



# 中国資本市場の開放への道のり<sup>1</sup>

李 永森<sup>\*</sup>

## 要約

1. 中国の金融分野の自由化は、改革開放以来 30 年余りにわたり行われ、銀行業、保険業、証券業の市場開放は着実に進んでいる。特に銀行分野では海外進出と外資参入という双方向の自由化が進んでいるが、資本市場においても双方向の開放が段階的に進みつつある。
2. 資本市場の開放は、株式発行・上場、投資家、証券会社、監督協力の面で、漸進的かつ多層的な構造の下で行われている。株式発行では、中国企業による B 株、H 株、レッドチップ株の発行・上場が解禁されてきた。また、クロスボーダー証券投資の自由化では、適格外国機関投資家 (QFII) 制度、人民元建て適格外国機関投資家 (RQFII) 制度、適格国内機関投資家 (QDII) 制度、上海・香港相互株式投資制度が導入されてきた。
3. しかしながら、資本市場の開放はまだ不十分である。例えば、株式発行では外国企業の中国本土上場はまだ実現しておらず、また A 株時価総額に占める外国人投資家の割合は市場全体の 3.66% しかない (2012 年末)。証券業界も、海外進出が外資導入よりも遅れている。
4. 今後の中国資本市場の開放は、金利・為替・資本項目など金融自由化の一環の中で、市場化、国際化に重きを置くべきである。上海での自由貿易試験区の試みや、国全体のネガティブリスト方式への移行など、中国資本市場の参加者は、監督当局も含め、来るべき変化に備えていかななくてはならない。

## I. 金融システムの自由化の枠組み

### 1. 中国にとっての金融システムの自由化の意義

経済の持続的かつ健全な発展には、金融システムによる強力な支援が必要である。現代的で開放的な市場経済体制づくりに向けた一連の措置に沿って、市場化を目指す経済体制の改革と、国際化を目指す自由化のプロセスとが、互いの調和を取りつつ進められている。

金融システムの改革開放は、経済体制の改革開放の中でも重要なものの一つであり、過去 30 年余りにわたる努力の末、すでに大きな成果を上げている。各種金融機関の陣容が整い、マクロ

<sup>1</sup> 本稿は、中国人民大学金融証券研究所編『資本市場評論』2014 年第 4 期掲載の「中国資本市場の開放への道のり」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。

<sup>\*</sup> 李永森 中国人民大学金融証券研究所 研究員

政策や監督を担う「一行三会（中国人民銀行、中国銀行業監督管理委員会、中国証券監督管理委員会、中国保険監督管理委員会）」のほか、商業銀行、保険会社、証券会社、信託会社、金融資産管理会社、投資ファンドなど営利を目的とする金融機関や政策金融機関が揃っている。市場の多様化も進み、マネーマーケットや資本市場（債券市場及び株式市場）、外国為替市場、金融デリバティブ市場がある。金融商品価格の市場化も絶えず進み、預金金利を除く金利は、すでにほぼ市場化されており、外国為替レートの変動幅も拡大し、株式・債券などの金融商品の価格は概ね市場の需給バランスに基づいて決定されるようになった。

## 2. 銀行業・保険業の自由化の実績

金融分野の自由化は、中国が大国にふさわしい金融システムを整え、国際金融センターを整備していくためには避けられない道であり、中国の世界貿易機関（WTO）加入時の承諾事項を実現させる意義もある。金融分野においては、市場化のための改革と同時に市場開放の歩みも加速し、自由化は絶えず進んでおり、目を見張るべき成果が出ている。

### 1) 銀行業の自由化の実績

銀行業、保険業、証券業の市場開放は着実に進み、銀行業界では海外進出と外資参入という双方向の自由化が進んでいる。

銀行業監督管理委員会（以下、銀监会）の統計によれば、2012 年末時点で、中国資本の銀行のうち 16 行が、営業店の開設、資本参加、買収などの形で海外（香港などを含む）に計 1,050 ヶ所の拠点を設けており、業務展開はアジア、欧州、米大陸、オセアニアを含む 49 ヶ国・地域に及んでいる。中国の銀行が海外に保有する資産はすでに 1 兆ドルに達しており、WTO 加盟前の 6 倍、銀行資産全体の 4.7%を占めるまでになった。利益総額のうち 8.6%が海外で上げた利益である。

外資参入の面では、49 ヶ国・地域の銀行が中国に進出しており、うち外資現地法人は 42 社、外国銀行の支店は 95 店、代表処は 197 ヶ所である。外資系銀行の中国拠点が保有する資産の総額は 2 兆 3,800 億元に上る。

### 2) 保険業の自由化の実績

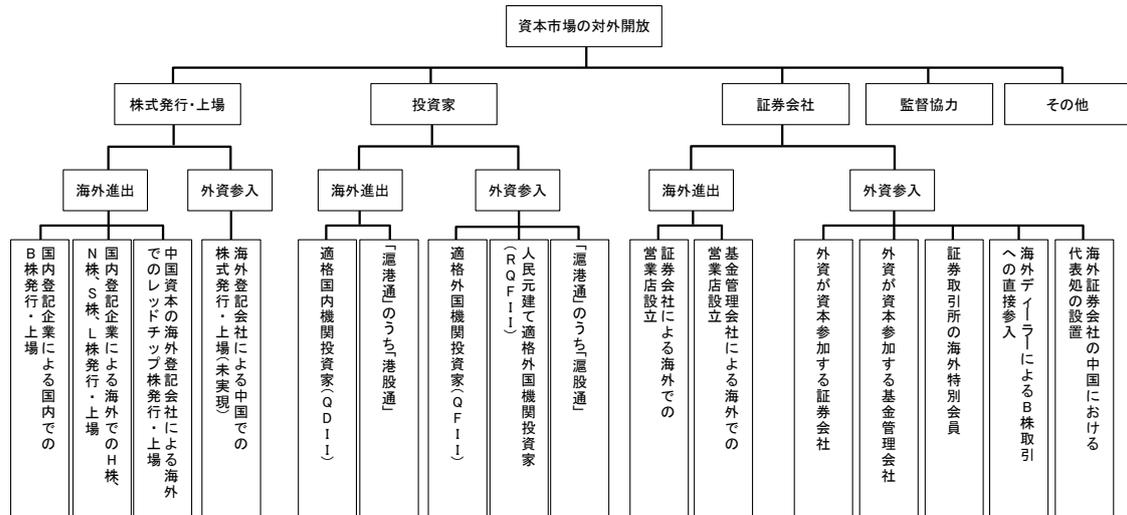
金融業界のうち、保険業の自由化が最も先行しており、進展も早く、2004 年末時点でほぼ全面的に自由化されている。

保険監督管理委員会（以下、保监会）の統計によれば、2012 年末時点で、外資系の保険会社は 52 社あり、うち中国資本との合弁会社は 27 社、独資会社は 25 社、外資系保険会社の保険料収入は 542 億 5,000 万元に上り、国内保険料収入の 3.5%を占めている。このほか、資本市場においても双方向の開放が計画的に進みつつある。

## II. 資本市場の対外開放プロセス

金融システム自由化のなかの重要な措置のひとつとして、資本市場の対外開放も積極的かつ着実に進められており、海外進出と外資参入が並行する双方向の開放が進み、資本市場の健全な発展を促す重要な推進力となっている。中国の資本市場の開放は漸進的なプロセスを経て着実に進

図表 資本市場開放の多層構造



(出所) 筆者作成

んでおり、証券業界の市場開放という WTO 加入時の約束事項も果たされた。ここで、中国の資本市場の開放の全体像を描くため、資本市場開放プロセスの多層構造を図示する（図表参照）。

以下では、証券の発行・上場、投資家、証券会社などの視点から、中国資本市場の開放のプロセスを振り返る。

## 1. 証券の発行・上場

### 1) B株発行の解禁

証券発行・上場分野では、中国企業が国内市場で外国人投資家向け株式（B株）を発行するモデルが導入された後、続いて中国企業が海外市場で外国人投資家向け株式（H株）を上場するモデル、さらに中国企業が国内・海外市場で同時に株式を上場させるモデルへと移行してきた。香港とニューヨーク、香港とロンドンの二市場同時上場、または香港・ニューヨーク・ロンドンの三市場同時上場による資金調達額は累計 2,000 億ドルを超える。しかし、全体的に海外上場企業の国際化はなお十分でなく、他国のグローバル企業との間には大きな格差が存在する。

1992年2月21日、初のB株発行企業である真空電子（株式コード900901、現銘柄は儀電B株）が上海証券取引所で上場した。これは中国における株式発行・上場における市場開放の幕開けであり、資本市場の開放に向けた正式な第一歩を象徴する出来事であった。B株は人民元建ての特殊株式で、額面は人民元建てであったが、オファーや売買は外貨建てで、国内（上海・深圳）証券取引所で上場・取引される外国人投資家向けの株式として登場した。当初想定された投資家は、外国や香港・マカオ・台湾の投資家であった。2001年には、B株への投資が中国国内の個人投資家にも認められるようになった。2014年4月4日時点で、上海・深圳両市場に上場するB株は105銘柄である。

その後、中国企業の海外株式上場や、適格外国機関投資家（QFII）の指定を受けた外国人投資家によるA株投資が認められたほか、B株市場自身の問題もあって、B株市場の資金調達機能は次第に弱まった。外国人投資家からの資金調達の役割は、すでにH株やレッドチップ株

に取って代われ、B株市場は停滞状態に陥っている。中国証券監督管理委員会（以下、証監会）は現在、B株発行会社を対象に、上場先の紹介（イントロダクション）方式<sup>2</sup>によって香港市場に変更させる試行措置を進めている。

## 2) H株発行の解禁

中国企業が国内・海外両市場をよりうまく活用し、資金調達を実現できるよう、中国は条件の整った中国企業に対し、国内・海外両市場での発行・上場を認めている。国務院や証監会などの部門は、相次いで企業の海外発行・上場に関する制度を打ち出した。

例えば、「証券法」第238条は、「国内企業が直接または間接的に海外で証券を発行するか、あるいは証券を海外で上場させる場合、国務院の証券監督管理機関が国務院の規定に従って認可していることを必須とする」と定めている。このほか、「国務院の株式有限会社の海外における株式募集と上場に関する特別規定」、「海外で上場する会社の定款に必ず含まれるべき条項」、「株式有限会社の海外での株式発行及び上場にかかる申請文書及び審査手順に関する監督の手引き」、「国内企業の香港新興市場での上場にかかる審査と監督の手引き」、「国務院の海外での株式発行及び上場にかかる管理のさらなる強化に関する通知」、「外国投資家による国内企業のM&Aに関する規定」などに基づき、企業の海外における株式発行や上場に関する監督制度が次第に整えられてきた。

1993年6月29日には、青島ビールが中国本土企業として初めて香港での株式発行と上場を果たし、最初のH株銘柄となった。今では香港は、中国本土企業にとって最大の株式海外発行・上場先となった。

証監会の統計によれば（以下、特に注記のないデータの出典はすべて証監会）によると、2012年末時点で、海外株式市場で上場している中国本土企業は179社（2013年末時点では185社）に上り、2012年の資金調達額は合計1,906億5,900万ドルに達した。このうち、香港のメインボードに上場する企業は148社（うち香港・NY同時上場は10社、香港・ロンドン同時上場は4社、香港・NY・ロンドン同時上場は1社）、香港取引所・新興市場に上場した会社は28社だった。H株を上場している179社のうち、81社はA株を、1社はB株を、1社はA・B両株を並行して発行している。

## 3) レッドチップ株発行の解禁

香港市場に上場するレッドチップ株も、中国本土企業にとって重要な本土以外での発行・上場の形である。中国本土資本が本土以外で登記・設立した会社が香港で株式上場した場合、その銘柄はレッドチップ株と呼ばれる。1990年、中国資本の会社である香港中信集団が泰富発展を買収し、中信泰富として裏口上場し、レッドチップ株の先駆けとなった。この方式での上場は手続きが簡単であり、多くの中国本土の企業がレッドチップ株として株式発行・上場を果たしている。

香港取引所の統計によれば、2014年3月末現在、香港市場では合わせて129銘柄のレッドチップ株が上場しており、チャイナモバイル（中国移動）、チャイナユニコム（中国聯通）、中国海洋石油などの企業も含まれる。また、中国企業は、香港のほか、米国や英国、シンガ

<sup>2</sup> 「紹介方式」とは「新株を発行せず上場する方式」を指す（訳者注）。

ポールなどでも様々な形態で上場を果たしており、海外上場企業の総数はすでに 1,000 社を超えている。

中国企業、特に中小企業の資金調達を可能にし、実体経済の発展に役立てるため、証監会は前掲の「株式有限会社の海外での株式発行及び上場にかかる申請文書及び審査手順に関する監督の手引き」を公布し、2013 年 1 月 1 日から施行した。これに伴い、「企業の海外上場にかかる問題に関する通知」は廃止された。

## 2. クロスボーダー証券投資の自由化

### 1) クロスボーダー証券投資の自由化への歩み

中国の国際収支のうち、資本項目については未だ完全な自由化に至っていない。この状況下で資本市場の対外開放を進め、クロスボーダー証券投資を可能にするため、2002 年から過渡的な措置として適格投資家制度が導入された。これには、適格外国機関投資家 (QFII) 制度、適格国内機関投資家 (QDII) 制度、人民元建て適格外国機関投資家 (RQFII) 制度が含まれる。

また、証監会と香港証券先物事務監察委員会は 2014 年 4 月 10 日、上海・香港の両証券取引所と証券決済会社（中国証券登記結算有限責任公司、香港中央結算有限公司）を対象に、株式市場の相互乗り入れ（「滬港通」と呼ばれる）を試験的に認める計画を共同発表した（上海・香港相互株式投資制度）。これにより、資本項目の完全自由化が実現しない状態でも、適格投資家制度に続く新たなクロスボーダー投資の道が開かれることになる。共同発表によれば、上海・香港の各証券取引所では、投資家が現地証券会社（またはディーラー）を通じて相手市場に上場する株式を規定枠内で取引できるようになる。上海上場株式を扱う「滬股通」と香港上場株式を扱う「港股通」からなる「滬港通」は、中国の資本市場を開放する目的で設けられ、上海・香港間の資本市場の関係強化や、双方向の開放に資するものである。証監会の肖鋼主席は、「滬港通」と QFII は相互補完的な制度であるとした上で、「滬港通」の実施に合わせて QFII の取引枠、特に 1 社当たりの上限枠をさらに拡大する考えを示した。両者は矛盾するものではないため、当面の間は「滬港通」の発展を図りつつ、QFII 制度を残しても良いと考えられる。

### 2) 適格外国機関投資家 (QFII) 制度の導入

2002 年 12 月 1 日、証監会と中国人民銀行は「適格外国機関投資家の国内証券投資の管理にかかる暫定弁法」を施行した。関連規定によれば、QFII は証券取引所で取引または譲渡される株式・債券・ワラント（新株予約権）のほか、インターバンク債券市場で取引される固定利回り商品、証券投資ファンド、株価指数先物、その他証監会が認めた金融商品に投資することができる。

QFII 制度の実施により、海外資金による中国資本市場への投資の道が開かれ、中国の資本市場にも資金供給の増加や、投資家構成の改善という便益がもたらされた。当初の投資上限額は 300 億ドルであったが、2012 年 4 月には 800 億ドルに、2013 年 7 月にはさらに 1,500 億ドルにまで拡大された。

2006 年 9 月 1 日には「適格外国機関投資家の国内証券投資の管理にかかる弁法」が改正され、2012 年 7 月 27 日には「『適格外国機関投資家の国内証券投資の管理にかかる弁法』の実施にかかる問題に関する通知」が公布され、QFII 制度はさらに充実した。

### 3) 人民元建て適格外国機関投資家 (RQFII) 制度の導入

2011年12月16日には、証監会、中国人民銀行、国家外為管理局が共同で「基金管理会社、証券会社の人民元建て適格外国機関投資家による国内証券への投資にかかるテスト弁法」を公布し、人民元建て適格外国機関投資家 (RQFII) 制度が始動した。関連規定によると、RQFII は認められた投資枠内で、証券取引所に上場している株式、債券、ワラント、証券投資ファンドのほか、証監会や中国人民銀行が認めた他の金融商品に投資することができる。指定機関は、新株の発行、転換社債の発行、株式の追加発行、割当発行に際しての購入申し込みが可能である。

当初の投資上限額は200億元であったが、2012年4月には700億元、2012年11月には2,700億元に拡大した。2013年3月1日には「人民元建て適格外国機関投資家による国内証券への投資にかかるテスト弁法」が改正されたほか、「『人民元建て適格外国機関投資家による国内証券への投資にかかるテスト弁法』の実施に関する規定」が公布された。これにより、適格投資家の指定範囲が拡大し、投資上限が引き上げられ、申請文書も簡素化された。

貿易活動の活発化により、人民元建て決済の規模が急速に拡大し、海外で保有される人民元の金額が急増する中、保有する人民元の投資先を求める外国人投資家にとって、RQFII 制度は時代の要請に合うものであり、資本市場における資金供給の増加にも役立つと考えられる。

### 4) 適格国内機関投資家 (QDII) 制度の導入

適格国内機関投資家 (QDII) 制度は、2007年7月5日の「適格国内機関投資家の対外証券投資の管理にかかる試行弁法」の施行に始まる。QDII は中国国内で集めた資金の一部または全部を海外証券に投資し、ポートフォリオに組み込んで運用する。QDII 制度は、海外への投資先を求める国内資金の要請に応えるもので、QFII 制度、RQFII 制度と同様、資本項目の完全自由化が実現しないまま、資金の双方向の国際移動を可能にし、国内外の資本市場の結びつきを強めてきた。

国家外為管理局の統計によると、2014年3月28日時点で、QFII 指定を受けて投資枠を取得した金融機関は241社に達し、投資枠の合計は535億7,800万ドルに上った。RQFII 指定を受けた金融機関は62社で、投資枠の合計は2,005億元、QDII 指定を受けた金融機関は119社で、投資枠の合計は865億9,300万ドルである。2013年3月14日、証監会は「適格国内機関投資家の対外証券投資の管理にかかる試行弁法」及び関連規定の改正案についてパブリックコメントを行い、QDII 制度のさらなる充実を目指している。

### 5) 「滬港通」(上海・香港相互株式投資制度) の導入

#### (1) 上海上場株式への投資の仕組み

「滬港通」導入に関する共同発表によると、上海上場株式を扱う「滬股通」は、香港のディーラーが、香港証券取引所によって設立された証券取引サービス会社を通じて上海証券取引所に注文を出し、上海上場株式を規定枠内で売買する制度である。

試行措置開始から当面の間は、「滬股通」の対象は上海180指数、上海380指数の構成銘柄のほか、上海市場に上場するA株・H株同時上場会社の株式に限られる。投資対象は今後、試行措置の実施状況を踏まえて調整される。当面は、人民元のクロスボーダー投資枠について総量規制を行い、一日当たり上限額を設定し、リアルタイムでのモニタリングも行う。このう

ち、「滬股通」の投資総額は 3,000 億元まで、1 日当たりの上限額は 130 億元である。投資上限額も今後、試行措置の実施状況を踏まえて調整される。

## （２）香港上場株式への投資の仕組み

「滬港通」導入に関する共同発表によると、香港上場株式を扱う「港股通」は、投資家が中国本土の証券会社に依頼し、上海証券取引所に設立された証券取引サービス会社を通じて香港取引所に注文を出し、香港市場に上場する株式を取引枠内で売買する制度である。

「港股通」の対象株式は、ハンセン総合大型株指数、ハンセン総合中型株指数の構成銘柄と、香港・上海両市場に上場する A 株・H 株同時発行会社の株式である。投資対象は今後、試行措置の状況に応じて調整される。「港股通」の投資限度額は 2,500 億元で、1 日当たり上限額は 105 億元である。投資限度額も今後、試行措置の状況に応じて調整される。香港証券先物事務監察委員会は、「港股通」に参加する中国投資家の対象を、当面は機関投資家及び証券口座・資金口座の残高合計が 50 万元以上の個人投資家に限るよう求めている。

## 3. 証券業界の開放

証券業界では、外資参入と海外進出という双方向の開放が進んでいる。

### 1) 証券会社の開放

#### （１）中国証券会社への外資の参入

証監会が定めた「外資の資本参加による証券会社設立にかかる規則」は 2002 年 7 月 1 日から施行され、2008 年 1 月 1 日と 2012 年 10 月 11 日にそれぞれ改正された。外資参入の面では、主に合弁会社の設立を認める形で証券業界の開放を進めてきた。具体的には、外資の資本参加により新たな証券会社を新設する形と、上場を予定する証券会社が戦略的出資者として外資を迎える形の二種類がある。

外国人投資家の証券会社に対する持株比率は、当初（2002 年）は 33%以内と定められ、2012 年 10 月には最高 49%にまで拡大された。2006 年 12 月 8 日に合弁から中国資本へ登記変更した長江 BNP パリバを除くと、2013 年末時点で、中国国際金融有限会社など 13 社の合弁証券会社は、証券会社 115 社の 11%を占めている。

#### （２）中国証券会社の海外進出

海外進出においては、中国の証券会社が海外子会社を設立する形が主体となっている。2012 年末時点で、24 社が海外子会社設立の認可を受けており、子会社の登記先は 23 社が香港、1 社がラオスである。このうち、正常な経営状況を維持している 21 社の実収資本（払込済資本金）は 197 億 3,500 万香港ドル、総資産は 774 億 8,400 万香港ドル、純資産は 293 億 3,600 万香港ドル、2012 年の純利益は 6 億 200 万香港ドルであった。

特に、2013 年 11 月 16 日、中国・ラオス合弁の老中証券有限公司がラオスの首都ビエンチャンで正式に設立され、中国側出資者である太平洋証券が 39%の株式を保有している。これは、中国の証券会社が海外に設立した初の合弁証券会社である。

## 2) 基金管理会社の開放

### (1) 中国基金管理会社への外資の参入

証監会の定めた「外資の資本参加による基金管理会社設立にかかる規則」は 2002 年 7 月に施行され（2014 年 10 月 1 日廃止）、2004 年 10 月 1 日に改正後の「証券投資基金管理会社管理弁法」（2012 年 11 月 1 日廃止）と実施規定が発表され、さらに 2012 年 11 月 1 日には再改正後の同規則と実施規定が公布された。

具体的に見ると、まず外資参入については、資本参加による合弁が主な形態となっている。外資による資本参加には二種類ある。うち、既存の基金管理会社に資本参加する形態としては、2003 年にカナダのモントリオール銀行（BMO）が 1999 年設立の富国基金に資本参加した例が挙げられる。次に、外資の資本参加により基金管理会社を新設する形態としては、中国交通銀行とシュローダー・インベストメント・マネジメント、中国国際海運コンテナ集団の 3 社合弁の基金管理会社として 2005 年 7 月に設立された交銀施羅德基金管理有限公司が挙げられる。

合弁基金管理会社における外資の持株比率は当初（2002 年）には 33%以内と定められていたが、2004 年には 49%以内まで拡大された。2013 年末時点で、合弁基金管理会社は 48 社あり、基金管理会社全体の 89 社の 54%を占める。うち 21 社の外資持株比率は 49%の上限に達している。2013 年には、6 社の合弁基金管理会社が設立承認を受けており、うち 2 社は外資持株比率が 49%である。

### (2) 中国基金管理会社の海外進出

海外進出の形態には二種類ある。うち、基金管理会社が香港に営業店を設けて業務展開を図る形態では、2012 年末時点で、20 社の基金管理会社が香港に子会社を設立している。

次に、基金管理会社が QDII として業務を展開する形態では、2012 年末時点で、QDII 指定を受けた基金管理会社は 33 社あり、海外の金融市場で証券投資を展開している。認可済みの QDII ファンドは 72 商品に上り、うち 67 商品がすでに運用を開始しており、純資産価値は 632 億人民元に上る。

## 3) その他の中国資本市場の双方向の開放

その他の中国資本市場の双方向の開放として、第一に、中国は WTO 加盟時の約束事項を履行するため、外国証券会社が（中国企業の仲介なしで）B 株取引に直接参加できるよう定めた。中国に代表処を持つ外国の証券会社は、すべて中国の証券取引所の特別会員になることができる。2012 年末時点で、上海・深圳の両証券取引所にはそれぞれ 3 社の特別会員が属しており、B 株取引に直接参加できる外国証券会社は上海が 38 社、深圳が 19 社である。

第二に、中国における代表処の設立認可を受けた海外の証券取引所は 9 社、同じく設立認可を受けた外国証券会社の代表処は 167 ヶ所ある。

第三に、証監会は、多国間または二国間での監督協力にも積極的に参加し、2013 年 10 月末現在、50 の国・地域と 54 件の監督協力覚書を締結している。

## Ⅲ. 問題と将来の展望

### 1. まだ不十分な中国資本市場の開放

以上の通り、中国の資本市場の開放に向けたプロセスはすでに大きな成果を上げているものの、レベルとしては不十分で、ばらつきがある。今後は、これまでの成果を土台に、存在する問題を分析し、引き続き開放のプロセスを進めていく必要があるだろう。

#### 1) 証券発行・上場制度の課題

証券発行・上場の自由化プロセスは一方通行である（すなわち海外進出一辺倒である）。中国企業の海外における株式発行・上場は早い段階から自由化が急速に進んだが、一方で、外国企業の中国証券市場における上場はなお実現していない。A株市場では、外国企業の株式・発行の仕組みがまだ整備されておらず、外国企業専用の株式市場である国際板の創設は長年検討されているものの、創設には至っていない。引き続き基盤づくりを進め、各条件が熟すのを待って創設することになるだろう。

また、中国企業の海外市場における株式発行・上場の要件もさらに緩和していく必要がある。

#### 2) クロスボーダー証券投資制度の課題

クロスボーダー証券投資の自由化という面では、既存の QFII、RQFII、QDII という枠組みで資金の双方向の国際移動が実現している。参入要件や審査手続きの簡素化、1社当たりの投資上限枠、投資比率の上限引き上げ、投資対象の規制緩和などの措置が取られているが、2012年末時点で、外国人投資家が保有する株式の時価総額は、A株市場全体の3.66%にとどまっており、なお低い水準である。今後は、投資枠をさらに引き上げ、参入要件を緩和し、規制を緩める必要がある。

また、資本項目の自由化が実現していない条件下では、適格個人クロスボーダー投資家（QFII2及びQDII2）制度を導入することが考えられる。

他に「滬港通」に関する共同発表では、発表日から「滬港通」の正式な開始までに6カ月の準備期間を置くとしており、制度実施に向けて各方面での準備作業がなお必要である。

#### 3) 証券業界の開放の課題

証券業界の開放においても、同様に非対称性が目立っている。海外進出が外資参入より大きく遅れており、国内での合弁証券会社設立は早くから行われ、急速な発展を遂げている。

一方、中国の証券会社による海外進出は開始時期だけでなく進展も遅く、営業店の開設先は香港特別行政区に集中しており、地理的な分布はきわめて非合理的である。現在、中国が出資した海外の合弁証券会社はわずか1社のみ（老中証券有限公司）で、しかも所在地のラオスは資本市場が未発達な地域である。その背景として、中国の証券会社の競争力はまだ十分でなく、国際化も道半ばで、国際市場に精通しておらず、国際水準との大きな格差があることが挙げられる。海外進出への道のりは長く困難であり、今後は国際競争力の獲得に力を入れ、海外進出を加速する必要がある。

## 2. 今後の中国資本市場の開放は市場化・国際化の方向で

全体的に見て、中国の資本市場はなお閉鎖的な市場である。開放・自由化の水準はまだ低い。対外開放を金融自由化の一環ととらえ、金融システムの改革開放との系統的な調和を図り、市場化・国際化に重きを置く必要がある。資本市場の開放は、金利の市場化（自由化）や外国為替制度改革、人民元レート形成メカニズムの変更、人民元の資本項目での自由交換、人民元国際化などのプロセスにも配慮しながら進めるべきで、資本市場開放との相互の影響を分析する必要がある。これまでの成果を土台に関連措置を整え、自由化を引き続き進めていく一方、未来にも目を向け、新たな状況や変化に対応して、資本市場の市場化に向けた改革を継続し、市場メカニズムを整備し、更なる開放に向けて十分な準備をしておく必要がある。今後、資本項目の完全自由化が実現した場合、QFII、RQFII、QDII など一部の制度は存在意義がなくなり、資本市場はより大規模で急速な資本の国際移動に直面することになるだろう。

上海における自由貿易試験区の設置は現在、実質的な進展を果たしつつある。今後、資本市場の改革や自由化拡大に関する施策の多くが、まず自由貿易試験区で先行実施されることになるだろう。一定条件を満たす企業や個人に、国内・海外双方の証券先物市場への投資を規定枠内で認めたり、海外の親会社による中国市場での人民元建て債券発行を認めたりするなどの例が考えられる。自由貿易試験区内でノウハウを蓄積し、時期が熟すれば、国内の他地域でも新制度を導入していくことになる。

改革が市場の役割を強め、開放が資源の国際的な配分を促すのは、必然の結果である。これに伴い、国の経済管理モデルも大きく変わり、従来の審査批准制度や審査認可制度から、ネガティブリスト方式へ移行するだろう。資本市場の改革開放も同様に、審査批准制度や審査認可制度から届出制やネガティブリスト方式へ移行するのは必至である。

投資者、証券会社、上場会社、証券取引所、監督当局、そして中国の資本市場は、来るべき変化への準備を済ませているだろうか？

### 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、「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）等がある。

・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