

## 4. 証券

2021年末時点の世界の株式時価総額のうち、日中は、上海証券取引所が8兆1,547億ドルで世界第3位（前年も世界第3位）、日本取引所（東京）が6兆5,443億ドルで同5位（前年は同4位で1ランク下落）、深圳証券取引所が6兆2,198億ドルで同6位（前年は同7位で1ランク上昇）であった。中国全体では14兆3,745億ドルとなった（2020年末時点では12兆2,145億ドル）。

2021年の世界の株式売買代金のうち、日中は、深圳証券取引所が22兆430億ドルで世界第3位（前年は世界第4位で1ランク上昇）、上海証券取引所が17兆4,417億ドルで同5位（前年も同5位）、日本取引所（東京）が6兆5,680億ドルで同6位（前年も同6位）であった。中国全体では39兆4,847億ドルとなった（2020年は29兆9,607億ドル）。

### 2021年の証券分野の市場開放の状況

#### 証券業、資産運用業への外資参入規制の緩和

2018年4月のボアオ・アジアフォーラム（海南省）で、習近平国家主席が新たな対外開放政策を表明、その後、中国人民銀行総裁が金融業の対外開放に関する12項目を発表し、期限を区切って実施することを確約した。2019年は、7月20日に国務院金融安定発展委員会が金融業の対外開放に関する11条から成る措置を、6月13日に中国証券監督管理委員会（証監会）が証券業の対外開放に関する9項目から成る措置をそれぞれ発表した。さらに、2020年1月16日、米中両国政府は、金融分野も含め、第1段階の経済・貿易協定に署名した。前述の2つの措置と米中協定の結果、証券業および資産運用業（基金管理会社）では、2018年から見て3年後の2021年に外資出資上限を撤廃するとしていた方針を変更し、2020年4月に1年間前倒して撤廃した。

外資参入規制の緩和を受け、2021年以降、証券業で以下の動きがあった。第1に、新設の合弁証券会社では、①証監会は、2021年8月6日、スタンダードチャータード銀行（香港）による設立申請書類を、また2022年1月7日、BNPパリバによる設立申請書類を、それぞれ受理した。②2021年7月27日にSMBC日興証券が、同年12月2日にシティグループが、設立申請書類をそれぞれ証監会に提出した。2021年10月末時点で、中国本土以外の外資による証券会社は計17社が設立されており、そのうち2社が日系（野村ホールディングス、大和証券グループ本社）でいずれも51%出資となっている。第2に、既存の合弁証券会社では、HSBCが出資する匯豊前海証券の株式49%を保有する前海金控が、深圳聯合所有権取引所に39%の株式譲渡を登録、譲渡額は12億6,400万元と報じられている（2022年1月6日付証券時報）。同証券の51%を保有するHSBCの買付への態度は確認できていない。

2021年以降の基金管理会社の動きのうち、新設では、①証監会は、2021年8月5日、米系のフィデリティのアジア子会社が100%出資する基金管理会社の設立を認可した。

なお、認可文書で、同社の業務にデータ等の海外移転を規制する「サイバーセキュリティ法」等の関連規定が適用されると明記された。②また、証監会は、2021年9月24日、米系のニューバーガーバーマンが100%出資する基金管理会社の設立を認可した。公募ファンドを組成する外資独資の基金管理会社は、米系のブラックロックに続き、本件2社で合計3社となる。ほかに、2021年2月18日に英国系のシュローダーが設立申請書類を提出した。

#### 中国向け投資規制の緩和

外国人投資家による国内証券市場への投資を認める適格外国機関投資家（QFII、Qualified Foreign Institutional Investorsの略称、2002年11月導入）制度、およびオフショア人民元を中国本土で運用するための人民元建て適格外国機関投資家（RQFII、RMB Qualified Foreign Institutional Investorsの略称、2011年12月導入）制度の下では、従来、個別機関投資の運用枠の上限を設けてきたところ、2019年9月10日、国家外為管理局は、上限規制を撤廃した。同時に、RQFIIについて、世界各国・地域市場に配分する運用枠も撤廃した。また、2020年9月25日、証監会、中国人民銀行、国家外為管理局は、従来、参入条件・投資対象等を別々に規定してきたQFII・RQFIIの規則の統合を目的とした「QFIIおよびRQFIIの国内証券・先物投資管理弁法」を公布した（同年11月1日施行）。

前後するが、2020年5月7日、中国人民銀行および国家外為管理局は、QFII・RQFIIの投資上限制度を撤廃するとともに（「適格投資家」に統一）、外貨・人民元の管理を一本化し、入出金・為替交換の登録制に移行することなどを公表した。この結果、対内証券投資の運用枠の統計は、2020年5月末時点をもって終了している。なお、2022年1月末で証監会に登録されている適格投資家は675社となっている。

#### 対外投資規制の緩和

中国国内の金融機関による対外証券投資を認める適格国内機関投資家（QDII、Qualified Domestic Institutional Investorsの略称、2006年4月導入）制度の運用枠は、為替・資本規制により、過去に新規・増枠ともに認可が止まった時期もあった。2021年は、1月13日時点の1,257億1,900万ドルから、12月15日時点の1,575億1,900万ドルまで、318億ドルの運用枠が追加されている。また、2021年は、中国本土・香港債券市場相互接続協力制度（債券通）のうち、香港向け債券投資制度（サウスバウンド）が9月24日より始動している。

なお、2021年2月、国家外為管理局は、年間5万ドルを上限に設定した上で、中国国内の個人投資家が海外の証券・保険等に投資できる仕組みの検討を行う方針を示している。

#### 越境証券取引制度の規制緩和

中国では、2014年11月17日から上海・香港間で、2016年12月5日から深圳・香港間で、それぞれストックコネクトが始動している。ストックコネクトの下では、参加する投資家を機関投資家に限定し、かつ外貨建てでの投資しか認めない既存のQFII制度とは異なり、①中国本土・香港の両サイドか

ら双方向で、かつ、②人民元建てで投資を行い、③個人投資家も現物株を直接購入できる。前述の12項目のうち、中国本土ー香港間のストックコネクの1日当たりの投資枠の4倍への拡大（上海・深圳の各投資枠を130億元から520億元に、香港株の各投資枠を105億元から420億元へ拡大）は、2018年5月1日より実施されている。また、2021年2月1日より、香港サイドから、①上証180・上証380に組み込まれている上海証券取引所・新興市場（科創板）の構成銘柄および②A+H株上場会社の科創板銘柄のA株が売買できるようになった。同時に、中国本土サイドから、科創板および深圳証券取引所でのA+H株上場会社のH株を売買できるようになった。

中国本土ー香港間以外で新設された上海・ロンドンストックコネクについては、2018年10月12日、証監会は「上海・ロンドン証券取引所による市場相互接続預託証券業務監督管理規定」を公布し（即日施行）、2019年6月17日、華泰証券のグローバル預託証券（GDR）がロンドンに上場した。その後、2022年2月11日、証監会は、同規定の名称を「国内外の証券取引所相互接続預託証券業務監督管理規定」に変更して公布し（即日施行）、これまでの上海・ロンドンストックコネクをベースに、①中国国内では深圳証券取引所を追加し、②国外ではスイス・ドイツも売買市場に追加し、③海外発行体が中国国内で資金調達を行うことを容認した。上記新規規定のパブリックコメントの段階で、上海・深圳証券取引所は、中国本土の個人投資家の預託証券業務への参加条件引き下げ（保有資産300万元以上→50万元以上）等に関する業務規則案を公表し、併せてパブリックコメントを募集している。

QFII・RQFIIを含む国内投資規制の緩和による外国人投資家を含む機関投資家の参画は、(1)市場への流動性提供、(2)新たな投資手法や評価手法の導入、(3)企業のガバナンスの改善等の効果が期待され、市場の質的向上につながるものである。中国の株式市場では、外国人投資家の株式保有比率は、2020年12月末の4.27%から2021年5月末には4.42%に上昇し、同年12月末は4.3%となっている。なお、日本の株式市場の保有比率の場合、個人投資家が16.8%、外国人投資家が30.2%となっている（2021年3月末）。国外投資規制の緩和は、中国投資家に分散投資の機会を提供し、国内市場の過熱を押さえる効果がある。

## 日中金融協力および日中証券市場協力

### 日中金融協力の本格的再開

2018年5月の日中韓サミットに合わせて来日した李克強首相と安倍晋三首相との間で行われた日中首脳会談では、2011年12月に合意した日中金融協力の本格的再開を確認している。2019年に入り、日本での人民元クリアリング銀行の設置では、4月17日に中国銀行東京支店の人民元クリアリング業務が始動した。続いて、同年6月27日、三菱UFJ銀行が、邦銀として初めて人民元クリアリング銀行に指定された。外銀としては米国でのJPモルガンに続いて2例目となる。RQFIIでは、2018年12月の三井住友銀行の運用枠（30

億元）取得に続き、2019年5月21日、三菱UFJ銀行が60億元の運用枠を取得した。

2020年6月8日には、三井住友銀行が、中国本土で、邦銀では3行目となるパンダ債（非居住者人民元建て債券）10億元を発行した。続いて6月16日、三菱UFJ銀行の中国現地法人が、邦銀として初めて銀行間債券市場における決済代理人資格を取得した。

### 日中証券市場協力の始動

2018年10月の安倍首相の公式訪中時には、新たに、証券市場での協力強化に関する覚書について、両首脳立会いの下、金融庁長官と証監会主席による署名が行われた。この日中証券市場協力は、①政府および市場関係者による多層的な協力強化（MOUを締結）、②「日中証券市場フォーラム」の相互開催、③日系証券会社等の中国市場参入の早期実現、④上場投資信託（ETF）の相互上場の早期実現、⑤市場監視分野における連携・交流の強化、⑥その他（人材育成、ESG投資、法制度に関する情報交換等）から構成されている。2019年は、4月22日に上海で第1回日中資本市場フォーラムが開催された。続いて、2021年1月25日には、オンライン形式で、東京、中国（北京、上海、深圳）の4都市をつなぐ形で第2回日中資本市場フォーラムが開催され、日中資本市場の市場構造改革や資本市場協力の未来、デリバティブ市場の発展、高齢社会と資本市場の役割等について議論が行われた。2021年から始まる中国の第14次5カ年計画の金融・証券分野では、「直接金融の比率拡大」が目標とされている。金融・証券分野の日中の市場間協力が、中国の市場化改革をさらに進め、日系民間プレーヤーの市場参入にも資することが期待される。

## <建議>

### <外資による中国証券業、資産運用業への参入規制の緩和ならびに撤廃>

①外資による中国証券業、資産運用業への参入について、先物会社は2020年1月1日から、証券会社・基金管理会社は同年4月1日から、それぞれ外資出資比率が撤廃されている。一方、国家発展改革委員会および商務部は、2020年12月19日、「外商投資安全審査弁法」を公布し（2021年1月18日施行）、重要金融サービス分野への外商投資による実質的支配権の取得に関し、外商投資安全審査業務メカニズム弁公室への自主申告を求めている。同弁法に関し、「重要」な金融サービスの定義・基準、中国証券監督管理委員会（証監会）への外資系証券会社等の設立申請手続との関係・順番を、国家発展改革委員会、商務部、証監会に確認する。

②2018年3月9日、証監会は「外商投資証券会社管理弁法」の草案を公表、パブリックコメントを実施し、同年4月28日に公布・施行したが、後に2020年3月20日になり、当該規定を修正した。2019年10月16日、國務院常務会議は、外資系証券会社、同基金管理会社に対する業務範囲制

限の全面的な廃止を決定しており、同決定の趣旨に沿った開放政策を証監会に要望する。同時に、外資系証券会社等の設立申請から認可までの関係機関との手続に対する全面的支援を証監会に要望する。また、外資系証券会社、同基金管理会社の中国本土でのビジネスが、グローバルに一体管理できるような各種支援を証監会に要望する。

- ・ 持分比率について、当該弁法では、国外株主が累計して保有する（直接保有と間接支配を含む）外商投資証券会社の持分比率は、証券業の対外開放に関する国の方針に適合しなければならないと規定されている。非上場中資系証券会社と同様の出資比率の規定を外資にも適用する開放政策の全面的な実施を、証監会に要望する。
- ・ 上記草案の中で、ライセンスについては、証券法125条（改正前）に定める業務を、原則、同時に4つまで申請することができるとし、1年後には追加申請ができ、毎回2つまで申請できるとしていた。その後、2020年3月1日から施行された改正後の証券法では、証券会社の業務を120条で、(1)証券ブローカレッジ、(2)証券投資顧問、(3)証券取引、証券投資活動と関連する財務アドバイザー、(4)証券引受およびスポンサー、(5)証券信用取引、(6)証券マーケットメイク取引、(7)証券トレーディング、(8) その他証券業務、と定めている。ライセンスの申請手続については、「証券会社業務範囲審査・批准暫行規定」（2020年修正版）の7条において、新設の場合は4つまで、設立後の追加申請は1回につき2つまでとの規定が設けられている。設立後の追加申請ライセンス数に関する上限規制の撤廃を、証監会に要望する。
- ・ ライセンス面で、投資銀行業務と関連するホールセール業務（機関投資家向けブローカレッジ業務、リサーチ業務、証券投資顧問業務等）の拡大やクロスボーダーM&A業務の展開支援を、証監会に要望する。
- ・ 上記の証券投資顧問業務のライセンスに関連して、1997年12月25日に証監会が公布した「証券、先物投資諮詢管理暫行弁法」（1998年4月1日施行）および中国証券業協会が公表している「証券業従事人員資格管理に関するよくある質問と回答」No.20では、①証券投資顧問業務（投資顧問）、②証券投資顧問業務（アナリスト）、③証券投資顧問業務（その他）の資格対象者を中国籍に限っている。外商投資証券会社のライセンスを証券投資顧問業務にも開放していく中で、同業務に従事する資格についても、内外無差別での取り扱いを、証監会に要望する。
- ・ 証券会社の人材管理面で、証監会は、2022年2月18日に公布した「証券基金経営機関董事、監事、高級管理者および業務人員監督管理弁法」の8条において、証券会社・基金管理会社の董事長、副董事長、監事会主席、高級管理者につ

いて、業界団体が実施する（法令の）理解度合いを評価する資格試験に参加することが可能であるが、参加しない場合には、就任できる要件の1つとして、中国本土での10年以上の証券・基金等の分野での経歴が必要としている。同管理弁法は2022年4月1日から施行されている。①資格試験での英語版の併用、②今後の法改正時の中国本土での業務経歴年数の引き下げ、または現行法での弾力的運用を、証監会に要望する。

- ③2021年3月18日、証監会は「『証券会社株式持分管理規定』の修正に関する決定」を公表した。その第5条の規定では、株主を、保有比率によって、(1)支配株主（証券会社の50%以上の持分を保有する株主、または50%未満でも株主総会の決議で重大な影響力を有する議決権を持った株主、(2)主要株主（証券会社の5%以上の持分を保有する株主）、(3)証券会社の5%未満の持分を保有する株主の3種類に分類し、保有比率が多いほど満たすべき基準が強化される構成となっている。2018年3月30日に公表された同規定の草案において、支配株主については、純資産1,000億人民元以上といった財務面での基準が設定されていたが、2021年3月18日に公布された「証券会社株式持分管理規定」では、支配株主について、総資産が500億元以上、純資産が200億元以上と財務面での基準が引き下げられた。今後も、基準の緩和（または引き下げ）を、証監会に要望する。
- ④証券投資顧問会社への外資参入規制の緩和と業務範囲（新三板業務、私募業務等）の拡大を、証監会に要望する。
- ⑤銀行理財子会社への外資参入について、孫会社形態も含め、参入基準と業務範囲の明確化を中国銀行保険監督管理委員会に要望する。

#### <国内外投資規制の緩和>

##### <中国向け投資規制の緩和>

- ⑥適格外国機関投資家（QFII）、人民元建て適格外国機関投資家（RQFII）、私募（PE）投資、不動産投資について、証監会（および項目によっては国家発展改革委員会および商務部）、中国人民銀行（元取引）、国家外為管理局（外貨取引）に、以下の通り要望する。

- ・ 上場会社への外資保有制限を外商投資参入特別措置（ネガティブリスト）に応じて緩和。
- ・ 申請手続の登録制への移行・簡素化、報告方法の簡素化。
- ・ 投資ロックアップ期間の撤廃、または可能な限りの短縮化。
- ・ 対外送金規制の撤廃。
- ・ 高頻度取引（HFT）に関するルール整備。

##### <対外投資規制の緩和>

- ⑦適格国内機関投資家（QDII）について、証監会、国家外為管理局に、以下の通り要望する。

- ・ 国務院が認可した中国全体の運用枠の公表および拡大。
- ・ QDIIの個別運用枠の認可の拡大。

#### <越境証券投資制度の緩和>

- ⑧ 上海・香港および深圳・香港相互株式投資制度（滬港通、深港通）の他地域（香港以外）への拡大、現物株以外の商品（上場投資信託（ETF）など）への拡大を、証監会、中国人民銀行に要望する。
- ⑨ 2018年11月23日、国務院は、「自由貿易試験区での改革・イノベーションを深化する若干の措置を支援することに関する通知」を公表し（国務院の承認は同年11月7日付）、第42項で自由貿易試験区での個人による対外証券投資の展開を支援としている。実施細則の制定を、証監会、中国人民銀行に要望する。また、2021年2月、国家外為管理局は、個人投資家による対外証券等投資制度（年間5万ドル上限）を検討するとしており、同局に、実施細則の制定と実施時期の公表を要望する。

#### <越境証券投資税制の明確化>

- ⑩ 対内証券投資、対外証券投資ともに、証監会、財政部、国家税務総局に、以下の通り要望する。
- ・ 利息・売却益・配当に対する所得税および増値税（旧営業税）の免税措置の明確化、恒久化。
  - ・ 課税か免税か明記されていない場合は、過去に遡って課税しない方針を明確化。

#### <ファイナンス規制の緩和>

##### <株式市場の活用>

- ⑪ 中国から見た居住者、非居住者ともに、外資企業の中国国内市場への株式上場、具体的には新三板や北京証券取引所への株式上場手続の明確化や、上海証券取引所・国際板の開設とその日程の公表を、証監会に要望する。また、2019年7月22日からは、上海証券取引所での新興市場（科創板）の創設・上場と、発行登録制度の試験運用が始まっている。深圳証券取引所の新興市場（創業板）でも、2020年6月12日に証監会が発行登録制度に関する規則を公布し、試験運用が始まっている。第14次5カ年規画には、発行登録制度を全面的に実行する方針が盛り込まれており、メインボードへの適用など、改革が速やかに進められるよう要望する。
- ⑫ 2012年以降、中国企業の海外での全面的な株式上場規制の改正・緩和が行われてきた一方、2021年7月6日、国務院・中国共産党中央弁公庁は連名で「法に基づき証券違法行為を取り締まる意見」を公表し、海外上場の中国企業について、国境を越えるデータの流通や機密情報の管理に関する法律・規制を整備するとした。その後、同年12月24日、証監会は「国内企業の海外での証券発行・上場に関する国務院の管理規定（案）」と「国内企業の海外での証券発行・上場

登録に関する管理弁法（案）」を公表し（2022年1月23日までパブリックコメント募集）、両案の中で、第一に、中国企業は、外商投資、ネットワーク安全、データ安全等国家安全に関する法令に基づき、証監会に登録申請を行う前に、同審査を受けなければならない。そのため、証監会は、国内企業の海外上場に関して部門横断的な管理監督メカニズムを確立する、としている。第二に、変動持株事業体（VIE）スキームの採用に基づく上場に関しては、国内の法令順守の下、登録申請した後に可能としている。第三に、主幹事になる海外証券会社も、業務開始後10営業日以内に証監会への登録が必要としている。さらに、2022年1月4日、国家インターネット情報弁公室等13部門は「ネットワーク安全審査弁法」を公布し（同年2月15日施行）、100万人以上の利用者の個人情報保有する中国企業が海外上場する場合、ネットワーク安全に関する事前審査を義務付け、かつ証監会への申請前の審査が必要としている。ほかに、2021年11月14日、国家インターネット情報弁公室は「ネットワークデータセキュリティ管理条例」の草案を公表し、パブリックコメントを募集した（同年12月13日まで）。同条例でも、100万以上の個人情報を保有するデータ取扱者が海外で上場する際には、当局によるサイバーセキュリティ審査を受けなければならないと義務付けるとともに、データ取扱者の香港での上場においても、国の安全に影響し、または影響する可能性のある場合も、審査が必要と規定した。中国企業の海外上場に関する関係部門の事前審査制度、証監会への主幹事証券会社登録制度など、新たな手続が追加されたことにより、中国企業の本土以外および海外上場に関する手続が実務的に円滑に進むよう、手続の全体像や審査基準に関する体系化・公開性の確保を、まずは証監会に要望する。

##### <債券市場の活用>

- ⑬ 中国から見た居住者、非居住者ともに、中国国内市場、具体的には銀行間債券市場や証券取引所での債券発行枠の明確化や、同枠内での発行促進に向けた措置（発行登録制の導入など）を、証監会、中国人民銀行に要望する。特に、証券取引所に関しては、証監会は、関係部門とともに「取引所債券市場における海外機関の債券発行管理暫行弁法」の制定を検討中と表明している（2019年6月13日）。さらに、中共中央弁公庁、国務院弁公庁が2021年1月に公布した「ハイレベル市場システムの構築に向けたアクションプラン」の中でも、銀行間債券市場と取引所債券市場の対外開放を統括的に計画し、参入基準、発行管理を最適化し、中国債券市場の対外開放にかかる全体的な制度枠組みを明確に示し、「取引所債券市場における海外機関の債券発行管理暫行弁法」の制定について検討していくことが提起された。パンダ債（非居住者人民元建て債券）の発行市場については、2021年12月2日、中国人民銀行と国家外為管理局は「海外

機関による中国本土発行債券の資金管理規定」案を公表し、パブリックコメントを募集した。海外機関の中国本土での債券は銀行間債券市場と取引所債券市場で発行されるが、前者については「全国銀行間債券市場海外機関債券発行管理暫行弁法」が適用され、また後者については「公司債券発行・売買管理弁法」が適用され、両市場で資金口座、為替送金・使用、越境での受け払い等の資金管理に関する規定は統一されていないため、同規定案で統一を図る内容となっている。債券流通市場については、2022年1月20日、上海証券取引所等は「銀行間債券市場および取引所債券市場の相互接続業務暫定弁法」を公布し（即日施行）、取引所債券市場の機関投資家と銀行間債券市場のメンバー（外資系銀行を含む）は相互の市場での口座開設が不要で、相手方市場の現物の取引ができることになった。今後も、銀行間債券市場と取引所債券市場の相互接続に向けた発行・流通市場の制度整備が着実に進展するよう要望する。

#### <相互上場の促進>

- ⑭（日本株を含む）外国指数ETFの上場申請手続の簡素化を、証監会、上海・深圳証券取引所に要望する。
- ⑮2018年10月の安倍首相の公式訪中時に締結された日中証券市場協力に関する覚書では、ETFの東京と上海での相互上場（ETFコネクティブティ）を実現するためのフィージビリティスタディを進めていくことが合意され、2019年4月22日の株式会社日本取引所グループと上海証券取引所による署名を経て、同年6月25日、日中ETFの相互上場（計4本）が実現した。日中のETF管理会社は、特別な投資枠を国家外貨管理局より取得すれば、ETFフィーダーファンドスキームにて相手方ETFを主たる投資対象とするETFを組成することができるようになっている。今後も、ETF以外の商品の相互上場に向けた支援を、証監会、上海証券取引所、深圳証券取引所に要望する。

#### <中国発行体の資金調達支援>

- ⑯中国国有企業・金融機関の新規公開や株式売出を通じた資金調達支援のため、日本の金融機関も貢献すべく、主幹事獲得に向けた内外無差別の取り扱いを、中国人民銀行、中国銀行保険監督管理委員会、証監会に要望する。