

金融業の更なる開放を目指す中国の新外資政策の公表

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. 2017年1月17日、中国国務院（内閣）は、「対外開放を拡大し外資の積極的利用に向けた若干の措置に関する通知」（以下、通知）を公表した。この新外資政策では、対外開放の更なる拡大が目玉の一つであり、サービス業への外資参入規制の緩和では、銀行・証券等の金融業を重点分野としていることが特徴である。
2. 中国の外資導入政策は、国家発展改革委員会と商務部が制定する「外商投資産業指導目録」に基づいて行われており、金融業は制限類（出資比率やライセンスに規制）となっている。また、同じ制限類でも、金融業の業種によって異なる外資参入規制が敷かれている。証券業の場合は、最大で49%の外資出資比率及びライセンスの制限が課されている。
3. 一方、香港資本の合併証券会社の設立には、中国本土と香港間の経済貿易緊密化協定（CEPA）の枠組みの下で、中央レベルや自由貿易試験区（FTZ）での外資規制とは異なる優遇制度があり、上海市、広東省、深圳市で設立する「地域限定型」と国務院が指定した金融改革試験区で設立する「金融改革試験区型」とがある。
4. 外資の金融業への進出規制の緩和には、2016年に顕在化したクロスボーダー人民元決済金額の減少や、中国金融機関への対内直接投資の減少がある。同時に、これまで、先進国政府との経済対話で、金融業への更なる市場開放の要請がなされてきた経緯もある。
5. 新外資政策の下での金融業の外資進出規制の緩和は、中国政府として、まずは上海 FTZ で実験を行い、金融市場や金融機関にもたらすリスクを評価した上で、全国に展開する方針である。証券業では、外資出資の上限規制等、過去に上海 FTZ で打ち出したルールと、今回の新外資政策との政策の整合性が注視される。

I 中国政府による新外資政策の公表

1. 新外資政策の3つの柱

2017年1月17日、中国国務院（内閣）は、2016年12月28日の国務院常務会議（閣議）で承認した「対外開放を拡大し外資の積極的利用に向けた若干の措置に関する通知」（以下、通知）¹を公表し、外資導入に関する新たな政策（新外資政策）の方向性を明示した。新外資政策は、以下の3つの柱から構成される。

一つ目の柱が、対外開放の更なる拡大である。方向性としては、①サービス業・製造業・採掘業等への外資参入規制を緩和、②製造業では中国版インダストリー4.0に相当する「中国製造2025」に関する政策を中国企業と同等に外国企業にも適用、③コンセッション方式による外資のインフラ建設への参入を支援、④海外のハイレベル人材の中国での起業を支援すること、等が盛り込まれている。

二つ目の柱が、公平な競争環境の更なる整備である。方向性としては、①外国企業の業務ライセンスや資格申請の審査に関し中国企業と同一に扱うこと、②中国の工業標準化作業に国内外の企業が公平に参加することを促進、③国内外の企業が政府調達の入札・応札に公平に参加することを促進、④外国企業の知的財産権を保護、⑤最低資本金制度の撤廃等、国内外の企業に統一された登録資本金制度を実行すること、等が盛り込まれている。

三つ目の柱が、外資導入の更なる強化に向けた措置である。方向性としては、①地方政府に対する法令上の権限の範囲内で外資導入に向けた優遇政策の制定の容認、②優遇政策による中西部地区・東北地区への外資進出の支援、③外資の土地確保を支援、④外資に対し参入前の国民待遇とネガティブリスト方式（後述）の全面実施を推進すること、等が盛り込まれている。

これらの各方向性について、通知では、それぞれどの省庁が担当するのかを明記し、検討や実施に関する責任の所在を明らかにしている。

2. 新外資政策の背景

今回の新外資政策は、2015年9月17日に中国共産党中央委員会と国務院が共同で制定・公表した「開放型経済体制の構築に関する若干の意見」（以下、意見）²に基づき検討されてきたものである。通知の公表に先立ち、2017年1月6日に記者会見した商務部・王受文副部長（次官）は、意見に基づき、更に積極的に外資を導入し、良好なビジネス環境を構築するため、商務部は、国家発展改革委員会やその他の省庁と何度も検討を重ね、関係方面からも広く意見を聴取し、通知を制定したとしている³。

¹ http://www.gov.cn/zhengce/content/2017-01/17/content_5160624.htm

² http://www.gov.cn/xinwen/2015-09/17/content_2934172.htm

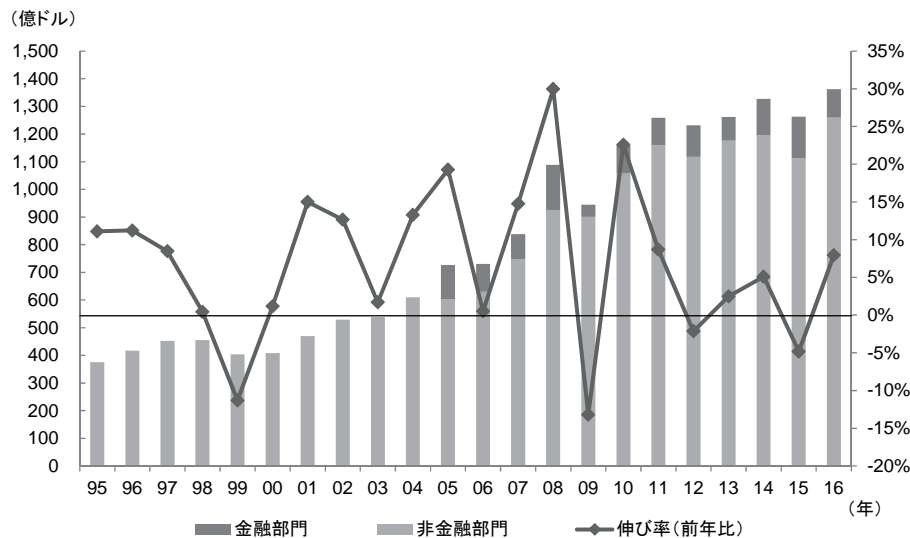
³ <http://www.scio.gov.cn/32344/32345/35889/35890/tw35892/Document/1538623/1538623.htm>

また、記者会見で、王副部長は、中国は外資導入に関し、様々な課題を抱えているとの認識を示している。この課題の例として、王副部長は、①中国国内の生産要素（原材料、土地、労働）のコスト面での優位性の弱体化、②中国の周辺国が次々と外資導入に向けた優遇政策を打ち出す中での中国との競争激化、③主に歴史的に對外直接投資を行ってきた先進国が製造業の自国内への回帰を奨励していることを挙げている。

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、投資分野を奨励類・制限類・禁止類の3類型に分け、それぞれ具体的な投資分野を列挙して管理してきた。実務上は、商務部と国家発展改革委員会が、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。同目録が初めて制定されたのは1995年であるが、同年以降の外国企業の対内直接投資の動向を見ると、伸び率（前年比）が最も高かったのはグローバル金融危機の発生した2008年の29.97%増、最も低かったのは2009年の13.20%減である（図表1）。また、2016年の対内直接投資（実行金額）は1,363億ドル、伸び率は7.93%増となった。うち、非金融部門は同1,260億ドル、同13.21%増であったのに対し、金融部門は同103億ドル、同31.26%減となった。

しかしながら、中国の外資導入状況は、グローバルに見て、伸び率でも規模でも、まだ他国を上回る水準にある。2017年2月1日に国連貿易開発会議（UNCTAD）が発表した統計⁴によれば、2016年の世界全体の対内直接投資金額は1兆5,250億ドルと、2015年の1兆7,500億ドルに対し13%減となった。うち、新興アジア及び大洋州向け対内直接投資金額は、2015年から2016年にかけて115億ドルの減少となり、前年比で22%減となって

図表1 外国企業の対内直接投資（実行金額）と伸び率の推移



(注) 金融部門は2000年からの数字。
(出所) 商務部、CEICより野村資本市場研究所作成

⁴ UNCTAD, “Global foreign direct investment fell 13% in 2016, but modest recovery expected in 2017 - new figures,” February 1, 2017.

いる。また、規模の面から国・地域別に見ると、2016年の対内直接投資金額の第1位は米国向けの3,850億ドル、第2位は英国向けの1,790億ドル、第3位は中国向けの1,390億ドルとなっている。中国向けは前述の商務部による統計と比べて130億ドルの違いはあるものの、中国は引き続き世界の対内直接投資を集めている有数国の一つである。それでも、中国政府が新外資政策を進める背景には、前述のような他国との誘致競争の強化に加え、王副部長が記者会見で述べている通り、「中国の外資導入政策に変更はない」（習近平国家主席）こと、「外資は中国経済の発展の中で代替不可能な重要な役割を有している」（李克強総理）ことを具体的に示す狙いがあるものと思われる。

3. 目玉の一つが金融業の開放

新外資政策の一つ目の柱のうち、サービス業への外資参入規制の緩和では、金融業を重点分野としていることが特徴である。具体的には、銀行業金融機関、証券会社、証券投資基金管理会社（投信会社）、先物会社、保険会社、保険仲介会社への外資参入規制を緩和するとしている。

また、金融業への外資参入規制緩和の担当省庁として、国家発展改革委員会及び商務部を筆頭に、財政部、中国人民銀行、中国銀行業監督管理委員会（銀監会）、中国証券監督管理委員会（証監会）、中国保険監督管理委員会（保監会）等が職責に応じて分担して検討していくとしている。

中国では、2001年の世界貿易機関（WTO）加盟を機に外資による金融業への参入が開放されてきたが、個別業種によっては依然としてライセンスや出資比率での制限が課せられており、2016年は非金融部門と比べて金融部門向け対内直接投資がそれほど伸びていないことを考えると、更なる開放の余地もあろう。新外資政策の下で、今後、金融業がどこまで開放されていくのか、外国金融機関の注目が集まっている。

II 金融業への外資参入規制と銀行・保険分野

1. 「外商投資産業指導目録」の考え方

1) ネガティブリスト方式の段階的導入

通知では、サービス業・製造業・採掘業等への外資参入規制の緩和を進めるために、直近では2015年に制定・施行された「外商投資産業指導目録」を修正するとしている。通知の公表に先立ち、国家発展改革委員会と商務部は2016年12月7日、「外商投資産業指導目録」の修正版を公表し、2017年1月6日までパブリックコメントを募集した⁵。

修正版では、従来の奨励類・制限類・禁止類という3類型に対し、奨励類はそのま

⁵ http://www.ndrc.gov.cn/yjzx/yjzx_add.jsp?SiteId=122

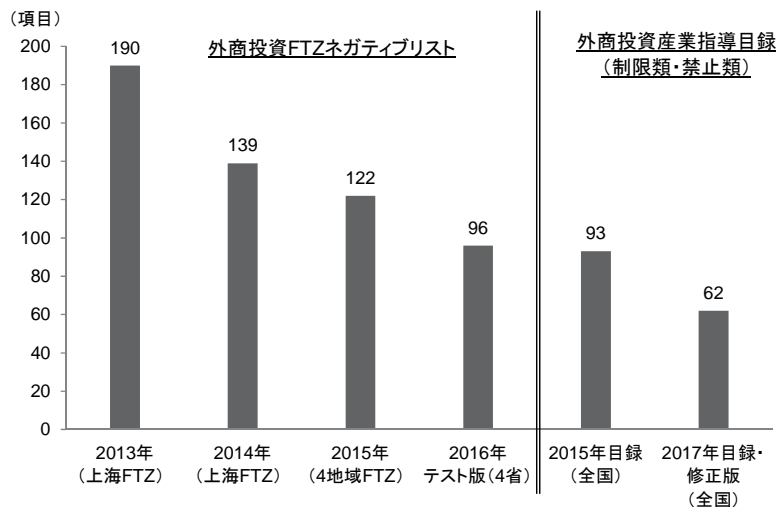
また残すものの、奨励類の中でも持分比率制限等の投資分野や、制限類・禁止類の投資分野を、「外商投資参入特別管理措置」という名称でネガティブリスト化して統合したことが特徴である。ネガティブリスト方式とは、投資分野に原則制限を設けず、制限は例外扱いとして管理する方法である。従来のポジティブリスト方式の下で新たな産業に外資を導入するためには、その都度、関連ルールの改正が必要で、かつ改正には時間も要する点が問題となっていた。

2) 自由貿易試験区（FTZ）での先行実験

ネガティブリスト方式は、2013年10月から上海市で始まった自由貿易試験区（Free Trade Zone、FTZ）での実験で、外商投資FTZネガティブリストとして外国企業向けに初めて適用された。2013年のFTZ始動当初は、190項目がネガティブリストに設定され、2014年には139項目まで減少した（図表2）。その後、2015年3月からFTZの試験区域が上海市を加えた天津市、福建省、広東省の4地域に拡大されたことを受け、ネガティブリストは122項目まで減少した。

更に、2016年4月8日、国家発展改革委員会と商務部は、「市場参入ネガティブリスト草案（テスト版）」⁶を公表した。中国政府は、従来、外資に対しては「外商投資産業指導目録」を、国内資本に対しては「産業構造調整指導目録」を設定しているが、上記テスト版は、将来、全国展開を念頭に置きながら、天津市、上海市、福建省、広東省の4省（直轄市を含む）で先行してテストするとした。中国政府は、2018年までに、国内資本を含め、全国で投資分野にネガティブリスト方式を採用することを目標にしている。

図表2 外商投資FTZネガティブリスト及び外商投資産業指導目録（制限類・禁止類）の推移



(出所) 国務院、中国（上海）自由貿易試験区、国家発展改革委員会より
野村資本市場研究所作成

⁶ http://www.sdpc.gov.cn/gzdt/201604/t20160408_797744.html

3) 修正版での取り扱い

修正版でのネガティブリスト方式の採用で、投資分野は 2015 年版から以下の通り変更された。

第一に、奨励類は、2015 年版の 349 項目から、修正版では 344 項目に変更された。

第二に、奨励類でも持分比率制限等の投資分野 19 項目、制限類 38 項目、禁止類 36 項目となっていた 2015 年版での計 93 項目を、修正版では一部の項目を統合し、制限類 35 項目、禁止類 27 項目の計 62 項目へと 31 項目削減した（前掲図表 2）。

今後、修正版が施行されれば、既に 2016 年 10 月 1 日から施行されている通り、ネガティブリスト対象外の外商投資企業の設立及び変更手続きが、従来の商務部による審査・認可制から届出制に変更されている規制緩和が活きてくることとなる。但し、金融業については、外商投資産業指導目録の修正版でも 2015 年版と同じ規制が課され、FTZ でも 2015 年版と同じ規制が課されている。

2. 各業種によって異なる外資参入規制

1) 銀行

修正版での金融業への外資参入規制のうち、銀行については従来からの規制内容に変更はない（図表 3）。

第一に、外資の中国資本の商業銀行への出資の場合、単独の外国金融機関及びその支配するまたは共同で支配する関連者が、発起人または戦略的投資家として単独の中国資本の商業銀行に投資をする場合、株式保有比率は 20% を超えてはならない。ま

図表 3 金融分野の外資参入規制

業種	設立または出資先	外商投資産業指導目録(2015年改正)	外商投資産業指導目録(2017年修正版)
銀行	中国資本の商業銀行	・単独の外国金融機関及びその支配するまたは共同で支配する関連者が、発起人または戦略的投資家として単独の中国資本の商業銀行に投資をする場合、株式保有比率は20%を超えてはならない。 ・複数の外国金融機関及びその支配するまたは共同で支配する関連者が、発起人または戦略的投資家として単独の中国資本の商業銀行に投資をする場合、株式保有比率は25%を超えてはならない。	・同左
	農村金融機関	・農村中小金融機関に投資する外国金融機関は、銀行業金融機関でなければならない。	・同左
保険	生命保険会社	・外資出資比率は50%を超えてはならない	・同左
証券	証券会社	・外資出資比率は49%を超えてはならない ・設立時点では以下の業務に限定される ①人民元普通株(A株)の引受・スポンサー業務 ②外資株(B株、H株等)の引受・スポンサー・ブローカレッジ業務 ③政府債の引受・スポンサー・ブローカレッジ・トレーディング業務 ④公司債の引受・スポンサー・ブローカレッジ・トレーディング業務 ・設立後、満2年を経過すれば、条件を満たした会社は、ライセンス内容の拡大を申請できる。	・同左
	証券投資基金管理会社	・外資出資比率は49%を超えてはならない	・同左
	先物会社	・中国側株主が支配権を有する	・同左

(出所) 国家発展改革委員会より野村資本市場研究所作成

図表 4 外国銀行のシェア（総資産）の推移

		2013年末	2014年末	2015年末
営業拠点 (数)	独資銀行	830	871	885
	合併銀行	15	15	21
	外国銀行支店	101	113	137
	計	946	999	1,043
総資産 (億元)	外資銀行・総資産	25,628	27,921	26,808
	総資産全体	1,513,547	1,723,355	1,993,454
	外国銀行のシェア	1.69%	1.62%	1.34%

(出所) 中国銀行業監督管理委員会より野村資本市場研究所作成

た、複数の外国金融機関及びその支配するまたは共同で支配する関連者が、発起人または戦略的投資家として単独の中国資本の商業銀行に投資をする場合、株式保有比率は合計で 25% を超えてはならない。

第二に、農村金融機関の場合、農村中小金融機関に投資する外国金融機関は、銀行業金融機関でなければならない。

なお、出資以外の形態として、「外資銀行条例」に基づき、外資は 100% 出資の現地法人（独資銀行）を設立することも出来る。同条例では、外国銀行を、①外資独資銀行、②中外合併銀行、③外国銀行支店、④外国銀行駐在員事務所に区分して管理している。銀監会の統計によれば、2015 年末時点の外資独資銀行が 37 行（本部が 37、傘下の支店が 306、サブブランチが 542、営業拠点数計 885）、中外合併銀行が 2 行（本部が 2、傘下の支店が 4、サブブランチが 15、営業拠点数計 21）、外国銀行支店が 114（傘下のサブブランチが 23、営業拠点数計 137）と、現地法人本部を含む全ての営業拠点数が 1,043 となっている。また、2015 年末時点の外国銀行の総資産は 2 兆 6,808 億元で、銀行業金融機関の総資産の 1.34% を占めている（図表 4）。

2) 保険

修正版では、生命保険の場合、中外合併形態で、かつ外資出資比率は 50% を超えてはならない。損害保険会社については、この限りではない。いずれも、従来からの規制内容に変更はない（前掲図表 3）。

保監会の統計によれば、外資系損害保険会社の場合、2015 年末時点の社数は 22 社（全体の 30.1%）、同年の保険料収入は 175 億元（同 2.1%）となっている（図表 5）。同様に外資系生命保険会社の場合、2015 年末時点の社数は 28 社（全体の 37.3%）、同年の保険料収入は 991 億元（同 6.2%）となっている。

図表 5 中国の保険会社のシェア（社数、保険料収入）の推移

(社、億元)

	2013年				2014年				2015年			
	社数(年末)		保険料収入(年)		社数(年末)		保険料収入(年)		社数(年末)		保険料収入(年)	
損害保険会社	シェア	シェア	シェア	シェア	シェア	シェア	シェア	シェア	シェア	シェア	シェア	
中資系	43	67.2%	6,398	98.7%	43	66.2%	7,376.6	97.8%	51	69.9%	8,249	97.9%
外資系	21	32.8%	83	1.3%	22	33.8%	167.8	2.2%	22	30.1%	175	2.1%
合計	64	100.0%	6,481	100.0%	65	100.0%	7,544.4	100.0%	73	100.0%	8,423	100.0%
生命保険会社	シェア	シェア	シェア	シェア	シェア	シェア	シェア	シェア	シェア	シェア	シェア	
中資系	42	60.0%	10,144	94.4%	43	60.6%	11,956	94.2%	47	62.7%	14,868	93.8%
外資系	28	40.0%	597	5.6%	28	39.4%	734	5.8%	28	37.3%	991	6.2%
合計	70	100.0%	10,741	100.0%	71	100.0%	12,690	100.0%	75	100.0%	15,859	100.0%

(出所) 中国保険監督管理委員会より野村資本市場研究所作成

III 証券分野への外資参入規制の現状

1. 外商投資産業指導目録上の規定

証券会社の場合、修正版では、以下のような外資進出規制が課されている。従来からの規制内容に変更はない（前掲図表3）。第一に、中外合弁形態で、外資出資比率は49%を超えてはならない⁷。第二に、設立時点では、①人民元普通株（A株）の引受・スポンサー業務、②外資株（B株、H株等）⁸の引受・スポンサー・ブローカレッジ業務、③政府債の引受・スポンサー・ブローカレッジ・トレーディング業務、④公司債の引受・スポンサー・ブローカレッジ・トレーディング業務に限定される。第三に、設立後満2年を経過すれば、条件を満たした会社は、ライセンス内容の拡大を申請できる。

他に、修正版以外に証監会が定めている細則で、以下のような規制も課されている。先ず出資比率について、単独の外資による上場内資（国内資本系）証券会社の株式保有比率（直接保有と間接支配を含む）は20%を超えてはならない。同時に、外国人投資家全体による上場内資系証券会社の株式保有比率（直接保有と間接支配を含む）は25%を超えてはならない。次に中国側合弁パートナーは中資系証券会社に限定され、そのうち1社は最低49%を保有する。

中国証券業協会の統計によれば、2015年の合弁証券会社（11社）の営業収入は284.9億元で、営業収入全体（5,751.55億元）の4.95%となっている（図表6）。

⁷ 証券投資基金管理会社も同様に、中外合弁形態で、外資出資比率は49%を超えてはならない。

⁸ 外資株のうち、中国国内の証券取引所に上場され、外国人投資家及び外貨保有の国内投資家が取引可能な株式を「B株」と呼ぶ。他に、中国国内の発行体の海外上場株も指し、香港に上場している株式の場合を「H株」と呼ぶ。

図表 6 中国証券会社の営業収入（単体ベース）

2015年				2014年			
順位	会社名	金額(億元)	営業収入全体に対する割合	順位	会社名	金額(億元)	営業収入全体に対する割合
1	中信証券	340.9	5.93%	1	国泰君安証券	134.6	5.17%
2	国泰君安証券	298.3	5.19%	2	中信証券	130.5	5.01%
3	国信証券	273.6	4.76%	3	海通証券	121.9	4.68%
4	広発証券	272.4	4.74%	4	広発証券	111.7	4.29%
5	海通証券	256.9	4.47%	5	国信証券	109.2	4.19%
6	銀河証券	249.2	4.33%	6	銀河証券	105.7	4.06%
7	申万宏源証券	233.4	4.06%	7	招商証券	101.3	3.89%
8	招商証券	231.8	4.03%	8	華泰証券	96.7	3.72%
9	華泰証券	216.1	3.76%	9	中信建投証券	81.3	3.12%
10	中信建投証券	180.0	3.13%	10	申万宏源証券	75.5	2.90%
上位10社合計		2,552.8	44.38%	上位10社合計		1,068.5	41.05%
11	光大証券(光大グループ系)	133.2	2.32%	11	光大証券(光大グループ系)	52.2	2.01%
23	中国国際金融(米TPG・KKR、GIC等系)	60.3	1.05%	20	中国国際金融(米TPG・KKR、GIC等系)	34.5	1.33%
32	中銀国際証券(中国銀行系)	46.5	0.81%	30	中銀国際証券(中国銀行系)	24.7	0.95%
84	瑞銀証券(UBS系)	12.1	0.21%	71	瑞銀証券(UBS系)	9.2	0.35%
97	中德証券(ドイツ銀行系)	7.7	0.13%	81	高盛高華証券(ゴールドマン・サックス系)	6.5	0.25%
98	東方花旗証券(シティグループ系)	7.1	0.12%	89	東方花旗証券(シティグループ系)	4.1	0.16%
106	摩根士丹利華鑫証券(モルガン・スタンレー系)	5.4	0.09%	92	摩根士丹利華鑫証券(モルガン・スタンレー系)	4.0	0.15%
109	高盛高華証券(ゴールドマン・サックス系)	5.1	0.09%	98	中德証券(ドイツ銀行系)	3.1	0.12%
115	華英証券(交通銀行系)	3.3	0.06%	102	第一創業摩根大通証券(J.P.モルガン系)	2.6	0.10%
118	第一創業摩根大通証券(J.P.モルガン系)	2.5	0.04%	105	華英証券(交通銀行系)	2.2	0.08%
122	瑞信方正証券(クレディ・スイス系)	1.7	0.03%	108	瑞信方正証券(クレディ・スイス系)	1.7	0.06%
合併証券会社合計		284.9	4.95%	合併証券会社合計		144.7	5.56%

(注) 網掛けは合併会社。

(出所) 中国証券業協会より野村資本市場研究所作成

2. 香港資本への優遇策

1) 証券会社に適用される2つの優遇策

香港資本の中国本土のサービス業への進出の場合、中国本土と香港間の経済貿易緊密化協定(CEPA)の枠組みの下で、優遇策が付与されている業種がある。例えば、証券会社の優遇制度の場合、最大で49%となる外資出資比率及びライセンスの制限が課される中央レベルやFTZでの外資参入規制とは異なっている。具体的には、2013年8月29日に締結されたCEPA第10次補充協定で、以下の2つに分類される優遇策が設定されている(図表7)。

(1) 地域限定型

一つ目は地域限定型で、上海市、広東省、深圳市で設立する合併証券会社を対象とした優遇制度である。深圳市は、経済特区として、広東省とは異なる行政単位であるため、地域限定型では、それぞれに合併証券会社を設立することが可能である。

地域限定型の優遇制度の内容は、①香港資本金融機関の出資比率は最大51%で、各地で1社まで設立可能、②フルライセンスが可能、③中国側合併パートナーは、中資系証券会社に限定されない、となっている。そのうち、③については、証券会社以外の中国資本も、合併パートナーになり得ることを意味しており、合併パートナーの選択肢を広げている。

香港資本の金融機関に対しては、出資比率で過半数を確保した上で、中国の証券会社以外の資本とライセンスの範囲を拡大した上で、合併証券会社の設立申請を行うことが可能となった。

図表 7 証券業への外資参入規制 (2017年2月時点)

分類	外商投資産業指導目録 (2017年修正版)	外商投資FTZネガティブリスト (2015年版)	CEPA第10次補充協定 (地域限定型)	CEPA第10次補充協定 (金融改革試験区型)
	全国が対象	上海市、天津市、広東省、 福建省が対象	上海市、広東省、深圳市が対象	金融改革試験区が対象
証券会社 制限	外資出資比率が49%を超えない。 単独の外資による上場内資(国内 資本系)証券会社の株式保有比率 (直接保有と間接支配を含む)は 20%を超えてはならない。 同時に、外資全体による上場内資 系証券会社の株式保有比率(直接 保有と間接支配を含む)は25%を超 えてはならない。	外資出資比率が49%を超えない。 同左(制限類との位置づけ)。	香港資本金融機関の出資比率は 最大51%。各地1社まで。	香港資本金融機関の出資比率は 最大49%。各試験区1社まで。 中国側単独株主が49%を保有す るという要件は適用しない。
	①人民元普通株(A株)の引受・ス ポンサー業務、②外資株(B株、H株 等)の引受・スポンサー・ブローカ レッジ業務、③政府債の引受・スポ ンサー・ブローカレッジ・トレーディ ング業務、④公司債の引受・スポ ンサー・ブローカレッジ・トレーディ ングに限定。	同左(制限類との位置づけ)。	フルライセンスが可能。	フルライセンスが可能。
	合弁会社設立後、経営期間が満2 年を経過すれば、ライセンス内容の 拡大を申請できる。	同左(制限類との位置づけ)。	—	—
	中国側合弁パートナーは、中資系 証券会社に限定される。	中国側合弁パートナーは、中資系 証券会社に限定されない(上海金 融40条)。	中国側合弁パートナーは、中資系 証券会社に限定されない。	—

(出所) 国務院、国家発展改革委員会、商務部、中国证券监督管理委员会、香港貿易発展局より野村資本市場
研究所作成

(2) 金融改革試験区型

二つ目は金融改革試験区型で、中国各地で国務院により設定されている金融改革試
験区で設立する合弁証券会社を対象とした優遇制度である。

金融改革試験区型の優遇制度の内容は、①香港資本金融機関の出資比率は最大
49%で、各試験区で1社まで新規設立可能、②フルライセンスが可能、③中国側合弁
パートナーは、中資系証券会社に限定されず、中国側単独株主が49%を保有する
という要件は適用しない、となっている。そのうち、③については、証券会社以外の複
数の中国資本も、計51%以上を出資して合弁パートナーになり得ることを意味して
おり、合弁パートナーの選択肢を広げている。

香港資本の金融機関に対しては、49%の出資比率が上限とはなるが、ライセンスの
範囲を拡大した上で、複数の中国側株主と合弁証券会社の設立申請を行うことが可能
となった。

2) 香港資本向け優遇制度を使った合弁証券会社の設立

(1) 申港証券のケース

香港資本向け優遇制度を使った合弁証券会社の第1号は、2016年3月14日、証監
会から設立認可が発表された「申港証券」である(図表8)⁹。登録資本金は35億元
で、香港資本が計34.85%を出資する。登記地は中国(上海)自由貿易試験区(上海
FTZ)で、金融改革試験区型となる。

⁹ http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306208/201603/t20160315_294243.htm

図表 8 CEPA の枠組みの下での香港資本による合併証券会社（新設）

順番	証券会社名	設立時期	登記地	登録 資本金	主要株主(外資)		主要株主(中資)		利用スキーム	取得ライセンス
						出資比率		出資比率		
1	申港証券	2016年10月	中国(上海) 自由貿易 試験区	35億元	民信金控有限公司 (* 香港の投資会社)	15%	賽領国際投資基金(上海) 有限公司(* 上海のファンド 管理会社)	10%	CEPA第10次補 充協定(金融改 革試験区型)	証券のブローカレッジ業務 引受・スポンサー業務 トレーディング業務 資産管理業務
					民衆証券有限公司 (* 香港の証券会社)	15%	上海長甲投資有限公司(* 上海の民間投資会社)	10%		
					嘉泰新興資本管理 有限公司(* 香港の 投資会社)	4.85%	中誠信投資有限公司(* 北 京のVC管理会社) 北京国沢資本管理有限公 司(* 北京の投資会社)	10%		
2	華菁証券	2016年11月	上海市	10億元	万誠証券有限公司 (* 香港の証券会社)	49%	上海光線投資持株有限公 司(* 上海のメディア商品開 発、メディア業界投資会社)	46.1%	CEPA第10次補 充協定(地域限 定型)	証券のブローカレッジ業務 投資顧問業務 引受・スポンサー業務 資産管理業務
							無錫群興株權投資管理有 限公司(* 無錫の投資会社)	4.9%		

(出所) 中国証券監督管理委員会より野村資本市場研究所作成

申港証券のライセンスは、①ブローカレッジ業務、②引受・スポンサー業務、③トレーディング業務、④資産管理業務となっており、中央レベルの規制とは異なり、A株のブローカレッジ業務とトレーディング業務が最初から認められ、資産管理業務も「証券」と業務の対象を幅広く読める形で設立当初の段階から行うことができる。証監会の設立認可後、申港証券は同年10月18日に開業した。

(2) 華菁証券のケース

2016年4月20日、第2号の「華菁証券」の設立認可が証監会から発表された（前掲図表8）。登録資本金は10億元で、香港資本が49%を出資する。登記地は上海市で、地域限定型となる。

華菁証券のライセンスは、①ブローカレッジ業務、②投資顧問業務、③引受・スポンサー業務、④資産管理業務となっており、申港証券のようにトレーディング業務は含まれていないが、投資顧問業務が入っていることが特徴である。申港証券同様、経営期間が満1年を経過すれば、その他の証券業務のライセンスを申請することができ、フルライセンスの証券会社になることができることで共通している。証監会の設立認可後、華菁証券は同年11月29日に開業した。

IV 金融面での外国企業の支援策

1. 外国企業による資金調達ルートの拡大

1) 資本市場の活用

新外資政策には、金融面での外国企業の支援策も含まれている。その一つが、外国企業による株式市場や債券市場を活用した資金調達ルートの拡大である。

市場として想定されているのが、株式市場では「主板」と呼ばれるメインボード（上海・深圳両証券取引所）、「中小企業板」と呼ばれる中小企業向け発行市場（深

圳証券取引所)、「創業板」と呼ばれる新興市場(深圳証券取引所)、「新三板」と呼ばれる店頭市場(全国中小企業株式譲渡システム、運営会社は北京)となっている。また、債券市場では、企業債、公司債、転換社債、非金融企業の債務調達手段(銀行間債券市場で取引)の外国企業の活用が想定されている。

2) 株式発行市場の活用の可能性

中国では、現地法人としての外国企業の人民元普通株(A株)に関する公開及び上場に関する法的枠組み自体は存在する¹⁰。但し、上場に当たっては、いくつかの条件がある。第一に、株式会社の形態への移行が必要である。有限会社の形態で設立していた場合には、企業登録変更の手続き等が発生する。第二に、発起人は5名で、うち中国側株主が半数以上の3名でなければならない。合弁会社の場合、外資保有持分の一部を中国側に譲渡しなければならないケースも発生しよう。第三に、上場後の外資持分は株式資本総額の10%を下回ってはならない。第四に、上場後、外資持分の割合が株式資本総額の25%を下回った場合には、外国企業としての法的地位を失い、内資企業となる。換言すれば、外国企業としての税制面等での優遇政策を享受できなくなる。

過去の外国企業の上場実績を見ると、日本企業や外資に分類される台湾企業のケースが2007年までは確認できている。その後、中国当局は、上海証券取引所に「国際板」を設立し、非居住者としての外国企業が、直接、A株を発行・上場できる専用市場を構築しようとした時期もあったが¹¹、2008年にグローバル金融危機が発生して以降は、時期尚早と判断されたためか、今なお実現には至っていない。新外資政策を受けた、中国当局の制度設計がどのようなになるかが注目される。

3) 債券発行市場の活用の可能性

中国では、社債市場として、1987年から国家的プロジェクトの資金調達を念頭に企業債が導入され、国家発展改革委員会が管理している。2007年には、上場会社が発行する公司債が導入された。いずれも、公募債で、原則、証監会が管理する証券取引所で流通・売買される。

一方、中国には、中国人民銀行が管理する銀行間債券市場があり、2005年に短期融資債券と呼ばれるCP(コマーシャル・ペーパー)が導入され、2008年には同様に中期手形と呼ばれるMTN(ミディアム・ターム・ノート)が導入された。また、MTNの導入の際、それまでの中国人民銀行による直接認可制が緩和され、自主規制機関である中国銀行間市場取引者協会が発行登録を行う仕組みに改められた。銀行間債券市場では、発行される債券の「非金融機関が発行する債務調達手段」と定義して、

¹⁰ 関根栄一「再び注目を集める外資系企業の中国国内上場について」『資本市場クォーターリー』2008年夏号。

¹¹ 関根栄一「中央政府の承認を受け動き出した上海国際金融センター構想」『資本市場クォーターリー』2009年夏号。

様々な銘柄が発行される余地を残している。

中国で設立された外国企業（現地法人）も、これまで銀行間債券市場での発行実績が見られる。日系金融機関や事業会社でも、メガバンクによる金融債の発行、事業会社による CP の発行、自動車金融会社による資産担保証券（ABS）の発行の実績がある。新外資政策を受け、更に発行条件に何らかの緩和が行われるかどうか注目される。

2. キャッシュマネジメントの規制緩和

1) 規制緩和の検討を明記

新外資政策には、海外のグローバル企業の越境キャッシュマネジメントに向けた規制緩和も盛り込まれている。内容としては、グローバル企業の中国国内での地域本部や決済センター等の設立を積極的に誘導し、同企業が人民元・外貨資金の集中運営を容認し、外商投資企業の資金の双方向の移動を促進し、資金の使用効率と投資の利便性の水準を高めるとしている。

併せて、外国企業のオフショアからの借入能力も高めるとしている。内容としては、外国企業の外債（対外債務）管理制度を整備し、中国企業と外国企業の外債管理を統一し、企業の外為管理を改善し、外国企業のオフショアからの借入能力と利便性を向上させるとした。

2) 越境キャッシュマネジメントの規制緩和の経緯

越境キャッシュマネジメントの規制緩和の内容は、技術的かつ実務的に複雑多岐にわたるため、ここでは基本的な考え方のみを説明する。

第一に、最初に 2013 年 10 月から始まった上海 FTZ で、企業に特別口座としての自由貿易口座（FT 口座）の開設を容認して越境キャッシュマネジメントの実験を行い、その後、一部の地域や、全国に展開するという手順で行われている。

第二に、同じキャッシュマネジメントでも、人民元と外貨を区別して実施している。

第三に、オフショアからの借入については、従来、外国企業に課されていた総投資枠から資本金を控除した借入枠（外債枠）を適用するフローでの管理手法から、マクロブルーデンス管理モデルと呼ばれる企業の純資産額を上限に人民元と外貨のオフショアからの借入金額をストック（残高）で管理する手法に変更を行い、借入枠の拡大を図ろうとしている。同時に、オフショアからの借入の利便性を向上させるため、外貨建ての資本金の人民元転や、外債の人民元転の規制緩和も、段階的に行われてきている。

3) 日本の銀行・企業の活用事例

人民元の越境キャッシュマネジメントについては、2014 年 2 月から上海 FTZ で実験が行われ、同年 11 月に全国に拡大されている。その後、2015 年 9 月には、企業の

参加資格や、中国国内への資金流入額の拡大に向けた規制緩和が行われている。また、オフショアからの借入に関する前述のマクロプルーデンス管理モデルについては、2015年2月に上海 FTZ で実験が始められ、2016年1月に FTZ 4 地域（上海市、広東省、天津市、福建省）に拡大し、同年5月からは全国に拡大されている。上海 FTZ には、2013年10月の始動直後に日本のメガ3行も営業拠点を設け、FT口座の開設など、上海 FTZ での規制緩和に伴う金融サービス業務を展開している。

また、日本企業の中にも、邦字紙で、TDK のように、外貨を対象に、中国国内の統括会社が一括して中国子会社から中国国外への送金や中国子会社への入金を行う仕組みを導入している事例があることが紹介されている¹²。TDK の場合は、シティバンク銀行のシステムを使うとのことである。

他に、日立製作所は、2015年7月、人民元を対象に、クロスボーダー・プーリング制度を導入したと発表している¹³。同制度の導入によって、例えば中国国内で資金が不足した場合には、日本の余剰資金を中国へ送金することで、機動的に中国国内における日立グループに資金を貸し出すことが可能になることや、逆に中国国内の資金が余剰となった場合には、人民元の余剰資金を日本へ送金するなど、グループ内における資金の流動性を高めることができると紹介している。日立製作所が導入した同制度は、上海 FTZ の規制緩和を利用して、中国工商銀行と提携して実現している。

4) 2016年から伸び悩むクロスボーダー人民元決済金額

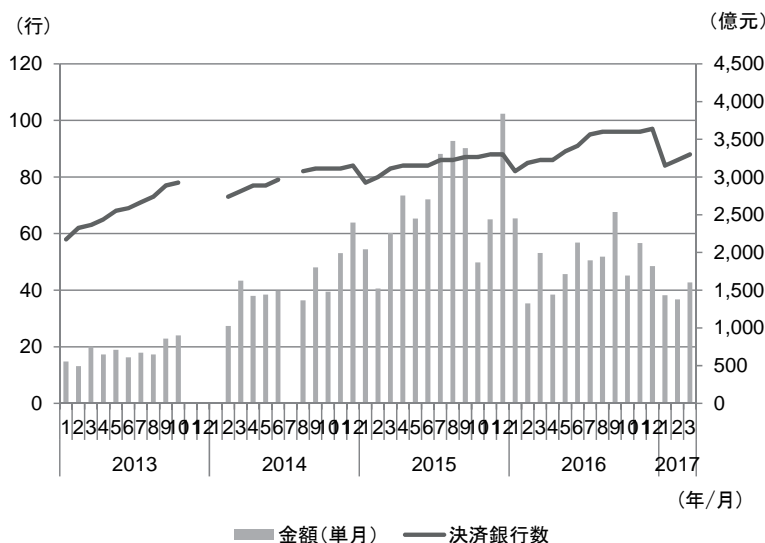
上海 FTZ から始まった越境キャッシュマネジメントの実験により、上海市のクロスボーダー人民元決済金額は、2014年から2015年にかけて大きな伸びを示している（図表9）。これを月平均で見ると、2013年の685億元から、2014年には1,604億元、2015年には2,670億元にまで拡大している。ところが、2016年には1,923億元に減少し、2017年は1月から3月までの3ヵ月間を対象であるが、1,471億元にまで減少している。

クロスボーダー人民元決済金額の減少は、上海だけに限った現象ではない。クロスボーダー人民元決済のうち、主要な割合を占める人民元建て貿易決済金額は、2015年の7兆2,343億元から、2016年には5兆2,275億元へと、前年比で27.7%減少した。同金額が前年比で減少したのは、2009年に人民元建て貿易決済が解禁されて以来、初めてのことである。他に、人民元建て対内直接投資金額も、2015年の1兆5,871億元から、2016年には1兆3,988億元へと、前年比で11.2%減少した。クロスボーダー人民元決済金額の減少の背景には、2年連続で減少した貿易総額、対内直接投資の伸び率の鈍化、人民元安予測に伴う外貨建て取引の増加などが考えられる。新外資政策によって、クロスボーダー人民元決済金額の2016年の減少に歯止めがかかるかどうかは、今後の規制緩和の内容次第と言えよう。

¹² 2014年9月9日付日本経済新聞。

¹³ 日立製作所、日立（中国）財務有限公司ニュースリリース（2015年7月24日）参照。

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

V 結びにかえて

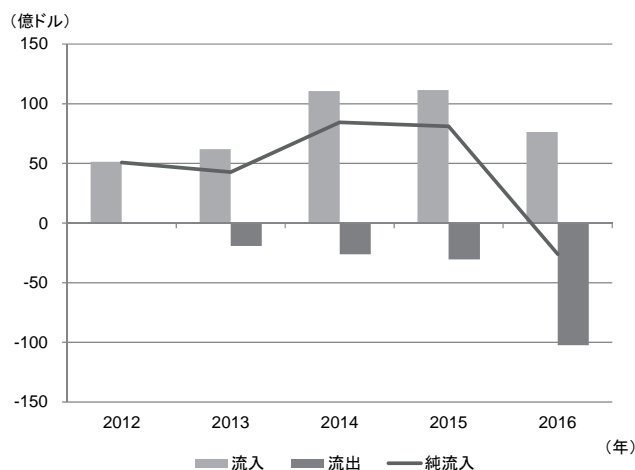
1. 中国金融機関への対内直接投資の回復は実現するか

前述のクロスボーダー人民元決済だけではなく、中国金融機関への対内直接投資に関する商務部以外の統計を見ても、2016年は流入のペースに変化が起きている。

例えば、国家外貨管理局が四半期ごとに公表している統計を年度ベースで整理すると、2015年の中国金融機関への対内直接投資の流入額は112億ドル、流出額は30億ドルで、流入額と流出額を相殺すると81億ドルの純流入となっている(図表10)。これに対し、2016年の中国金融機関への対内直接投資の流入額は76億ドル、流出額は102億ドルで、流入額と流出額を相殺すると26億ドルの純流出となった。通年で純流出となったのは、この統計で遡れる過去5年間を見る限り、2016年が初めてである。

また、この国家外貨管理局の統計のうち、中国金融機関への対内直接投資残高、2015年末時点の1,285億ドルから、2016年末時点では1,277億ドルと、前年比で8億ドル減少、伸び率は0.62%減となっている。残高や伸び率の減少も、この統計で遡れる過去5年間を見る限り、やはり2016年が初めてである。商務部以上に、金融当局は、中国金融機関への対内直接投資の減少のプレッシャーを受けているとも言え、新外資政策によって、2017年以降、対内直接投資の減少に歯止めがかかるかどうか注目される。

図表 10 中国金融機関への対内直接投資（年次ベース）



(出所) CEIC より野村資本市場研究所作成

2. 先進国政府との経済対話の観点

中国の金融業には、中国政府と先進国政府との経済対話の枠組みでも、更なる市場開放の要請がなされてきた経緯がある¹⁴。

例えば、中国と米国との間では米中戦略・経済対話（S&ED）が毎年開催されており、2016年6月6日～7日に北京で開催された第8回対話では、資本市場への参入規制に関し、中国政府は、①証券・基金業界への外資参入は業界の競争力と国際的な影響力の向上に有利であるとの認識、②条件を満たした外国金融機関の証券会社・基金管理会社の資本参画に関し、保有比率上限の段階的に引き上げ、を表明している¹⁵。また、私募基金管理会社への外資参入に関し、中国政府は、①条件を満たした外資独資または合弁による私募基金管理会社の登記申請の歓迎、②同社の規定に従った流通市場での私募証券基金業務への参加、③外資の同業務への参入に関する管理監督と資格条件を公表すること、を表明している。この資本市場と私募基金業務への参入規制に関しては、同年11月10日にロンドンで開催された中国と英国との第8回英中経済財政金融対話でも、中国政府は同様の市場開放の表明を行っている¹⁶。2つの市場開放の要請項目のうち、後者の私募基金への外資参入に関しては、2017年1月3日、米フィデリティの上海現地法人の外資独資による私募証券投資基金管理者としての中国証券投資基金業協会への登記が完了し、既に実現している¹⁷。

新外資政策の下での金融業の開放には、中国政府の二国間の経済対話に基づく対外経済政策という側面もある。特に米国のオバマ前政権との間では、ネガティブリスト方式を採用した二国間投資協定（BIT）の交渉を進めてきており、中国の金融業の開放も争点に

¹⁴ 関根栄一「金融協力を進める中国の動きと日中金融協力の行方」『野村資本市場クォーターリー』2016年冬号（ウェブサイト版）。

¹⁵ http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/201606/t20160612_2320973.htm

¹⁶ http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/201611/t20161111_2456130.htm

¹⁷ <http://news.cnstock.com/news,yw-201701-3996690.htm>

なってきたものと推察される。今後、中国政府が、米国のトランプ新大統領の間でどのような対外経済政策を進めていくのかによって、金融業の開放の内容や開放の実施時期も左右される可能性がある¹⁸。

3. 当面は上海 FTZ での実験が焦点

新外資政策での金融業の今後の開放の進め方について、前述の商務部・王副部長は、2017年1月6日の記者会見で、①具体的な時間軸と内容について、金融当局と協議する必要がある、②金融業の開放に当たっては（金融市場や金融機関での）リスクの発生防止を非常に注視している、と発言している。後者に関しては、リスクのモニタリングのため、先ずは上海 FTZ で金融業の開放の実験を行い、リスクのコントロールが可能かどうかを見極め、もしコントロール可能であれば、全国にも開放を展開していく方針としている。

この上海 FTZ での実験に関し、2017年3月24日に開催された中国共産党の中央全面深化改革領導グループの会議において、「中国（上海）自由貿易試験区の改革開放の全面深化プラン」が採択された¹⁹。同グループは、習近平党総書記が自らトップを務める中国共産党内の改革推進のための司令塔に当たる党内組織であり、金融業も含めた上海 FTZ での改革開放をトップダウンで行う方針を内外に明らかにしたものと言える。同会議直後の同年3月31日には、国務院が当該プランを公表した²⁰。金融分野では、2015年10月30日に中国人民銀行、商務部、証监会等の7省庁が共同で公布した「中国（上海）自由貿易試験区の金融開放革新試行の更なる推進と上海国際金融センター建設の加速プラン」²¹の内容を積極的かつ秩序立てて推進していくとした。この2015年10月のプランは、合計で40条から構成されることから、「上海金改40条」とも言われている。外資金融機関の上海 FTZ での合弁証券会社設立に関し、上海金改40条の18条では、①中国資本株主を証券会社に限定しない、②業務範囲を拡大する²²としているが、③外資出資比率は49%を上限にしたままの内容となっている。上海金改40条の細則は本稿執筆時点でもまだ出ていないものの、外資出資比率の上限規制については、今回の新外資政策で規制緩和の方向で更に見直していくのかどうか、政策面の整合性に課題が残る。

上海 FTZ は、元々、サービス業の対外開放を行う実験地としても位置付けられているものでもあり、新外資政策の下で、国内政策と対外政策を一体化させて金融業の開放をどのように進めていくのか、引き続き注目される。

¹⁸ 2017年4月6日～7日に習近平国家主席が訪米して行われた米トランプ大統領との初の首脳会談で、米中両首脳は、①外交・安全保障、②経済全体、③法執行・サイバーセキュリティ、④社会・文化交流、の4分野でハイレベル対話を行っていくことで合意した。

¹⁹ <http://cpc.people.com.cn/n1/2017/0324/c64094-29167984.html>

²⁰ http://www.gov.cn/zhengce/content/2017-03/31/content_5182392.htm

²¹ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2970998/index.html>

²² 業務範囲の拡大とも関わるが、上海金改40条には、上海 FTZ で、①証券会社にも FT 口座の開設を認めること（2条）、②証券会社がブローカレッジと資産管理のクロスボーダー業務を行うことを支援（16条）、③証券会社が海外の証券先物取引やデリバティブ取引の実験に参加することを支援（同条）、④適格国内個人投資家による対外投資（実業投資、不動産投資、金融投資）を容認すること（3条）、が盛り込まれている。