

第 4 章

中国をめぐる国際資本移動 ——対外資本取引開放の現状と課題——

曽根 康雄

要約：

中国の対外資本取引制度は、1978 年以降の改革開放政策の中で、マクロ経済管理の必要に基づいて定められてきた。94 年の人民元改革では、資本取引規制が強化されたが、それゆえに、97 年のアジア通貨危機の際には、通貨危機・銀行危機に陥ることを回避できた。2001 年の WTO 加盟以降は、中国をめぐる国際資本フローに変化が生じ、対内直接投資・経常黒字などを通じて海外から大量の資金が流入し外貨準備が急増、国内の過剰流動性がマクロ経済政策運営上の難題となった。

中国は「人民元の自由化」、すなわち変動相場制への移行、人民元の完全兌換性の実現、資本取引の自由化、を最終的な目標としている。しかし、国内の経済・社会の安定にとって重要な投機的資金（ホットマネー）の管理や金融システムの効率性向上といった課題が残っており、基本的に資本自由化には慎重な姿勢を採り続けている。一方、グローバル金融危機と世界同時不況の中で始動している内需振興策は、海外から比較的高い評価を得ているが、対外不均衡の是正に寄与するかどうか、国内の構造改革（「発展方式の転換」）と両立することができるかどうか、という点にも留意する必要がある。

中長期的には、実物経済だけでなく金融経済（マネー経済）の面でも中国経済のグローバル化が進展するとみられる。それに伴い、中国の世界経済への影響および責任がますます大きくなることは言うまでもない。中国発のグローバル金融危機発生の可能性という観点からも、中国の経済発展、産業構造の変化、金融資本市場の国際化、およびそれらによって生じる国際資本フローの変化に注視すべきである。

キーワード：資本自由化 人民元為替制度 投機的資金 内需振興策 構造改革

1. はじめに

本章では、中国の対外資本取引制度の変遷と資本取引自由化に向けた課題を明らかにする。まず、改革開放政策に転換した 78 年以來の資本取引・為替制度の流れを概観し、アジア通貨危機への対応および WTO 加盟後の資本移動の変化を振り返る。通貨危機に見舞われた他のアジア諸国とは異なり、中国は、自国の経済・社会の安定を図るために資本取引の開放には慎重な政策をとってきた。そのため、アジア通貨危機に際しては、通貨危機・銀行危機に陥ることを回避できた。2001 年の WTO 加盟以降は、中国をめぐる国際資本フローに変化が生じ、外貨準備が急増した。現在の中国が通貨・銀行危機に陥る可能性は少ないとみられるが、今後注視すべき点として、ホットマネーの動向、金融システムの効率性、が指摘できよう。本章ではこれらの点を考察し、さらに、グローバル金融危機と世界同時不況の中での中国政府の対応と課題を検討する。

2. 中国の対外資本取引制度の変遷

2.1 1994 年の為替改革とアジア通貨危機

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中で、中国の外国為替や資本取引に関する規定は主にマクロ経済管理の必要に基づいて定められてきた。80 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付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他に、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」のレートが市場レートに準ずるものとなったのは、80 年代後半に入ってからのことである【図表 1】。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始めたのは 1994 年である。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。94 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もと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。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。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。

96 年 4 月には「外国為替管理条例」が施行され、貿易決済などの経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、外貨投機や外貨のヤミ市場が拡大するなど金融秩序が著しく乱れた 90 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、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中、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 94 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、94 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)が発生しなかった。このため、他のアジア諸国が遭遇した、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¹。

投機的資金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、とくに資金流出には警戒的な姿勢を採り続けることになる。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形になり、94 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。

2.2 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。

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、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。対中直接投資額(実行ベース)は、1991～2000 年の年平均 328 億米ドルから 2001～07 年は同 631 億米ドルへと一挙に増大した。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、輸出総額では04年に日本を抜いて世界第3位となり、07年には米国を抜いてドイツに次ぐ世界第2位になった。07年の輸出総額は1兆2180億米ドルに達し、WTO加盟から6年で約5倍に拡大したことになる。

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。第1に、海外の企業による対内直接投資の増加である。上述のように、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07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%と輸出を下回った。

第3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(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・非正規の様々なルートを通じてホットマネーが流入している。「誤差脱漏」勘定の大幅な黒字は、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(3.1で詳述する)。

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。08年末の外貨準備高は1兆9460億米ドルに達し、2001年末比で9倍に増加した【図表2】。

2.3 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、米国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った。米国議会では、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²。人民元の切り上げは世界的な関心事となり、中国政府に対する圧力も日増しに強くなっていった。

こうした中、2005年7月、中国政府は94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、人民元の対米ドル為替レートを約2%引き上げる、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、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」(漸進的改革、管理可能性、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、中国人民銀行が発表する毎日の基準レートの決定方法はブラックボックスであり、米中首脳会談などの政治イベントの直前に切り上げペースが加速することなどからも当局が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 07 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 06 年が約 5%、07 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。

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る。

21 世紀に入り、前述したような大量の資金流入が発生した。そして、人民元の急速な切り上げを抑えるために恒常的な為替介入を行なった結果、国内に人民元が大量に放出され過剰流動性の問題が深刻化した。当局による不胎化介入にも限界があったため、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 80 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。

2.4 対外収支均衡化への施策と課題

こうした中、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、重い腰を上げて資本取引規制の緩和に踏み切った。まず、05 年 8 月に、個人が海外に留学する場合などに購入できる外貨の上限が引き上げられた。企業については、04 年 3 月および 05 年 8 月に外貨保有枠が引き上げられた。また、05 年 5 月には、海外投資に関する地方政府の外為管理局の認可権限が 300 万米ドルから 1000 万米ドルに拡大され、海外投資用の外貨購入額の上限も従来の年間 33 億米ドルから 50 億米ドルに引き上げられた。これらを皮切りに、その後も企業の外貨保有枠や個人の外貨購入枠が段階的に緩和されている。同時に、中国企業の海外直接投資も奨励されるようになり、中国企業による「走出去」(海外進出)を象徴する出来事も起きた³。

海外投資は、証券取引の分野でも行われている。証券投資は、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が、04年8月には保険会社に外貨資金の海外運用が認められ、さらには、06年4月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た。

もっとも、海外証券投資については、人民元レートの上昇が続く中、為替差損を相殺できるほどの運用成績を収め、収益を確保するのは至難の技である。また、07年8月には、香港市場に対して個人の対外証券投資（「自由行」）を認めることが発表されたが、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。国内の株価下落もあって、その後個人の対外証券投資の開放は頓挫している。

一方で、07年9月、政府が出資して外貨準備の運用を行なう中国投資有限責任公司（ＣＩＣ）が設立された。現段階では、管理の容易な「官」主導での対外投資が先行する形となっている。今後は、こうしたチャイナ・マネーが世界経済および国際金融資本市場に与えるインパクトにも注意する必要がある⁴。中国は、外貨準備の約6割を米ドル建ての米国債で運用していると言われるが、中国の政府系ファンドが米ドルから非米ドルに資金をシフトさせることによる米ドル暴落を懸念する声もある。また、他国の政府系ファンドと同様に、ＣＩＣの投資方針には政治的な含意があるとする見方もある。サブプライム・ローン問題で苦境に立つ米国の金融機関にＣＩＣが出資するといった動きもあり、チャイナ・マネーは世界の金融勢力図を塗り替える可能性もある。

なお、中国政府は、貿易黒字の縮小を目指して輸出付加価値税還付率の引き下げなどの輸出抑制や、輸入関税の引き下げなどの輸入拡大策を実施している。ただし、これらの水際対策は、国内の産業構造の再編と連動したものであり、一律に輸出抑制・輸入拡大を図るものではない。また、グローバル金融危機に端を発した世界同時不況により、輸出企業救済のため輸出付加価値税の還付率引き上げといった措置も採られており、水際政策には限界があることも露呈している。

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、中国政府も十分に認識していることであり、すでに政策目標ともなっている。

もっとも、これらを実現することは容易ではない。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。「三農問題」（農業、農村、農民の問題）の克服は、中国共産党の最重要課題と位置付けられている。これは一義的には社会不安の予防を目的とするものであるが、対外収支の均衡実現にとっても重要な課題なのである。

3. 中国の資本取引自由化に向けた課題

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、を最終的な目標としている。しかし、上述したように、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採り続けている。これは、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、そうした事情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。そこで本節では、中国が資本自由化と経済・社会の安定を両立している上で避けて通れない課題になると思われるホットマネーの管理と金融システムの効率性向上について、その現状とそれらが内包するリスクを概観する。

一方、2008 年秋以降のグローバル金融危機と世界同時不況により、中国経済を取り巻く環境は急速に悪化している。これまでの成長エンジンであった輸出や投資が減速し、失業の増大が懸念されている。こうした中で 08 年 11 月に始動した内需振興策は、海外から比較的高い評価を得ている。もっとも、今回の内需振興策が、金融危機の勃発以前から中国が抱えていた対外的・対内的な懸案の解決に寄与するかどうかという視点も忘れてはならない。この点についても、検討を加えてみたい。

3.1 投機的資金(ホットマネー)の管理

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、アジア通貨危機において資本収支危機を回避することが出来た。しかし、上述したように、2001 年 12 月の WTO 加盟以降の国際資金フローの変化の中で、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⁵。

中国社会科学院・世界経済政治研究所国際金融センターの張・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%に相当すると言う⁶。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上で、「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。

ここで、中国の国際収支の各勘定項目の動向を概観しておきたい【図表3】。各勘定項目の収支の対GDP比を見ると、2000年代に入り直接投資は2～4%の範囲内で安定的に推移している。「証券投資」勘定は、2003～04年に流入超となり、2005～06年に流出超となっているが、これは2001年に海外適格機関投資家（QFII）に対し国内証券市場への投資を解禁したこと、04年8月に国内の保険会社の海外運用を解禁し06年4月に国内適格機関投資家（QDII）を通じた海外証券投資を解禁したこと、などを反映した動きであるとみられる。「誤差脱漏」勘定は、2003～04年に流入超となっているが、これは人民元の切り上げ期待が高まった時期と重なる。人民元の対米ドル・レートが切り上げられ、通貨バスケットを参考とした管理フロート制が導入された2005年以降は、むしろ投機熱が一服したと見ることもできる。2003年下期以降は、中国政府も人民元投機に対する警戒を強め、「資本」勘定における為替管理を強化する法令をしばしば発布している。こうした規制強化を掻い潜る形で、「経常」勘定ことに「貿易」勘定におけるホットマネーが増大したとも考えられる。事実、経常収支黒字の対GDP比だけが際立って上昇していることが、それを裏付けていないだろうか。こうした状況に鑑み、中国政府は「貿易」勘定や「直接投資」勘定におけるホットマネー流入を抑制するため、2008年7月に輸出入決済に係わる外貨管理強化、外資系企業投資プロジェクトの管理強化などの施策を打ち出している。

国際収支データは、現時点では2008年上期分までしか発表されていないため、リーマン・ショックに続く世界的な金融危機の中国を取り巻く資本移動に与える影響を詳細に把握することはできないが、ここでは、すでに米国のサブプライム・ローン問題が深刻化していた2008年上期までのデータから読み取れることを2点だけ付しておく【図表4】【図表5】。第1に、「証券投資」勘定の資産項目が3年振りに増加に転じていることである。これは、サブプライム・ローン問題によって海外投資リスクへの認識が強まり、過去数年間の海外運用の規制緩和によって商業銀行などが海外に保有していた証券等が売却され、国内に資金移動したことを示している。この傾向は2008年下期も続いていると考えられる。第2に、「その他投資」のうち「融資」勘定の負債が急増している点である。2008年上期に530億米ドル増大した融資（負債）のうち短期融資が467億米ドルと88%を占めている。2007年末に08年の金融政策方針が引き締め基調への振れたため、08年上期は国内企業および金融機関の資金調達難が起こり海外からの短期融資が増加したと考えられる⁷。ただし、中国の金融当局はリーマン・ショック以降、金融緩和へと劇的な転換を行い、9月以降年末までに2.16%ポイント（貸出金利、1年物）の利下げを行なっていることから、国内の資金調達難は緩和に向かっているはずである⁸。

アジア通貨危機に際しては、「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一斉に流出し、当該国通貨の急落を招いた。上述した中国の「ホットマネー」は、ヘッ

ジ・ファンド等とは異なる性質を持つものであり、その性格上一斉に海外流出が始まるとは考えにくい。ただし、2008 年以降、ホットマネー流出の兆しともとれる動きもある。外貨準備高の増減要因の月次データ分析によると、リーマン・ショック以降、貿易・投資以外の項目での資本移動が流入から流出に転じている【図表 6】。また、2008 年 10 月の外貨準備はひと月のみだが前月比で減少に転じた。「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・華人を通じたものであると思われ、その把握が極めて難しいこと、つい 10 年ほど前までは大陸の居住者でさえも海外に資産を移して資産保全に努めていたこと、などを考えると、仮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があることに留意せねばなるまい。それゆえ、資本自由化に先立って、「ホットマネー」の管理強化が求められるのである。

3.2 金融システムの効率性向上

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一つは、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。90 年代に「社会主義市場経済」の建設が目標となって以降、国有商業銀行の経営の効率化や資本市場の育成が急務となった。ここでは、不良債権の問題を通して、中国の銀行システムの効率性を見てみたい。

中国の銀行システムでは、国有商業銀行が依然として圧倒的な地位を占めている。預金シェアで 55%、貸出シェアで 47%（いずれも 2007 年）を占める国有商業銀行の経営改善が、効率的な資金配分や金融リスクの分散にとって不可欠である【図表 7】。国有商業銀行の不良債権比率は、90 年代後半に約 25%に達していた。アジア通貨危機の最中の 1997 年 11 月に開催された第 1 回全国金融工作会议では、国有商業銀行の不良債権問題解決が優先課題となり、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 億 4000 億元が移管された。

中国銀行業監督管理委員会の資料によれば、2008 年 9 月末の国有商業銀行の不良債権比率は 7 % 台、株式制商業銀行では同 2 % 以下となっている⁹【図表 8】。2007 年末の不良債権の業種別内訳を見ると、製造業、卸売・小売業の比率が大きく、不動産価格の下落で不良債権発生が懸念される不動産業および個人向け貸出はそれぞれ 8%、9%と、不動産関連の不良債権は比較的小さい【図表 9】。また、業種ごとの不良債権比率を見ると、製造業が 8.89%であるのに対し、不動産開発は 4.91%、住宅ローンは 1.06%となっている（いずれも 2007 年）【図表 10】。

もっとも、2008 年以降のグローバル金融危機・世界同時不況という外部環境の大きな変化の中で、実体経済の急減速およびそれに伴い起こりうる資産価格の一層の下落が金融システムに与える影響についても検討しなければならない。

まず、実体経済面での影響については、2000年代に入ってからのも剰投資の反動としての不良債権増大の可能性である。中国では、素材産業などを中心に過剰投資・過剰供給能力が問題となっている。2006年以降、資本係数は低下傾向を示しているが、90年代に比べると2000年代前半の資本係数は相対的に高いことが見てとれる【図11】。すなわち、アジア通貨危機以降の景気拡大局面において経済成長を牽引した投資は、効率性という点ではさほど改善していなかったことになる。中国の固定資産投資の資金源は、株式や債権の発行による自己調達資金が約6割であり、銀行借入は2割弱に過ぎないが、金融機関の貸出のうち設備投資向けが多いとみられる中長期ローンの比率は99年末の25.6%から06年末は47.3%へと上昇している。実体経済の面での景気後退が、新たな不良債権問題を生み出す可能性について警戒を緩めることはできない。グローバル金融危機を契機に、実物経済が減速し、国際商品価格が下落する中で、後述する鉄鋼業界のように淘汰される企業が発生することは間違いなく、それら企業向けの融資が不良化する可能性がある。

資産価格については、株価も不動産価格もリーマン・ショックが起きる前の2007年下期からすでに下落が始まっている。2008年12月末時点で上海市場のA株指数は1912ポイントと、07年10月16日のピーク（6396ポイント）の約30%の水準にまで下落している。不動産価格については、特定の都市や期間に限ればバブルと言いきれる状態であったことは確かである。都市部の住宅価格上昇率は2008年に入り鈍化傾向が鮮明になり、前年比で下落に転じている都市もある。とくに、07年に投機的取引が横行し価格が急上昇した深圳などでは、大幅な下落となっている¹⁰。

歴史上の資産バブルの形成と崩壊に共通するのは、日本のバブルやサブプライム問題の例を見るまでもなく、資産価格が上昇する過程で人々の間に熱狂が生じ、過剰な信用創造がなされたことである。金融システムへの影響の深刻度も、信用創造の度合いに大きく左右されると言うて良からう。また、バブル期には、リスク判断基準が弛緩し、行き過ぎた陶醉状態が現れ、投機的行為が横行し、企業や家計の横並び行動が発生する。日本の80年代に起きたこれらの出来事は、「根拠なき熱狂」と言われる。中国でも、06～07年の社会はそうした状況にあった。株式投資をしないことは機会損失であるという通念が広がり、書店には株式投資やファンド投資の指南本のコーナーが大きなスペースを占拠した。「新股民」や「新基民」といった新語¹¹は、まさに企業や家計の横並び行動を象徴するものである。中国では制度上、株式の信用取引は禁止されているが、実際には株式の信用取引が行われているとみられる。もっとも、その実態を把握するのは極めて困難である。その規模によっては、バブル崩壊が金融不安をもたらす可能性も否定できない。80年代の日本のバブル期には金融機関による株式投資向け融資が拡大したが、中国でこうした融資がどの程度の規模に達しているかが不透明な点も懸念材料である。中国では、原則として事業会社の株式投資は禁止されているが、近年では、前述のように、企業収益に対する投資収益の寄与が無視できない水準となっている。株価が暴落した際の、金融機関のバランスシート

へのインパクトが心配されるところである。

総じて言えば、中国の資産価格高騰には、投機的取引による部分と実需による部分がある。両者の比率を計測するのは困難であるが、経済の発展段階などから類推すれば、日本の 80 年代のバブル期に比べ、現在の中国では実需による部分の比率が高いことは確かであろう。国内の金融システムも、先進国に比べればなお金融イノベーションの前段階に留まっており、それが幸いして、先進国に比べれば信用創造の度合いは小さい。

中国は、WTO 加盟時の公約で 07 年より外国銀行に対して人民元業務を全面的に開放した。これに先立ち、国有商業銀行を中心に欧米系の外資金融機関・投資家の出資を受け入れ、同時に、これらの外資銀行から経営ノウハウを取り入れ、リスク管理体制強化やコーポレート・ガバナンス面の体制整備などの改革を進めている。これらの改革の成果が、資産価格下落の過程で試されることになる。そうした改革への取り組みが遅れている金融機関の中には経営破綻に陥るものが出てくる可能性もある。不良債権比率を見る限り、アジア通貨危機の時点に比べ銀行システムの効率性は向上しているように思える。しかし、過剰投資や資産バブルを助長した貸出行動という銀行システム上の問題があることも事実であり、効率性の一層の向上の余地も大きいとみるべきである。

3.3 内需振興策と対外収支均衡化

中国の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の黒字である。貿易収支については、「貿易」勘定のもとでのホットマネーの流入という要因が統計上の黒字を実際以上に大きくしている可能性はあるものの、WTO 加盟以来「世界の工場」として輸出が輸入を上回る勢いで伸びてきたことは疑いない。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」への転換を目標としてきたが、この 10 年間は大きな成果を挙げていない。そうした中で発生したのが、リーマン・ショックに端を発したグローバル金融危機と世界同時不況である。

中国では、景気拡大期には既得権益を剥奪するような改革は発動しにくい、景気停滞期にむしろ改革が進展する傾向がある。その意味では、グローバル金融危機と世界同時不況の中で、「内需主導の成長」への転換が大きく進展する可能性もあると言える。これまで国内の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もはや継続不能である。過剰投資業種の代表である鉄鋼産業を例にとれば、08 年 8 月に生産の伸び率が約 13 年振りマイナスに転じている。輸出（数量ベース）の伸びは横ばいとなり、在庫増加の伸び率が上昇している（いずれも数量ベース）【図 1 2】。2000 年代に入ってから過剰投資のツケが現れており、これから倒産に追い込まれる企業が増えることは間違いない。ただし、過剰生産設備の削減は従来からの目標であり、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好ましい。

一方で、中国政府は景気下支えのため、2008 年 11 月 9 日に 4 兆元（約 57 兆円）に達す

る内需拡大策を発表した。それには、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。他国に先んじて景気刺激策を発表したことは、海外からも高い評価を得ている。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。その意味で、中国の輸入が回復するかどうかは今後注目が集まろう。

もっとも、2008 年 12 月までの数字を見る限り、輸入の減少ペースが輸出の減少ペースを上回っており、貿易収支黒字は歴史的最高値を更新中である。これは、中国の経常収支均衡と過剰流動性の抑制にとっても、世界経済の回復にとっても好ましいことではない。一連の内需刺激策が、輸入増大効果を発揮し、対外収支の均衡化に寄与するかどうかは、なお予断を許さない状況である。

中国は、世界同時不況の中で、新興経済大国として世界経済に対する責任が問われる立場にある。内需振興策の国際収支均衡化への貢献の度合いによっては、中国の通貨政策に世界の焦点が移る可能性も看過できない。2005 年の為替制度改革で通貨バスケットを参考とした管理フロート制を導入してから人民元の対米ドル・レートは一貫して上昇してきたが、グローバル金融危機が深刻化した 2008 年半ば以降は切り上げ休止状態にある¹²。日本円以外の通貨が米ドルに対して一様に下落している中で、繊維品などの輸出企業が苦境に立ちっており、本来であれば中国も人民元を切り下げ誘導したいところである。しかし、アジア通貨危機の際にも懸念されたことであったが、中国の人民元の下落は他国通貨の一層の下落を誘発し、国際金融市場の混乱を深刻化・長期化させる恐れがある。この点は、中国政府も十分に認識していると思われる。

一方、2009 年 1 月に就任した米国のオバマ新大統領は、中国が為替操作を行っていると感じており、外交的手段を通じて中国に通貨政策の変更を求めていく考えであると伝えられる¹³。当面の国際金融市場の混乱と世界的な景気後退に歯止めがかかれば、グローバル社会における次のアジェンダは今回の金融危機の原因究明と新たな世界経済・金融秩序の構築に移ることは間違いない。そのような局面において、中国が自国の経済・社会の安定と世界経済に対する責任を両立していくことができるかどうか、究極の選択を迫られる事態に陥る可能性もある。

なお、国内的な懸念材料としては、地方政府の「横並び競争」再燃の可能性がある。グローバル金融危機への対応として積極財政、金融緩和、人民元固定化といった政策を採っているが、これらはアジア通貨危機時の政策対応と極めて類似している。10 年前はアジア通貨危機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地方政府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 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」が事実上反故になってしまった。今回も、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」¹⁴と整合性を保てるか、を注視する必要がある。とくに、積極財政・金融緩和の下で、非効率な過剰投資を伴わずに産業構造調整・産業高度化の方針を堅持することができるか、雇用優先の大儀の下で、エネルギー効率改善や環境保全が蔑ろにされないか、農村部の発展のための取り組みを地方政府が継続できるか、などの点を慎重に見極める必要がある。

4. おわりに

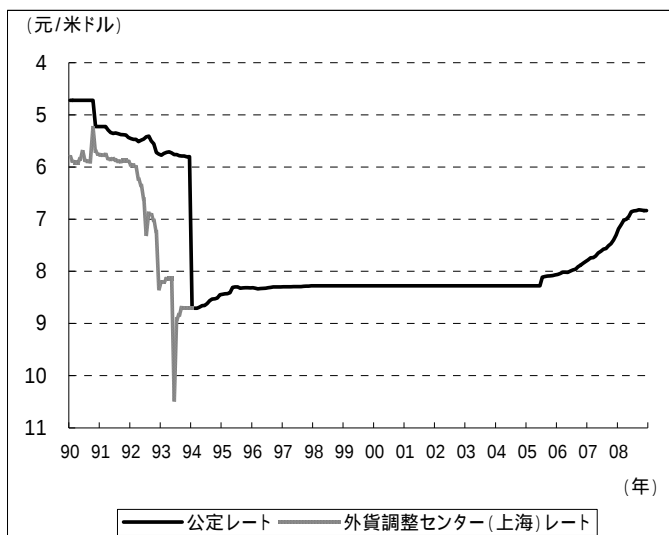
WTO加盟以降の中国は、グローバル化が急速に進展したと言われるが、より厳密には“実物経済のグローバル化”の進展であり、“金融経済（マネー経済）のグローバル化”は緒についたに過ぎない。現在の中国の金融市場は、漸進的な規制緩和が進んでいるとは言え、厳格な資本取引規制により基本的に海外から遮断されている。国内の金融システムも、金利自由化すら実現しておらず、いわゆる国際スタンダードに照らしてみれば金融イノベーションの前段階に留まっており、先進国に比べれば信用創造の度合いも小さい。金融面での市場経済化・グローバル化が本格化するのとは、これからである。

中国は、市場経済化の文脈の中で、銀行業務の外資への開放や金利自由化などを進めていく方針である。人民元の為替制度について言えば、完全兌換性の実現を目標としている。ホットマネーの問題や銀行システムの効率性の問題など多くの課題を抱えているとは言え、中国の金融資本市場が国際金融資本市場に統合される方向で進んでいることは確かである。もっとも、マネー経済の面で中国経済のグローバル化が進展するということは、中国の世界経済への影響および責任がますます大きくなっていくことを意味する。言い換えれば、中国がいつの日かグローバル金融危機の震源地となるリスクも増大するのであり、このことを中国自身も我々も十分に認識する必要がある。そうした観点からも、中国の経済発展、産業構造の変化、金融資本市場の開放とそれらに伴う国際資本フローの変化を注視していかなければならない。

【参考文献】

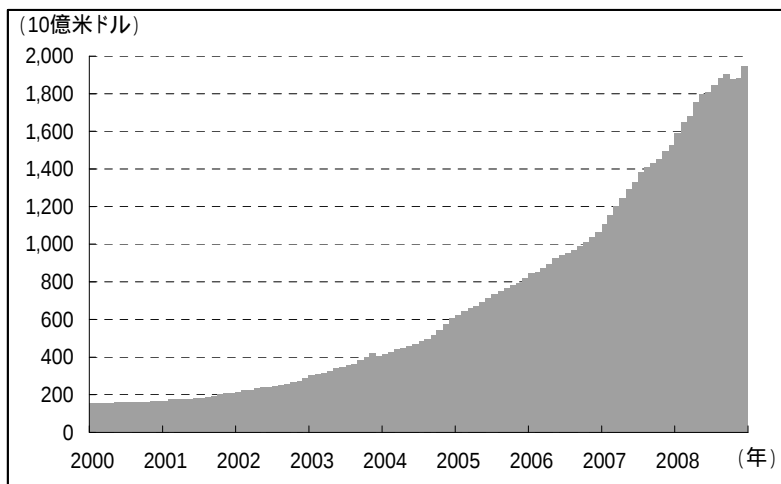
- ・ 吉富勝（2003）『アジア経済の真実：奇蹟、危機、制度の進化』、東洋経済新報社
- ・ 野村資本市場研究所（2007）『中国証券市場大全』、日本経済新聞社
- ・ 曾根康雄（2008）「資産バブル崩壊のインパクト」、関志雄・朱建栄・日本経済研究センター・清華大学国情研究センター（編）『中国は先進国か』、勁草書房
- ・ 張明・徐以升（2008）「中国のホットマネー規模の推計」、『季刊・中国資本市場研究』（2008年 Vol.2-3）（財）東京国際研究クラブ
- ・ Barry Naughton (2007) *The Chinese Economy: Transition and Growth*, The MIT Press
- ・ Kindleberger、 Charles P.(1978) *Manias, Panics, and Crashes; A History of Financial Crises*, Basic Books, Inc., Publishers: New York （C・P・キンドルバーガー、吉野俊彦・八木甫訳、『金融恐慌は再来するか：くり返す崩壊の歴史』、日本経済新聞社、1980年）

【図表1】人民元の対米ドル為替レートの推移



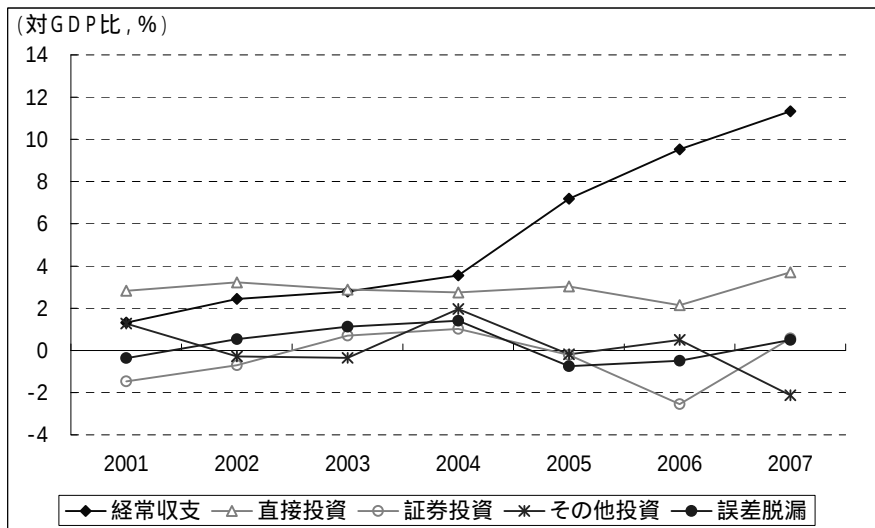
(出所) 中国人民銀行、CEIC データベースをもとに作成

【図表2】中国の外貨準備高の推移



(出所) 中国人民銀行、CEIC データベースをもとに作成

【図表3】国際収支の勘定項目別推移(対 GDP 比、%)



(出所) 中国人民銀行、CEIC データベースをもとに作成

【図表4】中国の国際収支

USD mn	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008/1H
経常収支	17,405.3	35,422.0	45,874.8	68,659.2	160,818.0	253,267.9	371,832.6	191,717.8
資本収支	34,829.0	32,340.5	52,774.1	110,729.1	58,862.1	2,641.9	70,410.2	70,268.9
直接投資	37,355.9	46,789.6	47,229.0	53,131.4	67,821.0	56,934.7	121,418.3	40,752.9
証券投資	-19,405.9	-10,342.5	11,426.8	19,689.9	-4,932.8	-67,557.6	18,672.0	19,822.5
その他投資	16,879.0	-4,106.6	-5,881.7	37,907.8	-4,026.1	13,264.8	-69,680.1	9,693.5
融資	13,823.5	-9,530.7	20,541.7	4,095.0	-10,069.1	15,965.4	-3,509.5	47,557.8
融資(資産)*	15,313.6	-5,391.1	13,927.4	-9,657.9	-12,993.1	4,927.6	-20,805.5	-5,408.1
融資(負債)*	-1,490.1	-4,139.6	6,614.3	13,752.9	2,924.0	11,037.9	17,296.0	52,965.9
誤差・脱漏	-4,855.6	7,794.3	18,422.3	27,045.1	-16,766.2	-12,948.9	16,402.2	17,132.8

(注) * 以外はネット。

(出所) 中国人民銀行、CEIC データベースをもとに作成

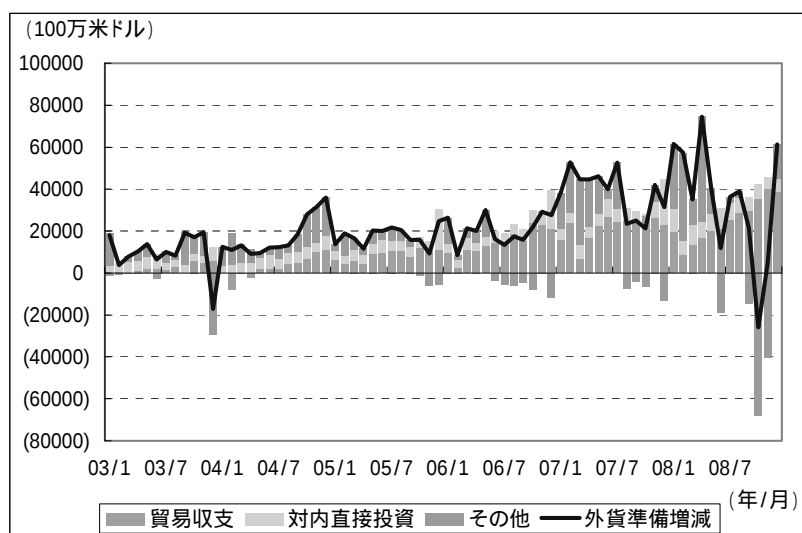
【図表5】中国の資本収支の内訳

USD mn	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008/1H
直接投資	37,355.9	46,789.6	47,229.0	53,131.4	67,821.0	56,934.7	121,418.3	40,752.9
対外投資*	-6,885.4	-2,518.4	152.3	-1,805.1	-11,305.7	-21,160.0	-16,994.9	-33,338.0
対内投資*	44,241.3	49,308.0	47,076.7	54,936.5	79,126.7	78,094.7	138,413.2	74,090.9
証券投資	-19,405.9	-10,342.5	11,426.8	19,689.9	-4,932.8	-67,557.6	18,672.0	19,822.5
資産*	-20,654.3	-12,094.5	2,983.1	6,486.4	-26,156.9	-110,418.8	-2,324.0	14,772.1
負債*	1,248.4	1,752.0	8,443.6	13,203.4	21,224.1	42,861.2	20,996.0	5,050.4
その他投資	16,879.0	-4,106.6	-5,881.7	37,907.8	-4,026.1	13,264.8	-69,680.1	9,693.5
融資	13,823.5	-9,530.7	20,541.7	4,095.0	-10,069.1	15,965.4	-3,509.5	47,557.8
貿易信用	-1,739.6	3,947.4	3,255.3	2,698.0	2,506.2	-12,921.4	5,300.0	11,200.0
現預金	-2,721.6	-2,199.5	-5,809.7	21,767.7	3,048.2	805.6	31,935.2	39,899.1
雑投資	7,516.8	3,676.2	-23,869.1	9,347.2	488.6	9,415.2	-103,405.8	-88,963.4

(注) * 以外はネット。

(出所) 中国人民銀行、CEIC データベースをもとに作成

【図表6】中国の外貨準備高増減要因の分解



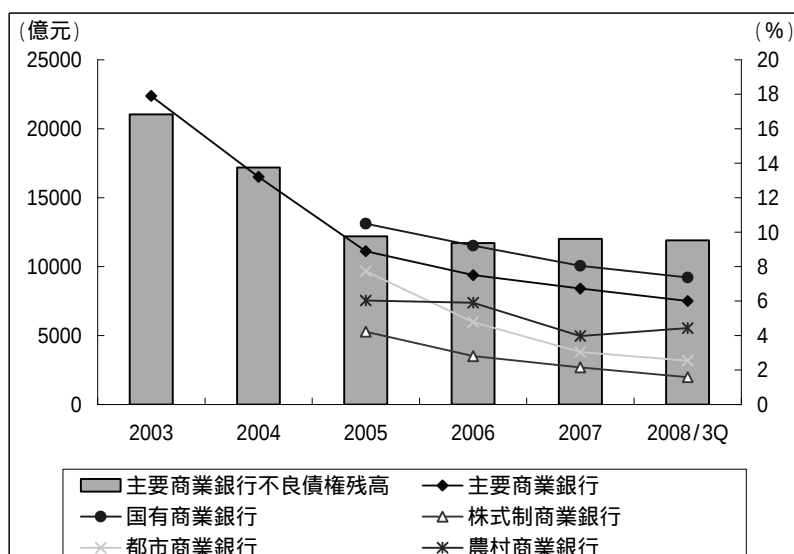
(出所) 中国国家统计局、中国人民銀行、CEIC データベースをもとに作成

【図表7】中国における銀行の分類とシェア(2007 年末)

分類	銀行名(その他は分類)	総資産		国内貸付		預金	
		(億元)	シェア (%)	(億元)	シェア (%)	(億元)	シェア (%)
政策性銀行	国家開発銀行, 中国輸出入銀行, 中国農業発展銀行	43,922	8.1	35,656	15.2	3,034	0.8
四大国有商業銀行	中国工商銀行, 中国建設銀行, 中 国銀行, 中国農業銀行	273,238	50.5	109,946	46.8	204,088	54.7
株式制商業銀行	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	96,805	17.9	41,895	17.8	64,485	17.3
都市商業銀行	北京商業銀行, 上海銀行, 杭州商 業銀行など	33,511	6.2	14,857	6.3	25,949	7.0
その他	農村信用合作社, 郵政貯蓄銀行, 外資銀行など	93,728	17.3	32,558	13.9	75,348	20.2

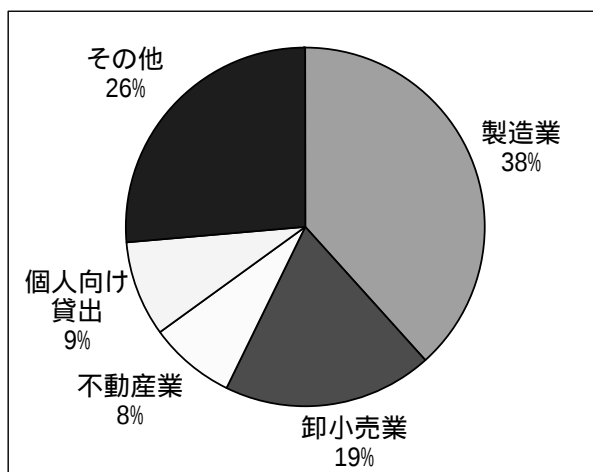
(出所) 『中国人民銀行年報(2007 年)』をもとに作成

【図表8】中国の不良債権の推移



(出所) 中国人民銀行の資料をもとに作成

【図表9】中国の不良債権の内訳(2007 年末)



(出所) 中国銀行業監督管理委員会資料をもとに作成

【図表10】業種ごとの不良債権残高・比率

		中国銀行	中国建設銀行	中国工商銀行
不動産開発向け融資				
不良債権残高 (億元)	2007年末	70.0	154.0	86.0
	2008年6月末	62.0	140.0	82.0
不良債権比率 (%)	2007年末	4.87	4.84	2.82
	2008年6月末	3.81	4.20	2.43
個人向け住宅ローン				
不良債権残高 (億元)	2007年末	97.0	79.0	86.0
	2008年6月末	93.0	91.0	91.0
不良債権比率 (%)	2007年末	1.65	1.09	1.14
	2008年6月末	1.48	1.18	1.13

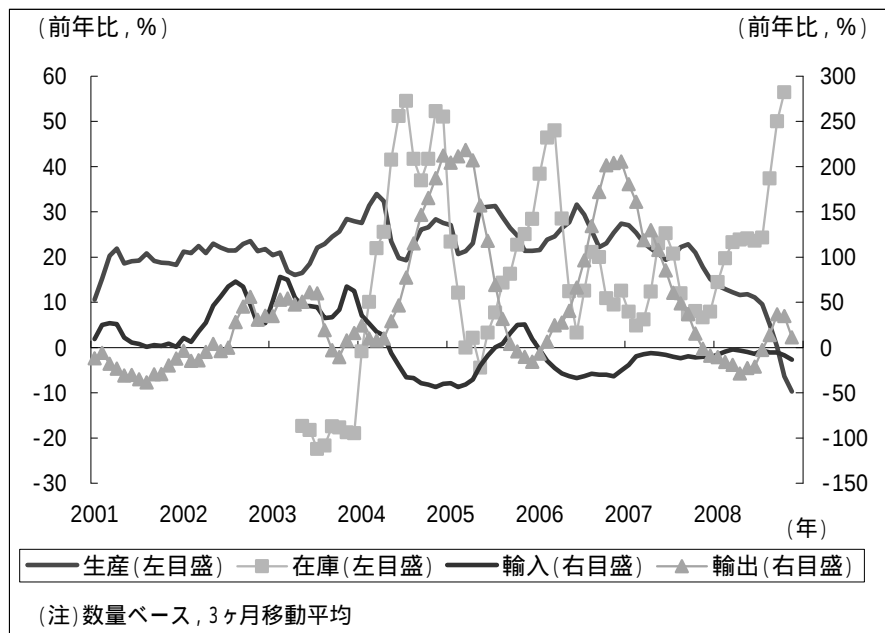
(出所) 中国銀行業監督管理委員会資料をもとに作成

【図表11】中国の資本係数の推移



(出所) 中国国家统计局、中国人民銀行、CEIC データベースをもとに作成

【図表12】中国の鉄鋼の生産・輸出入・在庫の推移



(出所) 中国国家统计局、CEIC データベースをもとに作成

¹ 吉富勝（2003）137 ページ。ただし、国全体として流動性危機に陥った訳ではないが、過度の対外借入を行ない資金繰りに窮して 98 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留めておく必要がある。

² 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。

³ 例えば、04 年には中国科学院の研究者が創設し国内最大手となったコンピューター会社・聯想（レノボ）が米国 IBM のコンピューター部門を買収した。

⁴ 07 年 11 月には、同会社が日本株専門のファンド・マネージャーを募集すると発表した途端に、日本株市場への資金流入期待から東証株価が上昇するといった一幕があった。

⁵ 中国の資本取引における多くの制約が非正規ルート「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」の抑制に繋がる、とする議論もある。

⁶ 張明・徐以升（2008）。同論文では、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た調整が行なわれている。

⁷ 対外債務データによれば、対外債務に占める短期債務の比率は 2001 年末の 35.3% から 08 年 6 月末には 62.1% へと上昇している。なお、海外からの借入主体が企業であるのか金融機関であるのかを精査する必要がある。

⁸ 2008 年 12 月の銀行の新規貸出額は前年同月比で 10 倍以上に増加した。

⁹ 海外上場を果たしている中国建設銀行、中国銀行、中国工商銀行はいずれも 3% 台だが、改革の遅れている中国農業銀行（未上場）だけが 23.5%（2007 年末）と高水準にある。

¹⁰ ただし、中国全体として見た場合、今後中期的に中低所得者層の住宅需要があることは確かであり、実需に基づかない住宅価格高騰が生じた日本の 80 年代とは状況がかなり異なると思われる。

¹¹ 「股」は中国語の株式、「基」は中国で投資信託にあたる基金を指す。「新股民」は株式に、「新基民」は投資信託に、それぞれ新たに投資を始めた個人投資家。

¹² 2008 年 12 月には、米中経済戦略会議を前にして、米国に対する牽制の意味もあってか、人民元が米ドルに対して下落する場面もあった。

¹³ 米国の財務長官に就任したガイトナー氏のコメント（"Financial Times", January 23, 2009）。

¹⁴ 成長率よりも成長の「質」を重視するのが「発展方式の転換」であり、投資・輸出主導から消費・投資・輸出の協調的発展、製造業偏重からサービス産業の拡大重視、資源消費依存の脱却、などが提唱されている。また、資源利用効率の向上や生態環境の改善も強調されている。