

金融分野の改革・開放と自由貿易試験区

—証券（株式）分野にフォーカスして—

齋藤 尚登

二〇一三年一〇月一日に正式

開始した「中国（上海）自由貿易試験区」（以下、自貿区）では、①金融サービス、②航空・運輸サービス、③商業・貿易サービス、④弁護士、信用調査、旅行など専門サービス、⑤文化・コンテンツ、⑥教育・職業訓練・医療など公共・社会サービス、の六分野を中心に、改革・対外開放のテストを先行して実施し、その経験を総括して全国に「複製」することが意図されている。

本稿では、①の金融サービスのなかでも特に証券（株式）分野の絞って、どのような改革・開放が行われようとしているのかを報告する。結論を先にいうと、証券、特に株式分野の改革・開放は遅々としているのが現状である。

二〇一三年九月二十九日に、中国证券監督管理委員会（CSRC）

は「資本市場が中国（上海）自由

貿易試験区をサポートするための若干の政策措置」を発表した。具体的には、以下の五つの政策措置を講じる方針が発表された。

①上海先物取引所が自貿区内に上海国際エネルギー取引センター株式有限会社を設立し、同社が国際原油先物プラットフォームの設立準備を推進することに同意する。プラットフォームでは、国外投資家による国内先物取引を全面的に開放する。

②自貿区内では、一定の条件を満たす法人と個人が国内外の証券先物市場に投資を行うことを支持する。

③自貿区内の企業の国外親会社は、国内市場で人民元債券（バンダ債）を発行することができる。マーケットの需要に応じて、自貿区内で国際金融資産取引を行

うことを検討する。

④証券会社、先物会社が自貿区内に専門子会社を登記設立することを支持する。海通先物会社、宏源先物会社、広発先物会社、申万先物会社、華安基金がリスク管理子会社と資産管理子会社を設立するか、その準備をすることを支持する。

⑤自貿区内の証券会社、先物会社が国内の顧客に対して大口商品と金融デリバティブ商品の店頭取引を行うことを支持する。注目されたのは前記②であった。

二〇一三年四月以降、香港・マカオ・台湾籍で中国に居住する人々のA株（中国国内上場の人民元建て株式）投資が解禁されたが、前記②では「自貿区内で就業し条件を満たす外国人は、自貿区内の証券会社や先物会社に非中国国民個人国内投資専用口座を開設し、

国内証券先物投資を行うことができる」とし、自貿区で働く、条件を満たす外国籍の人々に国内投資を認め、さらに証券取引だけでなく、先物取引も可能にするとの方針が打ち出された。

さらに、前記②では「条件を満たす自貿区内の金融機関・企業と、自貿区内で就業し条件を満たす個人は国外証券先物投資を行うことができる」とした。これまでのQDII（適格国内機関投資家）制度は、適格投資家として機関投資家しか認めていなかったが、それに一般企業と個人投資家を新たに加えるとの方針である。適格国内個人投資家はQDII2と呼ばれる。

ただし、現在に至るまでこの規制緩和は実施されていない。

証券分野の改革・開放は停滞が続いたが、仕切り直しのスタートが切られたのが、二〇一五年一月二一日に開催された国務院常務会議であった。同会議は、自貿区における金融改革をさらに推進する方針を決定した。

中国人民銀行、商務部、中国銀行業監督管理委員会、中国证券監督管理委員会、中国保険監督管理委員会、国家外貨管理局、上海市

人民政府は、二〇一五年一〇月二九日付けで、「『中国（上海）自由貿易試験区における金融開放改革新テストのさらなる推進、上海国際金融センター建設の加速方法』の印刷・配布に関する通達」を発表した。これは、国務院の同意を経た上位通達であり、四〇カ条からなるために「金融改革四〇カ条」と呼ばれる。二〇一三年一〇月一日に自貿区が正式始動してから、金融開放改革の基本方針が出されるまで、実に二年あまりの時間を要したことになる。

以下では、「金融改革四〇カ条」のなかから証券（株式）分野の条文を絞って日本語訳を付した（かつこ内は条文の番号）。

●証券（株式）分野に関連する改革・開放の基本方針

人民元資本項目の兌換可能な率先した実現

リスクコントロール可能、段階的推進の原則に基づき、自貿区内で人民元資本項目の取引自由化の先行テストを行い、自由化程度を徐々に引き上げる。

(1) 自由貿易口座の経験を真剣に総括する。自由貿易口座における人民元・外貨一体化の各種業務

を開始し、自由貿易口座の機能をさらに拡充する。自由貿易口座内の人民元・外貨資金はマクロプールデンスの交換可能原則によって管理する。

(2) 自由貿易口座の開設と使用条件を規範化し、銀行口座実名制を厳格に実行する。経済主体が自由貿易口座を通じて貿易・投資活動を展開することを支持し、銀行、証券、保険など金融機関が自由貿易口座などを利用して金融革新業務を展開することを奨励・支持し、証券、先物取引所、決済機関が自由貿易口座間の電子情報フローや資金フローを充分に利用し、改革新措置を研究することを許可する。

(3) 適格国内個人投資家による国外投資の試行を研究・開始し、関連実施細則を適宜発表し、条件を満たした個人が国外の実業投資、不動産投資、金融投資を展開することを許可する。

(4) 関連規則等をしっかりと制定する。条件を満たす機関・個人による国内・国外の証券・先物市場での投資を許可・拡大する。国内の証券・先物市場に投資するクロスボーダー資金流動管理方法をできるだけ早く明確にする。

る。自由貿易口座等を通じた資本市場開放のサポートを研究・模索し、テストを適宜始動する。**人民元のクロスボーダー使用のさらなる拡大**

人民元の域外使用範囲を拡大し、貿易、実業投資、金融投資を共に重視して推進する。資本と人民元の「走出去」（外に打って出る）を推進する。

(7) 関連制度規則を改善し、自貿区内企業の国外親会社や子会社が国内で人民元債券（通称バンダ債）を発行し、募集資金をニーグズに基づき国内・国外で使用することを支持する。

(9) オフショア人民元の国内投資還流チャンネルを拡大する。グローバルな人民元金融商品を革新し、オフショア人民元による国内投資金融商品の範囲を拡大し、人民元資金のクロスボーダー双向の流動性を高める。

金融サービス業の対内対外開放の絶え間ない拡大

市場参入ネガティブリスト制度を模索し、関連する改革テストを展開する。国際的に高標準の経済・貿易規則と整合し、金融サービス業において外資に対する参入前国民待遇（中国企業と同等の待遇を

付与）とネガティブリストによる管理モデルの実施を模索する。条件を満たす民営資本、外資機関に対して、金融サービス業の開放拡大を推進する。

(13) 自貿区内で機関投資家向けに、非標準資産取引プラットフォームを国家の規定に基づき設立することを支持する。

(14) 自貿区内の証券会社、先物会社による証券・先物業務許可の相互取得テストを許可する。

(15) 公募ファンド管理会社が自貿区でインデックス・ファンド管理業務に専門的に従事する専門子会社を設立することを許可する。保険資金等の長期資金が規定に合致するとの前提で証券会社、先物会社に委託して、自貿区内でクロスボーダー投資を展開することを支持する。

(16) 証券会社、先物会社が自貿区で率先してクロスボーダー・ブローカーレッジ業務やクロスボーダー資産管理業務を展開し、証券会社、先物会社が国外証券・先物、デリバティブ取引に参加するテストを展開するのを支持する。ファンド管理会社の子会社がクロスボーダー資産管理、国外投資顧問などの業務を展開す

ることを許可する。上海の証券会社、先物会社が銀行間外為市場に参入し、人民元対外貨スポット業務、デリバティブ取引を展開することを支持する。

(17) 自貿区で国外プライベートエクイティ投資に専門的に従事するプロジェクト会社を設立することを支持し、条件を満たす投資家が国外プライベートエクイティ投資ファンドを設立することを支持する。

(18) 外資金融機関が自貿区内で合弁証券会社を設立することを認可する。外資持株比率は四九%を超えてはならない。内資株主が証券会社であることを要求せず、合弁証券会社の業務範囲を拡大する。条件を満たす外資機関が自貿区内で合弁証券投資コンサルティング会社を設立することを認可する。

(26) 銀行、証券、保険などの集積と発展を促進する。大型金融機関が上海に業務本部を設立するのを支持する。国外中央銀行、国際金融組織が上海に事務所、分支機関を設立するのを支持する。条件を満たした国際的著名銀行、証券、保険会社等が上海に分支機関、機能性機関を設立し、合

弁機関を設立することを支持する。中国保険情報技術管理有限责任公司が上海で革新型子会社を設立することを支持する。

速 世界に開かれた金融市場の建設

自貿区の金融制度革新と対外開放の優位性に依拠して、人民銀行上海本部の統一調整・協調機能を十分に発揮する。世界に開かれた金融市場プラットフォームの建設を推進する。域外投資家が国内金融市場に参加するチャンネルを拡大する。金融市場による国内外資の配分機能を向上させる。

(30) 上海証券取引所が自貿区に国際金融資産取引プラットフォームを設立し、秩序立って国外の長期資金を導入し、国内株式、債券、ファンドなど市場に参加させ、国外機関投資家に国内新株発行のブックビルディングに参加させることを模索する。上海証券取引所が上海―香港ストックネットワークの経験を総括したうえで、国内外の投資家の需要に

適応し、取引規則や取引方法を改善することを支持する。
(31) 上海先物取引所が国際エネルギー取引センターの建設を加速し、原油先物をできるだけ早く上場

させることを支持する。天然ガス、船舶用燃料油、石油製品などの先物商品の研究を進める。条件を満たす国外機関が自貿区で一〇〇%外資、合弁の先物市場サービス機関を試験的に設立し、域外取引者の委託を受けて域内特定品種の先物取引に参加することを許可する。

(1) (4)に関連して、人民元・外貨の自由貿易口座では、二〇一五年四月以降、経常項目、借入返済、実業投資、その他規定に合致するクロスボーダーの資金決済が可能となっている。ただし、証券取引については、企業のQDIIも個人のQDIIも方針が示されたのみで、実施細則は発表されていない。「自由貿易口座の開設はできず、証券分野でどのような業務が行えるかは未知数である」(現地紙)の現状である。

(7)の中国国内で非居住者が発行する人民元建て債券(通称パンダ債)については、二〇〇五年以降、国際金融公社(IFC)やアジア開発銀行(ADB)が発行済みである。二〇一四年三月には、ダイムラー社が事業会社として五億元をテスト発行した。二〇一五年九

月以降は、HSBC一〇億元、中国銀行(香港)一〇〇億元、招商局香港五億元、カナダ・ブリティッシュコロンビア州六〇億元、韓国政府三〇億元などパンダ債の発行が相次いでいる。ただし、これらは自貿区に限定されたものではなく、同区の「実績」とはいえない。

(9)と(30)に関連して、二〇一四年一月一七日に、上海―香港ストックネットワークがスタートした。これは、上海証券取引所に口座を保有する機関投資家と条件を満たす個人が香港上場株を、香港取引所に口座を保有する投資家が上海上場A株を売買する、双方向の株式投資である。しかし、これも自貿区に限定された話ではない。

(13)の非標準資産とは、①小口貸出未収金、企業の売掛債権、商業不動産リース収入などの債権型商品、②電力、供水、高速道路、ガス燃料など資産収益型商品、③私募プライベートエクイティ、信託商品などを指す。非標準資産の取引プラットフォームとして、二〇一四年七月に上海連合財産権取引所が設立されている。
(14) (17)は実施細則等が発表されていない。

(18)の外資との合併証券会社の外資側出資比率上限四九%は、二〇一二年一〇月から全国で適用されており、新たな規制緩和ではない。外資との合併証券会社には基本的にブローカレッジ業務は認められていないが、二〇一六年三月一四日に上海自貿区を登記地とする申港証券株式有限公司（香港企業の出資が含まれる）の設立が認可を受けた。同社にはブローカレッジ業務を含むフルライセンスが与えられている。

(31)では、二〇一四年一二月に、上海先物取引所が国際エネルギー取引センターを設立した。原油先物の上場は二〇一四年一二月に認可を取得したが、現在に至るまで上場は実現していない。

以上みてきたように、自貿区における証券分野の改革・開放の先行テストは、外資との合併証券会社にブローカレッジ業務を含むフルライセンスを与えたなどのいくつかの実績はあるが、全体としては、停滞ムードが漂っているのが現状であろう。二〇一三年一〇月一日の自貿区の正式始動から現在に至るまで、証券分野では多くの項目で実施細則の発表がなされていない。

疑問に思うのは、証券分野において上海自貿区で先行テストを行う意義がどれだけあるのか、という点である。既に解説したように、非居住者による人民元債券（パンダ債）の発行にしても、上海・香港ストックコネクトにしても、自貿区での先行テストは行われていない。

だとすれば、改革・開放の停滞は、中国の証券市場全体の問題として捉えるべきではないか。

残念ながら現状は、証券分野の改革・開放を鋭意推進できる環境ではない。

第一は昨年来の株式市場の動揺である。

二〇一五年の中国株式市場は乱高下した。信用取引や場外配資と呼ばれる資金融通会社を経由した高レバレッジの資金流入を背景に、上海総合株価指数は二〇一五年六月一二日に五一六六ポイント、年初来五九・七%高を記録した。しかし、相場のバブル化を警戒した証券当局はこうした資金流入を厳しく抑制し、市場は一転して売りが売りを呼ぶ展開となった。同指数は八月二六日に二九二七ポイント、年初来九・五%安（高値比四三・三%安）へ急落。六月下旬

以降は、株価テコ入れ策が相次いで発表され、たとえば、一時全市場会社の半分以上が株価急落回避を目的に取引を停止するのを黙認するといった「なりふり構わない」株価対策も講じられた。

二〇一六年に入っても株式市場の動揺が続き、一月末の上海総合株価指数は二七三七ポイントで引け、月間下落率は二二・六%と主要国・地域で最大の下げ幅となった。景気減速に加え、政策対応の拙さが嫌気されたこともある。年初から導入されたサーキットブレーカー制がその好例である。相場が一方方向に振れやすく、一日の株価の値動きが大きくなりがちなる中国市場で、一五分間の取引停止時間中に冷静になって欲しい、という方が無理な話である。サーキットブレーカー制は狼狽売りを招いただけで、導入後四日間で暫定停止とされた。二〇一六年二月にはCSR Cのトップが更迭された。

第二は中国からの資金流出の増大であり、このことは外貨準備の急減に表れている。中国の外貨準備は二〇一四年六月末の四兆米ドルをピークに減少傾向にあるが、二〇一五年八月には前月比九三九億米ドル減少し、一二月には過

去最大となる同一〇七九億米ドルの減少を記録した。二〇一六年三月末の外貨準備は三兆二〇〇億米ドルである。外貨準備減少の主な因は、元買い・ドル売りの為替介入であるが、この他にも、輸入や対外直接投資を隠れ蓑とした資本逃避や評価損、アジアインフラ投資銀行等への出資といった要因がある。

こうしたなか、二〇〇七年に開始された、中国の機関投資家による海外証券・金融資産投資であるQDIIに対して、積極的な海外投資をしないよう当局からの指導が入ったとの報道がなされている。新たな規制緩和項目となる企業のQDIIやQDII2など中国からの資金流出要因となる項目を実行に移すには、躊躇がある。

上海自貿区は二〇一三年一〇月一日からの三年間で大きな成果を出すことが期待されているが、残された期間を考えると、これは困難だといわざるを得ない。自貿区に捉われず、中国の証券市場全体の改革・開放を時間がかかっても着実に進めることが現実的な路線だと思われる。

（さいとう なおと／大和総研主席研究員）