

## 中国の WTO 加盟と金融・資本市場の開放に関する一考察

王東明（大阪市立大学 商学部・大学院創造都市研究科研究科 准教授）

A Study on China's Accession to the WTO and Opening of Financial and Capital Markets  
Dongming WANG (Associate Professor, Faculty of Business & Graduate School of  
Business, Osaka City University)

### 【目次】

- I はじめに
- II WTO 加盟のメリットとデメリット
  - 1 WTO 加盟のメリット
  - 2 WTO 加盟のデメリット
- III 外資系銀行の国内金融業務への参入
- IV 外資系保険会社の国内保険業務への参入
- V 資本市場の開放
  - 1 中外合弁証券会社
  - 2 中外合弁投資ファンド管理会社
- VI QFII 制度の導入
  - 1 「QFII 暫定弁法」の主な内容
  - 2 台湾の QFII 制度との比較
  - 3 QFII 制度導入後の状況
- VII おわりに

## 【要旨】

中国の WTO 加盟は、すでに 20 年の歳月を経た。WTO 加盟後の中国経済は、高成長が続き、10 年前から日本を抜いて世界第 2 位の経済規模となった。中国の WTO 加盟は、13 億人の市場を世界に開放することを意味し、また WTO 加盟国（164 カ国）に対して、相互に最恵国待遇を与えることを約束することであった。WTO 加盟が、中国経済、特に開放度の低い金融・資本市場にどのようなインパクトを与えたかについて考察する必要があると考える。

本稿では、中国の WTO 加盟に関するメリットとデメリットを分析しながら、金融・資本市場に焦点を当て、銀行、保険、証券という金融サービス業の WTO 加盟後の状況を考察し、WTO 加盟のインパクトを明らかにする。それと同時に、資本項目がまだ開放されていない現段階において、WTO 加盟時に約束されていた分野以外で導入された QFII 制度（適格外国機関投資家）についても考察し、金融・資本市場開放の意義を考える。

## 【キーワード】

WTO 加盟、金融・資本市場の開放、QFII 制度（適格外国機関投資家）

## 【Abstract】

It has already been 20 years since China joined the WTO. After joining the WTO, China's economy continued to grow at a high rate, to have the second largest GDP in the world. China's accession to the WTO meant opening a market of 1.3 billion people to the world, and promised to give each other the most favored nation treatment to WTO member countries (164 countries). I think it is necessary to study what impact WTO accession has had on the Chinese economy, especially the less open financial and capital markets.

In this paper, while analyzing the advantages and disadvantages of China's accession to the WTO, I focus on the financial and capital markets, to survey the post-WTO status of the financial services industry such as banks, insurance, and securities, and clarify the impact of joining the WTO. At the same time, at the present stage when capital items of RMB have not been opened yet, I will analyze the QFII system (Qualified Foreign Institutional Investors) that introduced in fields other than the promise of joining the WTO, and consider the significance of opening the financial and capital markets.

## 【Keywords】

WTO Membership, Opening of Financial and Capital Markets, QFII (Qualified Foreign Institutional Investors)

## I はじめに

中国の WTO 加盟は、すでに 20 年の歳月を経た<sup>1</sup>。この WTO 加盟を申請するプロセスは、15 年という長い道のりであった（表 1）。中国の WTO 加盟は、13 億人の市場を世界に開放することを意味し、また WTO 加盟国（164 カ国）に対して、相互に最恵国待遇を与えることを約束することであった<sup>2</sup>。そのため、WTO 加盟後の中国は、高い関税水準を段階的に引き下げ（表 2）、少なくとも発展途上国の平均水準（10-15%）までに引き下げる必要があった<sup>3</sup>。

（表 1）中国の WTO 加盟の歩み

時期	主な出来事
1986年7月	中国が関税貿易一般協定（GATT）加盟を申請
1992年10月	1989年の天安門事件で中断した加盟の作業部会が再開
1993年3月	米中の二国間交渉を再開
1995年1月	WTO発足
1999年4月	朱鎔基首相とクリントン大統領が会談、決着持越し
1999年5月	NATOがユーゴスラビアの中国大使館を誤爆、交渉中断
1999年7月	日本との二国間交渉妥結
1999年11月	米国との二国間交渉妥結
2000年3月	WTO加盟の作業部会が再開
2000年5月	EUとの二国間交渉妥結
2000年5月	米下院が中国へのMFN恒久化法案を可決
2001年12月	WTOに正式加盟

（出所）『日本経済新聞』2000年5月25日などより作成。

（表 2）中国の平均名目関税水準

時期	平均名目関税率（%）
1992年12月	43.2
1994年以前	42.0
1994年	35.9
1996年4月	23.0
1997年10月～2000年	17.0
2001年	15.3
2002年	12.0
2003年	11.0
2004年	10.4
2005年	9.9
2006年	9.9
2007年以降	9.8

（出所）龍 [1999]、大橋 [1998]、<http://customs.gov.cn>、[https://www.jetro.go.jp/ext\\_images/jfile/country/cn/trade\\_03/pdfs/cn3C010\\_kanzeitaikei.pdf](https://www.jetro.go.jp/ext_images/jfile/country/cn/trade_03/pdfs/cn3C010_kanzeitaikei.pdf)、2021年2月5日アクセスなどより作成。

また、WTO の無差別、内国民待遇、非関税障壁の削減、透明性の維持などの基本原則を守るため、中国は国際規範と取引ルールに従って行動する必要がある。それに従うことにより、中国は国際社会の一員として、各国と正常な通商関係が維持でき、より開かれた国として競争力と活力のある社会を構築することができる。WTO の加盟は、中国にとって「千載一遇のチャンス」<sup>4</sup>あるいは「第 2 次の開放」<sup>5</sup>という表現に見られるように重要視されていた。21 世紀において、中国は輸出を拡大し、海外進出も容易になり、それと同時に、輸入や直接投資および海外からのサービス業の進出もさらに一段と増えることになるかと推測されていた。

とはいえ、WTO 加盟は、中国にとって必ずしもメリットばかりとは言えない。特に、国際的に見て競争力が弱いと見られている中国の金融サービス業や農業などの産業は、WTO 加盟後において、どんなダメージを受けると予想され、また実際にどうなったのか、これらの産業は、外資と競争できるようになったのかどうかについて考察する必要がある。

また、1990 年代の金融市場においては、97 年にアジア通貨・金融危機が発生した。この金融危機は、タイ、韓国およびインドネシアなどのアジア諸国に大きな打撃を与えた<sup>6</sup>。しかし、中国に対しては、金融危機の影響は比較的少なかった。その理由としては中国の金融・資本市場がまだ十分に対外的に開放されていなかったからだといわれている。アジア通貨・金融危機以降においても、中国経済は高成長が続いた。しかし、WTO 加盟は中国の金融市場にどのような影響を与えているのか、また、WTO 加盟後の中国金融市場の開放は、どのように展開されてきたのかを考察する必要もある。

中国の WTO 加盟と金融・資本市場の開放に関する研究は、銭 [2000]、王 [2000]、鮫島・日本経済研究センター編 [2001]、YEE [2004]、王 [2012]、国家発展和改革委員会国際合作中心対外開放課題組編 [2018] などがある。これらの研究は、WTO 加盟のプロセスと金融市場の変化を考察しているが、一部の研究は外資系金融機関の市場競争力を過大評価している側面がある<sup>7</sup>。WTO 加盟後の中国金融市場は、外資系金融機関の参入により、市場競争が一層激しくなったことは疑いない。この状況の中で、中国の金融機関は熾烈な競争に晒され、そこで外資の経営ノウハウを学びながら、どのように変わったのかを調べる必要がある。

本稿では、中国の WTO 加盟に関するメリットとデメリットを分析しながら、金融・資本市場に焦点を当て、銀行、保険、証券という金融サービス業の WTO 加盟後の状況を考察し、WTO 加盟のインパクトを明らかにする。それと同時に、資本項目がまだ開放されていない現段階においては、WTO 加盟の約束以外の分野で導入された QFII 制度(適格外国機関投資家)についても考察し、金融・資本市場開放の意義を考える。

## II WTO 加盟のメリットとデメリット

中国が WTO に加盟する際に、WTO 加盟は経済にどのような影響を与えるかについて、様々な予測があった。これらの予測をメリットとデメリットを分けて見ると、次のように整理することができる。

### 1 WTO 加盟のメリット

まずメリットの面から見ると、WTO 加盟の直後には、以下のように、幾つかの見方があった。

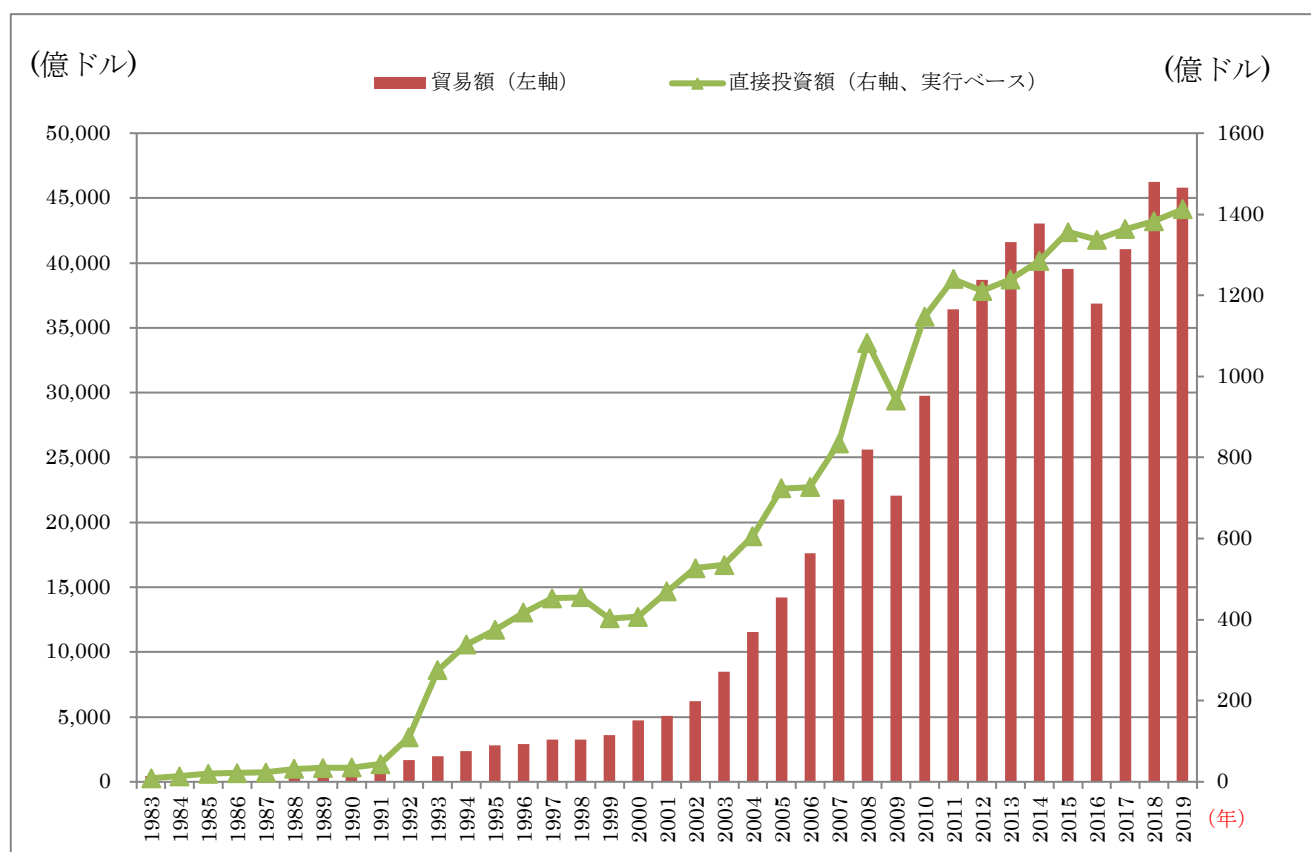
#### (1) 貿易と直接投資

まず貿易と外国直接投資については、拡大の方向に発展すると予測されていた。具体的には、2000 年時点の予測で、貿易額は 1998 年の 3,240 億ドルから 2005 年の 6,000 億ドル、直接投資額は 98 年の 456 億ドルから 2005 年の 1,000 億ドルまでに拡大すると予測されていた<sup>8</sup>。実際には、WTO 加盟後の翌年(2002 年)に、貿易額は 6,208 億ドルに達し、2005 年の予測値(6,000 億ドル)を超えた。さらに、2005 年の貿易額は 1.4 兆ドルに達し、予測値の 2 倍以上に達した。しかし、2005 年の直接投資額は 724 億ドルに止まり、予測の 1,000 億ドルには及ばなかった<sup>9</sup>。

図 1 は、改革・開放以降の中国の貿易額と直接投資額の推移である。改革・開放以降の 40 年間の中国の貿易と直接投資は、アジア通貨・金融危機、リーマンショックおよびトランプ

政権の保護主義などの影響が一時的にあったが、基本的には、貿易額を見ても、直接投資額を見ても、右肩上がりで伸びてきた。特に、WTO加盟からリーマンショックまでの8年間は、貿易額と直接投資額の伸びが大きかった。また、WTO加盟後の約20年間の変化を見ると、2019年の貿易額は45,779億ドルに達し、2001年(5,097億ドル)より9倍前後に増加した。2019年の外国直接投資額は1,412億ドルに達し、2001年(469億ドル)の3倍以上に伸びた。さらに、2019年のサービスの輸出入は、7,850億ドルに達し、2001年(785億ドル)の10倍まで増加した<sup>10</sup>。その意味では、WTO加盟は、中国の貿易と直接投資を大きく増加させ、サービスの輸出入も促進し、これらの分野においては、大きな恩恵をもたらしていることが一目瞭然である。

(図1) 中国の貿易額と直接投資額の推移



(出所) 『中国商務年鑑』2020年版、中国商務出版社より作成。

## (2) 紡績・アパレル産業

WTO加盟時に、中国にとって最も競争力のあった紡績・アパレル産業は、加盟することによって外国への輸出割当額(Quota)が取り消され、その輸出は、300%以上伸びると期待されていた<sup>11</sup>。従って、紡績・アパレル産業の輸出の拡大は、1998年から2010年までに、543万人の雇用を増加させるものと予測されていた(表3)。

(表3) WTO加盟後の労働人口の予測

業種	増減人数(万人)	増減率(%)
紡績	282.5	23.6
服装	261.0	52.3
サービス	266.4	2.1
建設	92.8	2.2
食品加工	16.8	2.1
雇用増加の業種(合計)	919.5	
農業	-966.2	-3.6
自動車	-49.8	-14.5
機械・計器	-58.2	-2.5
雇用減少の業種(合計)	-1,074.20	

(注) 1998年から2010年までの各業種の労働人口の予測である。  
(出所)『人民日報(海外版)』1999年11月22日より作成。

## (3) サービス・建設・食品加工

紡績・アパレル産業と同じように、サービス、建設および食品加工业は、上記の期間にそれぞれ266.4万人、92.8万人、16.8万人の雇用が増加するものと予測されていた。これらの雇用増加の業種は、合計で900万人以上の労働人口が増えると思われていた。

#### (4) 軽工業製品のメーカー

WTO 加盟は、一部の化学・鉄鋼・電機製品、家電製品および自転車・玩具・文具用品・食品加工などの軽工業製品のメーカーに有利になると見られていた<sup>12</sup>。

#### (5) GDP への影響

WTO に加盟すれば、1998 年から 2010 年までに、GDP の年平均増加率は、加盟しない場合と比べ約 1%-3% プラスになると予測されていた<sup>13</sup>。

#### (6) 輸出入への影響

WTO 加盟は、輸入拡大を促進すると同時に、輸入コストも下げることができる。国家計画委員会（当時）の推測によると、1999 年から 2005 までの 7 年間の輸入額は、1 兆 5,000 億ドルに達し、関税引き下げによって、輸入コストを大幅に下げることになるとされた<sup>14</sup>。

#### (7) 競争の促進

WTO 加盟は、いわゆる「外圧」によって、国有企業と私営企業に危機感をもたらし、競争を促進させ、技術革新と組織変革を求める企業改革を深化させることが期待されていた。

#### (8) 密輸入の減少

1990 年代においては、密輸入と偽物の製造は、中国の深刻な問題になっていた。WTO 加盟は、関税引き下げによって、横行していた密輸入と偽物の製造を減らし、知的財産権の保護にも有利になると期待されていた。

## 2 WTO 加盟のデメリット

一方、デメリットの面については、次の 5 点にまとめることができる<sup>15</sup>。



### (1) ダメージを受ける産業

最もダメージの大きい業種は、農業、機械・計器および自動車であると予測されていた。1998年から2010年までにかけて、農業部門から966.2万人、機械・計器部門から58.2万人、自動車部門からは49.8万人の雇用減となるとの予想があった。以上の3業種を合わせるだけで、少なくとも1000万人以上の雇用減につながるとされていた。

### (2) 農業への影響

農産品の平均関税は、2004年に17%まで引き下げられ、一部の重要な農産品の関税については、さらに14.5%まで引き下げられ、これによって、農民の収入は減ることになった。例えば、米国からの輸入麦をみれば、90年代末に毎年200万トンであり、それが500万トンに増えれば、中国の農民は54億円の減収になると予想された。また、米国のトウモロコシ、オレンジおよび牛肉などの農産品も中国の市場に入ってくることによる悪影響が懸念されていた。

### (3) 自動車産業への影響

WTO加盟後は、輸入車の関税が引き下げられる。1998年前後の関税は80%-100%であったが、2005年に25%まで引き下げ、自動車部品の平均関税率も10%まで引き下げられた。WTO加盟は、90年代末に200万台以下の生産量（98年の生産量162万台）を持つ中国の自動車産業に大きな打撃になることは間違いないと思われていた。そのため、自動車産業の生産量と従業員は約12%減少し、自動車メーカー（90年代末130社）も27%減少すると予測されていた。

しかし、以上の自動車産業に対する予測は、その後の自動車産業の発展状況を見ると、大きく外れた。2018年度中国自動車の生産量（2,782万台）と販売量（2,275万台）は、WTO加盟時（2001年）のそれぞれ11倍以上（生産量234万台）と9倍以上（販売量236万台）となり、両方とも世界一となった<sup>16</sup>。外国自動車メーカーの市場参入は、中国自動車産業の発

展に促進的な役割を果たしたと考えられる。

#### (4) ハイテク・通信産業への影響

WTO 加盟は、ハイテク・通信産業に激しい競争をもたらすことになるかと予測されていた。WTO 加盟時に、通信市場を開放し、外資による通信サービス企業の 49%の株式取得が許可される。その 2 年後には、外資の株式比率をさらに 50%まで増資できることとされていた。また、外資に対して、インターネット市場を全面的に開放する。それによって、電話料金を引き下げ（2000 年前後、米国の 5 倍～6 倍）、インターネットのアクセス料金も引き下げることとなるとされていた。WTO 加盟は、通信産業に競争をもたらし、様々な料金の値引き競争になる可能性があり、国内の通信産業に大きな圧力をかけることになるであろうと予想されていた。

#### (5) 金融・サービス業への影響

WTO 加盟後、外資は銀行、保険、証券およびサービス業などの産業に参入し、金融およびサービス業の激しい競争をもたらすと予測されていた。

以上のように、WTO に加盟すれば、貿易が拡大するだけでなく、直接投資も増加することが期待されていた。そのうえ、繊維、家電などの競争力のある産業は、その雇用が拡大し、技術革新や企業制度改革にも促進的な役割を果たすメリットがあるとされていた。

一方、WTO 加盟のデメリットとしては、主に農業、機械、自動車および金融などの競争力の弱い産業が打撃を受けると予想されていた。特に、金融サービス業は、90 年代後半に大量な不良債権を抱えており、金融システムが脆弱化していた。WTO 加盟は、外資が金融業務に参入することで、国内の金融機関は外資系金融機関に太刀打ちできないのではないかと考えられていた。WTO 加盟後の実際の銀行、保険および証券などの金融サービス業の置かれている状況については、以下で考察する。

### III 外資系銀行の国内金融業務への参入

銀行業については、元々外資系銀行は、主に外資系企業に対して外貨業務を行なっていたが、人民元業務については、かなり厳しく制限されていた。ようやく 2000 年前半になって、人民銀行は少数の外資系銀行（約 10 行）に対して、一定の地域に限定して人民元業務を許可した。

しかし、WTO 加盟の 2 年後に、人民銀行は、外資系銀行に対して外資系企業だけでなく、中国企業相手の人民元業務についても開放した<sup>17</sup>。加盟 5 年後、中国は外資系銀行に対して設けられた地域制限、顧客制限を完全に撤廃し、国内の個人にも人民元業務への参入を認めた（表 4）。また、WTO 加盟後、政府は非金融業の金融会社に対して、自動車ローンの業務に参入することを認め、「金融サービス協定」にも参加した。

（表 4）中国 WTO 加盟後の金融業の開放スケジュール

保険（総論）	【加盟時】	すべての保険に中国再保険会社への再保険義務が要求される。その割合は年々減少し、加盟 4 年目以降はなくなる。
		国際海運・航空、輸送保険及び再保険を除き、また保険仲買及び再保険仲買を除き、越境取引については（保険）約束しない。
		WTO加盟後において、外国保険会社としては、30年以上の実績があり、中国事務所を2年以上設置する必要がある、その総資産が一定金額以上（その金額は年々減少）の外資保険会社に限る。
生命保険	【加盟時】	外資出資比率50%の合弁企業は、上海、広州、大連、深圳、佛山市に設立することができ、合弁パートナーについて、自由選択権を法的に保証する。
	【2年以内】	北京、成都、重慶、福州、鄭州、アモイ、寧波、瀋陽、武漢、天津市において、個人生命保険を提供することが可能。
	【3年以内】	地理的制限を撤廃。健康保険、グループ保険及び年金保険の提供が可能になる。
非生命保険	【加盟時】	外資比率51%の合弁企業は支店を上海、広州、大連、深圳、佛山市において、設立することが可能。
	【2年以内】	外資100%子会社を設立することが可能。北京、成都、重慶、福州、鄭州、アモイ、寧波、瀋陽、武漢、天津市において、サービスを提供することが可能。あらゆる範囲の損害など非生命保険の提供が可能。
	【3年以内】	地理的制限を撤廃する。
保険ブローカー	【加盟時】	外資比率50%以下の合弁企業を上海、広州、大連、深圳、佛山市に設立することが可能。
	【2年以内】	北京、成都、重慶、福州、鄭州、アモイ、寧波、瀋陽、武漢、天津市において、サービスを提供することが可能。
	【3年以内】	地理的制限を撤廃。外資比率51%以下。
	【5年以内】	外資100%子会社の設立が可能。

銀行	【加盟時】	外貨業務の地理的制限及び顧客制限を撤廃。上海、深圳、天津、大連市における人民元業務を開放。
	【1年以内】	広州、珠海、青島、南京、武漢市における人民元業務を開放。
	【2年以内】	済南、福州、成都、重慶市における人民元業務を開放。中国企業に対するサービスを提供することが可能。
	【3年以内】	昆明、北京、アモイ市における人民元業務を開放。
	【4年以内】	汕頭、寧波、瀋陽、西安市における人民元業務を開放。
	【5年以内】	中国の個人に対するサービスを提供することが可能。外資出資率、業務形態、域内支店及びライセンスを含む外資の法的形態を制限する既存の信用秩序維持以外の措置を撤廃。
証券	【加盟時】	外国証券業者がB株業務に中国業者の仲介なしに従事することができる。
	【加盟時】	外資比率33%以下の合弁会社の設立及び、合弁の国内証券投資ファンドマネージメント業を行うことが可能。
	【3年以内】	外資比率49%以下。外資比率3分の1以下の合弁企業の設立と、それによるA株の引受、B株やH株及び政府・企業債券の引受及び取引、ファンドの設立を中国業者仲介なしに行うことが可能。

(出所) <http://news.searchina.ne.jp/topic/001.html#2>、2004年7月23日アクセスより作成。

以上のように、WTO加盟後は、外資系銀行の市場参入を段階的に認めることによって、3年ないし5年のうちに、外資系銀行に銀行業務を開放すると約束した。その意味では、中国の四大国有商業銀行や中小の金融機関には、大きな競争圧力がかかるようになっている。WTO加盟前の2000年末現在、外資系銀行は全国外貨預金業務の約5%、人民元預金業務の1%以下、外貨貸出業務の20%以上、人民元貸出業務の1%以下、国際決算業務の約40%の市場シェアを持っていた。加盟5年後には、以上のような業務制限が撤廃され、外資系銀行は全国外貨預金業務の約15%、人民元預金業務の10%、外貨貸出業務の三分の一以上、人民元貸出業務の約15%、国際決算業務の50%以上の市場シェアを持つと予想されていた。さらに、加盟10年後には、全体で見れば、外資系銀行は市場シェアの三分の一ないし半分を占めると予測されていた<sup>18</sup>。特に、外資系銀行が比較的競争力の強い外貨貸出業務と国際決済業務については、国内の銀行は厳しい競争環境に置かれていると考えられる。

すでに述べたように、90年代後半から、中国の銀行は、大量の不良債権を抱えていた。不良債権を処理するために、政府は銀行の不良債権を国家株あるいは国有法人株に転換させたり、また、1999年に四大資産管理会社（東方、長城、信達、華融）を設立して、国有商業銀行の不良債権（1.4兆元）を4社に譲渡して処分したりするなどの措置を取った。さらに、

政府は主要な商業銀行に資本注入して国内外の証券市場に上場させる措置も取った<sup>19</sup>。その狙いは、銀行の不良債権を処理し、自己資本を充実させ、競争力を強化することにあった。

WTO 加盟後、外資系銀行が国内の金融業務に参入し、市場競争を加速させたことで、金融市場に「狼が来た」といわれた。以上の不良債権処理や商業銀行への国有資本金の注入などの措置は、銀行の株式会社化改革と金融システムの健全化と関連しており、いわば銀行の「体」を鍛えて WTO 加盟後の金融市場の開放を準備するためであると考えられる。ここで、公的資金の資本注入に留まらず、国有商業銀行および株式制銀行は、国内外の証券市場に上場を果たすために、外資系銀行や海外の機関投資家を戦略的パートナーとして誘致し、グローバルな「資本動員」を始めた。表 5 は、WTO 加盟後の主要商業銀行における外国戦略投資家の株式保有状況であるが、これは中国の商業銀行が「狼」を仲間に入れた構図である。

(表 5) WTO 加盟後中国商業銀行の外国戦略投資家の株式保有状況

中国の銀行	外国の金融機関・機関投資家	株式保有
工商銀行	Goldman Sachs, American Express, Allianz Group	10.00%
建設銀行	Bank of America Corp Temasek Holdings	8.67% (19.90%に増資可) 5.98%
中国銀行	Royal Bank of Scotland	10.00%
	Merrill Lynch, Li Ka-shing, Temasek Holdings	10.00%
	UBS	1.60%
	Asian Development Bank	0.24%
交通銀行	HSBC	19.90%
浦東開発銀行	Citigroup	4.6% (24.9%に増資可)
民生銀行	IFC	0.93%
	Temasek Holdings	3.90%
興業銀行	Hang Seng Bank	15.98%
	IFC	4.00%
	Singapore Investment Corporation Pte Ltd. (GIC)	5.00%
華夏銀行	Deutsche Bank	9.90%
	Sal Oppenheim	4.08%
	Pangaea Capital Management	6.90%
深圳発展銀行	Newbridge Capital	17.89% (GE 投資後に減資可能)
	GE Capita	7.30% (保留)
北京銀行	ING Group	19.90%
	IFC	5.00%

上海銀行	HSBC	8.00%
	IFC	7.00%
南京市商業銀行	IFC	5.00%
	BNP	19.20%
天津渤海銀行	Standard Chartered	19.99%
杭州市商業銀行	Commonwealth Bank of Australia	19.99%
済南市商業銀行	IFC	2.50%
	Bank of Nova Scotia	2.50%
平安銀行	HSBC	27.00%
南充市商業銀行	DEG	10.00%
	SIDT	3.30%
広東発展銀行	Citigroup	8.50% (引合可)
寧波商業銀行	Oversea-Chinese Banking Corp.	12.20%

(出所) Ernst and Young, Global Nonperforming Loan Report 2006, p.11、<http://docshare04.docshare.tips/files/4888/48884652.pdf>、2018年6月23日アクセスより作成。

このように、中国の銀行においては、グローバルな「資本動員」が始まっている。外資系銀行が中国商業銀行の戦略的パートナーとして資本参加することで、商業銀行の自己資本比率をアップさせる効果があった。さらに、外資系銀行の資本参加は、外資系銀行と中国の銀行の業務提携や金融技術・経営ノウハウの相互利用などに有利になるのみならず、金融システムの健全化や商業銀行のコーポレート・ガバナンスの変革にも役割を果たすことが期待されていた。

WTO加盟後、金融市場が部分的に開放され、特に、2003年12月に銀監会が「海外金融機関の中国金融機関への株式投資に関する管理弁法」<sup>20</sup>を公布してから、各商業銀行は積極的に海外金融機関を戦略的パートナーとして誘致するようになった。2007年末時点で、すでに25行の国内商業銀行が33社の海外金融機関を戦略的パートナーとして誘致し、株式出資額は212.5億ドルに達した。リーマンショック前の2001年から2007年までの期間は、海外金融機関が中国の銀行に資本参入した「黄金時代」だといわれている<sup>21</sup>。

このように、90年代後半から、中国の商業銀行は、不良債権を処理するために、政府の資本注入を受けながら、株式会社化を進め、国内外の資本市場に上場することで資金調達したのである。この株式会社化および上場のプロセスは、まず国内外の戦略的投資家を誘致し、その後に、国内外の証券市場に上場させるという手順を踏んだ(表6)。

(表6) 主要な国有商業銀行における国内外の株式公開による資金調達

項目	上場時期	香港 IPO 資金調達	上海 IPO 資金調達	政府の資本注入 (財政部・中央匯金公司保有)
中国建設銀行	2005年10月27日H株上場 2007年9月25日A株上場	H株623億香港ドル (92億米ドル)	A株580.5億元	225億米ドル
中国銀行	2006年6月1日H株上場 2006年7月5日A株上場	H株754.27億香港ドル	A株558億元 (74億米ドル)	225億米ドル
中国工商銀行	2006年10月27日H株上場 2006年10月27日A株上場	H株160億米ドル	A株405.6億元 (59億米ドル)	150億米ドル
中国農業銀行	2010年7月15日A株上場 2010年7月16日H株上場	H株とA株を合わせて220億米ドル	A株595.91億元	190億米ドル
中国交通銀行	2005年6月23日H株上場 2007年5月15日A株上場	H株146億香港ドル	A株252.01億元	30億元
中国光大銀行	2010年8月18日A株上場 2013年12月20日H株上場	H株202.18億香港ドル	A株217億元	200億元に相当する米ドル

(注) IPO とは、Initial Public Offering の略語で、「新規公開株」や「新規上場株式」を指す。  
(出所) 各種の報道より作成。

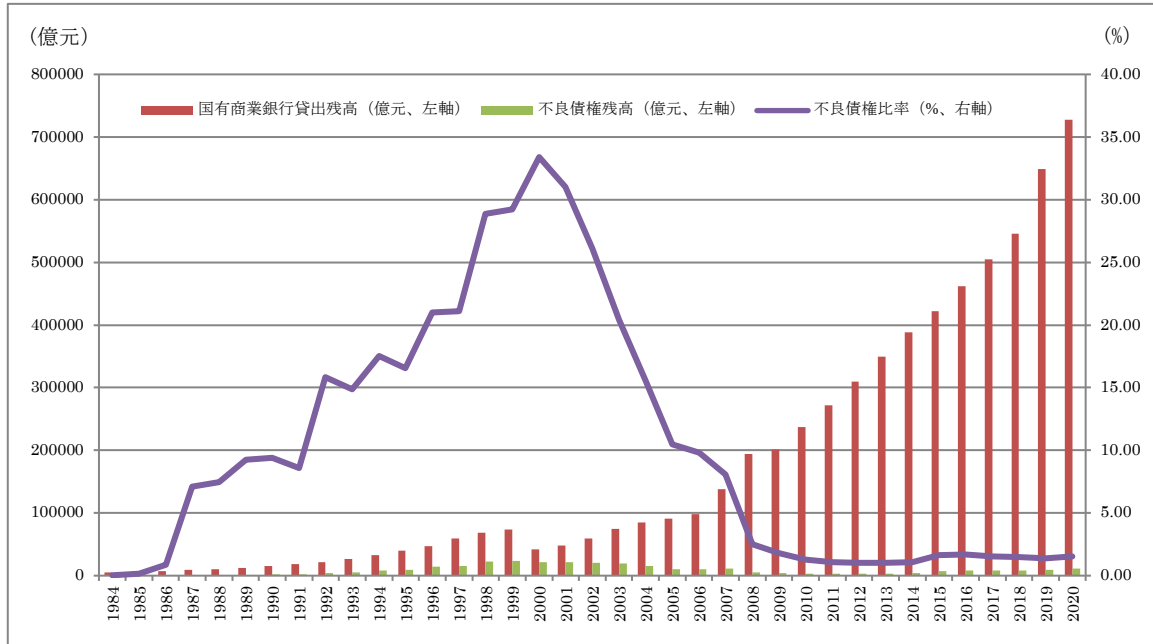
WTO 加盟後に展開された商業銀行の株式会社化および国内外の上場は、銀行の自己資本比率(表7)および不良債権の状況を改善し(図2)、銀行経営の改善にもつながっている。これらの変化は、国有商業銀行改革の成功と評価されている<sup>22</sup>。

(表7) 株式会社化後に改善された国有商業銀行の財務指標

銀行名	項目	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
中国工商銀行	自己資本比率 (%)	-8.81	-8.83	9.89	14.05	13.09	13.06
	不良債権比率 (%)	21.24	18.99	4.69	3.79	2.27	2.29
	税引前利益 (億元)	26.58	21.05	593.54	715.21	1,151.14	1,453.01
中国建設銀行	自己資本比率 (%)	6.51	11.29	13.57	12.11	12.58	12.16
	不良債権比率 (%)	4.27	3.92	3.84	3.29	2.60	2.21
	税引前利益 (億元)	374.73	502.16	553.64	657.17	1,008.16	1,197.41
中国銀行	自己資本比率 (%)	5.39	10.04	10.42	13.59	13.34	13.43
	不良債権比率 (%)	16.28	5.12	5.41	4.04	3.12	2.65
	税引前利益 (億元)	385.73	345.76	551.40	676.30	899.55	862.51
中国交通銀行	自己資本比率 (%)	7.41	9.72	11.20	10.83	14.44	13.47
	不良債権比率 (%)	-	2.91	2.37	2.01	2.05	1.92
	税引前利益 (億元)	40.62	71.19	128.43	174.05	310.38	358.18

(出所) 中国人民銀行『中国金融穩定報告 (2009)』より。

(図 2) 中国国有商業銀行の不良債権比率の推移



(注 1)2000 年以降の貸出残高は、四大国有商業銀行（工商銀行、農業銀行、中国銀行、建設銀行）の貸出残高である。

(注 2)2015 年以降の国有商業銀行の数字は、大型商業銀行のデータを使い、それは四大国有商業銀行と交通銀行の数字である。2019 年以降は、郵政貯蓄銀行が含まれる。

(出所) 中尾・宋・大平編 [2007]、20 頁、中国銀行監督委員会ホームページのデータによる作成。

近年では、中国の銀行は、その総合的な実力が上昇し、世界トップレベルまで成長した。ちなみに、イギリスの「The Banker」誌が毎年世界の銀行トップ 1000 ランキングを発表しているが、表 8 は、2020 年度世界の銀行トップ 1000 ランキングの上位 10 行である。中国の四大国有商業銀行は、1 位から 4 位まで独占した。中国の銀行は、近年このランキングのトップ 4 位までを独占している状況が続いている。

(表 8) 2020 年度世界の銀行トップ 1000 ランキングの上位 10 行

ランキング	銀行名	国別	Tier1 資本(10 億ドル)
1	ICBC(中国工商銀行)	中国	380
2	China Construction Bank(中国建設銀行)	中国	316
3	Agricultural Bank of China(中国農業銀行)	中国	278
4	Bank of China(中国銀行)	中国	258
5	JP Morgan Chase	米国	214
6	Bank of American	米国	188



7	Wells Fargo	米国	159
8	Citigroup	米国	156
9	HSBC	英国	148
10	Mitsubishi UFJ	日本	144

注) Tier1 資本は、中核的自己資本であるが、その主な部分は、資本金、法定準備金、利益剰余金などから構成される。

(出所) Top 1000 World Banks 2020, The Banker, <https://top1000worldbanks.com/#group-2020-Results-iWUthzsdN>、2020年5月30日アクセスより作成。

その一方、2018年と2019年末時点で、外資系銀行の総資産と純利益は、それぞれ総資産(44,177億元、45,071億元)、純利益(248億元、216億元)となり、国内銀行の総資産(268兆元、290兆元)と純利益(18,302億元、19,932億元)に占める割合は、それぞれ総資産(1.65%、1.55%)純利益(1.36%、1.08%)である<sup>23</sup>。その意味では、WTO加盟後の外資系銀行の業務拡大は、国内商業銀行と比べて限定的であると言えよう。

#### IV 外資系保険会社の国内保険業務への参入

外資系保険会社の市場参入については、WTO加盟前の2000年末現在、政府は15社の外国保険会社に対して、上海市と広州市に地域を限定して営業活動を認めた。1999年に、外資系保険会社の保険料収入は18.2億元であり、前年比では24.6%と増加していたものの、全国保険料収入(1,393億元)のわずか1.3%に過ぎなかった。

WTO加盟5年後までに、地域制限は撤廃され、業務範囲も段階的に拡大された。外資系保険会社は、中外合弁保険会社(中国側と外資との合弁による保険会社)の50%の株式を取得することが許可された。非生命保険業務については、加盟2年後は合弁会社の51%の株式取得を許可し、または100%出資の会社も認めることとされた。再保険業務は制限なしに完全に開放することとされた<sup>24</sup>。外資系保険会社の業務参入については、一定の制限を設ける一方で、合弁会社を通じて業務を拡大することができる。

外資系保険会社の参入による国内市場の競争状況について、上海市のケースを検討することとする。1995年に保険市場が部分的に開放された際に、アメリカの保険会社AIA(American International Assurance Co., Ltd.)は、上海に進出した。最初の段階では、同社は中国

の保険会社から上海市の91%の市場シェアを奪った。しかし、翌年に、中国の保険会社は、AIAに負けた教訓から外資系保険会社のセールス方法を学習し、逆に、市場シェアの60%を取り戻した。その後、中国の保険会社は、さらに業務を拡大し、上海の市場シェアの80%にまで回復した。WTO加盟前後には、上海市の中国保険会社は、市場全体の絶対的な優位を保っていた<sup>25</sup>。このAIAのケースは、「外圧」によって中国企業が経営努力し、サービスも改善して成功したケースの一つであると言える。

表9が示すように、90年代以降の保険業は、高成長を実現している。2019年の保険料収入、総資産、従業員数は、90年代末よりそれぞれ30倍、78倍、7倍以上増加した。保険資金の運用先も国債、金融債、企業債、株式および証券投資ファンドなどの金融商品に拡大し、株式投資も増えている<sup>26</sup>。しかし、近年の外資系保険会社の総資産と従業員数は、国内全体のそれぞれ6%、5%を占めるに過ぎず、外資系保険会社の規模は依然として小さいことが分かる。外資系保険会社が経営ノウハウを持ち、資金面で有利であるとしても、必ずしも市場シェアを獲得するとは限らない。これは中国の保険市場の競争の激しさを表していると言える。

さらに、企業改革の一環として保険会社の株式会社化が進み、中国人民財産保険、中国人寿保険、中国平安保険（集団）などの大手保険会社は、すでに香港、ニューヨークおよび国内の証券市場に上場し、国内外の市場で「資本動員」を行なっている。特に海外市場での上場は、外国資本が中国の保険会社に株式投資することにより、いわゆる「外圧」によって、企業組織の改革（株式会社化）のみならず、そのコーポレート・ガバナンスの変革に結びつくことも期待されている。

(表 9) 中国保険会社の基本状況

年度	保険料収入 (億元)	保険金支給 (億元)	主な資産運用残高 (億元)						総資産 (億元)	うち外 資系保 険会社 (億元)	従業員数 (万人)	うち外資系 保険会社 (万人)
			銀行預金	国債	金融債	企業債 券	株式	証券投資フ ァンド				
1999	1,393	510	926	678				15	2,604		17.2	
2000	1,596	527	1,235	956				134	3,374		16.7	0.2
2001	2,109	598	1,931	796				209	4,591		18.6	
2002	3,053	707	3,026	1,108				308	6,494		19.4	0.3
2003	3,880	841	4,550	1,407				463	9,123		20.0	0.3
2004	4,318	1,004	5,071	2,618	1,026	640		666	11,954	413	26.2	0.8
2005	4,932	1,137	5,166	3,591	1,805	1,205		1,107	15,286	666	36.7	1.1
2006	5,640	1,438	5,989	3,647	2,754	2,122		912	19,704	863	43.4	1.7
2007	7,036	2,265	6,503	3,957	4,898	2,800		2,519	28,913	1,257	50.6	2.1
2008	9,784	2,971	8,088	4,208	8,754	4,599		1,647	33,419	1,525	59.9	2.7
2009	11,137	3,126	10,520	4,054	8,746	6,075		2,759	40,635	2,052	63.1	2.9
2010	14,528	3,200	13,910	4,816	10,039	7,936		2,621	50,482	2,621	68.6	3.4
2011	14,339	3,929	17,693	4,742	12,419	8,756		2,910	59,829	3,007	77.6	3.0
2012	15,488	4,716	23,446	4,759	14,833	10,900		3,626	73,546	3,465	84.7	3.4
2013	17,222	6,213	22,641	4,777	14,812	13,728	4,289	3,576	82,887	4,335	83.1	3.9
2014	20,235	7,216	25,311	5,010	15,067	15,465	5,612	4,714	101,592	6,641	90.4	4.4
2015	24,283	8,674	24,350	5,831	15,215	17,307	8,112	8,857	123,598	6,540	102.5	4.8
2016	30,904	10,516	24,844	7,796	16,260	18,628	9,233	8,555	153,765	9,118	112.3	5.8
2017	36,578	11,178	19,274	10,168	19,153	19,437	10,829	7,525	169,377	10,421	118.2	6.3
2018	38,013	12,297	24,364	14,028	20,216	21,012	10,569	8,651	183,305	11,609	123.8	6.7
2019	42,645	12,894	25,227	20,672	20,658	21,463	14,942	9,423	205,645	13,592	123.3	6.2

(注) 2004年以降のデータおよび従業員の数字は、『中国統計年鑑』各年版による。2003年以前のデータは、中国銀行保険監督管理委員会のホームページによる。

(出所) 『中国統計年鑑』各年版、中国銀行保険監督管理委員会のホームページによる。

## V 資本市場の開放

資本市場の開放については、WTO加盟後当初は外国の金融機関による中外合弁の投資ファンド管理会社を設立することができるが、その株式取得は、ファンド管理会社の33%までに限定されている。また、WTO加盟3年後は、合弁ファンド管理会社の外資出資比率を49%まで増資できることとされた。

WTO加盟のもう一つの約束としては、外国の金融機関は中外合弁の証券会社を設立する

ことができるというものがあつた。外資の株式取得は、やはり合弁証券会社の 33%までに限定され、その業務範囲も主幹事会社としての証券の引受業務に限定されて、証券のブローカー業務には従事することができないとされていた。WTO 加盟後の資本市場の開放は、主に投資信託の管理や証券の引受業務を中心に、外資系証券会社が国内の株式市場や債券市場に参入することを

通じて行われた<sup>27</sup>。その意味では、証券市場は金融サービス業の中で一番制限が多く、開放されていない分野である。これは恐らく 1997 年のアジア金融危機からの教訓であり、政府は資本市場の開放について、より慎重な態度を取ったことによるものと思われる。

WTO 加盟の前においては、資本市場の開放は、B 株市場に限定されていた。加盟後は加盟の約束として、上述のように、外資出資制限のある中外合弁の証券会社 (33%) と合弁の投資ファンド管理会社の設立 (33%、WTO 加盟 3 年後に 49%) ができるようになっている。しかし、証券市場においては、WTO 加盟時の約束の外に、2002 年に QFII (Qualified Foreign Institutional Investors) という外国適格機関投資家の制度が導入された。以下では、WTO 加盟の約束である中外合弁証券会社と合弁投資ファンド管理会社の状況をまとめると同時に、加盟時には約束されていなかった QFII 制度の導入について考察する。

## 1 中外合弁証券会社

WTO 加盟以前に、すでに 2 社の中外合弁投資銀行と証券会社があつた。中国国際金融有限公司は、1995 年 6 月にモルガンスタンレーの出資によって設立された中国最初の中外合弁投資銀行である。また、1998 年に香港で会社登記した中銀国際証券有限公司は、2002 年に中国業務を開始した。この 2 社は中国企業の海外上場の引受業務に大きな役割を果たしている。表 10 は、中外合弁証券会社の状況である。2018 年現在、中外合弁証券会社は 13 社となり、全国証券会社の約 10%を占め、アメリカ、フランス、スイス、ドイツおよび日本などの証券会社が出資している。

(表 10) 中外合弁証券会社と中外合弁ファンド管理会社の推移

年	全国証券会社 (社)	中外合弁証券会社 (社)	全国に占める割合 (%)	全国ファンド管理会社 (社)	中外合弁ファンド管理会社 (社)	全国に占める割合 (%)
1998	90			6	3	50.0
1999	90			10	6	60.0
2000	100			10	6	60.0
2001	109			15	7	46.7
2002	127			21	11	52.4
2003	133			33	18	54.5
2004	133			44	24	54.5
2005	116			52	29	55.8
2006	104			57	34	59.6
2007	106			58	35	60.3
2008	107			60	37	61.7
2009	106			60	37	61.7
2010	106	9	8.5	63	39	61.9
2011	109	12	11.0	69	40	58.0
2012	114	13	11.4	77	43	55.8
2013	115	13	11.3	89	48	53.9
2014	121	11	9.1	95	46	48.4
2015	125	11	8.8	101	45	44.6
2016	129	13	10.1	109	45	41.3
2017	131	13	9.9	113	44	38.9
2018	131	13	9.9	120	44	36.7
2019	133	15	11.3	128	44	34.4

(出所) 中国証券監督管理委員会編『中国証券期貨年鑑』2020年版より作成。

しかし、WTO加盟後の中外合弁証券会社は、引受業務を中心に展開しており、ブローカー業務が認められていないため、外資証券会社の間では、その業務のメリットが感じられず、合弁証券会社数はまだ少ないのが現状である。

この状況を変化させたのは、2017年11月に習近平主席とトランプ大統領による米中首脳会談で約束した証券市場の開放である。それを受けて、2018年4月28日に、証監会は「外商投資証券公司管理弁法」を公布した<sup>28</sup>。それ以降においては、外資証券会社の出資比率の制限を次第に取り消し、合弁会社の業務範囲も拡大するという投資環境を改善する措置を取った。2016年6月に実行されたCEPA(中国・香港間のサービス貿易協定)に基づいて、すでに、一部の外資証券会社は、その合弁企業の出資比率が51%までに緩和された。また、一部

の中外合弁証券会社は、「全牌照」（全ての証券業務）を申請している<sup>29</sup>。この一連の証券市場の開放および中外合弁証券会社の動きは、米中首脳会談の成果として報道され、これは「外圧」による証券市場の開放の促進を意味していると考えられる。

## 2 中外合弁投資ファンド管理会社

中外合弁投資ファンド管理会社については、表 10 が示すように、2018 年末現在において、44 社が設立され、全国 120 社の三分の一以上を占めている。WTO 加盟 5 年後の 2006 年においては、23 社の合弁投資ファンド管理会社が 88 のファンドを設定し、全国ファンド数（268 社）の約三分の一を占めて、その資産額は 1,930 億元に達し、全国のファンド総資産（5,500 億元）の約 3 割を占めていた。これらの合弁ファンド管理会社は、外国の投資信託業務のノウハウを導入し、国内のファンド管理会社と違った投資理念を持っており、実際に半数以上の外資ファンド管理会社は、経営のイニシアティブを取っているといわれている<sup>30</sup>。

## VI QFII 制度の導入

以上見てきたように、WTO 加盟後においても、中国では依然として資本市場の制限が多いが、外資は基本的に B 株の業務、証券の引受業務、ファンド管理会社の業務に限定されていた。この状況を緩和するために、政府はより多くの外資を導入するため、WTO 加盟の約束の枠外で、資本市場の安全性を配慮しながら、台湾や韓国などの QFII 制度を参考にして、2002 年 12 月から QFII 制度を導入した。今まで台湾、韓国、インドおよびブラジルなどの国・地域において、自国の資本市場が完全に開放される前に、QFII 制度を導入した経験がある。

2002 年 11 月 5 日に、証監会と人民銀行は「適格外国機関投資家国内証券投資管理暫定弁法」（以下、「QFII 暫定弁法」と略称）を公布し、12 月 1 日から施行された<sup>31</sup>。以下では、「QFII 暫定弁法」の主な内容をまとめるとともに、台湾の QFII 制度と比較し、中国の QFII 制度の導入背景および証券市場の対外開放に与える影響を考察する。

## 1 「QFII 暫定弁法」の主な内容

### (1)構成と目的

「QFII 暫定弁法」は、7 章 39 条から構成される。QFII 制度を導入する目的は、適格外国機関投資家の投資行為を規範化し、中国証券市場の発展を促進することにあると規定されている（第 1 条）。

### (2)資産保管人

適格外国機関投資家（QFII）は、必ず国内の商業銀行を資産保管人として指定し、また、国内の証券会社にて国内の証券取引業務を行なうことが要求される（第 3 条）。

### (3)適用範囲と申請資格

QFII の適用範囲は、「QFII 暫定弁法」の条件をクリアーし、証監会および国家外貨管理局の許可を獲得した海外のファンド運用会社（投資信託）、保険会社、証券会社およびその他の資産運用管理機関に限定される（第 2 条）。

QFII の申請人の資格としては、主に次のような条件が要求される（第 6 条）。

#### 1)健全な財務内容。

具体的には、ファンド運用会社（投資信託）の場合は、投信の業務歴が 5 年以上、または直近の会計年度の資産運用額が 100 億米ドル以上、保険会社の場合は、30 年以上の保険業務経験を持ち、資本金が 10 億米ドル以上、直近の会計年度の証券預かり資産が 100 億米ドル以上、証券会社の場合は、30 年以上の証券業務経験を持ち、資本金が 10 億米ドル以上、直近の会計年度の証券預かり資産が 100 億米ドル以上、商業銀行の場合は、直近会計年度の総資産が世界 100 位以内、証券の預かり資産が 100 億米ドル以上という条件である（第 7 条）。

#### 2)申請人の従業員が所在国の関連業務資格を持つこと。

#### 3)直近 3 年間に、所在国の証券当局から重大な処罰を受けていないこと。

#### 4)申請人所在国の証券当局が証監会との間で、証券の監督管理に関する了解覚書に調印して

いること。ちなみに、2019 年末現在、証監会は 63 の海外の証券当局との間で、証券の監督管理協力に関する了解覚書に調印しており<sup>32</sup>、これらの国・地域の金融機関は、QFII を申請する資格を持っている。

#### (4) 資産保管人の条件

資産保管人には、以下の条件が要求される（第 12 条）。すなわち、1) 専門的なファンドの管理部門を設けること。2) 資本金が 80 億元以上。3) 十分な信託銀行業務の専門スタッフを有すること。4) ファンドの全資産を安全に保管する条件を有すること。5) 安全かつ効率的な清算・受渡し能力を持つこと。6) 外国為替指定銀行の資格と人民元業務の資格を持つこと。7) 直近 3 年間に、外国為替管理規定の重大な違反記録がないことである。

また、外資系商業銀行の場合は、連続 3 年以上の営業経験を持つ中国国内の支店は、申請すれば QFII の資産保管人になることができるが、その資本金の条件は海外の本店の資本金に基づいて計算する。そして、資産保管人の資格を獲得するためには、必ず証監会、人民銀行および国家外貨管理局の許可を得なければならない。

#### (5) 投資範囲

QFII の投資範囲は、許可された投資の限度額の中で、以下の人民元建て金融商品に投資することができる（第 18 条）。すなわち、1) 証券取引所に上場している株式、いわゆる国内投資家向けの A 株（海外投資家向けの B 株を除く）。2) 証券取引所に上場している国債。3) 証券取引所に上場している転換社債および社債。4) 証監会が許可したその他の金融商品。

#### (6) 投資制限

投資制限については、次の規定がある。a. QFII は単独で 1 社の株式保有額が当該企業の発行済株式の 10%以上を超えてはならない。b. すべての QFII は、1 社の株式保有額が当該企業の発行済株式 20%以上を超えてはならない（第 20 条）。



## (7) 資金管理

資金管理について、QFII は国家外貨管理局の許可を経て、資産保管人のところで、一つの人民元特殊帳簿を設ける必要がある（第 23 条）。但し、人民元特殊帳簿の資金は、貸付および担保の提供をしてはならない（第 24 条）。

クローズドエンド型中国投資ファンドの QFII は、入金 3 年後に、国家外貨管理局に申請して海外送金することができる。但し、1 回分の海外送金額は投資総額の 20%を超えてはならない。また、海外送金の時間的間隔は 1 月以上でなければならない。その他の QFII は、投資の 1 年後に海外送金することができるが、クローズドエンド型中国投資ファンドの QFII と同じように、1 回分の海外送金額は投資総額の 20%を超えてはならない。さらに、海外送金の時間的間隔は 3 月以上でなければならない（第 26 条）。

以上のように、QFII の申請条件は、基本的に年間の運用資産が 100 億ドル以上の海外金融機関、しかも経営内容も健全な金融機関に限定されている。また、「QFII 暫定弁法」は、投資制限や海外送金の金額と時間的間隔も設けており、金融市場のリスクと株式所有権の状況を十分に考慮したうえでの規定であると考えられる。

## 2 台湾の QFII 制度との比較

台湾の QFII 制度は、1991 年 1 月から実施され、段階的な自由化過程を経て、90 年代末の資産規模は、約 180 億米ドルに達し（表 11）、株式市場時価総額の 6%前後を占めている<sup>33</sup>。また、96 年 3 月から、台湾の資本市場は、QFII のみならず、海外の個人と法人にも条件付きで開放された。

(表 11) 台湾 QFII の投資状況

年	海外純入金額 (億米ドル)	累積海外入金額 (億米ドル)	株式投資比率 (%)	株式投資額 (億米ドル)	株式投資増減 (%)
1991	4.48	4.48	-	-	-
1992	4.30	8.78	-	-	-
1993	17.62	26.40	86	22.70	-
1994	16.45	42.85	77	32.99	45.33
1995	20.04	62.89	76	47.80	44.89
1996	23.47	86.36	84	72.54	51.76
1997	-2.26	84.10	84	70.64	-2.62
1998	8.72	92.82	87	80.75	14.30
1999	86.22	179.04	95	170.05	110.59

(出所) 張・黄・劉・劉 [2001]、917 頁より作成。

中国の QFII 制度と台湾の制度を比較して見れば、まず中国の QFII の証券資産運用額は、100 億米ドル以上という規定がある。これに対して、台湾の QFII 制度を導入した当初、銀行の場合は、総資産が世界 500 位以内、証券資産額は 3 億米ドル以上、保険会社の場合は、保険業務経験が 10 年以上、証券資産額は 5 億米ドル以上、ファンド運用会社の場合は、設立 5 年以上、証券資産運用額が 5 億ドル以上という条件が設けられた。その後、以上の条件はさらに緩和されている。2001 年には、外国の金融機関は設立から 1 年以上、証券資産額が 2 億米ドル以上という条件をクリアすれば、QFII として投資することができるようになった。その意味では、中国の QFII 制度の証券資産運用額はかなり高く設定され、海外の大手金融機関や大手機関投資家しか参加できない市場になっていると言えよう。

また、中国の場合は、一つの QFII に対する投資額は、5,000 万米ドルから 8 億米ドルまでに制限されている<sup>34</sup>。これに対して、台湾の場合は、QFII 制度を導入した当初、個別 QFII の投資額は 500 万米ドルから 5,000 万米ドルまでに限定され、中国の個別投資額より小さい。しかし、投資制限額はその後、段階的に緩和され、2000 年末には、20 億米ドル以下という上限条件のみが残っている (表 12)。

(表 12) 台湾 QFII 投資限定額の推移

時期	QFII 全体の投資上限 (億米ドル)	個別 QFII の投資制限額 (米ドル)
1991 年 1 月	25	500 万～5,000 万
1993 年 1 月	25	500 万～1 億
1993 年 8 月	50	500 万～1 億
1993 年 11 月	50	500 万～2 億
1994 年 4 月	75	500 万～2 億
1995 年 2 月	制限取消し	500 万～2 億
1995 年 12 月		500 万～4 億
1996 年 3 月		最低限度額取消し
1996 年 12 月		6 億以下
1999 年 11 月		12 億以下
2000 年 8 月		15 億以下
2000 年 11 月～		20 億以下

(出所) 劉 [2002] より作成。

また、台湾の QFII の株式保有制限は、投資制限額と同じように段階的に緩和され、2000 年以降では、一部の特殊な産業を除いて、全ての株式保有制限が撤廃された(表 13)。これに対して、中国の場合は、QFII 株式保有の制限は、以上で見てきたように、一つの QFII は上場企業 1 社当たりの株式保有比率が 10%以下、QFII 全体は 1 社当たりの株式保有比率が 20%以下に限定されている。この株式保有比率は、台湾の QFII 制度を導入した当初の比率より高い。その意味では、初期段階の中国の QFII 制度導入の条件は、株式保有比率から見ると、台湾より緩いことが明らかである。

(表 13) 台湾 QFII の株式保有制限比率の推移

時期	QFII 全体の個別銘柄における株式保有比率の制限 (%、以下)	個別 QFII の個別銘柄における株式保有比率の制限 (%、以下)
1991 年 1 月	10	5
1995 年 7 月	12	6
1995 年 9 月	15	7.5
1996 年 3 月	20	7.5
1996 年 11 月	25	10
1998 年 1 月	30	15
1999 年 3 月	50	50
2000 年～	制限取消し(特殊な産業を除く)	制限取消し(特殊な産業を除く)

(出所) 劉 [2002] より作成。

### 3 QFII 制度導入後の状況

以上のように、中国の QFII 制度は、台湾などの QFII 制度を参考にし、資本市場のリスクを十分に配慮したうえで導入した制度である。一定の条件を満たしさえすれば、海外の金融機関および機関投資家は、今まで国内投資家に限定されていた人民元建ての A 株や、国債、社債、転換社債などの金融商品に投資することができる。しかし、QFII 制度の申請条件は厳しく、海外の中小規模の金融機関および機関投資家は、その投資資格を獲得することが難しく、中国国内市場に参入することが容易ではないのが現状である<sup>35</sup>。これを改善するため、政府は 2006 年 9 月から海外の投資信託と保険会社を対象に、その直近の会計年度の運用資産について、100 億米ドル以上から 50 億ドル以上に変更するなどの緩和措置を取った<sup>36</sup>。さらに、2019 年 9 月 10 日に、中国政府は証券市場の開放を拡大するため、QFII 全体の投資枠を取り消した<sup>37</sup>。それに合わせて、2020 年 5 月 7 日に、人民銀行・国家外貨管理局は、「海外機関投資家国内証券・先物投資資金管理規定」（以下、「資金管理規定」と略称）を公布した<sup>38</sup>。「資金管理規定」の施行（2020 年 6 月 6 日）は、人民元の資本項目の取引自由化の実現に有利になるのみならず、ますます増えている海外投資家の中国証券投資の需要にプラスになり、さらに、金融市場の開放にも有利になると評価されている<sup>39</sup>。

とはいえ、人民元の自由交換が実現していない現段階においては、QFII 制度の導入は、資本市場の条件付き開放が実現され、今後より多くの外資が国内の証券市場に投資することが期待されている。また、WTO 加盟後の中国は、さらなる市場の開放が求められており、QFII 制度の導入がそれに応える形となっている。

2018 年末時点で、許可された QFII の海外機関投資家は 310 社となり、許可された投資枠も 1,000 億ドルを超えた<sup>40</sup>。スイスバンク、ドイツ銀行、野村証券、三井住友銀行、モルガンスタンレー、シティーグループなどほとんどの世界の主要な金融機関および機関投資家が QFII となり、中国の証券市場に投資している。表 14 は、QFII の投資枠と資産運用状況を示している。近年の QFII ファンド資産の運用状況を見ると、株式が全体の 7 割以上を占め、債券は 10%前後である。QFII ファンドの運用先は、株式にシフトしていることが分かる。

(表 14) QFII の投資枠と資産運用状況 (単位：億米ドル)

年	累計許可投資枠	QFII ファンド資産の規模				
		株式	債券	現金	その他	合計
2003	17.00	-	-	-	-	-
2004	34.75	11.30	11.20	11.00	3.50	37.00
2005	56.95	28.90	7.80	3.70	7.40	47.80
2006	90.95	48.76	0.69	7.88	5.42	62.75
2007	99.45	157.34	5.63	113.30	19.96	296.22
2008	133.43	118.36	28.54	108.27	6.41	261.58
2009	165.70	311.22	24.88	77.40	11.07	424.57
2010	197.20	357.66	33.81	47.36	9.83	448.66
2011	216.40	282.13	57.60	49.98	11.84	401.56
2012	369.43	393.11	67.15	46.74	18.82	525.81
2013	497.01	496.39	100.05	70.55	26.65	693.64
2014	669.23	723.63	95.32	134.10	74.84	1027.89
2015	810.68	626.52	124.99	154.90	142.66	1049.07
2016	873.09	571.03	84.28	78.33	51.91	785.54
2017	971.59	794.90	82.52	63.05	56.64	997.12
2018	1010.56	567.19	75.00	70.41	74.66	787.26
2019		774.02	84.88	57.94	97.90	1014.75

(注)2019年9月に、国家外貨管理局は、QFII と RQFII の投資枠を取り消した。

(出所) 中国証券監督管理委員会編『中国証券期貨年鑑』2020年版、185頁より作成。

QFII 制度の導入は、証券投資の拡大につながると同時に、国内の証券業界が海外の投資理念や資産管理の手法を学ぶことができ、QFII という外資が機関投資家としての役割を果たすことが期待されてきた。特に、海外の機関投資家は、優良株の長期投資を好む傾向があると一般的に認識されているが、QFII に長期投資の傾向があるかどうか注目されている。

許 [2007] は、A 株市場の優良株 30 銘柄を選んで、2001 年 5 月から 2006 年 12 月までの期間に CAR 分析を行った<sup>41</sup>。それによれば、短期的に見て QFII 制度の導入は、中国証券市場に対する積極的な影響を及ぼしていない。つまり、QFII であっても優良株を長期保有することになっておらず、証券市場のリスクを増大させる可能性があるから見られている。この点は、許 [2007] の研究で集計した 24 社の QFII が多く投資している銘柄を QFII 指数にして、この指数の変動から垣間見ることができる。24 社の QFII 指数は、上海総合指数、B 株指数およびファンド指数に比べ値上がり率が最も大きくなっているのである。また、許 [2007] の研

究は、長期的に見れば、QFII 制度の導入は、投資家構造の調整や投資理念の更新、さらに証券人材の競争に影響を与えると指摘している。

また、謝 [2012] の研究では、QFII 制度を導入する前後の上海と深圳の株価指数と国際市場（香港、台湾、ニューヨーク、フランクフルト）の株価指数との関係を検証し、QFII 制度を導入した後に、中国証券市場と国際市場との連動性が強まっているという検証結果が得られている<sup>42</sup>。つまり、QFII という国際資本が中国に参入した後、国際資本市場の変動が中国の証券市場に影響を及ぼしていることが明らかになった。

WTO 加盟後の中国経済は、貿易と直接投資が増加し、国際市場とより密接な関係を持ちながら、中国市場もさらに開放されていった。この状況の中で、中国は QFII 制度を導入し、その導入の時期は WTO 加盟と重なっていた。中国の WTO 加盟は、内外の資本市場に影響を与えているが、この WTO 加盟と QFII 制度の導入が相乗して及ぼした影響は、以上に見たような国内証券市場と国際証券市場との連動性が強まっていることと関連しているのではないかと考えられる。

## VII おわりに

以上、中国の WTO 加盟が経済に与えた影響を見てきた。WTO 加盟のメリットとデメリットに関しては、様々な予測があったが、予測と大きく外れた産業もあり、自動車産業はその一つである。金融サービス業は、対外的に競争力の弱い産業の一つであり、WTO 加盟のダメージが大きいと予測されていた。しかし、WTO 加盟後の金融サービス業の変化を見ると、必ずしも予測通りになっていない。もちろん、金融サービスには、外資に対する制限があるが、その制限も次第に緩和されることになっている。外資系銀行と外資系保険会社の国内参入状況については、その総資産、利益および従業員の状況を見る限り、外資系の国内業務への参入は伸びているが、その規模はまだ小さく、全体の数パーセントに止まっている。その意味では、外資系金融機関の中国進出は、その規模と市場シェアにおいて極めて小さいと言えよう。

その一方、中国の金融システム改革が行われ、商業銀行の株式会社化および海外上場が行われた。それに伴い、銀行を始めとする中国の金融機関は、海外上場や資本参入などを通じて海外の金融機関を戦略的投資家として誘致し、外資を導入していった。この外資の「資本動員」を通じて、中国の金融機関は、海外金融機関が持っている経営理念や金融技術および経営ノウハウなどを学ぶことができるのみならず、不良債権処理や自己資本比率の改善および競争力の強化を進めている面があると考えられる。

その一方で、金融市場のリスクを防ぐため、WTO加盟時に約束した資本市場の開放は、かなり限定されている。資本市場の開放は、合弁証券会社と合弁ファンド資産管理会社における一部の証券引受業務と投資信託業務に限られていた。但し、WTO加盟の約束以外のところで、B株市場の他に、QFII制度の導入が進んでおり、そちらが資本市場開放の主流になっている。QFII制度の実施は、すでに1,000億ドル以上の外資を中国の資本市場に導入したが、このQFII制度の波及効果により、QDII制度（適格国内機関投資家、2006年4月許可）、RQFII制度（人民元適格外国機関投資家、2011年8月許可）も創設されたのである。

2019年末時点で、QDIIのファンドは154プログラムを数え、許可された投資枠は1,040億米ドルとなり、ファンド資産は931億米ドルに達した。また、RQFIIの機関投資家数は247社となり、ファンドの資産規模は1,920億元に達した<sup>43</sup>。

さらに、近年スタートした上海と香港（2014年）、深圳と香港（2016年）のストックコネクト制度にもQFII・QDII制度の影響が認められ、これらはQFII・QDII制度の一般投資家の拡大版と考えた方がよい。2019年末時点で、上海・香港ストックコネクトとしては、上海市場916銘柄、香港市場328銘柄が取引されており、また深圳・香港ストックコネクトでは、深圳市場708銘柄、香港市場476銘柄が取引されている（表15）。

(表 15) 上海・深圳と香港のストックコネクットの推移

年	上海・香港のストックコネクット		深圳・香港のストックコネクット	
	上海市場売買銘柄数	香港市場売買銘柄数	深圳市場売買銘柄数	香港市場売買銘柄数
2014	569	273		
2015	569	296		
2016	574	316	881	418
2017	576	311	944	445
2018	577	323	859	479
2019	916	328	708	476

(出所) 中国証券監督管理委員会編『中国証券期貨年鑑』2020年版、122頁より作成。

総じて言えば、WTO加盟は、各分野において競争を起し、経済の国際化と自由化を促進しながら、経済システムと産業構造に変革をもたらすことになったと言える。さらに、金融市場の開放は、WTO加盟時の約束に基づいているが、約束以外の範囲まで拡張されている。QFII制度の導入は、その一つの例である。QFII制度の影響により、QDII制度とRQFII制度が導入され、さらに、上海と香港、深圳と香港のストックコネクット制度も導入された。これらの金融市場の開放措置は、形式上では政府の「上からの改革」によるものであるが、実際には、外国投資家が強く要求し、様々なルートを通じて「外圧」をかけて「内国民待遇」を要求した結果でもある。2017年11月の米中首脳会談後に行われた外資証券会社の出資比率制限の取り消しや合弁証券会社の業務範囲の拡大は、その実例の一つである。これは一種の「外圧による改革」のケースになると考えられる。

WTO加盟は、金融市場を開放する流れを作ったが、QFII制度の導入は、WTO加盟の波及効果によるものであり、これは資本取引の人民元自由兌換が実現されていない段階において取られた市場開放の措置である。今後は金融システムの安定性を配慮しながら、資本市場も開放してゆかなければならない。金融・資本市場の開放については、金融グローバル化の流れの中で、アジア通貨・金融危機の教訓を学ぶべきであり<sup>44</sup>、金融市場の防波堤の設計が重要な課題になるであろう。

その一方、戦後世界の秩序は、アメリカと旧ソ連の主導で構築され、それは国連、WTO、IMFなどの国際組織の運営によって支えられている。しかし、冷戦終結後、旧ソ連が解体



した結果、アメリカの影響力がますます強くなっていることは否定できない。20年前のWTO加盟により、中国は国際社会の一員として経済発展のチャンスを得て、大きな恩恵を受けてきた。それによって、中国は、経済が高成長し、国際的なプレゼンスを高め、5G、電動自動車などの一部の分野において、アメリカと競争できるまでなってきた。

この状況の中で、トランプ政権以降の近年の米中関係は、「アメリカ第一主義」の下で対立しており、現在のバイデン大統領に変わっても、対立関係が続いている。バイデン政権は、中国を「脅威」あるいは「今世紀最大の地政学上の課題」と位置付け、米中関係も「戦略的パートナー」から「戦略的競争相手」へと変化しつつある<sup>45</sup>。今後、世界の秩序と経済構造は、「市場経済と民主主義」と「社会主義市場経済と共産党政権」という選択の中で<sup>46</sup>、どのように変化するのか、そして依然としてアメリカを中心する地政学の構造が長期的に維持されるかどうかについて、注視すべきであろう。

#### 【参考文献】

荒木一郎・西忠雄訳 [2003]『全訳 中国 WTO 加盟文書』蒼蒼社。

荒巻健二[1999]『アジア通貨危機と IMF—グローバル化の光と影』日本経済評論社。

荒巻健二 [2010]「国際資本フローの不安定性と資本取引自由化（第3章）—アジア通貨危機

における韓国、タイ、インドネシアのケース」渋谷博史・荒巻健二・田中信行 [2010]

『アメリカ・モデルとグローバル化〈3〉—外的インパクトと内生要因の葛藤』昭和堂。

荒巻健二 [2018]『金融グローバル化のリスク—市場の不安定性にどう対処すべきか』日本経済新聞出版社。

王東明 [2002]「中国のQFII制度の導入」『証研レポート』日本証券経済研究所、12月。

大橋英夫 [1998]『米中経済摩擦：中国経済の国際展開』勁草書房。

関志雄 [2009]「成功を収めた中国における国有商業銀行改革」『野村資本市場クォーターリー』秋号、野村資本市場研究所。

- 鮫島敬治・日本経済研究センター編 [2001]『中国 WTO 加盟の衝撃』日本経済新聞社。
- 童適平 [2013]『中国の金融制度』勁草書房。
- 中尾茂夫・宋立水・大平浩二編 [2007]『中国金融システムの不良債権分析—国際金融市場におけるチャイナマネーの影響力』中央経済社。
- 山一証券経済研究所 [1997]『アジア・ハンドブック』1997 年版。
- 山一証券経済研究所 [1998]『アジア・ハンドブック』1998 年版。
- YEE , Albert S. [2004] , Domestic Support Ratios in Two-Level Bargaining: The US-China WTO Negotiations, The China Review, Volume 4, Number 2, Fall 2004, pp. 129-163, The Chinese University Press.
- Walt , Stephen [2021] , China Wants a ‘Rules-Based International Order,’ Too, Foreign Policy, March 31.
- 国家発展和改革委員会国際合作中心対外開放課題組編 [2018]『中国対外開放 40 年』人民出版社。
- 華泰証券 [2020]「銀行業戦略研究：開放風再起、探尋危与機」『未来智庫』5 月 6 日。  
<https://www.vzkoo.com/news/3542.html>、2020.10.23 アクセス。
- 李善民など [1999]「加入 WTO 对我国金融業發展的影響」『金融与保險』12 月。
- 劉科 [2002]「資本移動自由化之探討—兼論我国 QFII 制度之發展」『証交資料文章』（台湾証券取引所）、第 486 期、10 月。
- 龍永図 [1999]「加入世貿組織、融入国際社会主流」『国際貿易問題』第 9 期。
- 錢小安 [2000]「加入 WTO 对中国銀行業和金融調控の影響及对策」『金融研究』第 2 期。
- 宋泓・柴隍 [2000]「多於承諾的實施—加入 WTO 对中国引進外資的影響」『国際貿易』第 3 期。
- 許弘林 [2007]「QFII 在我国証券市場の实践与影響研究」12 月 23 日、復旦大学博士学位論文。
- 王洛林編 [2012]『加入 WTO 十年後の中国』中国發展出版社。
- 王元龍 [2000]「加入 WTO 後の中国銀行業發展戦略研究」『金融研究』第 3 期。

謝政論 [2012] 「QFII 在中国証券市場的効応研究」5月20日、南開大学博士学位論文。

葉春生 [2000] 「中国加入世貿的利弊与国企改革」『信報財經月刊』5月、総278期。

張曉慧 [2000] 「加入 WTO 後中国銀行業面臨挑戰的研究視角的思考」『金融研究』第2期。

張訓蘇・黃憲・劉秋芳・劉曉宏 [2001] 「QFII 制度：國際化進程中的制度創新」『中国証券市場發展前沿問題研究 [2001] 下冊』中国金融出版社。

## 【注】

<sup>1</sup> 2001年12月11日に、中国はWTOに加盟した。中国はGATTとその後続の機関であるWTOの加盟をめぐって、1989年の天安門事件や1999年のユーゴスラビア中国大使館の誤爆事件などの影響により、交渉は数回中断され、15年を要した。そのため、「マラソン交渉」といわれている。各種の新聞報道による。また、WTO加盟交渉のプロセスについては、YEE [2004], pp. 129-163を参照。

<sup>2</sup> WTOの加盟国は、2018年1月時点の集計で164カ国となった。

[https://www.mof.go.jp/customs\\_tariff/trade/international/wto/c06.pdf](https://www.mof.go.jp/customs_tariff/trade/international/wto/c06.pdf)、2020年12月10日アクセスを参照。

<sup>3</sup> WTO加盟以降、中国は大幅な関税引き下げを行った。2002年の平均関税率は15.3%から12%まで引き下げられ、下げ幅は21.6%となった。さらに、2003年の平均関税率は12%から11.0%まで引き下げられ、下げ幅は8.3%となった。関税条例の記者会見資料1については、「遵守世貿規則 依法完善税征管」、2003年12月9日、<http://www.scio.gov.cn/xwfbh/xwfbh/wqfbh/2003/1209/Document/327284/327284.htm>、2020年12月10日アクセスを参照。

<sup>4</sup> 慶応義塾大学の国分良成教授の言葉である。『日本経済新聞』2000年6月9日を参照。

<sup>5</sup> 1978年の「改革・開放」政策を「第1次の開放」と見れば、WTOの加盟は、中国にとって「第2次の開放」に例えられている。錢 [2000]、8-15頁を参照。

<sup>6</sup> アジア通貨・金融危機については、荒巻 [1999] を参照。

<sup>7</sup> 例えば、王 [2000]、鮫島・日本経済研究センター編 [2001] などの研究である。

<sup>8</sup> 貿易と直接投資については、外国投資銀行の予測である。葉 [2000] を参照。

<sup>9</sup> 『中国商務年鑑』2020年版を参照。

<sup>10</sup> 『中国商務年鑑』2020年版を参照。

<sup>11</sup> 『新華文摘』2000年1月号、182頁（原典：『経済参考報』1999年11月17日）を参照。

<sup>12</sup> 国務院発展研究中心課題組「加入WTOの十大結果」『中国証券報』2000年5月26日を参照。

<sup>13</sup> 国務院発展研究中心課題組「加入WTOの十大結果」『中国証券報』2000年5月26日を参照。

<sup>14</sup> 葉 [2000] を参照。

<sup>15</sup> 以下のWTO加盟のデメリットの影響については、葉 [2000]、宋・柴 [2000]、『中国証券報』1999年11月17日、『中国統計年鑑』1999年版、445頁、『中国上市公司基本分析』中国科学技术出版社、2000年版、39-40頁を参照。

<sup>16</sup> 『中国統計年鑑』2003年版、2019年版、みずほ総合研究所「中国自動車市場の現状と行方」『みずほアジアインサイト』2003年10月17日を参照。

<sup>17</sup> 2001年12月11日に、中国がWTOに加盟した時に、外資系銀行に対して、上海、深圳、天

津、大連という四つの都市において人民元業務を開放した。そして、2002年12月1日から、さらに、広州、珠海、青島、南京、武漢という五つの都市においても人民元業務を開放した。2002年2月現在、人民銀行は、53行の外資系銀行に対して人民元業務を許可した。そのうち、上海は30行、深圳は14行、天津は5行、大連は4行となっている。また、2002年10月時点では、中国で営業している外資系銀行は181行であり、そのうち、銀行支店は147支店である。外資系銀行の総資産は379.65億ドル、総負債は337.97億ドルに上り、うち人民元資産は495.97億元、負債は423.4億元に達した。<http://www.pbc.gov.cn/>を参照。

<sup>18</sup> 宋・柴 [2000]、王 [2000]、『中国証券報』2000年3月4日。『Chinese Dragon』1999年11月2日を参照。

<sup>19</sup> 四大資産管理会社の対応銀行は、次の通りである。すなわち、華融資産管理会社は工商銀行、信達資産管理会社は建設銀行、東方資産管理会社は中国銀行、長城資産管理会社は農業銀行である。童 [2013]、62-63頁を参照。

<sup>20</sup> 2003年12月5日に、中国銀行業監督管理委員会（銀監会）は、「境外金融機構投資中資金融機構管理弁法」を公布した。同管理弁法は、2003年12月31日に実施された。

<sup>21</sup> 華泰証券 [2020] を参照。

<sup>22</sup> 関 [2009]、111-116頁を参照。

<sup>23</sup> 中国銀行保険監督管理委員会のホームページ、統計データ、『中国統計年鑑』2019年版を参照。

<sup>24</sup> 宋・柴 [2000]、李 [1999]、21-27頁、『人民日報（海外版）』2000年5月20日を参照。

<sup>25</sup> 張 [2000] を参照。

<sup>26</sup> 2010年7月31日に、中国保険監督管理委員会は、「保険資金株式投資の暫定弁法」（保険監発[2010]79号）を公布した。株式投資の範囲は、保険会社の総資産の5%以下に限定されている。

<sup>27</sup> 宋・柴 [2000]、王 [2000] を参照。

<sup>28</sup> 楊毅「証券業新一輪対外開放举措落地、合資券商業務逐步放開」『金融時報』2018年5月3日を参照。

<sup>29</sup> 2016年6月に実行された中国・香港間のサービス貿易協定（CEPA: Closer Economic Partnership Arrangement）は、経済の各分野における経済協力の協定である。「券商中国」2018年9月7日、<http://www.nbd.com.cn/articles/2018-09-07/1253025.html>、2019年1月8日を参照。

<sup>30</sup> 付春美編集「合資基金迎來第四波浪潮、基金業是否被外資把持」、<http://www.enorth.com.cn/>、2006年8月17日を参照。

<sup>31</sup> 中国証券監督管理委員会・中国人民銀行「適格外国機関投資家国内証券投資管理暫定弁法」（第12号令）を参照。

<sup>32</sup> 証監会ホームページ、2020年10月29日アクセス、[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/gjb/jghz/201912/t20191225\\_368346.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/gjb/jghz/201912/t20191225_368346.html) を参照。

<sup>33</sup> 張・黄・劉・劉 [2001]、913-933頁を参照。

<sup>34</sup> 『人民日報（海外版）』2002年11月29日を参照。

<sup>35</sup> 北代望「中華新潮流」『日経金融新聞』2002年11月19日を参照。

<sup>36</sup> 「QFII 門檻降低」『中文導報』2006年8月31日を参照。

<sup>37</sup> <http://www.safe.gov.cn/safe/2019/0910/14035.html>、2020年10月31日アクセスを参照。

<sup>38</sup> [http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2020-05/07/content\\_5509577.htm](http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2020-05/07/content_5509577.htm)、2020年10月31日アクセスを参照。

<sup>39</sup> 「中国金融新聞網」2020年5月8日、[https://www.financialnews.com.cn/gc/sd/202005/t20200508\\_190347.html](https://www.financialnews.com.cn/gc/sd/202005/t20200508_190347.html) を参照。

<sup>40</sup> 中国証券監督管理委員会編『中国証券期貨年鑑』2019年版を参照。

<sup>41</sup> 許 [2007] の研究では、イベント・スタディーの方法を用いて、A株市場の優良株30銘柄を選んで、2001年5月から2006年12月までの期間にCAR分析（累積異常収益率:Cumulative Abnormal Return）を行った。ここでのイベントの主体は、2002年11月5日に、証監会と人民銀行が「適格海外機関投資家国内証券投資管理に関する暫定規定」を公布したことである。それに先立つ

---

2002年6月に、当時の証監会主席である周小川が証券監督者国際機構（International Organization of Securities Commissions : IOSCO）の27回年度総会でQFII制度を高く評価した。政府はQFII制度を導入する方針が明らかになった。

<sup>42</sup> 謝 [2012] の研究では、1997年1月2日から2011年12月30日までの期間を第一段階（1997年1月2日～2003年7月8日）と第二段階（2003年7月9日～2011年12月30日）を分けて、上海、深圳、香港、台湾、ニューヨーク、フランクフルトの株価指数の関係を検証した。QFII制度を導入する前に、中国の証券市場と国際市場との連動性はほとんどなかった。QFII制度を導入した後、中国の証券市場と国際資本市場との連動性が強まっているという検証結果が得られた。謝 [2012] を参照。

<sup>43</sup> 中国証券監督管理委員会編『中国証券期貨年鑑』2020年版、186頁、516-521頁を参照。

<sup>44</sup> アジア通貨・金融危機や金融市場のリスクについては、荒巻 [1999, 2010, 2018] を参照。

<sup>45</sup> 2021年4月20日に、米国上院外交委員会は、中国をターゲットした「2021戦略的競争法案」を可決した。S. 1169- Strategic Competition Act of 2021.

<https://www.congress.gov/117/bills/s1169/BILLS-117s1169is.pdf>を参照。

<sup>46</sup> 世界秩序の変化について、ハーバード大学の国際政治学者であるスティーヴン・ウォルト（Stephen Walt）教授は、国務長官のプリンケンなどが今までの世界秩序を放棄しようとしていると指摘している。Walt [2021] を参照。