



リスク防止の強化を前提に証券業と 資本市場における対外開放の適切な推進を¹

李 永森*

要約

1. 中国証券監督管理委員会は、証券業と資本市場の対外開放を引続き進める方針である。証券業と資本市場の対外開放は、特に WTO（世界貿易機関）加盟後に大きく進展し、合併証券会社および合併基金管理会社、適格外国機関投資家（QFII）、適格国内機関投資家（QDII）などが認められている。
2. 証券業と資本市場の対外開放のプロセスには、様々な金融リスクも伴う。中国における資本市場の対外開放に伴う資本取引の自由化は、為替レートの市場化に向けた改革を前提として進める必要がある。東南アジアやベトナムの金融危機の教訓を汲み取るべきである。
3. 証券業と資本市場の対外開放は、リスク防止を重視し、リスクコントロールが可能であることを前提に、行き過ぎた開放を防ぎながら、順序立てて一歩一歩進める必要がある。時期が熟し、市場の安定が確保できると判断した場合に、合併証券会社および合併基金管理会社の外資出資比率上限の引上げなどを段階的に行っていくべきである。

1. はじめに

2008年6月18日、第4回米中戦略経済対話が終了し、米中両国間の投資保護協定に関する交渉を正式に開始することが発表された。同対話の終了後、中国証券監督管理委員会（以下、証監会）の尚福林主席は、グローバル化が進んだ状況を考慮しつつも、各方面へ配慮しながら統一的に計画を策定し、国内外の市場の結びつきを強化する形で中国の資本市場の改革開放と、安定的かつ健全な発展を推進していく必要があるとの考えを示した。また、上記対話に先立つ同年6月15日、証監会は、証券業と資本市場の対外開放に関する評価を本格的に進めること、証券業や資本市場に関連する対外開放政策の充実を引き続き図ること、および証券業と資本市場の対外開放を積極的かつ着実に推進していくことに関する見解をウェブサイトで明らかにした。さらに同日、証監会は、方正証券とクレディ・スイスの合併会社である瑞信方正証券の設立を認可した。

¹ 本稿は、中国人民大学金融証券研究所編『資本市場評論』2008年第8期掲載の「リスク防止の強化を前提に証券業と資本市場における対外開放の適切な推進を」を邦訳したものである。なお、翻訳にあたり原論文の主張を損なわない範囲で、一部を割愛したり抄訳としている場合がある。

* 李永森 中国人民大学金融証券研究所 研究員

これは3年ぶりに認められた合弁証券会社の新規設立であり、また、中国政府が、証券業や資本市場の対外開放を今後に向けた戦略・戦術として、積極的に展開しようとする姿勢の一環でもある。

Ⅱ、証券業と資本市場の対外開放のプロセス

2008年は中国の改革開放30周年に当たり、実体経済部門の対外開放はすでに高水準に達している。一方、金融部門の改革と対外開放は、中国がWTO（世界貿易機関）に加盟してから大きく推進され始めた。証券業と資本市場は、金融部門の改革開放における重要な要素である。また、市場経済化に向けた改革と対外開放を漸進的かつ調和の取れた形で進めていくという考え方に基づき、証券業および資本市場以外の金融部門の改革プロセスと調整しつつ、証券業と資本市場の対外開放は適切なタイミングで確実に展開され、一定の成果が得られた。証券業と資本市場の開放は一定の水準に達しており、中国の証券業と資本市場の発展の現状や、その他の金融部門が現時点で抱える制約条件にも基本的に対応できている。現在までの証券業と資本市場の対外開放の主な項目としては、B株市場の海外投資家への開放、中国本土企業の海外での株式上場、条件を備えた外資系企業によるA株の発行、合弁証券会社および合弁基金管理会社の設立、合弁会計士事務所による証券・先物業務の取扱資格の付与、適格外国機関投資家（QFII）と適格国内機関投資家（QDII）の導入、および海外証券会社の中国での事務所設立などが挙げられる。このような開放の推進によって、中国における証券業と資本市場の健全な発展の促進、競争の促進と効率の向上が図られた。また、市場への参加者の種類が増え、市場のサービスが一定程度改善され、中国の証券会社の競争力も高まり、国内外の投資家の投資理念の融合にも役立った。

しかしながら、中国における証券業と資本市場の開放プロセスを巡り、いくつかの問題も明らかになっており、研究と解決が必要であることも指摘しておかなければならない。例えば以下のような問題が挙げられる。まず、さまざまな原因によって、B株市場が盛り上がり欠けていることである。実際、資金調達機能はほぼ失われ、先行きが不透明であるために、投資家による資金運用に向けた意欲も低い。QFIIは短期的な投資を行う傾向が顕著である。QDIIは投資に有利な材料を見つけることができず、収益性を上げることができていない。合弁証券会社と合弁基金管理会社は管理面およびイノベーション面で明らかであるはずの優位性を示せずにいる。以前計画された「港股直通車」（香港株直通列車）²は、実行可能性の十分な検証や体系的な制度設計が欠けていたために先送りされた。

Ⅲ、証券業と資本市場の対外開放の適切な推進

グローバル経済の一体化という大きな流れの中で、金融部門の段階的な開放は自然な流れであり、中国の既定の目標でもある。資本市場の開放によってもたらされる利点、すなわち資本市場の国際化は、国家の金融分野の競争力と国際的な地位を判断する上での重要な指標であり、「対外開放の着実な推進、国際競争力を備えた資本市場の確立」は中国が決定した戦略目標（証監会『中国資本市場発展報告』）である。従って、中国が直面しているのは開放すべきか否かという

² 中国本土の個人による香港株投資の解禁を指す（訳者注）。

問題ではなく、開放をいかにより良い形で推進していくかという問題である。

証券業と資本市場の開放は望ましい役割も持つが、開放のプロセスにおいてはさまざまな金融リスクも伴う。例えば、市場が海外の投機資本による衝撃を受けるリスク、海外資本市場のリスクが国内市場に波及するリスク、証券会社の経営にもたらされるリスク、証券会社が競争にさらされるリスク、証券業と資本市場の管理監督にもたらされるリスクなどである。現在の金融市場は、市場の効率性、流動性、取引規模のいずれにおいても実体経済部門の市場を大きく上回っている。従って、上述のリスクは、実体経済部門の開放に伴うリスクに比べて大きく、危険性も高い。加えて、証券業と資本市場の開放に伴うリスクは、資本市場の各方面に及ぶ。しかしながら、開放のプロセスの中では、リスクの防止を重視しリスクがコントロール可能であることを前提に、引き続き資本市場の開放を積極的に推進するとともに、現時点では望ましくない行き過ぎた開放を防ぐ必要がある。

これまでの経験から、経済リスクの国際的な波及と広まりは、まず金融市場、特に資本市場から始まることが多いことが明らかになっている。1997年の東南アジアの金融危機は中国に深い示唆を与えた。2007年以降、グローバル経済と金融市場の不確実性が高まる中で、金融市場は動揺し続け、米国を中心とした各国の株式市場が大きく変動し、多くの大型・多国籍の金融機関が巨額の損失を抱えるようになった。巨額の損失を抱えた金融機関には、世界的にも有名な金融機関も多く含まれ、グローバル経済の成長が明らかに鈍化すると同時に、インフレ圧力が強まっている。最近では、隣国のベトナムで金融危機が勃発し、世界各国が警戒を強めた。また、中国の資本市場と国際資本市場の間には、既にいくつかの関連性が生まれている。加えて、国内経済と市場の不確定要素による影響など、言葉だけでなく実際面から金融リスクを確実に防止していくことが求められている。

IV. 証券業と資本市場の開放の総合的かつ客観的な評価

証券業と資本市場の開放を、総合的かつ客観的に評価することは、資本市場の健全な発展に役立つだけでなく、証券業と資本市場の対外開放政策のさらなる充実を図り、中国の証券業と資本市場の国際競争力とリスク対応能力を高めていく上でも有益である。証監会は、今後しばらくの間は、「順序立てて一歩一歩進めること、安全かつコントロール可能であること、競争と協力を促進すること、互いに有利で互いに利益を得ることができること」という基本原則に基づき、資本市場の開放を引き続き推進することを表明している。さらに、積極的かつ実地的な対策を重視し、証券業と資本市場の対外開放を適時・適切に拡大していくことも明らかにしている。

中国における対外開放の重要な構成部分である証券業と資本市場の対外開放については、中国の資本市場が新興かつ移行期にあるという特徴を十分に考慮し、経済全体の開放、その他の金融市場の開放と整合性が取れるように協調を図って進める必要がある。加えて、特にここで金融部門の対外開放における一つの重要な理論上の順番を強調しておく必要がある。すなわち、資本取引の自由化（資本市場の外国資本への開放が資本取引の自由化の主な内容となる）は、為替レートの市場化に向けた改革を前提とする必要があるということである。これは、資本移動によって発生する外貨の需給関係の変化が為替レートの変化に反映されない場合、国内の資本市場にリスクが蓄積し続け、リスクの蓄積が一定の段階に達したときに、通貨危機によってリスクの拡散が集中的に生じるためである。東南アジアの金融危機やベトナムの金融危機に共通する重要な原因

は、いずれも為替レートの市場化のレベルが非常に低い状況で、資本取引を早くに自由化したために、国内資本市場が海外資本からの打撃を受け、最終的に為替レート制度が崩壊したことにあ
る。自国通貨の突発的かつ大幅な下落が通貨危機を、ひいては金融危機を引き起こした。このた
め、人民元の為替レートの完全変動相場制を実現するまでは、資本取引への統制を完全に解除す
ることはできない。資本取引が完全に自由化されるまでは、リスクの防止を第一としなければなら
ない。これを踏まえて初めて、QFII と QDII の制度設計を行うことができる。すなわち、制度
設計に当たっては、運用限度額のコントロール、参入基準の設定、厳格な管理監督といった問題
を考慮する必要がある。

V、資本市場の国際化と証券業の最終的な全面開放

中国は経済大国から経済強国への転換過程において、实体经济の台頭に続き、現在では、資本
大国を中心に掲げかつ主導的な力とする金融面での台頭プロセスに入っている。中国の金融面での
台頭に伴い、国際金融秩序と金融市場の構造には重大な変化が生じている、あるいは生じよう
としている。新たな、かつ重要な国際金融センターが世界の東—中国—に出現しつつある。資本
市場の国際化は、国際金融センターの重要な特徴であるとともに必要条件でもある。資本市場の
国際化の条件の一つである資金調達の国際化を徐々に図り、最終的に実現しなければならない。
資金調達の国際化には、国内投資家による海外市場での投資、海外投資家による中国国内市場で
の投資、加えて現在の QFII と QDII が完全に自由化されることが含まれる。金融機関の国際化と
しては、合弁証券会社に現在課されている外資出資比率の上限を最終的に廃止し、外資単独出資
の証券会社の参入を認めること、合弁基金管理会社についても同様に外資出資比率の上限を最終
的に廃止して外資単独出資の基金管理会社の参入を認めることが挙げられる。他に、合弁だけ
ではなく外資単独出資の会計士事務所の参入を認め、証券・先物業務の取扱業務範囲の拡大を認め
ること、合弁だけではなく外資単独出資の格付け機関の参入を認め、証券市場での格付業務への
取り扱いも認めることも挙げられる。さらに、合弁だけではなく外資単独出資の証券コンサル
ティング業務への参入を最終的に認めること、外資銀行による投資信託のカストディ業務資格の
取得を認可することなども含まれる。こうして初めて、高い国際競争力とリスク対応能力を備え
た資本市場を確立することができる。

このような目標を実現するには、相当長い期間が必要であり、順序立てて一步一步資本市場の
開放を推進していかなければならない。

VI、今回の評価の後にさらに開放を図るべきものは何か

今回の証券業と資本市場の対外開放に関する評価は、中国において資本市場の対外開放を引き
続き展開していく上での重要なステップとなろう。中国の証券業と資本市場の発展状況に基づき、
世界と国内の要素を総合的に考慮した上で、もし時機が熟し、市場の安定を確保できるという判
断に達した場合には、以下に挙げる開放についての問題を検討するとともに、時期を選んでこれ
らの内容を段階的に打ち出していくことが可能となるだろう。例えば、QFII と QDII の参入基準
の引き下げと運用限度額の増加、合弁証券会社・合弁基金管理会社の外資出資比率の上限の適度
な引き上げ、出資比率に上限を設定した合弁による格付け会社および証券コンサルティング業務

への参入の認可、条件を備えた外資銀行への投資信託のカストディ業務資格の付与、レッドチップの本土回帰、海外上場企業の中国市場での中国預託証券（CDR）の発行、個別の海外企業による中国 A 株市場での株式上場の試験的な認可、などである。

ただし、これらの開放を推進する際には、リスクの防止という問題を特に重視しなければならない。資本市場の開放を順序立てて一步一步進めることが原則であり、間違いを恐れるあまり取り組むべき内容まで放棄してはならないが、闇雲に改革を進めてもならない。市場の安定的かつ健全な発展を前提とした上で、資本市場の実状、資本市場を含む金融システムに対する政府の管理監督とコントロール能力、市場の投資家、とりわけ中小投資家の利益をそれぞれ十分に考慮する必要がある。

現在、中国の資本市場は歴史的かつ飛躍的な発展を遂げる重要な時期にある。その中で、証券業と資本市場の対外開放に対する全面的かつ科学的な評価を行うことは、市場メカニズム、制度設計および対外開放間の関係に関するダイナミックな調整、そして証券業と資本市場の対外開放の適時・適度な推進に寄与するであろう。また、証券業と資本市場のさらなる対外開放と安定的かつ健全な発展に向けて望ましい基盤を作る上でも、有利に働くであろう。

著者紹介

李 永森 (Li Yongsen)

中国人民大学金融証券研究所 研究員

1961 年生まれ。1982 年鉄道兵工程学院卒業、1986 年中国人民大学卒業。

中国青年政治学院経済学部教授、中国青年政治学院金融研究所所長、中国人民大学金融証券研究所研究員および「資本市場評論」執行主編。

主要著書に『消費者ローン Q&A』、『現代金融：理論の探求と中国での実践』（共著）などがある。

・中国人民大学金融証券研究所は、中国の重点大学の一つである中国人民大学内に設置された金融分野・証券分野を研究するシンクタンクである。



Chinese Capital Markets Research