

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

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. 2015年10月26日～29日、中国共産党第18期5中全会が開催され、2016年から2020年までの第13次5ヵ年計画の建議が採択された。建議は、2010年比で2020年までのGDPの倍増を確認するとともに、五つの発展理念の下に政策を仕分けした。
2. 五つの発展理念のうち、「創新」では、国際的な金融規制の潮流も踏まえた金融業の管理監督体制の見直しが焦点となっている。株式発行登録制度改革も明記され、インターネットMMFに代表されるネット金融の育成に対する姿勢も示されている。
3. 「開放」という発展理念の中では、金融業の双方向での開放の拡大を打ち出しており、今後、証券投資の運用枠規制が段階的に撤廃されていくシナリオも想定できる。投資分野ではネガティブリスト方式も採用され、中国企業の対外直接投資も加速されよう。
4. 第13次5ヵ年計画の最終年は、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加速する役割がある。改革に向けた詳細な制度設計や、改革の実行ペースが引き続き注目される。

I 習近平指導部として初めて策定した5ヵ年計画

1. 第13次5ヵ年計画建議の公表

2015年10月26日～29日、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）が開催され、「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）が採択された。

中国では、5年ごとに経済・社会の発展計画が策定されており、次の5ヵ年計画は2016年から2020年までが対象となっている。また、今回の5ヵ年計画は、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、市場関係者は、習近平指導部がどのような内容を 5 ヵ年計画に盛り込むのかを注視していた。

建議は、今後、2016 年 3 月に開催される全国人民代表大会（全人代）での審議・承認を経て、中国政府によって 2020 年にかけて順次実行に移されていくこととなる。

2. 第 13 次 5 ヵ年計画の建議の構成とポイント

建議は、第 18 期 5 中全会最終日の 10 月 29 日に概要が先ず公表され¹、次に 11 月 3 日に建議の全文²と習近平国家主席による起草説明³がそれぞれ公表された。

建議全体は、大きく 3 編と 8 部から構成される。経済運営全体に対する建議のポイントは、起草説明も含めると、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 と国民一人当たりの収入を 2010 年の 2 倍に増加させ「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 年までの年間平均成長率を 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、理念毎に政策の方向性を打ち出したという点である。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、小康社会の実現に向けた不足分野を補おうとしている点である。農村の貧困対策を筆頭に、社会政策、環境保護、民生保障にも配慮する内容を建議に盛り込んでいる。

II 「創新」では金融業の管理監督体制の見直しが焦点

1. 資本市場の育成も重視

建議の各発展理念の中で、金融分野は重要な位置付けを与えられ、2020 年の中国金融の将来像が示されている。特に金融制度改革については、建議の発展理念の「創新」において、イノベーションを生み出す市場環境を作り出すための行政改革、国有企業改革、財政・税制改革とともに取り上げられている（図表 1）。

¹ <http://cpc.people.com.cn/n/2015/1030/c64094-27756155.html>

² <http://cpc.people.com.cn/n/2015/1103/c399243-27772351-8.html>

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

図表1 第13次5ヵ年計画の創新分野（金融分野を抜粋）

理念	項目	内容
創新	金融制度改革の加速、金融サービスによる実体経済の効率向上	・ 商業性金融、開発性金融、政策性金融、合作性金融が合理的かつ相互補完的に分担する金融機関体系を構築する。
		・ 多層的で広範囲をカバーし特徴を持った銀行機関体系を構築する。民間資本の銀行業への参入を拡大する。金融包摂（Financial Inclusion）を育成する。中小・零細企業及び農村、貧困地区の金融サービスを強化する。
		・ 公開・透明で、健全に発展する資本市場を積極的に育成する。株式及び債券の発行・取引制度改革を推進し、直接金融の比重を高め、レバレッジ率を低下させる。
		・ 創新ニーズに適合した金融サービスを開発し、ハイイールド債及び株式・債券を組み合わせた資金調達方法を推進する。
		・ 為替・金利の市場化（自由化）を推進し、金融機関の管理レベル及びサービスの質を向上させ、企業の資金調達コストを低下させる。
		・ ネット金融を規律付けて発展させる。
	金融マクロブルーデンス管理制度整備の強化	・ 巨大災害保険制度の整備を加速し、保険資産取引制度を検討・構築する。
		・ 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フレームワークを改革・整備する。中国の国情と国際ルールに適應した管理監督規則を構築し、金融リスクを全てカバーして管理監督するよう実現する。
		・ 国有金融資本及び外資準備管理制度を整備する。安全で効率の高い金融インフラを整備し、金融リスクの管理手段を効率的に運用し発展させる。
		・ システミックかつ地域性の金融リスクの発生を防止する。

（出所） 中国共産党中央より野村資本市場研究所作成

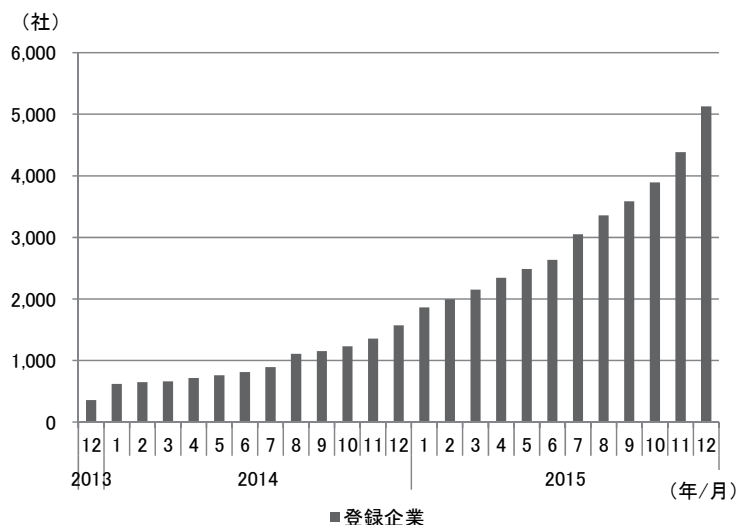
金融制度改革には、改革を加速させ、金融サービスによる実体経済の効率を向上させるという目標が盛り込まれている。この目標を受け、①公開・透明性があり、健全に発展する資本市場を積極的に育成する、②株式及び債券の発行・取引制度改革を推進し、直接金融の比重を高め、レバレッジ率を低下させる、といった資本市場の育成に関する項目も盛り込まれている。

前述の第18期3中全会の改革プランには、現在の政府による発行認可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が明記されており、建議でもこの方針が確認された格好である。但し、実際に株式発行登録制度改革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）に授權すると決定した。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。

また、やはり株式市場の問題により、7月以降、新規株式公開（IPO）が一時停止されてきたが、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、IPO認可済の28社のうち10社が2週間後に上場される見通しが示された。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、この間、IPO予備軍とも言える新三板（全国中小企業株式譲渡システムと呼ばれる店頭市場）への登録企業は、2013年12月末の356社から、2015年12月末には5,129社に増加している（図表2）。創業者や主要株主にとって、株式発行登録制度の導入後、メインボードで出口を確保することへの期待は大きいものと思われる。

他には、イノベーションを促すための目玉として、建議には明記はされていないが、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（新興市場）との違いや役割分担は明確になっていないが、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

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

は困難である。株式発行登録制度改革への移行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る。

2. ネット金融の育成に向けた支援

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、発展の実態を尊重し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インターネット 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。インターネット MMF とは、オンライン決済サービスを提供するアリペイ（支付宝）のユーザーを対象に導入された個人向け口座の余資運用サービスで、「余额宝」と呼ばれ⁴、2013年6月に導入された。

「余额宝」では、1元単位からの支払・運用が可能で、小口から運用できる魅力がある⁵。決済日は約定日と同日の T+0 で流動性も高い。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）傘下の MMF である「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。「天弘余额宝」の純資産残高は、2015 年 9 月末では 6,039 億元と、中国の MMF 市場全体の純資産残高の約 16.5% を占めている。

⁴ 「余額」とは日本語で「残高」を意味する。

⁵ 最低投資単位で見ると、信託商品は 10 万円、銀行理財商品は 5 万円からで、MMF でも通常は 1,000 円からである。

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

また、中国のMMF市場全体の純資産残高も、「天弘余额宝」が導入された直後の2013年6月末の3,039億元から、2015年12月末には4兆4,443億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インターネットMMFの普及が無ければ、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の流れの中で(インターネットプラス)、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⁶。指導意見では、ネット金融を、①ネット支払(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、⑥ネット信託及びネット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も見直しの対象に

1) 金融業の管理監督に関する方向性

建議の「創新」では、金融マクロプルーデンス管理制度整備の強化も取り上げられている。

⁶ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2813898/index.html>

基本的な方針として、第一に、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フレームワークを改革・整備する。また、中国の国情と国際ルールに適応した管理監督規則を構築し、金融リスクを全てカバーして管理監督するよう実現する。第二に、国有金融資本及び外貨準備管理制度を整備する。また、安全で効率の高い金融インフラを整備し、金融リスクの管理手段を効率的に運用し発展させる。第三に、システミックかつ地域性の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（保监会）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（銀监会）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所的なリスク、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、改革を通じて金融の安全を保障しなければならないことや、システミックリスクを有効に防止しなければならないことを再認識させた。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は、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-SIB）に選定されていることがある⁷。2015年11月9日、金融安定理事会（FSB）は、G-SIB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-SIB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⁸。このため、中国のG-SIB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-SIB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

⁷ <http://www.fsa.go.jp/inter/bis/20151104-2.html>

⁸ <http://www.fsa.go.jp/inter/fsf/20151110-2.html>

るものもある⁹。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。

他に、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。

5) 既に始まった新たな管理監督体制をめぐる議論

業態別の管理監督体制について、建議の策定に関わったと見られる党中央財經指導小組弁公室・楊偉民副主任は、2015年11月9日、現行の体制の改革は必要としながらも、具体的な改革案は更に検討し制定する必要があると、慎重な言い回しをしている¹⁰。

これに対し、全人代常務委員（財經委員会副主任委員を兼務）の尹中卿氏は、同年11月13日、中国人民銀行、銀監会、証監会、保監会を合併・統一した総合的な管理監督機関としての「中国金融監督管理委員会」、または国務院に直属する「金融監督管理総局」を設立し、金融業に対する統一かつ総合的な管理監督を実現すべきと提案している¹¹。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る可能性もあろう。

III 双方向で「開放」を進めることも特徴

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

建議の発展理念の「開放」でも、金融分野を取り上げている。双方向で金融業の開放を拡大していく方向を打ち出しているのが特徴である（図表4）。

基本的な方針として、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する。人民元の国際通貨基金（IMF）の特別引出権（Special Drawing Right、略称 SDR）構成通貨への採用を推進し、自由に交換でき、自由に使用できる通貨にする。第二に、外貨管理・使用方式を転換し、ポジティブリスト方式からネガティブリスト方式に転換する。第三に、対外投資時の為替規制を緩和し、企業及び個人に対する外貨管理要求を緩和し、グローバル企業の資金の海外運用制限を緩和する。第四に、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。

⁹ “End of ‘Too-Big-to-Fail’ Banking Era Endorsed by World Leaders,” *Bloomberg*, November 15, 2015.

¹⁰ http://www.cs.com.cn/xwzx/jr/201511/t20151110_4836697.html

¹¹ http://www.cs.com.cn/xwzx/zq/201511/t20151114_4841029.html

図表4 第13次5ヵ年計画の開放分野（金融分野を抜粋）

理念	項目	内容
開放	対外開放戦略配置の整備	・ 国際生産能力及び設備製造協力の金融サービスプラットフォームを積極的に構築する。
	対外開放の新体制の形成	・ 自由貿易試験区(FTZ)建設の質・量を高め、更に大きな範囲で複製を展開する。 ・ 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。内資企業・外資企業の内外無差別待遇と公平な競争を促進する。 ・ 対外投資管理を整備し、対外投資促進政策とサービス体系を構築する。
	金融業の双方向の開放を拡大	・ 段階的にサービス業の対外開放を拡大し、銀行・保険・証券・年金等の市場参入を拡大する。 ・ 人民元建て資本項目の自由交換性を段階的に実現する。人民元のIMF・SDR(特別引出権)構成通貨への採用を推進し、自由に交換でき、自由に使用できる通貨にする。 ・ 外貨管理・使用方式を転換し、ポジティブリスト方式からネガティブリスト方式に転換する。 ・ 対外投資時の為替規制を緩和し、企業及び個人に対する外貨管理要求を緩和し、グローバル企業の資金の海外運用制限を緩和する。 ・ 国際収支のモニタリングを強化し、国際収支の基本的な均衡を維持する。
	一帯一路(シルクロード開発)の推進	・ 資本市場の双方向の開放を推進する。対内・対外投資の運用控規制を改革し、段階的に取り消す。 ・ 国際開発金融機関との協力を強化し、アジアインフラ投資銀行(AIIB)及び新開発銀行(NDB)の設立に参画し、シルクロード基金の役割を発揮させ、国際的な資金を吸収し、開放的・多角的でWin-Winの金融協力プラットフォームを構築する。
	香港・マカオ・台湾政策の強化	・ 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、国家の双方向の開放、一帯一路(シルクロード開発)への参加を支援する。 ・ 香港がグローバルなオフショア人民元業務の枢軸的地位を強化するよう支援し、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。 ・ 中国本土の香港・マカオに対する開放度を強化し、前海、南沙、横琴等広東省と香港・マカオとの協力プラットフォーム構築を加速する。 ・ 中国本土・台湾の産業協力の協調・発展、金融業の協力、貿易・投資等の双方向の開放・協力を推進する。
	グローバル経済ガバナンスへの積極参加	・ 発展途上国がグローバル経済ガバナンスに平等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の改革を推進する。 ・ 自由貿易協定戦略を速やかに実施する。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、アジアの自由貿易圏を構築し、最終的にはグローバルな高水準の自由貿易ネットワークを形成する。

(注) 人民元の特別引出権 (SDR) 構成通貨への採用は、2015年11月30日のIMF理事会で決定された。

(出所) 中国共産党中央より野村資本市場研究所作成

2) 今後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実現と、外貨管理・使用方式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。この二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に移行する必要がある。

IMFのSDR構成通貨への人民元の採用は、2015年11月30日のIMF理事会で決定された。中国当局としては、人民元のSDR構成通貨への採用を資本移動の原則自由化に向けた改革の更なる原動力としていくこととなる。

(2) 証券投資の運用枠の段階的取消・解消

中国当局は、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思われる。

中国では、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。運用枠規制の改革と段階的取消は、クロスボーダーの証券投資を行う投資家にとっての市場アクセスを容易にすることにつながる。

（3）中国本土の個人の対外投資制度の創設

クロスボーダーの資金移動のうち、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、人民元のSDR構成通貨採用を機に、実現の見通しが立ってきた。

具体的には、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る。

その後、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¹²。同意見の3条には、「適格国内個人投資家」（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。実施細則の公布を待つ必要があるが、海外の金融商品への投資以外に、事業投資や不動産投資も投資対象に含まれている。

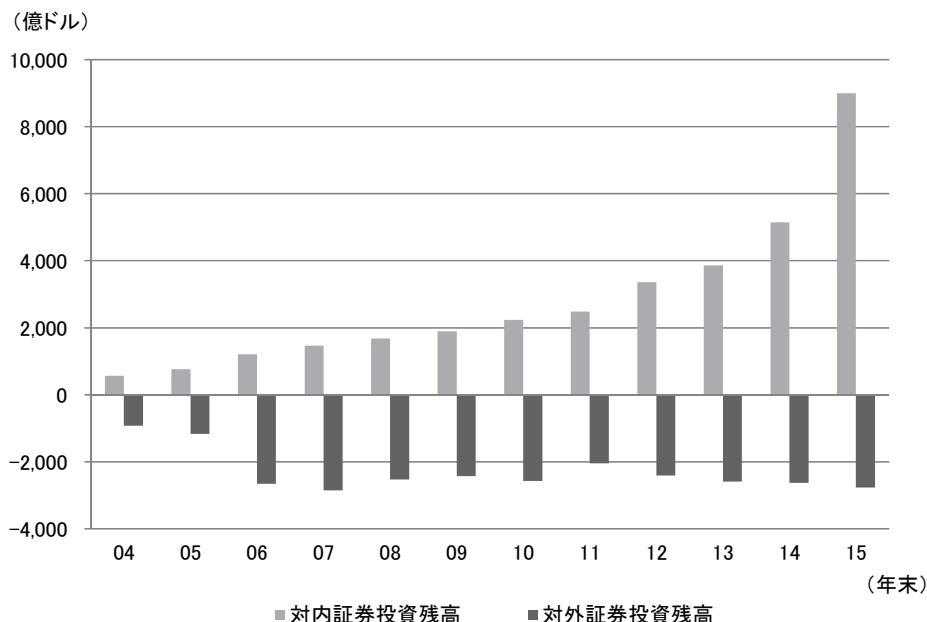
3）双方向の証券投資の実現に向けた現実と課題

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6月末時点の対内証券投資残高8,997億ドルに対し、対外証券投資残高は2,760億ドルと約3.3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1～6月の対内証券投資331億ドルに対し、同期間の対外証券投資は572億ドルと、対外証券投資が対内証券投資を約1.7倍まで上回った。

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、2014年11月から始まった上海・香港ストックコネクトを通じた株式の相互売買や、2015年6月以降の中国本土の株式市場の動揺を受けた中国本土投資家の国際分散投資の存在が仮説として考えられる。資本市場の双方向の開放のうち、株式市場については、2016年

¹² <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2970998/index.html>

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6月末時点の数字。

(出所) 中国共産党中央より野村資本市場研究所作成

以降、深圳・香港ストックコネクトや、上海・ロンドンストックコネクトの計画がある。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、ドイツ取引所の三社合弁による「中国欧州国際取引所」（China Europe International Exchange AG、略称 CEINEX）も、オフショア人民元金融商品の取引センターとして、双方向の取引を担うことが中国当局から期待されている。引き続き、今後の双方向の投資資金の動きが注目される。

2. 外資導入モデルの転換

1) 投資分野の市場開放

建議の発展理念の「開放」のうち、新たな外資導入モデルを計画しているのも特徴である（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。内資企業・外資企業の内外無差別待遇と公平な競争を促進する。第二に、段階的にサービス業の対外開放を拡大し、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、更に大きな範囲で複製を展開する。

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・許可の三類型に分け、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、銀監会、保監会、証監会が外国金融機関会社の進出条件（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

建議に先立つ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¹³。同意見の中には、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¹⁴。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と適用条件等を明確にするとともに、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

¹³ http://www.gov.cn/xinwen/2015-09/17/content_2934172.htm

¹⁴ http://www.gov.cn/zhengce/content/2015-10/19/content_10247.htm

スト方式の採用に先立ち、先ずは上海の 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、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。

他に、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。今後、中国国内の更なる立法化措置を見ていく必要がある。

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おうとする狙いも見取れる。これらの考え方は、第 13 次 5 ヵ年計画の建議でも、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、アジアの自由貿易圏を構築し、最終的にはグローバルな高水準の自由貿易ネットワークを形成する、という内容で取り上げられている。

中国は、アジア太平洋地域では、既に ASEAN（10 カ国）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、略称 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 カ国で実質合意に達した今、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。

3. 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

建議の発展理念の「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）。

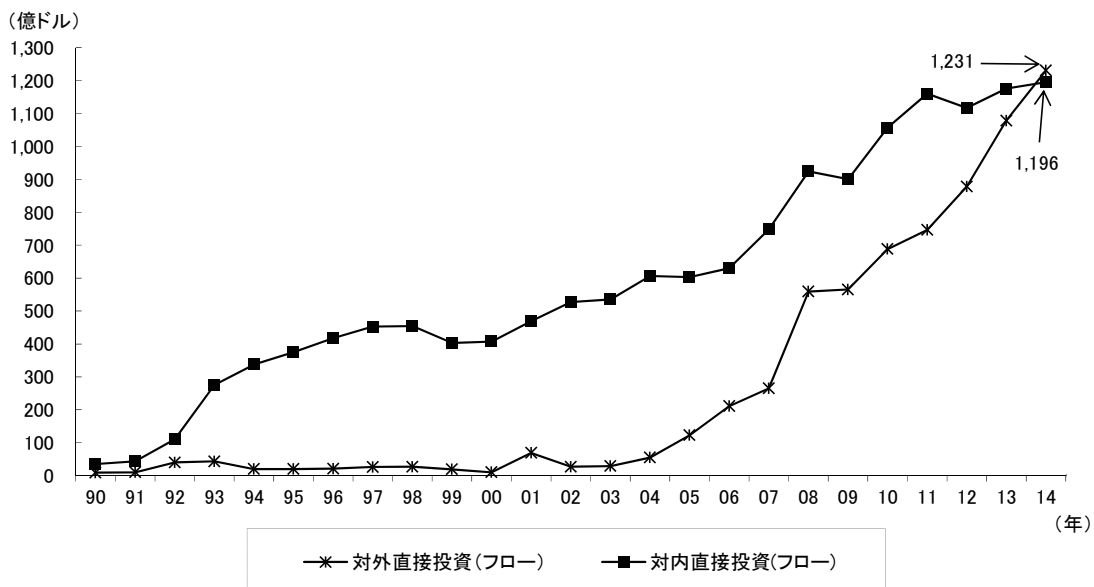
基本的な方針として、第一に、対外投資管理を整備し、対外投資促進政策とサービス体系を構築する。第二に、対外投資時の為替規制を緩和し、企業に対する外貨管理要求を緩和する。第三に、国際生産能力及び設備製造協力の金融サービスプラットフォームを積極的に構築する。第四に、一帯一路（シルクロード開発）を推進する。

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6）。

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、

図表6 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

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。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。

更に、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¹⁵。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、香港も入れれば、米国を抜いて世界第1位になっているというのが実態である。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

建議では、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。これは、中国語からだけだと読み取りにくいのが、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。形態としては、海外市場では中国からの製品の輸出や合弁企業の設立、第三国市場の開拓などが含まれる。

海外の製造業との協力には、中国企業によるインフラ輸出や投資も含まれる。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のが「リース及びビジネスサービス業」という第三次産業で、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¹⁶。

製造業の海外進出については、建議に先立ち、2013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¹⁷、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。建議の「創新」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）も活用されていくこととなる。

¹⁵ 集計と発表のタイミングが異なるため、商務部統計とUNCTAD統計との間には誤差が生じる。

¹⁶ 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思われる。

¹⁷ http://www.gov.cn/zhengce/content/2015-05/16/content_9771.htm

4) 「国際生産能力及び設備製造協力」ではオペレーションにまで踏み込む事例も

製造業の海外進出では、上記の指導意見や建議の考え方を反映して、単なる機器の輸出や共同投資にとどまらず、現地でのオペレーション（運営）にまで踏み込む事例も出始めている。

具体的事例の一つ目が高速鉄道事業で、インドネシア・ジャワ島の高速鉄道建設計画において、中国とインドネシアの両国企業が合弁会社を設立する¹⁸。同計画では、首都ジャカルタとバンドン間の約 150km を最高設計速度 300km/h で結ぶことで、現在の所要時間約 3 時間を 40 分以内に短縮する。2015 年 11 月に着工し、3 年間で開通させる計画である。合弁会社のうち、中国側は中国鉄道総会社が主導し、2015 年 10 月 16 日にインドネシア側との間で合弁会社設立の覚書を締結している。

二つ目が原発事業で、2015 年 10 月の習近平国家主席の公式訪英時に、英中間で、①英南東部エセックス州に新設を計画している「ブラッドウェル原発」に、中国広核集団（CGN）等が開発した中国製原子炉（華龍 1 号）¹⁹を採用すること、②建設はフランス電力公社（EDF）と共同で行い、原発の事業会社に 66.5%を出資し、建設後の運営も手がけることで合意している²⁰。同時に、CGN は、英南西部の「ヒンクリーポイント原発」の事業会社にも 33.5%を出資するほか、英南東部の「サイズウェル原発」に 20%出資することで、英中間で合意している。11 月に入ってから、CGN はルーマニア政府と原発事業に参加するための覚書を締結したり²¹、中国のもう一つの原子力大手の中国核工業集団（CNNC）もアルゼンチン政府との間で原発設備の輸出で合意している²²。

新興国や先進国向け、及び高速鉄道事業や原発事業を問わず、中国の国有企業の製造業の海外進出の流れは、強まりこそすれ弱まることは無く、今後、日本の同業他社にとっても競合と協調の二つの側面が鮮明になってこよう。

IV 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 ヶ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

¹⁸ http://www.china-railway.com.cn/xwdt/jrtt/201510/t20151016_51272.html

¹⁹ フランスからの技術供与を受けて開発。

²⁰ <http://www.cgnpc.com.cn/n471046/n471126/n471156/c1142487/content.html>

²¹ <http://www.cgnpc.com.cn/n471046/n471126/n471156/c1149368/content.html>

²² <http://www.cnncc.com.cn/publish/portal0/tab293/info95152.htm>

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、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行けるかどうかを市場関係者は注視している。他に、金融業の業態別の管理監督体制の見直しは、金融業が実体経済の成長や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がある為、今後、細心の制度設計が必要である。

党の建議を受け、今度は国務院が2016年3月の全人代に諮る計画要綱を作成する段階に入っている。引き続き、第13次5ヵ年計画を巡る動きが注目される。