

海外投資家から見た中国市場

2010年5月29日

株式会社 野村資本市場研究所
研究部 主任研究員
関根 栄一

中国経済の構造転換と資本市場の新たな役割

中国経済の構造変化

■ 高成長を続ける中国経済:

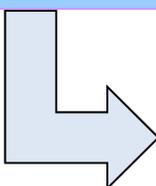
2008年11月の4兆元の景気対策(内需拡大)に加え、2009年夏以降、輸出も回復。

■ 政策の優先順位は雇用重視から生産性重視に:

2009年夏以降、出稼ぎ労働者の不足が顕在化。内陸部の経済発展の加速と発展段階における完全雇用の達成がその背景。低コスト・低賃金のビジネスモデルから産業高度化を目指した発展方式に転換していく必要がある。

資本市場の新たな役割

- リスクマネーの供給を通じた成長産業や新規産業への資金供給が益々重要に。
- 海外からの直接投資の受入を通じた技術・ノウハウの吸収・移転。
- 証券市場の流動性を高め、成長銘柄を発掘。
- プライベートエクイティ/ベンチャーキャピタルを通じた新興企業の育成。

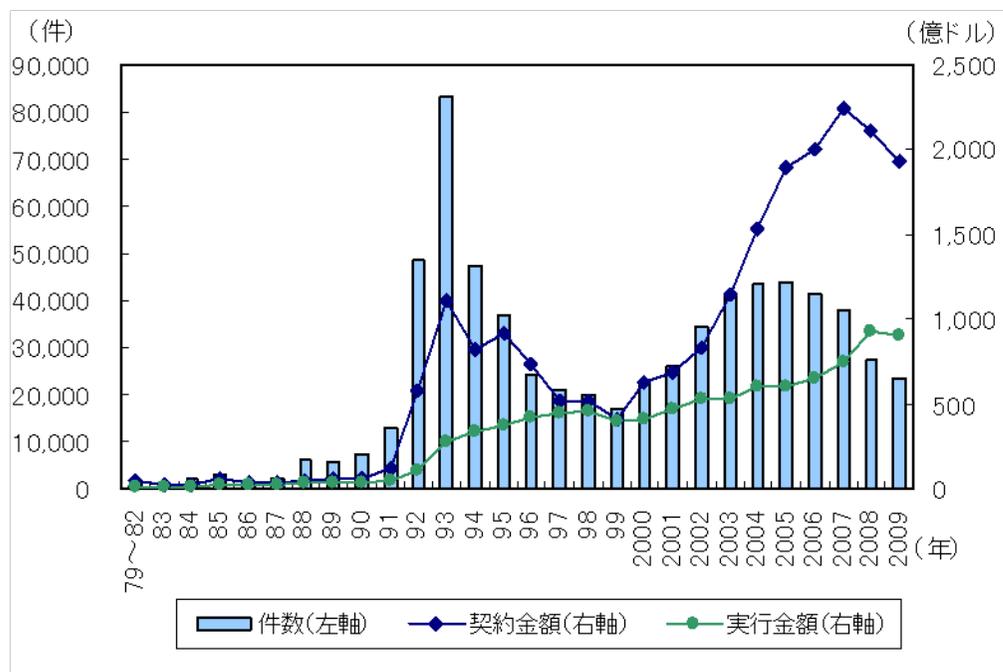


海外投資家も新たな役割を担い、生産性向上に寄与。

外資系企業の対中直接投資の動向

- 1978年、中国は改革開放政策を決定し、外資導入を開始。1992年、故鄧小平氏による「南巡講話」を契機に外資進出が拡大。2001年、WTO(世界貿易機関)加盟により外資進出が加速。
- 外資進出は、改革開放当初は委託加工・輸出型、近年では消費マーケットに着目した内販型・内需型の比重も上昇。中国は、世界の中で最も上手に外資導入を活用した国。日本企業を含む外資も中国の高成長による利益を享受。
- 2009年の対中直接投資では、中華圏や租税回避地を除けば日本が第一位。むしろ2008年より積み増している状況。

外資の導入状況



(注)2009年末までの数値。

(出所)日中経済協会、商務部より野村資本市場研究所作成

中国の国・地域別対内直接投資(2009年)

順位	国・地域名	実行金額	
		100万ドル	シェア(%)
1	香港	46,075	51.2%
2	英領バージン諸島	11,299	12.6%
3	日本	4,105	4.6%
4	シンガポール	3,605	4.0%
5	韓国	2,700	3.0%
6	ケイマン諸島	2,582	2.9%
7	米国	2,555	2.8%
8	サモア	2,020	2.2%
9	台湾	1,881	2.1%
10	ドイツ	1,217	1.4%
(参考)	EU	5,068	5.6%
全世界合計		90,033	

(注)1.順位は2009年の実行金額順。

(注)2.香港、タックスヘイブンからの対内直接投資には、迂回投資も含まれる。

(注)3.EUは15カ国。

(出所)商務部より野村資本市場研究所作成

近年の対中直接投資の環境変化に対する企業の認識・声

- 選別的な外資導入へ：労働集約型・加工貿易型の縮小、省エネ・環境配慮型の重視
- 企業所得税の統一：無差別的な外資優遇時代の終焉
- 賃金の上昇：最低賃金制度の引き上げ、沿海部での安価な労働力確保は困難に
- 労働契約法の施行：労務政策の見直しが必要
- 2005年7月の人民元為替制度改革：購買力は向上、但し人民元高対応策も必要に
- 2008年11月の四兆元の景気対策による内需振興：内陸部も高成長時代に

外資にとっては・・・



進出戦略の再検討が発生

- 「世界の工場」に加え、「世界の市場」、「世界のオフィス」としての位置づけ。
- 購買力の高まった沿海部に加え、内陸部市場の取り込みも視野に。
- 知名度アップと優秀な人材の確保がますます重要に。
- 中国全土での事業展開を視野に入れた国内統括機能の強化が必要に。
- 事業の選択と集中による効率性の追求、企業リストラ・企業再編も視野に。

企業リストラ・企業再編の中国固有の現状と課題

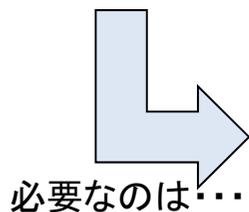
■合併企業のケース:

持分譲渡、増資、減資、解散・清算ともに、取締役会の全会一致が法令上の義務(中外合併企業法実施条例第33条)となっており、法形式的に過ぎる状況。

一方、新会社法(2006年施行)の下で、独資企業は出資持分に応じた意思決定が可能。

■省を跨った企業再編:

再編される企業の所在地の地方政府の承認が事実上困難。実は中国企業も同様。



必要なのは...

- 「一工場(一プロジェクト)＝一企業」という企業法制の見直し。
- 時間をかけても新会社法と外商投資企業法を調和する価値あり。

企業リストラ・企業再編手段の比較

	持分譲渡	解散・清算	破産
投下資本の回収可能性	譲り受けを希望する投資家がいる場合には、回収可能。	資産を換金できずに残余財産の分配が少なくなることが多い。	回収不可能な場合が多い。
要件	中国側当事者の同意。 取締役会の全会一致決議。 審査認可機関の認可。	取締役会の全会一致決議。 審査認可機関の認可。	債務超過。 取締役会の全会一致決議。
時間	要件を満たせば早い。	一般的に数ヶ月から1年以上。	同左。
効果	法人格は存続。外商投資企業である限り、関税や所得税の追納は不要。従業員の所得補償は不要。	法人格が消滅。関税や所得税の追納が必要。従業員の所得補償が必要。	同左。

(出所)森・濱田松本法律事務所より野村資本市場研究所作成

外資系企業を巡る投資環境(資金調達面)の改善も重要

資金調達面での外資系企業の関心事項

- 総量規制など銀行行政による資金繰りへの影響。
- 資本市場からの柔軟かつ機動的な調達。
- うち、現地での株式公開・上場によるマーケティング・販売政策への活用。
- 財務活動では、国内での人民元建てキャッシュマネジメントとクロスボーダー・キャッシュマネジメントの容認・拡大。

政策の方向性と意義

- 国務院・外資利用意見(2010年4月6日)で資本市場からの資金調達を原則容認。
 - 一 上海証券取引所国際板の創設。国内投資家の海外銘柄での運用を実現。
 - 一 人民元建て債券の発行規制の緩和。人民元建て貿易決済の発展にもプラス。
- 外資系企業の資本市場での資金調達は、中国政府が掲げる多層的な資本市場の構築にも貢献。
- キャッシュマネジメントの制度的・実務的インフラの整備は、グローバル企業の地域本部の誘致にも有利。

外国人投資家からのQFII制度への期待

QFII制度に対する外国人投資家の認識

- 94機関(2010年4月2日時点)がライセンス取得済。
- 運用枠合計は166.7億ドル(2009年12月末時点)。
- A株(人民元建て株式)への投資ルートが確保できたことを積極的に評価。

QFIIの関心事項

- 申請から認可取得(証監会、外為局)までに要する期間の明確化。
- 税制の取り扱い(特にキャピタルゲイン)。

今後の制度設計について

- 短期的には、QFII枠の段階的拡大に向けたスケジュール感は？
- 中長期的には、A株、B株、H株、レッドチップ株といった区別・区分は続くのかどうか？
(人民元の自由交換性の実現と資本取引の自由化が進めば有名無実化？)
- 本格的な債券投資(特に銀行間債券市場での社債投資)の可能性は？

外国人投資家からのPE市場への期待

中国のPE市場への関わり方

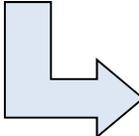
- オフショアでのレッドチップ上場を通じた投資。
- オンショアでの人民元ファンド創設も可能に。
- オンショアでの創業板を通じたエグジットの可能性を追求。

海外PEファームの関心事項

- 外資、内資、パートナーシップ企業など、企業形態毎の関連法令及び解釈の整合性。
- 税制の取り扱い。
- 外貨管理の取り扱い。

今後の制度設計について

- 今後のレッドチップ上場の取り扱い。
- 非上場・公開企業、非上場・未公開企業を取り扱う市場体系の整理が必要。



比亞迪(BYD)のような中国の企業家精神を外国人投資家は高く評価している。

外国人投資家と外国証券会社との関係(1)

- 資本市場の対外開放には以下の二つの側面があり、制度設計も区別して考える必要がある。
 - ①海外からの対内直接投資、対内証券投資を容認すること。
 - ②外国証券会社の支店開設、現地法人設立、国内証券会社の出資を容認すること。
- 日本では、1971年9月「外国証券業者に関する法律」が施行され外国証券会社の対日進出が可能となった。1972年には、メリルリンチが日本で証券業務を行う外国証券会社の支店第一号を開設した。
- その後、1984年の日米円・ドル委員会を受けて、1985年には東京証券取引所の会員権の開放が実施された。1985年には欧州のユニバーサルバンク系の外国証券の参入が認められ、1987年には米国の商業銀行系の証券会社の進出も認められ、80年代の後半は外資系証券会社の日本進出が活発化した。
- 以上の外国証券会社の対日進出に関しては、ライセンスに制限を設けることはなかった。

外国証券会社の日本の進出への推移

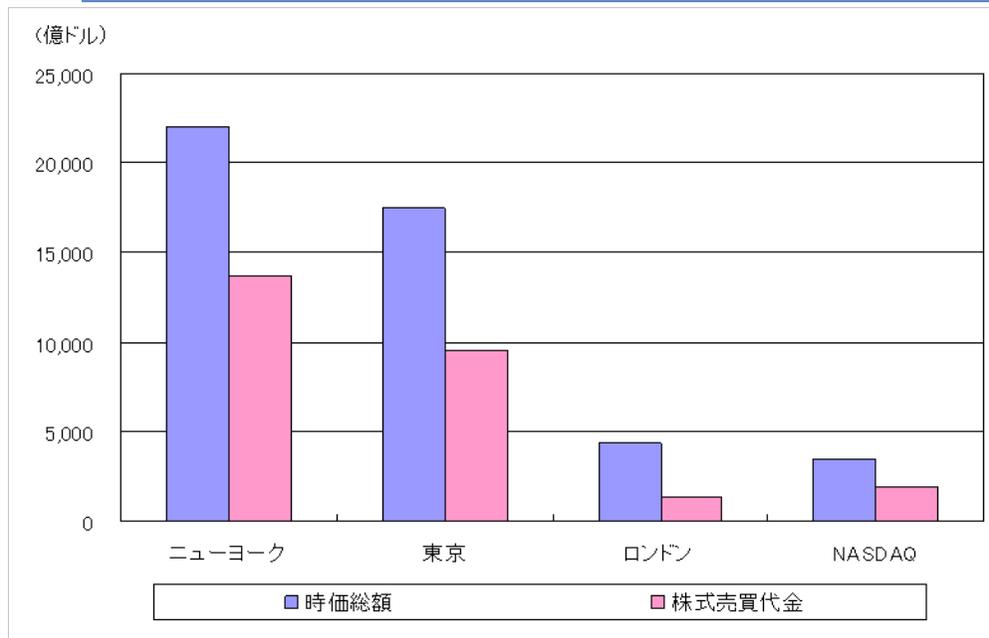
	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	
支店													1		1					2	1
駐在員事務所					1						4	9	3	23	8	2	2	2	9	11	
合計					1						4	9	4	23	9	2	2	2	11	12	

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
支店		1	1	2	2	11	14	11	4	7	5	6		2	1	4
駐在員事務所	5	4	9	13	15	30	31	12	18	6	7	7	19	5	1	14
合計	5	5	10	15	17	41	45	23	22	13	12	13	19	7	2	18

外国人投資家と外国証券会社との関係(2)

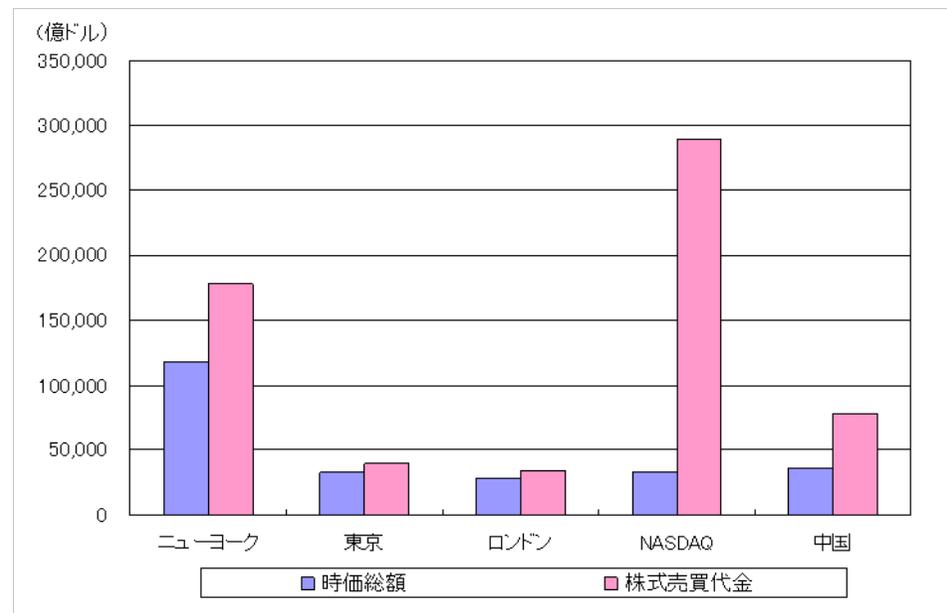
- 日米円・ドル委員会の背景は、日本の対米黒字の拡大抑制のため金融市場開放を通じた円高促進、および東京市場のグローバルプレゼンス拡大に見合う市場の国際化が要請されたこと。
- 外国証券会社への市場開放促進も、こうした外圧が背景。対内投資における外国証券会社の役割を踏まえると、むしろ自ら積極的に工程表を明確にして外国証券会社を受入れていくべきであったというのが今から振り返った教訓である。

NY・東京・ロンドンの株式市場(1986年)



(出所) 日本経済新聞社編「東京国際金融市場」(1987)より野村資本市場研究所作成

NY・東京・ロンドンの株式市場(2009年)



(注) ニューヨークはNYSEユーロネクスト、中国は上海と深圳の合計。

(出所) 国際取引所連合(WFE)より野村資本市場研究所作成

中国における外国証券会社の進出

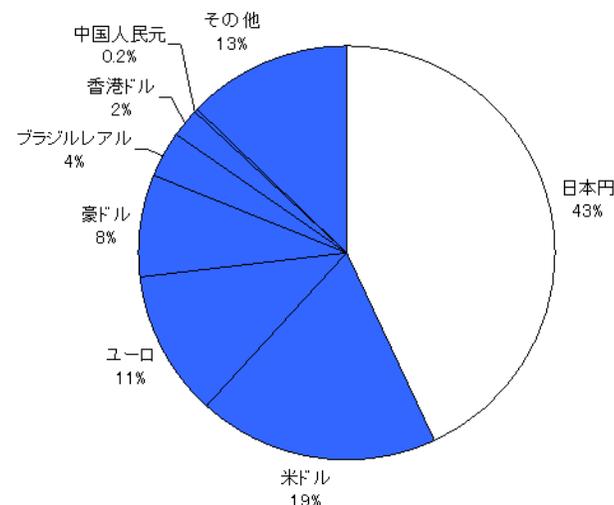
- 中国での外国証券会社の参入は、合併会社形態であり、かつ、外資出資比率33.3%以内が条件となっている。同時に、合併証券会社による国内投資家向け上場株式(A株)のブローカレッジおよびトレーディング業務は認められていない。一方、合併証券会社の中には、特例的にフルラインの業務が認められているところもある。
- 世界の成長センターがアジア、なかでも中国となる中で、アジア地域の証券会社による中国資本市場への貢献は、21世紀の「アジアの時代」にふさわしいものとなろう。
- 特に日本には約1,500兆円の個人金融資産があり、世界第2位の規模となっている。このような厚い投資家層を中国に呼び込むために、日本の証券会社としても貢献する用意がある。

中外合併証券会社の状況

合併会社名	設立時期	中国側 パートナー	外資パートナー/持分
中国国際金融	1995年4月	建設銀行	モルガン・スタンレー 34%
中銀国際証券	2002年1月		中銀国際ホールディングス 49%
華欧国際証券	2002年12月	財富証券(当初、湘財証券)	クレディ・リヨネ 33%
長江巴黎百富勤証券	2003年11月開業 ⇒2006年12月合併解消	長江証券	BNPパリバ 33%
海際大和証券	2004年6月	上海証券	大和証券SMBC 33%
高盛高華証券	2004年6月	北京高華証券	ゴールドマン・サックス 33%
瑞銀証券	2006年6月	北京証券	UBS 北京証券へ20%出資
瑞信方正証券	2008年6月	方正証券	クレディ・スイス 33%
中徳証券	2009年1月	山西証券	ドイツ銀行 33%

(出所)各社公表資料などより野村資本市場研究所作成

投資信託の通貨別比率(2009年12月末)



(注)対象は契約型公募投信残高(公社債投信、MMFは除く)。

(出所)投資信託協会より野村資本市場研究所作成