



——「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

確認・強化される 上海の国際金融センター化への道筋

I. 上海国際金融センター建設5ヵ年計画の発表

1. 上海の国際金融センター化を継続

2012年1月30日、中国の国家発展改革委員会は「第12次5ヵ年計画期間における上海国際金融センター建設計画」（以下、上海国際金融センター計画）を公表した。

上海の国際金融センター化に関しては、世界的金融危機が進行していた2009年4月に、国務院（内閣）が初めてお墨付きを与える形で、国家発展改革委員会と上海市政府が共同で2020年を目標とした国際運輸と国際金融の「上海の二つのセンター建設構想」として打ち出していた¹。こうした取組みの上に立って、今回の上海国際金融センター計画により、2011年から2015年までの第12次5ヵ年計画期間中も、国務院と国家発展改革委員会の下で、引続き上海の国際金融センター建設を進めることが確認された。

国家発展改革委員会は、「ミニ国務院」との異称を持つ中国国内のマクロ・ミクロの両面で強力な経済運営権限を有する官庁であり、同委員会が上海の国際金融センター化を後押ししていることの政策的意義は引続き大きいものと筆者は考える。

2. 上海国際金融センター計画における問題意識

上海国際金融センター計画では、冒頭で、第11次5ヵ年計画（2006～2010年）における成果を確認している。特に国際的なランキングでは、2010年の上海証券取引所における株式売買金額は世界第三位、2010年末の時価総額は世界第六位、同年末の銀行間債券市場での債券預託残高は世界第五位、2010年の上海先物取引所における取引件数は世界第二位、同年の上海金取引所の現物取引量は世界第一位になっている。

一方、上海国際金融センター建設の進捗度合いは、中国の経済・社会の発展の要求水準と比較して、まだ開きがあるとの問題意識を持っている。問題意識の一つ目は、機関投資家の種類と数が不十分で、金融商品・手段も不足しており、金融市場における資源配分機能を更に強化すべきという点である。二つ目は、金融機関の国際競争力と影響力を更に高めるべきという点である。三つ目は、金融の国際化レベルを更に高めるべきという点である。四つ目は、金融関連法令、金融税制、信用評価制度、管理監督制度、人材サービス等の環境整備を更に強化すべきという点である。

¹ 「上海の二つのセンター建設構想」に関しては、関根栄一「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」『季刊中国資本市場研究』2009年夏号を参照。

II. 上海国際金融センター規画の特徴

上海国際金融センター規画には、従前のプランと比較して、以下のような特徴がある。

1. 数値目標の設定

2009年の「上海の二つのセンター建設構想」の下では、短期的には世界的金融危機に対応するための金融緩和策を実施することが主眼となっていた。一方、今回の規画の一つ目の特徴は、人民元建て貿易決済等人民元の国際化が進んでいることを背景に、2020年の国際金融センター化を目指す上で、2015年までに実現すべき数値指標を設定している点である（図表1）。

主要な数値指標として、第一に、外為市場を除く上海金融市場の取引金額を2010年の386兆元から2015年には1,000兆元にするとしている。第二に、資金調達全体に占める直接金融（株式、債券）の比率を同じく16.7%から22%前後にまで高めるとしている。第三に、金融資産規模を同じく約15兆元から30兆元前後にまで増加させるとしている。第四に、金融業の就業者を同じく24.5万人から32万人前後にまで増加させるとしている。

2. 上海の人民元取引センター化

また上海国際金融センター規画の二つ目の特徴は、人民元の国際化の進展を意識して、香港との共存を図りながら、2015年までに上海をグローバルな人民元建て金融商品の開発、取引、価格設定、清算のセンターにしようとしている点である。そのために、第一に、クロスボーダーの（＝国境を越えた）人民元の支払・清算センターを建設する方針である。第二に、クロスボーダーの人民元の投融資センターを建設する方針である。

うち前者のクロスボーダーの人民元の支払・清算センターについては、上海国際金融センター規画は、商業銀行の資金清算センターの設立を支援するとしている。これに呼応し、クロスボー

図表1 上海国際金融センター規画の目標

種類	番号	指標	2010年	2015年
金融市場規模	1	金融市場取引金額	386.2兆元	1,000兆元
	2	債券預託残高	世界第5位	世界第3位以内
	3	金市場現物取引量	世界第1位	世界第1位を維持
	4	金融派生商品取引量		世界第5位以内
	5	保険市場保険料収入	695億元	1,400億元前後
	6	銀行カードの銀行間取引額	10兆元	25兆元前後
金融国際化レベル	7	外国人投資家の規模	比較的小さい	著しく拡大
	8	上海金融市場の国際的影響力	全体として小さい	主要証券指数、商品先物価格の影響力が著しく上昇
金融サービス機能	9	直接金融の資金調達全体に占める割合	16.7%	22%前後
	10	金融資産規模	約15兆元	30兆元前後
金融発展環境	11	金融業の就業者	24.5万人	32万人前後
	12	金融発展環境の国際的影響力	国内をリード	国際的影響力が著しく強化、法令・税制・管理監督等の国際慣行との調和レベルも大きく向上

（注） 1の金融市場取引金額には、外為市場での取引額は含まれない。

（出所） 国家発展改革委員会より野村資本市場研究所作成

ダーの人民元決済の最大手である中国銀行は、本年3月にも、上海に第二本部を設立する計画を進めている。実は中国人民銀行（中央銀行）は2005年に第二本部（上海総部）を開設し、同行の市場監督部門を北京から移管しているが、商業銀行の第二本部はこれまでなかった。人民元の清算に関わる中国銀行の第二本部が設立されれば、同行の人民元の市場取引部門や人員が、中国本土内では自ずと上海に移管・集約されることとなる。

3. 外国金融機関・外国人投資家にとっての意味

上記2. のクロスボーダーの人民元投融资センターの建設に当たっては、上海国際金融センター規画は、外国金融機関・外国人投資家向けの対外開放プログラムを準備している。主要なものは以下の通りとなる。

1) 積極的かつ秩序立てた金融市場の対外開放の推進

第一に、上海国際板を創設し、条件を満たした外国企業の人民元建て株式発行を支援としている。上海国際板の開設には具体的な日程表はないとされるが、制度創設に向けた検討を続けていくことが確認された。

第二に、中国本土で人民元建て債券を発行する非居住者の発行資格と規模を段階的に拡大するとしている。現在の国際開発金融機関（ADB（アジア開発銀行）、IFC（国際金融公社））以外にも発行資格が開かれる可能性がある。

第三に、QFII（適格外国機関投資家）の投資規模と投資範囲の拡大を支援し、外国人投資家による先物市場・デリバティブ市場への投資制度構築を検討するとしている。外国人投資家による株式市場以外の金融商品に投資できる可能性が出てきた。

第四に、外国金融機関の外為市場への参加範囲と規模を段階的に拡大するとしている。為替に関するヘッジ商品の開発に結びつく可能性がある。

第五に、オフショア人民元資金の中国本土への還流ルートの整備と組合せて、外国金融機関による対内証券投資を適切に推進するとしている。現在のRQFII（人民元建て適格外国機関投資家）の第一回運用枠200億元が拡大される可能性がある。

2) 金融サービス業の対外開放の積極的推進

第一に、中国金融機関・外国金融機関間の資本・業務の戦略的提携を支援するとしている。また、銀行業・保険業の対外開放を継続するとしている。

第二に、証券業・先物業については、段階的に対外開放を進め、条件を満たした上海登録の合弁証券会社の業務範囲の拡大を支援するとしている。合弁証券会社は、当初、引受ライセンスしか認められないため（トレーディングとブローカレッジ業務は不可）、どのような条件が設定されればライセンスが拡大されるか注目される。

3) 金融機関のグローバルなサービス提供能力向上の加速

第一に、クロスボーダーの貿易・投資に関する人民元建て決済業務の拡大を加速するとしている。同時に、上海登録の金融機関による貿易金融（人民元建て対外貸付、保証）を支援し、国内銀行による海外プロジェクト向け人民元建て貸付（直接貸付、支店経由貸付、委託貸付）を奨励するとしている。これらは、オフショアでの人民元流通の促進につながるものである。

第二に、上海登録の金融機関による QDII（適格国内機関投資家）業務の規模拡大を支援するとしている。同時に、国内の適格投資家の種類を増やし、国内の機関投資家・個人投資家の海外金融市場への参加ルートを開拓するとしている。これらは、前述の QFII や RQFII の拡大とともに、クロスボーダー証券取引の活性化につながっていくものである。

第三に、上海登録の金融機関の海外支店による外国人投資家向けサービス能力を向上させることを支援するとしている。

第四に、上海登録の銀行カード取扱い単位のサービス範囲拡大を支援し、クロスボーダーのサービス提供能力を向上させるとしている。これは、中国本土からの観光客やビジネスパーソンによる日本を含む海外での消費拡大にもつながるものである。

4) 国内外の金融交流・協力の強化

第一に、国の統一的な政策に基づき、上海－香港間の金融面の補完関係を更に発展させ、協力メカニズムを強化し、金融市場・金融機関・商品・業務・人材等の交流・協力を進め、金融商品の相互取引を支援するとしている。第 12 次 5 ヵ年計画期間中の香港の人民元オフショア取引の活性化については、2011 年 8 月の中国国務院・李克強副総理の香港スピーチの中で公約されている²。当面は、中国本土と香港人民元オフショア市場での人民元建て金融ビジネスが並行して行なわれることとなろう。

第二に、台湾との金融交流・協力を進め、上海を台湾金融機関の中国本土での集積地にするとしている。台湾に進出している外国金融機関にとって、台湾経由本土での業務展開ができる可能性がある。

第三に、ニューヨーク、ロンドン、シンガポール等世界中のグローバルな国際金融センターとの交流・協力を強化し、新たな協力メカニズムを模索するとしている。この上海国際金融センター建設計画が、2011 年 12 月 25 日の日中首脳会談で合意された日中金融協力合意の前に作られたせいかもしれないが、東京市場が最初から抜け落ちている点が気になるところである。

第四に、海外証券取引所の M&A 案件に参画することを検討するとしている。現在の上海・深圳証券取引所は会員制組織であるため、まずは取引所の株式会社化が必要であるが、証券法の改正や関連法令の制定がその先行指標となろう。

第五に、国の関連部門の支援の下で、上海に国際開発金融機関やその出先機関を誘致するとしている。例えば、今後、BRICS の金融協力が進めば、その事務局が上海に置かれるといったことが考えられるかもしれない。

4. 続く国内他地域との競争

上海の国内的な強みは、江蘇省や浙江省等周辺地域と一体となった経済力にある。また、金融指標を地域別に見てみると、預金残高、上場会社数、A 株流通時価総額、証券口座数、証券会社数、外資系証券会社事務所数で、上海市・江蘇省・浙江省を合計した長江デルタ地区の存在感は、国内随一となっている（図表 2）。上海国際金融センター計画では、金融機関の本部機能の誘致も目玉の一つにしている。特に外国金融機関に対しては、グローバルまたは地域本部の誘致、さらにアジア太平洋地区の管理本部や業務オペレーション本部の誘致を打ち出しており、上海独自

² 香港人民元オフショア市場の今後の動向に関しては、関根栄一「香港金融サービス業の振興を図る中国国務院・李克強副総理の香港スピーチ」『季刊中国資本市場研究』2011 年秋号を参照。

図表 2 中国本土の地域別金融指標 (2010 年末)

	預金残高 (億元)	上場会社数 (社)	A株 流通時価総額 (億元)	証券口座数 (口座)	証券会社数 (社)	外資系証券会社 事務所数 (社)
北京市	66,585	163	73,501	26,869,989	17	62
天津市	16,499	34	1,308	2,688,933	1	—
河北省	26,271	44	1,787	3,958,045	1	—
山西省	18,640	30	4,401	2,761,362	2	—
内蒙古自治区	10,325	21	997	1,499,502	2	—
遼寧省	28,057	60	2,861	6,727,346	2	1
吉林省	9,703	35	1,049	2,670,535	2	—
黒龍江省	12,924	30	1,676	3,729,031	1	—
上海市	52,190	180	43,636	30,862,651	14	79
江蘇省	60,583	168	14,227	12,925,909	5	1
浙江省	54,482	185	10,184	9,186,566	3	—
安徽省	16,478	65	2,512	3,121,327	2	—
福建省	18,753	74	4,911	5,636,514	2	—
江西省	11,908	30	1,311	2,801,270	2	—
山東省	41,654	126	6,881	9,335,536	1	—
河南省	23,247	51	2,600	5,910,163	1	—
湖北省	21,769	73	4,269	6,101,515	2	—
湖南省	16,643	62	2,076	4,949,238	4	—
広東省	82,019	294	14,770	15,334,509	5	2
広西自治区	11,814	27	1,645	2,754,828	1	—
海南省	4,217	22	451	1,215,094	2	—
重慶市	13,614	35	2,595	2,574,620	1	—
四川省	30,504	82	3,488	7,001,489	4	1
貴州省	7,388	19	587	1,004,436	1	—
雲南省	13,476	29	1,965	1,787,963	2	—
チベット自治区	1,297	9	0	80,329	1	—
陝西省	16,591	36	1,683	3,237,888	3	—
甘肅省	7,147	22	1,467	1,635,316	1	—
青海省	2,327	9	918	558,544	1	—
寧夏自治区	2,587	12	404	664,970	—	—
新疆自治区	8,899	36	1,673	2,175,331	1	—
深圳市	—	—	32,103	—	17	11
廈門市	—	—	—	—	1	3
寧波市	—	—	—	—	—	1
青島市	—	—	—	—	1	—
その他	—	—	19,407	—	—	—
全国計	708,589	2,063	263,343	181,760,749	106	161

(注) 証券口座数は、上海証券取引所及び深圳証券取引所に開設された A 株口座と投資信託口座の合計を指す。

(出所) 中国統計年鑑、中国証券期貨統計年鑑、中国証券登記決済有限責任公司より野村資本市場研究所作成

の優遇策を提供する用意があるとも読み取れる。

一方、金融サービス業の振興や金融センター化を目指しているのは、上海だけではない。北方の北京市や、南方の広東省や深圳市も、上海市の金融指標との比較では、互角か、場合によっては上海市を上回るものもある。実際、北京市は 2011 年 11 月 9 日に「北京市の第 12 次 5 ヵ年規画期間における金融業発展規画」を制定し、広東省は同年 12 月 1 日に「広東省の金融改革・発展に関する第 12 次 5 ヵ年規画」を制定している。また、深圳と香港が共同開発を行う深圳市の「前海深港現代サービス業協力区」(前海新区)に進出する金融サービス業に優遇策を与える動きもある。今後、上海が国際金融センターとしての中国国内での地位を確かなものとするためには、為替取引や資本取引の自由化の恩恵をいち早く得られるかが鍵となる。

Ⅲ. 注目される中国人民銀行調査統計司論文

1. 資本取引の自由化に向けた工程表

国際金融センターとしての前提条件となる資本取引の自由化に関しては、1997年のアジア通貨危機の教訓を踏まえ、「工程表はない」というのが中国政府の公式見解であった。

ところが、2012年2月22日、中国人民銀行内の調査統計司（「司」は「局」に相当）の調査チームは、資本取引の開放に向けた報告書を公表した。この報告書では、資本取引の自由化を、2020年までに三つの段階に分けて実現すべきとした。すなわち、短期的（～2014年）には人民元建て対外直接投資の緩和、中期的（～2016年）には人民元建て銀行融資の緩和、長期的（～2020年）には不動産、株式、債券取引の緩和を進めるべきとしている（図表3）。

同時に、当該報告書では、①資金の流入から流出、②長期取引から短期取引、③直接取引から間接取引、④機関投資家から個人投資家、の原則で、資本取引の開放を段階的に推進すべきとしている。また、フローから着手し、次にストックを改革すべきとしている。

この報告書は、中国人民銀行としての正式な政策決定を意味するものではないが、資本取引の自由化の加速を求める声が政府内部でも広がっていることを示唆している。この報告書の取りまとめの責任者である盛松成社長は、全国人民代表大会（全人大）の委員も兼務していることから、この3月の全人大を前に観測気球を上げ、世論の反応を探ったものとみることができる。

2. むすびにかえて

2015年までの第12次5ヵ年規画期間中における国際金融センター化に向けた上海の取組みの成否は、2020年を目標とする同センターの実現の成否に直結することに異論は無いであろう。

図表3 中国本土：資本取引の開放段階及びその内容

開放の三段階	各段階の期間	開放内容など
第1段階	向こう1～3年以内 （2012～2014年）	<ul style="list-style-type: none"> ■ 実需が背景にある対外投資の規制緩和を促し、企業の「走出去」（海外投資）を奨励する。 ■ 背景として、①過剰な生産能力が対外直接投資を求めていること、②外貨準備が十分な外貨資金を提供できること、③切り上げ見込みの人民元為替レートがコスト面での優位性を提供すること、④欧米金融機関及び企業の活動縮小が中国に投資の余地を与えていること、が挙げられる。
第2段階	向こう3～5年以内 （2014～2016年）	<ul style="list-style-type: none"> ■ 実需が背景にある貿易関連人民元融資の規制緩和を促し、人民元国際化を推進する。 ■ 中国の輸出入貿易の発展を促し、人民元クロスボーダー決済及び香港オフショア市場を通じた中国本土への人民元還流ルートを提供する。国内銀行業の競争を促進し、企業（特に中小企業）向け融資の状況を改善する。
第3段階	向こう5～10年以内 （2016～2020年）	<ul style="list-style-type: none"> ■ 金融市場建設を強化する。開放のステップは、「最初に資金の流入を進め、その後流出を促す」、「不動産・株式・債券への投資を段階的かつ慎重に開放すべき」としている。 ■ また、「最初にプライマリー、その後にセカンダリー」、最初に非居住者による国内取引、その後に居住者による対外取引」の原則に基づき、開放に伴うリスクを軽減する。慎重に開放を推進し、量的規制から価格型管理に徐々に移行していく。
その後	向こう10年以降 （2020年～）	<ul style="list-style-type: none"> ■ 前述の三段階が終了後、基本的に資本取引の開放が実現する。その後は、リスク度合いの小さいものから着手し、個人の資本取引、資本取引と関係の無い金融機関貸出、マネーマーケット商品、集団投資スキーム、担保・保証等資金調達の利便性を図り、デリバティブやその他の資産市場を続いて開放していく。最後に、資本取引と関係の無い外国為替取引の自由化が最後に開放される。 ■ 投機性の強い短期対外債務は、長期的にも開放すべきでない。

（出所）2012年2月23日付中国証券報ほかより野村資本市場研究所作成

但し、繰り返しになるが、一連のプログラムの実現に当たっては、最終的には中央政府が資本取引の自由化をどこまで進め、同時に上海に対してどのような優遇策を与えるかが鍵である。上海国際板も、その優遇先の一つとして位置づけられよう。

資本取引の自由化に関する観測気球があげられた今、中央と地方を巻き込んだ資本自由化を巡る議論の行方が今後の注目点となろう。

（株）野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表
関根 栄一