



—「熱点」とは中国語で、今注目のホットな話題、という意味である

## 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

### I. 「上海の二つのセンター建設構想」の公表

2009年4月14日付で、国務院（内閣）より、上海の国際金融センターと国際運輸センター建設に関わる意見が公表された<sup>1</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」となっている（以下、国務院意見）。同意見は、「上海の二つのセンター建設構想」と呼ばれている。

続く同年4月29日には、国務院新聞弁公室の主催により二つのセンター建設に関する記者会見が行われた。記者会見では、国家発展改革委員会：劉鉄男副主任（金融担当）、上海市政府：楊雄（筆頭）副市長、同市政府：屠光紹副市長（金融担当）<sup>2</sup>が説明を行った。

その後上海市政府は、同年5月8日付で、前述の国務院意見を実施するための詳細を発表した（以下、上海市政府実施意見）。上海市政府は、2006年11月27日付で市政府独自の政策として「上海国際金融センター建設に関する第11次5カ年計画」を発表しているが、今般の国務院意見により、中央政府の承認の下で正式に国際金融センター建設構想を実施に移すことが可能となった。中でも、中国の経済政策の総合調整権限を有する国家発展改革委員会が関与する形で国際金融センター建設構想が動き出したことは、これまでの市政府単独の構想とは異なり、具体的な政策や予算の裏付けを伴うことを意味するものである<sup>3</sup>。そこには、短期的には、来年2010年5月から開催される上海国際博覧会（いわゆる「上海万博」）を、事前準備も含め金融危機下でも成功裏に進めたいという中央政府・上海市政府の思惑もうかがえる。

また、過去を振り返れば、上海は、1978年の改革開放以前は税収を中央政府に上納し、自身の発展のスピードを抑えられてきたが、改革開放後の1980年代も、先に経済特区を認められた華南地区に発展をリードされ、地盤沈下もささやかれてきた。その後、1990年の党中央・国務院の決定による市内の浦東新区の開発により、1990年代以降は、上海は長江デルタ地区に留まらず全国の経済発展を牽引してきたが、今度は経済的地位に相応しい産業構造転換や国際化を進めるための新たな発展モデルを国内外に示す必要に迫られている。これが、今回の金融と運輸という二つのセンター建設構想制定の歴史的な背景となっているのである。

### II. 上海国際金融センター構想の概要

#### 1. 上海国際金融センターのイメージ

<sup>1</sup> 運輸には、海上運輸だけでなく航空運輸も含まれる。

<sup>2</sup> 上海証券取引所総経理（社長）、証券監督管理委員会副主席（次官）を経て2007年12月から上海市副市長に任命・着任。

<sup>3</sup> 国家発展改革委員会はその強力な権限ゆえに、他省庁から「小国務院」（ミニ国務院）と呼ばれることもある。

前述の一連の国務院意見、記者会見、上海市政府実施意見によれば、上海国際金融センター建設の目標時期は 2020 年に置かれ、この時期には、中国経済の実力及び人民元の国際的な地位に相応しい国際金融センターが基本的に形成されるとしている。

また、上海国際金融センターのイメージとして以下のような展望が描かれている。一つ目は、国内・海外の投資家が共同で参画し、国際化の水準が比較的高く、取引・プライシング・情報機能を備えた多層的な金融市場体系を基本的に形成しているというものである。二つ目は、国際競争力と業界への影響力を備えた金融機関を主体として、各金融機関が等しく発展する業界構造を基本的に形成しているというものである。三つ目は、包括的で、構造が合理的で、流動性の高い金融人材市場を基本的に形成しているというものである。四つ目は、発展のニーズと国際慣例に適った税収・信用・管理監督等に関する法体系を基本的に形成し、国際競争力を有した金融発展のための環境が整えられているというものである。

## 2. 上海国際金融センター建設に向けた政策の方向性

前述の上海国際金融センターのイメージを実現するために、国務院意見では政策の方向性を、「金融市場システム建設の強化」、「金融機関及び業務システムの建設の強化」、「金融サービスレベルの向上」、「金融発展環境の改善」の 4 項目にまとめ、具体的な施策も整理している。

また、同じく上海市政府実施意見では、国務院意見の整理方法と一部重複するが、上記 4 項目を踏まえ、(1) 金融市場システム建設の強化、(2) 金融機関建設システムの強化、(3) 金融商品のイノベーションと業務発展の加速、(4) 金融対外開放の段階的実現、(5) 金融サービス体系の完備、(6) 金融発展環境の改善の 6 項目にまとめ、それぞれの項目の具体的な内容も整理、列挙している(図表 1)。

## III. 外資系金融機関にとっての機会

国際金融センターを掲げる以上、資本取引の段階的自由化は不可避である。このため、クロスボーダーの証券取引をどのような手順で実現していくかも従来から上海国際金融センター構想の重要な課題とされてきたが、今回そのステップがいくつか明らかにされた<sup>4</sup>。

### 1. 資金運用の場としての上海

上海市政府実施意見では、外国人投資家の上海金融市場への投資比率・規模を拡大することが明確にされている。具体的の一つ目は、QFII(適格外国機関投資家)の投資規模の拡大が打ち出されている。QFII は、合計 80 機関(2009 年 6 月 1 日時点)、128.6 億ドル(2008 年末時点)が認可されているが、今後、認可のスピードアップが期待される。

二つ目は、プライベート・エクイティを含むエクイティ投資市場の発展に関連するものである。海外の著名なエクイティ投資基金の拠点開設を促進するとともに、外国人投資家の国内エクイティ投資基金への出資を促進するとしている。

<sup>4</sup> 一部は金融三十条意見とも重複する。金融三十条意見の概要については、関根栄一「中国の金融三十条意見を通じた資本市場改革」『季刊中国資本市場研究』2009 年春号参照。

図表 1 上海国際金融センター構想：上海市政府実施意見（2009年5月8日）

方向性	項目	重点内容
① 金融市場システム建設の強化	① 金融市場の発展	・商業銀行手形市場 ・貸出債権の売買市場
	② 債券市場の発展	・マーケットメーカー制度の完備 ・商業銀行の取引所市場（債券市場）での取引テスト ・銀行間債券市場と取引所市場の接続
	③ 先物市場の発展	・アジア太平洋地域のコモディティ商品のベンチマーク形成 ・オプション、金属商品先物、商品指数先物の開発 ・外国人投資家の上海先物市場での取引への参画
	④ 多層的な資本市場体系の完備	・異なる市場間での上場株式の売買方法の研究 ・未上場株（ハイテク企業）の機関投資家向け譲渡市場の構築
	⑤ 再保険市場の発展	・オフショア再保険業務の発展
② 金融機関建設システムの強化	① 各種金融機関の発展	・省略
	② 金融総合経営テストの推進	・上海を法人登記地とする金融総合経営テストの実施
	③ 地方国有金融機関の改革と再編	・省略
	④ エクイティ投資市場の発展	・海外の著名なエクイティ投資基金の拠点開設促進 ・外国人投資家の国内エクイティ投資基金への出資促進
③ 金融商品のイノベーションと業務発展の加速	① 債券商品の発展	・社債市場、ABS市場の発展 ・インカム・ボンドの発行テスト
	② 金融派生商品の発展	・株式指数先物、国債先物、外為先物の開発 ・株式指数オプション、外為オプション、金利オプション、金ETFの開発
	③ 個人向け税繰延型年金保険商品のテスト	・省略
	④ 商業銀行M&A融資業務の支援	・省略
	⑤ 機関投資家の拡大	・適格投資家制度の構築
	⑥ 各種金融業務の開拓	・金融サービス業の改革とイノベーションは上海で先行実施
④ 金融対外開放の段階的実施	① 金融市場の対外開放の推進	・外国人投資家の上海金融市場への投資比率 規模拡大 - 上海証券市場でのQFIIの投資規模を拡大 - 上海先物市場でのQFII制度を構築 ・海外の人民元資金の国内金融市場への有効な投資ルートを確立 ・国際開発機関の銀行間債券市場での人民元建債券の発行規模拡大 ・外資系銀行（現地法人）の人民元建債券発行のテスト ・外国企業の国内での人民元建債券の発行のテスト ・上海証券取引所への国際板（国際部）開設と外国企業の上場 ・レッドチップの上海証券取引所でのA株上場
	② 合弁証券会社の設立支援	・合弁証券会社の設立支援と業務テスト範囲の拡大 ・合弁基金管理会社の子会社設立の容認と業務範囲の拡大
	③ 上海及び香港間の取引所間の協力	・上海証券取引所におけるハンセン指数ETF、国企指数ETF、レッドチップ指数ETFの上場
	⑤ 金融サービス体系の完備	・現代化された金融サポート体系の構築 ・人民元建て貿易決済テストに基づく人民元のクロスボーダーの支払・決済システムの構築 ・全国レベルの信託登記サービスシステムの構築テスト ・上海清算センターの設立準備
⑤ 金融サービス体系の完備	② 陸家嘴等金融業集積地の計画及び建設の強化	・省略
	③ 融資保証会社の発展	・省略
	④ 投資顧問会社の発展	・省略
	⑤ 格付け機関の発展	・省略
	⑥ 資産評価機関、会計・法律事務所の発展	・省略
	⑦ 金融コンサル・情報サービスのプラットフォーム構築	・省略
	⑥ 金融発展環境の改善	① 税制・法制度の完備
② 司法環境の完備		・国際慣例に則った金融仲裁ルールの完備
③ 社会信用システム建設の強化		・省略
④ 金融イノベーション政策・メカニズムの完備		・省略
⑤ 管理監督方法の改善		・省略
⑥ 金融安定及びセキュリティの維持		・省略

（出所）上海市政府より野村資本市場研究所作成

三つ目は、上海先物市場での QFII 制度を構築するという新しい機軸が打ち出されている点である。上海市政府実施意見では、上海先物市場での多様な商品の開発も謳われており、外国人投資家の有する商品開発能力への期待も感じられる。

四つ目は、香港取引所で上場されている ETF の上海証券取引所での上場も認めるとしている点である。国内投資家に海外金融商品による運用機会を設けようとしている。

## 2. 資金調達の間としての上海

上海市政府実施意見では、居住者、非居住者ともに、人民元建での資金調達を可能にする制度の拡大や新設が盛り込まれている。

居住者に関しては、上海を法人登記地とする外資系銀行（現地法人）に人民元建債券の発行のテストを行うとしている<sup>5</sup>。

非居住者に関しては、株式発行と債券発行とに分かれる。株式発行に関しては、上海証券取引所に国際板（国際部）を設け、外国企業の A 株上場をテストとしている。また、香港のレッドチップの上海取引所での A 株上場も容認としている。債券市場に関しては、既に認められている国際開発機関の銀行間債券市場での人民元建債券（いわゆるパンダ債、日本のサムライ債に相当）の発行規模の拡大を容認としている。

## 3. 証券サービス業の対外開放

クロスボーダーの証券取引を仲介する証券サービス業の存在や役割も重要との認識の下、証券サービス業の対外開放に向けたいくつかの措置が盛り込まれている。

一つ目は、上海を法人登記地とする合弁証券会社の設立を支援している点である。また、合弁証券会社の業務範囲は国内系証券会社に比べ制限されているが、既に A 株のブローカレッジ業務や投資コンサルティング業務をテスト的に認可されている合弁証券会社の動向を踏まえ、テスト対象の合弁会社数を拡大し、テスト対象業務の拡大も図っていくとしている点である<sup>6</sup>。

二つ目は、上海を法人登記地とする合弁基金管理会社（合弁運用会社）について、子会社設立を認めたり、業務範囲の拡大をテストしたりすることを容認している点である。

三つ目は、当初は外資系金融機関に認められる可能性は小さいと思われるが、上海を法人登記地とする金融機関を選定して、銀行、保険、証券、資産運用といった業務を総合的に行えるか否かをテストしようとしている点である。その為に、業界ごとに分けられた金融監督管理体制の協調メカニズムも構築している。

## 4. 人民元の国際化

2008 年 12 月 24 日、国務院常務会議（閣議）は、輸出促進支援策の一つとして、広東省・長江デルタ地区（上海市、江蘇省、浙江省）と香港・マカオ間の貿易取引、広西チワン族自治区・雲南省と ASEAN との間の貿易取引について、人民元建決済を試験的に導入することを決定している。その後、2009 年 4 月 8 日、国務院常務会議は、国内の試験地域に関し、上海、及び広東省内の広州、深圳、珠海、東莞の 5 都市を選定した。

上海としても、実施意見で、人民元建貿易決済テストに基づく人民元のクロスボーダーの支払・決済システムを構築している。同時に、海外の人民元資金の国内金融市場への有効な投資ルートを確立している。

<sup>5</sup> 今回は盛り込まれていないが、中国に進出する外資系企業（現地法人）による債券発行の解禁も重要である。

<sup>6</sup> 外資出資比率の上限（33%）に対しては、特に変更が加えられていない。

## IV. 国内外のライバルの存在

### 1. 国際金融センターとしての上海の評価

それでは、上海は国際金融センターとして国際的にどのように評価されているのであろうか。実は、国際金融センターとして長い歴史を有するロンドン市（City of London）は、2007年3月、グローバル金融センターインデックス（The Global Financial Centres Index、GFCI）を発表し、GFCIに基づく世界各国・地域の国際金融センターの比較を半年毎に行ってきた<sup>7</sup>。最新の2009年3月発表のGFCI5によれば、上海は世界で第35位にランクされている（図表2）。一方、上海の将来の位置付けを見てみると、国際金融センターとして今後重要となる都市としては第2位、実際に拠点を開設する都市としては第3位となっている（図表3）。新興国では、ドバイが上海のライバルとなっている様子が伺える。

### 2. 相互上場に関するロンドンとの協力

その一方で、上海の国際金融センター構想を後押しする二国間の新たな協力枠組みも動き出している。2009年5月11日、英国のダーリング財務大臣と中国の王岐山副総理の出席の下、ロンドンで開催された第二回英中経済財政金融対話（UK-China Economic and Financial Dialogue）で

図表2 ロンドンによる評価（2009年3月）

順位	都市名	点数
1	ロンドン	781
2	ニューヨーク	768
3	シンガポール	687
4	香港	684
5	チューリッヒ	659
6	ジュネーブ	638
7	シカゴ	638
8	フランクフルト	633
9	ボストン	618
10	ダブリン	618
15	東京	611
35	上海	538
51	北京	478
52	大阪	469

（出所）City of London “The Global Financial Centres Index5” より野村資本市場研究所作成

図表3 GFCI5のアンケート結果（2009年3月）

順位	今後重要となる都市	(回答数)	順位	拠点開設予定都市	(回答数)
1	ドバイ	26	1	シンガポール	14
2	上海	23	2	ドバイ	13
3	シンガポール	13	3	上海	10
4	ムンバイ	12	4	香港	8
5	北京	8	5	北京	5
6	アブダビ	8			

（出所）City of London “The Global Financial Centres Index5” より野村資本市場研究所作成

<sup>7</sup> GFCIは、OECDなどによる指標を用いた評価と、識者へのアンケートに基づく評価から組み合わせられている。

は、英国企業・中国企業の自国市場での相互上場の促進についても合意している<sup>8</sup>。

実際、同対話の間でも、王岐山副総理自ら英国企業の上海証券取引所への上場（A株発行、CDR）を歓迎する旨の発言を行っており、候補企業としてHSBCが取り沙汰されている模様である<sup>9</sup>。

なお、中国国内での人民元建債券の発行に関しては、HSBC及びスタンダード・チャータード銀行の中国現地法人が、銀行間債券市場での発行計画を表明している<sup>10</sup>。

### 3. 国内の競争相手に動きも

上海は、証券サービス業の拠点として、中国国内で多くの本社や駐在員事務所を集めてはいるが（図表4）、香港に隣接する深圳市や、中央とのパイプの強い北京市といった国内他都市も、金融センターとしての地位向上を狙っている。上海は、国内的な競争にもさらされている。

実際、深圳市政府も既に動き出している。2009年5月26日、深圳市政府は「深圳総合改革全体方案」が国務院から承認されたことを公表し、記者会見を行った。同方案により、深圳市は、①対外開放、②国際慣例、③全国へのモデルとなる体制革新、④大陸と香港の経済協力の四つの分野で、国内の他都市に先行してテストを行える権利を取得したとされる。金融面では「金融改革创新総合試験区」構想が目玉となっており、九つの分野から着手することとなっている（図表5）。

図表4 証券サービス業の拠点設置状況

	上海	北京	深圳	その他	合計
証券会社(2007年末)	15	13	16	62	106
外資系証券会社事務所(2007年末)	53	40	9	5	107
基金管理会社(2009年4月末)	29	7	18	7	61
(うち外資系基金管理会社)	19	3	10	1	33

(出所) 中国証券監督管理委員会より野村資本市場研究所作成

図表5 深圳市の「金融改革创新総合試験区」構想

項目	内容
(1)多層的な資本市場の構築	深圳証券取引所の役割を十分に発揮させ、中小企業板も大きく発展させる。創業板(新興市場)と場外市場の深圳での設立を積極的に支援する。
(2)債券市場	人民元建て及び外貨建ての債券市場の設立を検討する。
(3)コモディティ	先物取引を大きく発展させる。各種の財産権市場を整理・規範化させる。
(4)金融機関経営	銀行、証券、保険、基金管理会社(運用会社)、先物などの金融機関が、金融商品と経営モデルを革新することを支援する。(関連する法令や管理監督機関の要求に基づくことが前提。)
(5)証券化	不動産、高速道路、港湾、電力などの資産の証券化を積極的に検討する。
(6)バックオフィスセンター	金融業のバックオフィス・サービス業の発展を加速させ、アジア太平洋地区の金融業のバックオフィス・サービス拠点を構築する。
(7)ファンド	ベンチャー投資基金やエクイティ投資基金の発展を積極的に検討する。
(8)中小企業金融	小額ローン会社(中国語名:小額貸款公司)や民営の中小銀行を発展させ、中小企業向け融資サービスシステムを改善する。
(9)管理監督	金融業の管理監督を強化するための効果的なモデルを検討・構築し、金融リスクを防止・解消する。

(出所) 深圳市政府より野村資本市場研究所作成

<sup>8</sup> 2009年5月14日付人民網日本語版。

<sup>9</sup> 2009年5月12日付 Financial Times。同対話には、中国の金融当局から、中国人民銀行、銀行業監督管理委員会、保険監督管理委員会、証券監督管理委員会といった中国の金融当局も出席し、英国の FSA との協議を行っている。

<sup>10</sup> 2009年6月4日付財経網。

このうち、創業板（新興市場）については既に関連法令も制定され具体化を待つ段階となっているが、香港との協力関係を打ち出した深圳市がこの九つの分野にどのように取り組んでいくのかについても注目が集まっている。

#### 4. 上海市政府の次の一手

上海市政府実施意見によれば、今後上海市政府としては、①「上海市国際金融センター建設の推進条例」を上海市人民代表大会（地方議会）で制定し、法的裏付けを確保すること、②市政府機能を転換し、行政認可手続きを緩和すること、③人材確保に有利な措置を完備すること、等を打ち出している。特に人材育成については、浦東地区に国際金融研究研修センターを設立することも検討している。

続いて、2009年5月6日、上海市政府は、国務院が浦東新区と南匯区との統合を承認したことを発表した<sup>11</sup>。これは、陸家嘴金融貿易区、長江ハイテクパーク、金橋輸出加工区、外高橋保税区といった四つの国家レベルの開発区がある浦東新区内の土地資源などの制約を解消し、洋山深水港や浦東国際空港といった国際的な運輸施設を有する南匯区と一体化することにより、今回の二つのセンター構想建設を推進並びに促進しようとするものである。現在、浦東新区の面積は532.75平方キロ、登録（戸籍）人口194.29万人（実際の居住人口は305万人）、同じく南匯区は677.66平方キロ、登録人口は74.31万人であるが、今回の統合により面積は2倍以上に増加する。また、ハード面だけでなく、情報インフラのソフト面でも、中央の新華社と上海市政府との間で協力が進められている。2009年5月15日には、「中国金融情報ビル」の着工式が行われた。同ビルは、新華社の金融情報プラットフォーム上海本部の拠点となるものである。

中央政府の承認を得て、国家發展改革委員会という強力な後ろ盾も得た上海の国際金融センター構築に向けた動きが引続き注目される。

株野村資本市場研究所 主任研究員  
関根 栄一

<sup>11</sup> 2009年5月6日付第一財經。