

# 中国における金融リスクの増大と求められる対応 —資本取引の自由化や人民元の国際化に向けた展望—

調査部 主任研究員 清水 聡

## 目 次

1. はじめに
2. 人民元のSDR構成通貨バスケットへの参加
  - (1) 微妙であった資格要件の満足度
  - (2) SDRの構成通貨バスケットに加わった意義
3. 人民元の国際化の進展状況
  - (1) 政策的な進展
  - (2) 実態面の進展
4. 資本取引の自由化の必要性和現状
  - (1) 人民元の国際化と資本取引の自由化の関係
  - (2) 資本取引の自由化に関する議論
  - (3) 中国の資本取引規制の現状
5. 為替政策と資本流出の問題
  - (1) 為替政策、為替レート、外貨準備などの状況
  - (2) 資本流出の拡大
  - (3) 以上の問題に対する対策
6. 国内金融システムの問題
  - (1) 銀行部門の諸問題と金利の自由化
  - (2) 金融政策
  - (3) 債券市場
  - (4) 株式市場
7. 今後の展望
  - (1) 資本取引自由化のシーケンス
  - (2) 金融リスクを低減するための対策と人民元の国際化に向けた展望

---

## 要 約

1. 2015年11月末、IMF（国際通貨基金）はSDR（特別引き出し権）を構成する通貨バスケットに人民元を加えることを決めた。これにより、人民元は米ドル・ユーロ・日本円・英ポンドに続く第5の準備通貨として公式に認められた。一方、中国の国内金融システムには多くの課題が残されており、人民元がSDRに加えられたことによって継続的な市場改革が義務付けられたといえる。
2. 中国は、2009年以降、人民元の国際化政策を本格的に推進しており、様々な政策的取り組みが現在に至るまで継続的に行われている。これらは、国際化を促進するための金融インフラ整備と、經常・資本取引規制の自由化に大別できる。実態面からみた人民元の国際化は順調に進んできたが、2015年半ば以降、人民元の減価などを反映して停滞が顕著になっており、貿易決済における人民元建て比率の低下、香港市場の人民元建て預金残高の減少、オフショア人民元建て債券発行額の減少などがみられるようになっている。
3. 人民元の国際化を本格的に進展させるためには、資本取引の自由化を一段と進めることが不可欠である。しかし、資本取引の自由化に伴うリスクは大きく、順序立てて慎重に進めることが求められる。中国では、漸進主義の下、長い時間をかけて自由化が進められてきた。2009年以降、人民元の国際化政策の推進に伴い、香港市場を通じた人民元の本土への還流メカニズムが作られ、資本取引の自由化が加速された。その結果、デファクトの資本取引の自由度は大幅に高まったと考えられる。ただし、最近では、資本流出が拡大していることを反映して、流出規制の強化が多様な方法で行われている。
4. 2014年以降、人民元の対ドルレートは減価に転じた。その背景には、米中の景況感の違い、中国の国際収支の変化による増価圧力の低下、外貨準備の減少に伴う信認の低下、増価一辺倒の為替政策運営を行ってきた影響などがある。こうしたなか、2015年8月に市場実勢を反映させるための為替改革が実施されたほか、同年12月以降は通貨バスケットに対する人民元の安定が強調されるようになった。一方、人民元の減価と相まって資本流出が拡大している。当面は、為替レートの増価期待と減価期待を均衡させることを目指して為替政策を運営するとともに、資本流出を抑制するために規制強化などの対策を実施することが求められる。
5. 国内銀行部門では、金利が低位に抑制されてきたことや国有銀行が支配的地位を占めてきたことなどを背景に、企業債務の膨張、地方政府債務の増加、シャドーバンキングの隆盛、銀行の収益性の低下、住宅価格や株式価格の変動が銀行部門にもたらす影響の拡大など、多くの問題が生じている。貸出・預金金利の自由化は形式的には実現したものの、政策運営によって実質的に規制されているという指摘もある。
6. 金融政策についてみると、資本フローの拡大やシャドーバンキングの隆盛などにより信用量や貸出・預金金利の調整を主な手段とする従来の政策の有効性が低下し、当局は短期金融市場金利を政策金利とする金融政策を確立することを目指している。このような政策は次第に浸透してきた模様であ

るが、その波及効果を改善するためには貸出・預金金利の実質的な自由化が重要な役割を果たすことになる。

7. 債券・株式市場は急速な拡大を遂げたものの、流通市場での活発な取引や海外投資家の参加が欠けており、大きな課題となっている。また、中国の金融システムは現状、銀行中心であるため、中期的に債券・株式市場からの資金調達比率を引き上げる必要がある。銀行融資の割合が低下すれば、モラルハザードの問題が改善することが期待される。ただし、民間企業が社債発行残高に占める割合は約10%、株式時価総額に占める割合は約30%と経済活動におけるプレゼンスを大幅に下回っていることにも留意しなければならない。
8. 長期的には、国内金融システム整備、実質的な金利の自由化、金融政策の市場化の貫徹、柔軟な為替制度の採用などを順序立てて実施し、資本取引の一段の自由化に向かう必要がある。これらの政策は市場リスクや信用リスクなどの拡大を伴う点で共通しており、これに耐えられる金融システムを構築しなければ自由化を進めることはできない。その意味では、金融規制監督の強化もますます重要となる。
9. 中国は現在、深刻な事態を招きかねない金融リスクを抱えている。リスクの増大に備えつつ、緩やかに前進することが唯一の解決策である。金融面の諸問題にどの程度効果的な取り組みができるかは、今後の中国経済を大きく左右することになる。一方、これらの問題が克服され、資本取引の自由化が大幅に進展すれば、グローバルに大きな影響をもたらすことになる。人民元が国際通貨としてどの程度の重要性を持つようになるか、現時点で見通すことは難しいが、少なくともSDRの構成通貨バスケットに加わった以上、中国当局は金融システムを自由化する方向に向かわざるを得ないと考えられる。

## 1. はじめに

2015年11月末、中国人民幣はIMF（国際通貨基金）のSDR（特別引き出し権）を構成する通貨バスケットに加えられることになった。これは、人民幣の国際化政策におけるマイルストーンであったといえる。しかし、国際化の進展を示す指標（貿易決済における人民幣建ての比率や香港市場の人民幣建て預金残高など）をみると、2015年半ば以降、後退がみられる。これは主に、短期的な経済金融情勢に影響されたものである。現在、人民幣為替レートの減価、外貨準備の減少、資本流出の拡大、企業債務問題の深刻化などが発生しており、当局が多様な対応を迫られるとともに、通貨としての人民幣に対する信認が揺らいでいる。

人民幣を真の国際通貨にするには、金融システム整備を推進して資本取引を一段と自由化することが不可欠と考えられるが、現状では逆に資本流出規制の強化などを余儀なくされている。中国は現在の問題にいかに対処すべきか、そして、人民幣の国際化についてどのような見通しが持てるのか。本稿では、これらの点について検討する。

構成は以下の通りである。第2章では、人民幣がSDRの構成通貨バスケットに加えられた経緯を振り返るとともに、その意義についてまとめる。第3章では、人民幣の国際化の進展状況について、政策面と実態面からみる。第4章では、人民幣の国際化を本格的に推進するうえで前提となる資本取引の自由化について、それによるリスクの大きさや望ましい順序などに関する一般的な議論を紹介するとともに、中国の資本取引規制の現状を多角的に分析する。第5章では、最近の人民幣の減価や資本流出の問題について述べたうえで、短期的に求められる対策を検討する。第6章では、国内金融システムにみられる諸問題につき、貸出・預金金利の自由化や金融政策に関する論点も含めてまとめる。第7章では、資本取引の自由化に向けた金融改革の順序やそれらを実施する必要性について考察するとともに、人民幣の国際化の展望に触れる。

人民幣はSDRの構成通貨バスケットに加えられたものの、為替レートの減価などの問題を受けてその国際化は停滞している。当面は、為替レートの増価期待と減価期待を均衡させることを目指して為替政策を運営するとともに、資本流出を抑制する規制強化などを行う必要がある。一方、長期的には、国内金融システム整備、実質的な意味での金利の自由化、金融政策の市場化の貫徹、柔軟な為替制度の採用などを順序立てて実施し、資本取引の一段の自由化に向かう必要がある。金融システムの諸問題を解決し、人民幣の国際化の進展を継続させることが求められる。

## 2. 人民幣のSDR構成通貨バスケットへの参加

### (1) 微妙であった資格要件の満足度

2015年11月末、IMFはSDRを構成する通貨バスケットに人民幣を加えることを決めた。これにより、人民幣は米ドル・ユーロ・日本円・英ポンドに続く第5の準備通貨（reserve currency）として公式に認められた（図表1）。実際の通貨バスケットの変更は、2016年10月より実施されている。

（図表1）人民幣追加前後のSDRバスケットの構成比率（%）

構成通貨	追加前	追加後
米ドル	41.90	41.73
ユーロ	37.40	30.93
英ポンド	11.30	8.09
日本円	9.40	8.33
中国人民幣	—	10.92
合計	100.00	100.00

（資料）IMF

改めて、人民元が組み入れられた経緯を振り返りたい。SDRの評価方法（valuation method）に関しては、2000年に以下のように定められた。第1に、構成通貨の選定基準を、①過去5年間の財サービス輸出額が他国よりも大きいこと、②IMF協定第30条f項に基づき自由利用可能通貨（freely usable currency）とみなされること、とする。第2に、バスケットのウエートは外貨準備における保有シェアと財サービス輸出額をもとに決める。第3に、構成通貨の選定とウエート変更を5年ごとに行う。今回の期限は、2015年12月31日であった。

人民元がSDRの構成通貨となれば、IMF加盟国はSDRの保有に伴って人民元の取引を行う必要が生じる。そのため、人民元は以下の運営上の課題をクリアしなければならない。① SDRの価値は、毎日評価する必要がある。SDRの対ドルレートならびに金利は構成通貨の加重平均で決定されるため、人民元の「代表的な」（representative）為替レート（対ドルレート）と金利も毎日決める必要がある。② SDRの保有者が人民元の為替取引を行うこと、保有する人民元を運用すること、ポジションをヘッジすることなどが可能となる必要がある。これらの条件を満たすために、中国では多様な金融改革が急ピッチで進められた。

構成通貨の選定基準に戻ると、中国の輸出額が十分に大きいことは議論の余地がないが、自由利用可能通貨であるか否かは微妙であった。その判断基準は2つある。第1に、国際金融取引の決済に広く利用されているか否か（wide use）を、外貨準備・国際銀行借入れ・国際債券発行などにおける通貨シェアから判断する。第2に、主要な為替市場において広く取引されているか否か（wide trade）を、為替市場における取引額から判断する。

第1の条件であるwide useに関してみると、①2014年末に世界の公的外貨資産に占める人民元のシェアは1.1%（世界第7位）、②2014年末の国際銀行預金におけるシェア（BISの推計による）は1.9%（世界第5位）、③2014年の国際債券発行額に占める比率は1.4%（世界第6位）、④2014年4月～2015年3月のSWIFTのクロスボーダー決済における比率は1.0%（世界第8位、ただしIMFはデータ補正により第5位になる可能性があると主張）、などとなっている（注1）。過去5年間で人民元の国際金融取引における利用増加は顕著であり、SDRに属さない通貨のなかでは最上位の一角に入ってきている。ただし、SDRを構成する他の4通貨がほとんどの取引において1～4位を占め、その地位が確立していることに比較すれば、人民元は未だ発展途上にあるといえよう。

次に、第2の条件であるwide tradeに関してみると、BISの3年ごとの調査で、2013年に人民元の比率は1.1%（世界第9位）であった（図表2）。この点では、他のSDR構成通貨に遠く及ばない。

以上のように、人民元が自由利用可能通貨であるというIMFの判断は微妙なものであり、世界経済のなかで大きなプレゼンスを持つに至った中国のIMFに対するコミットメントを維持しようとする政治的な意図が背景にあったことが考えられる。

また、前述の「運営上の課題」に関しても、2015年11月までに様々な規制変更を行い、どうにか基準を満たしたというのが実情である。一連の規制変更には、世界的な市場の混乱を招いた2015年8月の人民元基準値の切り下げ（詳細は後述）も含まれる。

(図表 2) 世界の外国為替取引の通貨別比率

(10億ドル、%)

2010年			2013年		
通貨	金額	比率	通貨	金額	比率
米ドル	3,368	42.4	米ドル	4,652	43.5
ユーロ	1,550	19.5	ユーロ	1,786	16.7
日本円	754	9.5	日本円	1,231	11.5
英ポンド	511	6.4	英ポンド	631	5.9
オーストラリアドル	301	3.8	オーストラリアドル	462	4.3
スイスフラン	250	3.2	スイスフラン	275	2.6
カナダドル	210	2.6	カナダドル	244	2.3
香港ドル	94	1.2	メキシコペソ	135	1.3
スウェーデンクローネ	87	1.1	中国人民幣元	120	1.1
ニュージーランドドル	63	0.8	ニュージーランドドル	105	1.0
中国人民幣元	34	0.4			
その他	715	9.0	その他	1,048	9.8

(資料) IMF [2015]

(注1) この表は、全通貨の比率の合計値が100%になることを前提として作られている。

(注2) 2010年の中国人民幣元の順位は第17位。

## (2) SDRの構成通貨バスケットに加わった意義

人民元がSDRの構成通貨バスケットに加えられたことによる経済的な意義は、短期的には小さいといえよう。SDRの残高(加盟国に対する割当額)は2,041億SDR(約2,855億ドル)に過ぎず、人民元のSDRへの組み入れによって中国への資本流入が短期間に一気に増加することは考えにくい。

しかし、5通貨しかない準備通貨に入ったことによるプレゼンスの向上ないし象徴的意義は無視できず、長期的には経済的意義も高まる可能性がある。例えば、IMFは、定期的に発表している外貨準備の通貨別構成比率の統計に人民元の比率を加えることを決めた。また、多くの中央銀行が準備資産に人民元を加えるようになってきている。この傾向が持続するためには、魅力的な人民元建て金融資産が十分に存在するとともに、中国に対する資金の出入りが円滑に行えることが前提となろう。

現状では、これらの条件の満足度は不十分である。国内金融システムには多くの課題が残されており、SDR入りしたことによって継続的な市場改革が義務付けられたといえる。また、SDR入りを果たしたことは人民元の国際化に向けた諸改革がIMFによって高く評価されたことを意味しており、金融改革の継続を正当化する極めて重要な成果であったといえよう。

したがって、人民元のSDRへの参加は、容易に進まない中国の金融改革や資本取引の自由化を促す要因に、あるいは少なくとも改革の後退を食い止める要因になりうるものと考えられる。

(注1) IMF [2015] による。

## 3. 人民元の国際化の進展状況

### (1) 政策的な進展

#### A. 金融インフラ整備

中国は、2009年以降、人民元の国際化政策を本格的に推進しており、様々な政策的取り組みが現在に至るまで継続的に行われている。

これらは、大きく二つに分けられる（注2）。第1に、国際化を促進するための金融インフラ整備である。人民元を国際化するためには、海外における人民元の流動性を拡大することが必要であり、そのためのインフラを構築することが求められる（後述）。第2に、経常・資本取引規制の自由化である。2009年から2012年にかけて、人民元建て貿易決済の自由化が進められた。また、人民元建ての資本取引に関しては、2011年以降、直接投資や証券投資に関する規制緩和が進められている。

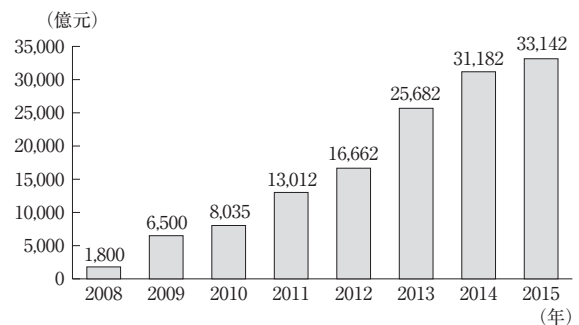
金融インフラ整備の内容としてあげられるのは、第1に、2国間通貨スワップ契約の締結である。中国人民銀行（以下、人民銀行）は、2015年末までに33カ国・地域の金融当局と両国の現地通貨による2国間通貨スワップ契約に署名し、その合計額は3.31兆元に達した（図表3、注3）。これらの契約は、金融安定に加えて2国間貿易・投資の促進を目指すものである。

第2に、クリアリング銀行の指定である（図表4）。中国の資本取引規制は完全には自由化されておらず、海外にクリアリング銀行を核とする人民元オフショア・センターを置くことで国際化が進められている。クリアリング銀行とは、国内の決済システム（CNAPS：China National Advanced Payment Systems）に直接接続し、クロスボーダー人民元決済の機能を果たす銀行であり、中国系銀行の現地法人がこれに指定されている。2015年以降、南米やアフリカの都市が新たにオフショア・センターとなっており、2016年には懸案となっていたニューヨークがこれに加わった。

第3に、クロスボーダー人民元決済を担うシステム（CIPS：China International Payment System）の構築である（注4）。決済システムは、銀行間の資金決済を担う、金融取引には不可欠のインフラである。中国国内のシステムであるCNAPSは国際標準に従っておらず、クロスボーダー決済を直接担うには不適切である。そこで、人民銀行はSWIFTと協力し、2015年10月8日にCIPSの稼働を開始した。CIPSはISO20022を採用しており、中国語・英語の双方に対応できる。CNAPSによる決済に比較して取引コストが大幅に削減されるため、人民元の国際利用が増加することが期待されている。

CIPSの普及に伴い、理論的には人民元オフショア・センターの機能が奪われることになるが、CIPS

（図表3）人民銀行と他の通貨当局の通貨スワップの金額



（資料）Renmin University of China [2016], p.24

（図表4）人民元オフショアセンターの設立状況

設立時点	都市名	クリアリング銀行
2003年	香港	中国銀行
2004年9月	マカオ	中国銀行
2012年12月	台北	中国銀行
2013年2月	シンガポール	中国工商銀行
2014年6月	フランクフルト	中国銀行
2014年6月	ロンドン	中国建設銀行
2014年7月	ソウル	交通銀行
2014年9月	パリ	中国銀行
2014年9月	ルクセンブルク	中国工商銀行
2014年11月	トロント	中国工商銀行
2014年11月	ドーハ	中国工商銀行
2015年1月	クアラルンプール	中国銀行
2015年1月	バンコク	中国工商銀行
2015年2月	シドニー	中国銀行
2015年5月	サンチアゴ	中国建設銀行
2015年7月	ヨハネスブルク	中国銀行
2015年9月	ブエノスアイレス	中国工商銀行
2015年9月	ルサカ（ザンビア）	中国銀行
2015年10月	チューリヒ	中国建設銀行
2016年6月	ニューヨーク	中国銀行

（資料）SWIFT

は当面、オフショア・センターを補完するものとして位置付けられる可能性もあり、今後の成り行きが注目される。

## B. 資本取引規制の緩和

中国政府は資本取引の自由化を進めるために多くのスキームを作り、厳格に管理された形での自由化を段階的に進めてきた（図表5）。近年は、人民元適格海外機関投資家（RQFII）制度など、従来は禁止されていた人民元建て資本取引の自由化を進め、人民元の国際化を促進する政策がとられている。

（図表5）資本取引を自由化するための制度

制度名	内容
QFII (Qualified Foreign Institutional Investor) 制度	2002年に開始。適格と認定した海外投資家に、外貨から人民元への交換によるA株、B株、その他の金融商品への投資を認める。2015年10月現在、277社に対し789億ドルが割り当てられている。
RQFII (Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor) 制度	2011年に開始。適格と認定した海外投資家に、オフショア人民元によるA株、B株、その他の金融商品への投資を認める。2015年7月現在、135社に対し684億ドルが割り当てられている。
QDII (Qualified Domestic Institutional Investor) 制度	2006年に開始。国内金融機関（商業銀行、証券会社、ファンド運用会社、保険会社）に、海外証券への投資を認める。2015年11月現在、132社に対し900億ドルが割り当てられている。

（資料）Prasad [2016], p.14

第1に、RQFIIは、適格海外機関投資家（QFII）制度が外貨を人民元に交換して投資を行うことを認めるのと異なり、オフショア人民元を国内証券に投資できる制度であり、オフショア人民元が拡大したことに対応するものといえる。QFIIの場合と同様、金融機関は証券監督管理委員会（CSRC）からライセンスを取得し、国家外為管理局（SAFE）から投資割当てを受けたうえで、すべての関連書類を人民銀行に提出しなければならない。また、RQFIIの利用にあたっては、投資を行うための口座を分別して設けることが求められる。

RQFIIを利用できる金融機関は、当初は中国の金融機関の香港子会社のみであったが、その後次第に拡大され、2015年7月現在、135の金融機関が684億ドルの割当てを受けている（注5）。そのうち、香港の金融機関が430億ドルと大半を占めている。

第2に、2014年11月17日、上海・香港相互株式投資制度が開始された。これは、海外投資家に香港経由で上海A株への投資を認める一方、中国の投資家に香港H株（香港証券取引所に上場された、本土で登記している中国企業の株式（香港ドル建て））への投資を認めるものである（いずれも人民元建てでの投資を認める）。この制度は、QFIIやRQFIIと異なり、投資家が個別に認可を申請する必要はなく、個別の割当額もない点で画期的なものである。割当額は総計で設定され、1日当たりの割当額も決まっている。投資家には、口座残高が50万元以上の個人投資家も含まれる。

香港からの投資可能額は総計3,000億元（1日当たり130億元）、中国からの投資可能額は同2,500億元（1日当たり105億元）に設定されている。割当額の順守状況については、香港と上海の証券取引所がモニターしている。当局は、決済システムを利用してリアルタイムで売買の状況を把握している。売買金



額では、上海株が香港株を大幅に上回る状況が続いている。

2016年12月5日には、深圳株式市場と香港株式市場の間でも相互投資が開始された。これにより、時価総額ベースで全体の約8割相当（62兆元、約9兆ドル）の中国本土株式に海外からアクセスできるようになったとされる（注6）。

今のところ、深圳市場に対する投資額は1日当たり上限額（130兆元）のごく一部にとどまっている模様であるが、投資家は技術関連や消費セクターなどの「ニューエコノミー」関連銘柄に強い投資意欲を示している。上海株式市場からの乗り換えもみられるようである。相互株式投資制度は、今後、重要な投資チャンネルに成長することが期待される。

第3に、2015年7月1日に、中国本土・香港ファンド相互承認スキーム（MRF：Mainland-Hong Kong Mutual Recognition of Funds）が開始された（注7）。これは、ホーム国で認可された公募ファンドに関してホスト国の当局による適格要件が免除され、個人投資家に対する販売が可能となるものである。投資家によるファンド購入の限度額は、双方向とも3,000億元に設定されている。2016年6月現在、37本の本土ファンドが香港で販売され、9本の香港ファンドが本土で販売されている。

第4に、2013年9月29日より、上海自由貿易試験区（FTZ：Free Trade Zones）が始動した。この枠組みのなかで、資本取引の自由化や金融サービス業の対外開放を推進することが目指されている。この枠組みの目的は、地域を限定することで、管理された資本取引の自由化などを試験的に実施することにある。

自由貿易試験区は、銀行や企業による双方向の資本フローを拡大するチャンネルをもたらしている。FTZとそれ以外の本土地域との間には原則としてファイアウォールが存在するものの、多くの銀行や企業が取引を行うことにより、実質的に少しずつ解消する可能性もある（注8）。

2015年4月には、新たな自由貿易試験区が天津市、広東省、福建省に設けられた。2017年にはさらに7カ所（四川・湖北・河南・陝西・遼寧・浙江の各省と重慶市）に設けられる予定となっている（注9）。そのうち5カ所は内陸部にあり、その経済発展を促す意図もある。

## (2) 実態面の進展

人民元の国際化は順調に進んできたが、2015年半ば以降、停滞が顕著になった。スタンダード・チャータード銀行が毎月発表する人民元国際化指数（RGI：Standard Chartered Renminbi Globalisation Index）をみると、2010年12月を100としてスタートしたRGIは順調に上昇を続け、2015年9月には2,402に達したが、その後は緩やかに低下し、2016年10月には1,934となった（注10）。この指数は、①オフショア人民元建て預金、②オフショア債券・CD発行、③貿易決済を含むクロスボーダー決済、④外国為替取引額、をパラメータとして算出されている。

「はじめに」で述べた通り、この現象は、中国の景気減速を受けて人民元の減価、資本流出、企業債務問題の深刻化などが顕著となり、通貨に対する信認が揺らいでいることによるものと考えられる。張明〔2016〕では、この状況を、アメリカの景気回復によりドルの国際通貨としての地位が回復する一方、人民元の地位が後退しているものと説明している。

人民元の国際化の後退を示す指標としては、第1に、人民元建て貿易決済額があげられる（図表6）。

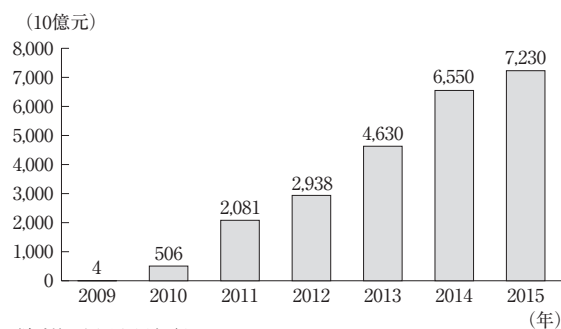
年ベースでは、2015年の人民元建て貿易決済額は前年比10.38%増の7.23兆元となり、中国の貿易額に占める人民元建ての比率は前年から4.6%上昇して29.36%となった（注11）。7.23兆元の88.34%に当たる6.39兆元が、財の貿易であった。

また、輸出による受取額と輸入による支払額の比率は、2014年の1対1.40から2015年には1対0.96となった。これは、海外の貿易業者が人民元の受け取りを望まなくなったことを示すものと考えられる。

2016年に入ると、人民元建て貿易決済額は落ち込んでいる（注12）。人民元建て決済額が中国の貿易額に占める比率は2012年初の約5%から2015年8月には34.1%まで上昇したが、その後は低下傾向となり、2016年9月には14.8%となっている。

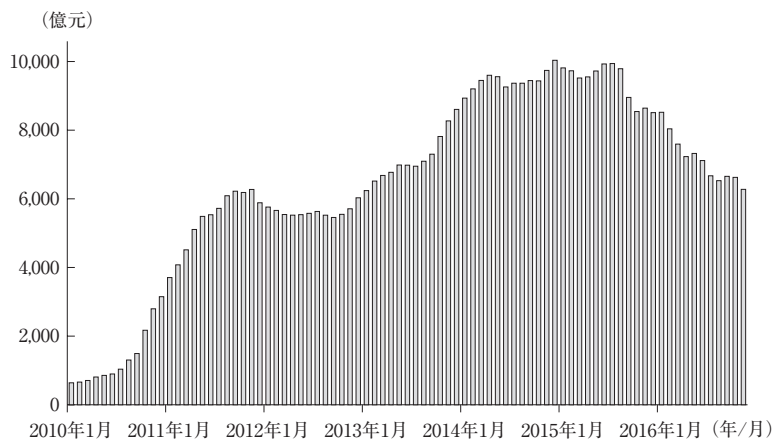
第2に、香港市場の人民元建て預金残高は、2014年末のピーク時の約1兆元から2016年11月には6,276億元に減少した（図表7）。このようなオフショア人民元市場の縮小には、後述するように、人民銀行がドル売り人民元買い介入を行って流動性を抑制していることも影響していると考えられる。

（図表6）人民元建て貿易決済額



（資料）中国人民銀行

（図表7）香港の人民元建て預金残高



（資料）Hong Kong Monetary Authority

第3に、SWIFTによる世界のクロスボーダー決済におけるシェアをみると（図表8）、人民元は2013年6月の0.87%（世界第10位）から着実に上昇してスウェーデン・クローネ、香港ドル、スイスフラン、カナダドルなどを抜き、ピーク時の2015年8月には2.79%（日本円を抜いて世界第4位）に達したが、その後は低下している（注13）。オフショア人民元の利用は、中国市場のボラティリティや中国景気の減速から負の影響を受けているとみられる。クロスボーダー決済のシェアにおいて日本円を抜いたのは、1回のみであった。2016年6月にはシェアが1.72%に低下し、カナダドルに抜き返されて世界第6位となっている。

(図表8) 世界のクロスボーダー資金決済に占める比率

2014年1月		2016年6月	
米ドル	38.75	米ドル	40.97
ユーロ	33.52	ユーロ	30.82
英ポンド	9.37	英ポンド	8.73
日本円	2.50	日本円	3.46
カナダドル	1.80	カナダドル	1.96
オーストラリアドル	1.75	中国人民元	1.72
中国人民元	1.39	オーストラリアドル	1.55
スイスフラン	1.38	スイスフラン	1.52
香港ドル	1.09	香港ドル	1.09
タイバーツ	0.98	タイバーツ	1.02

(資料) SWIFT

なお、人民元オフショア・センターのなかでみると、人民元建て決済の71%が香港で行われている。人民元建て決済を行っている国は110以上あるが、90%以上が上位10カ国に集中している。香港以外の順位は、イギリス、シンガポール、台湾、韓国、フランス、オーストラリア、などとなっている。人民元の国際化の停滞を反映し、決済額が減少しているセンターも多く、2016年1～6月の決済額の前年比をみると、シンガポールで▲37%、台湾で▲18%、オーストラリアで▲30%と大幅に落ち込んでいる。

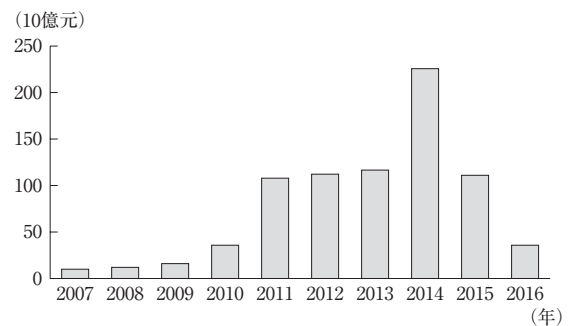
第4に、香港市場のオフショア人民元建て債券（点心債）の発行が減少している（図表9）。点心債の発行額は2014年の2,257億元、2015年の1,110億元（注14）から2016年には前年比68%減の358億元となった。また、グローバルに販売された債券は全体の約50%にとどまり、残りは台湾の投資家向け（いわゆるFormosa bond）であった。発行体の所属国も、2015年の17カ国から2016年には6カ国に減少している。

海外投資家にとっては、人民元の減価による予想収益率の低下が投資意欲をそいでおり、それをカバーするには発行金利を引き上げる必要があるが、それには発行体が難色を示す状況となっている。また、従来、発行体となっていた本土企業の海外現地法人は、現在では本土において100～200bpも低コストで債券を発行できる状況にあるため、国内に回帰している。一方、発行代金を外貨にスワップする海外の発行体にとっても、条件が悪くなっている。香港市場で点心債が国家開発銀行によって初めて発行されたのは2007年であり、2017年は10周年となるが、仮に人民元の減価が持続すれば、点心債の発行増加は期待しにくいであろう。

なお、香港市場における2015年末の人民元建て債券発行残高は3,971億元であったが、その種類別内訳は図表10のようになっている。

点心債の発行が減少する一方で、パンダ債（本土で非居住者が発行する人民元建て債券）の発行が増加している。パンダ債は2005年にアジア開発銀行（ADB）と国際金融公社（IFC）が発行した後、市場

(図表9) 点心債の発行額



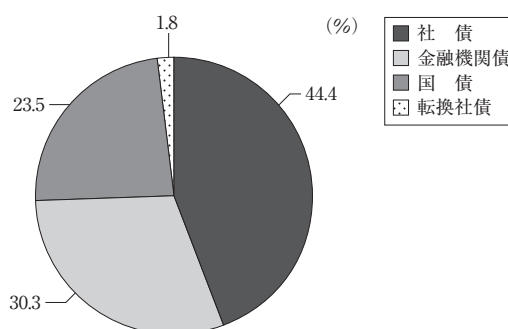
(資料) CEIC、Global RMB

の拡大はみられなかったが、2014年には事業会社第1号案件としてダイムラー社が1年物私募債5億元を発行している。

2015年9月以降、発行が増加し、2015年には8件、計125億元のパンダ債が発行された。2016年には、11月末までに40件、1,136億元の発行が行われている。金額の大きな発行も増えており、また、発行期間も次第に長期化している。発行体としては、ブリティッシュ・コロンビア州、ナショナル・バンク・オブ・カナダ、ポーランド共和国などがみられる。

国内の豊富な貯蓄を背景にパンダ債市場の拡大余地は大きいだが、発行枠組みが十分に確立しておらず、今後の市場の成長は当局の判断次第という部分がある。例えば、登録制度が存在しないこと、中国語の書類しか認めていないこと、会計基準として認められるのは中国基準、香港基準、国際基準（IFRS）のみでありアメリカの報告基準が認められないこと、売却・満期償還時の回金ルールが決まっておらずケースバイケースであること、などの問題があり、これらを解決するルールの確立が待たれる。

(図表10) 香港の人民元建て債券市場残高の内訳



(資料) Renmin University of China [2016], p.17

(注2) 2014年までの政策的進展の詳細に関しては、清水 [2015a] を参照されたい。

(注3) Renmin University of China [2016] p.24。一部の国とは、複数回、契約を結んでいる。

(注4) 以下はPrasad [2016] p.69による。

(注5) Ehlers et al. [2016] によると、2016年9月現在では169の機関が5,113億元の割り当てを受けている。

(注6) 2016年12月6日付日本経済新聞「深圳・香港で株相互取引が開始」による。

(注7) 江崎 [2016] を参照した。

(注8) Prasad [2016] p.21。

(注9) 2016年12月25日付日本経済新聞「中国、内陸にも自由貿易区」による。

(注10) <https://www.sc.com/BeyondBorders/infographics/rgi-tracker/>を参照。

(注11) Renmin University of China [2016] p.11。

(注12) Standard Chartered Bank [2016] p.2。

(注13) SWIFT [2016] p.4。

(注14) 2015年には、中国銀行台北支店が15年物の点心債を発行している。

#### 4. 資本取引の自由化の必要性と現状

##### (1) 人民元の国際化と資本取引の自由化の関係

中国は96年にIMF8条国となり、経常取引の交換性を達成したが、資本取引規制に関しては、国内金融システムに多くの問題が残されているため、これを完全に自由化することはできていない。この条件の下で、人民元の国際化を推進することは容易ではない。中国は、貿易取引における人民元建て決済比率を高めるとともに、海外に多くの人民元オフショア・センターを設立し、当局間の通貨スワップ契約の締結や人民元建て資本取引の自由化などを実施して、オフショア人民元の流動性の拡大を図ってきた。

しかし、このやり方には限界がある。人民元を真の準備通貨とするためには、人民元建てのクロスボーダー取引を自由に行えるようにすることが大前提となる。したがって、資本取引規制を、完全とはい

わなないまでも大筋で自由化することは不可欠といえる。

一方、現在の中国は人民元の減価や資本流出に悩んでおり、資本取引の自由化を進められる状況ではなく、短期的な対策と長期的な方向性は分けて考えなければならない。

## (2) 資本取引の自由化に関する議論

### A. 資本取引の自由化に伴う大きなリスク

理論的には、ある国が国内金融システムの管理に必要な一定の制度的能力を身に着ければ、資本取引の自由化はその国に多大なメリットをもたらすと考えられる（図表11）。かつてIMFは、経済が発展すれば資本取引の自由化は当然達成すべきことであると考えていた。しかし、多くのグローバルな金融危機を経て、IMFの考え方も慎重なものに変わっている。自由化にはマクロ経済の安定とそれを裏付ける財政金融政策運営、ならびに国内金融システムの整備が前提となることは以前から指摘されているが、これらの条件を満たさずに拙速な自由化を行えば急激な資本流入・流出が生じて通貨・金融危機を招くリスクが高いこと、また、危機には至らなくても為替レート・株価・金利・流動性・国際収支などのコントロールが難しくなり、政策運営の自由度が低下することなどが強調され、自由化は十分な準備の下に行うべきである、資本流入の急増に対しては一時的に資本取引規制を実施してもよい、などと考えられるようになっていく。

(図表11) 資本取引の自由化のメリットとリスク

自由化のメリット	自由化のリスク
1. 国際的な資源配分の効率化	1. マクロ経済政策や国内金融部門に関して自由化に備える必要が生じる。前提条件が整わない場合、通貨・金融危機に結び付くリスクがある。
2. 資金調達・運用方法の多様化	2. 資本フローの内容や資本収支をコントロールすることができなくなる。
3. マクロ経済政策や国内金融部門に市場規律が働く。	3. 新種のリスクが発生するとともに、金利・為替レート・株価などのボラティリティが高まる。信用リスクや流動性リスクも増幅する。
4. 資本取引規制に関するコストが不要となる。	

(資料) 各種資料

実証的にも、資本取引の自由化が経済成長を促進するという結果はほとんど得られていない。また、上記の政策運営の自由度の問題はいわゆる「国際金融のトリレンマ」の議論（自由な資本移動、為替レートの安定、金融政策の独立性は3つ同時には達成できない）であるが、この理論自体にも疑問が提示されている。Rey [2013] は、アメリカの政策金利の変更が世界の金融情勢に影響を与えるグローバルな金融サイクル (Global Financial Cycle) の存在を主張しており、そこからは「自由な資本移動の下では為替制度の如何にかかわらず金融政策の独立性が失われる」という結論が導かれる（注15）。この主張に従えば、資本取引の自由化に踏み切るには、政策の自由度が制約されることによるデメリットよりも自由化のメリットが大きくなければならないことになる。

自由化のメリットとしては、資本取引規制を維持することによるデメリットを回避できるという点もあげられよう。このデメリットには、マクロ政策の運営能力の向上や国内金融システムの発展が遅れる

こと、対外金融取引が制限されて資源配分がゆがむ可能性が高いこと、規制の運営コストがかかること、などが含まれる。

## B. 資本取引の自由化のシーケンス

前述の通り、資本取引の自由化の前提条件として、健全なマクロ政策運営と国内金融システム整備があげられる。マクロ政策の内容を中国の実情に即して考えれば、図表12のようになる。

(図表12) 中国の資本取引自由化の前提となるマクロ政策

政策種類	課題
1. 為替制度	人民元の変動幅の拡大→自由変動相場制
2. 金融政策	間接的手段（公開市場操作）の強化 為替レートに代わる目標の設定（例：インフレ・ターゲット政策の採用） 人民銀行の独立性の強化
3. 関連する市場整備	外国為替市場、短期金融市場、国債市場の整備
4. 金利の自由化	金利自由化の完了

(資料) 日本総合研究所作成

また、マクロ政策のなかで考えると、為替レートの変動を認める前提条件として、①為替レートに代わるノミナル・アンカーの確立、②為替リスクの管理・規制体制の構築、③流動性の高い外国為替市場の整備、④新たな為替制度に整合的な介入政策の確立、が求められる（注16）。したがって、まずは国内金融システムを整備して金利の自由化や金融政策の市場化（短期金融市場金利を主要な政策金利とする政策運営）を実現し、その後に為替レートの変動相場制を実現したうえで、最終的に資本取引を自由化する、というシーケンスが考えられよう。

一方、中国の現状をみると、金融政策、為替政策、資本取引規制のいずれに関してもある程度自由化が進んだ状態（換言すればいずれに関しても規制が残った状態）であり、「前提条件を満たした後に自由化する」という単純な政策にはなっていない。これらをできるだけシーケンスに沿った形で進めるのか、それとも同時進行させるのかに関しては、多くの議論がある。この点に関しては、後ほど再論したい。

## (3) 中国の資本取引規制の現状

### A. 資本取引自由化のプロセス

中国における漸進的な資本取引の自由化は、94年に開始された（注17）。97年のアジア通貨危機に際して中国はほとんど影響を受けておらず、慎重な自由化が経済運営にプラスに働いたといえる。

中国の資本取引自由化の特徴としては、以下の点があげられる（注18）。①非常に長い時間をかけて自由化する確固とした漸進主義がとられている。②全体的にみて、資本流入が流出よりも先行して自由化されている。③試行的・限定的実施から本格実施に移行する手法がしばしば採用されている。④多くの分野で（例えば直接投資など）、自由化された後も承認制などの管理の枠組みが維持されている。⑤自由化に加え、金融環境の変化に応じて規制強化が行われている。⑥対外債務となる取引には厳格な規制が残されている。

次に、自由化の状況を取引種類別にみると、第1に、経常取引に伴って取得した外貨の保有は、2007年に完全に自由化された。

第2に、対内直接投資に関しては、90年代初めに自由化が始まり、商務省の承認の下に行うことができる。対外投資に関しては、2000年代に段階的な自由化が行われている。直接投資に対する規制は、製造業を中心に、証券投資やその他投資に比較して緩やかである。それでも、一部の産業で対内投資が禁止されるなど、国際的に比較すれば厳しいという見方もできる。

第3に、対内証券投資に関しては、2002年にQFII制度が作られ、A株への投資が可能となった。2011年にはRQFIIの制度が導入されている。また、同じく資本流入となる居住者による海外での債券発行には、承認を要する。対外投資に関しては、2006年に適格国内機関投資家（QDII）制度が導入された。この制度による投資の資産配分には、現在も規制が残されている（注19）。このほかにも、前述の通り、香港・上海間および香港・深圳間の相互株式投資制度や本土・香港ファンド相互承認スキーム（MRF）が導入されている。

第4に、その他投資についてみると、対外借り入れは厳しく規制されており、1年以内の借り入れは国家外為管理局が承認する上限額の範囲内で行うことができる。1年超の借り入れは、国家発展改革委員会の承認を要する。すべての対外借り入れは、国家外為管理局への登録を要する。これに対し、対外融資に関しては、おおむね制限はない。

## B. 近年の状況

2009年以降、人民元の国際化政策の推進に伴い、貿易取引の人民元建て決済が拡大するとともに人民元の本土への還流メカニズムが作られ、短期の資本フローに関する規制緩和が加速した（注20）。外貨建ての資本フローが相対的に厳しく規制されている一方、人民元建ての資本フローに対する規制は緩やかであり、短期資本フローの経路として利用されてきた。

ただし、最近では、資本流出の拡大を反映して、流出規制の強化が多様な方法で行われている（近年の資本フローの動向に関しては次節で述べる）。2016年7月には、人民銀行が銀行に対して資本流出に該当する取引を控えるように口頭で求めたことが報じられるなど、政府が資本流出を抑え込もうとする姿勢が鮮明になっている。また、中国系の銀行が香港市場で受け入れている人民元建て預金に対して国内と同じ17.5%の準備率が課されるなど、香港市場の流動性を管理してオフショア人民元（CNH）売りを抑制しようとする動きもみられる。2016年秋以降、こうした姿勢はさらに強固なものとなり、11月には、上海自由貿易試験区での資本移動の監視の強化や、国内企業による対外直接投資に対する監視の強化などが実施された（注21）。

一方、資本流入規制を緩和する動きもみられる。2015年7月には、人民元のSDR構成通貨バスケット入りをにらんで海外の中央銀行・政府系ファンド・国際開発金融機関の銀行間債券市場（CIBM：China Interbank Bond Market）への参加制限を緩和する政策が実施されたが、2016年にはこれを民間金融機関に拡大する措置が発表されている。人民元のSDR入りを果たした中国が、資本取引の自由化を進めつつ、金融収支の流出超過の縮小を図ろうとしているものとみられる。

なお、政策の基本的な方向性として、双方向の資本取引の自由化を目指す当局の意思が否定されたわ

けではなく、資本流出規制の強化は今のところあくまでも一時的な措置としてとらえておくべきであろう（注22）。

### C. 資本取引規制の自由度に関する評価

IMFは毎年、世界各国の資本取引規制について解説した報告書（AREAER：Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions）を発表している。そのなかで、資本流入規制は15、流出規制は16のカテゴリーに分けられているが、2014年現在、中国は流入規制の14のカテゴリーと流出規制の15のカテゴリーに何らかの規制を残している（注23）。

この報告書に基づいて各国の資本取引規制の自由度を測るのが、Chinn-Ito indexである（図表13）。このインデックスは最も開放的である場合に2.39、最も閉鎖的である場合に▲1.89の値をとるが、中国は93年に▲1.89から▲1.19に改善した後、値が変化していない。ちなみに、先進国の平均は2.39に近く、途上国は0.3、後発国は0.1となっており、このインデックスから判断すれば中国は極めて閉鎖的ということになる。

ただし、このインデックスは規制の有無をみているだけであり、規制が完全に廃止されない限りインデックスの値は変化せず、細かい規制変更は反映されない。中国では、前述の通り規制変更が加速しており、証券投資を中心に一部の資本取引に厳しい規制が残されているものの、実際には規制緩和がかなり進んでいるといえよう。

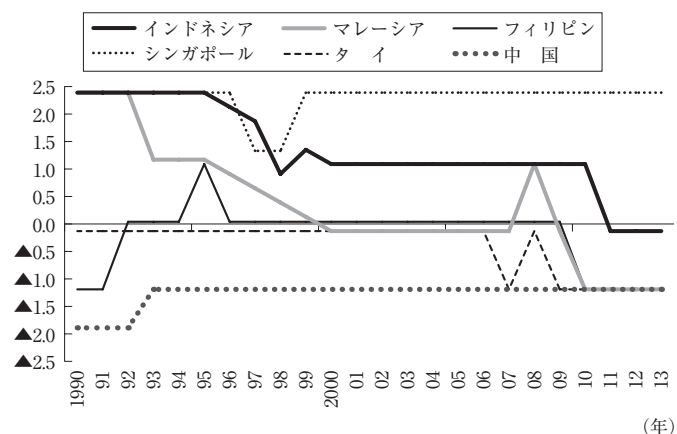
Huang et al. [2015] は、78～2010年における中国の資本取引規制の変更内容を詳細に検討した自らの研究を紹介している（注24）。それによれば、93年まで自由化は緩やかなものであったが、その後は97年の通貨危機後にやや後戻りした以外、継続的に自由化が実施されている。

### D. 実態面からみた資本取引の自由度に関する評価

中国の資本取引の規模は、直接投資やその他投資を中心に大きく拡大している。2005年から2015年にかけて、中国の対外資産は約1.2兆ドルから約6.2兆ドルと5.1倍に、対外負債は約0.8兆ドルから約4.6兆ドルと5.7倍に膨らんだ。

これは、世界的にみた中国の金融面のプレゼンスが10年間で5倍以上拡大したことを意味する。中国が資本取引の自由化をさらに進めれば、対外資産・負債も一段と増加する可能性が高い。この点を重視し、中国の資本取引自由化の行方が今後の国際金融体制における最大の問題であるという意見もみられ

（図表13） 各国の資本取引規制（Chinn-Itoインデックス）



（資料） [http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito\\_website.htm](http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm)

（注） IMFの資本取引規制に関する年報に基づき算出され、値が大きいかほど自由度が高いことを示す。



る（注25）。

ところで、実態的な（デファクトの）資本取引の自由度の評価にしばしば用いられるのが、対外資産・負債の合計額の対GDP比率である（図表14）。中国では、この値は過去10年間、100%前後で推移している。これは途上国のなかでは比較的高く、ブラジルやインドを上回るが、他の準備通貨国に比較すれば低い（注26）。

なお、リーマンショック以降、対外純資産は約1.5兆ドルで横這いであり、対GDP比率は低下している。これは、外貨準備以外の対外資産の伸びが、直接投資を中心とする対外負債の伸びを大幅に下回っていることによる。

Kawai and Liu [2015] は、人民元の国際化の進展に伴って香港市場と本土市場の間で為替レートや金利の裁定取引が可能になっていることを指摘し、資本取引規制の有効性が失われつつあるとしている。ただし、為替レートや金利の差は残っていることから、有効性が全くなかったわけではない。

彼らは、香港市場、本土市場それぞれの金利平価の成立状況を確認し、2011年半ば以降、香港市場の効率性がそれ以前よりも格段に改善したことや、それに伴って中国の資本取引規制の有効性が大幅に低下したことを実証している。結論としては、人民元の国際化の進展とともに香港市場を通じた多様な資本取引が可能となり、デファクトの資本取引の自由度が大きく上昇したと述べている。

したがって、中国の資本取引規制に関する問題は、「自由化すべきか否か」ではなく、「どのようなタイミングと方法で自由化するか」になっているといえよう。

（注15） Rey [2013] の分析によると、世界の資本フロー、レバレッジ、信用の伸び、資産価格は、アメリカの政策金利の影響を受けるVIX（Volatility Index）指数<sup>15</sup>と強い相関を持って動いている。すなわち、グローバルな金融サイクル（Global Financial Cycle）が存在する。この現象からは、国際金融のトリレンマ、すなわち「資本取引を自由化した場合、固定相場制であれば金融政策の独立性は失われるが、変動相場制であれば独立性は維持される」という考え方は誤りであることになり、代わりに「資本取引を自由化すれば、為替制度に関わらず金融政策の独立性は失われる」という結論が導かれる。換言すれば、これはトリレンマではなく、「金融政策の独立性と自由な資本移動のどちらを取るか」というジレンマの問題であることになる。

（注16） 清水 [2004] p.114～115参照。

（注17） Gallagher et al. [2014] p.2。

（注18） 荒巻 [2013] p.117～120。

（注19） Hatzvi et al. [2015] p.43。

（注20） Gallagher et al. [2014] p.24による。

（注21） 規制実施の詳細は、入村 [2016] を参照。

（注22） 関根 [2016] p.54以降を参照。

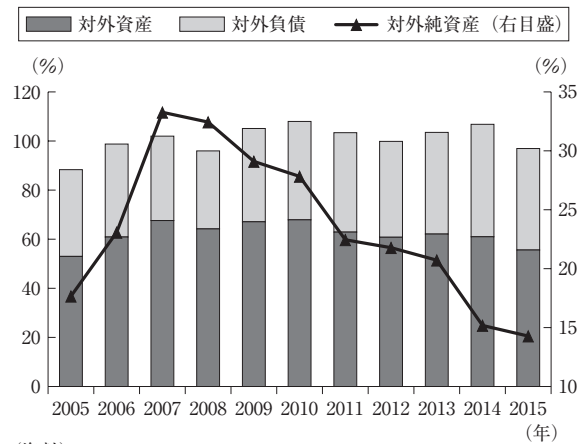
（注23） Prasad [2016] p.10参照。

（注24） Huang et al. [2015] p.335～336を参照。

（注25） 2016年3月の国際会議におけるMartin Wolf氏（Financial Times誌の首席経済コメンテーター）の発言。（<http://www.imf.org/external/mmedia/view.aspx?vid=4798025034001>）

（注26） Prasad [2016] p.11。

（図表14） 対外資産・負債の対GDP比率



## 5. 為替政策と資本流出の問題

### (1) 為替政策、為替レート、外貨準備などの状況

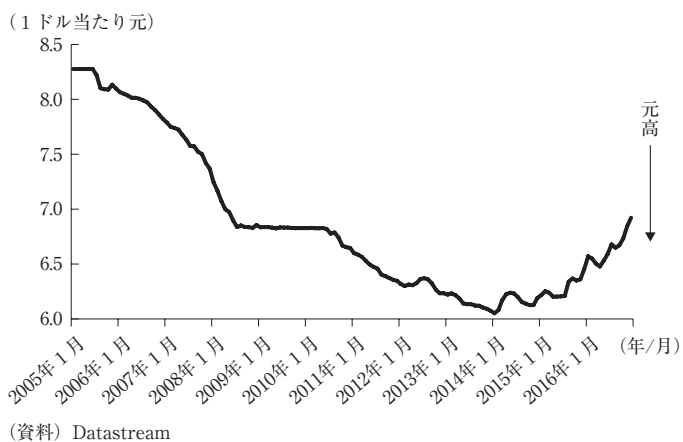
#### A. 歴史的推移

中国では、景気減速とともに人民元の減価が進み、外貨準備の減少が顕著となっている。また、資本流出が拡大し、当局は前述の通り、対応に苦慮している。本節では、これらの問題について述べる。

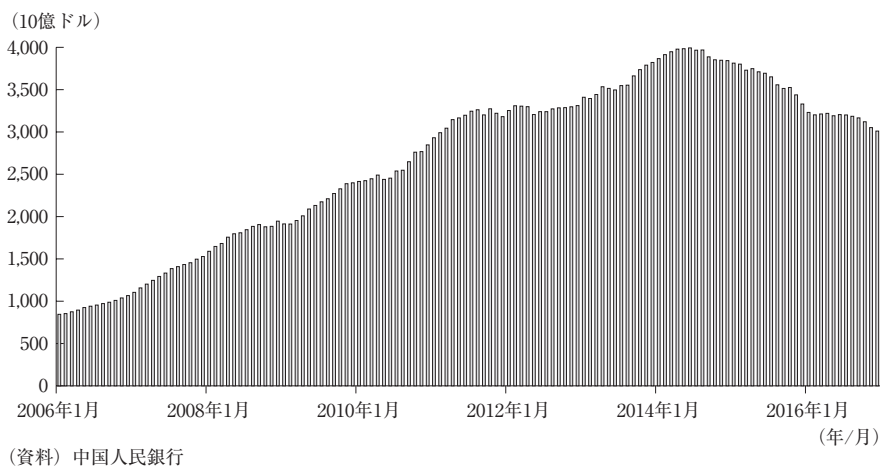
中国は2005年7月に固定相場制を変更し、「通貨バスケットを参考に調整した管理変動相場制」を採用した（注27）。それ以来、2008年7月～2010年6月の固定相場の時期を除くと、対ドル名目レートは2014年初めまでかなり規則的に増価してきた（図表15）。2005年の制度変更前の1ドル＝8.28元から2014年1月の1ドル＝6.05元までの上昇率は、36.9%に及ぶ。また、BISによる実質実効レート（2010年＝100）も、2005年7月の85.0から2014年1月には121.2となり、42.6%上昇している。

この間の為替政策の特徴は、大きく二つある。第1に、人民銀行による管理が厳しく、柔軟性が低かったことである。通貨バスケットを参照するとしながらも、対ドルレートのボラティリティが際立って低く、実態としてはドルに対するクローリング・ベッグであった。対ドルレートの変動幅は基準値の上下0.3%から2.0%まで段階的に拡大されたが、それは管理が次第に弱められたことを意味するものではない。為替レートは日常的な市場介入によってコントロールされており、その状況は現在まで大きくは変化していない。なお、実質実効レートは名目レートよりは変動しているものの、それほど大きなものではない。

（図表15）人民元の対ドル名目レートの推移



（図表16）外貨準備額



第2に、前述の通り、人民元の増価が続いたことである。2000年代、中国では経常収支も金融収支も黒字であり、人民元は過小評価されていると批判され続けた。当局は、市場介入により、対ドルレートが緩やかに増価するように管理を行ってきた。その結果、2006年1月に8,450億ドルであった外貨準備は、2014年6月には約4.7倍の3兆9,932億ドルとなった（図表16）。

この間、国際収支にも変化がみられる。2007年に9.9%に達していた経常収支黒字の対GDP比率は、2013年には1.5%に低下した（図表17）。もちろん、これを人民元の増価の影響のみによるものと考えすることはできず、外需の低迷や中国のリバランス政策も影響していることには注意する必要がある。

## B. 最近の状況

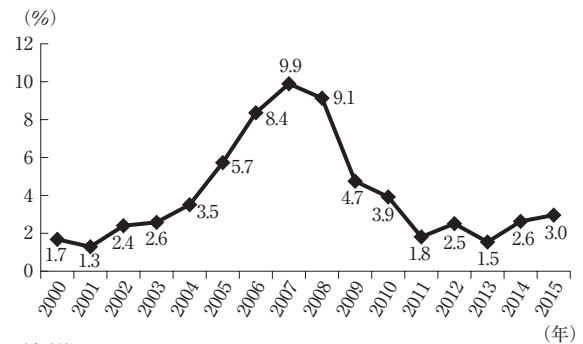
2014年以降、人民元の対ドル名目レートは減価に転じ、2014年初から2016年末までの減価率は約12.6%となった（図表18）。最大の原因は、米中の景況感の違いである。アメリカでは2013年半ばに金融政策の変更が示唆される一方、中国では景気減速から金融緩和が続き、米中金利差の縮小が予想されるようになった。ドルは、人民元以外の多くの通貨に対しても増価した。

第2の原因は、国際収支の変化である。前述の通り、経常収支黒字が大幅に縮小したうえに資本流入の勢いも弱まり、需給関係に基づく人民元の増価圧力が低下したと考えられる。

第3の原因は、外貨準備の減少の影響である。人民元の減価は輸出競争力の向上につながるため、中国にとって必ずしも悪いことではないが、急激な減価や大幅な減価は望ましくない。そのため、減価を抑制する市場介入が継続的に行われており、外貨準備はピーク時の約4兆ドルから2016年12月には3兆105億ドルに減少した（注28）。

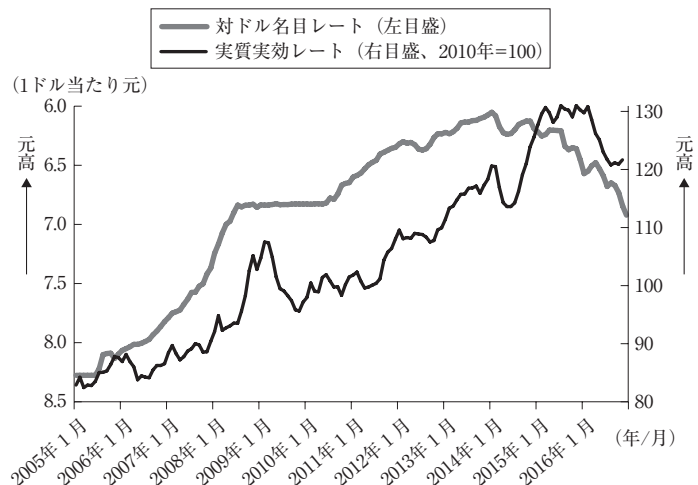
IMF [2016a] の対外部門レポート（p.45～46）によれば、2015年末の外貨準備残高は、資本取引規制の存在を考慮した場合には最低必要額の190%、考慮しない場合には同118%であった。その後の残高の変化から単純に計算すれば、2016年12月時点ではそれぞれ172%と107%となる。IMFは、中国では資本取引の自由化が進んでおり、実態としては規制を考慮しない場合の数値（最低必要額は約2.8兆

（図表17）経常収支黒字の対GDP比率



（資料）CEIC, IMF WEO Database

（図表18）人民元レートの推移



（資料）Datastream, BIS

ドルとなる)に近づいているとしている。ただし、以上の数値はあくまでも目安であり、実際にはより詳細な検討が必要であろう。

このような外貨準備の減少は、中国の対外的脆弱性を高め、市場の信認を低下させることにより、人民元の減価を加速させている可能性がある。また、香港のオフショア人民元市場に対する介入もみられるようになっており、香港市場の流動性の減少や銀行間金利の急上昇などの事態を招いている(注29)。

第4の原因は、従来の為替政策運営の影響である。人民元をドルに対して安定させるとともに緩やかに増価させる政策を長期的に維持してきたため、相場観が一方向に傾きやすく、また、強固な相場観が形成されやすい。現状では、市場において「当面、人民元はドルに対して減価し続ける」という相場観が支配的になっているものとみられる。

こうしたなか、2015年8月11日に、人民銀行が毎日の基準値の設定方法を前日の終値を参考とする方法に変更し、市場実勢をより反映する姿勢が示されたほか、基準値が8月10日の1ドル=6.1162元から3日連続で切り下げられ、13日には1ドル=6.4010元となり、切り下げ幅は約4.7%となった。これらの措置は、人民元をSDRの構成通貨バスケットに加えるために必要な運営上の課題(前述)を克服するために行われたとみられるものの、人民元の増価を抑制する意図がなかったとはいきれないであろう。

同年12月には、中国外国為替取引システム(CFETS:China Foreign Exchange Trade System)が13通貨のバスケットによる人民元為替レートインデックス(CFETS RMB Index)を公表し、通貨バスケットに対する人民元の価値の安定を重視していることを強調した。併せて、BISによる通貨バスケットとSDRの構成通貨バスケット(人民元を除く4通貨による)に基づくインデックスも発表されることになった。

CFETS RMB Indexの推移をみると、2015年12月末の100.94から緩やかな低下が続き、2016年7月8日に94.25となった後は、若干の変動はあるものの安定的に推移し、同年12月30日には94.83となっている(発表は週次で行われる)。

2016年12月29日には、CFETS RMB Indexを原則として毎年末に見直すことが発表され、今回はバスケットを13通貨から24通貨に増やすこととされた(図表19)。米ドルの比率は、13通貨の際の26.4%から24通貨では22.4%に低下した。BISとSDRのバスケットでは、それぞれ17.8%と46.85%となっている。

CFETS RMB Indexは2016年半ば以降安定しており、通貨バスケットに対する人民元の安定が図られていることは明らかである。通貨バスケットを参照するとしながらも対ドルレートの安定を図ってきたかつての政策とは、異なるものになったということであろう。しかし、市場とのコミュニケーションを改善し、政策の透明性を高める余地は依然大きいと考えられる。また、通貨バスケット制は、より柔軟な制度に移行するまでの過渡的な政策と考えるべきであろう。この点に関しては後述する。

(図表19) 2017年のCFETS通貨バスケット (%)

通貨	比率
米ドル	22.40
ユーロ	16.34
日本円	11.53
韓国ウォン	10.77
オーストラリアドル	4.40
香港ドル	4.28
マレーシアリング	3.75
シンガポールドル	3.21
英ポンド	3.16
タイバーツ	2.91
ロシアルーブル	2.63
カナダドル	2.15
その他(12通貨)	12.47

(資料) CFETSウェブサイト  
(注) 比率が2%以上の通貨のみ表示。

## C. 外国為替市場の状況

BISの3年ごとの調査によって人民元の外国為替市場の取引額をみると、毎回着実に増加しており、2016年には世界第8位となった(図表20)。他のSDR構成通貨は、第1～4位を占めている。

(図表20) 世界の外国為替取引に占めるシェア

(%)

	2001年		2004年		2007年		2010年		2013年		2016年	
	シェア	順位	シェア	順位	シェア	順位	シェア	順位	シェア	順位	シェア	順位
米ドル	89.9	1	88.0	1	85.6	1	84.9	1	87.0	1	87.6	1
ユーロ	37.9	2	37.4	2	37.0	2	39.0	2	33.4	2	31.4	2
日本円	23.5	3	20.8	3	17.2	3	19.0	3	23.0	3	21.6	3
英ポンド	13.0	4	16.5	4	14.9	4	12.9	4	11.8	4	12.8	4
オーストラリアドル	4.3	7	6.0	6	6.6	6	7.6	5	8.6	5	6.9	5
カナダドル	4.5	6	4.2	7	4.3	7	5.3	7	4.6	7	5.1	6
スイスフラン	6.0	5	6.0	5	6.8	5	6.3	6	5.2	6	4.8	7
中国人民幣	0.0	35	0.1	29	0.5	20	0.9	17	2.2	9	4.0	8

(資料) BIS, Triennial Central Bank Survey

(注) 4月の1日当たり平均取引額により計算。シェアの合計値は200%。

直物、先物(outright forwards)などの取引額の構成を他の通貨と比較しても、人民元は見劣りしない(図表21)。BISは、①人民元の為替市場規模が急拡大していること、②2013年から2016年にかけて非金融機関による取引の割合が19%から8%に低下し、「金融化」が進んでいること(貿易取引に加え金融取引で人民元が利用されていることを意味する)、③オフショア市場でNDF(Non-Deliverable Forwards)取引が減少し、受け渡しを伴う為替先物取引が増えていること、などを指摘し、為替市場の今後の一層の成熟に期待を示している(注30)。

(図表21) 2016年の外国為替取引額

(10億ドル)

	合計	直物	先物	スワップ	通貨スワップ	オプション
米ドル	4,438	1,385	600	2,160	74	218
ユーロ	1,591	519	178	807	22	64
日本円	1,096	395	151	458	18	74
英ポンド	649	211	92	305	10	30
オーストラリアドル	348	143	41	138	7	20
カナダドル	260	105	34	103	4	14
スイスフラン	243	57	30	150	2	5
中国人民幣	202	68	28	86	3	18

(参考)

中国人民幣(2013年)	120	34	28	40	1	17
中国人民幣(2010年)	34	8	14	7	0	5

(資料) BIS, Triennial Central Bank Survey

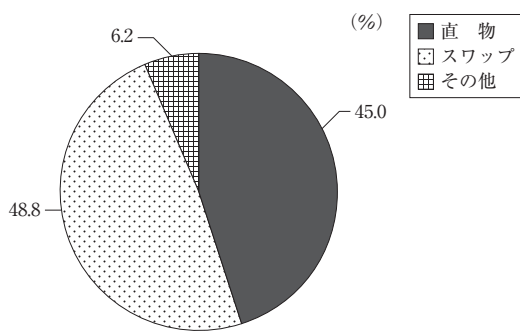
(注) 4月の1日当たり平均取引額。

Ehlers et al. [2016]によると、人民元デリバティブ取引の73%がオフショア市場で行われている。オフショア市場における人民元取引額(直物を含む)の市場別構成比は、香港38.6%、シンガポール21.3%、イギリス19.6%、アメリカ12.1%、その他アジア4.9%(以上よりアジアの合計は64.8%となる)、などとなっている。また、オンショア市場、オフショア市場それぞれの取引額の構成は、図表22-1、

図表22-2のようになっている。オフショア市場においてNDF取引が占める割合は2013年には20%近かったが、2016年には6.8%に低下した。

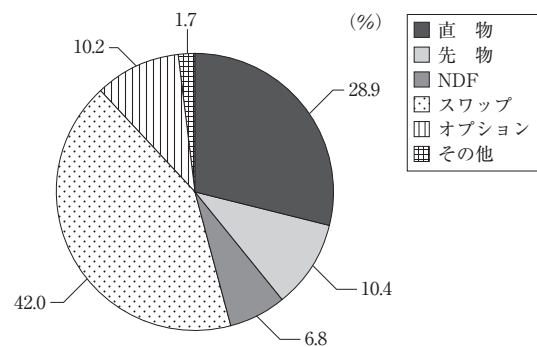
オフショア市場の急速な拡大は取引所先物取引（futures）にも及んでおり、香港・シンガポール・台湾で取引が伸びている。一方、金利デリバティブ取引は、為替関連取引に比較して未成熟である。オンショア市場、オフショア市場とも金利スワップ取引は伸び悩んでおり、オンショア市場の取引所先物取引（interest rate futures）がやや伸びている程度である。したがって、債券の発行体や投資家は、取引に伴う金利リスクをあまりヘッジしていないことも想定される。

（図表22-1）オンショア為替取引の内訳（2016年調査）



（資料）Ehlers et al. [2016]

（図表22-2）オフショア為替取引の内訳（2016年調査）



（資料）Ehlers et al. [2016]

## （2）資本流出の拡大

中国の国際収支の推移をみると、経常収支と金融収支がともに黒字という状況が続いてきた。経常収支黒字は2008年をピークに減少したが、2014年、2015年は輸入の伸び悩みもあって再び増加基調となっている（図表23）。

金融収支黒字は、リーマンショック以降、大幅に拡大した。その内訳をみると、主に直接投資の流入と対外借り入れの増加によって拡大している。中国の高成長見通しと世界的な金融緩和が要因となり、多くの資金が流入したと考えられる。中国には多様な資本取引規制が存在しているにもかかわらず、資本フローが急速に拡大したことになる。

しかし、2014年以降、金融収支（外貨準備を除く）は流出超過となり、2014年は▲514億ドル、2015年は▲4,856億ドルとなった。これに誤差脱漏を含めると、それぞれ▲1,596億ドル、▲6,739億ドルとなる。

以上を反映して、外貨準備による対外投資も減少した。2014年は▲1,178億ドルの流出超過（投資の増加）を確保したものの、2015年は3,429億ドルの流入超過となり、それだけ投資が減少したことになる。この傾向は2016年も続き、中国による米国債保有の減少をもたらしている。このことは、米中関係にも影響を及ぼす可能性があるだろう。

資本流出超過の拡大は、流入の減少と流出の増加の双方によって生じている。その原因は、大きく二つに分けられる。第1に、長期的に資本取引規制の緩和が進んできたこともあり、様々な形の対外投資

(図表23) 国際収支の推移

(百万ドル)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
経常収支	132,378	231,843	353,183	420,569	243,257	237,810	136,097	215,392	148,204	277,434	330,602	172,747
貿易収支	130,129	215,686	311,715	359,886	243,546	246,426	228,701	311,570	358,981	435,042	566,998	366,923
輸出	694,870	897,660	1,131,606	1,349,974	1,127,160	1,486,412	1,807,805	1,973,516	2,148,589	2,243,761	2,142,754	1,447,269
輸入	▲564,742	▲681,974	▲819,891	▲990,088	▲883,614	▲1,239,986	▲1,579,105	▲1,661,947	▲1,789,608	▲1,808,720	▲1,575,756	▲1,080,346
サービス収支	▲5,502	▲6,767	▲3,679	▲11,054	▲23,416	▲23,402	▲46,797	▲79,725	▲123,602	▲172,355	▲182,356	▲183,006
第一次所得収支	▲16,114	▲5,143	8,044	28,580	▲8,533	▲25,899	▲70,318	▲19,887	▲78,442	13,301	▲45,363	▲6,669
第二次所得収支	23,865	28,068	37,102	43,156	31,659	40,686	24,511	3,434	▲8,733	1,446	▲8,677	▲4,501
資本移転等収支	4,102	4,020	3,099	3,051	3,939	4,630	5,446	4,272	3,052	▲33	316	▲337
金融収支	▲159,402	▲239,491	▲369,572	▲442,464	▲205,813	▲189,505	▲127,777	▲132,590	▲88,331	▲169,141	▲142,675	▲9,062
流出	▲335,195	▲451,926	▲637,150	▲608,661	▲428,345	▲653,597	▲613,579	▲399,586	▲651,666	▲580,634	▲49,067	▲156,871
流入	175,793	212,435	267,578	166,197	222,532	464,092	485,801	266,996	563,334	411,493	▲93,608	147,809
外貨準備以外の金融収支	91,247	45,285	91,132	37,075	194,531	282,234	260,024	▲36,038	343,048	▲51,361	▲485,614	▲303,171
流出	▲84,546	▲167,150	▲176,446	▲129,122	▲28,001	▲181,858	▲225,777	▲303,034	▲220,286	▲462,854	▲392,006	▲450,981
流入	175,793	212,435	267,578	166,197	222,532	464,092	485,801	266,996	563,334	411,493	▲93,608	147,809
直接投資	90,379	100,150	139,095	114,792	87,167	185,750	231,652	176,250	217,958	144,968	62,058	▲75,668
流出	▲13,730	▲23,932	▲17,155	▲56,742	▲43,890	▲57,954	▲48,421	▲64,963	▲72,971	▲123,130	▲187,801	▲176,647
株式	▲9,172	▲15,056	▲12,981	▲36,371	▲28,591	▲62,223	▲57,668	▲72,766	▲88,236	▲142,330	▲145,187	▲119,055
貸出	▲4,558	▲8,877	▲4,174	▲20,371	▲15,299	4,270	9,247	7,803	15,265	19,200	▲42,614	▲57,592
流入	104,109	124,082	156,249	171,535	131,057	243,703	280,072	241,214	290,928	268,097	249,859	100,979
株式	91,656	111,637	139,128	144,086	126,956	225,593	250,768	214,523	265,408	210,897	219,627	100,548
借入	12,453	12,445	17,122	27,449	4,102	18,110	29,304	26,691	25,521	57,200	30,232	430
証券投資	▲4,710	▲68,417	16,443	34,852	27,087	24,038	19,639	47,779	52,891	82,429	▲66,470	▲43,664
流出	▲26,157	▲111,278	▲4,522	25,198	▲2,526	▲7,643	6,248	▲6,391	▲5,353	▲10,815	▲73,209	▲69,797
株式	0	▲1,454	▲15,189	▲2,181	▲40,647	▲8,429	1,104	2,029	▲2,531	▲1,402	▲39,679	▲32,644
債券	▲26,157	▲109,824	10,667	27,379	38,121	787	5,144	▲8,420	▲2,822	▲9,413	▲33,530	▲37,153
流入	21,447	42,861	20,965	9,654	29,613	31,681	13,391	54,170	58,244	93,244	6,739	26,133
株式	20,569	42,861	18,478	8,464	29,117	31,357	5,308	29,903	32,595	51,916	14,964	17,146
債券	878	0	2,486	1,190	496	324	8,083	24,267	25,649	41,328	▲8,226	8,988
金融派生商品	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	▲2,087	▲3,154
その他投資	5,578	13,552	▲64,405	▲112,570	80,276	72,446	8,733	▲260,068	72,200	▲278,758	▲479,115	▲180,686
流出	▲44,660	▲31,940	▲154,769	▲97,578	18,414	▲116,262	▲183,604	▲231,680	▲141,962	▲328,909	▲127,577	▲199,093
流入	50,238	45,492	90,364	▲14,992	61,862	188,708	192,338	▲28,388	214,162	50,151	▲351,538	18,407
外貨準備	▲250,649	▲284,776	▲460,704	▲479,539	▲400,344	▲471,739	▲387,801	▲96,552	▲431,379	▲117,780	342,939	294,110
誤差脱漏	22,921	3,628	13,290	18,844	▲41,383	▲52,936	▲13,766	▲87,074	▲62,925	▲108,260	▲188,244	▲163,349

(資料) CEIC

(注) 2016年は1～9月。

が拡大していることである。すなわち、企業が海外に投資機会を求める、家計が海外投資により資産運用を多様化する、などである。これには、国内の金融資本市場が未整備であるため、市場のボラティリティが高く投資しにくいことも影響しているとみられる。この点は、海外投資家による対内投資を抑制している原因でもある。

第2に、中国の景気が減速し、構造改革も遅れ気味であるため、中期的にも明るい成長見通しを持ちにくい状況となり、海外投資家が資金を引き揚げるとともに、国内投資家の間でも資本逃避的な動きが拡大していることである。当面は人民元の減価が続くという相場観が支配的になっていることが、この動きをさらに助長している。

また、2009年以降、誤差脱漏がマイナスとなっているが、これは資本逃避を示すというのが一般的な見方である。2014年以降は▲1,000億ドルを超えており、拡大傾向が顕著である(注31)。

以上の動きを投資の種類別にみると、まず直接投資に関しては、流入はほぼ横ばいを維持しており、バランスも流入超過となっているが、2014年以降は対外投資の増加が顕著となっている。これは、主に国有企業によって行われている。その約3分の2は香港・シンガポール・インドネシアなどのアジア向

---

けであり、それ以外ではオーストラリアやアメリカ向けが多い。業種別では、資源・金融・卸小売りなどのサービス業が中心である。オーストラリア向け投資の65%は資源関連となっている（注32）。

ただし、最近では直接投資のなかで社内ローンの増加が認められ、企業が規制の比較的緩やかな直接投資に該当する取引を利用して、国内資産のエクスポージャーを減らそうとしていると考えられる（注33）。

次に、証券投資に関しては、2015年に流入の急減と流出の急増が生じ、収支は▲665億ドルと2006年以来の流出超過に転じた。これは主に内外市場の収益率見通しの違いを反映したものとみられるが、証券投資に関する資本取引規制は最も厳しいため、振れ幅は小さく金融収支に与える影響も小さい。

これに対し、その他投資は金額が大きく、直接投資に比較して不安定であるため、金融収支に最も大きな影響を与える要因となっている。2014年、2015年はそれぞれ▲2,788億ドル、▲4,791億ドルと大幅な流出超過となった。流入の減少、流出の増加の双方の動きが生じている。

これらの変化には、国内外の銀行の融資姿勢が影響すると同時に、為替レートに対する見方を反映した中国企業の行動が深くかかわっている。現在は人民元の先安観が支配的であるため、企業は輸出取引によって受領した外貨を人民元に転換せず、外貨預金に存置する傾向がみられる。このことが、対外資産の増加につながっている（注34）。また、アジアに対する投資意欲の強さを背景に増加してきたドル建て債務を返済する動きも活発となり、対外債務の減少に結び付いている。

対外債務はもともとそれほど大きいわけではなく、債務の返済には限度がある（注35）。しかし、企業が多様な方法で為替リスク管理を活発に行っていることは確かであり、人民元の減価が続くという見方が支配的である限り、資本流出が継続する可能性が高い。

長期的には、対外資産の構成が外貨準備から民間資産にシフトすることは必ずしも悪いことではない。しかし、急激な変化は様々なリスクを高めることになるため、望ましくないといえよう。

なお、中国政府が汚職の摘発を強めたことも、合法・非合法の資本逃避（海外投資）を促進している可能性がある。マカオのカジノがマネー・ロンダリングや非合法的な資本フローの経路として利用されてきたことから、2015年8月に人民銀行とマカオ通貨庁はこれらを防ぐための覚書を結んだ（注36）。また、数百億ドルに及ぶ違法送金を行っていた地下銀行の摘発も行われている。さらに、輸入金額の過大申告や輸出金額の過少申告が、資本逃避のために日常的に用いられる手段となっている（注37）。

### (3) 以上の問題に対する対策

#### A. 為替政策

人民元の減価や資本流出の拡大は中国にとって深刻な問題となっており、これらに対処することは不可欠である。人民元の減価が資本流出を招き、それによる国際収支の悪化がさらに人民元の減価につながる悪循環に陥っていると考えられ、これを食い止めることが求められる。

前述の通り、従来の為替政策の影響から、為替市場の相場観は一方向に偏りがちになっている。長年、人民元の増価期待が持続した後、現在は減価観測が支配的になっている。また、為替市場介入を頻繁に行っているために、外貨準備の大幅な増加や、その後の減少が発生してきた。

今後は、人民元の増価期待と減価期待を可能な限り均衡させることを目指す必要がある。ただし、為



替市場介入を頻繁に行うことは回避すべきである。外貨準備の適正水準は必ずしも明らかではないが、その減少が続けば市場の信認が失われ、事態はさらに悪化する。市場介入は、人民元の急落などの投機的な為替変動への対処に限定して行うべきであろう。

また、香港のオフショア人民元市場の流動性を抑制する方法がとられているが、金利が50%を超えて高騰する事態は通常ではなく、市場の健全な発展のためには好ましくない。こうした政策によって市場参加者が減少すれば、値動きがさらに激しくなることも懸念される。前述した香港市場の人民元建て預金残高の減少はこのような政策によって助長されており、人民元の国際化の進展を阻む要因となっている（注38）。

為替レートに対する市場の見方を変化させるには、市場とのコミュニケーションを一層緊密化することが重要であろう。当局は2015年末にCFETS RMB Indexを公表し、通貨バスケットを参照していることを強調したが、今後、為替政策の枠組みや運営方針に関するより詳細な情報を提供することが求められるよう。

また、人民元の減価を明確に意図した政策は、現時点では市場の減価観測を増幅する可能性があり、リスクが高いと考えられる。少なくとも当面は、通貨バスケットに対する安定を最優先の目標として政策を運営すべきであろう。

今後、資本取引が自由化されていくことを前提とすれば、中期的にはより柔軟な為替制度を目指さなければならない。そのためにも、市場介入の実施は極力控え、為替レートの決定はできる限り市場に任せるべきであろう。そして、市場とのコミュニケーションの改善や、市場流動性の向上を実現するための政策（市場参加者の拡大やリスクヘッジ手段の拡充など）に注力していくことが重要である。

## B. 資本流出対策

資本取引規制は、極めて緩やかに自由化されてきた。全般的に流入規制に比較して流出規制の自由化が遅れて実施されてきたことに留意すれば、現時点でポートフォリオの内外分散などの目的から資本流出が拡大していることは、ある程度自然なことであるといえよう。ただし、現在は、それに加えて景気減速、構造改革の遅れ、人民元の減価などから資本流出が加速している。

前述の通り、資本フローの実態をみれば、資本取引規制は実質的にはかなり自由化されているといえる。こうしたなか、現状では一段の自由化は当面先送りせざるを得ないであろう。一般的にも、資本取引の自由化は十分な準備をしたうえで慎重に行うべきであることが強調されるようになっている。

資本流出を抑制するための対策としてあげられるのは、第1に、マクロ政策による対応である。景気に対する悪影響をできる限り回避しつつ、金融引き締めを行うことが考えられる。

第2に、資本取引規制の変更（流入規制の緩和ならびに流出規制の強化）である。これを実施するに当たっては、以下の点に留意すべきであろう。①長期的な自由化の方針・計画を念頭に置くこと。資本流入規制の緩和は基本的には望ましいが、拙速に行えば将来の流出拡大につながりかねない。また、資本流出規制の強化に関しては、自由化に大きく逆行するような政策を実施すれば、信認の著しい低下を招くことになる。したがって、極力、時限措置などの形をとるべきであろう。②規制変更は透明なものとする。窓口指導のような方法によって取引の抑制を求めることは、望ましいとはいえない。③違

法な取引に対する取り締まりを強化すること。規制の範囲内で行われている取引を抑制することは慎重に行うべきであるが、違法な取引を削減することは不可欠である。

第3に、資本流出の根本的な原因となっている景気減速、構造改革の遅れ、人民元の減価などに対処することである。人民元の減価への対策については前述したが、構造改革に関しては、とくに金融改革が重要であろう。後述する通り、金融システムの未整備は中国経済を市場化させるうえで大きな障害となっており、改善が不可欠である。また、金融資本市場の整備によって国内に魅力的な投資対象を作り出すことが、資本流出の抑制に資すると考えられる。

### C. まとめ

中国当局は、為替変動や資本取引をある程度自由化しつつも様々な形でコントロールを図る政策を継続しているが、それには限界がみえてきているのではないかと。仮に、それらが維持不可能な政策であるとすれば、実施し続けることにはリスクがあり、いずれかの時点で政策スタンスを変更しなければならない。人民元がSDRの構成通貨バスケットに加わった以上、資本取引規制を大幅に強化する方向に向かうことはできないとすれば、来るべき資本取引の自由化に備えて、まずは為替変動の一段の自由化を、時間をかけて実現する必要があるであろう。中国当局は、金融資本市場を思惑通りにコントロールできるという考え方を再検討すべき時期に来ているように思われる。

(注27) 為替政策の歴史的推移については、清水 [2015a] p.112を参照。

(注28) ただし、外貨準備残高は為替レートの変動によっても変化することには注意が必要である。例えば、IMF [2016a] p.46によると、2015年の減少額5,130億ドルのうち、市場介入による減少は3,420億ドルであった。

(注29) 2017年1月5日には、当局の意向を受け、香港市場において人民元レートと翌日物銀行間金利（CNH Hibor）が急上昇し、人民元を売り持ちにしていた市場参加者の買い戻しを促した。前年の12月30日に12.81%であった同金利は1月5日には38.3%、1月6日には61.33%に上昇した。この動きを受け、上海市場における人民元の対ドルレート基準値は、1月6日には前日比639bp元高の1ドル=8.8668元に設定された。

(注30) BIS Quarterly Review, Dec. 2016, p.43のボックス参照。

(注31) ただし、Hatzvi et al. [2015] p.42によると、誤差脱漏の多くの部分は記録されていない貿易信用取引（中国企業の借り入れや輸入代金の先払い等）によるという。

(注32) Hatzvi et al. [2015] p.41。

(注33) IMF [2016b] p.25。

(注34) オフショア人民元預金の増加は、資本流入にカウントされる。

(注35) 対外債務は、2015年末に1兆4,162億ドル（対GDP比率は13.1%）にとどまる。全体の65.0%にあたる9,206億ドルが、短期債務となっている。

(注36) Prasad [2016] p.94。

(注37) 加えて、ビットコインの取引が資本逃避に利用されているという見方もある。

(注38) ドルなどの経験のみでも、通貨の国際化の推進には、整備されたオフショア市場の存在が重要な役割を果たしている。

## 6. 国内金融システムの問題

### (1) 銀行部門の諸問題と金利の自由化

#### A. 企業債務の膨張

資本取引の自由化に備えるためには、国内金融システムの諸問題に対処することが不可欠である。本章では、それらの問題について説明する。

まず、リーマンショック以降、景気刺激のために金融緩和政策が実施されたことにより、信用が急速に拡大した。2009～2015年の平均の伸びは約20%となり、非金融企業の債務残高の対GDP比率は167.6%に達した（図表24）。信用の拡大の速度は、経済発展の途上でみられる「金融深化」（financial deepening）をはるかに上回るものである。

拡大した信用はインフラ投資や不動産投資に充当されたが、それらの投資の収益性は次第に低下し、とくに不動産業や建設業の企業において債務が積み上がる一方、返済能力に問題が生じている。景気刺激のための融資の多くは国有銀行から国有企業に対して甘い条件で行われたため、過剰融資につながるとともに国有企業の収益性を低下させ、民間企業との格差が拡大する結果を招いている。

この状況を反映し、商業銀行の不良債権比率は上昇傾向にある（図表25）。IMFは、潜在的な危険債務（debt-at-risk）が企業融資の15.5%に達し、経済成長に大きなダメージを与える危険性があると警告している。

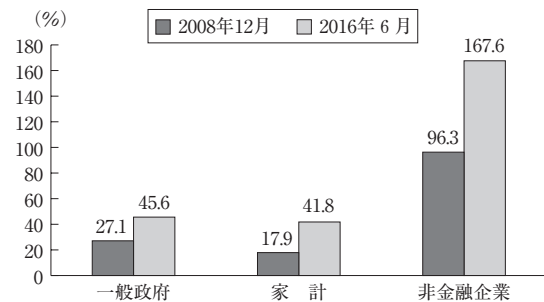
政府は、石炭・鉄鋼業における過剰生産能力解消のための計画を打ち出しているが、対象となる業種が限定された対策では、金融システム全体の健全性を回復するために十分なものとはいえない。また、3年連続で損失を計上している国有企業のなかから345社の「ゾンビ企業」を選んで処理する計画や、所有の多様化ならびに効率性の向上を図る国有企業改革の実施も打ち出されているが、進捗は遅い。

累積した企業債務に対処するために、今後、当局には以下の対策が求められる。①透明かつ標準化されたプロセスを通じて、財務困難に陥っている企業を特定する。②規制監督を強化して、損失額を認識させる。③債務者・債権者・政府の間で損失負担を決定する。これに伴い、例えば債務の株式化などの債務処理の枠組みを構築することが求められる。④企業のリストラチャリングを実施する。⑤国有企業に対する甘い条件による融資や暗黙の保証を解消する。

さらに、以上を補完する対策として、企業破産に関連した法制度を整備すること、経済成長や雇用への悪影響を最小限に抑えること、などが必要となる。

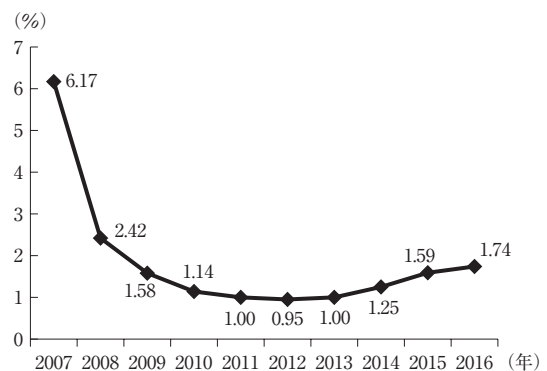
なお、中国において信用が急速に拡大している大きな原因として、2点があげられる。第1に、金利の自由化が段階的に進められたものの、人為的な低金利を意味する金融抑圧（financial repression）が残存していることである。2000年以降、実質預金金利は平均すればほぼ0%であり、また、実質貸出金利は周辺アジア諸国の約2分の1（2007～2013年の平均で1.8%）であった（注39）。このことが、信用の過度の拡大をもたらすと同時に、低金利の銀行預金からオフバランスの運用商品への資金シフトによ

（図表24）債務の対GDP比率



（資料）BIS

（図表25）商業銀行の不良債権比率の推移



（資料）銀行業監督管理委員会

---

るシャドーバンキングの拡大にもつながっている。

第2に、政府の政策的な意図に基づき、企業にとって有利な条件で融資を行う国有銀行が大きな存在となっていることである（注40）。中国の銀行部門においては、コーポレート・ガバナンスを改善するとともにリスク管理能力を向上させ、信用リスクの正確な認識に基づいて融資を行うことが最も重要な課題となっている。

#### B. 地方政府債務の増加（注41）

地方政府は、2014年までは中央政府の承認を得ずに予算内で資金を借り入れることができなかったため、地方政府融資平台（LGFVs：Local Government Financial Vehicles）を予算外で設置し、国有銀行やシャドーバンキングを通じた資金調達を行ってインフラ整備を推進してきた。

当該インフラ設備周辺の、地方政府が所有する土地は設備完成後に値上がりするのが通常であり、そのような土地の売却によって資金を返済する方法がとられていた。しかし、リーマンショック以降、景気刺激策の実施に伴ってこの方法によるインフラ投資が急増し、次第に土地の値上がりが見込めなくなり、枠組みが機能しなくなった。このことが、地方財政の悪化を招く結果となっている。

この問題に対し、政府は三つの方法で対処している。第1に、全体的な財政管理改革を実施すること、第2に、地方財政のルールを変更して地方債市場を整備すること、第3に、PPP（官民連携）の新たな規制枠組みを導入して新世代のPPPを促進すること、である。

2014年に予算法が改正され、地方政府は中央政府が設定する上限額の範囲内で資本支出の目的に限って借り入れ（地方債発行を含む）ができることになった。同時に、地方政府は厳しい情報開示義務と当局の監督に服することになった。また、地方政府融資平台が地方政府をファイナンスすることは禁止された。

#### C. シャドーバンキングの拡大（注42）

中国におけるシャドーバンキング拡大の動機は、第1に、多様な銀行規制（自己資本比率規制、預金準備率規制、融資関連規制など）を回避することにあつた。第2に、預金金利を低位に抑制する規制を回避することにあつた。これは、高利回りを得たい預金者にとっても、資金を集めたい銀行にとってもメリットのある方法であつた。

シャドーバンキングは、市場ベースの金融であるという意味では前向きに評価できるものの、規制が行き届いていないため、運用商品の利回りが保証されているか否かがはっきりしないこと、原資産の内容や信用リスクが開示されていないことなど、明確化すべき部分が多々残されている点に問題がある。

シャドー信用商品（shadow credit products）とは、信託会社や証券会社などが組成した、融資やその他の信用商品を原資産とする投資手段である。その残高は、2015年に48%増加して40兆元に達した。これは、企業向け銀行融資残高の40%、あるいはGDPの58%に相当する。

そのうちの半分近い19兆元は標準外の信用資産（nonstandard credit assets、注43）や株式を原資産としており、リスクが高い。通常の債券利回りは3~4%、ローン金利は6%であるのに対して、シャドー信用商品は11~14%の利回りを提供している。

銀行は、2015年末に資産の8%に当たる15.2兆元（前年比58%増）のシャドー商品を保有していた。銀行は不良債権化した融資を不良債権として認識しないために投資用の証券にリパッケージしている可能性があり、その信用リスクは高いことが推測される。

銀行以外の投資家（ノンバンク・企業・個人など）は、金融システム全体の信用条件が悪化した場合などの緊急時において流動性を維持しようとするインセンティブを持たないため、これらの投資家がシャドー信用商品に投資している場合、銀行融資に比較して流動性危機を招きやすいと考えられる。

#### D. 銀行部門に生じたその他の変化

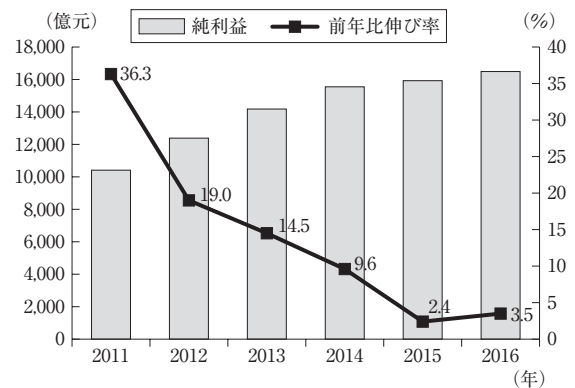
中国の金融資産は急速に拡大し、2013年には世界の金融資産の13%を占めるに至った。これはアメリカに次いで世界第2位であるが、中国では銀行のオフ・バランスシートの金融やノンバンク金融機関が拡大する形で金融システムの多様化が進行していることが特徴的である。当局は、変貌する金融システムに規制監督体制をキャッチアップさせる必要に迫られているといえる。とくに、シャドーバンキング商品には暗黙の保証が付随しており銀行のリスクが大きいこと、シャドーバンキングにかかわる金融機関の間でリスク分担が明確に決められていないこと、などが問題となる。

このような環境のなかで、銀行の純利益は伸び悩んでいる（図表26）。その原因は、オフバランスの運用商品に預金を奪われていること、優良企業が債券発行を増やして銀行離れしていることなど、競争・収益環境が厳しさを増していることである。

また、景気が減速して不良債権比率が緩やかながらも上昇していること、貸出・預金金利の自由化が進んで利ざやが縮小しつつあることなども、収益圧迫要因となっている（注44）。

加えて、金融資産の急速な伸びに預金の伸びが追いついていないことがリスクを高めている。IMFの推計によれば、銀行の資金調達に占める市場性資金（主に銀行間市場による）の割合は、2013年の15%から2015年には34%と2倍以上になっている。

（図表26）商業銀行の純利益の推移



（資料）銀行業監督管理委員会

#### E. 住宅価格や株式価格との関連

2000年以降、中国の不動産価格は、ごく一時期を除いて着実に上昇し続けている。不動産向け融資は銀行融資全体の約20%を占め、業種別では第2位の卸売り（約10%）を引き離して第1位となっている。また、前述の地方政府融資平台向けの融資はほとんどが不動産関連であり、シャドーバンキングも不動産と関連が深い。

したがって、不動産価格が大幅に下落すれば住宅・不動産融資が劣化し、金融システム全体の安定性に相当の影響を与えることが懸念される。

銀行と株式市場の結び付きも、証拠金取引に対するファイナンスや株式担保融資など、多様な経路で

---

緊密化している。企業が銀行融資を受けて株式投資を行うことは禁止されているが、それを当局が監視することは難しい。銀行から融資された資金の一部が株式市場に流入している可能性は高いとみられる(注45)。

近年、不動産・株式・債券などの市場において、価格上昇が順番に発生する傾向がみられる。これは、余剰資金が高利回りの運用対象を求めて次々に移動していることによる現象とみられる。このような動きはリスク評価をゆがめ、投機につながりかねないことから、注意が必要である。

#### F. 貸出・預金金利の自由化

金利の自由化は、市場ベースの金融システムを構築するために不可欠である。前述の通り、中国では金利が低位に抑制されてきたといえるが、貸出金利が低いために信用が過度に拡大しがちであり、また、預金金利が低いことがシャドバンキングの隆盛につながった。現状のまま資本取引の自由化が行われた場合には、個人資金が高利回りの運用手段を求めて海外に流出する可能性もあろう。

金利の自由化により金利水準が上昇すれば、信用の伸びは抑制され、かつ、健全性が相対的に高い借り手が選択される可能性が高い。しかし、自由化は銀行間の競争が激しくなるということでもあり、貸出金利と預金金利のスプレッドは縮小すると考えられ、収益を補うために信用リスクの高い借り手に対する融資も増加する可能性がある。銀行には、効率性の改善による競争力の強化が求められる。また、金利リスクや信用リスクの管理能力を高めることも重要となる。

こうした環境の下では銀行破綻が発生する可能性も高まるため、預金保険制度の導入が不可欠となる。中国では、2015年3月31日に国務院により預金保険条例が交付され(5月1日より施行)、預金保険基金管理機構を設立のうえ、預金者一人当たり合計50万元までが保護されることになった。これによりほとんどの預金は保護される結果となるが、少なくとも、制度ができたことにより規律が働く可能性が生じたといえる。今後は、制度に関する知識の預金者への周知徹底が重要となろう。

金利の自由化は、実際には長い時間をかけて段階的に進められてきた。その順序は、外貨預金から人民元預金へ、長期預金から短期預金へ、大口預金から小口預金へ、というものであった。2013年7月に貸出金利の変動幅の下限が撤廃され、さらに2015年10月には預金金利の変動幅の上限が撤廃されたことで、銀行金利は完全に自由化された。

しかし、実際には、人民銀行が「合理的な金利形成」の水準を明示して、事実上、貸出・預金金利規制を維持しているという指摘がある(注46)。これは、銀行部門の改革・市場化が不十分であるという認識が人民銀行にあるためであるという。したがって、「銀行金利の完全自由化」を額面通りに受け取るべきではない、ということになる。

#### (2) 金融政策

一般的に、資本取引を自由化すれば海外からの資本流入・流出が国内のマネーサプライに影響を与え、そのコントロールが複雑になることから、きめ細かな対応が可能な金融政策手段を採用することが必要となる。すなわち、直接的手段(①貸出・預金金利規制、②政策金融を伴う信用規制、③銀行に対し多くの準備金や流動資産を要求する規制、④中央銀行貸し出しなど)から、公開市場操作による間接的

段に政策の重点を移すことが望ましい。実際にも、資本フローの拡大に伴い、その必要性が高まっているといえる。

資本取引の増加により、信用量や貸出・預金金利を手段とする政策の有効性は低下する。一方、金融市場の機能の向上が期待されるため、金融市場の金利や流動性に影響を与える間接的手段の有効性は高まる可能性がある。間接的手段の効果を増すために、短期金融市場や国債市場の整備を進めることも必要である。

中国では、90年代に銀行間コール市場や銀行間債券市場が作られ、これらの市場の金利が自由化された。政策手段としては、①人民銀行貸し出しおよび超過準備のファシリティ、②公開市場操作、③預金準備率の変更、④貸出・預金基準金利の変更（とくに1年物が政策金利とみなされている）、⑤窓口指導（当局が信用量や融資先を直接コントロールする）、がある。

社会融資規模において人民元貸付の占める割合が低下し、委託貸付・信託貸付・銀行引受手形などのいわゆるシャドウバンキングの割合が上昇していることから、預金準備率の変更や窓口指導の有効性は低下していると考えられる（図表27、注47）。このように、多様な要因から、間接的手段の確立が求められている。

（図表27）社会融資規模の総額と構成比

（億元、%）

	総 額	構成比						
		人民元貸付	外貨貸付	委託貸付	信託貸付	銀行引受手形	社 債	株式発行
2002年	20,112	91.9	3.6	0.9	—	▲3.5	1.8	3.1
2004年	28,629	79.2	4.8	10.9	—	▲1.0	1.6	2.4
2006年	42,696	73.8	3.4	6.3	1.9	3.5	5.4	3.6
2008年	69,802	70.3	2.8	6.1	4.5	1.5	7.9	4.8
2010年	140,191	56.7	3.5	6.2	2.8	16.7	7.9	4.1
2012年	157,631	52.0	4.9	8.1	8.1	6.7	14.3	1.6
2014年	164,335	59.5	2.2	15.3	3.1	▲0.7	14.5	2.6
2015年	152,936	73.7	▲4.2	10.4	0.3	▲6.9	18.5	5.0
2016年	178,023	69.9	▲3.2	12.3	4.8	▲11.0	16.8	7.0

（資料）中国人民銀行

従来は、為替レートの安定と政策金利を中心に運営する金融政策の実施を両立させることに限界があったため、窓口指導が併用されてきたともいえる。為替レートの安定を図るために日常的に市場介入が行われ、それによる流動性の変化を相殺する不胎化が伴っていたため、金融政策の自由度は制限されてきた（注48）。為替レートの柔軟性を増すことは、金融政策の独立性を確保するための必要条件といえる。これは、為替レートをノミナル・アンカーにすることをやめ、金融政策によってインフレをコントロールすることを意味する。

短期金融市場や債券市場の整備が不十分ななか、市場の基準金利は形成されにくかったが、2007年1月に上海銀行間コール取引金利（SHIBOR：Shanghai Interbank Offered Rate）が導入された。これは、毎日、全国銀行間コール取引センターが公表するものであり、16の銀行が提示するレートの平均値が取られている。

こうした努力もあり、間接的手段の有効性は改善してきた。しかし、預金準備率の変更や窓口指導な

どの直接的手段が果たす役割は、依然大きい。政策手段として預金準備率の変更依存することは、法定準備に対して付される利率の低さから銀行の負担を高める。

また、金融政策の効果波及経路（トランスミッション・メカニズム）に関する問題として、①国有銀行が人民銀行に超過準備を置いているために銀行間金利の変化に対する感応度が鈍いこと（注49）、②短期金融市場が銀行間コール市場、銀行間債券市場、債券レポ市場などに分断されていること、③貸出・預金金利の機能が十分でないこと、などが指摘されてきた。貸出・預金金利が市場ベースで決まっていなければ、政策金利が確立しても両者は連動しないことになる。また、国有銀行が貸出金利を行動基準として十分に重視しなければ、金利変更の効果は経済活動に波及しない。政策金利を中心とした金融政策の有効性を確保するためには、同時に金利の自由化を貫徹させることが求められることになる。

以上より、政策金利を確立して主な政策手段とすることが急務である。金融政策の公式の中間目標はM2であるが、人民銀行はこれを次第に短期金融市場金利に移そうとしている（注50）。その結果、7日物銀行間レポ金利が政策金利となってきた。また、2016年初より、人民銀行は公開市場操作の頻度を2週間に1回から毎日に変更している。さらに、7日物銀行間レポ金利の変動範囲（コリドー）として、超過準備に対して付される金利を下限に、流動性供給ファシリティ（SLF：Standing Lending Facility）の金利を上限にしようと試みている。

短期金融市場金利の変更は社債の発行金利に影響を与えるようになっており、また、経済活動やインフレにも影響するようになってきたことが指摘されている。このように、市場金利を政策金利とする金融政策は、次第に浸透しつつある。

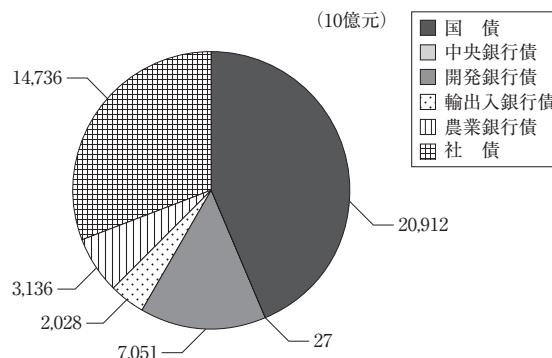
### (3) 債券市場

人民元の国際化の推進との関連では、債券市場の発展や対外開放が非常に重要である。Cruz et al. [2015] は、中国の債券市場残高の対GDP比率を通貨の国際化が始まる直前の日本・韓国・ドイツと比較し、中国の債券市場は一層の拡大・発展を要すると指摘している。

2016年9月末の債券市場残高は47.9兆元（7兆1,780億ドル）であり、アメリカ・日本に次ぐ世界第3位の市場となっている。そのうち国債が33.2兆元（約5兆ドル）と全体の約7割を占める一方、社債は14.7兆元（2.2兆ドル）である（図表28）。国債には、中央政府債券、貯蓄債券、中央銀行手形、地方政府のために中央政府が発行する債券、政策銀行（国家開発銀行、中国輸出入銀行、中国農業発展銀行）が発行する債券が含まれる。また、社債には、通常の債券（非上場企業が発行するenterprise bonds、上場企業が発行するexchange-traded bonds）のほかに、MTN（中期手形）、CP（コマーシャル・ペーパー）、転換社債などが含まれる。

社債の主な発行体は、一部の国有企業や大規模

（図表28）種類別債券発行残高



（資料）Asian Development Bank, *Asia Bond Monitor* Nov. 2016  
（注）2016年9月現在。



な商業銀行である（図表29）。発行残高上位30社の残高合計は5.6兆元と、全体の38.2%を占める。上位10社では3.6兆元となる。30社中23社が政府所有の企業であり、同じく14社は銀行となっている。バーゼル3の導入によって銀行規制はより厳しくなることから、期間のミスマッチを改善するための債券発行が増加することが予想される。

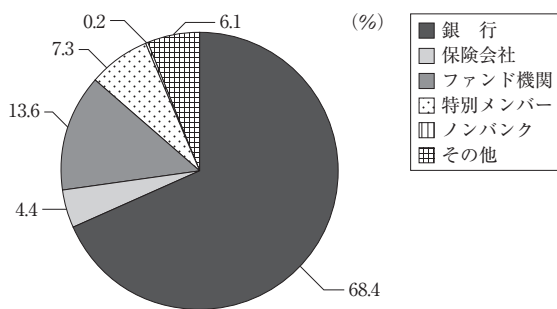
（図表29）現地通貨建て社債発行残高上位10社

発行体	発行残高	国 有	上 場	業 種
China Railway	1,263.5	○	×	運 輸
State Grid Corp of China	437.1	○	×	公益事業
China National Petroleum	365.0	○	×	エネルギー
Agricultural Bank of China	260.0	○	○	銀 行
Bank of China	258.9	○	○	銀 行
Industrial and Commercial Bank of China	258.0	○	○	銀 行
China Construction Bank	212.0	○	○	銀 行
Industrial Bank	196.0	×	○	銀 行
Bank of Communications	194.0	×	○	銀 行
Shanghai Pudong Development Bank	184.6	×	○	銀 行

（資料）Asian Development Bank, *Asia Bond Monitor* Nov. 2016, p.71  
 （注）2016年9月末現在。

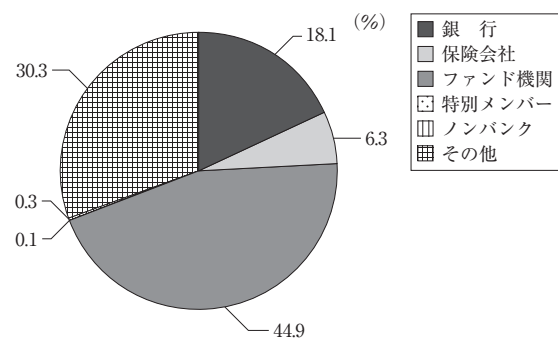
国債の投資家構成をみると、銀行が68.4%と大きな部分を占めているが、その比率は低下傾向にある（図表30-1）。代わって比率を伸ばしているのは、投資信託などのファンド機関である。社債に関して同様の傾向がみられ、銀行や保険会社の比率が低下する一方、ファンド機関の存在感が増している（図表30-2）。国債市場の投資家構成は多様化しているとはいえ、流通市場の流動性にも改善の余地がある。2016年11月以降、国債金利が2.7%から3.4%に急騰したが、市場流動性の不足が価格変動を急激にしていることも一因といえよう（注51）。

（図表30-1）国債・政策銀行債の投資家構成



（資料）Asian Development Bank, *Asia Bond Monitor* Nov. 2016  
 （注）2016年9月現在。

（図表30-2）社債の投資家構成



（資料）Asian Development Bank, *Asia Bond Monitor* Nov. 2016  
 （注）2016年9月現在。

債券市場は、銀行間市場、取引所市場、店頭市場（個人向け、実質上、銀行間市場の一部）に分けられる。発行額、取引額のいずれに関しても、銀行間市場が大きな比重を占めている。

現状では、海外投資家の投資手段はQFIIやRQFIIに限られているが、今後、対外開放が進んで海外

投資家による債券投資が拡大することも想定される。その場合、国債が優先的に保有されると考えられるが、その発行には限界があることから、社債市場の発展による債券市場の多様化が重要となろう。また、海外投資家からみて流通市場の流動性は投資を行ううえで極めて重要な要因であり、これを向上させることは急務といえる。

社債市場の大きな問題は、多くの投資家が社債には暗黙の政府保証が付いていると考えていることである。社債市場において初のデフォルトが発生したのは、2014年であった。投資家は、格付けの低い債券には高い信用リスクが伴うことを正しく理解する必要がある。加えて、金融システムにおける債券市場のウエートを高めるとともに、社債の発行体を民間企業に拡大することも重要な課題である（後述）。

#### (4) 株式市場

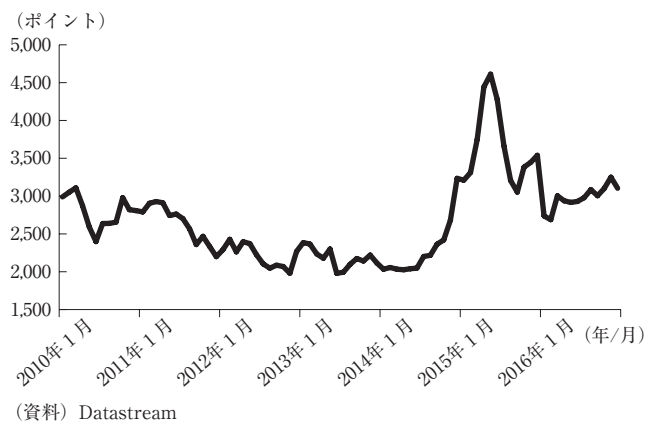
株式市場の整備は、主に国有企業改革を進める手段として開始された。そのため、政府や国有企業が非流通株を保有することになり、流通株は発行株式の3割程度にとどまっていた。2005年に開始された非流通株改革により流通株の比率が上昇し始めたのは2007年以降であり、株式市場の歴史は実質的には浅いといえよう。

また、国内機関投資家の市場参加比率が国際的にみて非常に低いうえに、海外投資家の参加も限定されている（投資手段はQFII、RQFII、相互株式投資制度に限られている）ことが、市場の成熟を遅らせている。これらの状況の下、投機的になりやすい個人投資家の取引を規制によって制御しなければならず、市場の監視が十分に機能していないことが、近年の著しく不安定な市場動向をもたらしていると考えられる（図表31）。

今後は、①規制を一段と整備して市場の健全性維持に努めること、②投資家教育により個人投資家の金融知識を強化すること、③機関投資家の市場への参加を促すこと、などが重要となろう。また、人民元の国際化を推進するには株式市場の対外開放も不可欠であり、そのためには市場の強化・拡大や流動性の改善を図ることが前提となる。上場企業のコーポレート・ガバナンスの強化や、会計慣行の透明化などの必要性も指摘されている。

加えて、従来、例えば株価の動向に応じて新規上場認可をコントロールするなど政府の多様な介入・規制が行われてきており、市場の正常な機能を妨げる規制に関しては緩和することが求められる。2014年半ば以降の株価の急上昇は政策的にもたらされた部分が大きく、その後の急落局面では、株価の下落を防ぐために取引の制限など市場ルールを逸脱した政策がとられた。これらの諸問題を反映して、中国株式は先進国の機関投資家が運用のベンチマークとする世界株式運用インデックスに加えられておらず、そのことが海外からの投資を妨げる一因となっている。

(図表31) 上海A株指数の推移



債券・株式市場とも急速な拡大を遂げたものの、海外投資家の参加を制限していることもあって投資家構成のバランスが取れた流通市場が欠けており、大きな課題となっている。また、資金調達における債券・株式市場の比率が低いことも問題である。銀行の比率が低下することにより、モラルハザードの改善が期待される。ただし、当局が社債のデフォルトの回避や株式新規発行のコントロールといった市場ルールに整合的でない政策を継続すれば、そのような効果は弱められることになる。

さらに、民間企業が社債発行残高に占める比率は約10%、A株の時価総額に占める比率は約30%と、経済活動におけるプレゼンスを大幅に下回っている（注52）。これは、一般的に国有企業の規模が大きいことも一因であるが、より重要なのは、資金調達に関して国有企業を優先する政策が長年続けられていることである。この点に関しても、改善が求められよう。

(注39) Borst and Lardy [2015] p.327。

(注40) 外国資本の出資は25%までとされており、民間銀行については、最近になってようやく小規模銀行の新規設立が認められるようになった。

(注41) Jin and Rial [2016] p.4以降を参照した。

(注42) IMF [2016b] p.17以降を参照した。

(注43) 主にリスクの高い融資などの、取引できない債務を指す。

(注44) 露口 [2016] p.55。

(注45) Liao et al. [2016] p.15による。

(注46) 露口 [2016] p.60。

(注47) 村瀬 [2013] による。

(注48) 不胎化は、中央銀行手形などの発行による公開市場操作や、預金準備率の変更（主に引き上げ）によって行われてきた。

(注49) 必要準備と超過準備には異なる利率が定められており、これらの利率も金融政策のスタンスを示すものとみなされている。

(注50) 以下はIMF [2016b] p.12以降を参照している。

(注51) 2017年1月4日付日本経済新聞夕刊「中国国債市場、ひずみ潜む」による。

(注52) Borst and Lardy [2015] p.327による。

## 7. 今後の展望

### (1) 資本取引自由化のシークエンス

人民元の国際化は、停滞局面に入っている。その主な原因は人民元の減価であるが、もう少し広く考えれば、資本流出や企業債務の拡大などもあり、通貨としての信認が影響を受けているといえる。中国当局には、これらの諸問題の解決に取り組み、人民元の信認を回復するとともに、その国際化の前提となる資本取引の一段の自由化を実現していくことが求められる（注53）。

資本取引の自由化の前提条件としては、健全なマクロ政策運営と国内金融システム整備があげられる。中国において求められるマクロ政策を示したものが図表12であるが、主な政策は、為替レートの自由変動相場制の採用、金融政策における間接的手段の強化（政策金利の確立）、実質的な貸出・預金金利の自由化、であろう。

このうち、変動相場制の採用と金融政策手段の改革についてみると、ノミナル・アンカーの確保という点を重視すれば、後者をやや優先的に進めていくことになる。また、貸出・預金金利の自由化については、前述の通り、形式的には完了しているものの、基準金利が撤廃されておらず、実質的には完了していないと考えられる。貸出・預金金利が市場ベースにならなければ、政策金利を中心に運営される金融政策の有効性は限定的なものとなるため、金利の自由化は金融政策手段の改革と並行して進めるべ

---

きものと考えられる。

一方、国内金融システム整備についてみると、第1に、国有銀行は政府の影響を受けず、信用リスクを正しく評価し、市場ベースの金利によって融資を行うことが必要である。コーポレート・ガバナンスの改善やリスク管理能力の強化は、貸出・預金金利自由化の前提条件になるといえよう。

そもそも、為替政策の柔軟化、金融政策の市場化、金利の自由化などの改革は、為替リスク・金利リスク・信用リスクなどのリスクの拡大を伴う点で共通しており、これに耐えられる金融システムを構築しなければ、自由化を実現することはできない（注54）。

その意味では、規制監督の強化もますます重要となろう。より競争的な環境の下で銀行行動を適切なものとするための健全性規制や、シャドバンキングに対する規制などがポイントになる。資本フローの拡大に備える意味では、マクロ・プルーデンシャル政策や時限的な資本取引規制などを準備しておくことも必要である。とくに、不動産価格や株価の変動が銀行部門にもたらす影響を抑制する観点が重要である。

債券市場に関しては、投資家の多様化や流通市場の流動性の向上を推進し、イールドカーブを確立することが求められよう。また、社債市場における暗黙の保証を解消するとともに、民間企業による発行を増やすことが欠かせない。

株式市場にも債券市場と共通の課題が多く、これらの市場を整備して銀行中心の金融システムを変えることが望まれる。また、債券・株式市場の対外開放を進めるには、市場ルールを尊重し、健全かつ活発な市場を形成する努力が不可欠であろう。

## (2) 金融リスクを低減するための対策と人民元の国際化に向けた展望

本稿でみた通り、現在の政策運営の下では、金融システムに関する多くの問題が発生している。第1に、国有銀行が支配的地位を維持しており、金利の自由化も不十分であることなどが、企業債務・地方政府債務の拡大やシャドバンキングの隆盛をもたらしている。企業債務は極めて高水準となっており、これが不良債権の急増につながれば、銀行の経営悪化や財政負担の増大、ひいては中国経済全体に対する信認の低下をもたらす危険性がある。事態の深刻化・長期化を避けるためには、市場ベースの金融を定着させ、金融機関がリスクを正しく評価して信用を供与する方向に導く努力が不可欠である。

第2に、対外的には、人民元の減価や資本流出が問題となっている。為替レートを厳格に管理する政策は、一方向に偏った相場観の形成、外貨準備の大幅な増加・減少、リスク管理手段であるデリバティブ市場の発達の遅れ、不胎化介入による金融政策への制約、などの影響をもたらしてきた。人民元レートの先行きはドルの動向に依存する部分も大きい。中国側の何らかの原因によって人民元の減価が持続ないし深刻化することも考えられる。現状では対外的脆弱性に大きな懸念はないものの、外貨準備が一段と減少すれば事態が悪化する可能性も否定できない。

当面、不要な市場介入は極力避け、外貨準備の維持に努めるとともに、資本流出を抑制することが求められる。違法な取引を取り締まることが最も重要であろう。

このように、中国は現在、深刻な事態を招きかねない金融リスクを抱えており、適切な対策を講じることが極めて重要である。短期的な対策はもちろん必要であるが、それだけでは十分ではない。金融シ

システムの市場化・自由化・対外開放を回避し、長期的に改革を実施しない方向に向かえば、国内金融システムは未成熟なままとなり、現在表面化している諸問題の根本的な解決は図れないであろう。

一方、金融システムの自由化は、前述の通り多様なリスクの増大を伴う。国内金利や為替レートを自由化し、資本取引を一段と自由化することになれば、為替レート・株価・長期金利・流動性などの変動性が高まり、金融政策運営の困難さも増すことになる。これらのリスクへの備えが不十分な段階で拙速に自由化を実施すれば、メリットよりもデメリットが大きくなることは避けられない。

したがって、リスクの増大に対する備えを整えつつ、緩やかに前進することが唯一の解決策であろう。金融面の諸問題にどの程度効果的な取り組みができるかは、今後の中国経済を大きく左右することになる。一方、中国の資本取引の自由化が大幅に進展した場合には、国際金融体制に多大なインパクトを与えることになろう。

短期的な問題の解決ならびに長期的な問題への取り組みには、多くの時間がかかる。人民元の国際化も、長い道のりとなろう。その進展のためには、中国が経済成長や貿易の拡大を持続させることや、政治・経済・社会のあらゆる面で国際的な信頼を得るようになることなどは大前提である。人民元が国際通貨としてどの程度の重要性を持つようになるか、現時点で見通すことは難しいが、少なくともSDRの構成通貨バスケットに加わった以上、中国当局は金融システムを自由化する方向に向かわざるを得ないと考えられる。

(注53) ただし、中国当局が目指しているのは「管理された資本取引の自由化」(managed capital account convertibility)であり、取引のモニタリング等も含めて完全に自由化されるということではない。

(注54) 露口 [2016] においても、銀行部門改革がすべての自由化の前提条件となることが強調されている。

(2017. 2. 13)

## 参考文献

- ・ 荒巻健二 [2013]. 「中国の資本取引自由化—1980年代以降の緩和プロセスとその特徴—」 資本市場研究会編『中国資本市場の現状と課題』財形詳報社
- ・ 入村隆秀 [2016]. 「中国：流出する資本と下落する人民元相場、資本取引規制を強化する当局」三菱UFJ国際投信『アジア投資環境レポート』12月12日号
- ・ 江崎和子 [2016]. 「アジア太平洋地域のファンド・パスポート制度」みずほ証券株式会社市場情報戦略部『資本市場リサーチ』第40号、7月28日
- ・ 清水聡 [2003]. 「資本取引の自由化に向かう中国の課題」日本総合研究所調査部環太平洋戦略研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.3 No.9
- ・ 清水聡 [2004]. 「中国の為替制度変更と資本取引自由化の展望」日本総合研究所調査部環太平洋研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.4 No.15
- ・ 清水聡 [2006]. 「人民元の再切り上げはあるか」日本総合研究所調査部環太平洋研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.6 No.20
- ・ 清水聡 [2007]. 「拡大する中国の対外不均衡とその改善策—為替政策、金融政策の観点から—」日本

- 
- 総合研究所調査部環太平洋戦略研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.7 No.27
- ・清水聡 [2015a].「進展する人民元の国際化と今後の展望—資本取引の自由化との関係—」日本総合研究所調査部『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.15 No.57
  - ・清水聡 [2015b].「人民元のSDRバスケットへの採用に関する議論」日本総合研究所Research Focus No.2015-032、10月8日
  - ・清水聡 [2016a].「SDR構成通貨入りした人民元と求められる市場改革」三井住友銀行『マンスリー・レビュー』3月号
  - ・清水聡 [2016b].「国際金融情勢がASEAN諸国の金融安定に与える影響—求められる資本流出への備え」日本総合研究所『JRIレビュー』Vol.3 No.33
  - ・清水聡 [2016c].「正念場を迎える中国の資本取引自由化と人民元国際化」日本総合研究所調査部『アジア・マンスリー』Vol.16 No.188、11月1日
  - ・清水聡 [2017].「中国は人民元の減価や資本流出の拡大にどのように対処すべきか」日本総合研究所 Research Focus No.2016-037、1月24日
  - ・白井早由里 [2004].『人民元と中国経済』日本経済新聞社
  - ・徐奇淵・薫維佳 [2016].「新常态下の中国経済—挑戦と改革の方向—」外国為替貿易研究会『国際金融』1288号、9月1日
  - ・関根栄一 [2016].「第13次5カ年計画建議で打ち出された2020年の中国金融の将来像」野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』、Winter
  - ・張明 [2016].「SDR構成通貨入り—人民元国際化が直面する挑戦と対策」外国為替貿易研究会『国際金融』1286号、7月1日
  - ・露口洋介 [2016].「中国の銀行部門改革の現状と展望」『世界経済評論』11月12日号
  - ・野村證券・野村資本市場研究所 [2016].「人民元市場の動向と展望」外国為替等分科会資料、2月2日
  - ・藤田哲雄 [2014].「中国の金融改革の進展と課題」日本総合研究所調査部『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.14 No.55
  - ・村瀬哲司 [2013].「人民元国際化の鍵となる資本自由化と金融改革」国際通貨研究所「国際経済金融論考」、4月24日
  - ・Bayoumi, Tamin and Franziska Ohnsorge [2013]. “Do Inflows or Outflows Dominate? Global Implications of Capital Account Liberalization in China,” IMF Working Paper No.189, Aug.
  - ・Borst, Nicholas and Lardy, Nicholas R. [2015]. “The People’s Republic of China : Maintaining Financial Stability amidst Financial Liberalization,” in Marcus Noland and Donghyun Park ed. *From Stress to Growth : Strengthening Asia’s Financial Systems in a Post-Crisis World*, A Copublication of the Asian Development Bank and Peterson Institute for International Economics.
  - ・Cruz, Prince Christian, Yuning Gao, and Lei Lei Song [2015]. “Are the People’s Republic of China Financial Markets Deep and Liquid Enough for Renminbi Internationalization?” in Barry Eichengreen and Masahiro Kawai ed. *Renminbi Internationalization : Achievements, Prospects, and*

*Challenges*, Asian Development Bank Institute.

- Ehlers, Torsten, Frank Packer and Feng Zhu [2016]. “The changing landscape of renminbi offshore and onshore markets,” *BIS Quarterly Review*, Dec.
- Gallagher, Kevin P., José Antonio Ocampo, Ming Zhang and Yu Yongding [2014]. “Capital Account Liberalization in China : A Cautionary Tale,” Boston University Pardee School of Global Studies, Jul.
- Hatzvi, Eden, Jessica Meredith and William Nixon [2015]. “Chinese Capital Flows and Capital Account Liberalisation,” Reserve Bank of Australia Bulletin, Dec.
- Huang, Yiping, Daili Wang and Fan Gang [2015]. “Paths to a Reserve Currency : Renminbi Internationalization and Its Implications,” in Barry Eichengreen and Masahiro Kawai ed. *Renminbi Internationalization : Achievements, Prospects, and Challenges*, Asian Development Bank Institute.
- IMF [2015]. “Review of the Method of the Valuation of the SDR – Initial Considerations,” Aug.3.
- IMF [2016a]. “People’s Republic of China : Staff Report for the 2016 Article IV Consultation,” IMF Country Report No.16/270, Aug.
- IMF [2016b]. “People’s Republic of China : Selected Issues,” IMF Country Report No.16/271, Aug.
- Jin, Hui and Isabel Rial [2016]. “Regulating Local Government Financing Vehicles and Public-Private Partnerships in China,” IMF Working Paper No.187, Sep.
- Kawai, Masahiro and Li-Gang Liu [2015]. “Trilemma Challenges for the People’s Republic of China,” ADBI Working Paper Series No.513, Feb.
- Liao, Min, Tao Sun, and Jinfan Zhang [2016]. “China’s Financial Interlinkages and Implications For Inter-Agency Coordination,” IMF Working Paper No.181, Aug.
- Maliszewski, Wojciech, Serkan Arslanalp, John Caparusso, José Garrido, Si Guo, Joong Shik Kang, W. Raphael Lam, T. Daniel Law, Wei Liao, Nadia Rendak, Philippe Wingender, Jiangyan Yu, and Longmei Zhang [2016]. “Resolving China’s Corporate Debt Problem,” IMF Working Paper No.203, Oct.
- Prasad, Eswar S. [2016]. “China’s Efforts to Expand the International Use of the Renminbi,” Feb.
- Renmin University of China [2016]. “RMB Internationalization Report 2016,” Jul.
- Rey, Helene [2013]. “Dilemma not Trilemma : The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence,” in *Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy*, proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole symposium.
- Standard Chartered Bank [2016]. “Offshore Renminbi – Stirred, not shaken,” Nov.7.
- SWIFT [2016]. “RMB Tracker,” July Edition.