



# 慎重に進められる中国の資本自由化

曾根康雄

一九七八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への対中投資が増大する中で、中国の外国為替や資本取引に関する政策はマクロ経済管理の必要に基づいて規定されてきた。本稿では、中国の資本自由化の歩みを概観した上で、世界金融危機の中の中国経済の課題および今後の資本自由化の展望について考察してみたい。

## ●アジア通貨危機で奏功した規制強化

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始めたのは一九九四年からである。一九九二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となり、人民元と外貨との完全兌換性実現に向けた改革がようやく始まった。一九九四年一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、管理変動相場制（管理フロート制）が導入された。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全て外国為替指定銀行に売却することになった。

一九九六年四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実需原則に基づく人民元と外国通貨との交換性が実現し「IMF八条国」に移行したが、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、外貨投機やヤミ市場の拡大で金融秩序が著しく乱れた一九九〇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得なかった。

為替管理の強化は、一九九七年に勃発したアジア通貨危機で功を奏した。資本取引自由化で先行していたアジア諸国の通貨が次々に暴落する中、市場では人民元の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、その公約を果たしたことで国際的な評価を高めたが、これは一九九四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、一九九四年以降、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、地場金融機関による短期資金の対外借入には多くの制約が課された。このため、他のアジア諸国が遭遇したような、①短期資金が一気に流出に転じ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）、②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（参考文献参照）。

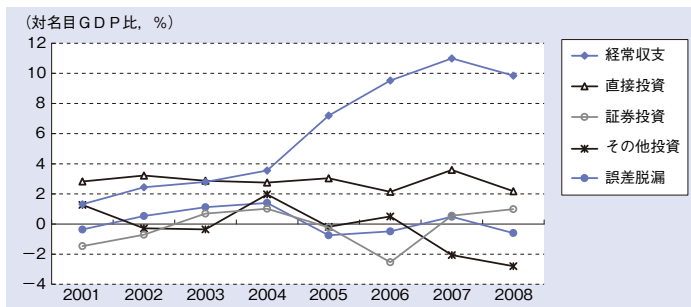
投機的資金（ホットマネー）が一斉に引き揚げて通貨価値の大幅な下落を招いた東南アジア諸国の教訓を生かし、中国政府は資本自由化、とくに資本流出には警戒的な姿勢を採り続けることになる。もともと、アジア通貨危機に際して人民元の切り下げを回避したものの、これによって人民元の為替レートが米ドルに固定される形になり、一九九四年に導入した管理変動相場制が有名無実化してしまった。

## ●WTO加盟後の資金フローの変化

二〇〇一年二月の中国の世界貿易機

図1 中国の国際収支の勘定項目別推移

(対名目GDP比、%)



関(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。中国がWTOのメンバーとなり、経済活動における国際ルール遵守を約束したことは、外国企業にとつての中国での事業活動のリスク低下を意味した。二〇世紀末のIT革命が促進した経済のグローバル化、生産工程のモジュール化で国際分業体制再編の流れが一気に加速、そこに中国の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、一斉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スを始めた。その結果、中国に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、中国は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訳だが、それに伴い中国をめぐる国際資本フローにも様々な変化が生じた(図1)。第一に、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、二〇〇〇年の二四一億米ドルから二〇〇七年には二六二〇億米ドルと一〇倍以上に膨れ上がった。この間、輸出総額(通関ベース)は年平均二五・四%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二・九%と輸出を下回った。第二に、海外の企業による対内直接投資の増加である。

対中直接投資額(実行ベース)は、一九九一〜二〇〇〇年の年平均三二・八億米ドルから二〇〇一〜二〇〇七年は同六三・一億米ドルへと一挙に倍増した。

第三に、こうした正規の経済活動による資金流入の他に、人民元の切り上げを見込んだ投機的資金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きたが、二〇〇三年以降、後述する人民元の切り上げ観測が台頭し、正規・非正規の様々なルートを通じてホットマネーが流入するようになった。「誤差脱漏」勘定の黒字は、そうした資金の動きを反映していると言えよう。また、貿易取引や直接投資の形態をとりながら、投機的な目的で流入した資金も多いとみられる。これらの資金流入により、中国は二〇〇六年二月以降、日本を抜いて世界一の外貨準備保有国となった。

WTO加盟を契機とした中国からの輸出ラッシュとそれに牽引された中国経済の成長の持続は、人民元に対する評価を大きく転換させた。米国の筆頭とする先進国からは、対中貿易赤字はもたらさず、「世界の工場」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、自国通貨を不当に過小評価させている中国の「為替操作」に対する非難が高まり、市場では人民元切り上げ観測が誘発された。こうした中、二〇〇五年七月、中国政府は一九九四年以来となる人民元為替制度の抜本的な改革を実施し、通貨バスケットを参考とした管理

変動相場制が導入され、人民元の対米ドル為替レートの上昇が始まった。この改革は人民元の為替レート形成メカニズムの柔軟性を高めるものではあったが、それに先立つ六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)を逸脱するものではなく、あくまで国内の経済・社会の安定を優先し、漸進的に改革を進めていく方針を貫いている。

事実、二〇〇五年七月以降、通貨バスケット(内訳は未公表)を参考にするとはいえるものの、中国人民銀行(中央銀行)が発表する毎日の基準レートの決定方法には不透明な部分もあり、当局がレートを事実上管理していると見て間違いないだろう。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その後若干引き上げられたが、人民元レートの上昇は、国内の雇用問題や農村部への打撃に配慮した抑制的なペースが維持された。

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。中央銀行による不胎化介入にも限界があり、国内の金融システムに慢性的な「金余り」状態がもたらされた。日本の一九八〇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

図2 中国の金融機関の貸出伸び率（前年比、%）



醸成することとなったのである。

従来資本自由化に慎重だった中国政府は、過剰流動性対策として、国内に滞留した資金を海外に流出させるべく資本取引規制の緩和に踏み切った。二〇〇五年以降企業の外貨保有枠や個人の海外直接投資も奨励されるようになった。証券投資の分野でも、二〇〇四年八月に保険会社に外貨資金の海外運用が認められ、二〇〇六年四月には国内の適格機関投資家（QDII）を通じた国内の機関および個人の海外証券投資も認められた。さらに、二〇〇七年九月、政府が出資して外貨準備の運用を行う中国投資有限責任公司（CIC）が設立された。もともと、二〇〇七年に発表された香港市場への個人の証券投資（「自由行」）は、一般投資家が口座開設に殺到し混乱が生じたため、その後頓挫している。このように、管理の容易なチャネルを通じた対外投資が先行する形で進んでおり、資本自由化に対する慎重な姿勢は崩れていない。

### ●世界金融危機への対応と発展方式の転換

外貨準備高増大の最大の要因は、先に見たように経常収支黒字である。経常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。実は、外需に過度に依存した成長方式

に伴うリスクはアジア通貨危機で中国政府も十分に認識しており、以降、内需主導の成長への転換と消費振興を目標として掲げてきた。しかし、その試みは、過去一〇年間で十分な成果を挙げたとは言えない。

そうした中で発生したのが、二〇〇八年九月の米国リーマン・ブラザーズの経営破綻に端を発した世界金融危機である。これが引き金となった世界同時不況を受け、中国政府は同年一月九日に四兆元（約五七兆円）に達する内需刺激策を発表した。これには、交通・電力などインフラ投資に加え、低所得者向け住宅建設や農村部の所得引き上げ策なども含まれている。また、金融政策の面でも、二〇〇八年秋以降、矢継ぎ早に利下げや窓口指導などを行い、二〇〇九年に入り金融機関による貸出額は一気に増大している（図2）。二〇〇五年七月の為替制度改革以降、一貫して上昇してきた人民元の対米ドル・レートも、景気後退が始まった二〇〇八年半ば以降は、輸出関連企業への配慮から切り上げが足踏み状態となった。

国際金融市場参加者の中国の持続的成長に対するコンフィデンスの回復は、国際商品市場や新興国の株式市場への投資資金の回帰をもたらすと期待され、世界経済・金融市場の安定の必要条件である。しかし、中国自身にとってそれ以上に重要なことは、これを機に内需とくに消費主導の発展方式への転換を進められるかどうかである。世界同時不況への対応として拡張的財政

政策の実施、金融政策の引き締めから緩和への転換、人民元レートの固定化といった措置を採っているが、これらはアジア通貨危機時の政策対応を彷彿させる。一〇年前のアジア通貨危機では、通貨暴落の波及を阻止し、景気の落ち込みを最低限に食い止めることができたが、当時の政策対応はその後、地方政府・企業による過剰投資の問題を生む遠因となった。アジア通貨危機の影響回避を優先させたがゆえに、第九次五カ年計画（一九九六～二〇〇〇年）で提唱されていた成長方式の「粗放型から集約型（量的拡大から質的向上）へ」の転換が事実上反故になってしまった。

二〇〇七年の中国共産党第一七回党大会でも改めて「発展方式の転換」が提起されている。これは、成長率よりも成長の「質」を重視し、①投資・輸出主導から消費・投資・輸出のバランスのとれた発展、②製造業偏重からサービス産業の拡大重視、③資源消費依存からの脱却、④生態環境の改善、⑤産業構造の高度化、などを指すものである。今回の世界金融危機に際して、目先の景気下支え策が、本来目標としていた「発展方式の転換」と整合性を保てるかが問われる。とくに、①積極財政・金融緩和の下で、過剰投資を伴わずに産業構造調整を進めることができるか、②雇用確保の大儀の下で、エネルギー効率改善や環境保全が蔑ろにされないか、③農村部の発展のための取り組みを継続できるか、などの点を見極める必要がある。

これまでは国内の過剰投資によって生じた過剰供給を輸出で吐き出していたが、そのような成長方式ははや継続不可能である。鉄鋼業などの過剰投資業種では、倒産に追い込まれる企業も増えているが、非効率な企業の淘汰が進むことは中長期的に産業構造調整や産業高度化の面からはやむを得ない。今回の世界金融危機は、中国が発展方式を転換する絶好の機会とも言える。しかし、危機対応であるはずの銀行貸出急増が、淘汰されるべき企業までも延命することにならないか、金融システムの効率性改善を遅らせることにならないか、やや心配される点である。

積極財政・金融緩和が、資源浪費や公害問題の背景にある地方政府間の「成長競争」を再燃させないかも懸念される。第一次五カ年計画（二〇〇六―二〇一〇年）では、単位GDP当りエネルギー消費量、主要汚染物質総排出量などの計画指標が行政部門の責任を一層明確にした「必須性（拘束性）指標」となっているが、景気下支えや雇用確保が優先させるあまり、これらの目標値の実現が遅れることにならないか、注視する必要がある。

一方、「三農問題（農業、農村、農民の問題）」の克服は、中国共産党政権の最重要課題と位置付けられており、「四兆元」景気対策の約一割が農村振興に充てられている。すでに、家電製品購入時の補助金支給が実行に移されている。ただし、人口の過半が居住する農村部の消費市場の拡大が

伸び悩んでいる背景には、①社会保障制度の整備が遅れていること、②農村部における社会サービスが未整備であること、③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、④消費者金融制度が普及していないこと、など多くの問題がある。第一一次五カ年計画では、新型農村合作医療加入率などがやはり「必須性指標」に盛り込まれているが、中長期的には、そうした制度的な改革への取り組みの方が問題解決にとって重要であることは言うまでもない。

### ●「マネー経済」のグローバル化へ

中国経済・社会の持続的発展にとって、「発展方式の転換」や「三農問題」の解決は不可避の課題である。持続的発展に必要な条件・環境が国内的に整わないままに、資本自由化が先行することは、ホットマネーの流出入増大やそれに伴う人民元為替レート不安定化をもたらす。それは、世界経済および国際金融市場にとっても大きなリスク要因となろう。冒頭で述べたように、外国為替や資本取引に関する政策がマクロ経済管理の必要に基づいて規定されてきたという経験則に従えば、人民元改革に関する「三原則」は今後も維持され、資本自由化に対しては引き続き慎重な姿勢が継続されると考えるのが自然である。

もちろん、「社会主義市場経済」の建設を国是とし、名実ともに経済大国にならんと欲する中国の現政権が、人民元の完全兌換性実現や資本自由化という最終目標を放棄

した訳では決していない。QDIIの解禁はもとより、中国企業による海外の大手企業・資源会社の買収、CICによる米国の金融機関に対する出資、といった新たな国際資本フローの動きも生まれている。また、貿易取引における人民元決済の試行も開始される。

WTO加盟が契機となって中国の実物経済面におけるグローバル化は大きく進展したが、今まさに中国は金融経済（マネー経済）面でのグローバル化の段階へと進み始めた。漸進的とは言え、資本取引のチャネルは間違いなく拡大している。中国の「発展方式の転換」が今後の金融資本市場の開放にどのように作用し、国際資本フローにいかなる変化をもたらすのか。中国の経済体制改革と対外開放を、「実物経済」のみならず「マネー経済」のグローバル化という文脈の中で捉えていくことがますます重要になる。

（そね やすお／日本大学経済学部准教授）

### 《参考文献》

吉富勝（二〇〇三）『アジア経済の真実：奇蹟、危機、制度の進化』、東洋経済新報社