

中国共産党第20回党大会の政治報告から見る 金融・資本市場の改革・開放の方向性

関根 栄一

Ⅰ 要 約 Ⅱ

1. 2022年10月16日から22日までの7日間、北京市で中国共産党第20回全国代表大会（第20回党大会）が開催され、党トップの総書記に習近平国家主席を再任し、2期10年を経て、3期目の長期政権が始動した。第20回党大会の初日の16日、習総書記は政治報告を行い、2020年から2035年までと、2035年から21世紀半ばまでの2段階から成る今後の施政方針を表明した。
2. 政治報告は、中国式現代化の推進を旗印に、全体として計15章から構成され、経済分野は第4章「新たな発展の形の構築を加速し、質の高い発展の推進に力を入れる」を中心に盛り込まれている。資本市場では、直接金融の割合を高める方針が示されるとともに、市場でのリスク対応に向け、管理監督を強化する方針も示されている。
3. 経済分野での「制度型開放」を進める方針の下、中国证券监督管理委员会（証監会）は、資本市場において、企業のクロスボーダーでの資金調達の拡大を更に支援し、国内外投資家のクロスボーダーでの投資を更に利便化する方針である。前者では中国企業による海外市場でのグローバル預託証券（GDR）の発行支援、また、後者では中国本土・香港間のストックコネクトの拡充といった動きが出ている。
4. 資本市場の「質の高い発展」に向けた取り組みでは、証監会は、機関投資家の育成や、外資系金融機関の中国本土での誘致促進を進める方針である。中国本土市場と本土外市場との間の証券投資資金の移動にも関連する人民元の国際化では、秩序立てて推進するという方針の下、上海外国為替市場での取引時間の延長といった動きが出ている。
5. 2023年は、3月上旬の全国人民代表大会で金融管理監督体制の改革が行われたが、資本市場の改革・開放に関する方針そのものは今後も継承されよう。また、日中間には資本市場の協力に関する交流の枠組みや上場投資信託（ETF）の相互上場といった実績がある。今後、日中両国の官民の相互協力や市場間連携の重要性も、さらに高まっていくものと期待される。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 関根栄一「上海・香港ストックコネクト始動後の現状と課題・展望」『野村資本市場クォーターリー』2015年春号（ウェブサイト版）。
- ・ 関根栄一「中国における資本市場の双方向の開放の試み—深圳・香港ストックコネクトの始動—」『野村資本市場クォーターリー』2017年冬号。

I はじめに

2022 年 10 月 16 日から 22 日までの 7 日間、北京市で中国共産党第 20 回全国代表大会（第 20 回党大会）が開催され、初日の 16 日に習近平国家主席が、第 19 回党大会からの過去 5 年間の活動を振り返りつつ、今後の施政方針を表明した。党大会閉幕後の 10 月 23 日には、第 20 回党大会で選出された中央委員会の第 1 回全体会議（第 20 期 1 中全会）が開催され、党トップの総書記に習近平国家主席を再任した。習総書記は、これまでの 2 期 10 年の慣例を破り、3 期目の続投となった¹。1 中全会では、習総書記に加え、党の最高指導部である政治局常務委員会の常務委員 6 名も選出され、これまでと同じ 7 人体制で運営されることとなった。

政治報告の全文は、2022 年 10 月 25 日に新華社経由で発表された。政治報告の中でも、中国金融・資本市場の改革・開放に関する方針が示されている。本稿では、同方針を取り上げながら、金融当局トップの補足発言と併せて、今後の市場運営に関連する内容を整理していく。

II 第 20 回党大会の政治報告と金融・資本市場の改革方針

1. 政治報告の全体像

政治報告は、中国式現代化の推進を旗印に、全体として計 15 章から構成されている。また、想定する政策運営の時間軸は、2020 年から 2035 年までと、2035 年から 21 世紀半ばまでの 2 段階から構成されている。前者の 2035 年までの現代化の目標では、一人当たり GDP を中進国レベルの新たな大台に乗せるとしている。その上で、今後 5 年間の目標についても設定している。

2. 資本市場を対象とした改革の方針

1) 直接金融の割合の拡大

資本市場に関する改革・開放方針は、政治報告の第 4 章「新たな発展の形の構築を加速し、質の高い発展の推進に力を入れる」の中で、1 番目の「ハイレベルの社会主義市場経済体制を構築する」という項目に出てくる。すなわち、国有企業に代表される公有制経済、及び民間・外資系企業に代表される非公有制経済の発展において、資源配分における市場メカニズムの役割を十分に果たさせ、同時に政府の役割もきちんと果たさせるとしている。

その上で、資本市場の機能を整え、直接金融の割合を高める方針を示している。こ

¹ 2018 年の憲法改正で国家主席の任期制限が撤廃されており、2023 年春の全国人民代表大会で 3 期目の国家主席に再任された。

の方針は、第4章で掲げられた他の目標、すなわち、現代化産業体系の構築、農村振興の全面的推進、地域間の調和的発展の促進、ハイレベルの対外開放の推進、のすべてに共通し、必要となるものと位置付けられよう。

2) 近年の直接金融の割合の推移

直接金融の割合について、中国人民銀行が公表している社会融資規模統計のうち、①人民元貸付、外貨貸付、貸付金償却を「銀行融資」、②委託貸付、信託貸付、銀行引受手形、預金取扱機関が発行する資産担保証券（ABS）を「オフバランス融資」、③社債、政府債券（2019年12月より、元々の地方政府特別債券に国債・地方政府一般債券を加え統合）、非金融機関国内株式発行を「直接金融」に分類すると、直接金融の割合は、新型コロナウイルス（以下、新型コロナ）流行前の2019年が32.5%、同流行直後の2020年は39.2%に上昇したものの、2021年は36.8%、2022年（1～10月）は33.4%へとそれぞれ低下している。2022年については、ゼロコロナ政策の徹底により、春先に上海市や北京市等で人流制限措置が強化（事実上のロックダウン）され、株式市場や債券市場での自主規制機関の発行審査手続きが遅延した影響があるものと考えられる。

3. 管理監督の強化

1) 金融・資本市場でのリスク対応も同時に重視

前述のハイレベルの社会主義市場経済体制を構築するという項目では、直接金融の割合の拡大という資本市場でのリターンの高まりと同時に発生するリスクに対応するためにも、①金融制度改革を深化させ、現代的中央銀行制度を確立する、②現代的金融管理監督を強化・充実させ、金融安定化保障体系を強化する、③法に基づいて管理監督を全ての金融活動に行き渡らせ、システムリスクを生じさせないという最低ラインを守り抜く、という方針を示している。

2) 現代的中央銀行制度の確立

第一の現代的中央銀行の確立に関しては、政治報告に関して作成された副読本の中で、中国人民銀行・易綱総裁が、以下の通り補足している²。

まず、現代的中央銀行の定義について、党の指導といった中国固有の要素を除き、①市場メカニズムと法に基づく運営を堅持した中央銀行であり、②国際的な金融分野の発展において有益で実戦的な経験を取り入れた中央銀行、としている。

次に、現代的中央銀行の主な役割について、①金融政策システムを完備し、通貨価値の安定と経済成長を維持すること、②金融制度改革を深化させ、金融の実体経済へ

² 中国人民銀行「易綱：建設現代中央銀行制度（认真学习宣传贯彻党的二十大精神）」2022年12月13日。
<<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4735151/index.html>>

のサービス能力を向上させること、③金融機関及び株主の主体的責任を果たさせ、金融機関経営の安定性を高めること、④金融分野の管理監督を強化・整備し、金融安定保障システムを強化し、システミックリスクを生じさせないという最低ラインを守り抜くこと、にあるとしている。

3) 金融分野の管理監督強化

第二の金融分野の管理監督強化に関しては、同じく副読本の中で、中国人民銀行・党委員会書記を兼ねる中国銀行保険監督管理委員会（以下、銀保監会）・郭樹清主席が、以下の通り補足している³。

まず、現代的金融管理監督の基本的な要素について、①（金融システム全体の安定性を確保するための）マクロプルーデンス、②（個別金融機関の健全性を確保するための）ミクロプルーデンス、③金融消費者の保護、④金融犯罪の取り締まり、⑤金融市場の安定維持、⑥問題金融機関の処理、を挙げている。

次に、現代的金融管理監督の強化・整備に向けた重点項目として、党の指導といった中国固有の事情を除き、①金融分野の構造的改革を深化させること、②リスクへの対応を基本としたプルーデンス政策を構築すること、③金融機関のガバナンスや内部統制を強化すること、④金融犯罪を取り締まる法的環境を整備すること、⑤金融消費者の合法的権利をきちんと保護すること、⑥金融セーフティネット及びリスク処理の長期にわたり有効なメカニズムを整備すること、⑦金融分野の管理監督のデジタル化・スマート化を早急に進めること、を挙げている。

同時に、金融分野の構造的改革では、第一に、資本市場の機能を整備し、直接金融の割合を高めること、第二に、イノベーションへの金融面での支援システムを整備し、先進的製造業・戦略的新興産業への中長期資金による支援を拡大する、ともしている。

4) 関連法令の整備状況

第 20 回党大会の前から、関連法令の整備が着手されている。まず現代的中央銀行制度に関しては、2020 年 10 月 23 日、中国人民銀行は、中央銀行法に相当する「中国人民銀行法」の改正案を公表した⁴。改正案では、中国人民銀行の法定業務の範囲が拡大され、①マクロプルーデンス政策の制定・執行、②金融分野の重要な法律・法規の立案、③金融リスクの管理監督に関する基本的制度の制定、④システム上重要な金融機関、金融持株会社、重要な金融インフラに対する包括的な管理監督制度の整備等が追加されている。次に 2022 年 4 月 6 日、中国人民銀行は「金融安定法」の草案を公表し、部門・業界を跨った金融リスクの防止・解消・処理の制度確立を行おうとし

³ 中国人民銀行「郭樹清：加强和完善现代金融监管（认真学习宣传贯彻党的二十大精神）」2022 年 12 月 14 日。
<<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4736719/index.html>>

⁴ 中国人民銀行「中国人民银行关于《中华人民共和国中国人民银行法（修订草案征求意见稿）》公开征求意见的通知」2020 年 10 月 23 日。
<<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4115077/index.html>>

ている。同法では、金融安定保障基金を新たに設立し、既存の預金保険基金や業界保障基金との二階層の運営及び協同協調により、中国の金融セーフティネットを更に強化しようとしている。

党大会の後も、関連法令の整備が続いている。一つ目として、2022年11月11日、銀保監会は「銀行業監督管理法」の修正案を公表した。改正内容は、①主要株主、実質支配者を管理監督範囲に組み入れ、②リスク処理メカニズムを整備し、③違法コストを引き上げること等が盛り込まれている。特に、修正案の主要株主・実質支配者規制では、事前審査、継続的管理監督、処罰等の全プロセスをカバーする管理監督制度を構築し、株主の権利や支配的地位の濫用を厳禁としている。二つ目として、同年11月30日、銀保監会は「銀行保険機関ガバナンス監督管理評価弁法」の修正版を公表した。今回の修正では、当局による評価対象をこれまでの商業銀行と商業保険会社に加え、農村合作銀行、金融資産管理会社、金融リース会社、企業集団の財務会社、自動車ローン会社、消費者ローン会社を追加した。また、評価は少なくとも年1回行うものの、評価が良好な機関（当局による格付けB評価以上）は、評価頻度を適度に減らすこととした。

Ⅲ 政治報告から見る資本市場の開放方針

1. 対外開放の原則

中国経済の対外開放の原則は、政治報告の第4章の「新たな発展」「質の高い発展」の中で、ハイレベルの対外開放を推進するという項目に、主に以下の通り盛り込まれている。

- ① 中国の超大規模市場の優位性を拠り所とし、国内大循環によって世界の資源要素を集め、国内・国際という二つの市場・資源の相乗効果を高め、貿易・投資協力の質とレベルを高める⁵。
- ② 規則や規制、管理、基準等の制度型開放（後述）を着実に拡大する。
- ③ 外資参入ネガティブリストを適度に縮小し、法に基づいて外商投資（外資系企業）の権利・利益を保護し、市場化・法治化・国際化した世界一流のビジネス環境を整備する。

2. 外資参入時の出資上限の段階的緩和

上記の対外開放の原則のうち、外資参入ネガティブリストとは、外資による投資分野に原則制限を設けず、制限は例外扱いとする方法である。

外資による中国の証券業、資産運用業への参入については、従来の外資出資比率の上限

⁵ 市場と資源を中国以外に求めつつも、国内の巨大な市場としての優位性を作り上げる戦略、すなわち、国内循環を主体とし、国内と国際の二つの循環が相互に促進する新たな発展戦略である「双循環」戦略をさらに強化する方針を示している。

49%が 2017 年以降 51%に引き上げられた。その後、先物会社は 2020 年 1 月 1 日から、証券会社・基金管理会社は同年 4 月 1 日から、それぞれ外資出資比率が撤廃された。

また、外資系証券会社のライセンスについては、改正前の証券法 125 条において定める業務を、原則、同時に 4 つまで申請することができるとし、1 年後には追加申請ができ、毎回 2 つまで申請できるとしていた。その後、2020 年 3 月 1 日から施行された改正後の証券法では、証券会社の業務を 120 条において、①証券ブローカレッジ、②証券投資顧問、

図表 1 外資系証券会社 17 社の設立状況 (2022 年 11 月)

合併会社名	設立 認可時期	登録 資本金	中国側 パートナー	外資パートナー	外資 持分	補足
中国国際金融 (CICC)	1995年5月	43.69億元	建設銀行 ⇒中央匯金ほか	Tencent Mobility Limited Des Voeux Investment Company Limited 香港Mingly Corp.	43.58%	設立当初はモルガン・スタンレーが34%出資。 その後、2010年11月に外資パートナー変更。
中銀国際証券 (BOCI)	2002年1月	25億元	(省略)	中銀国際ホールディングス	37.14%	設立当初は中銀国際ホールディングスが49% 出資。
光大証券	1996年5月	46.11億元	中国光大集団株式 会社ほか	中国光大ホールディングス	21.3%	設立当初は中国光大ホールディングスが 33.3%出資。
高盛華証証券	2004年11月	10.94億元	北京高華証券	ゴールドマン・サックス・ アジア	51%	2019年11月1日、証監会、ゴールドマン・サッ クス持分33%から51%への引き上げの申請 書類を受理。2020年3月27日、認可発表。2021 年10月17日、完全子会社化の認可発表。
瑞銀証券	2006年12月	14.9億元	北京国翔資産管理	UBS	51%	設立当初はUBSが20%出資。その後、2015年 2月15日、国際金融公社(IFC)からの持分 (4.99%)譲渡を受け、24.99%に。2018年11月 30日、証監会、UBSの51%への持分変更を認 可、外資支配株主の合併証券会社第一号に。
瑞信方正証券	2008年6月	10.89億元	方正証券	クレディ・スイス	51%	2019年10月14日、証監会、クレディ・スイス 持分33%から51%への引き上げの申請書類 を受理。2020年4月14日、認可発表。
中德証券	2008年12月	10億元	山西証券	ドイツ銀行	33.3%	
摩根士丹利華鑫 証券	2010年12月	10.2億元	華鑫証券	モルガン・スタンレー・ アジア	51%	設立当初はモルガン・スタンレーが33%出資。 その後、2017年9月、持分を49%に引き上げ。 2019年11月1日、証監会、モルガン・スタン レーの持分49%から51%への引き上げの申請書 類を受理。2020年3月27日、認可発表。
申港証券	2016年3月	43.15億元	賽領国際投資基金 (上海)等11社	茂宸ホールディングス 民衆証券 嘉泰新興資本管理	34.85%	中国本土ー香港間の経済貿易緊密化協定 (CEPA)第10次補充協定(金融改革試験区 型)に基づき設立。
華菁証券	2016年4月	14.048億元	上海光線投資ホール ディングス有限 公司等2社	華興金融サービス (香港)	48.83%	CEPA第10次補充協定(地域限定型)に基づき 設立。
匯豊前海証券	2017年6月	18億元	前海金融控股 有限公司	HSBC	51%	CEPA第10次補充協定(地域限定型)に基づき 設立。
東亜前海証券	2017年6月	15億元	深圳市銀之傑科技 株式有限公司等3社	東亜銀行	49%	CEPA第10次補充協定(金融改革試験区型) に基づき設立。
野村東方国際 証券	2019年3月	20億元	東方国際(集団) 有限公司等2社	野村ホールディングス	51%	外資出資上限51%への引き上げ後の新規設 立認可2社のうちの1社。 2019年3月29日、証監会が認可発表。
摩根大通証券	2019年3月	8億元	上海外高橋株式 有限公司等5社	J.P.モルガン・インターナ ショナル・ファイナンス	51%	外資出資上限51%への引き上げ後の新規設 立認可2社のうちの1社。 2019年3月29日、証監会が認可発表。
金園統一証券	2020年2月	12億元	厦門金園投資集団	統一総合証券(台湾)	49%	2020年2月17日、証監会が設立認可。
大和証券(中国)	2020年8月	10億元	北京国有資本経営 管理中心等2社	大和証券グループ本社	51%	2019年9月24日、設立申請書類を証監会に提 出。同年12月4日、受理。 2020年8月21日、証監会が認可発表。
星展証券(中国)	2020年8月	15億元	上海東浩蘭生投資 管理有限公司等4社	DBS銀行	51%	2019年3月29日、設立申請書類を証監会に提 出。2020年1月3日、受理。 2020年8月27日、証監会が認可発表。

(出所) 中国証券監督管理委員会(2020年9月時点の外資系証券会社リスト)、野村資本市場研究所編著
『中国証券市場大全』、各種資料より野村資本市場研究所作成

③証券取引、証券投資活動と関連する財務アドバイザー、④証券引受およびスポンサー、⑤証券信用取引、⑥証券マーケットメイク取引、⑦証券トレーディング、⑧その他証券業務、と定め、かつ、ライセンスの申請手続きについては、「証券会社業務範囲審査・批准暫行規定」（2020年修正版）の7条において、新設の場合は4つまで、設立後の追加申請は1回につき2つまでとの規定が設けられた。

外資系証券会社については、この間、既存の外資出資比率を引き上げる動きや、新たに緩和された条件で新設される動きが出て、第20回党大会開催時点では合計17社が設立されている（図表1）。

3. 「制度型開放」と資本市場との関係

1) 「制度型開放」の考え方

上記の対外開放の原則のうち、「制度型開放」とは、2018年の中央経済工作会议（中国共产党中央と国务院（内閣）が年に1度（例年12月上～中旬）、翌年の経済政策運営の基本方針を決めるために開く会議）において、初めて打ち出された概念である。すなわち、従来の商品や要素の流動（動き）を主体とした開放から、規則等に着眼した開放への移行を指し、「規則を研究し、同時に規則の制定過程に参画する中で、市場化及び法治化された手段を更に多用して進める開放モデルである」とされている⁶。

2) 金融分野での文脈

この制度型開放モデルを金融分野に当てはめた場合、中国人民銀行・易綱総裁は、第20回党大会後の香港金融管理局主催の国際金融リーダー投資サミット（2022年11月2日）において、「金融業において第20回党大会の政治報告で提示された『制度型開放』をどのように実現していくか」との質問に対し、以下のように答えている⁷。

- ① 引き続き改革開放を推進し、金融分野の規則、規制、管理、標準等の制度型開放を着実に拡大し、国際的な金融協力やガバナンスに積極的に参画していく。
- ② 参入前の内国民待遇に、ネガティブリストを加えた管理制度を更に整備し、市場化、法治化、国際化された一流のビジネス環境の構築に注力し、所有権、特に知的財産権の保護を強化して金融市場での投資における信頼度を向上させていく。

金融分野のルール形成とビジネス環境整備という二つの骨子に対し、今後、中国人民銀行がどのような政策を打ち出していくのかが注目されよう。

⁶ 新華社「向制度型开放转型 扩大开放如何再出发？」2019年1月7日。
<http://www.gov.cn/xinwen/2019-01/07/content_5355618.htm?_zbs_baidu_bk>

⁷ 中国人民銀行「易綱行長11月2日上午在香港金融管理局“国际金融领袖投资峰会”上的访谈实录」2022年11月2日。
<<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4699222/index.html>>

3) 資本市場での文脈

(1) 証監会としての考え方

それでは、制度型開放を資本市場の文脈でとらえた場合、どのような開放のイメージになるのだろうか。この点については、第 20 回党大会後に上海で開催された第 5 回虹橋国際経済フォーラム（2022 年 11 月 5 日）において、証監会・方星海副主席（国際業務担当）は、市場化、法治化、国際化されたビジネス環境の構築推進が制度型開放の鍵であるとした上で、企業のカロスボーダーでの資金調達を更に支援し、国内外投資家のクロスボーダーでの投資を更に利便化するために、証監会として関連制度を絶えず整備していくとしている⁸。

(2) 企業のカロスボーダー上場支援

資本市場の制度型開放のうち、前者の企業のカロスボーダーでの資金調達支援に関しては、企業の海外上場制度改革の実施を推進して、各種企業の法に基づいた海外上場を支援するとしている。具体的には、中国企業が海外市場でグローバル預託証券（Global Depositary Receipt、略称 GDR）を発行する場合や、海外に上場している中国企業が中国本土で中国預託証券（Chinese Depositary Receipt、略称 CDR）を発行する場合の中国本土・本土外間の市場相互接続メカニズムを整備していくことを指している。

上記のうち、GDR に関しては、2018 年 10 月 12 日、証監会は「上海・ロンドン証券取引所による市場相互接続預託証券業務監督管理規定」を公布し（即日施行）、上海・ロンドンストックコネクトが始動している⁹。2019 年 6 月 17 日には、華泰証券の GDR がロンドンに上場した。その後、2022 年 2 月 11 日、証監会は、同規定の名称を「国内外の証券取引所相互接続預託証券業務監督管理規定」に変更して公布し（即日施行）、これまでの上海・ロンドンストックコネクトをベースに、①中国国内では深圳証券取引所を追加し、②国外ではスイス・ドイツも売買市場に追加し、③海外発行体が中国国内で資金調達を行うことを容認した。上記新規定に関連し、上海・深圳証券取引所は、中国本土の個人投資家の預託証券業務への参加条件引き下げ（保有資産 300 万元以上→50 万元以上）等に関する業務規則を公表している。方副主席によれば、これまで A 株（中国本土で発行の人民元建て株式）発行 5 社が英国で、A 株発行 7 社はスイスで、それぞれ GDR を発行したと述べている。

また、CDR に関しては、2018 年 3 月 30 日、証監会は、国务院の承認を経て、「イノベーション型企業の中国国内での株式または預託証券の発行テストの展開に関する若干の意見」を公表しており、そのうち CDR に関しては、同年 6 月 6 日に、「預託

⁸ 中国証券監督管理委員会「扩大开放 促进资本市场高质量发展—方星海副主席在第五届虹桥国际经济论坛“中国资本市场高质量对外开放”分论坛上的致辞」2022 年 11 月 5 日。

<<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c6300949/content.shtml>>

⁹ 関根栄一「規制緩和が進む中国の越境証券取引制度と上海・ロンドンストックコネクト」『野村資本市場クォーターリー』2019 年冬号参照。

証券発行・取引管理弁法」を公布している¹⁰。続いて同年 6 月 15 日には、上海・深圳証券取引所から「イノベーション型企業の株式または預託証券の上場・取引のテスト実施弁法」が公表されている。CDR の発行テストの対象となる企業としては、既に海外で上場している大型のレッドチップ企業（発行体としての登録地が海外であるものの主要な経営活動が中国国内にある企業）と、海外で未上場のイノベーション型企業の二種類が想定されている。これまでのところ、公開資料を追う限り、CDR の発行実績としては、前者のケースで、シャオミ¹¹の重要サプライヤーである九号智能がレッドチップ企業として上海証券取引所・新興市場（科创板）で初めて発行（2020 年 9 月）した事例が 1 件確認されているのみである。CDR の発行制度は、中国企業の海外上場制度に関する海外（特に米国）との当局間協議・交渉と、中国本土市場の株式発行登録制度改革や投資家層の厚みとも関わりがあるものであり、今後の証监会や上海・深圳証券取引所の取り組みを注視していく必要がある。

（３）中国本土・香港間投資制度の拡充及び香港国際金融センターの位置づけ強化

資本市場の制度型開放のうち、後者の国内外投資家のクロスボーダーでの投資の利便性向上に関しては、証监会・方副主席は、第一に、中国本土と香港の資本市場の実務協力を強化し、ストックコネクトの対象銘柄を拡大してより多くの A 株上場会社を組み入れるとしている。第二に、香港での人民元建ての株式店頭取引プラットフォームの導入を支援し、香港での中国国債先物の導入に向け支援・協働するとしている。いずれも、中国本土と香港の有する市場の優位性の相互補完、協働による発展を実現することが目的である。

上記のうち、一番目については、2014 年 11 月 17 日から上海・香港間で、2016 年 12 月 5 日から深圳・香港間で、それぞれ優良銘柄を対象に、ストックコネクトが始動した経緯がある。ストックコネクトの下では、参加する投資家を機関投資家に限定し、かつ外貨建てでの投資しか認めない既存の適格外国機関投資家（QFII）制度とは異なり、①中国本土・香港の両サイドから双方向で、かつ、②人民元建てで投資を行い、③個人投資家も現物株を直接購入できることが特徴である。2018 年 5 月 1 日からは、中国本土－香港間のストックコネクトの 1 日当たりの投資枠の 4 倍への拡大（香港から上海株・深圳株の各投資枠を 130 億元から 520 億元に拡大、上海・深圳から香港株への各投資枠を 105 億元から 420 億元へ拡大）が実施されている。また、2021 年 2 月 1 日からは、香港サイドから、①上証 180・上証 380 に組み込まれている上海科创板の構成銘柄及び、②A+H 株上場会社の科创板銘柄の A 株が売買できるようになった（ノースバウンド）。同時に、中国本土サイドから、科创板及び深圳証券取引所での A+H 株上場会社の H 株を売買できるようにもなった（サウスバウンド）。

¹⁰ 関根栄一「中国におけるイノベーション型企業向け上場制度改革」『野村資本市場クォーターリー』2018 年秋号参照。

¹¹ 新興総合家電メーカー。

さらに 2022 年 12 月 19 日、証監会と香港証券・先物事務監察委員会は共同で公告を出し、中国本土・香港間のストックコネクトの対象銘柄の範囲を拡大するとした¹²。香港から中国本土上場銘柄向け投資のノースバウンドでは、①時価 50 億元以上の流動性基準等の条件に適合した上証 A 株指数及び深証総合指数の構成銘柄、及び②上海・深圳証券取引所の A+H 株上場会社の A 株が売買できるようになった。また、中国本土から香港上場銘柄向け投資のサウスバウンドでは、ハンセン総合大型株指数、ハンセン総合中型株指数、時価 50 億香港ドル以上のハンセン小型株総合指数の構成銘柄に組み込まれている香港が主要上場先の外国企業株式が売買できるようになった。2023 年 3 月 13 日に「上海・深圳－香港間ストックコネクト業務実施弁法」の改正版が施行され、対象銘柄の範囲拡大が始まった。

このタイミングでの中国本土・香港間の相互投資制度の拡充や新設は、中国本土と平仄を合わせてゼロコロナ政策を転換中の香港の国際金融センターとしての機能を支援する中国本土側の狙いも見えて取れる。中国本土と他国市場との相互取引制度では、2022 年 12 月 22 日、中国と韓国が共同で組成した中韓半導体指数に連動する上場投資信託（ETF）4 本が上海・ソウルの両市場で相互上場している。また、同年 12 月 30 日には、深圳とシンガポールの両市場での ETF 相互上場に関するセレモニーが行われている。

4. 資本市場の「質の高い発展」に向けて

1) 機関投資家の育成と外資系金融機関の誘致促進

証監会・方副主席は、第 20 回党大会の政治報告に併せて、資本市場における「質の高い発展」に向けた今後の取り組み方針を示している。

第一に、質の高い資本市場には、十分な数と多様な投資スタイルを持つ機関投資家の存在が必須であるとの認識の下、国内外のより多くの中長期投資資金を誘致するとしている。2022 年 1～10 月には上海・深圳証券取引所で 289 社が新規上場を果たしており、技術で先頭に立ち、市場が認める科学技術創新企業の資本市場での発行登録は、国内外の機関投資家に対しより多様な投資機会を提供しているとの認識も示している。証監会は、国内外投資家の信頼を高めるため、2022 年 11 月 23 日に、まだ全文は公表されていないものの、「上場会社の質の向上に関する 3 年アクションプラン（2022～2025 年）」を下達し、上場会社のガバナンス改革を進める方針を打ち出している¹³。

方副主席の発言内容と関連して、2022 年 4 月 21 日、中国政府は「個人年金の発展

¹² 中国証券監督管理委員会「中国证券监督管理委员会 香港証券及期貨事務監察委員會 聯合公告」2022 年 12 月 19 日。

<<http://www.cs.gov.cn/csrc/c100028/c6917366/content.shtml>>

¹³ 中国証券報「《推动提高上市公司质量三年行动方案（2022-2025）》印发 主要包括八方面重要举措」2022 年 11 月 23 日。

<https://www.cs.com.cn/xwzx/hg/202211/t20221123_6309854.html>

推進に関する意見」を公布し、中国初の個人型確定拠出年金制度として、「口座型」個人年金制度の導入を決定した¹⁴。第20回党大会の政治報告は、第9章「民主福祉を推進し、人民生活の質的向上をはかる」の中で、持続可能で多様な社会保障体系を整備する方針を示している¹⁵。同時に政治報告は、少子高齢化に対応するため、法定退職年齢の段階的引き上げを実施する方針を示している。この新たな私的年金制度は、少子高齢化が進むにつれ持続可能な運営に支障を来す恐れがある第一の柱の公的年金（基本養老保険）と、加入率が伸び悩む第二の柱の私的年金（職域年金）を補完する役割が期待される一方で、銀行、保険会社、資産運用会社が組成する集団投資スキームを通じ、資本市場における新たな機関投資家として、市場の流動性や厚みを増していく役割も期待されている。

第二に、海外の資本市場における優良な金融機関の中国への投資・事業展開を歓迎するとし、国際的に先頭に立つ市場参加者が中国に進出し、国内の金融機関と互いに影響しあって良質な競争を行うことは、市場の幅・深さの拡大と業界のサービス提供能力向上に資するとしている。また、市場規模では既に世界第2の株式及び債券市場であるとの認識の下、グローバルな投資銀行、資産管理会社、先物会社等の金融機関への吸引力を絶えず高めるとともに、資本市場の対外開放の枠組みを更に整備し、実施を加速することで、より多くの優れたグローバルな金融機関や人材を引き寄せ集積させていく方針を示している。

2) 第20回党大会前の主な取り組み

(1) 適格投資家制度への統一（2020年11月）

資本市場の「質の高い発展」に向けた取り組みのうち、海外機関投資家の投資制度改革が既に行われている。

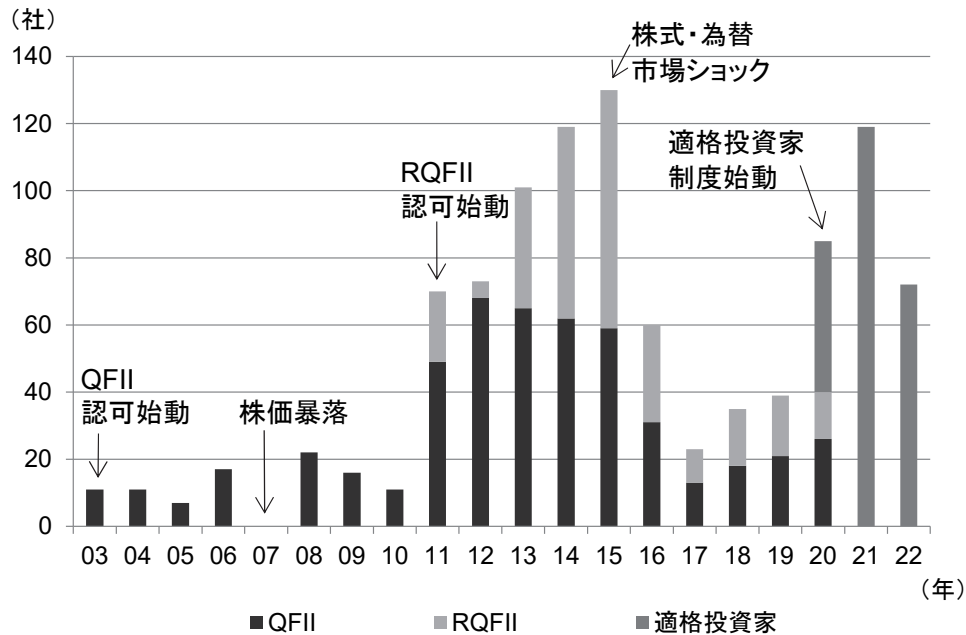
中国では、海外機関投資家による中国本土の証券市場への投資制度として、2003年より適格外国機関投資家（QFII）制度、2011年より人民元建て適格機関投資家（RQFII）制度に基づくライセンス認可がそれぞれ始まっているが（図表2）、2020年5月7日、中国人民銀行及び国家外為管理局は、QFII・RQFIIの投資上限制度を撤廃するとともに、この二つの投資制度を「適格投資家」に統一した。同時に、対中証券投資に伴う外貨・人民元の管理を一本化し、入出金・為替交換を登録制に移行する方針を公表した。

その後、同年9月25日、証監会及び国家外為管理局は、「QFII及びRQFIIの中国国内での証券先物投資管理弁法」を公布し（同年11月1日施行）、QFIIとRQFIIの

¹⁴ 関根栄一・宋良也「中国における新たな私的年金制度の導入と展望—『口座型』個人年金制度と鍵となる税制優遇措置—」『野村資本市場クォーターリー』2022年秋号参照。

¹⁵ 第9章では、分配制度の充実という小テーマの中において、①個人所得税制を整備し、収入分配の秩序を規律付け、富を築く仕組みを規範化し、合法的所得を保護し、法外な所得を調節し、違法所得を取り締まること、②意欲と能力のある企業・社会組織・個人が積極的に公益・慈善事業に携わるよう誘導し支援すること、を盛り込んでいる。共同富裕の実現に向け、中間所得層の拡大とともに、資産課税の創設・強化、民間企業に対する公益・慈善事業への資金拠出への指導も進められていくことになろう。

図表2 適格投資家の新規ライセンス取得状況



(注) 2022年12月までの数値。

(出所) Wind 資訊、中国证券监督管理委员会より野村資本市場研究所作成

投資範囲を統一するとともに、同時に新三板（店頭市場）、債券レポ、私募投資ファンド、各種先物を新たに投資対象として追加した。証監会の統計によれば、旧 RQFII を除いたものと思われるが、2022 年 12 月末時点で合計 740 社の適格投資家にライセンスが付与されている。

(2) 中国本土・香港間の相互取引制度の新設（2021 年）

中国本土・香港間の相互取引制度では、2021 年に二つの取り組みが新たに始まっている。

一つ目は、2021 年 10 月 19 日、広東省と香港・マカオ間で、個人投資家向けの資産運用商品の相互販売制度である「越境理財コネク」の実験である¹⁶。中国本土－香港間で既に始動しているストックコネク等続く、約 4 年ぶりの越境証券投資制度の試みでもある。越境理財コネクは、広東省及び香港・マカオに居住する中国本土国籍保有者が、香港・マカオの銀行で投資口座を開設し、香港・マカオ地区の銀行が販売する適格投資商品を購入する「サウスバウンド」と、香港・マカオの居住者が、広東省・香港・マカオの中国本土の銀行で投資口座を開設し、中国本土銀行が販売する理財商品等を購入する「ノースバウンド」から構成される。両バウンドともに、合計純流入額は 1,500 億元、個人投資家 1 名あたりの純購入額は 100 万元にそれぞれ上

¹⁶ 関根栄一「グレーターベイエリアにおける越境理財コネクの始動－広東省-香港・マカオ間の適格投資商品の相互販売の試み－」『野村資本市場クォーターリー』2022 年冬号参照。

限が設定され、債券中心の低リスクから一部株式を含む中リスクレベルの商品が対象となっている。越境理財コネクには、広東省・香港・マカオのグレーターベイエリア構想において、投資家の越境投資の利便性を向上させる狙いがある。

二つ目が、2017年7月に導入された中国本土ー香港間の債券相互投資制度である債券通（ボンドコネク）のうち¹⁷、まだ実現していなかった香港向け債券投資（サウスバウンド）が、2021年9月24日に始動し、中国本土の投資家から見た国際分散投資のルートが新たに開かれることとなった。越境理財コネクやボンドコネク（サウスバウンド）といった中国本土と香港間の金融取引の拡大を念頭に置き、両制度が始動する前年の2020年11月25日、中国人民銀行は香港金融管理局（HKMA）との間でスワップ協定を5年間延長し、同時に引出限度額をHKMAが5,000億元、中国人民銀行が5,900億香港ドルとし、従来の4,000億元、4,700億香港ドルから拡大している。

三つ目が、香港の中国本土への返還25周年（2022年7月1日）を機に創設された新たな二つのコネクである。第一番目が、中国本土と香港のETFの相互売買制度である「ETFコネク」である。ETFコネクによって、香港の適格投資家とブローカーは中国本土に上場するETF83銘柄を、中国本土の投資家は香港に上場するETF4銘柄をそれぞれ売買できる仕組みが同年7月4日に始動した。第二番目は、同年7月4日に発表されたデリバティブ（金融派生商品）の相互売買制度である「スワップコネク」である。まずは香港サイドから中国本土の金利スワップを取引できるノースバウンドを6カ月後に開始する予定である。適格投資家制度やボンドコネク（ノースバウンド）等を通じて外国人投資家による中国本土への債券取引ルートが拡大・多様化しているが、海外の政府系機関投資家とは異なり、現物取引をヘッジする商品への投資は制限されている点に変更はない。なお、2022年7月の新たなコネクの始動を機に、中国人民銀行とHKMAとの間の人民元建て通貨スワップ金額は、2020年11月に更新され5,000億元（5,900億香港ドル）から、3,000億元増額され、8,000億元（9,400億香港ドル相当）に拡大されている。

IV 今後の展望

1. 「人民元国際化」に対する表現の変化

中国資本市場の「制度型開放」にせよ、「質の高い発展」にせよ、中国本土市場と本土外市場との間で証券投資資金が円滑に行き交うためには、クロスボーダーでの人民元取引の利便性がさらに高まることも重要である。いわゆる「人民元国際化」に関し、2021年

¹⁷ ボンドコネクの下では、QFII等の既存の制度とは異なり、投資家は、中国本土ではなく香港の決済機関（CMU）に債券口座を開設し、英文表示の海外電子取引プラットフォームを通じて、中国本土のマーケットメーカーと直接売買が行えることが特徴である。また、既存の制度のように、中国本土向け投資の運用枠が設けられていない。関根栄一「中国・債券市場への新たな投資ルートの導入ーボンドコネクの始動ー」『野村資本市場クォーターリー』2017年秋号参照。

～2025 年までの第 14 次 5 ヶ年計画では、「着実に人民元国際化を進め（稳慎推进人民币国际化）、市場主導及び企業の自主的選択を堅持して、人民元の自由な利用を基盤とした新型の互いに有益なパートナーシップを構築する」との方針を示している¹⁸。また、中国人民銀行が 2022 年 9 月 23 日に公表した『2022 年人民元国際化報告』でも、「市場主導及び企業の自主的選択を基礎として、着実に人民元国際化を進める（稳慎推进人民币国际化）」との方針を示している。

ところが、第 20 回党大会の政治報告では、「秩序立てて人民元国際化を推進する（有序推进人民币国际化）」と、「着実に」から「秩序立てて」に表現が変更されている。この表現の変更の意味するところや政策的背景について、これまでのところ、中国金融当局からのコメントは特に見られない。一方、「着実に」から「秩序立てて」への変更の背景には、人民元国際化の速度を更に確固たるものとし、主体的かつ系統的な取り組みが更に強まる」と解説する研究者もいる（中国人民大学・国際通貨研究所・涂永紅副所長）。2023 年 1 月 3 日より、上海外国為替市場の取引時間が、現地時間午前 9 時 30 分開始から午後 11 時 30 分終了だったものが、翌日の午前 3 時までに終了時間が延長された。時差のある欧米の投資家の利便性を高め、人民元建て資産への投資魅力を更に高めるため等の措置としている¹⁹。今後の人民元国際化に向けた制度改革・開放、市場参加者への管理監督手法について、引き続き注視する必要がある。

2. 2023 年の注目点

第 20 回党大会では、中央委員や候補委員等、中国共産党の年 1 回の意思決定会議（中央委員会全体会議）に参加する幹部も選出されている。この幹部の中より、2023 年 3 月 5 日開催の全国人民代表大会で李強・国務院総理以下、経済閣僚が選出された。同時に、金融管理監督体制の改革も行われ、①党中央への中央金融委員会及び中央金融工作委員会の設置、②国務院では銀保監会の廃止と国家金融監督管理総局の設置、③同様に証監会の国務院事業単位から国務院直屬機関への地位変更等が行われた。今後、新たな金融管理監督機関への人事任命も行われていこう。また、第 20 回党大会後の 2022 年 11 月 11 日には国務院からコロナ対策に対する「二十条措置」と呼ばれる調整政策と、同年 12 月 7 日には同じく国務院から「新十条」と呼ばれる従来のコロナ対策を大転換する措置が公表され、短期的には医療資源が逼迫した。同時に、中国国内や水際の移動制限措置が解除され、消費活動を中心とした経済再開（リオープン）が進行中である。

人事面にせよ短期的な景気動向にせよ、第 14 次 5 ヶ年計画や第 20 回党大会政治報告で示された中国資本市場の改革・開放に関する方針は、中国の市場化改革を進める上で不可欠のものであり、実施速度や実施内容のレベルに調整は入ったとしても、国内外の市場関

¹⁸ 関根栄一「金融・資本市場から見た中国の第 14 次 5 ヶ年計画－直接金融の比率向上に向けて－」『野村資本市場クォーターリー』2021 年夏号参照。

¹⁹ 中国人民銀行「深化外汇市场发展 助力高水平对外开放」2022 年 12 月 30 日。

<<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4751679/index.html>>

係者からは、方針そのものは大きく変更されないことが期待されている。加えて、2023年秋には第20期第3回中央委員会全体会議（いわゆる3中全会）の開催が予定されており、2012年の第18回党大会の後に開催された2013年11月の第18期3中全会で決定された改革プラン同様²⁰、どのような内容がこれから討議され決定されていくのかも注視される。

3. 日中間の資本市場協力の役割

中国資本市場の改革・開放に関連し、第20回党大会前の2022年9月7日には、オンライン形式ではあるが、「第3回日中資本市場フォーラム」が開催されている²¹。日本側からは金融庁、日本取引所グループ、日本証券業協会、投資信託協会、中国側からは中国证券监督管理委员会、深圳証券取引所等が参加している。同フォーラムは、2018年10月の日中首脳会談での合意に基づき、日中両国の証券当局・証券市場関連団体が連携して多層的な協力を強化し、具体的な資本市場協力を推進するための交流の枠組みであり、2019年4月22日に第1回フォーラムが上海で、2021年1月25日に第2回フォーラムがオンライン形式で、それぞれ開催されている。

第3回フォーラムでは、証監会・方副主席は、日中両国の管理監督当局間、取引所間、自主規制機関間のこれまでの協力の成果についてスピーチで触れている²²。特に、取引所間協力では日中両国のアセットクラスを信託財産とするETFの相互上場スキームである「日中ETFコネクティビティ」（相互に6本上場済）、また自主規制機関間協力では日中両国の投資信託制度の比較研究や、高齢化における資本市場の役割の研究について、それぞれ触れている。第14次5ヵ年計画、第20回党大会の政治報告に加え、2023年秋の第20期3中全会で決定される改革プランの策定に向け、今後、日中両国の官民の相互協力や市場間連携の重要性も、今後さらに高まっていくものと期待される。引き続き、第20回党大会後の中国金融・資本市場の改革・開放方針の具体的進展状況が注視される。

²⁰ 関根栄一「証券市場から見た中国新政権の第18期3中全会」『野村資本市場クォーターリー』2014年冬号参照。

²¹ 金融庁「第3回日中資本市場フォーラムの開催について」2022年9月7日。

<<https://www.fsa.go.jp/inter/etc/20220907/20220907.html>>

²² 中国证券监督管理委员会「方星海副主席在第三届中国资本市场论坛上的致辞」2022年9月16日。

<<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c5682999/content.shtml>>