

## 第10章

# 中国の対外資本取引開放の現状と課題

曾根 康雄

### はじめに

中国は、1990年代、資本自由化を積極的に進めた他のアジア諸国とは異なり、自国の経済・社会の安定を図るために資本取引の対外開放（資本自由化）には慎重な政策を採ってきた。そのため、アジア通貨・金融危機に際しては、通貨危機・銀行危機に陥ることを回避できた。一方、2001年のWTO加盟以降は、中国への資金流入が急増し、国内には過剰流動性の問題を抱えることになった。

本章では、改革開放政策に転換した1978年以来の資本取引・為替制度の流れを概観し、次に、おもにアジア通貨・金融危機以降の、国内の金融改革の進展と課題を整理するとともに、2008年のグローバル金融危機への対応をアジア通貨・金融危機時との対比で評価し、マクロ経済運営上の問題点を指摘する。最後に、資本自由化に向けた動きとも取れる対外投資の規制緩和に焦点を当て、国家の経済発展戦略における資本取引自由化の展望について検討したい。

## 第1節 中国の対外資本取引制度の変遷

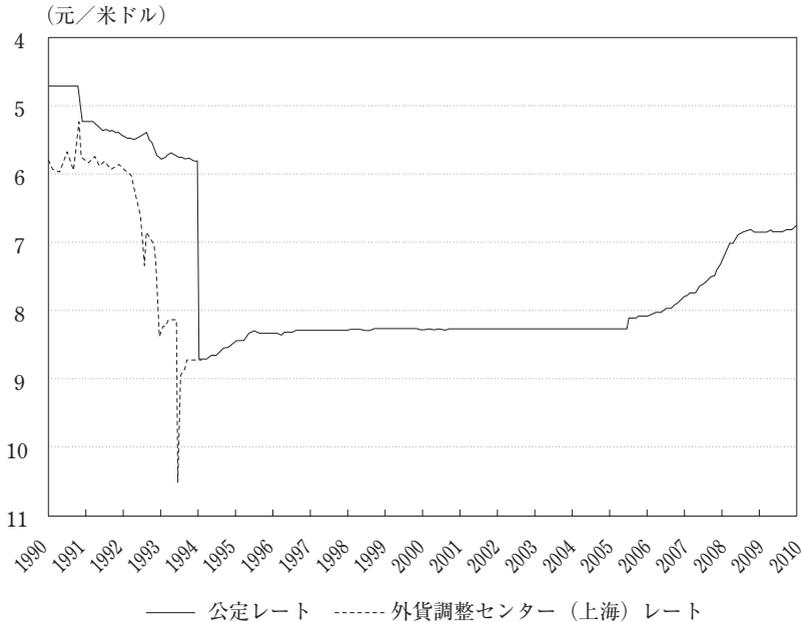
### 1. 1994年の為替改革とアジア通貨・金融危機

1978年の改革開放政策開始以降、西側諸国との貿易や海外企業の対中投資が増大するなかで、中国の外国為替や資本取引に関する規定はおもにマクロ経済管理の必要に基づいて定められてきた。1980年代は、外国人や外国企業が外貨と人民元を直接交換することは禁止され、人民元の代わりに外貨の裏づけのある国内流通通貨として「外貨兌換券」が発行された。また、人民元の為替レートは公定レートのほかに、中国製品の輸出競争力の維持・向上および貿易収支の均衡回復のため、公定レートよりも割安な内部決済レートが適用された時期もあった。市場の需給でレートが決定される「外貨調整センター」が創設され、市場レートに準ずるレートが形成されたのは、1980年代後半に入ってからのものである。資本取引については、中南米の債務危機の教訓から、対外借入れに慎重な政策を堅持し、対外債務も中央政府が厳しく管理していた。

中国が、自国と海外との間の資本取引の改革に、本格的に取り組みはじめたのは1994年からである。1992年の鄧小平の南方視察（「南巡」）を経て、「社会主義市場経済」の建設が明確な目標になり、人民元と外貨との交換性実現を目指した改革がようやく始まる。1994年1月より実施された新たな為替制度では、公定レートと市場レートが一本化され、中国人民銀行が銀行間為替市場における前日の平均終値を基に毎日の公定レートを発表する、管理変動相場制（管理フロート制）が導入された（図1）。また、外貨の集中管理が実施され、国内企業の獲得外貨は原則としてすべて外国為替指定銀行に売却することになった<sup>(1)</sup>。

1996年4月には「外国為替管理条例」が施行され、貿易決済などの經常収支勘定については人民元と外国通貨との交換性が実現し、「IMF 8 条国」に

図1 人民元の対米ドル為替レートの推移



(出所) 中国人民銀行, 国家外為管理局, CETC データベースより作成

移行したが、証券投資などの資本収支勘定については、むしろ規制が強化された。外貨の集中管理、資本収支勘定の厳格な管理は、国内の景気過熱に伴うインフレが深刻化するなかで、人民元への信任が低下し、資本流出（資本逃避）の懸念が高まり、外貨投機や外貨のヤミ市場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。こうした措置は、タイや韓国など他のアジア諸国が資本取引の自由化を積極的に進めていた当時の状況からすれば、時代の潮流に逆行するものであったが、中国の経済・社会の安定維持の必要という国情からすればやむをえなかった。

為替管理の強化は、1997年に勃発したアジア通貨危機で功を奏した。米ドルとの固定レートを維持していたアジア各国通貨が次々に暴落するなか、市場では人民元的大幅切り下げの懸念が浮上した。そうした事態に際し、中国

政府は「人民元は切り下げない」と公約し、その公約を守ることで国際的な評価を高めたが、これは1994年以降の資本取引への規制強化があったからこそ可能だったのである。すなわち、1994年以降、中国は国際的な短期資金の移動を厳しく規制していたがゆえに、地場銀行の短期資金の対外借入れに多くの制約があり、「ダブル・ミスマッチ」(マチュリティー・ミスマッチとカレンシー・ミスマッチ)<sup>(2)</sup>の発生を免れた。このため、他のアジア諸国が遭遇した、①国際流動性が枯渇することによって生じる為替レートの暴落(通貨危機)、および②ダブル・ミスマッチ問題の顕在化による地場銀行の債務超過と流動性不足(銀行危機)、という「双子の危機」(資本収支危機)に陥るのを回避することができたのである(吉富[2003:137])<sup>(3)</sup>。

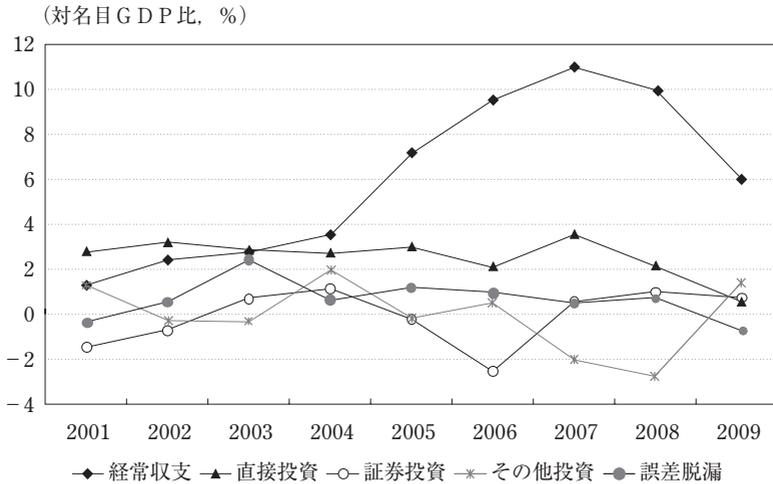
投機的資金がいっせいに引き揚げて通貨価値の大幅な下落を招いた東南アジア諸国の教訓を生かし、中国政府は資本自由化、とくに資金流出には警戒的な姿勢を取りつづけることになる。もっとも、アジア通貨危機に際して人民元の為替レートの切り下げを回避したものの、これによって人民元の為替レートが米ドルに固定されるかたちになり、1994年に導入した管理変動相場制が有名無実化してしまったことも事実である。

## 2. WTO 加盟と資金流入の増大

2001年12月の中国のWTO加盟は、中国をめぐる国際資本の流れを大きく変化させる契機となった(図2)。

WTO加盟は、中国が経済活動において国際ルール遵守を約束したことを意味し、外国企業にとっては中国での事業活動のリスクが大きく低下することになった。20世紀末のIT革命による経済のグローバル化、生産工程のモジュール化は、国際分業体制再編の流れを一気に加速したが、中国のWTO加盟が重なったことで、従来は対中投資に慎重だった外国企業が、いっせいに生産コストの安い中国への生産拠点のシフト、すなわち生産のアウトソーシングを始めた。対中直接投資額(実行ベース)は、1991~2000年の年平均

図2 国際収支の要因分解

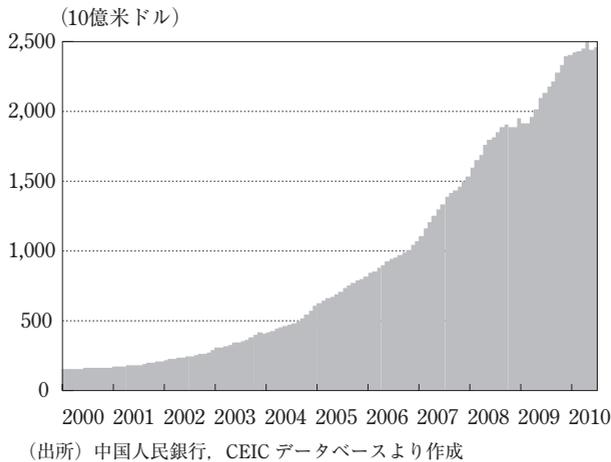


(出所) 中国人民銀行, CEIC データベースより作成

328億米ドルから2001~07年は同631億米ドルへといっきょに増大した。その結果、中国は、多国籍企業の生産工程（とくに最終製品の組み立て工程）が集積し、全世界に対して完成品を輸出する「世界の工場」の地位を急速に確立した。

中国は、実物経済面で「世界の工場」としてグローバル経済に組み込まれたわけだが、それに伴い、中国をめぐる国際資本フローにもさまざまな変化が生じた。第1に、海外の企業による対内直接投資の増加である。前述のように、2001年12月のWTO加盟以降、対内直接投資（ネット）はそれ以前に比べ倍増し、毎年400億米ドルを超える水準で推移している。第2に、財・サービスの純輸出すなわち経常収支の黒字拡大に伴う資金流入である。貿易収支の黒字額は、2000年の241億米ドルから2007年には2620億米ドルと10倍以上に膨れ上がった。この間、輸出総額（通関ベース）は年平均25.4%の伸び率で拡大する一方、輸入代替の進展および最終消費財の輸入拡大のペースが緩慢であることから、輸入の伸びは同期間に年平均22.9%と輸出を下回っ

図3 外貨準備高の推移



た。

第3に、こうした正規の経済活動による資金流入のほかに、人民元の切り上げを見込んだ投機的資金（ホットマネー）の流入も無視できない。中国は外国為替取引を厳しく規制しているが、2003年以降、人民元の切り上げ観測が台頭し、正規・非正規のさまざまなルートを通じてホットマネーが流入している（第3節で考察する）。これらの資金流入により、中国は2006年2月以降、日本を抜いて世界一の外貨準備保有国となった。2010年3月末の外貨準備高は2兆4471億米ドルに達し、2001年末比で11倍強に増加した（図3）。

### 3. 2005年の為替制度改革と過剰流動性

2001年12月のWTO加盟を契機とした、中国経済の発展の加速および国際資本移動の変化により、人民元に対する評価も大きく転換することになった。WTO加盟を契機に中国は「世界の工場」の地位を築き上げたが、アメリカを筆頭とする先進国からは、対中貿易赤字はもちろん、中国の輸出攻勢による国内産業の空洞化や雇用機会の喪失を危惧する、いわゆる「中国脅威論」

が台頭し、これを是正するために人民元の為替レートを切り上げるべきだとする議論が沸き起こり、金融市場で人民元切り上げ期待が高まった<sup>(4)</sup>。

こうしたなか、2005年7月、中国政府は1994年以来となる人民元為替制度の抜本的な改革を実施した。その骨子は、①人民元の対米ドル為替レートを約2%引き上げる、②通貨バスケットを参考とした管理変動相場制を採用する、③為替市場における日々の変動幅の上限を対米ドルで上下0.3%とする、というものである。中国政府は、これらの措置は人民元の柔軟性を高めるものであると強調したが、これに先立つ6月に温家宝首相が表明した人民元改革に関する「三原則」(①漸進的改革、②管理可能性、③独自の判断)を逸脱するのではなく、あくまで国内の経済・社会の安定を優先しつつ、漸進的に改革を進めていく方針を貫いている。

2005年7月以降、通貨バスケットを参考にするとはいしているものの、当局が為替レートを事実上管理していることは間違いない。為替レートの柔軟性拡大を示すために、日々の変動幅の上限は2007年5月に対米ドルで0.5%に引き上げられたが、対米ドルでの年間の切り上げ幅は2006年が約5%、2007年が約7%と、国内の雇用問題や農村部へのインパクトに配慮した抑制的なペースが維持された。薄利利鞘での大量輸出で何とか利益を出している労働集約型産業や、安価な輸入農作物の脅威に晒されている農業部門に配慮した結果である。

為替レートの安定を維持するのと引き換えに、国内には過剰流動性の問題が発生した。通貨当局は、人民元の上昇を抑えるため人民元売り・米ドル買い介入を続けたが、こうしたオペレーションにより人民元が大量に市場に放出された。中国人民銀行(中央銀行)は中央銀行証券などの発行を通じて人民元の不胎化に努めたが、不胎化介入で吸収できたのは過剰流動性の約6割程度であったとみられ、国内の金融システムに慢性的な「金余り」状態をもたらした。日本の1980年代のバブル期と同様に、為替政策が国内の株式や不動産などの資産価格高騰(バブル化)を招く環境を醸成することとなった。

中国は「人民元の自由化」、すなわち市場による為替レートの決定(変動

相場制への移行)、完全兌換性の実現、資本取引自由化、を目指しているとされる。しかし前述したように、これまでのところ資本自由化には基本的に慎重な姿勢を取りつづけている。これは、中国共産党政権が国内の経済・社会の安定を最優先に考えているためであり、そうした方針は温家宝首相が表明した人民元改革に関する「三原則」に滲み出ている。

## 第2節 2つの金融危機と中国

中国政府が経済・社会の安定を優先し、資本取引の自由化に対する慎重な姿勢を崩さないのは、国内の金融資本市場の整備がまだ途上であること、外的な経済環境の変化に対する政策対応に十分な自信がないこと、に起因すると思われる。本節では、アジア通貨・金融危機後の金融システムの整備の状況を総括すると同時に、2008年に発生したグローバル金融危機への政策対応の成果と問題点について整理してみたい。

### 1. アジア金融危機後の金融改革

中国が資本取引の開放に慎重な政策を続けている理由のひとつは、国内の金融システムに資本自由化を受け入れる準備ができていないことにある。1970年代までの計画経済体制のもとでは、中国人民銀行を唯一の銀行とするモノバンク制(単一銀行制)<sup>5)</sup>が採られ、資金配分は国家の計画に基づいて行われていたが、1980年代に入り、財政部や中国人民銀行の資金供給部門が分離独立するかたちで国家専門銀行(現在の4大国有商業銀行)が設立された。1992年の鄧小平の「南巡講話」を機に「社会主義市場経済」の建設が目標となって以降、朱鎔基副首相(当時)の強力なリーダーシップのもとで、市場を通じて効率的な資金配分が行われうるような金融システム構築への試みに踏み込んだ。国家専門銀行は、その出自の経路依存から採算を度外視した政策

融資を担っていたが、そうした政策融資部門は新設された政策性銀行<sup>(6)</sup>に移管され、商業融資を主要業務とする国有商業銀行に衣替えした。また同時期に、地方をベースにした株式性商業銀行や従来の都市合作社を合併・再編した都市合作銀行（地銀に相当、現在の呼称は都市商業銀行）など、新たな金融機関の設立が相次いだ。

現在に至る金融機関の体系が整い始めた矢先に発生したのが、アジア通貨・金融危機であった。危機に見舞われた諸国では多くの銀行が大量の不良債権を抱え、破綻に追い込まれたが、これは中国にとっても対岸の火事ではなかった。経済成長を重視する改革開放路線に転換して以降、地方政府の圧力のもとで政策融資とも商業融資とも区別のつかない融資が、国有企業や地方プロジェクト向けに垂れ流され、その多くが不良資産化し、国有商業銀行の不良債権比率は1990年代後半には約25%に達していた。アジア通貨危機のさなかの1997年11月に開催された第1回全国金融工作会議において、国有商業銀行の不良債権問題解決が喫緊の課題となった。党中央・國務院は不良債権解消のための政策を即座に実行に移し、1998年には国有商業銀行4行に対し総額2700億元の資本注入が実施され、同時に4つの金融資産管理公司（AMC）が設立され、不良資産1兆4000億元が移管された。これらの施策により、国有商業銀行の不良債権処理は急速に進展し、2009年末の不良債権比率は1.8%にまで低下した。

一方、資本市場については、1990年代初めに上海・深圳に創設された株式市場は、時価総額で東京証券取引所に匹敵する規模にまで成長しているが、おもに国内の投資家によって取引される国内上場のA株市場における非流通株の問題がかねてからの懸案であった。1990年代に国有企業に株式制が導入され、多くの企業が株式市場に上場することになったが、国有企業の大株主は依然として政府または政府傘下の他の国有企業であった。このため、中国企業の株式は、市場に流通する株式のほかに、政府の保有する非流通株（国有株）と企業など法人の保有する非流通株（法人株）があり、非流通株が発行株式の3分の2を占めた。国有株の株主権限は、当該企業を所管する政

府部門に帰属するが、権限行使と経営に対する行政介入との境界線が曖昧となり、上場企業の透明性や企業統治はもちろん、株価形成においても歪みが生じた。

1999年、2001年と2回試みられた非流通株解消政策は、いずれも株式供給増大による株価暴落への懸念から失敗に終わったが、2005年から始まった3回目の試みでは、少数株主の権益を確保するような方法での非流通株放出が義務づけられ、比較的順調に進んでいる。これは大きな進展であり、ようやく非流通株問題の解決にはめどが立ったといえよう<sup>(7)</sup>。

銀行システムや株式市場の改革は、アジア通貨・金融危機以降、予想を上回るペースで進んだと評価してもよい。しかし、解決すべき問題は山積している。

第1に、マクロ経済コントロール手段としての金利メカニズムが十分に機能していないことである。その原因のひとつは、企業の金利感応度が低く、金利の変更はアナウンスメント効果にすぎず、金融当局の金融政策が行政的手段（窓口指導）に依存する傾向が強いことである。短期金融市場では市場金利が発表されているが、債券市場が未熟なために長期の指標金利がない。社債の発行がそもそも少なく、国債についても金融機関の持ち切りが多く、流通量は非常に限られている。今後は、機動的な公開市場操作を行なえるようにするため、流動性のある国債市場を形成していく必要がある。また、期間構造を反映した合理的な金利体系の確立は、通貨スワップや先物取引などデリバティブ商品の発展にとって必須である。これらによる為替ヘッジ手段の多様化は、将来的な人民元為替レートの柔軟性拡大の前提条件でもある。その観点からも金利体系の整備と自由化が求められる。

第2に、銀行システムを通じた資金配分が効率的とはいえない点である。4大国有商業銀行（中国工商銀行、中国建設銀行、中国農業銀行、中国銀行）はすべて株式会社化され、かつ海外上場も果たし、時価総額の規模および財務指標をもとにした健全性のうえでも世界トップクラスに数えられえている<sup>(8)</sup>。これらの国有商業銀行は、国内の預金シェアで52%、貸出シェアで43%（い

表1 中国の銀行の分類と規模 (2009年末)

分類	銀行数	銀行名 (その他は分類)	総資産		国内貸し出し		預金	
			(億元)	シェア (%)	(億元)	シェア (%)	(億元)	シェア (%)
政策性銀行	3	国家開発銀行, 中国輸出銀行, 中国農業発展銀行	70,845	8.8	53,758	15.1	6,429	1.1
4 大国有商業銀行	4	中国工商銀行, 中国建設銀行, 中国銀行, 中国農業銀行	388,524	48.0	152,396	42.9	296,835	52.3
株式制商業銀行	13	交通銀行, 浦東発展銀行, 民生銀行, 中信実業銀行, 光大銀行など	156,103	19.3	71,811	20.2	105,834	18.7
都市商業銀行	143	北京商業銀行, 上海銀行, 杭州商業銀行など	57,343	7.1	27,052	7.6	45,004	7.9
その他	n.a.	農村商業銀行, 都市信用合作社, 郵政貯蓄銀行, 外資銀行など	136,416	16.9	50,332	14.2	113,013	19.9

(出所)『中国人民銀行年報(2009年)』より作成

ずれも2009年末)と依然として圧倒的な地位を占めている(表1)。こうした国有商業銀行による寡占状況が、資金配分の偏重を招いている。大手国有企業や地方政府プロジェクトには優先的に資金が供給されるが、中小企業や民営企業は不利な立場にある。将来的に成長が見込まれる優良企業であっても、中小企業や民営企業への融資は後回しにされ、国有企業が優先的に資金配分される傾向が強い。また、金融政策がいったん引き締めになると、割を食うのは中小企業や民営企業である。つまり、銀行システムを通じた資金の効率的な配分という点では、なお改善の余地が大きいといえる。

## 2. グローバル金融危機への政策対応

2008年9月の米国投資銀行リーマン・ブラザーズの経営破綻に端を発したグローバル金融危機は、中国経済の置かれた状況をも一変するものとなった。

2008年上期の時点で、中国経済には景気減速の兆しが表れていたが、グローバル金融危機は経済成長の鈍化に追い討ちをかけるかたちとなった。景気過熱を警戒していた2007年の状況とは打って変わり、中国政府は、国際経済・金融環境の自国経済へのマイナス影響を回避すべく、①積極的財政政策への転換、②適度に緩和的な金融政策、③人民元為替レートの対米ドル固定化、といった政策を総動員して景気下支えに動くことになる。

2008年の中国経済は、北京オリンピックに向けた建設ラッシュがピークをすぎ、GDP成長率は第1四半期の前年同期比10.6%増から、第2四半期は同10.1%増へと減速していた。また、人民元の上昇（3年間で対米ドル約20%上昇）や労働契約法（2008年1月施行）による企業の労働コストの負担増大など、労働集約型輸出企業の経営を圧迫する状況が顕在化していた。夏場にかけて政府指導者が沿海地域の輸出企業の状況を直接視察に赴くなか、金融政策をめぐる議論も活発化していた。それらの帰結として、中国政府は金融緩和に踏み出したが、期せずして同時に発生したのがグローバル金融危機であった。9月15日にリーマン・ブラザーズ破綻のニュースが世界を駆け巡る一方、当初から予定されていたとみられる6年7カ月振りの利下げが9月16日に行なわれた。そして、年末までの4カ月間に貸出金利（1年物）は一気に2.16ポイント引き下げられた。さらに、リーマン・ショック以降は、輸出企業の経営悪化を食い止めるため、人民元の対米ドル・レートが1ドル＝6.85人民元の水準ではほぼ固定化された。金融・為替政策にとどまらず、リーマン・ショックから2カ月に満たない11月10日には、総額4兆元（約56兆円）に相当する景気対策（以下「4兆元景気対策」と呼ぶ）が発表された。これには、低所得者向けの低価格住宅の供給増加、水・電力など農村インフラ建設の加速、鉄道・道路・空港など高速輸送インフラ・プロジェクト、医療・衛生・教育の充実、研究開発、省エネ・環境保護、四川省大地震の復興支援などが含まれた。

グローバル金融危機への対応としての積極財政、金融緩和、人民元固定化といった政策は、アジア通貨危機時の政策対応と基本的に同じである<sup>(9)</sup>。景

気対策の内訳では、鉄道・道路・空港など高速輸送インフラ・プロジェクトが約4割を占め、低所得者向け低価格住宅の供給増加を含めると、約半分がインフラ・住宅建設で占められている。すなわち、グローバル金融危機が追い討ちをかけた輸出の落ち込みをカバーしたのは、インフラ建設を中心とする固定資産投資であり、投資主導の景気回復であった。そして、それを可能にしたのが、WTO加盟以降の大量かつ継続的な資金流入と、人民元レート of 安定維持のためになされた市場介入（人民元の市中への放出）による過剰流動性であった。

中国経済の急速な回復は、海外の諸国からおおむね肯定的評価を得た。しかし、国内的にはむしろ経済発展戦略上の大きな問題点が露呈することになった。

グローバル金融危機の1年前に開催された2007年の第17回党大会では、「発展方式の転換」がスローガンとして掲げられ、資源利用効率の向上や生態環境の改善が強調された。また、成長率よりも成長の「質」を引き上げるべく、①投資・輸出主導から消費・投資・輸出の協調的発展、②製造業偏重からサービス産業の拡大重視、③資源消費依存の脱却、が提唱された。③については、技術革新はもちろん、労働力の質の向上や産業の高度化・最適化などによって推進するとされた。これらの方針は、第11次5カ年計画（2006～10年）にも盛り込まれた。しかし、グローバル金融危機の発生により、政府は雇用確保などの社会安定を重視する方針に転換し、政策の重点は「発展方式の転換」から、「保八」（8%成長の確保）を標語とする「経済成長の維持」に逆戻りしてしまった。

アジア通貨・金融危機の際も、中国は実体経済へのダメージの波及を阻止し、乗り切ることができたが、当時の政策対応はその後の過剰投資の問題を生む遠因となった。危機の影響回避を優先させたがゆえに、第9次5カ年計画（1996～2000年）で提唱されていた「粗放型から集約型への成長方式の転換」が事実上ほごになってしまった。今回も、外部環境の変化への対応から、過剰投資問題が再燃してしまった。政府の景気対策の多くの部分は地方の交

通インフラに向けられ、これに伴い、建設資材の需要が急騰、短期的な利益の増大を見込んだ地方政府と、その傘下にある国有企業が金融緩和に乗じて鉄鋼、セメントなどの生産能力増強に動いた<sup>10)</sup>。

経常収支の黒字拡大をもたらした経済構造から、経常収支が均衡に向かうような経済構造へと転換するためには、これまでの「高貯蓄、低消費」を「低貯蓄、高消費」へと転換していく必要がある。これは、対外収支の均衡実現にとっても重要な課題である。貯蓄率が高く消費率が低いのは、社会保障制度の整備が遅れていること、農村部における社会サービスが未整備であること、内陸・貧困地区の社会資本が十分に整備されていないこと、消費者金融制度が普及していないこと、など多くの問題に起因している。とくに人口の過半が居住する農村部の可処分所得が伸び悩んでいることが大きなネックである。

グローバル金融危機に対する政策対応は、景気下支えという点では短期的に期待以上の効果を上げたが、中長期的あるいは国家の発展戦略という視点からみれば、過剰供給能力問題の再燃が示すように、構造転換の優先度の低下という結果をもたらしてしまったことは確かである。

### 第3節 対外投資の規制緩和

中国政府は対外収支均衡化に向け、資金流出（資本逃避）への懸念から従来は厳しく管理してきた対外投資の規制緩和を図っている。これは、資本自由化への新たなステップと受け取ることもできる。本節では、対外投資の現状を少し詳しく考察してみたい。

#### 1. 対外投資奨励策の狙い

中国は、1980年代に対外開放を始めたが、居住者（中国企業・個人）の対

外投資の開放に関しては1990年代後半に至るまで消極的であり、対外投資は限定的な規模で行なわれてきた。1997年のアジア通貨・金融危機で、直接的な通貨暴落を免れたものの、過度に輸出に依存する成長モデルの脆弱性が露呈し、輸出リスク回避の必要が生じた。そうした状況のなかで、中国企業の生産工程を海外に移転するという「海外加工貿易」の規制緩和が図られ、1990年代後半に江沢民総書記（当時）らが提唱した「走出去」（対外進出）が具体的に始動した。2000年代に入り「走出去」促進の方針がいつそう明確になり、対外直接投資の規制緩和や手続きの簡素化などが進んだ。同時期に、前述したとおり、WTO加盟を契機とした輸出の急増とそれに伴う経常収支の黒字拡大、国際収支の不均衡を背景とした人民元切り上げ期待による資金流入などにより、中国の外貨準備高が急増し、国内に過剰流動性の問題も発生した。こうした状況が資金流出の規制緩和を促す要因となり、「走出去」政策を後押しするかたちとなった。

21世紀に入ってから中国は、「走出去」の掛け声のもとで国家を挙げて対外投資の奨励に動いているかのように見える。もっとも、対外投資拡大の目的はさまざまであり、また、それぞれの政策を策定・実施する政府内の部署も異なる。対外投資奨励の狙いは、おおかた以下のように整理できよう。

- ①マクロ経済管理（国際収支の均衡、国内の金融資本市場および為替レートの安定）。
- ②外貨準備保有コストの軽減、運用の多様化。
- ③金融機関の競争力強化。
- ④産業の高度化、技術力・ブランド力の向上。
- ⑤中国企業のグローバル化、海外市場の開拓、国際競争力の強化。
- ⑥経済安全保障（天然資源・エネルギーの確保など）。

①は中央政府の経済政策運営そのものであるが、②は中国人民銀行、国家外為管理局、財政部の管轄である。③は、国内の金融機関（銀行、証券会社・運用会社、保険会社）に對外証券投資を促し、収益力強化を図るもので、後述するQDII制度の狙いである。④と⑤は第11次5カ年計画に重点分野とし

て盛り込まれた産業政策の方針であるが、これらに関連する法規の多くは国家発展改革委員会と商務部が策定している。⑥は、持続的な高成長を維持する必要から近年動きが活発化しているが、海外ではこれを中国の新たな経済ナショナリズムの表れとみる向きもある。

このように中国企業・資金の海外進出は、個々の分野の目先の必要に基づいているものであり、それらが結果的に「走出去」という標語で括られているといったほうがより正確ではなからうか。そこで次に、「チャイナ・マネー」と呼ばれるまでに、国際経済・金融市場でのプレゼンスが高まっている中国の対外投資の実態を、投資の主体別に整理してみよう。

## 2. チャイナ・マネーの実態

### (1) 企業の対外直接投資

中国企業の対外直接投資（ストックベース、金融業を除く）は、商務部のデータによれば、2003年末の332億米ドルから2008年には1473億米ドルへと、5年間で4倍以上に増加した。2006年から公表されるようになった金融業の対外直接投資も含めると、2008年末のストックは1840億米ドルに達し、国内の約8500社が海外に設立した海外企業は1万2000社にのぼる。

投資主体である企業の所有制別企業数内訳をみると、国有企業が16%を占めているが、投資額内訳では国有企業が70%を占めている。企業数内訳には、国有企業以外に有限責任公司（51%）、株式有限公司（9%）があり、これらのなかにも国家が出資した企業が含まれてはいるが、企業数のうえでは少数派である国有企業が、個々の案件については相当に大規模な対外直接投資を行なっているという構図は容易に想像できる。裏返せば、非国有企業の対外投資件数は多いが、個々の案件の規模は小さいということになる。なお、投資相手国・地域の内訳をみると、香港が63%、ケイマン諸島が11%、イギリス領バージン諸島が6%と、全体のほぼ8割がタックスヘイブン向けの投資である。これらの地域で法人登記を行い、さらに第3国へ投資を行なってい

るとみられるが、外国企業として中国に再投資（「迂回投資」round-trip FDI）されている部分も少なくないとみられる<sup>11)</sup>。

近年の特徴としては、合併・買収（M&A）の形態での対外投資の比率が増加している点が指摘できる。現地法人などを設立するグリーンフィールド投資の比率（フローベース）は2008年には全体の46%であったのに対し、M&Aの形態での投資が54%（非金融業が37%）を占めた。さらに、2005～07年のM&Aの業種別内訳（フローベース）では、原油・天然ガスおよび鉱物採掘が64件（263億米ドル）、金融サービスが29件（49億米ドル）となっている。これらのデータから、中国企業の最近の対外直接投資は、①国有企業による大型投資が主体であり、非国有企業（民営企業）のシェアは小さい、②M&A形態での投資が増加している、③資源関連の投資が多い、といった特徴を導くことができる。

## （2）QDIIによる対外証券投資

証券投資の内外取引の規制緩和は、まず2001年に海外の適格機関投資家（QFII）に対し、制限付きで国内証券への投資が認められた。対外投資については、やや遅れて規制緩和が始まり、2004年8月の保険会社による外貨資金の海外運用解禁を皮切りに、2006年に国内の適格機関投資家（QDII）を通じて、国内の機関および個人が海外証券投資を行なうことが認められ、これによって、保険会社に加え、一定の条件を満たし当局からライセンスを得た商業銀行、基金管理会社・証券会社、信託会社が一定の運用枠の範囲内で対外ポートフォリオ投資を行なうことが認められた。2009年末時点でQDIIライセンスを取得している金融機関数と運用枠は、銀行が22行（うち外国銀行が7行）で79億6000万米ドル、基金管理会社（証券会社を含む）が21社で409億7000万米ドル、保険会社が23社で155億1000万米ドル、信託会社が3社で6億米ドルとなっている。QDIIの運用額の上限はこれらの合計の650億3000万米ドルであり、QFIIの運用枠（166億7000万米ドル、2009年末）に比べれば大きいですが、外貨準備高の2.7%にすぎず、対外収支不均衡への寄与はさほど

大きなものではない。

対外証券投資の規模を厳しく制限しているのは、かりにこれを大幅に開放した場合、海外証券投資が一気に拡大し、国内の株価が下落し資本市場の発展が阻害されることを政府が警戒しているためである<sup>12)</sup>。当面は、国内の金融機関が国際的な競争力を向上させるために、安定的な収益源の確保という点にQDII制度の重点があると思われる。もっとも、そうした期待を受けて導入されたQDII制度だが、証券・基金管理会社についていえば、認可された運用枠410億米ドルに対し、実際に海外市場で運用している資産残高は109億米ドル（2009年末）と消化率は27%にすぎない。これは、人民元レートの上昇が続くなか、為替差損を相殺できるほどの運用成績を収め、収益を確保するのが難しいことによる<sup>13)</sup>。

なお、個人が直接に海外証券投資を行なう計画は現在のところない。国内の株式市場に過熱感がでていた2007年8月に、個人による香港市場への対外証券投資（「自由行」）解禁が発表されたが、その直後に口座開設に市民が殺到して混乱が生じたこともあり、政府は計画を延期した。その後、政策の根拠となる政府文書が2009年末で失効し、「自由行」解禁は正式に見送りが確定した。

### （3）ソブリン投資機関の対外投資

中国の主なソブリン投資機関には、国家外為管理局、中国投資責任有限公司（CIC）、全国社会保障基金、国家開発銀行などがある（表2）。

外貨準備の運用は、従来は中国人民銀行の外局であり、中国人民銀行副行長（副総裁）が局長を兼務する国家外為管理局の準備資産管理司および海外拠点<sup>14)</sup>で行なってきた。運用先は米ドル建て資産、とくにアメリカ国債が中心であり、きわめて保守的な運用を行なってきた<sup>15)</sup>。しかし、外貨準備が増大するなかで、①機会費用の低減、②米ドル為替レート下落への対応、の必要が高まり、外貨準備の運用の多様化を図る目的で2007年9月にCICが設立された。運用資金の2000億米ドルは、財政部が市場向けに特別債券を発行

表2 中国の主要なソブリン投資機関

名称	国家外国為替管理局	中国投資責任有限公司	全国社会保障基金	国家開発銀行
略称	SAFE	CIC	NSSF	CDB
機能	外貨準備を運用する 政府機関	ソブリン・ウェルス・ ファンド	全国社会保障基金を 運用する政府機関	政策銀行
上部機関	中国人民銀行	国務院	国務院	中国銀行業監督 管理委員会
所有権の行使者	中国人民銀行	国務院	国務院	中央匯金投資 有限公司
資産規模 (2008 年末、億米ドル)	19,460	2,000	827	5,619
投資戦略	金融投資, バッシブ運用	金融投資, バッシブ運用	金融投資, バッシブ運用	戦略投資, アクティブ運用

(出所) Eaton and Zhang [2009]。

し、調達資金を人民銀行の保有する外貨と交換して調達するというかたちとなっている<sup>(16)</sup>。運用方針は、①海外運用が5割超（1000億米ドル超）、②国内運用が5割未満（1000億米ドル未満）であり、国内運用は、傘下の中央匯金投資有限公司を通じた国内金融機関への出資が中心である<sup>(17)</sup>。

全国社会保障基金は、社会保障制度改革のなかで年金基金を運用する機関として2000年に設立された。同基金の運用残高は6780億元（約1000億米ドル）で、海外投資の比率は7%である（2009年12月に同比率を20%に引き上げが決定）。同基金は年金基金という性格上、慎重な投資方針を堅持してきたが、グローバル金融危機以降はとくに高リスク商品への投資を回避している。一方、国家開発銀行は政策性銀行として、海外の金融機関への出資・買収や海外に進出する中国企業への金融面でのサポートを行なっている<sup>(18)</sup>。

ソブリン投資機関のうち、政府系ファンドとして設立されたCICの国際金融市場における存在感が際立っている。グローバル金融危機に際してアメリカのモルガン・スタンレーに出資するなど、世界的な株価低迷に乗じて欧米企業・金融機関を買収するなど果敢な行動に出ている。政府系ファンドCICの国際的なプレゼンス拡大は、投資先の国々でのチャイナ・マネーに対

する警戒を強めていることも事実である。中国企業の対外投資が受入国の規制強化や世論の反発に遭遇している例も多く、中国企業の海外でのM&Aの成功例は全体の3割程度にしか達していないとの見方もある<sup>19)</sup>。ソブリン投資機関の伸張は、投資相手国の中国資金に対する規制強化などを誘発し、むしろ民営企業の対外投資のハードルを引き上げてはいないだろうか。前述したように、国有商業銀行中心の金融システムのもとで、民営企業・中小企業には海外投資のための外貨資金調達のためにもハンディがある。海外企業の先進的な技術やブランド力を獲得することで国際競争力の強化を図りたい民営企業・中小企業は、多くの点で不利な環境に置かれている。

### 3. 拭えない資本流出への懸念

中国は1990年代に内外資本取引を厳しく規制してきたがゆえに、アジア通貨・金融危機の際に投機的資金を締め出し、資本収支危機を回避することができた。しかし、前述したように、2001年12月のWTO加盟以降の国際資金フローの変化のなかで、非正規ルートで流入する資金が多くなっていることも事実である<sup>20)</sup>。

張・徐〔2008〕の推計によると、2003年から2008年3月の間に中国に流入した投機的資金（ホットマネー）は1兆2032億米ドルに達し、ホットマネーの中国での収益の累計5510億米ドルを加えると1兆7542億米ドルと、2008年3月末の外貨準備高の104%に相当するという<sup>21)</sup>。一般にホットマネーとは、一国の金融市場における投機的な短期国際資本を指し、その国の市場での滞在期間が1年を超えない資金と定義される。中国では国際収支表の「証券投資」勘定における内外の資金取引が厳しく制限されているため、こうした短期資本は「誤差脱漏」勘定のもとに非正規ルートで流出入するものと考えられてきた。もっとも張・徐は、短期国際資本だけでなく「長期的な投機的資金」もホットマネーに含めると定義を拡大したうえで、「貿易」勘定、「直接投資」勘定を経由した広義のホットマネーが存在すると指摘している。

「貿易」勘定については、輸出代金の過大申告、輸入代金の過少申告、輸出の先払金、輸入の未払金などがホットマネーに当たる。「直接投資」勘定についても、直接投資として流入した資金によって生み出される利益の未送金分および減価償却がホットマネーに相当するとして、推計を行なっている。

アジア通貨・金融危機に際しては、「証券投資」勘定や「その他投資」勘定を通じてアジア諸国に流入したヘッジファンドに代表される投機的な短期資金が、景気の反転を契機にしていっせいに流出し、当該国通貨の急落を招いた。前述した中国の「ホットマネー」は、ヘッジファンドなどとは異なる性質を持つものであり、その性格上いっせいに海外流出が始まるとは考えにくい<sup>22)</sup>。もっとも、①「ホットマネー」に相当する資金の多くが、海外に在住する華僑・華人を通じた取引、あるいは中国企業が海外にプールした「迂回投資」によるものであるとみられ、その把握がきわめて難しいこと、②人民元切り上げ期待が生じるまでは、大陸の居住者が海外に資産を移して資産保全を行なうのは、しごく「常識的」考え方であったこと、などを考えると、かりに資金の流れが逆転したときのインパクトは決して小さなものではなからう。そうした事態を放置すれば、中国が通貨危機・銀行危機に陥るリスク、さらには中国発の世界金融危機が起こりうるリスクもあり、それゆえに对外投资の拡大も国家のコントロールが有効なチャネルを通じてのみ、漸進的に進めていると考えられる。

## おわりに

世界経済における中国のプレゼンスは、過去10年間で著しく高まった。アジア通貨・金融危機を乗り越えて、2001年にWTO加盟を果たした中国は、国際分業体制再編の潮流に乗り、財・サービス取引に関しては世界経済システムに組み込まれ、「世界の工場」の地位を確立した。輸出額、外貨準備高では世界第1位、名目GDPでは2010年にも日本を超えて世界第2位になる

と見込まれる。また、大手資源関連企業や先進国の金融機関への出資など、対外投資も活発化している。中国は着実に経済大国としての地位を固めている。

一方で、マクロ経済管理の必要に基づいて、外国為替や資本取引に関する法規・政策が定められるという点では、この30年間に政策方針に大きな変化はない。1996年に中国が経常取引の兌換性を実現し「IMF 8 条国」に移行した際に、中国政府・金融当局は数年以内に資本取引の完全兌換性を実現する意向であったといわれる。しかし、直後のアジア通貨・金融危機と最近のグローバル金融危機という、2度の国際金融危機が資本取引自由化に伴うリスクを体現したのを目の当たりにし、中国政府は以前にも増して資本取引開放に慎重になった。中国政府は、対外投資規制の緩和を図っているものの、将来的な資金流出（資本逃避）の可能性とそれに伴う人民元為替レートの不安定化という、予期恐怖からはまだ解放されていない。その背景には、国内の金融システム（市場）が未成熟であり、多くのリスク要因に晒されているという現実がある。

中国は、「経済大国」としての顔と「途上国」としての顔を併せ持つ。しかも、計画経済から市場経済への「体制移行」過程にある途上国（新興国）である。そのような国がグローバルな金融システム（マネー経済）に組み込まれる過程においては、今後もさまざまな軋轢が生じることになる。対外投資の主体の大多数は国家機関と国有企業であり、こうした政府主導の国家戦略に基づく海外投資の拡大を「脅威」と捉える見方もある。もっとも、経済発展と市場化ともに道半ばにある中国の資本取引自由化は、国内の金融システムの整備（市場の成熟）や経済発展方式の転換などのペースに制約され、それゆえに対外投資も政府による厳しい管理のもとに進めざるをえないのが実情である。

「経済大国」となった中国は、国際金融システムの重要な構成要素となるべき存在であり、世界が新しい国際金融秩序の構築を模索するなかで、その重要性は間違いなく増している。しかし、中国の「途上国」「体制移行」の

側面を見落とすべきではない。中国をめぐる国際資本移動の動向を見定めるには、近年の“チャイナ・マネー”の国際的プレゼンス増大といった現象だけでなく、中国经济および金融システムが国内に抱える課題とそれらを克服すべく打ち出される制度改革や政策措置、さらにはこうした一連の動きが国際金融市場に与える中長期的な影響をも、注意深くみつめていく必要がある。

[注] \_\_\_\_\_

- (1) これに伴い、国内での外国通貨の流通は禁止され、「外貨兌換券」も一定の猶予期間を設けて廃止された。
- (2) カレンシー・ミスマッチとは、自国通貨の暴落により多額の対外借り入れ（短期）を抱える地場銀行の負債価値が膨張する一方、国内のバブル崩壊や企業利潤の低下により資産価値が下落し、債務超過に陥ることを指す。マチュリティー・ミスマッチとは、地場銀行が外国銀行の融資（短期）引き揚げに際し、資産（国内地場企業への長期貸し出し）の処分に対応することができず、地場銀行が流動性不足に陥ることを指す（吉富 [2003: 50-52]）。
- (3) 吉富 [2003: 137]。ただし、国全体として流動性危機に陥ったわけではないが、過度の対外借り入れを行ない、資金繰りに窮して1998年10月に閉鎖に追い込まれた広東国際信託投資公司（GITIC）のような例があったことも、記憶にとどめておく必要がある。
- (4) アメリカ議会では、中国政府が人民元の為替レートを不当に操作していることが貿易不均衡を助長しているとして、中国製品に対して制裁関税を課すことを求める法案が提出された。EU、日本でも、中国製品に対するセーフガード措置が発動された。
- (5) 厳密には、外国為替決済を専門に行う中国銀行なども存在した。
- (6) 国家開発銀行、中国輸出入銀行、中国農業発展銀行の3行が政策性銀行として新設された。
- (7) 国有株の証券市場への放出に重点があった1999年と2001年の非流通株解消策に対し、2005年以降の解消策は非流通株放出に際し、①流通株主に対価を支払う、②企業ごとに株主総会で流通株主・非流通株主双方が合意した方法で行なう、といったかたちで既存の流通株主の利益・権利の保護に大きく配慮している。
- (8) *The Banker* (July 2009) の世界の銀行1000社ランキングによれば、中国の4大国有商業銀行はすべて上位25位のなかにランクされている。
- (9) 「国際金融のトリレンマ」に照らせば、自由な資本取引を制限しているからこそ、金融政策の独立性と為替相場の安定を維持し、迅速な景気対策を打ち

出すことが可能であったといえる。

- (10) 2009年夏以降、中国政府は過剰投資業種に対して、行政的に新規投資を禁止するなどの投資抑制策を打ち出した。
- (11) 中国のWTO加盟以降、外国企業に対する税制上の優遇措置などが撤廃され、内資・外資の差別待遇が減少していることから、迂回投資のインセンティブは大きく低下しているとの見方もある。
- (12) 2009年末のQDII枠の合計額は株式市場時価総額（A株）の1.8%にすぎない。
- (13) 銀行、保険会社のQDII枠での実際の資産残高は公開されていないが、消化率は証券・基金会社を下回っているとみられる。
- (14) シンガポール、香港、ロンドン、ニューヨークに運用拠点があり、とくに有名なのが香港の中華華安投資有限公司（Safe Investment Company Limited）である。
- (15) 2007年末の推計で、長期国債が約65%、長期機関債が約40%、株式・長期社債・短期債券が約10%とされる。なお、通貨構成は米ドル建てが約65%、ユーロ建てが約25%、その他が約10%とされる（張明 [2009: 28]）。
- (16) したがって、財政部に対する返済義務を負っており、これがCICのリスク投資志向を強めているという見方もある（Eaton and Zhang [2009]）。
- (17) 中央匯金投資有限公司は、2003年に外貨準備を利用して国有商業銀行に資本注入をした際に、それらの銀行の政府持株会社として設立されたが、2007年にCICの子会社となった。
- (18) 中国アルミ（CHINALCO）の英豪資源大手リオ・ティントとの資本提携に際して、国家開発銀行が中心となり中国アルミへの協調融資を行なった例が記憶に新しい。なお、この案件はリオ側の株主の反対などの理由により、2009年6月に破談となった。
- (19) 商務部国際経貿研究院海外投資研究中心の邢厚媛主任へのインタビュー（2009年8月31日）による。
- (20) 中国の資本取引における多くの制約が非正規ルートの「ホットマネー」の元凶であり、資本取引自由化を速めることこそが「ホットマネー」の抑制につながる、とする議論もある（Naughton [2007: 421-422]）。
- (21) 張・徐 [2008] では、外貨準備高についても、為替差損益や投資収益による変動を考慮して調整を行なっている。
- (22) ただし、外貨準備高の増減要因の月次データ分析からは、リーマン・ショック直後、貿易・投資以外の項目での資本移動が一時的ながら流入から流出に転じたことも読み取れる。

〔参考文献〕

<日本語文献>

- 関根栄一 [2009] 「中国：外貨準備とCICの運用の多様化に向けた動き」(『季刊・中国資本市場研究』2009年 Vol.3-3 (財)東京国際研究クラブ)。
- 張明 [2009] 「中国の外貨準備運用の現状と展望」(『季刊・中国資本市場研究』2009年 Vol.2-4 (財)東京国際研究クラブ)。
- 張明・徐以升 [2008] 「中国のホットマネー規模の推計」(『季刊・中国資本市場研究』2008年 Vol.2-3 (財)東京国際研究クラブ)。
- 野村資本市場研究所 [2007] 『中国証券市場大全』日本経済新聞社。
- 吉富勝 [2003] 『アジア経済の真実——奇蹟、危機、制度の進化——』東洋経済新報社。

<英語文献>

- Eaton, Sarah, and Zhang Ming [2009] “A Principal-Agent Analysis of China’s Sovereign Wealth System: Byzantine by Design,” Working Paper No.0910 (Aug. 2, 2009), Research Center for International Finance, Institute of World Economics and Politics, Chinese Academy of Social Sciences. (<http://www.rcif.org.cn/uploadfile/2009820101916994.pdf>)
- Naughton, Barry [2007] *The Chinese Economy: Transition and Growth*, Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Zhang Ming and He Fan [2009] “China’s Sovereign Wealth Fund: Weakness and Challenges,” *China & World Economy*, Vol.17, No.1, 2009.

<中国語文献>

- 商務部, 国家統計局, 国家外為管理局 [2009] 『2008年度中国対外直接投資統計公報』。
- 中国人民銀行 [2009] 『2008年国際金融市場報告』。

