

中国の資本勘定自由化問題

高 橋 美 多

第1節 はじめに

中国は1978年に改革・開放政策を実施してから、はや四半世紀が経過した。この間、毎年平均約10%の高度成長を続けており、デフレ基調が続く世界経済からみれば、まさに「中国の奇跡」といえよう。1980年代末に経済的・政治的混乱があって成長が一時的に大きく鈍化したものの、1992年に鄧小平氏が「南巡講話」を行い、改革・開放の挺入れがなされると、中国経済は再び高度成長の軌道に乗った。その後、市場経済への体制移行のスピードも速まり、非国有セクターは急成長を遂げ、特に私営企業や外資系企業が振興するにつれ、国有セクターの比率が急速に低下している。外資系企業主導の工業製品やハイテク製品の輸出拡大を背景に、21世紀に入ると中国は「世界の工場」と称されるようになった。世界貿易機関（WTO）加盟を果たし世界経済に組み込まれることで、市場移行と産業構造転換のスピードがいっそう速まり、中国の世界におけるプレゼンスはますます高まっている。

こうしてみると、中国経済はいかにも華々しい成長をとげているようにみえる。しかし、中国は市場経済の道を歩み始めたばかりで、体制移行と構造転換の真最中である。高度成長のかげに、所得格差問題、産業調整、金融改革、失業問題など決して楽観できない問題が山積している。その中でも、中国政府にとって無視できない問題の一つが、資本勘定自由化である。

中国は対内直接投資以外の資本勘定取引の自由化に対し、慎重な姿勢をとり続けており、結果的にアジア通貨危機の波及を回避することができた。しかしながら、2001年のWTO加盟に伴う外資系金融機関への規制緩和や中国の經常勘定取引の増加により、資本勘定規制は以前に比べて難しくなっている。こうしたなか、経済成長と外貨準備拡大により中国が世界経済に影響力を持つようになったため、中国国内では、資本勘定の自由化を推し進めることで、人民元を国際通貨化することによる恩恵を受けようというトレンドが高まっている。しかし自由化を行えば、国際金融市場の不安定性に巻き込まれる危険性も潜んでいる。したがって、資本勘定自由化の達成と金融政策の自律性の維持という、両立しがたい一国のマクロ経済目標が中国においてどのように達成されるかについて検討する必要がある。

本稿は、中国の資本勘定自由化について、シークエンス（自由化の順序）に着目し、資本勘定自由化の達成と金融政策の自律性の維持を両立させるよう、どのような順序で資本勘定自由化、為替レートの制御、そして金融政策を実施すべきかを考察する。

以下では、第2節で資本勘定自由化のシークエンスに関する先行研究を整理し、分析視点を提示する。第3節で概説する改革開放から現在までの自由化の経緯を踏まえて、第4節は資本勘定自由化を進めるうえでの最適な政策の順序を検討する。第5節はまとめとする。

第2節 資本勘定自由化のシークエンスに関する先行研究

資本勘定自由化に関する従来の議論は、二つのテーマを中心に展開している。一つは、James Tobin に提唱された議論で、短期のラウンド・トリッピング (round-tripping) が可能な範囲が広いほど、財市場は資本市場のボラティリティの影響を受けるというものである。Tobin は、資本市場の動向はファンダメンタルズの変化と必ずしも関連していないので、最善の対応策は外国為替取引に課税して「車輪に砂をかける」ことだと主張する。もう一つは、Ronald

McKinnon に代表される議論であり、シークエンスに焦点を当てるものである。資本勘定取引と経常勘定取引はどちらが先に自由化されるべきかという問題について、McKinnon は経常勘定取引が先であると指摘する (Dornbusch, 1998, p.21: 邦訳 p.42)。

McKinnon は、経常勘定自由化を先にする理由として、経常取引を自由化すれば、通常、貿易保護措置の削減により経常収支が悪化するので、それを防ぐために為替レートを減価する必要があるが、資本取引を自由化すると、資本流入が増加して為替レートが増価してしまうことを挙げている。また、資本取引を先に自由化すると、国際資本が貿易障壁により保護された非効率的な部門に流入する可能性があるとし唆する (McKinnon, 1973)¹。

また資本勘定自由化と国内金融改革の順序に関して、McKinnon は、資本勘定自由化の前に、国内金融市場の整備や当局による監督強化が必要であると主張している。この点について、かつてビックバン型 (包括的短期決戦型) を支持してきた国際通貨基金 (IMF) でさえ、アジア通貨危機後、その立場を変えつつある。当時 IMF の Economic Counselor であった Kenneth S. Rogoff は、「今日、資本勘定自由化に対するより折衷的なアプローチが必要であることは、すべての人が合意している」と述べている (Rogoff, 2002, p.55)。これは、IMF が政策立案の際に各国の特性を考慮するとともに、自由化の順序の検討や漸進的自由化などの多様な選択肢を含む、折衷的な政策の必要性を認めたということの意味する。同じく Ishii *et al.* は、資本勘定自由化と金融部門改革に関するシークエンスの一般原則をまとめ、「資本勘定自由化と他の政策に関するシークエンスと調整について単純なルールはない」と主張している (Ishii *et al.*, 2002, p.16)。

ここから分かるように、資本勘定自由化問題を検討する際には、各国の個別事情を考慮した上で、資本勘定自由化と経常勘定自由化、そして資本勘定自由化と国内金融改革のシークエンスを検証することが重要な課題となる。

1 この議論はすべての論者から支持されてきたわけではない。経常勘定と資本勘定の同時自由化を主張する論者もいる (例えば Krueger, 1981)。また、適切な順序は自由化以前の経済の歪みのタイプと大きさに依存するとの主張もある。

第3節 資本勘定自由化と為替制度の改革

中国は、1996年にIMF 8条国へ移行し経常勘定を自由化したが、資本勘定については部分的にしか自由化しておらず、特に国際短期資本移動を厳しく規制している。このため、アジア通貨危機の波及を回避することができた。そしてWTO加盟以降、関税を徐々に引き下げるとともに、外資系金融機関への規制緩和が進んでいる。本節では、資本勘定制度と為替制度の改革を振り返り、中国の資本勘定自由化がいかなる歩みを辿ってきたかについて概説する。

3.1 改革開放初期～1994年における自由化の試み

中国は1978年に改革開放路線をとることによって、対外貿易や対中投資が拡大していたが、外貨取引は政府の厳しい統制下に置かれていた。当時は資本勘定だけではなく経常勘定の自由化もなされていなかったため、企業が貿易で得た外貨を自由に使うことができなかった。1979年に、外貨所得の一定割合を留保することができるようになり、翌年の1980年から外貨兌換券が発行された。これは、外国人や外国企業が外貨を人民元と交換することが禁止されていたため、人民元の代わりに発行されたものである。また、1981～1984年における為替レートは、公定レートと内部決済レートが並存する、いわゆる二重相場制が採用されていた。内部決済レートは、公定レートよりも割安に設定されており、中国企業にとって有利な条件で輸出することが可能となった。

1985年以降は、公定レートと外貨調整センターレートが並存する二重相場制へ変更された。外貨調整センターレートは、同年に創設された外貨取引調整センターにおいて、輸出により得た外貨留保額の仲介取引をする際に用いられる為替レートである。外貨取引調整センターは、1994年の為替制度改革で外貨留保制度が廃止されるまで、外貨調整の役割を果たしていたといえる。

3.2 1994年～2005年における自由化の進展と為替制度改革

1994年より、公定レートと外貨調整センターレートが一本化され、市場の需給に基づく管理フロート制が導入された。また、銀行間の外為市場が設立され、貿易における外貨の売買が容易に行われるようになった。さらに1996年に經常勘定を自由化し、經常取引における人民元の交換性が実現することにより、中国はIMF 8条国へ移行した。

一方、外貨の集中管理や、証券投資などの資本勘定取引の規制が強化された。それは、国内の景気過熱に伴うインフレが深刻化しているなかで、人民元への信任の低下、外貨投機や外貨のヤミ市場の拡大など、金融秩序が著しく乱れた1990年代初期の状況を正すための措置であった（曾根，2010，pp.354-355）。

資本取引、特に短期資金流入が厳しく規制されていた結果、1997年のアジア通貨危機では、中国は直接的な被害を回避することができた。そのため、中国政府の資本勘定自由化への姿勢はさらに慎重になっていた。一方、2001年に中国がWTOに加盟することにより、金融市場の開放が進められるようになる²。これにより、銀行や保険などの分野への外国資本の参入がなされた。同時に、銀行間外為市場が整備され、マーケットメーカー制度³、外貨先物取引制度などが試験的に導入されるようになった。

これと並行して、直接投資の規制は、徐々に緩和されてきている。その中でも、対内直接投資については、製造業では規制がかなり緩和されている。サービス分野でも規制緩和が進み、2003年には外国資本が株式の過半数を所有する貿易会社の設立が認められた。また、2004年に小売・卸売分野の独資会社の設立が許可され、小売業の設立地域の制限も撤廃された。

資本流入面での規制緩和として、2002年のQFII（適格外国機関投資家）制度⁴の創設、2005年の外国投資家の上場企業への戦略投資の容認、2002年及び2006年の外国投資家による国内企業のM&A規定が挙げられる⁵。特に対内証

2 WTO加盟の際に中国が承諾した条件を実行する義務が生じたためである。

3 マーケットメーカーが一つの銘柄の株式の買い気配と売り気配を同時に提示し、投資家はその買い気配で株式を売却するか、あるいは売り気配で株式を購入する。

4 政府が指定する外国金融機関が国内金融市場で取引することを認める制度である。

券投資については、従来、中国の国内金融市場において非居住者が購入できるのは、B株と呼ばれる、外貨で売買する一部の株式のみであった。2002年に創設された QFII 制度により、一定の条件を満たした海外の機関投資家は、人民元建ての A 株や国債、社債、転換社債などを売買できるようになった。ただし、実際にはこの制度の資格条件がかなり厳しく、海外の中小規模の機関投資家はほとんど条件を満たせないため、QFII 制度は投資家の利便性よりも市場の安定が重視されていたと考えられる（糠谷，2003，pp.49-50）。

3.3 2005年為替制度改革以降の自由化の展開

2001年の WTO 加盟後、対中直接投資が拡大するとともに、工業製品の輸出が急増した。そのため、多額の対中貿易赤字を抱える米国から、中国政府が外国為替市場に介入し為替レートの増価を妨げていることへの批判が高まった。中国政府は1997年10月より 1 ドル=8.28元の固定為替レートを維持してきたが、2005年7月、人民元の対ドルレートを約 2% 切り上げた。その後も切り上げを徐々に進めつつある。

しかしながら、中国の経常収支及び資本収支黒字は依然として増加傾向にあった。その結果、中国政府の外国為替市場への介入により、2007年末時点での外貨準備高は、前年比43.3%増の 1 兆5300億ドルへと急増した。このことが中国国内の過剰流動性の問題を引き起こすこととなる。そこで、対外投資について、居住者（国内投資家）に対外証券投資を目的とした人民元持出しを認めた QDII（適格国内機関投資家）制度⁶が2006年に創設された。

資金の対外借入や貸出については、居住者の非居住者からの借入は規制されている。さらに、非居住者への貸し出しは、より厳しく規制されている。ただし、2009年より、中国企業の海外子会社に対する貸付は認められている。

以上のように、改革開放初期から現在に至るまで、直接投資の規制は、徐々

5 資本流出面については、毎年何らかの形で対外直接投資に関する緩和がなされた（野村資本市場研究所，2009，p.10）。

6 政府が指定する金融機関を通じて、国内の機関投資家などが香港や外国の資本市場へ投資することを認める制度である。

中国の資本勘定自由化問題

表1 資本移動規制の緩和状況（2002～2007年）

時期	内容	管理対象		対象となる資本フロー		改革の方向		
		居住者		非居住者	流入	流出	緩和	規制
		企業	個人					
2002年	11月	外資購入による国有企業リストラ	○			○		
2002年	11月	QFII（適格外国機関投資家）制度			○	○	○	
2002年	12月	国内外貨貸出に関する外貨管理方式の改革	○			○		
2003年	1月	国内住居者（個人）向け外貨担保による人民元貸出		○		○		
2003年	1月	外債管理	○		○		○	
2003年	2月	外商投資によるベンチャー企業向け投資			○	○	○	
2003年	3月	外商直接投資に関する外貨管理の整備			○	○	○	
2003年	3月	対外投資に関する外貨資金源審査の簡素化	○			○	○	
2003年	7月	対外投資に関する「利潤保証金」の返還	○			○	○	
2003年	9月	海外上場に関する外債管理の整備	○		○		○	
2003年	10月	対外投資に関する外債管理改革の更なる深化	○			○	○	
2004年	6月	国内外資銀行の外債管理	○			○	○	
2004年	10月	多国籍企業の外貨資金の内部運営管理	○		○	○	○	
2004年	11月	個人財産の対外移転行為の規範化		○		○	○	
2005年	2月	海外上場の外債管理	○			○		
2005年	3月	企業の対外 M&A に関する事前報告制度	○				○	
2005年	3月	海外投資に関する外債管理	○	○		○	○	
2005年	4月	外貨担保による人民元貸出	○		○		○	
2005年	5月	対外投資の拡大のための外債管理	○			○	○	
2005年	5月	「国有企業海外商品先物リスクヘッジ業務に関する外債管理オペレーション規定」の改正				○	○	
2005年	10月	外債管理の整備	○		○		○	
2005年	10月	国内居住者の海外 SPC を通じた資金調達及び迂回投資に関する外債管理	○	○		○	○	
2005年	12月	外国投資家の上場企業への戦略投資		○	○			
2006年	4月	QDII（適格国内機関投資家）制度	○	○		○	○	
2006年	4月	商業銀行の顧客を代理した海外運用業務	○			○	○	
2006年	6月	対外投資に関する外債管理政策の一部調整	○			○	○	
2006年	7月	不動産市場への外資参入及び管理の規範化			○	○	○	
2006年	8月	QFII による国内証券投資			○	○	○	
2006年	8月	基金管理会社による対外証券投資の外債管理	○	○		○	○	
2006年	8月	外国投資家による国内企業の M&A		○	○		○	
2006年	9月	不動産市場での外債管理			○	○	○	
2006年	11月	商業銀行の顧客を代理した海外運用業務に関する外債管理	○			○	○	
2007年	6月	不動産業への外商直接投資の審査及び監督	○	○		○	○	
2007年	7月	保険資金の対外投資管理	○			○	○	
2007年	8月	国内個人の海外証券への直接投資		○		○	○	

出所) 野村資本市場研究所 (2009) 図表 2
出典) 『財経』2009年5月号「金融実務」

に緩和されているのに対して、証券投資などの資本勘定取引の規制が強化している。WTO 加盟を境に、金融市場の開放が進められたものの、その翌年であ

る2002年以降、規制強化も少なからず実施されている。近年の資本移動規制の緩和状況をまとめたのが表1である。表1からわかるように、2000年代初頭以降も、市場動向に合わせて中国政府が慎重に資本勘定を管理しようという意図を窺うことができる。

第4節 資本勘定自由化をめぐる政策の順序

現在、中国政府が人民元の国際化に向けた政策を実行していることに伴い、さらなる規制緩和により資本勘定自由化を求める趨勢が中国国内において強まっている。資本勘定自由化が進めば、人民元の国際化への促進にもつながると考えられる。そこで本節は、人民元の国際化と資本勘定自由化に着目し、シークエンスの視点から資本勘定自由化がいかに進められるべきかについて検討する。

4.1 人民元の国際化

人民元の国際化に関連した政策について、人民元の他国への供給面では、2008年12月に始まる中央銀行間の通貨スワップ協定、2009年7月以降の人民元建て貿易決済の実施（2011年8月に試行範囲が全国に拡大）、2011年1月以降の人民元建て海外直接投資の認可が挙げられる。一方、貿易相手国・地域の保有する人民元の運用面では、2007年以降の香港における人民元債発行に加えて、2010年以降は、香港に流入した人民元が中国大陸に還流しないという条件の下で、香港では他の外貨と同様に人民元建て金融サービスが提供できるようになっている（神宮、2011）。これに伴い、人民元の国際化に向けた動きがさらに強まっている。

人民元が国際化すれば、いかなるメリットとデメリットを考えられるであろうか。表2にあるように、人民元の国際化に関するメリットとして、人民元の国際的な地位向上や通貨発行益などが挙げられる。そして、貿易の決済通貨となることで、為替リスクがなくなり、為替リスクを回避するための外貨先物取

中国の資本勘定自由化問題

表2 人民元の国際化に関するメリット及びデメリット

中国側	メリット	デメリット
首都経済貿易大学金融学院 副院長 謝太峰教授 (2009年8月7日付新華社)	<ul style="list-style-type: none"> ①人民元の国際的な地位向上につながる。 ②国際金融制度の構築や国際ルールの制定における中国の発言力を強めることとなる。 ③通貨発行益を得ることができる。 ④貿易取引と非貿易取引で人民元を直接使って支払・決済ができる。 ⑤人民元が国際準備通貨になれば、外債を減らし、巨額の外債準備の管理コストの削減になる。 	<ul style="list-style-type: none"> ①人民元が自由兌換可能な通貨となり、資本取引へのコントロールを失い、国内金融市場が海外の投機資金からの打撃を受ける可能性がある。 ②人民元に対する通貨需要の増加によりインフレの可能性が出てくる。 ③金融当局がマネーサプライに対する管理能力を失い、金融政策の効果が薄れる可能性がある。 ④人民元が国際準備通貨になることで国際収支が赤字となり、輸出減と輸入増をもたらす、雇用と経済成長が保てなくなる可能性がある。
中国社会科学院世界经济政治研究所国際金融室副主任 張明研究員 (2009年5月25日付報告)	<ul style="list-style-type: none"> ①通貨発行益を得ることができる。 ②通貨発行国（中国）が外国政府と投資家に対し、自国通貨建て（人民元建て）で債券を発行することができる。 ③人民元を対外貿易と国際投資の決済に使うことができる。人民元で外国為替市場に介入できるため、外債準備を積み上げる必要性が低くなる。この結果、過剰流動性と資産バブルを回避し、外債準備の価値の損失を軽減できる。 ④国際貿易と国際投資に関する為替変動の不確実性の影響を緩和し、外為交換に伴うコストを低減する。 ⑤人民元の完全な国際化は、資本移動の全面的自由化を意味し、中国の金融市場の発展を後押しする。また、人民元建ての金融商品が広く販売、利用されることで、人民元の国際通貨化を促す。 	<ul style="list-style-type: none"> ①マクロ経済政策運営が難しくなり、政府のマクロ経済の目標の実現能力を弱める。 ②海外投機家が容易に人民元を入手でき、人民元に対する投機リスクと投機規模が高まる可能性がある。 ③人民元の国際化は、比較的長い期間の元高を伴い、輸出競争力に悪影響をもたらす、外債建て資産の大幅な目減りももたらす可能性がある。（→外債の価値の維持と増加を米国の金融政策に依存するのではなく、自ら人民元を切り上げ、元高に伴う構造調整の利益と人民元の国際化で獲得する通貨発行益で、元高による外債準備の目減りを補った方が賢明である。）

出所) 野村資本市場研究所 (2009) 図表47

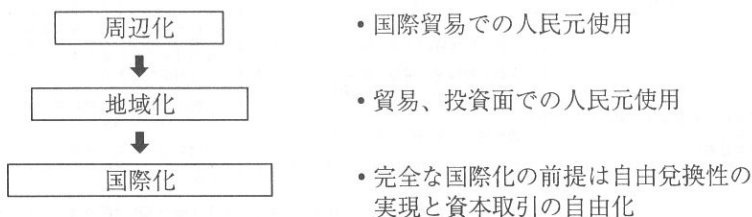
引などのコストも削減できるという利点をもつ。デメリットとしては、為替レート、マネーサプライなどへの政府のコントロールが難しくなることが考えられる（野村資本市場研究所，2009，p.80）。

国際化の進め方に関して、2009年に呉念魯氏⁷は、図1のように、周辺化、地域化、国際化という順序をとるべきと述べた。これは、まず国境貿易での人民元使用を増やし、次第に貿易・投資における使用を拡大しながら、最終的には国際通貨にしようとするものである（野村資本市場研究所，2009，p.83）。

実際、人民元による国際貿易決済はすでに2009年から試験的に始まり、2010年6月には全国20の省・自治区・直轄市に所在する条件を満たした企業が⁸、世界の各国との貿易決済に人民元を利用できるようになった⁸。人民元による貿易決済が急拡大した結果、2010年6月～11月の人民元建て貿易決済額はおよそ

7 中国国際金融学会副会長兼秘書長。

図1 人民元の国際化の方向



出所) 野村資本市場研究所 (2009) 図表48
出典) 『経済観察報』2009年10月1日

3,400億元 (貿易額全体の3%) にのぼったと推測される (中村, 2011)。

4.2 人民元の国際化と資本勘定自由化

2011年4月27日のシンポジウムでは、中国国家外貨管理局資本管理司の孫魯軍司長は、第12次5ヵ年規画綱要 (2011~2015年) において、人民元建ての資本勘定の自由化を徐々に実現することを明らかにした。その主な内容は下記の通りである。

第1に、資本管理措置を改革・廃止し、管理費用を下げ、為替制度の透明性と効率性を高め、市場主体による資源配置の合理化、リスク分散と競争力の向上を促進しながら、市場経済の健全かつ持続可能な発展を実現する。

第2に、国家の経済発展と金融改革の発展戦略により、リスク制御が可能であるという前提の下に、統一的な計画を次第に展開するという原則に基づき、資本勘定に関する外貨管理改革を推進し、徐々に人民元建ての資本勘定の自由化を実現する。

第3に、国際資本移動に関するデータの収集と分析、モニタリングと早期警

8 現在、英国政府とシンガポール政府は、それぞれ人民元オフショアセンターを自国内に設置し、金融センターとしての地位を高めたいと考えている。これに対し、2011年9月8日、王岐山副首相は、ロンドンで行われた第4回英中経済対話で、英国のジョージ・オズボーン財相に対し、ロンドンを人民元オフショア市場として発展させることを支持すると述べた。ここから、中国政府が人民元を国際化したいという強い意向が読み取れる。

告システムを整備・実施し、国際資本移動のリスクを回避することで、国家の経済的安定を維持する⁹。

上記の方針を裏付けるように、中国国家外為管理局（SAFE）は同日、一部の資本勘定取引における手続きを簡素化するとともに、貿易決済に関する規制を2011年6月から緩和することを発表した。具体的には、輸入業者は120日を越える支払い遅延について、当局の許可を求める必要がなくなるほか、海外に上場する国有企業が外貨資金を中国国内の年金基金に移す際にも、当局の許可が免除される。これらは、人民元の完全な交換性の実現に向けた段階的な取り組みの一環である¹⁰。さらに2011年8月に、中国政府がクロスボーダー人民元建て直接投資¹¹の管理について世論調査を行った。こうした動きから、近い将来に、中国への人民元建て直接投資を解禁すると予測される。

さらに中国国内では、資本勘定自由化による恩恵を積極的に享受すべきだという考えが支持されるようになった。これは、外国資本による中国への投資を促進し、直接投資のみならず資産運用目的での投資についても大幅な自由化を求めるものである。その狙いは、債券市場などにおいて市場メカニズムが機能する金融市場を育成し、金融取引の効率性を高めるというものである。また、債券市場や株式市場などへの外国投資を拡大させ、企業の資金調達のを増やす。資本流出に関しては、中国企業の対外投資を自由化し、海外企業へのM&Aを通じて経済活動を活発化させる。加えて、貿易や金融市場での人民元利用を促進させることで人民元の利便性を高め、人民元建ての決済額を増加させるとともに、国際的影響力を高めることができると考えられる¹²。

9 http://203.192.6.79/201104/aaa228135812_1.htm。

10 <http://jp.reuters.com/article/forexNews/idJPnJT892289620110527>。

11 クロスボーダー人民元建て直接投資とは、外国投資家が中国大陸以外で合法的に取得した人民元を用いて行う中国への直接投資である。

12 SAFEの李超副局長は2011年5月に、中国が広範にわたる資本統制を維持すると経済の不均衡の悪化や必要な改革の遅れを招く懸念があり、資本勘定の一段の開放は中国の経済発展に沿ったもので市場による資源配分をもたらす現実的な方法だと述べた。また、政府系ファンドの中国投資有限責任会社の謝平副総経理は4月に、中国は安定した経済成長を続けている、十分な外貨準備を保有しているといった、資本勘定での兌換自由化に必要な条件をクリアしていると述べた。

4.3 政策の最適な順序

前述のように、人民元の国際化を進めるための政策を実行していることに伴い、中国国内では、さらなる資本勘定自由化を求める趨勢も強まっている。しかしながら、周知のように、資本勘定自由化にはデメリットもある。その最大のもは、国際金融市場の持つ不安定性に直面することである。そのため、短期的な資本移動の急増がもたらすリスクにも注意を払うべきである。

2010年9月の中国証券報によれば、中国は、輸出企業を対象とする人民元建て貿易決済の承認、香港域内での人民元利用の拡大、外資系銀行による本土債券市場へのアクセス拡大を実施している。将来人民元を完全に国際化すれば、中国経済の変動が激しくなり、金利や為替レートの動きも不安定となる。こうした事態を避けるためにも、人民元の国際化を進めるにあたって、資本勘定取引の自由化を急ぎすぎてはいけない。つまり、資本勘定の自由化の達成と金融政策の自立性の維持を両立させるよう、いかなる順序で政策を実施すべきかという問題を検討することが重要になってくる。

資本勘定自由化を推進するには、考慮しなければならないのは、国内銀行システム、国内の資本市場そして為替レートである。Lardy and Douglas によれば、この3つの要因において、中国には以下の問題が存在する。第1に、現在は預金金利が低い水準にあるが、資本勘定自由化がなされたときに海外の金利が高ければ、国内の預金の多くが海外に流出してしまう可能性がある。第2に、社債市場が未発達であるため、現時点で資本勘定自由化をすれば、企業の海外からの借り入れが増加し、通貨及び借入期間のミスマッチが生じる。第3に、現在の人民元の為替レートは、外国為替市場への政府介入がなかった場合に比べて、低い水準に置かれている(Lardy and Douglas, 2011)。したがって、中国が資本勘定自由化を進める前に、金利自由化を実施する必要がある。それに加えて、国内銀行システム、国内の資本市場そして為替レートを是正しなければならないのである。

またLorenzo CappielloとGianluigi Ferrucciは、効率的な外国為替市場を実現するためには、資本市場が政府のコントロールから自由な状態にあり、かつ資本勘定が開放されていなければならないと指摘する。しかし、固定為替

レートのもとで資本市場が開放されれば、人民元の大幅な増価を期待して大量の投機的資本流入が起こると考えられる。よって中国はまず為替レートを信頼できる均衡水準に置き、その一方で徐々に資本勘定を開放すべきである。具体的には、1. 資本勘定を自由化した時に外国為替市場で実現可能な為替レートを設定する。2. 資本勘定自由化と国内資本市場を同時に漸進的に自由化する。3. 変動為替レートへ変更する。4. 自律的な金融政策を実現するという政策の順序が望ましいのである (Cappiello and Ferrucci, 2008, p.53)。つまり中国政府は、資本勘定自由化に先行して、為替レートを切り上げなくてはならない。それをせずに資本勘定自由化を実現すれば、市場均衡から乖離した為替レートの固定相場制と資本勘定自由化という組み合わせとなり、アジア通貨危機のような事態を招きかねないこととなる。したがって、中国の外国為替市場と資本市場が開放される必要がある。そして変動為替レートを採用することで、自律的な金融政策がとれるようになる。

一方、国内資本市場の自由化や経済政策の在り方に関して具体的に何を実行すべきかについて、国務院発展研究センター金融研究所所長の夏斌氏はマクロ・プルーデンス政策に基づく金融監督やマクロ経済調整の柔軟性の強化を挙げた。その狙いは、マクロ経済調整を、従来の量的規制や行政措置から、金利政策など間接的なものに切り替えるのである。夏氏によると、資本取引の自由化が進むにつれて、金利裁定や投機などに伴う資本移動の規模が巨大化することに政策的に対応できるようにすると同時に、国内の市場化改革を推し進めるべきである。これは、生産要素の価格決定メカニズムやサービス分野、金融業などの市場化を実現し、外部からの影響をできる限り市場が許容できる範囲に抑えるためである (夏, 2011, 邦訳 p.38)。

以上からわかるように、通貨危機や国内市場の混乱を避けながら自由化の利益を享受するには、資本勘定自由化は外国為替市場と国内金融市場のあり方を考慮しながら進めるべきである。現在の中国経済の状況を鑑みれば、安易に為替レートを切り上げることができない。よって、現時点で資本勘定自由化の実行は、中国にとって得策ではないのである。

第5節 おわりに

中国は近年、高い経済成長や低いインフレ率、金融機関の抱える不良債権の減少¹³などにより、マクロ経済状況は安定化している。さらに、2011年3月末に中国の外貨準備高は3兆447億ドルにのぼった。こうして、資本流出に対応するのに十分な額の外貨準備を有していることから、資本勘定自由化の条件が整いつつあると考えられがちである。しかしながら、順序を無視して資本勘定自由化を先行して行えば、アジア通貨危機のような事態に直面してしまう恐れがある。その影響は一国に止まらず、世界経済にも及ぼすこととなる。

本稿は、人民元の国際化に向けた動きが強まっている中で、資本勘定自由化、為替制度、金融政策の3者の関連性について検討し、中国の資本勘定自由化を進めるうえで望ましい政策の順序を示した。具体的には、1. 資本勘定を自由化した時に外国為替市場で実現可能な為替レートを設定する。2. 資本勘定自由化と国内資本市場を同時に漸進的に自由化する。3. 変動為替レートへ変更する。4. 自律的な金融政策を実現するというものである。

そして市場の自由化及び発展につれて、政府によるマクロ経済の監視・運営能力の向上、金融機関によるリスク制御能力の向上を伴う必要がある。それを実現することによって、中国などの発展途上国において金融のグローバル化がもたらす効果として、効率的な資本の配分やリスク分散が可能になることだけでなく、それに付随する潜在的な効果を生じ得ると考えられる (Kose et al., 2006)。それは、金融市場の発展、金融機関のコーポレートガバナンスの向上、行政による政策遂行能力の向上¹⁴、財政金融政策の改善などである。ただし、この点を検討するには本稿の主題とは別の議論が必要であるため、これについては今後の研究課題としたい。

13 中国の四大国有商業銀行の不良債権比率は、2001年末の25.37%から、2006年3月末の9.8%へと低下した。

14 汚職の減少、行政手続きの簡素化、政策の透明化を指す。

参考文献

(英語)

- Cappiello, Lorenzo, and Gianluigi Ferrucci (2008) "The Sustainability of China's Exchange Rate Policy and Capital Account Liberalisation," Occasional Paper Series, No.82, European Central Bank.
- Dornbusch, Rudiger (1998) "Capital controls: An idea whose time is past," in Stanley Fischer *et al.* *Should the IMF pursue capital-account convertibility?*, Essays in International Finance, no.207, Princeton University.
- Ishii, Shogo, Karl Harbermeier *et al.* (2002) *Capital account liberalization and financial stability*, Occasional Paper, No.211, IMF.
- Kose, M. A., E. Prasad, K. Rogoff, and S.-J. Wei (2006) "Financial Globalization: A Reappraisal," IMF Working Paper, No 06/189.
- Krueger, Ann (1981) "Interactions between inflation and trade-regime objectives in stabilization programs," in William R. Cline and Sidney Weintraub eds. *Economic stabilization in developing countries*, Brookings Institution, Washington, D.C.
- Lardy, Nicolas and Patrick Douglas (2011) "Capital Account Liberalization and the Role of the Renminbi," Peterson Institute for International Economics, Working Paper Series, February.
- McKinnon, Ronald I. (1973) *Money and capital in economic development*, Brookings Institution, Washington, D.C.
- Rogoff, Kenneth S. (2002) "Rethinking capital controls: When should we keep an open mind," *Finance and Development*, December, pp.55-56.

(日本語)

- 徐燁聡 (2003) 『入門 中国の証券市場』東洋経済新報社。
- 神宮健 (2011) 「ロンドンの人民元オフショア市場設立の意向と中国の支持」9月12日、<http://fis.nri.co.jp/report/commentary/jingu/000443.html>。
- 曾根康雄 (2010) 「中国の対外資本取引開放の現状と課題」国宗浩三編『国際資本移動と東アジア新興国の経済構造変化』アジア経済研究所。
- 中村哲也 (2011) 「人民元、国際決済通貨へ向けた取組みが加速」『Asian Insight』1月19日、http://www.dir.co.jp/souken/asia/asian_insight/110119.html。
- 野村資本市場研究所 (2009) 「中国の人民元国際化に向けた動きに関する調査」野村資本市場研究所。
- 糠谷英輝 (2003) 「中国為替相場制度変更の可能性」『国際金融』4月15日。

(中国語)

- 夏斌 (2011) 「2020：中国金融战略」『国際経済評論』2011年第2号(邦訳「2020年までの中国の金融戦略への提案」『中国資本市場研究』2011年夏号、pp.30-52)。

