

# 中国における制度型開放の行方 ～米中貿易摩擦下における金融協議を例に～



株式会社野村資本市場研究所  
北京事務所 首席代表  
関根 栄一

## I. はじめに

2024年2月6日付日本経済新聞によると<sup>注1</sup>、米国の共和党・トランプ前大統領は、同年11月の大統領選で再選した場合、中国に一律60%を超える関税を課す案を検討すると明らかにした。トランプ前政権（2017年～2020年）は、中国に対し3700億ドル相当の輸入品を対象に、最大25%の制裁関税を課している。中国も報復関税で対抗し、米中間の貿易摩擦が激化した。最終的に、米中両国は2020年1月15日に第一段階の米中経済・貿易協定に署名し、貿易摩擦の一応の決着を得た。

また、トランプ前政権時代には、中国企業のガバナンスのあり方を巡り、米国上場中国企業の上場廃止リスクが高まるなど、2020年に米中間での上場摩擦が発生した。この問題も、民主党・現バイデン政権下における2022年8月26日の会計監査に関する米中合意により、条件付きで中国企業の米国市場での上場維持が可能となった<sup>注2</sup>。一方、バイデン政権下では、米中間で経済安全保障の要素を含むサプライチェーン（供給網）摩擦が新たに発生し、資金フロー面では、米国当局による中国企業の対米投資規制や米国系ベンチャーキャピタル（VC）等の対中投資規制の強化の動きが続いている。

米国のトランプ前政権下で発生した貿易摩擦では、中国は、ほかの経済分野、特に米国の関心が高い金融分野の開放を交渉カードとしつつ、同分野での市場化改革を進めてもきた。また、米中上場摩擦の発生に対しては、中国は自国の株式市場の発行制度改革を積極的に進め、香港の国際金融センターとしての機能も活用しながら、リスクマネーを自国のイノベーション型企業に呼び込む新たな市場モデルを構築しようと試みている。2024年の米国大統領の選挙結果いかに関わらず、2022年10月の中国共産党第20回全国代表大会（第20回党大会）の政治報告で提起された「中国式現代化」は、習近平指導部第3期目の経済運営の基本方針として進められていくだろう。また、同政治報

告で提起された「制度型開放」も、米中間の経済摩擦のもとでどのように進められていくのか、市場関係者の関心は高い。本稿では、2000年代以降の米中金融協議の経過を取り上げ、2023年に設定された新たな米中の対話の枠組みの中で、金融分野を例とした制度型開放が今後どのように展開していくのかを探っていく。

## II. 米中金融協議の経過

### 1. 二つの対話の枠組み（2006年～2016年）

#### （1）米中戦略経済対話（SED）

2001年12月に実現した中国の世界貿易機関（WTO）加盟後の移行期間が終了する2006年12月、米中両国の間で第1回米中戦略経済対話（U.S. - China Strategic Economic Dialogue、略称SED）が、共和党・ブッシュ米大統領特別代表のポールソン財務長官と、胡錦濤中国国家主席の特別代表である呉儀副総理を共同議長として、北京で開催された。SEDは、2008年12月まで、半年に1回のペースで計5回開催されている。

第1回SEDの後、2007年3月、ポールソン財務長官は、中国（上海市）での講演で、中国の2001年のWTO加盟後の金融分野の開放を振り返ったうえで、①合弁証券会社の外資出資上限（当時は33%）の撤廃、②合弁資産運用会社の外資出資上限（同49%）の撤廃などを提案した。ところが、2007年夏の米国のサブプライム危機の発生、2008年9月の米大手投資銀行リーマン・ブラザーズの破綻に伴うグローバル金融危機の発生により、グローバルな金融市場での危機対応協力が米中両国間での最優先課題となり、中国の証券・資産運用分野での外資出資上限の緩和等はWTO加盟時の公約以上に進むことはなかった。

#### （2）米中戦略・経済対話（S&ED）

2009年1月に発足した民主党・オバマ政権下では、ブッシュ政権時代のSEDを引き継いだうえで、米中戦略・経済対話（U.S. - China Strategic and

Economic Dialogue、略称S&ED)が、外交・安保分野を協議する次官級協議と統合され、格上げする形で始まった。経済分野はガイトナー財務長官と王岐山副総理、外交・安保分野はヒラリー・クリントン国務長官と戴秉国国務委員がそれぞれ共同議長を務めた。第1回対話は2009年7月にワシントンで開催され、2016年6月まで1年に1回のペースで計8回開催された。

この間、2012年11月の中国共産党第18回党大会で習近平氏が党総書記に選出され、翌2013年3月の全国人民代表大会で国家主席に選出された後の第5回対話(同年7月、ワシントン)では、同年11月の第18期中央委員会第3回全体会議で討議した改革プランを先取りする形で、アジェンダが設定された。代表的なアジェンダの1つめは、中国の為替の柔軟化と金利の市場化である。これは、2015年に国際通貨基金(IMF)にて決定されるが、人民元が特別引出権(SDR)構成通貨に採用されるための措置である。2つめは、サービス業の対外開放に向け、上海に自由貿易試験区(FTZ)を設けるとした点である。FTZでは

ネガティブリスト方式、すなわち、投資分野に原則制限を設けず、制限は例外扱いとして管理する方法の実験が行われた。同方式は、2017年からは全国レベルでも採用され、後の証券・資産運用分野の外資出資上限の緩和にも道を開くものとなった。3つめが、人民元建て決済ライセンスの外国金融機関への付与で、中国本土以外に設置される人民元クリアリング銀行は、米国の場合、中資系の中国銀行1行以外に、特例でJ.P.モルガンも加えられ、計2行となった。

## 2. 第一段階の米中経済・貿易協定締結(2017年～2020年)

### (1) 主な交渉経過

#### ① 交渉開始時期(2017年)

2017年1月に発足したトランプ政権下では、大統領選時の公約に米国からみた対中貿易赤字の解消が優先順位の高い政策課題となったことにより、中国も米中交渉に向けた準備を年初から始めた。まず、1月17日、習近平国家主席がダボス会議に初めて参加し、世界各国が「開かれた経済を推進する必要がある」とス

図表1 証券分野の外資参入規制緩和の変遷

緩和項目	外商投資産業指導目録(2017年修正版)等	米中首脳会談の成果(2017年11月)	ポアオ・アジアフォーラム(2018年4月)		第一段階の米中経済・貿易協定(2020年1月15日)	
				実施期限		実施期限
出資比率	・外資出資比率は49%を超えてはならない。	・外資が、(単一・複数、また直接・間接を問わず)証券会社に投資する際の上限比率を51%まで拡大する。 ・この規制緩和を実施してから3年後、投資比率は制限を受けない。	・外資出資上限を51%まで引き上げ、3年後には出資上限を撤廃する。 (参考) ・2018年3月9日、中国証券監督管理委員会は、「外商投資証券会社管理弁法」の草案を公表し、パブリックコメントを実施。 ・草案の中で、①上場中資系証券会社への外資出資上限(現時点では51%)を非上場中資系証券会社にも適用し、②上場中資系証券会社への外資単独の出資上限を30%に設定。	2018年6月30日	・中国は、2020年4月1日までに、証券、資産運用、先物の各分野の外資出資上限を撤廃し、米国の独資サービス提供者の参入を容認する。 (参考) ・2019年6月30日、国家発展改革委員会・商務部は「外商投資参入特別管理措置(ネガティブリスト)2019年版」を公表、同リストでは、証券分野の外資出資上限の51%引き上げを明記し、2021年に出資上限を撤廃するとしていた。 ・続いて同年7月20日、国务院金融安定発展委員会は金融業の対外開放に関する11条から成る措置を発表し、証券、資産運用、先物各社の外資出資上限の撤廃時期を2021年から2020年に前倒しするとした。	2020年4月1日
ライセンス	・設立時点では以下の業務に限定される。 ①人民元普通株(A株)の引受・スポンサー業務 ②外資株(B株、H株等)の引受・スポンサー・ブローカレッジ業務 ③政府債の引受・スポンサー・ブローカレッジ・トレーディング業務 ④公司債の引受・スポンサー・ブローカレッジ・トレーディング業務 ・設立後、満2年を経過すれば、条件を満たした会社は、ライセンス内容の拡大を申請できる。	・ライセンスについては、特に言及無し。	・合弁証券会社の業務範囲のみを制限する措置を行わない。 (参考) ・上記草案の中で、改正前の証券法125条に定める業務(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証券トレーディング、⑥証券資産管理、⑦その他証券業務)を、原則、同時に4つまで申請することができるとした。 ・また、1年後にはライセンスの追加申請ができ、毎回2つまで申請できるとした。	2018年内	・米中は、それぞれ、相手方の金融機関の証券、資産運用、先物分野のライセンス申請に対し、内外無差別の原則に基づき、審査・認可する。 ・米中は、ライセンスを有する相手方の金融機関が、自国のライセンスを有する金融機関と全く同じ範囲のサービスを提供することを確認する。 (参考) ・2019年10月16日、国务院常务会议(閣議)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いる。 ・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。2018年4月28日公布・施行の「外商投資証券会社管理弁法」等でのライセンス申請手続き等の明確化が期待される。	協定は、署名後30日以内に施行
中国側合弁パートナー	・中国側合弁パートナーは、中資系証券会社に限定される。	・中国側合弁パートナーについては、特に言及無し。	・中国側合弁パートナーについて、少なくとも1社を中資系証券会社とすることを求めない。	2018年6月30日	—	—

出所：国务院、国家発展改革委員会、財政部、中国人民銀行等より野村資本市場研究所作成

ピーチするとともに、同日、中国国内では、国務院（内閣）は、サービス業、特に金融業の外資参入規制の緩和を重点とした新外資政策を公表した。

次に、4月7日、習近平国家主席の訪米時のトランプ大統領との首脳会談で、米中包括経済対話メカニズムの立ち上げが合意されるとともに、100日計画策定が取り決められたものの、計画は立てられないまま終了した。その後、11月8日～10日のトランプ大統領の訪中を受け、中国財政部（朱光耀次官）は、11月10日、国務院の記者会見で、金融分野（銀行、生命保険、証券）の外資参入規制の緩和（外資出資上限の引き上げと撤廃）を発表した。特に証券分野については、外資出資上限を51%まで拡大し、この規制緩和実施してから3年後に、上限自体を撤廃するとした（図表1）。

## ②貿易摩擦の激化時期（2018年）

2018年4月10日、習近平国家主席はボアオ・アジアフォーラムでの対外開放に関するスピーチを行った。同スピーチを受け、11日、中国人民銀行・易網総裁（当時）は、同年6月末を期限とする6項目、同じく年内を期限とする6項目、計12項目の金融分野の外資参入規制の緩和方針を打ち出した。そのうち、証券分野では、①外資出資上限51%への引き上げと、3年後（2021年）の出資上限撤廃（6月末実施、資産運用分野も同様）、②中国側合弁パートナーについて、少なくとも1社を中資系証券会社とすることを求めない（6月末実施）、③合弁証券会社の業務範囲のみを制限する措置を行わない（年内実施）を公約した（図表1）。

ところが、その後、6月15日、トランプ政権は、中国の知的財産権侵害への制裁措置として、500億ドル分の中国製品に25%の追加関税を課すと発表し、まず7月6日に340億ドル分の制裁関税を発動した。中国も対抗措置をとり、米中交渉は「摩擦」の段階に入った。

## ③交渉妥結の模索時期（2019年）

2018年12月のG20首脳会議（アルゼンチンのブエノスアイレス）で行われた米中首脳会談を機に、2019年から交渉が再度動き出したものの、5月10日、米国は2000億ドル規模の中国製品に対する追加関税率を10%から25%に引き上げた。その後、6月29日、G20首脳会議（大阪）で米中首脳会談が行われ、交渉再開を確認し、7月30日には上海で米中の閣僚級の再開後の交渉が行われた。

この期間、前後するが、7月20日に国務院金融安定発展委員会（当時）は金融業の対外開放に関する11条

から成る措置を発表し、証券分野の外資出資上限の撤廃時期を2021年から2020年に1年間前倒しする方針を示した。その後、12月13日、トランプ大統領は、交渉合意が近いとして、第4弾の制裁関税を見送り、12月15日、中国政府も追加関税を見送った。その約1か月後の2020年1月15日、トランプ大統領と（訪米した）劉鶴副総理は、第一段階の米中経済・貿易協定（以下、協定）に署名した。

## （2）協定の概要

### ①全体像

協定は、①知的財産権、②技術移転、③食品・農産品の貿易、④金融サービス、⑤マクロ経済政策と為替レート関連事項および透明性、⑥貿易の拡大、⑦二国間評価と紛争解決、⑧最終条項、の8章から構成されている。

米中間で最大の争点となってきた「貿易の拡大」では、中国は、2020年と2021年の2年間で、米国からの財・サービスの輸入を貿易戦争が始まる前の2017年実績（1863億ドル）と比べて、2020年に767億ドル、2021年には1233億ドル（2年間で計2000億ドル）以上増やさなければならないとされた<sup>注3</sup>。

### ②金融分野の取り扱い

協定のうち、金融分野は、目標（第4.1条）において米中双方で無差別の市場アクセスを提供する原則を確認したうえで、銀行分野（第4.2条）、信用格付け分野（第4.3条）、電子決済分野（第4.4条）、金融資産管理（不良債務）分野（第4.5条）、保険分野（第4.6条）、証券・資産運用・先物分野（第4.7条）から構成される。

個別分野のうち、証券・資産運用分野では、ライセンスの内外無差別原則が米中間で確認されるとともに、2020年4月1日までに、証券、資産運用分野の外資出資上限を撤廃し、米国の独資サービス提供者の参入を容認するとした（前掲図表1）。中国国内の措置として、中国証券監督管理委員会（証監会）は、2019年10月11日、撤廃時期について、基金管理会社は同年4月1日から、証券会社は同年12月1日から、それぞれ実施すると公表したが、協定締結を受けた2020年3月13日、証券会社の外資出資上限の撤廃時期を、同年4月1日にさらに前倒しすると発表した。

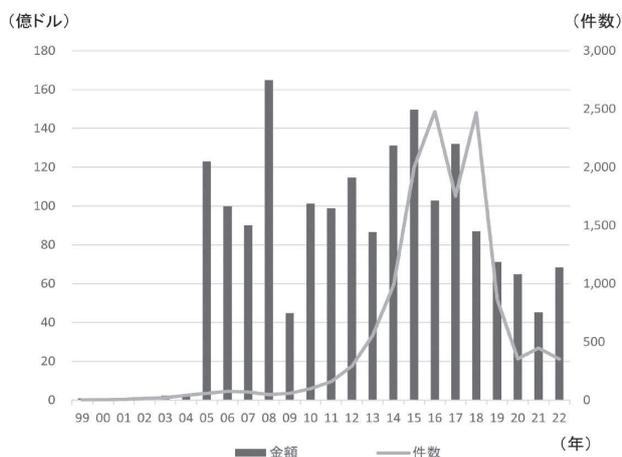
証券分野のうち、既存の合弁証券会社では、2018年11月以降、順次、UBS（変更前出資比率24.99%）系の瑞銀証券、モルガン・スタンレー系（同49%）の摩根士丹利華鑫証券、ゴールドマン・サックス系（同33%）の高盛高華証券、クレディ・スイス系（同33%）

図表2 外資系証券会社の設立状況

	合併会社名	設立認可時期	登録資本金	中国側パートナー	外資パートナー	外資持分	補足
1	中国国際金融 (CICC)	1995年5月	43.69億元	建設銀行 ⇒中央匯金ほか	Tencent Mobility Limited Des Voeux Investment Company Limited 香港Mingly Corp.	43.58%	設立当初はモルガン・スタンレーが34%出資。その後、2010年11月に外資パートナー変更。
2	中銀国際証券 (BOCI)	2002年1月	25億元	(省略)	中銀国際ホールディングス	37.14%	設立当初は中銀国際ホールディングスが49%出資。
3	光大証券	1996年5月	46.11億元	中国光大集団株式会社ほか	中国光大ホールディングス	21.3%	設立当初は中国光大ホールディングスが33.3%出資。
4	高盛高華証券	2004年11月	10.94億元	北京高華証券	ゴールドマン・サックス・アジア	51%	2019年11月1日、証監会、ゴールドマン・サックスの持分33%から51%への引き上げの申請書類を受理。2020年3月27日、認可発表。2021年10月17日、完全子会社化の認可発表。
5	瑞銀証券	2006年12月	14.9億元	北京国翔資産管理	UBS	51%	設立当初はUBSが20%出資。その後、2015年2月15日、国際金融公社 (IFC) からの持分 (4.99%) 譲渡を受け、24.99%に。2018年11月30日、証監会、UBSの51%への持分変更を認可、外資支配株主の合併証券会社第一号に。
6	瑞信方正証券	2008年6月	10.89億元	方正証券	クレディ・スイス	51%	2019年10月14日、証監会、クレディ・スイスの持分33%から51%への引き上げの申請書類を受理。2020年4月14日、認可発表。
7	中徳証券	2008年12月	10億元	山西証券	ドイツ銀行	33.3%	
8	摩根士丹利華鑫証券	2010年12月	10.2億元	華鑫証券	モルガン・スタンレー・アジア	51%	設立当初はモルガン・スタンレーが33%出資。その後、2017年9月、持分を49%に引き上げ。2019年11月1日、証監会、モルガン・スタンレーの持分49%から51%への引き上げの申請書類を受理。2020年3月27日、認可発表。
9	申港証券	2016年3月	43.15億元	賽領国際投資基金 (上海) 等11社	茂宸ホールディングス民衆証券 嘉泰新興資本管理	34.85%	中国本土-香港間の経済貿易緊密化協定 (CEPA) 第10次補充協定 (金融改革試験区型) に基づき設立。
10	華菁証券	2016年4月	14.048億元	上海光線投資ホールディングス有限公司等2社	華興金融サービス (香港)	48.83%	CEPA第10次補充協定 (地域限定型) に基づき設立。
11	匯豊前海証券	2017年6月	18億元	前海金融控股有限公司	HSBC	51%	CEPA第10次補充協定 (地域限定型) に基づき設立。
12	東亜前海証券	2017年6月	15億元	深圳市銀之傑科技 株式有限公司等3社	東亜銀行	49%	CEPA第10次補充協定 (金融改革試験区型) に基づき設立。
13	野村東方国際証券	2019年3月	20億元	東方国際 (集団) 有限公司等2社	野村ホールディングス	51%	外資出資上限51%への引き上げ後の新規設立認可2社のうちの1社。2019年3月29日、証監会が認可発表。
14	摩根大通証券	2019年3月	8億元	上海外高橋株式 有限公司等5社	J.P.モルガン・インターナショナル・ファイナンス	51%	外資出資上限51%への引き上げ後の新規設立認可2社のうちの1社。2019年3月29日、証監会が認可発表。
15	金園統一証券	2020年2月	12億元	廈門金園投資集団	統一総合証券 (台湾)	49%	2020年2月17日、証監会が設立認可。
16	大和証券 (中国)	2020年8月	10億元	北京国有資本経営 管理中心等2社	大和証券グループ本社	51%	2019年9月24日、設立申請書類を証監会に提出。同年12月4日、受理。2020年8月21日、証監会が認可発表。
17	星展証券 (中国)	2020年8月	15億元	上海東浩蘭生投資管理 有限公司等4社	DBS銀行	51%	2019年3月29日、設立申請書類を証監会に提出。2020年1月3日、受理。2020年8月27日、証監会が認可発表。
18	スタンダードチャータード証券 (中国)	2023年1月	10.5億元	-	スタンダードチャータード銀行 (香港)	100%	2020年10月10日、設立申請書類を証監会に提出。2021年8月6日、受理。2023年1月19日、証監会が認可発表。
19	みずほ証券	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	2023年11月22日、設立申請書類を証監会が受領。

出所：中国証券監督管理委員会、野村資本市場研究所編「中国証券市場大全」、各種より野村資本市場研究所作成

図表3 対中直接投資 (金融業) の推移 (実行金額及び件数)



出所：商務部、CEICより野村資本市場研究所作成

の瑞信方正証券の外資持分51%への引き上げが、それぞれ証監会から認可されている (図表2)。

また、新設では、2019年3月以降、野村ホールディングス (出資比率51%)、J.P.モルガン (同51%)、大和証券グループ本社 (同51%)、DBS銀行 (同51%) の合併証券会社設立が、それぞれ認可されている。ライセンスの規制緩和にも沿った趣旨で、4社ともに、WTO加盟時には制限されていたA株 (人民元建て株式) のプロセカレッジのライセンスを取得している。資産運用分野では、2020年8月21日、証監会は、米系のブラック・ロックが100%出資する基金管理会社の設立を認可しており、公募ファンドを組成する外資独資の基金管理会社第1号となった。ほかに先物分野では、

2020年6月9日、証監会は、J.P.モルガン香港子会社のJ.P.モルガン・ブローキングの摩根大通期貨有限公司への出資比率について、従来の49%から100%に引き上げる認可を行った。米国のみに限らないが、商務部統計に基づき、金融業の対中直接投資件数をみると、金融分野の開放の議論が始まった2017年の1752件から、2018年には2469件に増加している（図表3）。同様に、金融業の対中直接投資実行金額は、2017年の132億ドルをピークに、伸び率は鈍化する傾向にある。なお、米国の対中直接投資金額は、協定締結前の2019年は27億ドル、同締結後の2020年は23億ドル、2021年は25億ドル、2022年は22億ドルとなっている。

### III. 2023年に設定された新たな米中間の対話枠組み

#### 1. イエレン財務長官の訪中と2つのワーキンググループの設置

2023年7月上旬、米国のジャネット・イエレン財務長官は中国（北京市）を訪問し、7日に李強首相と会談を行った。また、訪中期間、米中両国の経済関係を担当する何立峰副首相とも会談を行った。中国外交部によると、イエレン長官は、「中国とともに2023年11月のバリ島での習近平国家主席・バイデン大統領との首脳会談の合意を実行し、意思疎通を強化し、意見の相違が誤解につながることを防ぎ、マクロ経済の安定やグローバルな課題対応で協力を強化し、両国経済がともに利益を得てウィンウィンとなることを目指す」と発言したとしている。

その後、同年9月22日、米国財務省と中国政府は、7月のイエレン財務長官と何副首相との会談時の合意事項として、両国で経済・金融に関する2つのワーキンググループを設立したと発表した。中国財政部と米国財務省が次官級で「経済ワーキンググループ」を主導し、中国人民銀行と米国財務省が副総裁・次官級で「金融ワーキンググループ」を主導する。両ワーキンググループは、習近平指導部3期目とバイデン政権との間での、経済・金融分野での初の米中間の定期的対話・協議の枠組みとなった。

#### 2. ワーキンググループの開催状況

米中両国は、2023年10月23日と25日、中国との経済ワーキンググループと金融ワーキンググループをそれぞれオンライン形式で初めて開催した。その後、イエレン財務長官は、11月9日、アジア太平洋経済協力会議（APEC）に合わせて訪米した何副首相とサ

ンフランシスコで会談した。同会談のタイミングで、第2回目の両ワーキンググループが開催された模様である<sup>注4</sup>。

米中間の第3回金融ワーキンググループは、2024年1月18～19日に中国（北京市）で開催された<sup>注5</sup>。同ワーキンググループでは、まず、両国間で行われた12月と1月の気候変動ストレステストとグローバルなシステム上重要な銀行（G-SIBs）のリスク解消メカニズムに対する意見交換を行った。また、両者は、金融市場の安定、資本市場を巡る課題、国際金融機関、サステナブルファイナンス、越境決済と越境データ移転、反マネーロンダリングとテロ資金供与対策などを議論した<sup>注6</sup>。

続いて、2月5日～6日、同じく中国（北京市）で、第3回経済ワーキンググループが開催された<sup>注7</sup>。両国は、米中のマクロ経済情勢・政策、G20における財政・金融協力、発展途上国の債務問題、産業政策等について、率直で、実務的かつ建設的な意見交換を行ったという。また、中国は米国に対し、対中追加関税、双方での投資規制、中国企業への制裁等について懸念を表明したという。これに対し、米国は、①中国による国内産業への巨額の補助金や、鉄鋼などを念頭に同国の過剰生産問題などへの懸念を率直に提起した、②米中経済のデカップリング（切り離し）は求めているとの認識を改めて中国側に示した、③イエレン財務長官が年内の再訪中に意欲を示している、と伝えたという<sup>注8</sup>。

#### 3. 今後の展望

##### （1）米国の新たな対中規制で予想される影響

2023年11月15日の米国（サンフランシスコ）での米中首脳会談では、習主席は、バイデン大統領に対し、今回の会談を契機として打ち立てるべき「5つの柱」として、共同で①正確な認識を打ち立てる、②意見の違いを効果的に管理・コントロールする、③互恵的協力を推進する、④大国としての責任を負う、⑤人的・文化的交流を促進するという5項目をあげたという。また、米国による輸出管理、投資審査、一方的制裁などが中国の正当な利益を著しく損ねているとし、中国企業に公平・公正・無差別な環境を提供するよう期待するとした。

米中の経済関係で、イエレン財務長官も2023年7月と11月の会談の際、何副首相に対し、デカップリングを求めているわけではないと表明している。その一方、バイデン大統領は、米国から懸念国への対外投資に関する大統領令に2023年8月9日に署名している。

懸念国には中国のみが指定され、今後、半導体・マイクロエレクトロニクス、量子情報技術、人工知能（AI）の3分野で、国家安全保障にとって重要な機微技術・製品に関わる対外投資を制限するプログラムが新設されることとなる。この新たなプログラムのもとでは、3分野への米国系VCによる投資にも規制が課されるとされる（2024年1月26日付日本経済産業新聞）<sup>注9</sup>。その場合、米国系VCにとっては、3分野への投資に関する入り口だけでなく、中国本土や香港で持分売却（M&A）や新規株式公開（IPO）を通じた出口も閉ざされるリスクにさらされることになる。

## （2）貿易構造の変化と「制度型開放」に基づく米中金融協議の行方

今後の中国経済の対外開放の原則は、第20回党大会の政治報告・第4章の「新たな発展」[質の高い発展]の中で、ハイレベルの対外開放を推進するという項目に、主に以下のとおり盛り込まれている。第一に、中国の超大規模市場の優位性を拠り所とし、国内大循環によって世界の資源要素を集め、国内・国際という2つの市場・資源の相乗効果を高め、貿易・投資協力の質とレベルを高める。第二に、規則や規制、管理、基準等の制度型開放を着実に拡大する。第三に、外資参入ネガティブリストを適度に縮小し、法に基づいて外資系企業の権利・利益を保護し、市場化・法治化・国際化した世界一流のビジネス環境を整備する。

上述の2番目の制度型開放とは、2018年の中央経済工作会議<sup>注10</sup>において、初めて打ち出された概念である。すなわち、従来の商品や要素の流動（動き）を主体とした開放から、規則等に着眼した開放への移行を指し、「規則を研究し、同時に規則の制定過程に参画するなかで、市場化および法治化された手段をさらに多用して進める開放モデルである」とされている。この制度型開放モデルを金融分野に当てはめた場合、中国人民銀行・易綱総裁（当時）は、2022年11月2日、「金融分野の規則、規制、管理、標準等の制度型開放を着実に拡大し、国際的な金融協力やガバナンスに積極的に参画していく」と発言している。また、同モデルを資本市場の文脈で見ると、同年11月5日、証監会・方星海副主席（国際業務担当）は、「企業のクロスボーダーでの資金調達をさらに支援し、国内外投資家のクロスボーダーでの投資をさらに利便化する」と発言している。

一方、米商務省が2024年2月7日に発表した2023年の貿易収支によると、米国の中国からの2023年のモノの輸入額は前年比20.3%減の4272億ドル（2012年以

来11年ぶりの低水準）、米国の輸入額全体に占める割合は13.9%となった。これに対し、米国のメキシコからの輸入額は前年比4.6%増の4756億ドルと過去最高を記録し、輸入額全体に占めるシェアも15.4%に高まり、メキシコが中国を抜いて第1位となった。中国が第1位から外れたのは、2008年以来15年ぶりとなった。なお、中国商務部統計によると、中国からのメキシコ向け直接投資は、2020年は2億6456万ドル、2021年に2億3183万ドル。さらに2022年には4億8852万ドルと過去最高額を記録しており、在メキシコの中国企業による米国向け輸出の増加要因も想定しておく必要がある。貿易構造の変化が進むなかで、米中両当局が資金フロー面でのバランスをどのようにしていくのか、また中国が金融分野等の「制度型」開放をどのように進め交渉のカードとしていくのか、経済・金融の2つの米中ワーキンググループでの議論の展開が引き続き注視される。

注1：「トランプ氏、再選なら中国に60%超関税検討（米大統領選2024）」

注2：関根栄一「米中上場摩擦の激化回避と中国企業の海外上場を巡る動き」『野村資本市場クォーター』2023年春号参照。

注3：米国ピーターソン国際経済研究所は、第1段階合意に基づく2020年の対米輸入目標額（サービスを除く）に対して、達成率は58%にとどまったとしている。新型コロナウイルスの流行に伴う中国の輸入需要の減少も影響したと考えられる。

注4：同会談までに、何副首相は、中国共産党中央で経済運営の司令塔役を担う「財經委員会弁公室主任」に任命されている。また、何副首相は、2023年春の機構改革で党中央に新設された「金融委員会弁公室主任」も兼務している。

注5：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5213248/index.html>

注6：<https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy2033>

注7：[https://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202402/t20240206\\_3928431.htm](https://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202402/t20240206_3928431.htm)

注8：<https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy2078>

注9：「シリコンバレーの中国系団体 米中「分断」もたくましさ（グローバルViews）」

注10：中国共産党中央と國務院が例年12月に主宰する翌年の経済政策運営の基本方針を決めるための会議。

### （筆者略歴）

1991年に日本輸出入銀行（現・国際協力銀行）入行、財務部、北京事務所等を経て、2006年5月に野村資本市場研究所に入社、2010年7月より現職。

