

## 4. 证券

2015年底全球股票总市值中,中日股票市场的情况为,日本证券交易所为48,949亿美元,排名世界第3位(与去年相同),上海证券交易所为45,493亿美元,排名第4位(与去年相同),深圳证券交易所为36,387亿美元,排名第5位(去年为第8位)。中国整体为81,880亿美元。

2015年全球股票交易额中,中日股票市场的情况为,上海证券交易所为213,428亿美元,排名世界第1位(去年为第4位),深圳证券交易所为196,112亿美元,排名第2位(去年为第5位),日本证券交易所(东京)为55,407亿美元,排名第6位(与去年相同)。中国整体为409,541亿美元。近几年,中国市场自2015年6月12日上证综合指数达到5,166.35点,时隔7年零5个月创2008年1月以来的新高之后,随即一路下跌,中国政府展开了一系列股价维持行动(PKO),如通过政府性基金买入股票、对大股东等进行减持限制等。随着2016年3月开始试行的股票发行注册制的引入,PKO今后的退出战略值得关注。

### 中国证券业的情况

#### 对内证券投资和对外证券投资

在认可境外投资者对境内证券市场进行投资的QFII(合格境外机构投资者,Qualified Foreign Institutional Investors的简称,2002年11月开始引进)制度下,截至2016年2月底,已有279家公司获得共计807.95亿美元的额度(截至2015年2月底为265家共计697.23亿美元)。其中,日本有19家公司,获得的额度为26.04亿美元。此外,在利用离岸人民币进行中国境内投资的RQFII(人民币合格境外机构投资者,2011年12月开始引进)制度下,截至2016年2月底,已有158家公司获得共计4,714.25亿元的额度(截至2015年2月底为103家共计3,115亿元)。

另一方面,在认可中国境内金融机构对外证券投资的QDII(合格境内机构投资者,Qualified Domestic Institutional Investor的简称,2006年4月开始引进)制度下,截至2016年2月底,已有132家公司获得共计899.93亿美元的额度(截至2015年2月底为13家共计875.93亿美元)。

#### 合资证券公司、合资基金管理公司的新设及重组

2015年证券业及资产管理业均未设立新的合资公司。

### 具体问题与改善情况

#### 放宽外资对中国证券业及资产管理业的投资限制

中国在2001年加入WTO(世界贸易组织)之前,外商对中国证券业的投资虽也有获批的个例,但正式获得官方认可还是在加入WTO以后。外商投资主要以成立合资公司的方式进行,加入WTO时规定外商出资上限为33%。面向中国境内投资者发行的上市股票(A股)的经纪业务和交易业务是中国境内证券公司的主要业务之一,但合资公司却不能开展此类业

务,且获得批准的时间也未明确给出。截至2016年1月底,登记注册的证券公司共计125家(中国证券监督管理委员会(证监会)),加入WTO前后共有15家合资证券公司获批(其中3家已取消合资),加入WTO之前获批的中国国际金融和中银国际证券,破例获准经营A股经纪业务和交易业务。2012年10月公布了以下两点:①合资证券公司中,外资持股上限提高到49%;②经营时间届满2年后可申请扩大业务范围。

截至2016年1月底,中国共有101家发行、投资证券投资基金产品的基金管理公司,其中45家为外资基金管理公司(其中,日资公司有3家)。与证券业相同,加入WTO以后,外资持股比例不超过33%可以成立合资基金管理公司。现在该比例提高到49%。

关于外资准入限制,2014年1月证监会召开的全国证券期货监管工作会议上,明确了“逐步放宽证券期货业外资准入限制,取消外资金融机构持股比例限制,允许外资证券期货经营机构设立独资子公司或分公司,取消合资公司业务牌照限制”的方针。之后同年5月,国务院又公布了《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(新9条意见),确认了“适时扩大外资参股或控股的境内证券期货经营机构的经营范围”的方针。但是,在2015年3月13日国家发展和改革委员会以及商务部公布的《外商投资产业指导目录(2015年修订)》中,则规定证券公司、基金管理公司都将继续沿用现行规定,无法体现逐步放宽证券期货业外资准入限制这一方针。此外,在中国大陆和香港签署的CEPA(内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排)补充协议十中,对香港资本的证券公司在成立合资证券公司时可进驻的地区进行了限制。但同时,还规定了允许设立全牌照证券公司,外资持股比例最高可达51%,内资股东不要求为证券公司等优惠政策(澳门资本的证券公司同样适用),并未实现境内外无差别对待。

此外,在从2013年10月开始的“中国(上海)自由贸易试验区”(上海FTZ),正在开展引入负面清单后的服务业对外开放实验。并于2015年3月在天津市、福建省、广东省建设扩大了自由贸易试验区。在FTZ,证券领域也属于实验对象,证券业和资产管理业中的外资准入,在2015年负面清单中,都被要求适用现有中央等级的准入限制,能否有效开展实验是个问题。

另外,在证券业中,关于证券投资顾问公司,基于《CEPA补充协议六》,仅针对香港证券公司,允许外资在以下条件下准入:①与中国大陆证券公司的合资形式(作为中国大陆证券公司的子公司);②外资持股上限不超过33%;③经营范围为投资顾问业务;④设立地为广东省。另一方面,中国证券业协会在2015年1月19日,根据上述的新9条意见,在证券投资顾问公司的业务范围内,追加了①全国中小企业股份转让系统(即新三板)下的挂牌推介和做市业务;②私募业务。在香港以外的外资准入受到限制的背景下,证券投资顾问公司业务范围的扩大,在服务业对外开放中实现境内外无差别方面是个问题。

在2015年10月第十八届五中全会上通过的“十三五”规划建议以及2016年3月全国人民代表大会通过的“十三五”规划纲要中,提出了“扩大银行、保险、证券、养老等市场外资准入”的方针。而与之相对的,日本法律上不限制外国金

融机构进入日本市场，境内外并无差别。希望中国政府从推进证券领域的“战略互惠关系”、为中国证券业及资产管理行业的行业发展做贡献、促进中国企业融资等角度出发，放宽各项管制并公布放宽管制的具体日程。

### 放宽境内外投资限制

2013年7月，QFII额度从现有的500亿美元大幅提高到1,500亿美元。2016年2月4日，QFII的投资额度上限改为根据资产规模按一定比例设定，同时缩短了锁定期（从1年缩短至3个月）等，限制有所放宽。同年2月24日，银行间债券市场全面向海外投资机构开放，且取消了QFII、RQFII在该市场进行债券投资时的额度上限。但是无论是QFII还是QDII，业务范围和额度限制仍然存在。目前虽然正在不断完善非公开市场的PE（私募股权基金）投资和房地产投资相关法律法规，但境外投资者的申请手续和资格认定标准等规则并不十分明确。

放宽对境外投资者等机构投资者投资中国市场的限制带来的好处有：（1）提高市场流动性；（2）引进新的投资方法和评估方法；（3）有效改善企业治理状况等，从而使市场水平得到实质性的提高。但是在中国的股票市场中，境外投资者的持股比例仅为0.91%（2015年11月底）。而在日本，本地个人投资者为17.3%，境外投资者为31.7%（2015年3月底）。放宽中国对境外投资的限制，可为中国投资者提供分散投资的机会，达到抑制中国国内市场过热的效果。在这一大环境下，2014年11月起开始实行沪港股票市场交易互联互通机制，个人投资者也能够进行沪港两地现货股票的双向交易。今后，希望类似的机制进一步完善，在国内扩展到上海以外，在境外扩展到香港以外地区。2015年12月起，内地香港基金互认，经过提前注册的公募投信可在内地和香港进行双向交易。另外，各项制度开始使用前，虽然已经明确了针对个人投资者免收资本利得税，但对于沪港股票市场交易互联互通机制启用前，现有QFII和RQFII取得的资本收益，中国政府提出了追溯征税的方针，成为了境外投资者进行对华证券投资时的制度风险。

### 放宽外资企业在中国国内市场的融资限制

外资企业利用中国国内资本市场进行融资时，经常会受到限制或者遇到没有相关制度的情况。首先股票市场方面，虽然合资企业在中国国内上市的相关法律已经出台，且已存在日本企业（现地法人）上市的实例，但非居民机构目前只能等待上海证券交易所开设国际板。其次，外资企业在中国国内发行的债券中，关于非居民机构的熊猫债券，2015年11月人民币加入国际货币基金组织（IMF）的特别提款权（SDR）前后，外国政府及外国金融机构、事业公司相继在银行间债券市场发行债券，但由于相关法律法规尚未公布，因此仅停留在个别认可的程度。此外，关于居民机构则处于将获得自律组织（中国银行间市场交易商协会，英文简称NAFMII）会员资格作为条件开始获批的阶段（迄今为止日资贸易公司发行了CP，日资汽车金融公司发行了金融债券及资产证券化商品）。

中国的发行市场规模位于世界前列，但外资企业不论在中国国内发行股票还是发行债券，都无法顺利进行。放宽外资企业在中国国内市场的融资限制，实现发行公司多样化，有利于促进中国资本市场的发展，改善投资环境。

### 修改、放宽中国企业境外上市的规则和限制

伴随着中国企业的国际化，如何确保灵活的财务战略变得愈加重要。过去，中国企业在海外上市时，都采取的是先在海外的避税天堂（Tax Heaven）设立特殊目的公司（SPV：Special Purpose Vehicle），再将该SPV上市的策略。

另一方面，根据2006年制定、实施的《外国投资者并购境内企业的规定》（10号文），对于SPV的设立及境外上市的相关审批趋于严格。另外，在资本的流动方面，根据国家外汇管理局2005年10月发布的75号文规定，通过SPV海外上市所筹得的资金在调回国内时，其回流方法受到了一定的限制。结果，中国企业想要通过设立新SPV在境外发行股票实际上非常困难。虽然2012年12月放宽了中国企业海外上市的条件（分别废除了净资本4亿元以上、过去一年税后利润6,000万元以上、融资金额5,000万美元以上的条件），但是有些行业还需要证监会以外的部门审批。之后，2014年12月，中国政府又放宽了部分限制，如证监会取消了对中国企业境外上市时的财务审查，国家外汇管理局取消了境外上市时对融资的兑换审查等。希望今后也能全面修改、放宽中国企业境外上市的规则和限制。

### 尽早推出海外市场指数ETF

海外市场指数ETF（Exchange Trade Funds，交易所交易基金）在中国国内上市，可为中国投资者提供分散投资的机会，达到抑制中国国内市场过热的效果。另外，放开中国投资者的对外投资时，如投资对象为个股则涉及到发行公司信息、证券信息的披露问题，但如为ETF则不会发生信息披露的问题，还可达到分散风险的效果。除此之外，ETF与标的指数的高相关性是确保其可靠性的关键。由于日本与中国在同一时区进行交易，也能立即反映指数的变化，因此日本股票适合作为海外市场指数ETF投资的切入口。

基于上述背景，海外市场指数ETF在中国国内上市，有利于促进中国证券交易所的国际化、切实推行中国投资者的境外投资。继已上市的香港股票、美国股票和德国股票ETF，我们时刻关注中国政府尽早批准以日本股票为对象的ETF，并期待今后能够简化海外市场指数ETF的上市申请手续。

### 放宽跨境人民币交易的限制

已获取人民币对内证券投资制度RQFII投资额度的国家及地区在2015年底由2014年底的10个增加到17个。其中，在2015年10月对韩国追加了400亿元的额度，总额度达到1,200亿元。同年11月对新加坡进行了500亿元的额度追加，总额度达到1,000亿元，投资额度均有所扩大。

此外，人民币外商直接投资从2011年的907亿元大幅扩大至2015年的15,871亿元。2011年10月公布实施的规定中，出资金额超过3亿元时必须经由商务部批准，2013年12月的新规定中废除了这一审查流程。但是外资企业将仍继续关注规定执行的稳定性和可预见性的提高。

无论是对内证券投资，还是外商直接投资，境外人民币的中国内地回流路径的完善和扩充，都将有助于人民币的国际化发展。因此，希望包括东京市场在内，进一步提高RQFII的额度，赋予外国金融机构投资权限，放宽人民币外商直接投资的相关批准制度，保证制度、规定的稳定执行。

## 帮助日本金融机构当选中国国有企业首次公开发行、出售股票相关事宜的主承销商

目前为止，中国国有企业的大型首次公开发行中，被选定为主承销商的大部分都是欧美金融机构。日本作为中国的邻国，拥有1,700万亿日元以上的个人金融资产，中国国有企业可以以有利条件从日本筹得大量资金。同时，日本不仅可以成为理解中国国有企业经营方式的股东，还可以以长远眼光进行投资，为企业提供稳定的经营环境。这样一来，了解中日情况的日本金融机构，无论是日元还是人民币，都将在中国国有企业的融资中发挥重要作用。2016年2月底，中国工商银行在东京PRO-BOND市场以Program方式上市，发行限额为40亿美元，期待今后中国企业更加有效地利用东京市场。

### <建议>

- ①希望能根据以下几点，放宽外资对中国证券业、资产管理业的投资限制。
  - 放宽投资限制、扩大业务范围
  - 扩大与投资银行业务相关的批发业务（面向投资机构的经纪业务、调查业务、投资顾问业务等）、支援跨境并购业务的开展
  - 放宽对外资持股比例的限制，实现中方合资对象行业种类的完全自由化，或者废除已有形态中禁止子母证券公司间竞争的规定
  - 放宽对证券投资顾问公司的外资准入限制，扩大业务范围（新三板业务、私募业务等）
  - 从上海等自由贸易试验区的负面清单中删除证券业、资产管理业
  - 公布放宽限制的具体日程
- ②希望根据以下几点，放宽中国境内外投资的限制。
  - 放宽对QFII、PE、房地产投资的限制
  - 简化申请手续和报告方法
  - 明确投资相关税制
  - 放宽QDII等对外投资的限制
  - 向（香港以外的）其他地区普及沪港、深港股票互联互通机制
- ③希望根据以下几点，放宽外资企业（含独资）在中国国内市场的融资限制。
  - 在中国国内股票市场上市，具体来说，如在股票的新三板上市、在上海证券交易所开设国际板并公布开设的日程
  - 允许在中国国内发行债券
- ④希望全面修改、放宽中国企业境外上市的规则 and 限制。

⑤希望早日批准以日本股票为对象的ETF。

- 简化海外市场指数ETF的上市申请手续

⑥希望根据以下几点，放宽跨境人民币交易的限制。

- 放宽RQFII的限制
- 放宽境外人民币直接投资的限制

⑦为支持中国国有企业及金融机构通过首次公开发行及出售股票进行融资，日本金融机构也应为此做出贡献，希望获得中国政府的协助，以获得主承销商的资格。