

本資料は、第7回研究会（2015年12月4日）において、齋藤尚登・大和総研
主席研究員が使用したものである。

2015年12月4日

自由貿易試験区と中国の金融改革

大和総研主席研究員 齋藤尚登

2015年10月21日に李克強首相が主宰した国務院常務会議は、上海（中国）自由貿易試験区における金融改革をさらに推進する方針を決定した。①人民元資本項目の兌換程度を徐々に引き上げ、既に実施されている自由貿易口座の機能を拡大・発展させる、②適格域内個人投資家による域外投資（QDII2）のテスト開始を研究し、オフショア人民元の国内投資チャンネルを拡充する、③域外のプライベートエクイティ投資ファンドなどの設立を支持する、④上海－香港ストックコネクトと呼ばれる双方向の株式直接取引の経験を総括し、金融資産取引規則・取引手法を改善する、⑤金融監督管理を革新し、人民元と外貨の一体化した監督管理システムを模索し、部門・業界・市場を跨ぐ金融業の協調的な監督管理を強化し、システムリスクの早期警鐘と防止・緩和を強化する、ことを指摘した。

2015年10月29日付けで、中国人民銀行、商務部、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、国家外貨管理局、上海市人民政府は「『中国（上海）自由貿易試験区における金融開放改革革新テストのさらなる推進、上海国際金融センター建設の加速方法』の印刷・配布に関する通達」を発表した。これは、国務院の同意を経た上位通達であり、40カ条からなるために金改（金融改革）40カ条と呼ばれる。

中国人民銀行、商務部、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、国家外貨管理局、上海市人民政府の全体のコーディネーターは？縦割り行政の弊害を強く懸念。

40カ条の内容は以下の通りである。

○人民元資本項目の兌換可能の率先した実現

リスクコントロール可能、段階的推進の原則に基づき、自由貿易試験区内で人民元資本項目の兌換可能の先行テストを行い、資本項目における兌換可能程度を徐々に引き上げる。

- (1) 自由貿易口座の経験を真剣に総括する。自由貿易口座における人民元・外貨一体化の各種業務を開始し、自由貿易口座の機能をさらに拡充する。

自由貿易口座内の人民元・外貨資金はマクロプルーデンスの兌換可能原則によって管理する。

- (2) 自由貿易口座の開設と使用条件を規範化し、銀行口座実名制を厳格に実行する。経済主体が自由貿易口座を通じて貿易・投資活動を展開することを支持し、銀行、証券、保険など金融機関が自由貿易口座などを利用して金融革新業務を展開することを奨励・支持し、証券、先物取引所、決済機関が自由貿易口座間の電子情報フローや資金フローを十分に利用し、改革革新措置を研究することを許可する。
- (3) 適格域内個人投資家による域外投資の試行を研究・開始し、関連実施細則を適宜発表し、条件を満たした個人が域外の実業投資、不動産投資、金融等投資を展開することを許可する。
- (4) 関連規則等をしっかりと制定する。条件を満たす機関・個人による域内・域外の証券・先物市場での投資を許可・拡大する。域内の証券・先物市場に投資するクロスボーダー資金流動管理方法をできるだけ早く明確にする。自由貿易口座等を通じた資本市場開放のサポートを研究・模索し、テストを適宜始動する。
- (5) 自由貿易試験区内のマクロプルーデンス管理体制のもと、域外資金調達と資本流動管理システムを構築・健全化する。資産・負債の通貨種類、期限等のマッチング状況や外債管理、通貨政策コントロールの必要を総合的に考慮する。域外資金調達規模・仕向け先をコントロールする。域外資金調達構造を最適化する。域外資金調達リスクを防止する。
- (6) 外貨管理体制を革新し、自由貿易試験区内で限度額内の兌換可能なテストの展開を模索する。自由貿易試験区と上海国際金融センター建設の目標に基づき、外貨管理体制をさらに革新する。クロスボーダー資本流動の制限を緩和し、外貨資金の均衡管理体制を健全化する。個人による兌換可能限度額のさらなる拡大を研究する（訳注：現行は年間 5 万米ドル相当）。主体的な監督管理の原則に基づき、自由貿易試験区内で非金融企業による限度額内兌換可能を実現する。人民元・外貨の兌換限度額を徐々に拡大し、率先して兌換可能を実現する。

人民元・外貨（外貨業務開始は 2015 年 4 月以降）の自由貿易口座（FT 口座）では、経常項目、借入返済、実業投資、その他規定に合致するクロスボーダー資金決済が可能。人民元・外貨オフショア調達については、資本金（払込済資本金＋資本積立金）の 2 倍（2015 年 2 月以降。それ以前は 1 倍）が借入限度額。借入限度額内の反復利用が可能。ただし、実際の取引（特に証券取引等）については、取引細則が未発表。账户可以开，但能做什么业务，还是未知数。

外貨管理については、多国籍企業の外貨集中管理（クロスボーダー外貨プーリング、クロスボーダー外貨集中受払・差額決済＝限定された資本取引の自由化）や外貨資本金の人民元転が可能。外貨資本金の人民元転については、2015年6月1日以降、全国で複製。

○人民元のクロスボーダー使用のさらなる拡大

人民元の域外使用範囲を拡大し、貿易、実業投資、金融投資を共に重視して推進する。資本と人民元の「走出去」を推進する。

- (7) 関連制度規則を改善し、自由貿易試験区内企業の域外親会社や子会社が域内で人民元債券（訳注：パンダ債）を発行し、募集資金をニーズに基づき域内・域外で使用することを支持する。
- (8) 健全な関連管理制度の構築を基礎に、市場のニーズに基づき自由貿易試験区の個人工商業者がその域外の経営主体にクロスボーダー人民元の資金サポートを提供することを始動する。
- (9) オフショア人民元の域内投資還流チャンネルを拡大する。グローバルな人民元金融商品を革新し、オフショア人民元による域内投資金融商品の範囲を拡大し、人民元資金のクロスボーダー双方向の流動性を高める。

パンダ債は、2005年10月以降、国際金融公社（IFC）、アジア開発銀行（ADB）が発行済み。2014年3月には、ダイムラーが事業会社として5億元（1年、5.2%）のパンダ債をテスト発行。いずれも中国国内での使用に限定。

○金融サービス業の対内対外開放の絶え間ない拡大

市場参入ネガティブリスト制度を模索し、関連する改革テストを展開する。国際的に高標準の経済・貿易規則に接続し、金融サービス業において外資に対する参入前国民待遇（訳注：中国企業と同等の待遇を付与）とネガティブリストによる管理モデルを実施することを模索する。条件を満たす民営資本、外資機関に対して、金融サービス業の開放拡大を推進する。

- (10) 民営資本による金融業への参入を支持する。条件を満たす民営資本による民営銀行、金融リース会社、ファイナンス・カンパニー、自動車ローン会社、消費者金融会社等の金融機関の設立を支持する。

【民営銀行の設立状況】

銀行名	本拠地	主な出資者	設立	営業開始
前海微衆銀行	深圳	テンセント	2014年12月	2015年1月
上海華瑞銀行	上海	均瑶集団、美邦服飾	2015年1月	2015年3月
温州民商銀行	温州	正泰集団、華峰集団	2014年12月	2015年3月
天津金城銀行	天津	天津華北集団、麦購集団	2015年2月	2015年4月
浙江網商銀行	杭州	アリ小微金融服務集団	2015年3月	2015年3月

- (11) 条件を満たす銀行業金融機関が、法人機関、分支機関、専門営業機関、専門子会社等の新規設立などにより、自由貿易試験区に参入して経営することを支持する（訳注：営業拠点の新設・増設制限の枠外）。
- (12) オフショア業務資格を有する商業銀行が、自由貿易試験区内で関連するオフショア業務を拡大することを支持する。現行のテストに対してリスク評価を行った上で、テスト銀行や業務範囲を適宜拡大する。

自由貿易試験区全体をオフショア市場にするのではなく、金融機関内部に設定したオフショア勘定を通じて取引するのを認める。

- (13) 自由貿易試験区内で機関投資家向けに、非標準資産（訳注：マーケットで取引されていない債権性資産）取引プラットフォームを国家の規定に基づき設立することを支持する。

非標準資産とは、①小口貸出未収金、企業の売掛債権、商業不動産リース収入などの債権型商品、②電力、供水、高速道路、ガス燃料など資産収益型商品、③私募プライベートエクイティ、信託商品などを指す。2014年7月に上海連合財産権取引所が成立された。

- (14) 自由貿易試験区内の証券・先物経営機関が証券・先物業務許可の相互取得のテストを展開することを許可する。
- (15) 公募ファンド管理会社が自由貿易試験区でインデックス・ファンド管理業務に専門的に従事する専門子会社を設立することを許可する。保険資金等の長期資金が規定に合致するとの前提で証券・先物経営機関に委託して、自由貿易試験区内でクロスボーダー投資を展開することを支持する。

将来的には、国内資金が域外に上場した人民元商品の取引を行うことをサポート。2015年11月18日には中欧国際取引所が独フランクフルトで開業。出資額は2億元、出資比率は上海証券取引所とドイツ取引所グループがそれぞれ40%、中国金融先物取引所が20%。A株指数に連動する人民元建てETF(上場投資信託)や人民元債券などを取引。

- (16) 証券・先物経営機関が自由貿易試験区で率先してクロスボーダー・ブローカーレッジ業務やクロスボーダー資産管理業務を展開し、証券・先物経営機関が域外証券・先物、デリバティブ取引に参加するテストを展開することを支持する。ファンド管理会社の子会社がクロスボーダー資産管理、域外投資顧問などの業務を展開することを許可する。上海の証券・先物経営機関が銀行間外為市場に参入し、人民元対外貨スポット業務、デリバティブ取引を展開することを支持する。
- (17) 自由貿易試験区で域外プライベートエクイティ投資に専門的に従事するプロジェクト会社を設立することを支持し、条件を満たす投資家が域外プライベートエクイティ投資ファンドを設立することを支持する。
- (18) 外資金融機関が自由貿易試験区内で合弁証券会社を設立することを認可し、外資持株比率は 49%を超えず、内資株主が証券会社であることを要求せず、合弁証券会社の業務範囲を拡大する。条件を満たす外資機関が自由貿易試験区内で合弁証券投資コンサルティング会社を設立することを認可する。
- (19) 自由貿易試験区で保険資産管理会社とその子会社が保険資金運用センターを設立することを支持する。保険資産管理機関がメザニン（訳注：劣後ローンや劣後債など）・ファンドや M&A ファンド、不動産ファンド、養老産業ファンド、ヘルスケア産業ファンドなどの私募ファンドを設立することを支持する。保険資産管理会社が資産証券化商品を開発し、保険会社がそれに投資することを支持する。巨大災害債券の試行を研究する。
- (20) 再保険産業チェーンを改善する。自由貿易試験区で中外資本再保険機関を設立すること、キャプティブ保険会社（訳注：保険業を営んでいない企業などがその子会社として設立する、自社・グループのリスクのみを引き受ける保険会社）、相互保険会社などの新型保険組織を設立すること、保険業発展のために付属サービスを提供する保険ブローカー、保険代理、リスク評価、損失査定、法律コンサルティングなどの専門的な保険機関を設立することを支持する。自由貿易試験区内の保険機関が大々的にクロスボーダー人民元再保険・受再保険業務を展開することを支持する。各種保険機関が中国の海外企業のためにリスク保障を提供し、自由貿易試験区で特殊リスク分散メカニズムを革新し、エネルギー、航空宇宙などの特殊リスク保険業務を展開し、国際資本による国内巨大災害保険、特殊リスク保険への再保険提供を支持する。
- (21) 現行の法的枠組みのなかで外資健康保険機関の設立を支持する。輸送保険商品の登録制度の構築を模索する。輸送保険インデックスの研究・発表を行う。

- (22) リスクコントロールが可能との前提において、インターネット金融が自由貿易試験区で革新・発展することを支持する。
- (23) 科学技術金融（訳注：フィンテック）の発展を支持し、投資・貸出連動のテストを模索し、創業・革新を促進する。リスクコントロール可能・法に基づくとの前提において、浦発硅谷銀行（訳注：上海浦発銀行と米国のシリコンバレーバンクが合弁設立）などのフィンテック・サービスを特徴とする銀行とベンチャーキャピタル、プライベートエクイティ投資企業が戦略的に協力し、投資・貸出連動を模索し、地方政府が必要なサポートを提供することを許可する。
- (24) リスク防止の前提において、金融業の総合経営展開を研究・模索し、金融ホールディングカンパニーの設立を模索する。
- (25) 自由貿易試験区内の金融開放領域のテストにおいて外資にかかわる国家安全審査を展開する。我が国が自由貿易協定を締結した国家・地域の金融機関が自由貿易試験区内に率先して合弁金融機関を設立し、持株比率を徐々に引き上げることを支持する。内地と香港・マカオ、大陸と台湾の経済貿易緊密化協定の枠組みのもと、香港・マカオ・台湾地区のサービス提供者が自由貿易試験区内で出資する金融機関の持株比率を高める。
- (26) 銀行、証券、保険などの業界の各種機能性金融機関の集積と発展を促進する。大型金融機関が上海に業務本部を設立することを支持する。域外中央銀行、国際金融組織が上海に代表処、分支機関を設立し、条件を満たした国際的著名銀行、証券、保険会社等の金融機関を引き付けて上海に分支機関、機能性機関を設立し、合弁機関を設立することを支持する。中国保険情報技術管理有限責任会社が上海で革新型子会社を設立することを支持する。
- (27) 自由貿易試験区で国家の関連規定に従い法人金融機関を設立し、「走出去」戦略を実施し、海外拠点配置を加速させ、海外市場を開拓することを支持する。

○世界に開かれた金融市場の建設加速

自由貿易試験区の金融制度改革と対外開放の優位性に依拠して、人民銀行上海本部の統一調整・協調機能を十分に発揮する。世界に開かれた金融市場プラットフォームの建設を推進する。域外投資家が国内金融市場に参加するチャンネルを拡大する。金融市場による国内外資源の配分機能を向上させる。

- (28) 中国外国為替取引センターが国際金融資産取引プラットフォームを建設し、プラットフォームサービス機能を増強させることを支持する。

2015年10月29日、中国外国為替取引センターはドイツ取引所グループとの間で両市場の相互接続と商品革新の推進で合意。

- (29) 上海黄金取引所国際業務ボード(訳注:2014年9月18日に取引開始)の後続建設を加速し、投資家の取引の利便性を向上する。
- (30) 上海証券取引所が自由貿易試験区に国際金融資産取引プラットフォームを設立し、秩序立って域外の長期資金を導入し、国内株式、債券、ファンドなど市場に参加させ、域外機関投資家に国内新株発行のブックビルディングに参加させることを模索する。上海証券取引所が上海-香港ストックコネクトの経験を総括した上で、域内外の投資家の需要に適応し、取引規則や取引方法を改善することを支持する。

国際ボードの開設を念頭か?上海-ロンドン、上海-米国ストックコネクト?

- (31) 上海先物取引所が国際エネルギー取引センターの建設を加速し、原油先物をできるだけ早く上場させることを支持する。天然ガス、船舶用燃料油、石油製品などの先物商品の研究を進める。条件を満たす域外機関が自由貿易試験区で100%外資、合弁の先物市場サービス機関を試験的に設立し、域外取引者の委託を受けて域内特定品種の先物取引に参加することを許可する。

2014年11月に、上海先物取引所が国際エネルギー取引センターを設立。原油先物は早ければ年内にも上場。ただし、現状、商品先物では外国人投資家の参入は認められていないが、合理的な価格形成や影響力の拡大には厚みのある外国人投資家の参加が不可欠。

- (32) 上海保険取引所を設立し、再保険取引、プライシングセンターの形成を推進することを支持する。
- (33) 上海精算所(訳注:上海クリアリングハウス)が自由貿易試験区内と域外投資家に輸送金融、コモディティ商品場外デリバティブの清算などのサービスを提供することを支持する。
- (34) エクイティ委託管理取引機関が法に基づき、自由貿易試験区内の科学技術系中小企業などに総合金融サービスを提供し、域外投資家の参加を導入することを支持する。

○金融監督管理の絶えざる強化、的確なリスク防止

- (35) 金融監督管理体制を改善する。国際規則に合致し、中国の国情に適応した金融監督管理の枠組みの構築を模索する。行政審査・認可項目を簡潔にし、事前参入許可事項を簡素化し、事中事後の分析評価と事後の届出管理を強化する。金融信用情報のインフラ建設を強化し、信用情報の共同構築・共有を推進し、国際統計と接続した統計、モニタリング体系を構築す

る。金融信用失墜行為と市場規定違反行為に対する懲戒を強化する。

- (36) 人民銀行と外貨管理局が自由貿易試験区における金融監督管理サービス能力を強化し、人民元・外貨一体化の監督管理体系を模索することを支持する。外貨口座管理体系を革新する。外貨口座の種類を整理統合し、監督管理方法を最適化し、監督管理の効率を向上させる。
- (37) 自由貿易試験区の金融監督管理の協調体制を強化する。自由貿易試験区の金融協調メカニズムの役割をさらに発揮させ、部門・業界・市場を跨ぐ金融業務監督管理の協調体制と情報共有を強化する。中央・地方の金融監督管理協調メカニズムを研究・模索する。国家金融管理部門が一部の市場に近く、商品の革新に便利な監督管理機能を上海の金融監督管理機関と金融市場組織機関に移譲するのを研究・模索することを支持する。
- (38) 金融リスクの防止を強化する。クロスボーダー資金流動のモニタリング・分析メカニズムを改善し、アンチ・マネーロンダリング、アンチ・テロ融資、反税金逃れの活動メカニズムを強化する。業界・市場を跨ぎ、クロスボーダーで発展するという金融機関の特徴を鑑み、金融開放の主導権を掌握し、システミックリスクの警戒、防止、緩和システムを構築・改善する。システミックな、地域性の金融リスクを発生させないボトムラインを守り抜く。
- (39) 金融発展環境を積極的に改善する。上海市人民政府は、関連部門とともに金融信用制度の構築において、さらなる改善方法を研究・制定する。
- (40) 行政法規、国務院文書、国務院が認可した部門規則などの規定が、試行措置と不一致な場合、手順に基づき国務院に調整・実施の決定を行うように要請する。

政策の最終的な調整は国務院。部門間の調整には時間がかかる可能性大。

以上