

「開放の第2ステージ」となる可能性がある 2025年以降の中国の金融・資本市場改革

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. 2025年1月20日、米国で第2次トランプ政権が発足した。追加関税など貿易・通商問題で対中圧力を強める米国に対し、中国当局は、第1次トランプ政権時代と同様に開放政策を堅持し、経済のグローバル化を後押しする姿勢を示している。
2. 実際、第1次トランプ政権時代の中国政府は、第1段階の米中経済・貿易協定（2020年1月）に基づく証券業及び資産運用業への外資出資上限の撤廃（2020年4月）など開放政策を進めた経緯がある。結果的に、証券会社ではJPモルガン等の外資系7社が中国国内に新設され、基金管理（資産運用）会社ではブラックロックを筆頭に6社が外資持分100%で新設された。
3. 対日関係でも、2018年に①人民元クリアリング銀行の東京市場での指定、②日本円・人民元通貨スワップ協定の締結、③人民元建て適格外国機関投資家（RQFII）の東京市場での運用枠の設定、という3点セットが進められた。同年10月には日中資本市場協力が始まり、2019年6月に日中両国の株式市場で上場投資信託（ETF）が相互に上場した。
4. 2025年以降の中国金融・資本市場改革を占う上で注目される動きとして、2025年1月に第11回英中経済・財政金融対話が5年7カ月ぶりに開催されたことが挙げられる。①中国－英国ウェルスコネクトの新設、②英中年金研究会の定期的開催、③ロンドン市場での中国政府による人民元建てグリーン国債の発行、等の合意内容は、今後の二国間協議を通じた中国の市場開放路線を示唆していると言えよう。米国による第1段階の米中経済・貿易協定の履行状況の調査と、新たに設定される米中の戦略対話の枠組みも注視される。
5. 日中関係では日中ハイレベル経済対話が2025年3月に再開され、日中ETFコネクティビティの制度最適化では適格国内機関投資家（QDII）運用枠の拡大が期待されている。証券・資産運用分野で、外資出資上限規制の緩和後も、実態上課せられてきた業務上の制約が緩和または撤廃されれば、2025年は「開放の第2ステージ」と中国国内外の市場関係者から評価される可能性もあろう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 関根栄一「日本・主要先進国との金融協力を通じた開放が進む中国資本市場」『野村資本市場クォーターリー』2019年春号（ウェブサイト版）。
- ・ 関根栄一・宋良也「中国本土投資家の日本株投資ブームと背後にある二国間ETFコネクティビティ」『野村資本市場クォーターリー』2024年春号。

I 「トランプ 2.0」と中国の対外開放政策

1. 追加関税を表明する第2次トランプ政権と開放政策堅持を表明する中国

2025年1月20日、米国で4年ぶりの第2次トランプ政権が発足した。第2次トランプ政権は、追加関税を始め、2018年から2019年にかけて貿易・通商面で取引（deal）を行ったような対中政策を展開し始めている。

一方、中国は、米中間の継続的な対話の枠組みを重視してきた。実際、第2次トランプ政権発足直前の2025年1月17日、トランプ次期大統領と中国の習近平国家主席との間で米中電話協議が行われ、中国側の発表では、双方は戦略的な意思疎通の枠組みを確立することで合意したとされる¹。第1次トランプ政権時代の米中間の経済協議においては、中国の金融・資本市場の開放も交渉材料の一つとなった。これに対し、中国当局としては、市場開放によって金融仲介機能を改善し、中国経済が市場メカニズムによって運営されるように導くとの狙いも有していたと考えられる。

第2次トランプ政権の下で、貿易・通商面での米中対立・対中圧力が予想される中で、習主席は、2024年11月16日のバイデン大統領（当時）との米中首脳会談（ペルーの首都リマ）でも、また12月10日の国際通貨基金（IMF）等の国際機関トップとの面会（北京）でも、中国は実際には第1次トランプ政権時代に推進したのと同様に開放政策を堅持し、経済のグローバル化を後押しする姿勢を示した。本稿では、第1次トランプ政権時代に進展した中国の金融・資本市場の対外開放のうち、証券・資産運用分野を取り上げ、その開放の経過を振り返るとともに、2025年以降に「開放の第2ステージ」が実現するための条件と、想定される内容について論じる。

2. 第2次トランプ政権下でも金融分野の対外開放継続を表明

第2次トランプ政権の発足をにらみ、2024年11月上旬から12月にかけて、国务院（内閣）で金融分野を担当する何立峰副首相は、訪中した米国金融機関（インベスコ、シティグループ、ゴールドマン・サックス、ブラックロック）やHSBC等のグローバルな金融機関の幹部と相次いで面会している。

（後述の通り）第1次トランプ政権時代に証券・資産運用分野の外資出資上限規制が撤廃され、外資100%での進出第1号となったブラックロックのラリー・フィンク CEO との面会（2024年12月5日）では、何副首相は、①中国は金融制度改革を更に進め、金融分野の対外開放を着実に拡大し、在中国の外資系企業に更に利便性を提供する、②また更に多くの外国金融機関と長期資本が中国での投資業務を展開し、ともに中国の発展の成果を

¹ 中国外交部「习近平同美国当选总统特朗普通电话」2025年1月17日。
<https://www.mfa.gov.cn/zyxw/202501/t20250117_11538132.shtml>

享受することを歓迎する、とのメッセージを伝えている²。

他に、何副首相は、第1次トランプ政権時代に中国法人への出資比率を100%まで引き上げたゴールドマン・サックス・グループのジョン・ウォルドロン社長兼COOとの面会（2024年12月4日）の中で、第1に、中国は共産党第20期中央委員会第3回全体会議（いわゆる「3中全会」）で決定した改革プラン（後述）を全面的に実行に移し、改革の全面的な深化のための重要措置を着実に推進し、ハイレベルの対外開放を拡大し続けていく、と述べた。第2に、ゴールドマン・サックス・グループを含むより多くの米金融機関や長期資本が中国との互惠協力を深め、米中関係の健全な発展により大きな役割を果たすよう期待している、とも述べている³。何副首相は、バイデン政権時代の米中間の経済及び金融ワーキンググループの中国側責任者でもあり、中国国内では24人の党中央政治局委員として、中国共産党の経済政策や金融運営の司令塔組織の事務局トップ（中央財經委員会弁公室主任、中央金融委員会弁公室主任）を兼ねており、第2次トランプ政権の下でも金融分野の対外開放を継続して進めていく姿勢を示したものと言える。

Ⅱ 第1次トランプ政権時代の中国証券・資産運用分野の開放

1. 国際会議の場での開放宣言（2017年～2018年春）

第1次トランプ政権発足直前の2017年1月17日、中国の国家主席として初めて世界経済フォーラム年次総会（ダボス会議）に出席した習氏はスピーチの中で、①経済のグローバル化を断固として推進する、②中国の発展は世界のチャンスであり、中国は経済グローバル化の受益者であり貢献者でもある、③中国の改革開放の持続的推進は、開放型の世界経済発展にとって重要な原動力となった、と述べた。世界的な保護主義が台頭することを懸念し、中国当局は逆に経済のグローバル化と開放を進める方針を国際会議の場を使って宣言したものと関係各国や市場関係者からは受け止められた。

その後、習主席は、2018年4月10日に海南省で開催されたボアオ・アジアフォーラム年次総会の講演で、新たな対外開放政策を表明した。新政策の目玉は金融分野の開放で、証券・資産運用分野では、2017年11月の米中首脳会談で表明した証券・資産運用分野の外資出資上限の51%への引き上げを確認しつつ、2018年から見て3年後の2021年に外資出資上限規制を撤廃するとした（図表1）。最終的に、米中両国政府は、2020年1月15日、金融分野も含め、第1段階の経済・貿易協定に署名し、同協定に基づき、証券業及び資産運用業への外資出資上限規制は、2020年4月に1年間前倒して撤廃されている。

² 「何立峰会见美国贝莱德集团董事长兼首席执行官劳伦斯・芬克时指中国正稳步扩大金融领域制度型开放 欢迎外资企业深化互利合作」『新華社』2024年12月5日。

<<http://www.news.cn/politics/leaders/20241205/cbae620a2d14408b80504ac45d7ecccac/c.html>>

³ 「何立峰会见美国高盛集团总裁温泽恩时指出 中国欢迎美资企业深化对华合作，推动中美关系健康发展」『新華社』2024年12月4日。

<<http://www.news.cn/politics/leaders/20241204/1f4a389b621d485f80ff3c5668465050/c.html>>

図表 1 中国金融・資本市場の改革開放（2010年代）

年	月	政策・イベント	
2010	8	海外中央銀行の銀行間債券市場投資認可（2010年、2015年には海外ソブリン全体に拡大）	
2011	12	人民元建て適格外国機関投資家（RQFII）始動	
	12	日中金融協力合意	
2012	6	東京・上海市場で日本円・人民元の直接交換取引始動	
2013	-	-	
2014	11	上海・香港ストックコネクト始動	
2015	7	中国本土・香港ファンド相互販売制度始動	
	夏	2つのショック発生（株価・為替）、株価維持政策（PKO）発動	
	11	国際通貨基金（IMF）のSDR（特別引出権）構成通貨への人民元採用決定（2015年、2016年採用開始）	
2016	2	海外機関投資家の銀行間債券市場投資（GIBMダイレクト）全面解禁	
	12	深圳・香港ストックコネクト始動	
第1次 トランプ 政権	2017	7	ボンドコネクト（ノースバウンド）始動
		11	トランプ大統領訪中、中国政府は証券・資産運用分野の外資出資上限を51%まで引き上げると表明
	2018	4	ボアオ・アジアフォーラムで証券・資産運用分野の外資出資上限の51%への引き上げと3年後（2021年）の上限撤廃を表明
		5、10	日中金融協力の再開、3点セットの始動（日本での人民元クリアリング銀行の指定、日本円・人民元通貨スワップ協定締結、RQFII運用枠の東京市場での設定）
		7	米国、中国に対して制裁関税を発動（中国も対抗措置を発動）
	2019	10	株式市場での米中貿易摩擦ショック発生、PKO発動
		4	第1回日中資本市場協力フォーラム開催
		6	上海・ロンドンストックコネクト始動
		6	日中ETFコネクティビティ始動
		7	中国政府、金融業対外開放11条を通知、証券・資産運用分野の外資出資撤廃時期を2020年に設定し、一年間前倒しで実現
2020	7	上海・科创板（新興市場）始動	
	1	第1段階の米中経済・貿易協力協定締結（金融・資本市場の市場開放を含む）	
	1	新型コロナショック	
	4	証券・資産運用分野の外資出資上限撤廃	
2021	12	米国で「外国企業説明責任法」（Holding Foreign Companies Accountable Act、略称HFCAA）が発効、米国上場の中国企業の上場廃止リスクが発生	
	9	ボンドコネクト（サウスバウンド）始動	
2022	10	グレーターベイエリア越境理財コネクト始動	
	2	上海・ロンドンストックコネクトの対象市場に深圳及びスイス・ドイツも追加、中国・英国ストックコネクト（the UK-China Stock Connect）に転換	
	12	米国公開会社会計監督委員会（PCAOB）と中国当局との間で、米国上場の中国企業の監査状況を検査に関する合意締結（米中上場摩擦の激化回避）	
2023	5	スワップ・コネクト（ノースバウンド）始動	
	6	香港での人民元建て株式プラットフォーム始動	
2024	6	中国証券監督管理委員会、中国企業の海外上場手続きを迅速化	

（注） 二国間関係では、主に中国と米国・日本との関係を記載。

（出所） 中国政府の各ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

2. 2018年以降の証券・資産運用業への外資進出動向

1) 証券業では外資系7社が新規設立

2020年1月締結の第1段階の米中経済・貿易協定の内容を見ると⁴、合計8章の同協定のうち、金融サービスは第4章に盛り込まれている。更に第4章は、目標（第4.1条）において米中双方で無差別の市場アクセスを提供する原則を確認した上で、銀行分野（第4.2条）、信用格付け分野（第4.3条）、電子決済分野（第4.4条）、金融資産管理（不良債務）分野（第4.5条）、保険分野（第4.6条）、証券・資産運用・先物分野（第4.7条）から構成されている。

⁴ 財政部「关于发布中美第一阶段经贸协议的公告」2020年1月16日。

<https://wjb.mof.gov.cn/gongzuodongtai/202001/t20200115_3459459.htm>

同協定を締結する前に、2018年から先行して始まった証券・資産運用分野の開放に基づき、2024年12月末時点で設立されている外資系証券会社は計19社ある。19社の内訳を見ると、7社は2018年以降に新規設立されている。また、①同7社のうち6社は外資系が持分のマジョリティを取る形で新規設立され、②更にこれらの6社のうち2社は設立当初から外資100%出資で設立認可を受けている⁵。

次に、2018年以前に設立された合弁証券会社のうち、2018年以降に外資マジョリティを実現した証券会社は2社⁶、外資100%に完全子会社化した証券会社は2社⁷となっている。

2) 基金管理会社では6社が新規設立

資産運用業のうち基金管理会社では、2020年以降、6社が外資100%持分で新規に設立されている。2019年以前に設立された既存の3社でも、外資持分100%への引き上げが行われている（図表2）。

次に、銀行が組成する集団投資スキームを管理する銀行理財分野では、銀行の理財会社と外資が合弁理財会社（孫会社方式）を設立する方法で5社が新規設立され、外資による直接出資も1社（招商理財有限責任公司）出ている（図表2）。

3. 第1次トランプ政権時代の日中金融協力の再開

1) 金融協力「3点セット」が進展した2018年

金融分野の開放は、内外無差別適用の原則の下、米国の当局や金融機関だけではなく、日本との間でも展開された。2018年5月と10月には、7年ぶりに日中首脳の間で相互往来が再開され、日中金融協力の懸案となっていた3点セットも動き出した。

3点セットのうち、1つ目の日本での人民元クリアリング銀行の指定については、2018年10月26日、中国人民銀行が中国銀行東京支店を日本での人民元クリアリング銀行に指定した。2019年4月に北京市で開催された第5回日中ハイレベル経済対話では、金融分野のうち、人民元クリアリング銀行への邦銀の早期指定等の日中金融協力の更なる強化につき、日中当局間で認識を共有したと発表された⁸。その後、同年6月27日、中国人民銀行は三菱UFJ銀行も日本での人民元クリアリング銀行に指定した。邦銀の指定は本件が初めてで、また海外での外資系銀行のクリアリング銀行指定は、米国でのJPモルガンに続いて国別では2例目となった。

⁵ 新規設立7社のうち、台湾系を除く外資マジョリティの合弁証券会社は野村ホールディングス、JPモルガン、大和証券グループ本社、DBS銀行の4社、また外資持分100%の証券会社はスタンダードチャータード銀行、BNPパリバの2社となっている。JPモルガンは、その後、2021年8月に外資100%に完全子会社化された。

⁶ クレディ・スイス、モルガン・スタンレー。

⁷ ゴールドマン・サックス、UBS。

⁸ 外務省「第5回日中ハイレベル経済対話の開催（結果）」2019年4月14日、及び金融庁「第5回日中ハイレベル経済対話における金融分野の対応について」2019年4月15日。

図表2 主な外資系資産運用会社の設立状況

基金管理会社名	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
1 宏利基金管理有限 公司	2002年6月	1.8億元	n.a	マニライフ	100%	カナダ系のマニライフ・インベストメント・マネジメント(シンガポール)が主要株主、同マニライフ・フィナンシャル・コーポレーションが実質的支配者として、前者が9,180万元(51%持分相当)を出資し、外資持分100%に(2022年11月18日、中国证券监督管理委员会(証監会)認可)。
2 摩根基金管理(中 国)有限公司	2004年5月	2.5億元	上海国際信託有限 公司	JPモルガン・ア セット・マネジメ ント(UK)	100%	設立当初は米系のJPモルガン・チェースが33%出資。その後、2019年8月6日、JPモルガン・チェースは49%から51%へ持分比率を引き上げ。2023年1月19日、①JPモルガン・アセット・マネジメントが主要株主、②JPモルガン・チェースが実質的支配者として、前者が2.5億元を出資し、外資持分100%に。
3 摩根士丹利華鑫基 金管理有限公司	2008年6月	n.a	深圳市招融投資控 股有限公司、深圳 市中技実業(集团) 有限公司	モルガン・スタン レー	100%	設立当初は米系のモルガン・スタンレーが40%出資。その後、中国側株主の持分譲渡を経て、モルガン・スタンレー・インターナショナルが44%の筆頭株主に(2019年6月6日、証監会認可)。次に、別の中国側株主の5%の持分譲渡を経て、持株比率が49%に(2020年5月18日、証監会認可)。更に、①モルガン・スタンレーが実質的支配者、②モルガン・スタンレー・インターナショナルが1億2,750万元(51%持分相当)を出資し、同会社の単独株主(外資100%)に(2023年2月3日、証監会認可)。
4 貝莱德基金管理有 限公司	2020年8月	1.8億元	-	ブラックロック	100%	2020年4月1日、米系のブラックロックが申請書類を証監会に提出。その後、同年8月21日、証監会は、同社が100%出資する基金管理会社の設立を認可。公募ファンドを組成する外資独資の基金管理会社第1号に。
5 富達基金管理(中 国)有限公司	2021年8月	n.a	-	フィデリティ	100%	2020年5月19日、米系のフィデリティが申請書類を証監会に提出、9月18日に受理。その後、その後、2021年8月5日、証監会は、同社のアジア子会社が100%出資する基金管理会社の設立を認可。
6 路博迈基金管理 (中国)有限公司	2021年9月	n.a	-	ニューバーガー バーマン	100%	2020年4月1日、米系のニューバーガーバーマンが申請書類を証監会に提出、同年9月18日受理。その後、2021年9月24日、証監会は、同社が100%出資する基金管理会社の設立を認可。
7 施羅德基金管理公 司	2023年1月	n.a	-	シュローダー	100%	2021年2月18日、英国系のシュローダーが申請書類を証監会に提出。証監会は、2023年1月10日に、シュローダー・インベストメント・マネジメント・リミテッドが100%出資(2億6,000万元)する基金管理会社の設立を認可。
8 聯博基金管理有限 公司	2023年3月	n.a	-	アライアンス・バー ンスタイン	100%	2020年11月12日、米系のアライアンス・バーンスタインが、申請書類を証監会に提出。2023年3月3日、証監会は、アライアンス・バーンスタイン(香港)が100%出資する基金管理有限会社の設立を認可。
9 安聯基金管理有限 公司	2023年8月	n.a	-	アリアンツ	100%	2023年3月27日、独系のアリアンツ・グローバル・インベスターズが申請書類を証監会に提出。2023年8月24日、証監会は基金管理会社の設立を認可。
合併理財会社名	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
1 匯華理財有限公司	2019年12月	n.a	中銀理財有限責任 公司(中国銀行の 理財子会社)	アムンディ	55%	2019年12月20日、中国銀行保険監督管理委員会(銀保監会)は、仏アムンディと中銀理財有限責任公司(中国銀行の理財子会社)がそれぞれ55%と45%を出資し、上海での合併理財会社設立を認可(2020年9月24日開業)。孫会社形態とは言え、中国で外資が過半出資する理財子会社の設立は同社が第1号に。
2 貝莱德建信理財有 限責任公司	2020年8月	n.a	建信理財有限責任 公司(中国建設銀 行の理財子会社)	ブラックロック (50.1%)、新フ ラン(シンガポ ールの政府系 ファンドの テマセク傘下 の会社、9.9%)	60%	2020年8月11日、銀保監会は、米ブラックロック、建信理財有限責任公司(中国建設銀行の理財子会社)と新フランの上海での合併理財会社の設立を認可。
3 施羅德交銀理財有 限公司	2021年2月	n.a	交銀理財有限責任 公司(交通銀行の 理財子会社)	シュローダー	51%	2021年2月19日、銀保監会は、英シュローダーと交銀理財有限責任公司(交通銀行の理財子会社)がそれぞれ51%と49%を出資する、上海での合併理財会社(施羅德交銀理財有限公司)の設立を認可。
4 高盛工銀理財有 限責任公司	2021年5月	n.a	工商理財有限責任 公司(中国工商銀 行の理財子会社)	ゴールドマン・サ ックス・アセット・ マネジメント	51%	2021年5月20日、銀保監会は、米ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントと工商理財有限責任公司(中国工商銀行の理財子会社)の上海での合併理財会社の設立を認可。
5 招商理財有限責任 公司	2021年12月	55.55 億元	招商銀行	JPモルガン・ア セット・マネジメ ント	10%	2021年12月3日、銀保監会は、米JPモルガン・アセット・マネジメントによる招商理財有限責任公司(招商銀行の理財子会社、2019年11月設立)への戦略出資を認可。出資金額は26.67億元で、出資比率は10%。中国の銀行理財子会社に対する外資運用会社の直接出資案件第1号。
6 法巴農銀理財有限 責任公司	2022年10月	n.a	農銀理財有限責任 公司(中国農業銀 行の理財子会社)	BNPパリバ・ア セット・マネジメ ント	51%	2022年10月13日、銀保監会は、仏BNPパリバ・アセット・マネジメントと農銀理財有限責任公司(中国農業銀行の理財子会社)の合併理財会社の設立を認可。

(出所) 中国证券监督管理委员会より野村資本市場研究所作成

2つ目の日本円・人民元通貨スワップ協定については、2018年10月26日、中国人民銀行と日本銀行は、人民元および日本円を相互に融通するための為替スワップ取決めを締結した。引出限度額は、日本銀行において2,000億人民元、中国人民銀行において3.4兆円、有効期限は2021年10月25日までの3年間であるが、2021年10月に更新され、その3年後の2024年10月でも再度更新されている。

3つ目の人民元建て適格外国機関投資家（RQFII）の運用枠は、2018年5月に2,000億元が中国から日本に対し付与された。その後、同年12月26日、三井住友銀行が日系金融機関として初めて運用枠（30億元）を取得した⁹。

その他、2018年に日中金融協力が再開したことで、中国の金融・資本市場では、コロナ下の2020年においても、邦銀によるパンダ債（非居住者人民元建て債券、日本のサムライ債に相当）発行、邦銀の銀行間債券市場での決済代理人資格の取得、邦銀の人民元国際決済システム（CIPS）への接続、外資100%出資によるマネーブローカー会社の設立といった業務展開が続いた（図表3）。

図表3 日中金融協力の進展（2020年）

項目	内容
パンダ債の発行	<ul style="list-style-type: none"> 2020年6月8日、三井住友銀行が、同行として初めてパンダ債を発行（10億元）。
決済代理人資格の取得	<ul style="list-style-type: none"> 2020年6月16日、MUFGバンク（中国）（三菱UFJ銀行の全額出資子会社）が、中国人民銀行より、銀行間債券市場での決済代理人資格を邦銀として初めて取得したと発表。外国人投資家にカスタディサービスを提供可能。 なお、MUFGバンク（中国）は、2017年7月には邦銀初の「ボンドコネク特適格マーケットメーカー資格」、2019年10月には同市場における「一般事業債引受資格」を取得している。
人民元国際決済システムへの接続	<ul style="list-style-type: none"> 2020年9月8日、三井住友銀行（中国）（三井住友銀行の全額出資子会社）は、9月7日より人民元国際決済システム（Cross-border Inter-bank Payment System、略称CIPS）に接続したと発表。 なお、三菱UFJ銀行・みずほ銀行の各中国現地法人は、2016年7月よりCIPSに接続済。
マネーブローカー会社設立	<ul style="list-style-type: none"> 2020年9月7日、上田八木短資は、9月3日付で中国銀行保険監督管理委員会（銀保監会）より、北京市（通州区）において、同社が100%出資するマネーブローカー会社を設立するための準備ライセンスを取得したと発表。外資100%出資のマネーブローカー会社の設立は、本件が第1号。また、（邦銀を除き）日系金融機関の100%出資金融関連会社の設立準備の認可は、本件が第1号。 「上田八木貨幣經紀（中国）」の金融ブローカー業務は、①マネーマーケット取引の仲介、②債券取引の仲介、③為替取引の仲介、④債券レポ取引の仲介、⑤デリバティブ取引の仲介、⑥銀保監会が認可する他の業務、から構成。 なお、セントラル短資が、中信信託有限責任公司及び天津信託有限責任公司との共同出資による合弁会社（天津信唐貨幣經紀有限責任公司、本部・天津市）は、2010年8月に設立許可を取得し、2012年2月に営業許可を取得している。日系マネーブローカー会社の進出第1号。
養老保険分野での提携	<ul style="list-style-type: none"> 2020年11月5日、三井住友海上火災保険（中国）は、松下電器（中国）、中国太平洋保険（集団）と、保険を含む養老分野での戦略提携枠組み協議書を締結。

（出所）各社プレスリリースより野村資本市場研究所作成

⁹ なお、2020年5月7日、中国人民銀行及び国家外為管理局は、適格外国機関投資家（QFII）・RQFIIの投資上限制度を撤廃するとともに（「適格投資家」に統一）、同年9月25日、中国証券監督管理委員会、中国人民銀行、国家外為管理局は、従来、参入条件・投資対象等を別々に規定してきたQFII・RQFIIの規則を統合した（同年11月1日施行）。

2) 日中資本市場協力の始まり

2018年の首脳相互往来再開の中で、10月には、資本市場協力で新たに合意し、金融庁と中国証券監督管理委員会（証監会）が覚書に調印した（日中資本市場協力）。

日中資本市場協力の内容は、自主規制機関間の覚書の締結、「日中資本市場フォーラム」の相互開催、日系証券会社等の中国市場参入の早期実現、上場投資信託（ETF）の相互上場の早期実現などから構成された。これらのうち、日系証券会社2社の新設が実現している。

上記協力のうち、日中資本市場フォーラムは、2019年4月に第1回目が上海市で開始され、新型コロナウイルス（新型コロナ）流行期間中も、2021年1月に第2回目が、2022年9月に第3回目が、それぞれオンライン形式で開催された。また、ETFの相互上場については、2019年6月に「日中ETFコネクティビティ」と命名され、日中両国の株式市場でそれぞれの株式指数に連動したETF商品の相互上場が実現している。

III 2025年以降の中国金融・資本市場改革の展望

1. 2024年中に基本的な方針は確定済

1) 資本市場の機能活用は今後も継続

第2次トランプ政権との経済協議の中で、中国金融・資本市場の開放が再び交渉材料になった場合であるが、前年の2024年に確定した基本的な方針に従って、国内改革と併せて進められると考えられる。

基本的な方針の1つ目が、2024年7月の中国共産党第20期3中全会で採択した党としての11年ぶりの改革プランである¹⁰。改革プランは、計15分野（計60条）から構成され、建国80周年に当たる2029年までの5年間で実現するとの時間軸を設定している。金融・資本市場改革については、改革プランの第18条で、金融仲介における直接金融の役割を高めるとした上で、投資と融資（資金調達）が調和した資本市場の機能を強化するとしている。同時に、供給面での産業構造の高度化を目指す「新たな質の高い生産力」の発展推進では、ベンチャーキャピタル（VC）等の投資を促進する方針である。

基本的な方針の2つ目が、第20期3中全会に先行して国務院が公表した「資本市場の管理監督強化、リスク予防及び質の高い発展促進に関する若干の意見」（2024年版9条意見）である¹¹。同意見は、2004年及び2014年に続く、10年ぶり3回目の中国資本市場の改革に関する指針である。2024年版意見は、質の高い経済発展に合

¹⁰ 関根栄一「経済分野で更なる改革の推進を目指す中国共産党の指針公表—3中全会での11年ぶりとなる改革プランの決定—」『野村資本市場クォーターリー』2024年秋号。

¹¹ 関根栄一「中国資本市場の『質』を重視した改革指針の公表—10年ぶり3回目となる国務院9条意見の概要—」『野村資本市場クォーターリー』2024年夏号。

わせて、資本市場でも質の高い発展を目指すとしているほか、今後5年間、2035年、21世紀半ばと、3つの時間軸を設定して実現すべき目標を設定している。また、2024年版9条意見は、第1条の総論、第2条の株式発行・上場審査基準の厳格化、第3条の上場後の管理監督の厳格化、第4条の上場廃止制度改革の推進、第5条の証券・基金管理会社への管理監督強化、第6条の証券売買への管理監督強化、第7条の中長期資金の市場参画促進、第8条の改革開放の全面的推進、第9条の資本市場の質の高い発展の推進、の計9条から構成される。

2) 香港機能の活用から着手

2024年に確定した2つの方針を受け、資本市場では、中国当局は、香港の国際金融センターとしての機能の活用策に既に着手している。具体的に、2024年4月19日、証監会は、香港との資本市場協力に関わる5項目措置を公表した。同措置は、①中国本土（上海、深圳）－香港間のストックコネクトの対象ETF商品の拡大、②ストックコネクトへの不動産投資信託（REIT）の組み入れ、③人民元建て株式取引プラットフォームの最適化、④基金相互販売制度（MRF）の最適化、⑤中国本土企業の香港上場支援、から構成される。

これらのうち、クロスボーダー証券投資では、第1に、ストックコネクトにおいて、2024年9月10日より、中国本土から香港に投資可能な銘柄（香港上場のアリババ・グループなど）が追加されている。第2に、基金相互販売制度において、2025年1月1日より、香港ファンドの中国本土での販売額上限を、自社のファンド総資産の50%から80%に引き上げた。中国本土投資家による香港ファンドの投資制限の実質的な緩和になる。第3に、（香港・マカオ・広東省の）グレーターベイエリア越境理財コネクトにおいて、従来、中国本土投資家は商業銀行を通じてしか香港の資産管理商品を買えなかったが、2024年12月4日より、販売ルートに証券会社14社が加えられ、併せて購入対象商品にリスクレベルの高い株式型商品も加えられている。

次に、中国本土企業の香港上場では、2024年6月に証監会が海外上場を目指す中国企業の申請手続きを迅速化する方針を示したことで、香港市場でのエクイティファイナンスが回復し始めている。中国企業（H株、非H株）の香港市場での新規株式公開（IPO）金額は、2020年の3,242億香港ドルから、2023年には416億香港ドルまで落ち込んだものの、2024年には838億香港ドルへと前年比で倍増している。2024年は、中国家電大手の美的集団（広東省）のIPO（9月）や自動運转向け人工知能（AI）チップを開発する地平線ロボット（ホライズン・ロボティクス）のIPO（10月）が行われた。

香港市場以外では、米国市場での中国概念株のIPOは、2023年の7億ドルから、2024年には29.9億ドルと4倍強となった。2024年には、米ナスダック市場では自動運転技術スタートアップ企業の文遠知行（ウィーライド）の米国預託証券（ADR）の発行（10月）、自動運転タクシー新興企業の小馬智行（ポニー・エア）のIPO

(11月)がある。振り返ると、第1次トランプ政権時代の2020年12月に「外国企業説明責任法」(Holding Foreign Companies Accountable Act、略称HFCAA)が発効し、米国上場の中国企業の上場廃止リスクが発生したものの、2022年12月、米国公開会社会計監督委員会(PCAOB)は、米国に上場している中国企業の監査状況を検査するための全面的なアクセス権を得たことで、米中上場摩擦の激化が回避されている(前掲図表1)¹²。

2. 先行して始まった英中間の政府協議

1) 2019年6月以来となる金融分野での英中合意

第2次トランプ政権との経済協議で、中国金融・資本市場の開放が再び交渉材料となった場合、中国当局は、先行している他の二国間協議も参照しながら内容を検討していく可能性がある。

その先行する二国間協議では、英国のリーブス財務相と中国の何副首相が2025年1月11日、北京市で会談するとともに、第11回目となる英中経済・財政金融対話を2019年6月以来、5年7カ月ぶりに開催された。本件対話を通じて得られた認識・成果は、69項目からなる合意文書に取りまとめられた¹³。

2) 英中経済・財政金融対話では資本市場分野でも協力分野を設定

第11回英中経済・財政金融対話の69項目の合意文書は、①金融改革及び金融市場の発展、②金融分野の管理監督の協力、③資本市場、④資産運用、⑤保険及び年金、⑥グリーンファイナンス及び生物多様性ファイナンス、⑦人的交流、⑧マクロ経済政策・多国間協力及びグローバル経済、⑨貿易・投資・農業及び産業協力、⑩対話及び交流、⑪気候及びエネルギーから構成される。

合意文書では、冒頭の1項目で、両国は、金融業が資金配分の最適化、生産性の向上、経済成長の促進の面で重要な役割を果たすとの点について共通認識を持ったとした。その上で、両国は、気候変動や生物多様性の減少、人口の高齢化等のグローバルな課題に共同で取り組んでいくとともに、国際金融市場での標準の制定やイノベーションの推進に取り組み、最終的に国民・企業・投資家の共同繁栄を実現するとした。

3) 資本市場等での協力内容

合意文書のうち、資本市場では、以下の11項目が取り上げられている。

¹² 関根栄一「米中上場摩擦の激化回避と中国企業の海外上場を巡る動き」『野村資本市場クォーターリー』2023年春号。

¹³ 財政部「第十一次中英经济财金对话政策成果」2025年1月14日。

<https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202501/content_6998409.htm>

- ① 中国－英国ストックコネクト（the UK-China Stock Connect）¹⁴の活用と中国企業のグローバル預託証券（GDR）のロンドン上場支援
- ② 中国－英国ボンドコネクトの検討・推進
- ③ 中国発行体のロンドンでの人民元建て債券の発行・上場支援
- ④ 英国金融機関の中国本土債券市場で債券レポ取引の参入
- ⑤ デリバティブ市場での協力とHSBCの中国金融先物取引所での国債先物売買資格取得の歓迎
- ⑥ 英中ETFコネクティビティの推進と上海・深圳証券取引所・FTSE Russell間の協力を支援
- ⑦ ロンドン市場での人民元建て債券の適格担保化や人民元建て決済の促進¹⁵
- ⑧ 英国機関投資家の中国銀行間市場（債券、為替）での取引展開を歓迎
- ⑨ 両国取引所間のクリアリング業務の協力強化
- ⑩ 英中当局間の資本市場ワーキンググループの業務展開の継続と越境データ等取り扱いの検討継続
- ⑪ 外資銀行の業務の双方向での開放を継続

加えて、英中両国は、新たに3つの取り組みを2025年から始めることで合意している。第1に、資産管理では、新たに「中国－英国ウェルスコネクト」（UK-China Wealth Connect）の創設に向けた検討を進めていくことで合意した。中国本土－香港間の公募基金の相互販売制度や、グレーターベイエリアでのクロスボーダー理財商品コネクトの仕組みを、中国本土－英国間で展開しようとする試みと言える。第2に、年金では、定期的に英中年金研究会を開催することで合意した。合意文書では、外資系理財会社（前掲図表2）の中国の年金金融市場での業務展開を中国が歓迎することも明記されており、英系合弁理財会社の年金ビジネス展開と連動した動きとも言えよう。第3に、グリーンファイナンスでは、2025年に中国政府が初めて人民元建て外債（国債）をロンドン市場で発行・上場することに同意したとしている¹⁶。中国政府は、既にロンドン市場で人民元建て国債を発行・上場していた実績がある。併せて、中国銀行ロンドン支店が、人民元建て・英ポンド建てのSDGs債をロンドン市場で発行・上場する計画も合意文書に盛り込まれている。

¹⁴ 2019年6月に始動した上海－ロンドンストックコネクトが前身。合意文書によれば、これまで中国企業が6本のGDRを発行し、66億ドル強を調達したとされる。

¹⁵ 英国では中国建設銀行が人民元クリアリング銀行に中国人民銀行から指定されている。合意文書によれば、過去10年間のクリアリング金額は100兆元を超えているとされる。

¹⁶ 第2次トランプ政権発足直前の英中対話で、米国のパリ協定離脱が予想されていた中でも、両国としては気候変動対応分野での国際協力を続けていくとの姿勢を示しているものと言える。

3. 「開放の第2ステージ」として期待される内容

第11回英中経済・財政金融対話の金融・資本市場での協力内容は、銀行・保険・資産運用分野に焦点を当て、かつ市場間協力（クロスボーダー取引に関する共通の制度・基準作り）がメインになっているように見える。

一方、外資系金融機関、特に外資系証券会社が中国本土で業務展開する場合、前述の通り、2018年以降、出資比率の制限は大きく規制緩和されているものの、ライセンスは、設立時は4種類、追加申請は1回あたり2種類までという制約がある。また、ライセンス審査の際、評価基準は親会社を含むグループ全体の動向を評価する体系にはなっていない。他に、外資系金融機関が中国本土に海外人材を派遣する際、中国国内の資格試験を受ける必要があり、かつ試験時に使用される言語（中国語）も指定されている。海外で取得した金融分野での業務資格が、条件付きであっても、中国本土で適用されることの期待は強い。これらの点について、英中の合意文書に読み取れる記載は特にない。

次に、英中の合意文書に盛り込まれてはいるが、外資系金融機関がクロスボーダー業務を展開する上で、データの越境移転に関する制約に直面しており、今後の緩和措置が期待されている。

今回のリーブス財務大臣の訪中には、HSBC、スタンダード・チャータード、ロンドン証券取引所等も同行した。また、二国間協議が開催された2025年1月11日には、英中の監督当局や金融機関等が参加する形で第4回英中金融サービスサミットが開催されている。個別の英国金融機関も、この機会を使って自社が直面している課題解決に向け当局にも働きかけていると思われるが、外資出資上限規制の緩和後も、実態上課せられている業務上の制約が緩和または撤廃されれば、2025年は「開放の第2ステージ」と中国国内外の市場関係者から評価される可能性もあろう。

IV 二国間協力の展望

1. 二国間協力の拡がり

1) フランス及びドイツとの二国間対話の継続

二国間協力の動向のうち、英中関係以外では、2024年12月5日、仏中ハイレベル経済・財政金融対話の中国側代表を務める何副首相は、フランス側代表のアルマン経済・財務・産業相とビデオ会談を行い、近く開催予定の対話の内容を巡って意見交換したとされる。

また、時期は前後するが、2023年10月1日には4年9ヵ月ぶり第3回独中ハイレベル経済財政金融対話がドイツ（フランクフルト）で開催され、25項目から成る合

意文書が公表された¹⁷。合意文書では、直接・間接に金融・資本市場分野でのライセンスにも関わるものとして、以下の内容が盛り込まれた。第1に、両国金融機関が相手国の市場に投資を行い、事業を拡大することを奨励する。第2に、証券・先物・デリバティブ分野での監督当局間協力（二国間及び多国間）を強化する。第3に、ドイツの金融機関が企業の越境貿易・投資に利便性を提供するために、人民元業務及び関連金融サービス業務を展開するのを両国は支援する。

2) パンダ債市場の拡大

独中の合意文書では、（英中協力と同様に）ドイツの発行体による中国本土市場でのパンダ債の発行を両国は歓迎すると明記された。パンダ債について、2024年12月31日付中国証券報によれば¹⁸、低金利環境の下、2024年の発行本数は109本で前年比15.96%増、発行金額は1,948億元で同26.12%増となっている。

2024年12月2日、中国共産党中央・国務院は北京市で第4回「一带一路」建設業務座談会を3年ぶりに開催し、一带一路沿線諸国との金融協力を進める方針を固めている。金融協力には、同諸国の政府や企業・金融機関による中国資本市場の活用、具体的にはパンダ債の発行も含まれると見られ、パンダ債の発行体の先進国以外の途上国・新興国への拡がりも、2025年以降、注目すべきポイントとなろう¹⁹。

2. 日本との関係

1) 日中ハイレベル経済対話の再開が視野に

日本との関係では、2024年12月25日に岩屋毅外相が訪中し、日中外相会談を行った。外相の訪中は、2023年4月の林芳正外相（当時）以来、約1年8カ月ぶりとなった。今回の会談では、2025年の最も早い適切な時期に王毅外交部長の訪日を実現し、その際に、日中ハイレベル経済対話を開催することで一致し、具体的な調整を進めていくこととなった。その後、2025年3月22日、第6回日中ハイレベル経済対話が東京で開催された。同対話の開催は、2019年4月の第5回対話以来、約6年ぶりであったが、2018年以降の金融・資本市場での協力案件の進捗状況や課題の確認は、日中両国の発表文では特に言及されていない。なお、中国側発表文には、「G20、APEC、ASEAN+3等の枠組みの下で経済・貿易及び財政・金融の協力を強化する」との一文が盛り込まれている²⁰。

¹⁷ 財政部「第三次中德高級別財金对话联合声明」2023年10月1日。

<https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202310/content_6907266.htm>

¹⁸ 「“熊猫债”吸引力增强 带动境外资金增配人民币资产」『中国証券報』2024年12月31日。

¹⁹ 「パキスタン財務相、初の『パンダ債』年内発行 『中国資本市場を活用』」『日本経済新聞』2025年1月15日。

²⁰ 外交部「第六次中日经济高层对话达成二十项重要共识」2025年3月22日。

<https://www.fmprc.gov.cn/wjbjhd/202503/t20250322_11580275.shtml>

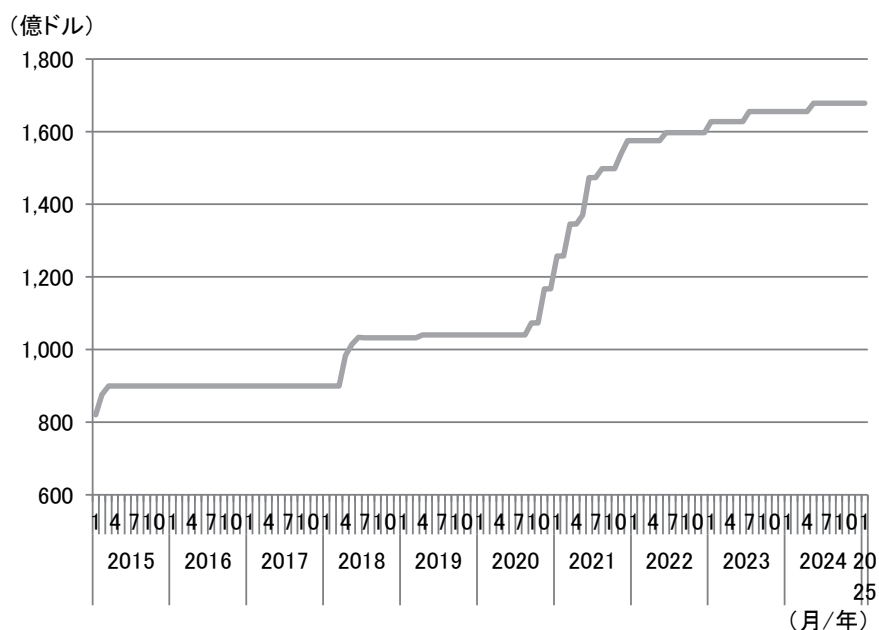
2) 適格国内機関投資家 (QDII) 運用枠の継続的な拡大が必要

協力案件のうち、ETF の相互上場は、中国国内の QDII の運用枠を前提とした仕組みである。このため、2024 年 1 月の日本株投資ブーム時には、ETF 基準価額と取引価格との乖離が急速に拡大し、その結果、管理会社として、投資家に冷静さを促すための警告や取引の一時停止等の施策を取らざるを得ない事態が生じた。

QDII の運用枠は、人民元の為替相場の安定（資本流出規制）や、国際収支の動向によって、認可が国家外為管理局によりコントロールされている。例えば、2015 年 3 月末の 899.93 億米ドルから、2015 年 8 月の人民元為替改革と相場下落、2016 年の中国企業の対外直接投資規制を経て、2018 年 3 月末に至るまで、新規・増枠ともに認可されなかった時期がある（図表 4）。

2020 年 9 月以降は、段階的に QDII の運用枠の認可が行われてはいるものの、2024 年 5 月末時点では 1,677.89 億ドルと、22.7 億ドル増加したものの、その後、運用枠の増加は無かった。直近の英中の協力リストでも、QDII の運用枠確保を前提とした英中 ETF コネクティビティの推進が盛り込まれている。中国本土の投資家が国際分散投資を安定的に予見可能性をもって行えるよう、継続的な QDII 運用枠の個別認可と、QDII 運用枠全体の拡大が期待される²¹。

図表 4 QDII（適格国内機関投資家）運用枠の推移



(注) 2025 年 1 月末までの数値。

(出所) CEIC、国家外為管理局より野村資本市場研究所作成

²¹ 関根栄一・宋良也「中国本土投資家の日本株投資ブームと背後にある二国間 ETF コネクティビティ」『野村資本市場クォーターリー』2024 年春号では、基準価額と取引価格の大幅な乖離の緩和に向け、①短期的には越境 ETF 向けの QDII 運用枠の拡大、②QDII 運用枠の継続的な拡大に加え、③ストックコネクトの考え方に基づく双方向での売買枠の設定への転換、を提案している。

3) 個別では前向きな動きも

個別の案件では、2024年1月に、中国人民銀行傘下の自主規制機関である中国銀行間市場交易商協会（NAFMII）は、みずほ銀行（中国）、MUFG バンク（中国）、JP モルガン（中国）に銀行間債券市場でのパンダ債の引き受け主幹事ライセンスを付与している²²。

2025年に入ってから、大阪取引所は、上海先物取引所に上場している天然ゴム先物の価格を対象とした現金決済型の「上海天然ゴム先物」を2025年5月26日（予定）に上場することで合意し、1月15日、ライセンス契約にかかる調印式を上海で開催した。上海の天然ゴム先物は中国で現物ゴムを取引する際の指標となっているが、取引できるのは中国の市場参加者のみとなっている。本件上場によって、①国内外のゴム関連事業者が中国国内において保有する天然ゴムの在庫の価格変動に対するヘッジを可能とするほか、②中国及び日本における天然ゴムの価格差に対する裁定取引等を通じて大阪取引所の既存のゴム先物の流動性向上も期待されるという²³。こうしたライセンスの拡大や新商品の開発は、今後、日中金融協力や日中資本市場協力の場でも前向きに評価されていくこととなる。

米国や、英国・フランス・ドイツとの経済・金融協議の窓口となっている何副総理は、外資導入担当も兼ねており、2024年11月27日の（12年ぶりの）関西経済連合会（関経連）訪中団との会見では、改革開放政策の堅持とともに、日中の産業サプライチェーン協力にも言及している²⁴。日本側の何副首相と人的関係構築も含め、今後も、日中間の経済・金融協議の動向が注視される。

3. 結びにかえて

1) 成長を続ける中国の資産運用業界

第1次トランプ政権時代に外資出資上限規制が緩和された金融・資本市場分野のうち、公募基金の純資産残高は、第1次政権発足前の2016年末時点の9兆1,593億元から、第1次政権任期終了直前の2020年末時点では19兆8,915億元と約2.2倍となった（図表5）。この間、2018年秋には米中貿易摩擦に伴う株価下落が発生し、2019年にかけて純資産残高の伸び悩みが見られたものの、2020年1月の新型コロナの感染拡大防止のための在宅勤務措置が企業等に導入される中で、「巣ごもり投資」とも言える

²² NAFMIIは、同時に「タイプA」と呼ばれる銀行債券市場での国内外の発行体による債券発行の引受ライセンスを、クレディ・アグリコル、HSBC、スタンダード・チャータード銀行に付与している。同ライセンスは、これまでドイツ銀行とBNPパリバの2行のみに付与されていた。

²³ 株式会社大阪取引所「上海天然ゴム先物の上場について」2025年1月15日。

²⁴ 「何立峰会見日本关西经济界访华团时指出 中国正坚定推进高水平对外开放鼓励日资企业深化务实合作」『新華社』2024年11月27日。

<<http://www.news.cn/politics/leaders/20241127/d04579904007458685fc867cdb5a7378/c.html>>

新型コロナの世界的流行終了後、中国国内の経済減速を受け、株式市場でも中国政府による株価維持政策（PKO）が2023年、2024年と2年連続で発動され、株価の持続的下落傾向を食い止めている。今後、家計の現預金保有志向を改善していくためには、市場への行政関与を徐々に減らし、資産運用業界が市場メカニズムに基づき発展するよう促していくことが重要と考えられる。そのためには、中国国内に新規進出した外資系基金管理会社の営業範囲を、既存の基金管理会社とできるだけ早く同等に扱い、家計にとっての選択肢（会社、商品）を増やしていくことが必要と考えられる。しかしながら、外資100%での進出第1号となったブラックロック（前掲図表2）が取得しているライセンスは、①公募証券投資基金の管理業務、②私募基金の管理業務、③基金販売業務、④証監会が認可するその他業務となっており、例えばQDIIのライセンスは含まれていない。

外資100%での進出第2号となったフィデリティも、設立時のライセンスの内容はブラックロックと同様であり、さらに証監会の認可文書では、同社の業務に「ネットワーク安全法」等の関連規定が適用されると明記され、データ等の海外移転を規制するものとなっている。このため、外資系のブラックロックにせよ、フィデリティにせよ、また中国資本の基金管理会社にせよ、各社が作成するリサーチレポートの中国本土外顧客への配信もできない状態になっている。基金管理会社のリサーチレポートの越境配信は、中国国内の上海自由貿易試験区（FTZ）で実験的に部分緩和する動きもあるが²⁶、証券会社のライセンス問題と同様、業界全体での「開放の第2ステージ」に向けた規制緩和の余地があると言えよう。

3) 新たに設定される米中の戦略対話の枠組みを注視

2020年1月に署名した米中経済・貿易協定が「第1段階」とされていたのは、協定の履行状況を見ながら「第2段階」に進む意図が米中、特に米国サイドにあったと思われるが、直後に発生した新型コロナの世界的な流行に伴い、防疫対策が優先され、その間に第1次トランプ政権も終了してしまった。

第2次トランプ政権の下では、2025年1月20日の大統領覚書に基づき、第1段階の米中経済・貿易協定の履行状況を米国通商代表部（USTR）主導で調査し、同覚書で指示されたそのほかの調査結果も全てまとめ、4月1日までに大統領に報告することが義務付けられている²⁷。今後、同協定の履行状況を踏まえ、米中間で新たに設定されると見られる戦略的な意思疎通の枠組みの下で、交渉テーマと目標・達成時期があらためて設定されていくことになるものと思われる。中国金融・資本市場分野のうち、どのような点が米国サイドから取り上げられるかも含め、今後の動きが注視される。

²⁶ 関根栄一・宋良也「上海自由貿易試験区における公募基金データの越境移転の解禁」『野村資本市場クォーターリー』2025年春号。

²⁷ USTR, “USTR Announces Compliance Review for the Economic and Trade Agreement Between the Government of the United States of America and the Government of the People’s Republic of China,” January 24, 2025.