

中国証券市場への外資の進出

井上 武

要 約

1. 2002年12月のWTOへの加盟以降、中国の金融や証券サービス業における外資の参入が活発化している。
2. 投資信託業では外資のシェアは約3割、株式投信だけでみるとシェアは5割に達している。
3. 外資による国内証券市場への投資を一定の枠の範囲内で認める適格外国機関投資家（QFII）制度においても、新規の認可や設定枠の増額が進んでいる。
4. 証券業への進出はあまり進んでいないが、今後、経営難にある国内証券会社の再編をきっかけに、外資の進出が活発化することも予想される。
5. 中国の証券市場は、日本を除くアジアの中でも最も大きく、また、成長が期待できる市場であるため、国際的な金融グループのアジア戦略において欠くことはできない。
6. また、中国当局は、資本市場のルールを適切に利用する参加者が増えることによって、市場の規律が高まることを期待している。

I. 外資の参入が相次ぐ中国証券市場

経済発展著しい中国では、各産業において外資系企業の進出が活発化している。昨年の中国への直接投資は過去最大の1,535億ドル¹に達した。2002年12月のWTO加盟では、これまで参入に制限がかかっていた多くの産業について、5年のスケジュールが設定され、徐々に参入障壁が緩和されることが決まった。現在はちょうどその中間地点となる。

金融や証券サービス業でもこのスケジュールに則って各種規制や認可基準が緩和され、外資系企業の進出が進んでいる。保険サービスについては、2005年1月1日から地域や商品に関する制限がほとんど撤廃され²、外資と国内企業による同じ条件の下での競争が既に開始されている。2004年11月末現在で、生保23社、損保14社、再保険会社3社、保険ブローカー⁵社の外資が進出している。

銀行業についても、国内企業や個人向け人民元業務が開放され、国内銀行と同様なサービスを提供できる地域が拡大してきており³、既に、外資系銀行116行⁴に対して人民元業務が認められた。また、外資による国内系銀行への出資も増加しており、2004年末時点で10行が外資の出資を受け入れている。

証券関連サービスについては、証券会社と投資信託業務について、国内企業と合弁会社を設立する形での開放が実施され、現在まで証券会社4社、投資信託会社14社が設立された。また、証券投資の面でも認可を受けた外国人機関投資家（QFII：適格外国機関投資家）に対して、国内証券市場への投資が解禁されている。

以下では、中国証券市場における外資系企業の参入状況について概観する。

II. 株式投信で5割のシェア

中国の国内投資信託業務は2001年12月のWTOへの加盟によって外資に開放された。2002年6月にはABNアムロと湘財証券によって第一号の合弁会社が設立され、2003年4月には外資による初の投資信託が販売された⁵。現在まで15社の外資が参入を果たしている⁶。

中国にはクローズドエンド型とオープンエンド型の投資信託があるが、2002年9月以降クローズドエンド型の新規の設定はなく、主流はオープンエンド型投資信託になっている。外資が設定している投資信託（以下、外資系投信）も全てオープンエンド型の投資信託である⁷。外資系投信は現在まで40本設定されており、全オープンエンド型投資信託131本の約3割を占めている⁸。

2004年12月時点のオープンエンド型投資信託全体の純資産額2,315億元（約3兆円）に対して、外資系投信の合計は613億元（約7,600億円）で、純資産残高では4分の1のシェアとなっている⁹。一方、種類別に純資産残高を見ると、株式投資信託での外資のシェアは約5割となっている（図表1参照）。

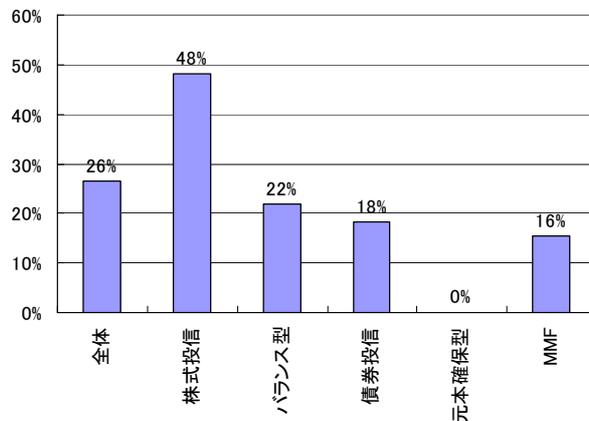
中国の投資信託市場は株式市場が低迷する

中でも、近年急速に拡大を続けている。2004年は前年より12本多い51本のオープン型投資信託が新たに設定され、投資信託全体の純資産残高は前年の2倍の3,245億元（4兆円）に膨らんだ（図表2）。債券型、元本確保型、MMFなど商品のバラエティーが拡大するとともに、株式に興味を持つ投資家だけでなく、様々なニーズを持つ投資家に徐々に受け入れられてきている。中国では、投資信託の主要な販売チャンネルが銀行であることから、低金利を背景に、預金者がより有利な金融商品を求めて、投資信託を購入するようになってきている。昨年以降、MMFが急速に拡大しているのもこのためである。

中国のオープンエンド型投資信託は、2001年に導入されてまだ日が浅いものの、外資は参入からわずか2年足らずで約3割のマーケット・シェアを確保した。

国内系の投資信託会社では2000年に大規模な相場操縦が発覚し、その後も不正取引が頻発した。参入している外資はどれも世界的に有名な運用機関や金融機関、保険会社などであり、知名度や信用性の高い外資に資金が集まり易い環境になっているともいえよう。

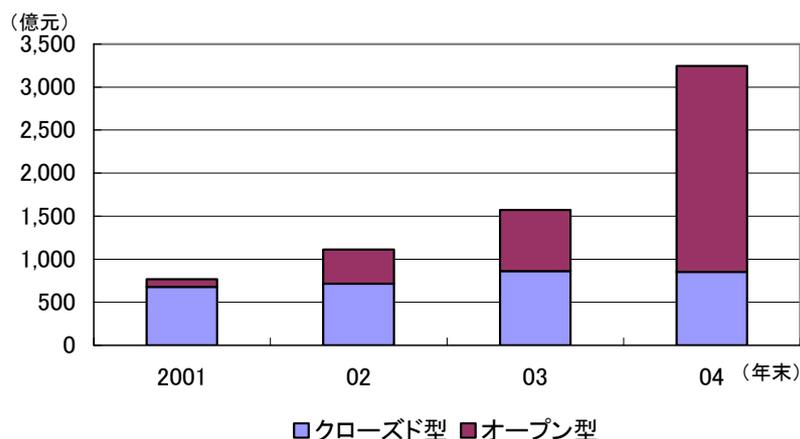
図表1 種類別に見た外資系投資信託のシェア（純資産）



（注）2004年12月末の全投資信託の純資産に占める中外合弁企業が設定した投資信託の割合。

（出所）各社資料より野村資本市場研究所作成

図表 2 中国における投資信託残高の推移



(出所) 各社資料より野村資本市場研究所作成

また、良好なパフォーマンスも外資のシェア上昇に寄与している。2004 年はオープンエンド型投資信託の 1 単位当たり純資産価格の上昇率の上位 10 社中 7 社が外資系投信で占められた。株式市況が好調だった 2003 年には外資は上位 10 社に 1 社も入らなかったが、2004 年の軟調な相場環境において改めてその運用能力の高さが示された形となった。また、ファンドファミリー型の投資信託を導入して、長期投資や分散投資といったコンセプトを紹介するなど、投資教育とセットになった投資家に対するサービスも高く評価されている。

図表 3 は外資系投資信託会社 15 社の一覧である。当初は欧州系が中心であったが、最近では米国勢の進出が活発化している。

既存の投資信託会社への出資であるモンテリオール銀行のケースを除くと、提供するファンド数が最も多いのはソシエテジェネラルの合弁会社の 6 本であり、ING、インベスコが 5 本でこれに続く。

MMF を除いて運用残高が最も大きいのはフォルティスの 135 億元 (約 1,800 億円) で、ソシエテジェネラルの 93 億元 (1,200 億円)、アリアンツの 88 億元 (約 1,100 億円) の順番となっている。MMF は ING、ソシエテジェネラル、フォルティス、JP モルガンの 5

社が提供しており、低金利の継続により、急速に残高が拡大している。ING の MMF は 2005 年 4 月には 300 億元 (3,900 億円) を超え、なお資金流入が続いているという。

Ⅲ. 相次ぐ QFII の増額

中国は為替管理制度において資本取引を自由化しておらず、外国人投資家による証券市場への投資は原則として禁止されている¹⁰。2002 年 12 月の QFII 制度の導入は、認可を受けた機関投資家に対して、部分的に国内証券市場への投資を認める制度である¹¹。2003 年 5 月の野村証券、UBS を第一号として、現在まで 27 社が認可を受けている。

当初は、受託銀行による資産管理や証券会社への売買発注、税制や当局への報告などの仕組みが十分に整ってなかったことから多少の混乱も見られたが、制度が整備されるにつれ、新規参入や増額によって、順調に残高が拡大してきている。2005 年 4 月現在で、27 社合計の投資枠は 39 億ドル (約 4,200 億円) に達している (図表 4 参照)。

図表 3 合併投資信託会社の一覧

	設立時期	外資パートナー/持分	ファンド数		運用残高	
			クローズド	オープン	クローズド	オープン
富国	1999年4月	モントリオール銀行 27.775%	4	4	55	37
湘財荷銀	2002年6月	ABNアムロ 35%		4		(21)
招商	2002年12月	ING 30%		5		36
華宝興業	2003年1月	ソシエテジェネラル 33%		6		142
国聯安	2003年3月	アリアンツ 33%		2		(47)
海富通	2003年4月	フォルティス 33%		3		93
景順長城	2003年6月	インベスコ 33%		5		(69)
申万巴黎	2003年12月	BNPパリバ 33%		2		88
光大保徳信	2004年3月	米プルデンシャル 33%		1		146
上投摩根富林明	2004年4月	JPモルガン 33%		2		(135)
中銀国際	2004年6月	メリルリンチ 16.5%		1		35
国海富蘭克林	2004年9月	フランクリン 33%		1		69
友邦華泰	2004年11月	AIG 33%		1		19
漢唐澳銀	2003年10月?	ファースト・ステート(加) 30%		1		24
中瑞創業投資	2003年3月	スイス対外経済 33%				11
						募集中
						募集中

(注) 運用残高は、2005年12月時点の純資産額。2005年12月以降に設定されたファンドについては、設立時の金額を利用。下段括弧内の数値はうちMMFを除いた額。

(出所) 各社資料より野村資本市場研究所作成

図表 4 適格外国機関投資家の認可状況

機関名	認可取得日	投資限度額
野村證券	2003年5月23日	5,000万ドル(2003年6月6日)
UBS	2003年5月23日	3億ドル(2003年6月6日) ⇒ 6億ドル(2003年11月18日増額) ⇒ 8億ドル(2004年9月増額)
シティグループ	2003年6月5日	7,500万ドル(2003年6月20日) ⇒ 2億ドル(2003年11月12日増額) ⇒ 4億ドル(2004年9月増額)
モルガン・スタンレー	2003年6月5日	3億ドル(2003年7月3日) ⇒ 4億ドル(2005年2月24日増額)
ゴールドマン・サックス	2003年7月4日	5,000万ドル(2003年7月29日)
ドイツ銀行	2003年7月30日	5,000万ドル(2003年9月5日) ⇒ 2億ドル(2003年11月11日増額) ⇒ 3億ドル(2004年11月21日増額) ⇒ 4億ドル(2005年4月12日増額)
HSBC	2003年8月4日	5,000万ドル(2003年9月5日) ⇒ 1億ドル(2003年10月30日増額) ⇒ 2億ドル(2004年12月9日増額)
ING	2003年9月10日	1億ドル(2003年10月22日) ⇒ 5,000万ドル(2004年2月12日減額) ⇒ 1億ドル(2005年4月6日増額)
JPモルガン・チェース	2003年9月30日	5,000万ドル(2003年11月17日)
CSFB	2003年10月24日	5,000万ドル(2003年12月4日) ⇒ 1億5,000万ドル(2005年3月14日増額)
日興アセット・マネジメント	2003年12月11日	5,000万ドル(2004年2月12日) ⇒ 2億5,000万ドル(2004年9月増額)
スタンダード・チャータード	2003年12月11日	7,500万ドル(2004年5月21日)
メリルリンチ	2004年4月30日	7,500万ドル(2004年7月20日)
恒生銀行	2004年5月10日	5,000万ドル(2004年6月25日)
大和SMBC	2004年5月10日	5,000万ドル(2004年7月12日)
リーマン・ブラザーズ	2004年7月6日	7,500万ドル(2004年8月20日)
ビル&メリンダ・ゲイツ基金	2004年7月19日	1億ドル(2004年9月3日)
インベスコ	2004年8月4日	5,000万ドル(2005年3月8日)
ABNアムロ	2004年9月2日	7,500万ドル(2004年9月23日)
ソシエテ・ジェネラル	2004年9月2日	5,000万ドル(2004年9月23日)
テンブルトン・アセット	2004年9月14日	
パークレイズ銀行	2004年9月15日	7,500万ドル(2004年10月12日)
ドレスナー銀行	2004年9月27日	7,500万ドル(2004年11月8日)
フォルティス	2004年9月29日	1億ドル(2004年11月21日)
BNPパリバ	2004年9月29日	7,500万ドル(2004年11月3日)
パワー・コーポレーション・オブ・カナダ	2004年10月15日	5,000万ドル(2004年11月21日)
クレディアグリコル・インドスエズ	2004年10月15日	7,500万ドル(2005年1月10日)

(注) 認可取得日は中国証券監督管理委員会からの認可取得。

(出所) 中国証券監督管理委員会、国家為替管理局公表資料より野村資本市場研究所作成

2004年9月にIPO制度の見直しや印紙税の引き下げ¹²など相次いで証券市場対策が打ち出されて以降、新規の認可や設定枠の増額が相次いでいる。現在、QFIIの中で最大の枠を確保しているのはUBSで、2003年11月と2004年9月の2度の増額により8億ドルの枠を確保している。

中国当局は限度額合計の当面の目標を40億ドルに設定していたが、既に枠が一杯になりつつあることから、さらにこれを60-80億ドルにまで拡大することを検討しているという報道もなされている¹³。

QFII全体の投資残高は、流通株の時価総額のわずか3%程度であるが、売買高に占める割合ではその数倍に達していると見られている。最近では市場参加者もQFIIの売買動向に注目するようになってきており、市場に与える影響も大きくなっている。

IV. 国内証券業への進出

外資による中国国内証券業への進出が正式に規定されたのは、投資信託業務と同様に、中国がWTOに加盟してからである。参入は合弁会社の設立による形式であり、外資による出資は33%が上限となっている。また、国内証券会社の経営に与える影響が考慮され、合弁会社に対しては、国内系証券会社の主要業務の一つである国内投資家向け株式（A株）のブローカレッジ業務やトレーディング業務は認められていない。

一方で、WTO加盟以前にも、個別の認可によって外資による証券業への参入が認められたケースもある。1995年にモルガンスタンレーが4大国有商業銀行のひとつである建設銀行と合弁で設立した中国国際金融会社と中国銀行の香港現地法人である中銀香港（持株）会社が2002年に開業した中銀国際証券である。これらのケースでは、例外としてA株のブローカレッジ業務やトレーディング業務が認められており、国内系証券会社と同等の業務を現在行っている。

以上の個別認可2社も含めて、現在、国内証券ビジネスに参入している外資証券会社は6社と少ない¹⁴（図表5参照）。国内証券業への進出により、外資はこれまで手がけることができなかったA株の引き受け業務が可能となるが、やはり業務の一部が制限されていることが外資が参入を考える上での障害の一つとなっていると考えられる。このことは国内会社と対等の業務を行うことが基本的に認められ、参入が活発化している投資信託会社と対比することができよう。

一方で、ゴールドマン・サックスのように、現行の規定の範囲内ではあるが、変則的な手法によって、実質的に国内系証券会社と同等の業務範囲を確保するような例も出てきている。この例では、破綻した証券会社（海南証券）の処理費用を負担する代わりに、ゴールドマン・サックスが融資を行う個人が新設する証券会社（高華証券）へライセンスが譲渡され、更にその新設証券会社とゴールドマ

図表5 合弁証券会社の一覧

	設立時期	外資パートナー/持分
中国国際金融	1995年設立	モルガンスタンレー 34%
中銀国際証券	2002年3月開業	中銀香港 49%
華欧国際証券	2003年4月設立	クレディ・リヨネ 33%
長江巴黎百富勤証券	2003年11月開業	BNPパリバ 33%
海際大和証券	2004年11月開業	大和証券 33%
高盛高華証券	2004年12月設立	ゴールドマンサックス 33%

（注）この他、メリルリンチが2005年1月に華安証券と合弁証券会社を設立することに合意している。

（出所）各社公表資料より野村資本市場研究所作成

ン・サックスとの間で合弁証券会社（高盛高華証券）が設立されるという手法がとられた。ゴールドマン・サックスは業務に制限を受けない高華証券と合弁証券会社である高盛高華証券の両者に対して影響力を行使することで、実質的にフルラインの国内証券業務への進出を実現したといえる。

現在、130社近くある国内証券会社の大部分が経営難の状況にあり、大規模な業界再編は避けられないといわれており、似たようなケースが今後も出てくるものと思われる。

V. 外資の思惑、政府の思惑

1. 急成長する中国証券市場へのコミットメント

中国の株式市場は2001年6月をピークに株価が下落し、2005年3月には約5年10ヵ月ぶりの安値を更新する¹⁵など低迷が続いている。このような環境の中で外資の進出が活発化しているのはなぜであろうか。

これまで見てきたように、現在、中国に進出している外資系の証券会社はどれも国際的に名の通った機関ばかりである。これらの機関の多くは、中国以外のアジア諸国、特に証券市場の発達したNIES諸国（韓国、台湾、香港、シンガポール）においても活発にビジ

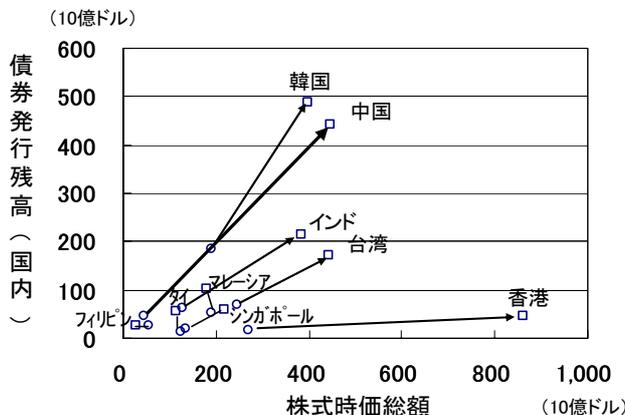
ネスを展開している。例えば、INGは保険業務以外に、韓国で運用資産額第4位の投信会社を保有し、同様に米国のプルデンシャルは第5位の投資信託会社を保有している。また、台湾ではJPモルガンが第5位、ABNアムロが第8位の投資信託会社を保有しているなどである。

経済発展が著しく、しかも経済規模が他のアジア諸国と比べて著しく大きい中国は、こうした金融機関のアジア戦略上、欠くことができない重要な市場と位置づけられている。

図表6はここ10年のアジア諸国の証券市場発展の状況について見たものである。10年前にはアジアの中でフィリピンに次いで最も小さかった中国の証券市場が、既に日本を除くアジア最大の市場に成長してきていることが分かる。更に図表7を見ると、このように大きく成長した中国の証券市場だが、中国の経済規模と比べるとまだまだその規模は小さく、証券市場の大きさが経済規模に対して諸外国と同程度になるだけでも十分な成長が見込まれることがわかる。更に、中国は世界の中で、現在、最も早いペースで経済成長を続けている国の一つであるということも付け加えなければならない。

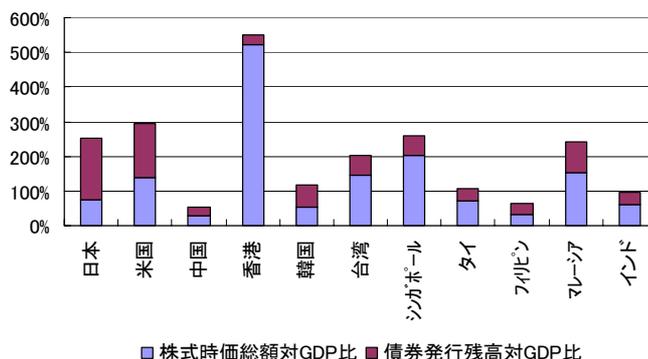
資本取引が自由化していない中国では、国内の証券市場の成長からリターンを得る方法

図表6 アジア諸国の証券市場の成長



(注) ○ (1994年末) ⇒ □ (2004年末) ただし、債券発行残高は2004年6月末。
(出所) BIS、WFE統計より野村資本市場研究所作成

図表7 アジア諸国の証券市場の成長



(注) 時価総額は2004年末、債券発行残高は2004年6月末の値。

(出所) BIS、WFE 統計より野村資本市場研究所作成

図表8 主要な欧米金融グループの中国進出の状況

	証券	投資信託	銀行	保険	QFII
シティグループ			✓	✓	✓
JPモルガン		✓	✓		✓
メリルリンチ	✓	✓			✓
ゴールドマン・サックス	✓			✓	✓
モルガン・スタンレー	✓			✓	✓
ブルデンシャル(米)		✓			
AIG		✓		✓	
インベスコ		✓			✓
フランクリン・テンプレトン		✓			✓
ドイツ銀行			✓		✓
アリアンツ		✓	✓	✓	
ING		✓	✓	✓	✓
ABNアムロ		✓	✓		✓
フォルティス		✓	✓	✓	✓
ソシエテ・ジェネラル		✓	✓		✓
BNPパリバ	✓	✓	✓		✓
クレディ・アグリコル	✓		✓		✓
CSFB			✓	✓	✓
HSBC			✓	✓	✓
スタンダード・チャータード			✓		✓

(注) 一部出資も含む。

(出所) 各社資料より野村資本市場研究所作成

としては、①投資家として QFII の資格を取得する、②国内に合弁企業を設立して証券ビジネスの拡大からリターンを得る、③銀行や保険など他の金融ビジネスを拡大し、集めた資産を国内証券市場に投資する、④シティグループや HSBC のようにカスタディ業務を行うなどの選択肢がある。国際的な大手金融グループは、これらの複数のルートを利用することで、中国の証券市場の成長の恩恵を得ることができる(図表8参照)。

また、今後、国内企業による海外での資金

調達や海外企業による中国証券市場での資金調達、さらには、国内に蓄積した資金の海外への投資などが、経済成長と資本取引の段階的な緩和とともに拡大することが予想される。

中国では新規事業への参入や認可の基準として実績が考慮されることも多く、早期に参入して実績を確保するというはその後の業務展開に際して、大きな優位点を得ることにもつながるのである。

2. 市場スタンダードの引き上げ

一方、中国の証券監督当局は、外資の参入により、証券市場の参加者のレベルアップが図られることを期待している。当局はこれまで、先進国の制度を参考とした証券法の制定（1999年）や国際会計基準をベースとした会計基準の導入（2001年）、コーポレートガバナンス規定の整備（2002年）など、グローバル・スタンダードでも遜色のない市場インフラを整えてきた。しかし、実際の運用面では、不正会計や相場操縦、インサイダー取引、支配株主による株主権の乱用などのケースが後をたたない。

当局は、外資を活用することで、適切にルールを利用する参加者を増やすことで、市場の規律が高まることを期待しているのである。

現在の証券市場改革の大きな柱となっている2004年1月に国务院から発表された「資本市場の改革開放と安定的発展の推進に関する若干の意見」いわゆる「国9条」の中でも証券市場の対外開放が重要な1項目として取り上げられており、外資の活用が重要なキーワードとなっている。

製造業や輸出産業では、1960年代から1970年代にかけて最新の機械や設備を輸入したがその運用に失敗して、その後、設備だけでなくその運営においても外資を活用することで成功を導いた。同じような政策モデルが、証券市場においても上手く機能するのか、今後注目したい。

るか、もしくは既存の投資信託管理会社へ出資するという形態でのみ参入が認められている。外資の出資上限は当初33%であったが、WTO加盟後3年が経過した昨年末に49%まで引き上げられた。外資出資制限の引き上げについての今後のスケジュールは未定。

⁶ うち1社は合弁会社の新設ではなく、カナダのモントリオール銀行が既存の投資信託会社に出資する形式で参入。

⁷ モントリオール銀行のケースは例外で、出資先の投資信託管理会社（富国基金管理有限会社）がクローズドエンド型投資信託4本を運用。

⁸ うち4本（国内系2本、外資系2本）は2005年4月14日現在募集中でまだ正式に設定されていない。

⁹ 2004年12月決算の状況が把握できる99本（うち外資投信27本）の合計。

¹⁰ 外国人投資家による国内証券市場への投資として認められているのは、外貨建て（深セン証券取引所は香港ドル建て、上海証券取引所は米ドル建て）で取引されるB株のみである。なお、事業を目的とした直接投資に係る証券投資については、当局の管理のもとで認められている。

¹¹ QFII制度については、井上武「中国証券市場の外国資本への開放」『資本市場クォーターリー』2003年冬号を参照。

¹² 2005年1月からIPOにブックビルディング制度が導入された。また、同月24日から売買双方に課されている印紙税が0.2%から0.1%に引き下げられた。

¹³ 中国証券報インターネット版2005年4月11日号。

¹⁴ この他、2005年1月にメリルリンチが華安証券と合弁証券会社を設立することで合意。

¹⁵ 2005年3月31日の1162.03ポイントは、1999年5月21日につけた1152.26ポイント以来の安値。

¹ 契約ベースの数値。実行ベースでは606億ドルでこれも過去最高。

² 損害保険については、外資への出再義務や法定保険業務の禁止など一部の制限が残っている。

³ 2004年12月現在、上海、深セン、天津、大連、広州、珠海、青島、南京、武漢、済南、福州、成都、重慶、昆明、北京、廈門、西安、瀋陽の18都市において人民元業務が解禁されている。2006年12月までに全ての地域について解禁される予定。

⁴ 2004年12月末の数値。

⁵ 投資信託業務へは、中国企業と合弁会社を設立す