

## 2020年に向けて加速する上海国際金融センター構想 —私募ファンドや外国人投資家の市場参入促進が鍵—

関根 栄一

### ■ 要 約 ■

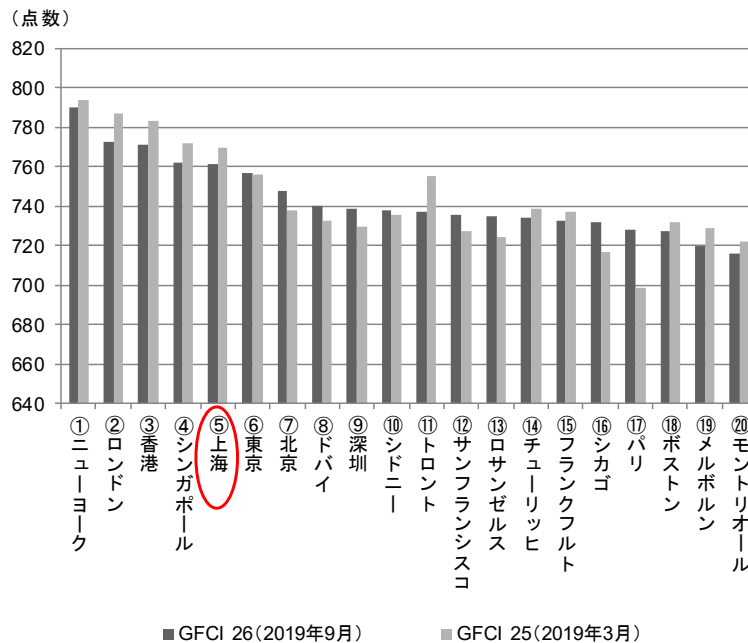
1. 直接金融比率の引き上げと多様な資本市場の健全な発展という中国共産党の方針に基づき、中央政府は「上海国際金融センター建設行動プラン（2018—2020年）」を公表し、2020年を目標に、上海の国際金融センター化を加速する政策を打ち出している。
2. 中央政府の方針・政策を受け、上海市政府も、2019年に入り、国際金融センター化の促進をイノベーションの推進と結びつけた市政府固有の政策を相次いで公表している。中でも、上海が全国の科学技術創新企業の資金調達を支援したり、私募ファンドや外国人投資家による上海向け投資を促進しようとしている。
3. イノベーションに関する中国国内での上海の位置づけを見ると、地域別の研究開発（R&D）支出や新製品販売収入ではそれぞれ5位で（2018年）、国内第1位の広東省には及ばない水準であるものの、私募ファンドの集積では国内トップクラスの位置にある。
4. 金融業の対外開放が加速する中、外資の私募ファンド業界への進出に関する優遇策の設定や、投資後の退出ルートの整備は、上海にとってもメリットが大きく、今後の政府による検討動向が注目される。

## I. 上海の国際金融センターとしての地位向上

2019年9月19日、ロンドン市は、経済協力開発機構（OECD）などによる指数を用いた評価と、アンケートに基づく評価を組み合わせた世界金融センター指数（Global Financial Centres Index、GFCI）の第26回目の調査結果（GFCI26）を公表した<sup>1</sup>。GFCI26によれば、第1位がニューヨーク（790点）、第2位がロンドン（773点）、第3位が香港（771点）である一方、上海は世界第5位と前回と同順位を維持し、点数は前回の770から761へと9点減少したものの、2019年3月のGFCI25以来、2回連続、東京の順位を上回った（図表1）。

上海の国際金融センターとしての地位向上が続いてはいるものの、中国全体の金融仲介は引き続き銀行中心であり、株式市場でも、売買は個人投資家が8割以上を占め、外国人投資家の参加比率も2019年9月末時点で3.2%に過ぎない。上海の国際金融センター化を加速することは、2017年10月の中国共産党第19回党大会の政治報告に盛り込まれた①直接金融比率の引き上げと、②多様な資本市場の健全な発展につながることから、中央政府・上海市政府の双方から重視されている。上海の国際金融センター化の加速に向けた関連政策の動きは、特に2019年に入ってから顕著になってきている。

図表1 GFCI 26（2019年9月）



（出所）“The Global Financial Centers Index 26”より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> <https://www.longfinance.net/publications/long-finance-reports/global-financial-centres-index-26/>

## Ⅱ. 上海の国際金融センター化の加速に向けた政策

### 1. 中央政府レベルの政策

#### 1) 2018年から2020年までの行動プランの公表

2019年1月31日、中国人民銀行等の中央政府は、2018年に遡及する形で向こう3年間の「上海国際金融センター建設行動プラン（2018-2020年）」<sup>2</sup>を公表した。同プランは、第13次5ヵ年計画（2016年～2020年）<sup>3</sup>、金融分野の第13次5ヵ年計画としての現代金融体系計画<sup>4</sup>、2009年4月に国務院から公表された上海国際金融センター構想<sup>5</sup>などの政策の考え方を踏まえ、中国人民銀行以外に、国家発展改革委員会、科学技術部、工業・情報化部、財政部、中国銀行保険監督管理委員会、中国証券監督管理委員会（証監会）、国家外為管理局の合計8部門が共同で制定し、上海市政府に下達したものである。

原文に基づくと、同プランでは、2020年までに上海が、①人民元建て商品が主導する形で、金融資源の比較的強い配分能力と拡散能力を有したグローバルな金融市場としての地位を確立し、②公平で法に基づき、イノベーションと高い効率性を有し、透明で開放的な金融サービス体系を基本的に形成し、③中国の経済的実力と人民元の国際的地位に相応しい国際金融センターを基本的に建設し、グローバル金融センターの上位に入ることを目標としている。

#### 2) 同プランの達成に関する指標

同プランの達成に向けて、定量的な指標は言及されていないものの、定性的な指標が取り上げられている。

第一に、金融分野の国際化のレベルを一段と高めるとしている。イメージとしては、2020年までに、①上海の金融市場に参加する外国人投資家の規模を大きく拡大すること、②債券市場の規模を国際的に大きく拡大すること、③上海の金融市場の国際的な影響力を著しく高めること、④上海の外為市場の規模を大きく拡大すること、としている。

第二に、金融サービス機能をさらに改善するとしている。金融仲介における直接金融、特にエクイティファイナンスの比率を高め、人民元の越境取引・決済制度をさらに整備するとしている。

第三に、金融業の発展環境をさらに最適化するとしている。2020年までに、上海の金融

<sup>2</sup> <http://www.pbc.gov.cn/zhengwugongkai/127924/128038/128109/3758540/2019013114370538719.pdf>

<sup>3</sup> 関根栄一「中国の第13次5ヵ年計画要綱から見る金融改革の展望」『野村資本市場クォーターリー』2016年春号（ウェブサイト版）参照。

<sup>4</sup> 2018年5月、中国人民銀行が主導する形で、国家発展改革委員会、科学技術部、工業・情報化部、財政部、農業部、中国銀行保険監督管理委員会、中国証券監督管理委員会の9部門が共同で制定。

<sup>5</sup> 正式名称は「上海が現代サービス業と先進製造業の発展を加速させ、国際金融センター及び国際運輸センターの建設を推進することに関する国務院意見」で、上海国際金融センターの建設目標時期を2020年に設定している。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（ウェブサイト版）参照。

人材の構成を更に最適化し、金融業の発展環境の国際競争力を著しく高め、金融業への管理監督及びリスク防止能力の有効性を高めるとしている。

### 3) 直接金融の拡大に向けた方向性

同プランの内容を更に見ると、金融仲介における直接金融の拡大に向けて、以下のような方向性が出ている。

まず、発行市場のうち、株式市場では、上海証券取引所に新興市場（科創板）を設け、株式発行登録制度を実験するとしている。イノベーション型企業の上場条件の緩和と、従来の証監会による発行審査・認可制度からの転換に向けた科創板の導入は、2019年7月22日に実現し、第一陣として25社が上場している<sup>6</sup>。また、債券市場では、債券発行における登録制度を推進・整備するとしている。銀行間債券市場・証券取引所ともに、銘柄によっては、金融当局による審査・認可制が続いており、今後の制度改革に向けた動きが注目される。

次に、資産運用市場の整備や対外開放では、銀行の資産管理子会社の上海への本部誘致、適格海外有限責任組合（Qualified Foreign Limited Partner、QFLP）や適格国内有限責任組合（Qualified Domestic Limited Partner、QDLP）のテストの拡大が盛り込まれている。他に、外国人投資家による中国本土の人民元建て債券投資の積極的推進は、債券通（ボンドコネクト）の制度拡充につながるものとして、また海外の個人投資家による中国本土市場への直接投資制度の積極的検討は、対内証券投資の投資主体の多様化につながるものとして、それぞれ注目される。

## 2. 上海市政府としての政策

### 1) イノベーションの推進を同時に追求

2020年までの行動プランには、「国家の発展戦略に注目し、金融業の実体経済へのサービス提供能力を強化する」という方向性の一つとして、上海の科学技術創新センターの建設への支援を強化するとの項目がある。これは、2018年11月の第1回中国国際輸入博覧会において、習近平国家主席がスピーチの中で発表した「上海証券取引所で科創板を設立し、同時に登録制の実験を行って、上海国際金融センター及び科学技術創新センターの建設を支援し、資本市場の基礎制度を絶えず改善する」という内容を反映したものと思われる。

行動プランでは、イノベーション主導発展戦略を徹底的に実施し、戦略的新興産業の発展と製造強国の建設を支援するとした上で、次世代情報技術（IT）、ハイエンド設備、新素材、バイオメディカル、スマート製造、シェアリングエコノミー、コンピューターグラフィクス等の重点産業への金融支援を強化するとしている。

<sup>6</sup> 関根栄一「上海での新興市場（科創板）の創設と今後の展望－イノベーション型企業の資金調達を支援－」『野村資本市場クォーターリー』2019年秋号参照。

## 2) 上海発のイノベーションを重視

2020年までの行動プランを受け、上海市政府は、金融及びイノベーション面で、2019年以降、順次、以下のような政策を中央政府の方針と呼応する形で打ち出している。

一つ目が、2019年3月20日に制定された「科学技術体制メカニズム改革の深化と科学技術創新センターの本拠地としての能力の強化をさらに進めるための意見」<sup>7</sup>である。この意見は、2020年までのイノベーションに関するエコシステムの早期形成と、2035年までのグローバルな影響力を有するセンター形成の二段階から目標時期が設定されている。

金融面のうち、発行市場では、「多様な資本市場を発展させ、上海証券取引所での科创板の設立と登録制の実験を契機として、優良な科学技術創新企業の上場を支援する」とした。上海市がイノベーションの推進と科创板の創設とを中長期的に結びつけていることが分かる。また、イノベーションへの直接金融を通じた投資振興については、①政府誘導基金の運用制度を改革し、市場化されたベンチャーキャピタルファンド（創業投資基金）を大きく発展させること、②国内外の投資機関がベンチャーキャピタルファンドを組成するのを奨励し、グローバルな科学技術創新に向けた資源の発掘・育成メカニズムを構築すること、を盛り込んでいる。上海には、前者では上海市政府が設立した上海市創業投資誘導基金（Venture Capital Guiding Fund of Shanghai, VCGFSH）が代表的存在としてあり、後者ではVCGFSHが出資する上海双创投資中心（有限責任組合）（SHiVC）<sup>8</sup>がある。

## 3) 上海でのイノベーション向け投資を促進

二つ目が、2019年7月30日に制定された「上海でのベンチャーキャピタル投資の持続的かつ健全で質の高い発展の促進に関する若干の意見」<sup>9</sup>である。この意見の制定の目的は、ベンチャーキャピタル投資を奨励・支援し、エンジェル投資を推進し、イノベーションや起業への支援の役割を十分に発揮させることにある。

この意見は、①政府投資基金の役割、②創業投資と先進的な金融技術の連動、③創業投資と産業発展の推進、④人材政策の強化の4分野、合計20条から構成される。上記4分野のうち、第2番目の中にある創業投資企業の資金調達ルートの多様化では、自由貿易試験区（FTZ）における特別口座、いわゆる自由貿易（FT）口座の活用が盛り込まれ、担当部門として、上海市金融工作局、上海市発展改革委員会、中国人民銀行上海本部、上海証監局等が明記された。具体的には、第一に、金融機関がFT口座を通じて、科学技術創新企業のためにベンチャーキャピタルからの投資資金を調達したり、海外からファイナンスを行ったりと、国境を越えた金融サービスの提供を支援するとしている。第二に、金融機関がFT口座を通じて、海外のベンチャーキャピタル投資家が中国国内の科学技術創新企業への投資を行うための決済業務を提供するのを支援するとしている。

ベンチャーキャピタル投資への資金源の調達ルートとして、モノの貿易やサービス取引

<sup>7</sup> <http://www.shanghai.gov.cn/nw2/nw2314/nw2319/nw12344/u26aw58458.html>

<sup>8</sup> <http://www.shivc.com.cn/>

<sup>9</sup> <http://www.shanghai.gov.cn/nw2/nw2314/nw2319/nw12344/u26aw61300.html>

という経常収支以外の資本取引にまで FT 口座の機能を拡大するのは、当局にとってかねてからの懸案でもあり、この機会に検討が進むことが期待される。

#### 4) 全国の科学技術創新企業の資金調達を上海が支援

三つ目が、2019年7月31日に制定された「資本市場の役割に注目し発揮させ、上海市の科学技術創新企業の質・量の高成長を促進することに関する実施意見」<sup>10</sup>である。この実施意見は、向こう5年間で、上海が、全国の科学技術創新企業の重要な投融资センター化するよう支援するとしている。実施意見は、①インキュベーター機能の拡大、②科学技術創新企業の株式会社化と上場支援、③（取引市場・資金などの）資源の吸収・集中、④エコシステムの持続的最適化の4分野、合計18項目から構成される。

科学技術創業企業の資本市場を通じた資金調達という意味では、科創板の活用のほか、店頭市場の活用も盛り込まれている。また、機関投資家による投資促進という観点からは、今後、連続3年間、毎年財政資金を10億元追加支出するという方針の下、上海市創業投資誘導基金等を通じて、シード段階（起業の準備段階）やスタートアップ段階の中小の科学技術創新企業への投資を拡大するとしている。実施意見では、最終的に、上海において数万のハイテク企業、千社の上場予備軍、百社のリーディング企業を育成することが目標に設定されている。

2019年10月17日、上海で開催された2019年中国エクイティ投資フォーラムにおいて、上海市地方金融监督管理局・解冬局長は、この実施意見が、通称「浦江之光アクション」と呼ばれていると紹介した上で、①財政資金の投入により千億元クラスのエクイティ投資基金の設立を促進すること、②エクイティ投資基金の設立手続きを合理化していくこと、③国有系ベンチャーキャピタルに民間資本を導入していくこと、に言及している<sup>11</sup>。

#### 5) サービス業の対外開放の拡大

四つ目が、2019年8月13日に制定された「上海市のサービス業拡大における新ラウンドの若干の措置」である。同措置は、2017年10月の中国共産党第19回党大会の政治報告にも盛り込まれたサービス業の対外開放の拡大という方針を受けたものでもあり、7分野、合計40項目から構成されている。

金融面では、①条件を備えた機関投資家が、適格国内機関投資家（QDII）や人民元建て適格国内機関投資家（RQDII）の業務資格を申請するのを支援すること、②QDIIの資格範囲を国内外の機関投資家が上海で設立した投資管理機関に拡大すること、が盛り込まれている。前者については、上海市からの対外証券投資を促進するものとなろう。また、後者については、同措置では全く明記されておらず、上海市政府の有権解釈次第かもしれないが、外資独資企業（Wholly Owned Foreign Enterprise、WFOE）として設立された外資系私募証券投資基

<sup>10</sup> <http://www.shanghai.gov.cn/nw2/nw2314/nw2319/nw12344/u26aw61311.html>

<sup>11</sup> <http://news.cnstock.com/kcb,tt-201910-4440678.htm>

金管理人<sup>12</sup>が、QDIIとして対外証券投資に関する商品を組成することができるのかが、焦点となろう<sup>13</sup>。

## 6) 外資系企業の導入の促進

五つ目が、2019年9月12日に制定された「外商投資の更なる促進に関する若干意見」<sup>14</sup>である。同意見は、2020年1月から新たに「外商投資法」が施行されることを受けたものでもあり、①対外開放の更なる拡大、②外商投資の更なる導入、③外商投資企業の合法的権益の更なる保護の3分野、合計26条から構成されている。

金融面では、外商投資企業のメインボード、科創板、中小企業板への上場、新三板への登録、証券取引所で上場する社債（公司債）の発行等の資金調達チャネルの拡大を支援するとし、上海市の担当部門を上海証監局、上海市發展改革委員会、上海市金融工作局と明記した。外商投資企業とは、外商投資企業法の2条3項で、「外国投資者により全部または一部が投資され、中国で設立された企業をいう」と定義されており、本法の施行後は、合弁企業法が廃止されるため、従来、合弁企業や独資企業と呼ばれていた企業で、新たに設立される企業は、全て「外商投資企業」に呼称が統一される。中国国内の資本であれ、外国の資本であれ、参入前内国民待遇とネガティブリスト管理制度が共通に適用されている中で、企業の資本市場からの資金調達に関するルールは、大枠は中央政府が決めていくことになる。司法部が2019年11月1日から同年12月1日までパブリックコメントを募集している外商投資企業法実施条例案では、同企業が、中国国内または中国国外で、株式の公開発行や公司債の発行等ができる規定が盛り込まれている<sup>15</sup>。中央政府の政策等を踏まえ、上海市の担当部門が外商投資企業の資本市場を通じた資金調達をどのように支援していくのかが今後注目される。

<sup>12</sup> フィデリティが、外資系として初めて中国証券基金業協会に2017年1月にWFOEとしての法人登録を行い、同年5月に中国国内での私募証券投資基金の商品登録を済ませている。その後、合計で18社が51商品の登録を完了したとされる（2019年9月12日付中国証券報）。WFOEのスキームについては、関根栄一「外資系運用会社による中国の私募基金業界への進出の動き」『野村資本市場クォーターリー』2017年夏号参照。

<sup>13</sup> サービス業そのものの振興に関し、2019年10月24日、国家發展改革委員会と市場監管総局は連名で「新時代サービス業の質の高い発展に向けた指導意見」を公布し、金融面では、中小サービス業企業へのベンチャーキャピタルによる投資の誘導や、条件に適合した先進技術を有するサービス業企業の上場支援を進めるとしている。

<sup>14</sup> <http://www.shanghai.gov.cn/nw2/nw2314/nw2319/nw12344/u26aw62669.html>

<sup>15</sup> <http://news.cnstock.com/paper,2019-11-02,1244147.htm>

### Ⅲ. イノベーションに関する中国国内での上海の立ち位置

#### 1. 研究開発 (R&D) の動向

##### 1) 研究開発 (R&D) の支出動向

上海が国際金融センター化とイノベーション促進を組み合わせることで推進しようとする中で、イノベーションの基盤となる上海の研究開発 (R&D) の動向を見てみる。

中国の研究開発は、統計上、①専門または特定の使用・応用目的を持たない実験性や理論性の研究である「基礎研究 (Basic Research)」、②基礎研究をもとに特定の目的・目標を以って用途等を確定する「応用研究 (Applied Research)」、③基礎研究及び応用研究をもとに新製品・新サービスの開発等のために改善や系統的な作業を行う「試験発展 (Experiments and Development)」に分かれている。この分類に基づき、上海の R&D 支出を見ると、2017 年は全体で 1,205.2 億元が支出され、そのうち基礎研究が 92.5 億元 (全体の 7.7%)、応用研究が 152.3 億元 (同 12.6%)、試験発展が 960.4 億元 (同 79.7%) となっている (図表 2)。イノベーションの中長期的な動向を占う意味では、R&D 支出のうち、基礎研究にどれだけ重きを置いているかが鍵となるが、上海の場合、全国の 5.5% と比べて、やや高い比率にあることは好材料として注目されよう。

また、上海の R&D 予算を調達先ごとに見ると、政府資金が 429.5 億元 (全体の 35.6%)、企業資金が 719.8 億元 (同 59.7%)、海外資金が 17.2 億元 (同 1.4%)、その他が 38.8 億元 (同 3.2%) となっている (図表 2)。これを全国の内訳と比較すると、政府資金が 19.8%、企業資金が 76.5% となっており、上海では、政府資金の割合が相対的に高くなっており、専門または特定の使用・応用目的を持たない基礎研究が高いことと、表裏一体となっている様子がうかがえる。

図表 2 上海・研究開発 (R&D) 支出の動向 (2017 年)

種類	R&D支出 (上海市)		R&D支出 (全国)	
	金額 (億元)	内訳	金額 (億元)	内訳
基礎研究	92.5	7.7%	975.5	5.5%
応用研究	152.3	12.6%	1,849.2	10.5%
試験発展	960.4	79.7%	14,781.4	84.0%
合計	1,205.2	100.0%	17,606.1	100.0%

種類	R&D予算 (上海市)		種類	R&D予算 (全国)	
	金額 (億元)	内訳		金額 (億元)	内訳
政府資金	429.5	35.6%	政府資金	3,487.4	19.8%
企業資金	719.8	59.7%	企業資金	13,464.9	76.5%
海外資金	17.2	1.4%	海外資金	n.a	n.a
その他	38.8	3.2%	その他	653.8	3.7%
合計	1,205.2	100.0%	合計	17,606.1	100.0%

(出所) 「上海統計年鑑 2018」、「中国統計年鑑 2019」より野村資本市場研究所作成

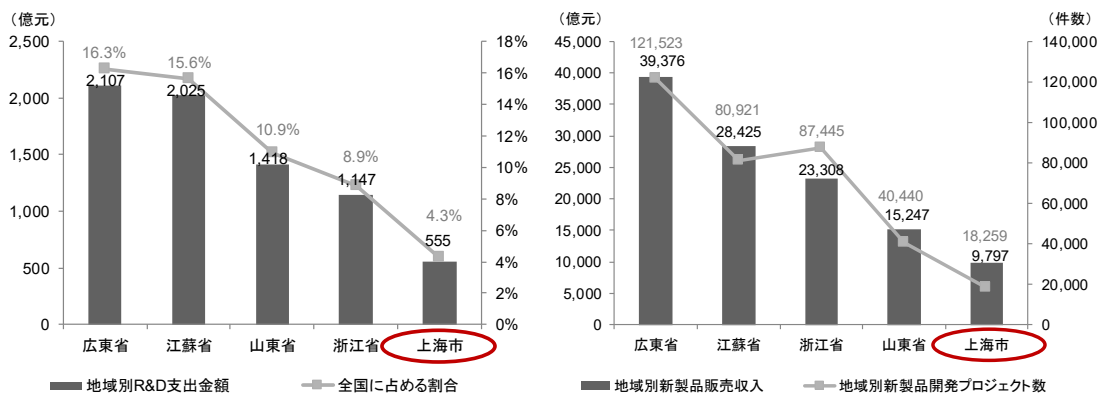


## 2) 中国国内の地域間での比較

今度は、上海の R&D 動向を中国国内の地域間で比較してみる。香港・マカオ・台湾を除く全国 31 省（直轄市、自治区を含む）の 2018 年の R&D 支出金額を見ると、第 1 位が広東省の 2,107 億元（全国の 16.3%）、第 2 位が江蘇省の 2,025 億元（同 15.6%）、第 3 位が山東省の 1,418 億元（同 10.9%）、第 4 位が浙江省の 1,147 億元（同 8.9%）、第 5 位が上海の 555 億元（同 4.3%）となっている（図表 3）。また、2018 年の新製品販売収入を見ると、上海は 9,797 億元と、広東省、江蘇省、浙江省、山東省に続いて、やはり第 5 位となっている（図表 3）。

R&D 支出金額や新製品販売収入は、省の経済規模だけでなく、産業構造に起因している要素、すなわち製造業の比重にも拠るものと考えられる。各地域の GDP に占める第二次産業の割合を見ると、2018 年の場合、上海の 29.8% に対し、広東省が 41.8%、江蘇省が 44.5%、浙江省が 41.8%、山東省が 44.0% となっている。同様に第三次産業の割合では、上海は 69.9% と、全国では北京の 81.0% に次いで、2 番目に高くなっている。既にサービス化が進んでいる上海は、上位 4 地域に比べ、モノづくりで R&D での優位性を発揮することは難しくなっているのではないだろうか。

図表 3 地域別 R&D 支出・新製品販売収入の動向（2018 年）



(出所)「中国統計年鑑 2019」より野村資本市場研究所作成

## 3) リスクキャピタルの供給センターとしての役割

### (1) 中国の私募ファンドの種類

上記を踏まえると、上海は、2019 年 7 月 31 日公表の実施意見が目標としているように、上海が全国の科学技術創新企業の投融資センター、すなわち資本市場での資金供給の役割を果たすことが、今後、ますます重要になってくると言えるだろう。資本市場での資金供給を担うのは、イノベーション型企業の将来性の目利きをするプロの投資家であり、機関投資家の集積を促していくことが重要となる。

イノベーション型企業の成長には、株式を上場する前の、①シード（起業の準備段階）、

②アーリー（研究開発や設備投資に多額の資金を必要とする時期）、③ミドル（事業が少しずつ軌道に乗ってくる時期）、④レイター（株式上場を検討する時期）の各段階を経ていくことになるが、各段階の特徴に応じたリスクキャピタルを供給するのが、機関投資家の中でも私募ファンドである。中国の私募ファンドは、「証券投資基金法」87条で、「累計で200名を超えない適格投資家に対して募集する非公開募集ファンド」と定義されている。また、中国の私募ファンドについて、証監会は、主に3つの種類に分類している。

一つ目は、私募証券投資ファンドである。証監会は、2014年8月21日に「私募投資基金監督管理暫行弁法」<sup>16</sup>を公布・施行した際のプレスリリースで、主に公開取引される証券に対して投資するファンドとして定義している。

二つ目は、私募エクイティ投資ファンドである。同プレスリリースで、主に非公開で取引される証券に対して投資するファンドと定義している。

三つ目は、私募ベンチャーキャピタルファンドである。同ファンドは、二つ目の私募エクイティ投資ファンドの一類型ではあるものの、暫行弁法で「主に、未上場の創業企業の普通株または普通株に転換可能な優先株、転換社債等に投資するファンド」として定義されている。

## （2）上海における私募ファンドの集積状況

中国のファンド業界の自主規制管理機関である中国証券投資基金業協会の統計によれば<sup>17</sup>、2019年12月末時点の私募ファンド管理残高は13兆7,386億元であり、そのうち私募証券投資基金が2兆4,503億元（全体の17.8%）、私募エクイティ投資ファンドが8兆5,932億元（同62.5%）、私募ベンチャーキャピタルファンドが1兆1,494億元（同8.4%）となっている<sup>18</sup>。

私募ファンドの発行残高を管理者の登録地域別に見ると（上位5地域を抜粋、図表4）、上海は、私募ファンド管理者数で全国1位の4,709社（全体の19.2%）、私募ファンド管理商品数で全国1位の2万2,490商品（同27.5%）、私募ファンド管理残高で全国2位の2兆9,508億元（同21.5%）となっている。同じイノベーションでも、深圳は改革開放から始まった民間主導、北京は中央政府と関係の深い研究機関や大学による主導という特徴がある一方、上海は、私募ファンド主導のリスクキャピタルの供給という特徴を今後も追求していけるかどうか重要であろう。また、上海には、私募ファンドの退出（イグジット）手段である証券取引所があることから、新設の科創板とともに、新規株式公開（IPO）が使える市場としての優位性を発揮して、ファンドの管理残高を伸ばしていくことも必要であろう。

<sup>16</sup> [http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/201408/t20140822\\_259483.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/201408/t20140822_259483.htm)

<sup>17</sup> <http://www.amac.org.cn/researchstatistics/datastatistics/privategravefundindustrydata/>

<sup>18</sup> 統計上、残りはその他私募投資ファンド（1兆5,452億元）、私募資産配分型ファンド（5億元）から構成されている。

図表4 私募ファンド管理者の登録地域別動向（2019年12月末）

順位	地域名	私募ファンド管理者		管理商品数		管理残高	
		(社)	割合 (%)	(本)	割合 (%)	(億元)	割合 (%)
1	上海市	4,709	19.2	22,490	27.5	29,508	21.5
2	深圳市	4,566	18.7	14,251	17.4	18,173	13.2
3	北京市	4,367	17.8	14,085	17.2	31,754	23.1
4	浙江省（寧波市を除く）	2,056	8.4	6,714	8.2	8,321	6.1
5	広東省（深圳市を除く）	1,698	6.9	5,400	6.6	6,997	5.1
	合計	24,471	100.0	81,739	100.0	137,386	100.0

（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

## IV. 結びにかえて

2019年11月5日には、2018年に引き続き、第2回中国国際輸入博覧会が開催されており、上海の国際金融センター化の推進とイノベーションの促進とを結びつける動きに、再度、市場関係者から注目が集まっている。同時に、上海の国際金融センター化を巡っては、2019年7月20日に国務院金融安定発展弁公室が公表した金融業の対外開放に関する11条<sup>19</sup>のように、中央政府からも後押しする動きが続いている。私募ファンドではなく、公募ファンドを組成する基金管理会社が対象ではあるが、外資出資上限の撤廃時期が従来の2021年から2020年へと一年間前倒しされ、2020年4月に実施されることが決まったのも、その一環と言えよう。

一方、この11条に、①外国金融機関による商業銀行の理財子会社の設立への参加や、持分への投資を奨励すること、②外国資産管理会社が、中資系銀行または保険会社子会社と合併で外資が支配権を有する理財会社を設立するのを認可すること、③外国金融機関による養老基金管理会社の設立や、持分取得を認可すること、といった資産運用業界への外資参入促進施策が盛り込まれていることは高く評価されるものの、外資の私募ファンド業界への進出については、特に言及されていない。科学技術部等が調査している「中国創業リスク投資発展報告2017」によると、2016年の中国の創業リスク投資のイグジット方法（サンプルは583件）のうち、IPOが17.32%、M&Aが29.68%、買戻しが40.14%、清算が8.06%、その他が4.8%を占める一方、投資効果が理想的でない理由について、「イグジットのルートが不十分」と回答した外資（サンプルは31社）は32.3%、内資（サンプルは1,197社）でも25.3%と、それぞれ第一番目の理由となっている。

中国証券投資基金業協会の統計によると、2019年12月末時点での私募ファンドの管理残高は13兆7,386億元と、オープン・エンド型公募ファンドの管理残高の13兆1,648億元<sup>20</sup>に匹敵する規模となっている。私募ファンドに対する外資の参入政策についても、QFLPのテスト範囲の拡大や、QDIIの範囲拡大などによって、上海向け投資を誘導していくことは、

<sup>19</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3863019/index.html>

<sup>20</sup> <http://www.amac.org.cn/researchstatistics/datastatistics/cemeteryfundindustrydata/>

上海市政府にとってもメリットが大きいのではないだろうか。また、上海市地方金融監督管理局・解冬局長は、上場、M&A、買戻し、私募ファンドの持分譲渡プラットフォームの構築等により、エクイティ投資のイグジット方法の多様化と利便性向上を進めていくとしており、外資系の私募ファンドにとっても、上海向け投資の促進要因となっていくことが期待される<sup>21</sup>。

---

<sup>21</sup> 外資系私募ファンドの上海向け投資促進のためには、税制も重要である。適格外国機関投資家（QFII）や、外国人投資家がストックコネクトを通じて証券取引所で A 株を売買する場合、キャピタルゲイン課税については一時的に免除となっているが、2014 年 11 月の上海・香港ストックコネクトの始動時に、過去に遡って課税されたケースがあり、外国人投資家が懸念する中国向け証券投資リスクとして再認識された。