司の王允貴司長は、2016年3月22日の記者会見で資本流出に対応する上で、現在の外貨管理手段は十分であるとしながらも、更なる手段を検討する中、短期の投機資金に対するトービン税の課税も手段の一つとして検討中であることを明らかにしている¹³。トービン税とは、米国のノーベル経済学賞受賞者ジェームズ・トービンが為替相場の過度の変動の抑制を目的として、1970年代に提案した外国為替取引に対する取引税で金融取引税とも呼ばれる。王司長は、ブラジルやアルゼンチンなど各国の事例を研究しているとしており、仮にトービン税を導入するとしても、あくまで貿易や投資の利便性に影響を与えないことが前提であるとの見解を表明している。

また建議の段階では、人民元の国際通貨基金（IMF）の特別引出権（Special Drawing Right、SDR）構成通貨への採用を推進するとしていたが、2015年11月30日のIMF理事会で既に採用が決定された。中国当局としては、人民元のSDR構成通貨への採用を、5ヵ年計画では初めて明記された「人民元の国際化」の原動力としていこうが、これも「段階的に」推進するとの条件が付いている。他に、建議の段階から要綱にかけて「段階的に」との条件が付いたものに、グローバル企業の資金の海外運用規制の緩和があり、「段階的に対外貸

¹³ http://news.cnstock.com/news/sns_yw/201603/3743371.htm

付比率を高める」としている。外貨管理同様、為替市場の安定性確保に配慮すべきとの意見に配慮した格好である。

(2) 株式・債券市場の対外開放

建議の段階では、「資本市場の双方向の開放を推進する。対内・対外投資の運用枠規制を改革し、段階的に取り消す。」とされており、要綱との比較では前者の方向性は変わらないが、後者については、債券市場を中心にした双方向での発行・投資・取引を緩和するとの表現に書き改められている。建議の段階では、筆者は中国当局が投資分野のネガティブリスト方式の採用も念頭に(後述)、資本移動の原則自由化を実現していく流れの中で、証券投資(特に株式投資)に関わる水際の資本規制を段階的に解消していく構想を描いているものと見ていた。しかし要綱の表現からは、建議の段階での運用枠規制の改革と段階的取消の趣旨をストレートに読み取ることができない。

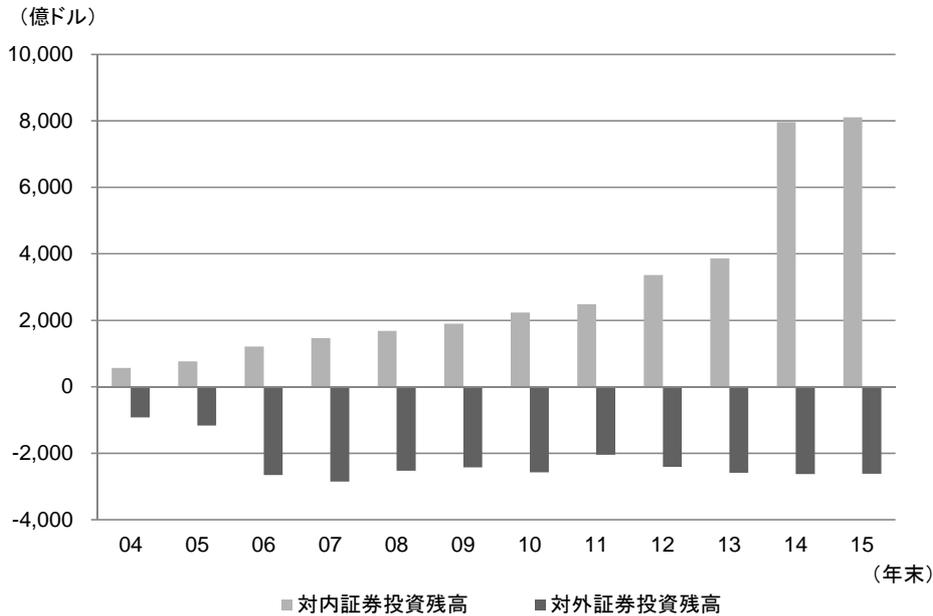
中国における対内証券投資については適格外国機関投資家(QFII)制度(2002年導入)、人民元建て適格外国機関投資家(RQFII)制度(2011年導入)、対外証券投資については適格国内機関投資家(QDII)制度(2006年導入)がある。いずれの制度においても、関係当局が機関投資家にライセンスを交付し、併せて運用枠を設定することで運営されている。運用枠の設定は、外貨については国家外為管理局が、人民元については中国人民銀行が担当している。また、外国人投資家による銀行間債券市場での人民元建て債券への投資制度については、中国人民銀行が担当している。

要綱の公表に前後するが、2016年2月4日、QFIIの投資上限枠を資産規模の一定割合に設定するよう変更し、ロックアップ期間を従来の1年から3ヵ月に短縮化を図る等の規制緩和が行われた。また、同年2月24日には銀行間債券市場への海外機関投資家による投資が解禁され、QFII・RQFIIによる同市場での債券投資の際の上限枠も課されないこととされた。但し、QFIIにせよQDIIにせよ、依然としてライセンスと運用枠の制限がある。今後は、一つ一つの規制緩和が、対外開放のレベルを向上させ、外国人投資家にとって市場アクセスの改善につながっているかどうかを個別に見ていくほかないであろう。

(3) 双方向の証券投資の実現は可能か

中国の双方向の証券投資の実態を見ると、これまでは対内証券投資が対外証券投資を大きく上回っている。例えば、2015年12月末時点の対内証券投資残高8,105億ドルに対し、対外証券投資残高は2,613億ドルと約3.1倍の開きがある(図表5)。これをフローで見ると、2014年の対内証券投資932億ドルに対し、同年の対外証券投資は108億ドルと約8.6倍の開きがあった。その後、2015年の対内証券投資は67億ドルに大きく減少する一方、同年の対外証券投資は732億ドルと、対外証券投資が対内証券投資の約10.9倍となった。この結果、2015年の中国の対内・対外証券投資相殺後の証券投資は9年ぶりの純流出となり、純流出金額は665億ドルに及んだ。

図表5 中国の対内証券投資残高と対外証券投資残高の推移（ストック）



(注) 1. 対内証券投資残高の+ (プラス) は流入を、対外証券投資残高の- (マイナス) は流出を意味する。

2. 2015年は12月末時点の数字。

(出所) 国家外為管理局より野村資本市場研究所作成

2015年の対内証券投資と対外証券投資のフローの変化の背景には、同年6月以降の株式市場の動揺、また8月以降の為替政策の変更（人民元対ドルレートの基準値の切り下げ）を受けたものがあると思われる。まず、対内証券投資は、2015年第1四半期（1～3月）には170億ドル、第2四半期（4～6月）には161億ドルとネットで流入超が続いたものの、第3四半期（7～9月）にはマイナス171億ドル、第4四半期（10～12月）にはマイナス93億ドルとネットで流出超に転じた。次に、対外証券投資は、2015年第1四半期は252億ドル、第2四半期には321億ドルとネットで流出超が続いたものの、第3四半期には同じ流出超でも1億ドルにまで減少し、第4四半期には252億ドルの流出超にまで回復した。これは2015年7～9月において、対内証券投資では中国本土からの投資資金の引き上げ、対外証券投資では海外への投資資金の中国本土への還流を投資家が進めたことを物語っている。このような状況下では、いかに金融資源の効率的な配分の実現につながるとは言え、中国本土投資家の国際分散投資に向けた規制緩和のスピードを速めることは非常に難しいだろう。

そこで、同じ資本市場の双方向の開放でも、中国当局が進めているのは、取引所が参加して資金フローを監視しながら進めることができる協力枠組みである。2014年11月から始まった上海・香港ストックコネクトや、2016年に始動予定の深圳・香港ストックコネクト、計画中の上海・ロンドンストックコネクトがこうした枠組みに該当する。2015年12月から相互に証券当局が公募投信の商品登録を始めた中国本土・香港ファンド相互販

売制度もこうした枠組みに該当しよう。また、2015年11月18日から運営を始めた上海証券取引所、中国金融先物取引所、ドイツ取引所の3社合弁による「中国欧州国際取引所」(China Europe International Exchange AG、CEINEX)も、オフショア人民元金融商品の取引センターとして、取引所間の相互協力の下で、双方向の取引を担うことができる仕組みである。引き続き、今後の双方向の投資資金の動きが注目される。

(4) 中国本土の個人の対外投資制度の創設も目玉

資本市場の開放のうち、双方向の証券投資を実現していくためには、これまで制限されてきた対外証券投資の規制緩和を実現する必要がある。特に、個人の対外証券投資制度の整備は、中国当局も長らく検討してきたものであるが、前述の人民元のSDR構成通貨採用を前に中国当局は積極的な姿勢を示してきた。

先ず、2015年4月18日、中国人民銀行・周小川総裁は、ワシントンで開催されたIMF国際通貨金融委員会(IMFC)において、人民元の自由交換性の現状について、IMFの資本項目の定義40項目のうち、35項目は完全または部分的に自由化を実現しているとした上で、残り5項目について今後の規制緩和を行う方針を表明した。この5項目には、個人の対外投資も含まれていた。

次に、同年10月30日、中国人民銀行等は40条から成る「中国(上海)自由貿易試験区における金融開放創新の実験を更に推し進め、上海の国際金融センター建設を加速する計画」(以下、金融改革40条意見)を公表した¹⁴。同意見の3条には、「適格国内個人投資家」(通称QDII2)による海外投資のテストを推進することが盛り込まれている。また金融商品だけでなく、事業投資や不動産投資も投資対象に含まれている。

要綱では第50章の第2節の「対外投資管理体制」の中で、個人の対外投資を推進し、適格国内個人投資家制度を整備することを盛り込んでおり、今後の実施細則の公布が待たれる。

2. 外資導入モデルの転換

1) 投資分野の市場開放

要綱に盛り込まれた対外開放には、金融分野への外資参入に関わるものがあり、新たな外資導入モデルを計画しているのが特徴である(前掲図表4)。

基本的な方針として、第一に、参入前の内国民待遇とネガティブリスト方式を全面実行する。第二に、銀行・保険・証券・年金等の市場参入を拡大する。第三に、自由貿易試験区(FTZ)建設の質・量を高め、サービス業の開放、金融の開放とイノベーションの推進、投資・貿易の利便性の向上、実行中・事後の管理監督等の面で先行実験を進め、更に大きな範囲で成功の経験を展開・複製する。

¹⁴ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2970998/index.html>

2) ネガティブリスト方式の採用

新たな外資導入モデルの中心となる考え方が、ネガティブリスト方式の採用である。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。

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・制限・許可の3類型に分け、具体的投資分野を列挙して管理してきた。実務上は、国家発展改革委員会と商務部が、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。その上で金融分野については、銀监会、保监会、証监会が外国金融機関の進出条件（出資比率、ライセンス内容）に関する細則を制定してきた。

一方、従来のポジティブリスト方式の下では、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、また改正には時間も要するため、中国にとっても機会コストになることが分かってきた。このため、2013年11月の第18期3中全会で採択された改革プランでは、従来の外資導入政策を転換し、ネガティブリスト方式を採用し、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向性を打ち出している。

3) 期限を区切ったネガティブリスト方式の全面採用

第13次5ヵ年計画の建議や要綱に先立つ2015年9月17日、中国共産党中央及び国務院は「開放型経済新体制の構築に関する若干の意見」を公表した¹⁵。同意見では、外国企業の投資管理体制の創新が含まれており、内資・外資の法律・法規の一本化、参入前の内国民待遇にネガティブリストを加えた管理モデルの推進が打ち出されている。

続いて、同年10月19日には、国務院は「市場参入ネガティブリスト方式の実施に関する意見」を公表した¹⁶。同意見では、ネガティブリスト方式を実施するにあたっての全体的な方針及び適用条件等を明確にするるとともに、2015年12月1日から2017年12月31日まで一部地域で試行し、2018年より全国で実施するとしてタイミングを区切ったことが特徴である。外商投資企業へのネガティブリスト方式の適用の前提となる法令として、商務部は従来の外資三法（中外合資経営企業法、外資企業法、中外合作経営企業法）に代わる「外国投資法」の草案を既に2015年1月9日にパブリックコメントに付している。一連の政策により、中国の外資導入モデルは転機を迎え、外資にとって、より投資しやすい環境が構築されていく可能性がある。

4) ネガティブリスト方式の上海での実験と証券分野

実は、ネガティブリスト方式は、2013年10月から始まった「中国（上海）自由貿易試験区」（上海FTZ）で既に実験が行われている。国全体としてのネガティブリスト方式の採用に先立ち、まずは上海のFTZで実験を行い、その経験を取り込もうとしているのであ

¹⁵ http://www.gov.cn/xinwen/2015-09/17/content_2934172.htm

¹⁶ http://www.gov.cn/zhengce/content/2015-10/19/content_10247.htm

る。ネガティブリスト自体は毎年見直しが行われており、2013年版では190項目、2014年版では139項目、2015年版では122項目まで削減されている。上海FTZでは、外資系企業による家庭用ゲーム機や大型ゲーム機の生産及び認可を得た上で国内での販売が解禁されており、米国のマイクロソフトや日本のソニーの進出事例も出ている。

但し、建議でも取り上げられた証券分野は、上海FTZでもネガティブリストに引き続き計上されており、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。

また、中国国内の合弁パートナーを証券会社に限定する規制も課されているが、中国人民銀行他が公表した前述の金融改革40条意見の18条において、上海FTZで設立される合弁証券会社については、このパートナー規制を撤廃するとした。パートナー選定の自由度が増すことは外資にとって一歩前進と言えよう。

5) ネガティブリスト方式と通商政策

中国でのネガティブリスト方式の採用には、通商政策の視点もある。

習近平指導部は、第18期3中全会で採択された改革プランの中で、世界貿易機関(WTO)のルールを堅持することを前提に、二国間や多国間の自由貿易協定(FTA)を進めていく方針を明確にしている。この方針には、WTO以外の通商協定ルートも使って、中国経済がグローバル化の恩恵を受けるのと同時に、協定締結に伴う交渉を国内改革のテコに使うとする狙いも見えて取れる。これらの考え方は、第13次5ヵ年計画の要綱でも、①自由貿易協定戦略を速やかに実施する、②地域の全面的な経済パートナーシップ協定交渉を推進し、最終的には貿易・グローバルな投資の自由化と利便化を促進するとしている。

アジア太平洋地域では、中国は既にASEAN(10ヵ国)とのFTA(ACFTA)を締結しており、多国間では東アジア地域包括的経済連携(RCEP)、日中韓FTA、二国間では中韓FTAとの交渉を進めている。一方、中国は交渉参加国ではないが、TPP(環太平洋パートナーシップ)協定こそが、現在、世界で進んでいる二国間・多国間の通商協定の中で、ネガティブリスト方式採用の先鞭をつけている。

グローバルな通商体制のルール作りに参加するために、中国は米国との間で、二国間では初めてとなるネガティブリスト方式での二国間投資協定(Bilateral Investment Treaty、BIT)交渉を進めており、TPP協定交渉が2015年10月初めに交渉参加12ヵ国で大筋合意に達した今、中国にとって米中投資協定の重みがより増している。今後、米中投資協定をまとめていくためにも、中国は国内の外資導入モデルを転換しなければならない立場にある。

IV. 中国企業のグローバル戦略の支援

1. 中国企業の海外進出の加速

要綱に盛り込まれた対外開放では、外資導入モデルの転換に加え、中国企業の海外進出の加速を計画しているのも特徴である（前掲図表 4）。また、中国企業の海外進出に際して、周辺国・地域やマルチ（多国間）の協力を推進しようとしていることも特徴として挙げられる（図表 6）。

基本的な方針として、第一に、登録を主とし確認を従とする対外投資管理体制を構築し、対外投資促進政策及びサービス体系を整備し、利便性の水準を高める。第二に、対外投資の為替規制を緩和し、企業の外為管理を改善する。第三に、国際的な生産能力及び設備製造協力を展開し、金融機関等との連携体制を構築する。第四に、一帯一路（シルクロード開発）を推進する。そのために香港の開放的な都市機能も活用する。

2. 中国企業の対外直接投資の動向

中国の企業の対外直接投資は、2008 年のグローバル金融危機を契機に加速してきている。商務部の統計（フロー）によれば、2014 年の金融部門を除く対内直接投資 1,196 億ドルに対し、同じく対外直接投資は 1,072 億ドルとなっている。ところが、金融部門を加えた対外直接投資は合計で 1,231 億ドルに上り、対内直接投資を上回る規模となった（図表 7）。2015 年については、いずれも金融部門を除いたデータとなるが、対内直接投資は 1,263 億ドル、対外直接投資は 1,180 億ドルとなっている。

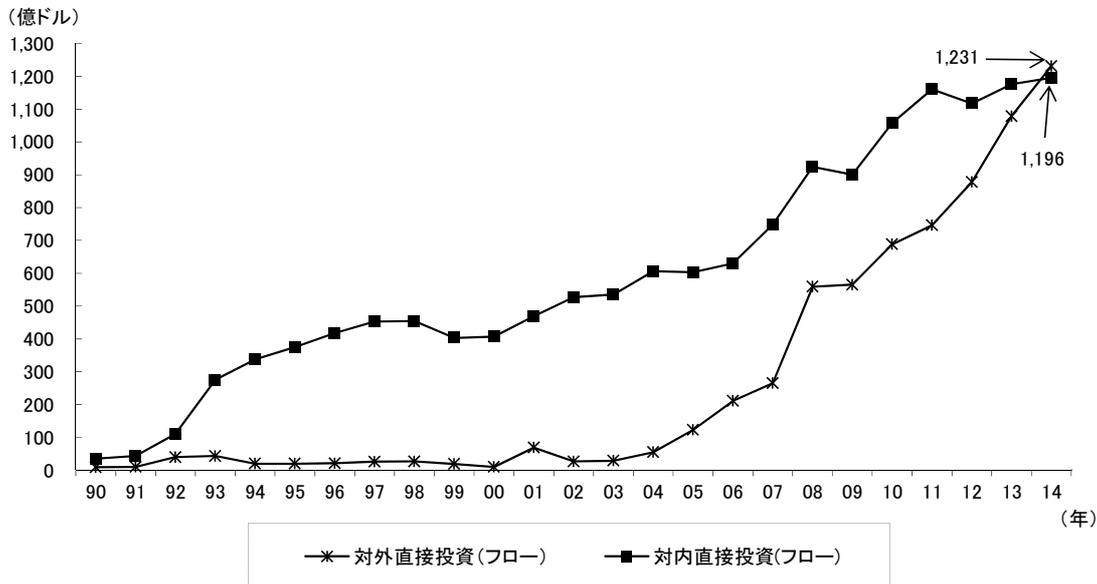
また、2008 年のグローバル金融危機以降は、相対的に割安となった海外の企業や資産を対象にした M&A による投資形態が増加したことも特徴である。具体的には、M&A の対外直接投資は、2007 年の 63 億ドルに対し、2008 年は 302 億ドルと約 5 倍に及んでいる。

図表 6 第 13 次 5 カ年計画要綱の金融分野（周辺・マルチの協力推進）

章	節	内容
対外開放戦略配置の整備 (第49章)	国際的な生産能力及び設備製造協力の推進(第2節)	<ul style="list-style-type: none"> 鉄鋼、非鉄金属、建材、鉄道、電力、化学工業、紡績、自動車、通信、建設機械、航空・宇宙、船舶、海洋工事等の業界を重点分野として、対外投資、工事請負、技術協力、設備輸出等の方法を採用し、国際的な生産能力及び設備製造協力を展開し、設備、技術、規格、サービスの対外進出を推進する。 企業、金融機関、地方政府、商工会等が共同参加する統一・協調された連携体制を構築する。
「一帯一路」建設の推進 (第51章)	「一帯一路」協力の推進(第1節)	<ul style="list-style-type: none"> 国際機関及び国際金融機関との協力を強化し、アジアインフラ投資銀行(AIIB)、BRICSによる新開発銀行(NDB)の設立を推進し、シルクロード基金の役割を発揮させ、国際資金を吸収し、開放的、多元的、Win-Winの金融協力プラットフォームを共同で構築する。
グローバル経済ガバナンスへの積極参加 (第52章)	国際経済ガバナンスシステムの整備の推進(第3節)	<ul style="list-style-type: none"> グローバル経済ガバナンスのメカニズム・協りに積極的に参加し、主要なグローバルガバナンスプラットフォーム及び地域協力プラットフォームが更に役割を発揮するよう支援し、グローバルガバナンス体制が更に公平で合理性を増すよう支援する。 発展途上国が平等にグローバル経済ガバナンスに参加するのを支援し、国際通貨システム及び国際金融管理監督改革を促進する。
香港・マカオの長期繁栄と安定的発展への支援 (第54章)	香港・マカオの経済競争力向上の支援(第1節) 中国本土と香港・マカオとの協力推進(第2節)	<ul style="list-style-type: none"> 香港の国際金融・航空運輸・貿易の三大センターとしての地位を強固にし、グローバルなオフショア人民元業務の枢軸的地位と国際的な資産管理センターとしての役割を強化し、資金調達、商業・貿易、物流、専門サービス等ハイエンド・高付加価値な方向への発展を推進する。 香港・マカオが他国との双方向の開放や「一帯一路」建設に参加するのを支援し、中国本土と香港・マカオ企業がそれぞれの優位性を発揮して、多様な方式で協力して対外進出するのを奨励する。 中国本土の香港・マカオに対する開放度合いを高め、中国本土と香港・マカオ間の経済貿易緊密化協定(CEPA)のレベルアップを推進する。 中国本土と香港との金融協力を進め、両市場の相互接続を加速する。
両岸関係の平和的発展と統一プロセスの推進 (第55章)	両岸経済の融合・発展の促進(第1節)	<ul style="list-style-type: none"> 両岸(中国本土・台湾間)金融協力を進め、両岸の資本市場の多段階の協力を支援する。

(出所) 中国政府より野村資本市場研究所作成

図表7 中国の対内直接投資と対外直接投資（いずれもフロー）



(注) 対外直接投資には2006年から金融部門が含まれるが、対内直接投資には含まれない。
 (出所) 商務部より野村資本市場研究所作成

2014年は569億ドルと、対外直接投資全体の約46%に達している。今後は、投資の中身や質も問われていこう。要綱では、対外投資発展計画及び重点分野・地域・国別計画を整備する方針を示しており、第13次5ヵ年計画期間中、量的拡大そのものを追求する時代から質を問う時代に徐々に転換していく可能性がある。

なお、中国の対外直接投資は、世界的に見てもトップクラスの規模となっている。国連貿易開発会議(UNCTAD)の統計によれば、2014年の世界の対外直接投資(フロー)の国・地域別ランキングを見ると、第1位が米国で3,370億ドル、第2位が香港で1,430億ドル、第3位が中国で1,160億ドルとなっている¹⁷。対内直接投資(フロー)で見ても、2014年は、第1位が中国で1,290億ドル、第2位が香港で1,030億ドル、第3位が米国で920億ドルとなっている。対内・対外ともに、中国の直接投資は米国に匹敵する規模となっており、香港も含めると米国を抜いて世界第1位になっているというのが実情である。こうした規模感から見ると、前述の米中投資協定の帰趨は、世界の直接投資のルールに影響を及ぼしていく可能性がある。

3. 中国の製造業の海外進出と金融支援

要綱では、建議同様、中国企業の海外進出に関し、「国際生産能力及び設備製造協力」を打ち出している(前掲図表6)。これは中国語からだけだと読み取りにくいだが、製造業にとっての国内市場と海外市場とを一体として捉え、海外の製造業との協力を進めていくことを指している。要綱では、①鉄鋼、非鉄金属、建材、鉄道、電力、化学工業、紡績、

¹⁷ 集計と発表のタイミングが異なるため、商務部の統計とUNCTADの統計との間には誤差が生じる。

自動車、通信、建設機械、航空・宇宙、船舶、海洋工事等の業界を重点分野とする、②協力の手法については対外投資、工事請負、技術協力、設備輸出等を採用する、③設備に加え、技術、規格、サービスの対外進出を推進するとしている。

協力の手法のうち、投資に着目すると実はこれまで中国の製造業による海外への投資は、業種全体の中でトップに立ってきたわけではない。例えば、2014年の対外直接投資（フロー）のうち、製造業は95.8億ドルで、業種別で第5位と全体の約7.8%に過ぎない。2014年末のストックで見ると、製造業は523.5億ドルで、業種別でやはり第5位と全体の約5.9%に過ぎない。フロー、ストックともに最も大きいものが「リース及びビジネスサービス」という第3次産業であり、実態としては海外に設立した特別目的会社（SPC）を通じた投資が主流となっている¹⁸。

製造業の海外進出については、建議や要綱に先立ち2015年5月13日、「国際生産能力及び設備製造協力の推進に関する指導意見」を公表し¹⁹、企業が主体で自ら損益・リスクを負担することを前提に、政府としての支援策の方向性を打ち出している。要綱の金融制度改革の中にも盛り込まれているが、開発性金融や政策性金融も活用されていく見込みである。二国間の協力では、新設されたシルクロード基金（400億ドル）も活用されよう。多国間の協力では、既存の国際開発金融機関と共に新設のアジアインフラ投資銀行（AIIB）²⁰も活用されていくこととなろう。

V. 結びにかえて

第18期3中全会で採択された改革プランの最終年と第13次5ヵ年計画の最終年は同じ2020年であり、同計画には既に動き出している第18期3中全会の改革の流れを進める役割がある。従って、これまで見てきた新三板への登録企業数やMMFの純資産残高の増加、中国企業の対外直接投資の増加などは、既に市場の大きな流れとなっており、これを政策的に後押しするだけで良いものと思われる。

一方、資本市場の双方向の開放やネガティブリスト方式の採用は、これから詳細な制度設計を詰めていく段階にあり、政策上の規制緩和次第という要素が大きい。それは中国国内事情のみならず、世界経済の動向次第では、中国政府によって実行のペース自体がコントロールされる可能性もある。市場化、国際化に向けた改革という大きな方向性自体は不変と思われるが、当面は市場の安定を前提に、段階的かつ慎重なアプローチが続いていく可能性が高い。また今後、国内外の市場で仮に突発的なイベントが発生し、実行のペースを落とした場合でも、それを一時的なものに留めて、改革に向けた出口を中国が探っていくかどうかを市場関係者は注視している。これらは、要綱で重視している金融業の業態別の管理監督体制の見直しとその実効性の確保次第でもあり、金融業の実体経済の成長や

¹⁸ その中の一部は、迂回投資として、中国本土に「対内直接投資」の形で還流していると見られている。

¹⁹ http://www.gov.cn/zhengce/content/2015-05/16/content_9771.htm

²⁰ 関根栄一「アジアインフラ投資銀行（AIIB）の発足と今後想定される融資活動」『野村資本市場クォーターリー』2016年冬号（ウェブサイト版）。

効率化に寄与する側面と、金融システムの安定性に直結する側面とに配慮した細心の制度設計が中国政府に求められていくこととなろう。

要綱の公表を受け、今後は、各分野で第13次5ヵ年計画を作成するプロセスに移っていくこととなる。第12次5ヵ年計画と同様であれば、金融分野に特化した5ヵ年計画も作成されることとなろう²¹。要綱でも、2016年3月の全人代の政府活動報告でも、直接金融の比重を高め、金融仲介機能を改善することが、生産過剰業種の有利子負債のリストラを進めるだけでなく、成長産業を育成するのに不可欠であるという認識がこれまで以上に高まっているように思われる。実行段階に移っていく第13次5ヵ年計画の動向が今後も注目される。

²¹ 関根栄一「2015年までの中国の金融分野の改革プログラムの公表」『野村資本市場クォーターリー』2013年冬号。