

## 具体化する中国の資本・金融自由化の道筋

資本自由化・金融自由化の道筋が、最近の人民銀行のレポートや記者会見から明らかになってきた。今後、預金保険制度の確立等、リスクの防止に注意を払いながら自由化が進行していくと思われる。

### 3段階の資本自由化について述べた 人民銀行レポート

中国の資本自由化と金融自由化についての道筋が徐々にはっきりとしてきた。2012年2月に人民銀行調査統計司が「資本勘定の開放を加速する条件は基本的に熟している」旨のレポートを発表した<sup>1)</sup>。今後の3段階の資本勘定自由化の内容と時間軸を両方提示しており注目を集めている。

同レポートは、基本観として、世界各国の先例を参考に資本自由化のプラス面の方がマイナス面より大きいとし、現在は資本自由化の好機ととらえている<sup>2)</sup>。足元で資本勘定自由化に伴うリスクがあまり大きくない根拠としては、短期の対外債務が比較的少ないこと、不動産・株式市場における海外投資家の比率が低いこと、銀行の不良債権比率が低いこと等を挙げている<sup>3)</sup>。

資本自由化の順序については、「資本流入が先・資本流出が後、長期が先・短期が後、直接（投資）が先・間接が後、機関（投資家）が先・個人が後」としており、これまでの考え方を踏襲している。具体的なスケジュールは以下の通りである。

短期目標（1～3年）：直接投資に関する規制を緩め、中国企業の海外進出を促進する。

中期目標（3～5年）：実需原則の下での商業融資に関する規制を緩和し人民元国際化を推進する。融資規制の緩和は、人民元建て貿易決済・香港オフショア人民元市場のための人民元還流ルートの拡大や、国内銀行業の競争促進・企業（特に中小企業）の資金調達状況の改善に資する。

長期目標（5～10年間）：金融市場の構築を強化し、

資本流入を自由化してから資本流出を自由化する。不動産・株式・債券取引を順次、慎重に自由化する。徐々に数量型規制から価格型管理へと移行する。

ここで、市場の完成度の高い分野から低い分野の順で資本自由化を進め、リスクを引下げる原則が示された。具体的には、市場完成度が一番高いと思われる不動産市場から、株式市場、債券市場の順に自由化するとの考え方である。また、自由化について「発行市場が先、流通市場が後」・「非居住者の国内取引が先、居住者の海外取引が後」との原則も示されている。

同レポートは、第三段階まで進めば、中国の資本勘定の自由化はほぼ完成するとの見方である。このため、デリバティブ、マネーマーケット、実需のない金融機関融資、個人の資本取引等は、この時点でも自由化されない可能性がある。特に、投機性の強い短期対外債務は長期間自由化しなくてもよいとしている。つまり、10年後においても、日本の80年代半ば以降ほどは資本自由化が進んでいないことになる。

### 為替変動拡大の可能性と 預金保険設立の示唆

人民銀行のレポートは、資本自由化の前提条件としての金利自由化・為替自由化・人民元国際化が完全に熟すのを待つのではなく、資本自由化とこれら「前提条件」は相互促進的なものであると指摘している。資本自由化が、上述の三段階のように進むにつれて、為替変動の拡大は避けられず、また、内外市場の一体化に備えて金利自由化も進めなければならない。

ここで、全人代開催中に行われた中国人民銀行の「金融政策と金融改革」についての記者会見が注目される<sup>4)</sup>。

NOTE

- 1) 2012年2月27日付「財経」。
- 2) 具体的には、中国企業の対外直接投資 (M&A等) による技術・海外市場・資源の獲得等であり、人民元高が予想される中で、直接投資のコスト面での優位性についても指摘している。
- 3) 資本規制を逃れた資金の流れが増えていることも指摘している。当局の目の届かないところで資本自由化が進んでいるので、当局が主導的に秩序だった自由化を導く方が良いとの認識もあると見られる。
- 4) 3月12日。周小川総裁・胡曉煉副総裁・劉士余副総裁・易綱副総裁兼国家外為管理局局長らのトップが参加した。
- 5) 銀行間市場金利の自由化は90年代に完了。預貸金利については、2004年10月より預金金利が基準金利以下、貸出金利が[基準金利 × 0.9]以上で変動自由となっており、足元では一定の預貸利ザヤが確保されている。
- 6) 資本流出が増加すれば、中央銀行の金融調節の観点から金融市場の整備も必要となろう。

この会見内容は多岐にわたったが、金融自由化については、これまで秩序立った形で金利自由化を推進してきており、今後も継続していくとしている。

ただし、人民銀行は、今後の金利自由化が預貸金利の本格的自由化を伴うことから<sup>5)</sup>、銀行の収益環境を直撃するとの認識を持っているように思われる。

具体的には、金利自由化後は市場競争の結果、敗者が生まれる可能性があるとの、預金保険制度の創設も考慮しなければならないと発言している。逆に言えば、預金保険制度の創設は、金融市場への参入緩和・金利自由化の推進・預金者保護を進め、市場競争を促進するものとなる。

また、金融機関が企業統治を整備し、自己資本比率等の監督管理指標を達成することが、金利自由化後の悪性競争の回避に欠かせないとの認識も示された。

こうした中、足元の金利自由化については、先行してホールセール業務の金利を自由化する可能性や新しい金融商品により金利に弾力性を持たせる可能性も言及され

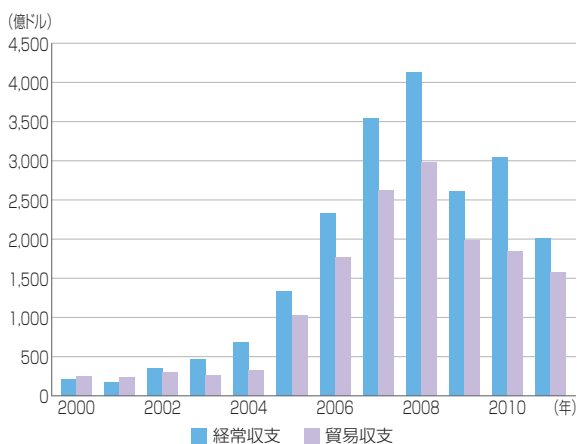
ている。

人民元為替レートについては、最近、貿易黒字の減少・収支均衡に向けた動きが進んでいることや市場の人民元レートの動きや予想が人民元高・安の両方向になっていることを指摘した上で、全体としては人民元レートは均衡点に接近しており、市場需給が（人民元レートの決定に）さらに大きな役割を果たすことになる、としている（図表）。そして、市場需給の役割を大きくするため、人民銀行の市場への参加と介入は秩序立った形で弱くなっていく、と発言した。

温家宝首相も全人代の政府報告で「人民元相場の形成メカニズムを改善し、上下両方向の柔軟性を高めつつ、基本的な安定性を維持する。外為市場では、外為商品の種類を増やし、市場参加者に為替リスク回避ツールを提供する。また、クロスボーダーの資本流出入の監視を強化する」と発言しており、こうした発言と合わせて考えると、当局が人民元（対米ドル）の変動を今後拡大する方向であることが読み取れる。

今後、資本自由化と金利自由化・為替変動の拡大は同時に進行していくことになる。その際、中国版バーゼルⅢの導入等を通して金利・為替の変動に耐え得るよう金融機関の体力を引き上げることや預金保険制度を確立すること等<sup>6)</sup>、当局のリスク防止に向けた動きが、自由化のスピードを見る上で重要であろう。

図表 経常収支と貿易収支



(出所) 公式統計より野村総合研究所作成

Writer's Profile



神宮 健 Takeshi Jingu

NRI北京  
金融システム研究部長  
専門は中国経済・金融資本市場  
focus@nri.co.jp