

中国の国際収支と金融の対外開放

曾根 康雄

China's BOP and Opening of Financial Sector

Yasuo SONE

はしがき

習近平政権の第1期目（2012～2016年）における国際金融上の最大の成果は、人民元の国際通貨基金（IMF）特別引出権（SDR）構成通貨への採用であったと言える。中国の法定通貨が初めて“国際通貨”として認知された訳であり、それは「中華民族の偉大なる復興」を象徴し、「中国の夢」の一つを実現したことになる。

もともと、中国は内外の資本取引を厳しく制限しており、人民元の兌換性にも限界がある。人民元が真の国際通貨となるには、国内の金融システムの市場化改革を進めなければならないが、そこには経済・金融の安定を損ないかねないリスクも横たわる。また、中国と国際金融市場を繋ぐゲートウェイとしての役割を果たしてきた香港特別行政区も、2019年6月以来、抗議活動による混乱が続いている。経済成長率が低下し、経常収支黒字も縮小する中で、第2期目に入った習近平政権は、これらの課題を如何に乗り越えようとしているのか。

この問いに答えるのは難しい。習近平政権自体も、個々の課題の克服と国家としてのバランス維持の間で試行錯誤を重ねていると思われ、着地点を模索している状況である。本稿では、国際収支、資本規制緩和、国内金

融システムのリスク要因、香港の地位を検討対象として取り上げ、それぞれについて主に2018～19年の動きの中で注目すべき点についての考察を行い、当面の方向性を展望してみたい。

第1節 国際収支¹

1. 経常収支・金融収支の動向

2018年第1四半期の経常収支は、01年第2四半期以来となる赤字（341億米ドル）を記録したが、通年では491億米ドルの黒字となった。2019年は安定的に黒字を維持し、1～9月で1,374億米ドルの黒字を記録している。

経常収支の黒字幅は近年縮小傾向にある。経常収支の対GDP比は、ピークだった07年の9.9%から18年には0.4%にまで低下した。19年は一旦低下に歯止めがかかったとみられるが、今後も黒字縮小が続くとみられ、数年後には赤字化するとの予測もある。

経常収支の黒字縮小は、①貿易収支の黒字縮小、②サービス収支の赤字拡大、③第1次所得収支の赤字、が主な原因である。

貿易収支では、米中貿易摩擦の影響で輸出入ともに全体の伸びが鈍化している。もっとも、輸出企業の所有制別収支では、民営企業が黒字であるのに対し、国有企業は恒常的に赤字であり、国有企業の輸出競争力の弱さも赤字要因となっている可能性がある。

サービス収支では、中国居民の海外旅行ブームを反映し、旅行支払が14年以降毎年2,000億米ドルを上回る水準で推移しており、旅行収支赤字額が拡大している。また、知財権使用費支払いも増大傾向が続き、サービス収支の赤字要因となっている。なお、サービス収支の支払い先では、香港が最大となっている。

¹ 中国の国際収支統計は、国際通貨基金（IMF）が2008年に公表した国際収支マニュアル第6版（BPM6）に基づき、15年より第6版対応に移行した。

【第1表】 中国の国際収支要約表

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019.1-9
経常収支	4,206	2,433	2,378	1,361	2,154	1,482	2,360	3,042	2,022	1,951	491	1,374
財サービスマ貿易収支	3,488	2,201	2,230	1,819	2,318	2,354	2,213	3,579	2,557	2,170	1,029	1,381
財貿易収支	3,445	2,355	2,381	2,287	3,116	3,590	4,350	5,762	4,889	4,759	3,952	3,399
輸出	13,346	11,191	14,781	18,078	19,735	21,486	22,438	21,428	19,895	22,162	24,174	17,850
輸入	-9,901	-8,836	-12,400	-15,791	-16,619	-17,896	-18,087	-15,666	-15,006	-17,403	-20,223	-14,451
サービスマ貿易収支	44	-153	-151	-468	-797	-1,236	-2,137	-2,183	-2,331	-2,589	-2,922	-2,018
第一次所得収支	286	-85	-259	-703	-199	-784	133	-411	-440	-100	-514	-83
第二次所得収支	432	317	407	245	34	-87	14	-126	-95	-119	-24	76
資本移転等収支	31	39	46	54	43	31	0	3	-3	-1	-6	-3
金融収支	-4,425	-2,058	-1,895	-1,278	-1,326	-883	-1,691	-915	276	180	1,117	335
直接投資	1,148	872	1,857	2,317	1,763	2,180	1,450	681	-417	278	1,070	301
証券投資	349	271	240	196	478	529	824	-665	-523	295	1,067	430
金融派生商品	0	0	0	0	0	0	0	-21	-54	4	-62	-10
その他投資	-1,126	803	724	87	-2,601	722	-2,788	-4,340	-3,167	519	-770	-517
貯蓄性資産	-4,795	-4,003	-4,717	-3,878	-966	-4,314	-1,178	3,429	4,437	-915	-189	130
外貨準備	-4,783	-3,821	-4,696	-3,848	-987	-4,327	-1,188	3,423	4,487	-930	-182	134
誤差脱漏	188	-414	-529	-138	-871	-629	-669	-2,130	-2,295	-2,130	-1,602	-1,706

(注) 本表は、IMFの国際収支マニュアル第6版 (BPM6) の様式に即る。

(出所) 国家外為管理局資料より作成

第1次所得収支では、投資収益の流出（海外送金）が15年以降毎年2,500億米ドルを超える水準で推移している。

一方、金融収支は、2016年以降、資本の流入超が続いている。18年の資本・金融収支（貯蓄性資産＝外貨準備等を除く）は1,306億米ドルの流入超となった。金融収支のうち、直接投資については、16年を除きネットで流入超となっている。また、証券投資については、17年以降、対内債券投資・株式投資が増加しネットで流入超を記録している。

なお、「外貨準備増減額－経常収支」で算出される資金流出入額をみると、2014年以降一貫して資金流出が続いているが、15年のピーク時に8,168億米ドルだった流出額は、18年には1,163億米ドルへと減少傾向にある。

2. 対外ポジション：純資産、外貨準備

中国の対外ポジション表によれば、対外純資産残高（＝対外資産－対外負債）は、17年末の2兆1,007億米ドルに対し、19年9月末は2兆1,562億米ドルへと微増した。対外資産の内訳である外貨準備は、14年6月末に3兆9,932億米ドルと4兆米ドル近くに達していたが、17年3月末には3兆0,091億米ドルにまで減少し、19年9月末では3兆0,924億米ドルとなっている²。

他の対外資産を見ると、対外直接投資残高は19年9月末で1兆9,695億米ドルと、12年末の5,319億米ドルの約3.7倍に膨張した。一方、中国からの対外証券投資残高は19年9月末で5,849億米ドルとなり、12年末の2,406億米ドルの約2.4倍と増加のペースは直接投資に比べ緩やかである。対外負債を見ると、対内直接投資残高は19年9月末で2兆7,773億米ドルと、対外直接投資の約1.4倍の規模であるが、近年増加ペースは鈍化している。対内証券投資残高は19年9月末で1兆2,208億米ドルと、対内直接投資の

² 外貨準備高の減少は、人民元の下落を受けた中国人民銀行の断続的な為替介入が一因とみられる。

4割強に相当する。なお、対内債券投資残高は同4,738億米ドルと、15年末の2,200億米ドルの2倍以上に増加している。

2019年9月末の中国の対外債務残高は2兆0,325億米ドルと、17年末の1兆7,580億米ドルから15.6%増加した。このうち人民元建て債務残高は6,827億米ドル（全体の34%）、外貨建て債務残高は1兆3,498億米ドル（同66%）となっている。期間別では、中長期債務が8,270億米ドル（同41%）と2018年末の同35%から急増している。一方、短期債務は1兆2,055億米ドル（同59%）である。

借入主体別では、広義の政府債務が全体の12%、中央銀行債務が同2%、預金受入金融機関の債務（現金・預金等）が同46%、その他部門の債務が29%、直接投資企業の企業間貸借が同11%となっている。

対外債務の形態では、債務証券（債券等）が4,997億米ドルと全体の25%を占め、17年末の3,379億米ドルに比べ47.9%増加した。対外債務残高の増加額（2,745億米ドル）のうち債務証券の増加額が59%と高いが、これは17年7月より始まった「ボンド・コネクト（債券通）」スキームで利便性が高まり、海外投資家の債券投資が増大したことによるとみられる。なお、格付機関大手のムーディーズ社は、2017年5月に中国のソブリン格付け（外貨建て）をAa3（Negative）からA1（Stable）へと約8年振りに引き上げている。

3. 為替レートの変動

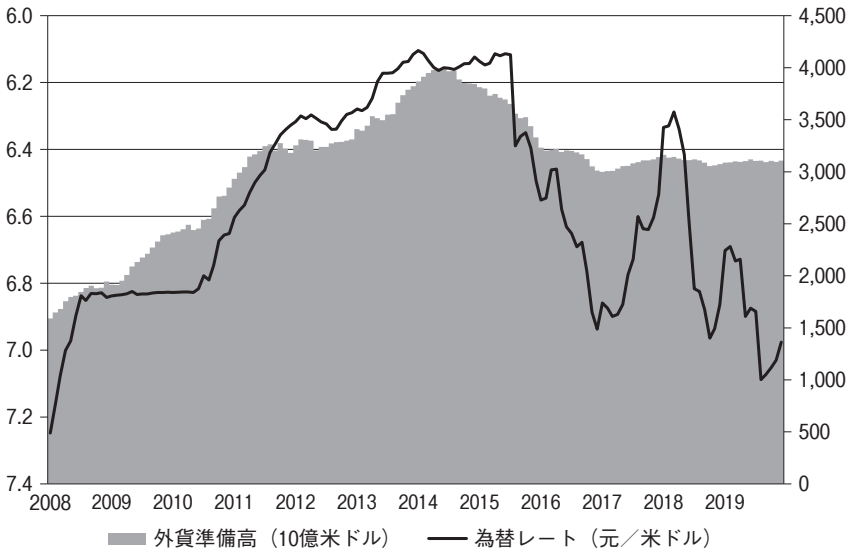
2015年8月の制度変更以降、人民元の対ドル・レートの下落が続いたことから、17年5月より基準値算出に際して、①通貨バスケットに対する元の変動幅に係数を乗じる、②逆周期因子（元安緩和要素）を加味する、といった形で調整が行われた。その結果、17年に年間で約6%の上昇をみたため、18年1月に逆周期因子を基準値算出式から外したが、その後、人民元レートは再び下落に転じた。

2018年は、米中貿易戦争で元安圧力が強まる為替市場と、元安ペースを

緩和したい金融当局との間で神経戦が展開された。18年3月以降、米中貿易戦争激化の中、金融当局は緩やかな元安を容認した。しかし、6・7月に人民元の下落ペースが加速したため、8月に入り①人民元売りの為替予約にリスク準備金（約定金額の20%）を再導入、②自由貿易試験区を通じてオフショア人民元の流動性を引き締める、など下落ペース抑制の措置をとったが、その効果が一時的であったため、8月24日に逆周期因子の復活を発表した。

これにより、一旦は元安に歯止めがかかったかに見えたが、10月に元安のペースが速まり10年振りの元安・ドル高水準を更新し、1米ドル＝7元のラインが目前に迫ると、11月7日、人民銀行が香港市場において初となる短期証券を発行すると表明した。人民元相場に対する人民銀行のスタンスが明確になる中、12月1日の米中首脳会談で通商摩擦に関する90日間の協議が決定し、19年年初の追加関税（10%から25%へ）発動が先送りに

【第1図】 人民元為替レートと外貨準備高の推移



(出所) 中国人民銀行、CEICデータベースより作成

なったことで市場は落ち着きを取り戻し、国際金融市場でのドル相場下落といった要因もあり、年末にかけては人民元が買い戻される展開となった。この結果、4月のピーク比で一時1割近く下落していた人民元の年末の対ドル相場は、18年年初比では5.2%の下落にとどまった。

2019年の人民元相場も米中貿易戦争の動向が主要材料となった。為替市場は基本的に、米中関係の悪化は元売り、改善の兆しがあれば元買い、という反応を示した。7月に上海で開催された米中協議が不調に終わり、トランプ大統領が制裁関税の第4弾を発動すると発表したことが契機となって元安が進み、8月にはついに1米ドル=7.0元の防衛ラインを突破して下落、元レートは11年振りの安値をつけた。もっとも、9月に7.2元に接近した局面で中国人民銀行が元高誘導を図ったことで、人民元の下落には歯止めがかかった。12月には、米中政府間の通商交渉が第1段階の合意に達し、再び人民元が買い戻される展開となり、19年末の為替レートは年初比で2%程度の下落に抑えられた。

2020年の年明けは、財務省が半期為替報告書（1月13日）で中国の「為替操作国」指定を解除したこと、米国政府間通商交渉で第1段階の合意文書に署名（1月15日）したこと、などの材料から1ドル=6.8元近辺で小幅な元高・ドル安で推移している。

4. 国際収支の発展段階

国際収支の発展段階説が示す指標に照らしてみると、中国の現段階は下記のように整理される。

- 経常収支 = 黒字（縮小傾向）
- 財貿易収支 = 黒字、サービス貿易収支 = 赤字
- 第一次所得収支 = 赤字
- 金融・資本収支 = 流入超
- 対外純資産（対外債権残高 - 対外債務残高） = プラス = 債権国

【第2表】 国際収支の発展段階説

段階	第1段階	第2段階	第3段階	第4段階	第5段階	第6段階
	未成熟な債務国	成熟した債務国	債務返済国	未成熟な債権国	成熟した債権国	債権取り崩し国
貿易・サービス収支	赤字(-)	黒字(+)	黒字(++)	黒字(+)	赤字(-)	赤字(--)
第一次所得収支	赤字(-)	赤字(-)	赤字(-)	黒字(+)	黒字(++)	黒字(+)
経常収支	赤字(-)	赤字(-)	黒字(+)	黒字(++)	黒字(+)	赤字(-)
対外純資産残高	マイナス(-)	マイナス(-)	マイナス(-)	プラス(+)	プラス(++)	プラス(+)
概要	貿易サービス収支、経常収支は赤字。資本を外国から輸入するので、第一次所得収支も赤字。	貿易サービス収支が黒字化。経常収支、第一次所得収支は依然赤字。	貿易サービス収支の黒字が拡大し、第一次所得収支の赤字を相殺し、経常収支が黒字化。	貿易サービス収支は黒字継続、対外資産が増加し第一次租特収支も黒字化。対外債務の返済を終了し、対外純資産がプラスに。	貿易サービス収支は赤字化するが、第一次所得収支の黒字により経常収支の黒字は継続。対外純資産がさらに積み上がる。	貿易サービス収支の赤字が拡大し、第一次所得収支の黒字を上回り、経常収支が赤字化。

(出所) 清水順子・大野早苗・松原聖・川崎健太郎『徹底解説国際金融：理論から実践まで』（日本評論社、2016年）、88ページ、表4-1を一部改変。

第2表の区分では中国の現段階を明確に特定することは難しいが、「債務返済国」～「未成熟な債権国」～「成熟した債権国」の段階のいずれかにあると考えられる。

中国の経常収支黒字は、縮小傾向にある。少子高齢化で貯蓄率の低下が予想される中、赤字転落を回避するには、旅行業の競争力向上、知的財産権使用料支払いの削減（国内のイノベーション強化）等が必要である。

また、経常黒字が縮小していく中で国際収支の均衡を維持するためには、金融収支でマネーの還流を図る必要がある。それには、資本取引の規制緩和、対内投資チャネルの拡大、人民元建ての金融商品の増大、などが課題となろう。したがって、国際収支の均衡のためにも「人民元の国際化」を進める必要がある。

第2節 資本自由化の現状

1. 証券取引の規制緩和

中国政府は資本取引の自由化には極めて慎重なアプローチをとってきた。アジア通貨危機の発端となった投機的資金の移動に警戒的であるのは、ヘッジ・ファンドの意思によって国内の経済・金融市場が混乱に陥るのみならず、それが現体制の安定性を損なうリスクを伴うものであるという政治的な理由によるものでもある。経済・金融の安定を優先する方針である以上、資本取引の規制緩和には自ずと限界が生じる。

中国政府は、段階的に資本規制を緩和するに当たり、①短期資金よりも長期資金を先に開放する、②個人投資家よりも機関投資家に対して先に規制を緩和する、③対外証券投資よりも対内証券投資を先に規制緩和する、といった方針を堅持してきた。

長期資金である直接投資に関しては、ほぼ規制がなくなった。しかし、短期資金に相当する証券投資に対しては厳格な管理を行ってきた。対内証券投資については、02年から適格海外機関投資家（QFII）制度が始まり、投資枠の上限は徐々に引き上げられたが、中国の資本市場の規模に比べるとQFII制度で認可されている投資枠は非常に小さかった³。

2019年1月、国家外為管理局はQFIIの投資枠を従来の1,500億米ドルから3,000億米ドルに引き上げることを発表した。さらに、2019年9月にはQFIIおよびRQFIIスキームで各金融機関に許可している投資額の上限を撤廃すると発表した。これは、経常収支黒字縮小を見据えた資金流入促進措置の一環と見ることもできるが、資本自由化の文脈では大きな前進である。ただし、海外投資家は従来から投資枠をすべて消化していた訳ではなく、上限が撤廃されても即座に投資額が増大するとは限らない。

中国は、資本自由化を進めるための実験地として香港を活用している。

³ 中国のA株市場の時価総額の2%弱であった。

香港は、QFIIの投資枠が最大であることに加え、個人に対する資本取引の規制緩和でも先行している。14年11月に導入された上海・香港株式市場取引相互接続制度（通称、ストック・コネクト）はQFIIのように認可制ではなく、香港で口座を開設している投資家であれば個人でも利用可能である。1日当たりの上限はあるが、中国のA株に投資できる個人向けスキームが初めて導入された。当初上海と香港の間で始まったスキームは、16年12月には香港と深圳の間でも始まった。上海・香港ストック・コネクトの取引高（月平均）は、15年の84.1億元から19年は269.4億元へと増大している。また、債券についても類似のスキームである債権相互取引制度（通称、ボンド・コネクト）が17年7月より開始されている。

2. 人民元建て証券のベンチマークへの採用

海外投資家による人民元建て証券投資への規制が緩和され、それに伴うクロスボーダーでの人民元の取引高が増大することで、人民元の国際化が徐々に進むと期待される。人民元建て株式・債券が、機関投資家のベンチマークとしている指数に組み入れられることは、そうした動きを促すものである。

株式投資のベンチマークとして広く使われている米国の「MSCI新興国株指数」の中に中国本土のA株が18年6月に組み入れられ、19年2月には組入比率が開始時の4倍以上となる3.3%に拡大された⁴。また、18年9月には、FTSEラッセル社が19年6月より「セカンダリー新興市場指数」にA株を組み入れると発表、第1段階終了時点でのA株の組入比率は約5.5%、ネットで100億米ドルが流入したとする推定もある。

同様の動きは人民元建て債券市場にもある。海外投資家による中国債投資の利便性が拡大する中で、グローバルなベンチマークへの人民元建て債

⁴ もっとも、2019年12月、MSCIは、ヘッジ手段へのアクセスや決済方法などについての不満を表明し、それらの改善がなければ中国株の新規採用をやめると発表、中国の金融改革への圧力を強めている。

券の組入れが始まり、対内債券投資が増大すると見込まれる。「ブルーンバーク・バークレイズ・グローバル総合指数」が19年4月より人民元建て債券を採用し、組入れ完了後の同指数における組入比率は6.1%とされ、2年以内に約1,000～1,500億米ドルが中国債に投資される可能性が指摘されている。また、FTSEラッセル社、JPモルガン・チェース社も、中国債を各社のインデックスに組入れることを検討中と伝えられる。海外投資家の中国債保有率は、全体で約2%、ソブリン物については約8%であるが、対内債券投資の増大により、①経常収支黒字縮小の埋め合わせ、②人民元為替レートの下支え、③世界の外貨準備に占める人民元比率拡大、が期待される。

3. 人民元の国際化

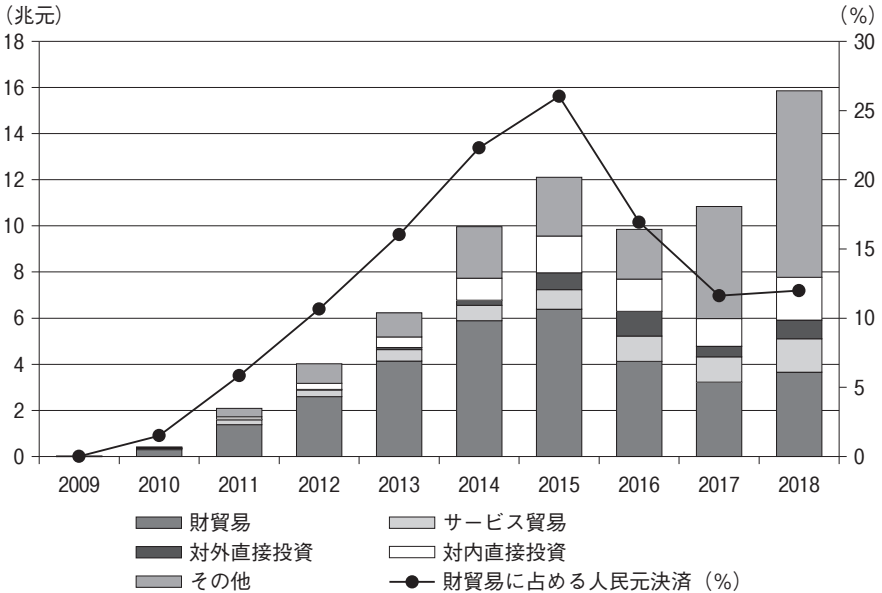
2015年11月のIMF理事会で、中国の人民元をSDR構成通貨に採用することが決定し、16年10月から組み入れられた。しかし、それ以降、上述した人民元為替レート下落への対応として資本取引規制が強化されたこともあり、人民元の国際化は停滞している。

経常取引・資本取引における人民元での決済額は、15年の12兆元をピークに減少し、17年は同9兆元余りにまで減少した。対内直接投資についても、15年時点で人民元建てが全体の2割あったものが、近年その比率は低下している。18年には経常取引・資本取引ともに若干の回復をみたものの、クロスボーダー取引における人民元決済は足踏み状態と言える。

国際銀行間通信協会（SWIFT）のデータによると、人民元の国際決済通貨としての利用高の世界シェアは、15年12月の1.6%に対し19年11月は1.24%（円は4.33%）であった⁵。オフショア市場として世界最大の香港における人民元預金残高も19年11月末で6,378億元と、ピークだった14年末の1兆27億元から大幅に低下している。

⁵ SWIFT, RMB Tracker (Dec. 2019)

【第2図】 人民元決済の推移



(出所) 『中国人民銀行年報(2018年度)』、CEICデータベースより作成

国際決済銀行(BIS)が2019年12月に発表した報告書によると、1日平均取引高の通貨別シェアで、人民元は2016年4月の4.0%(世界ランキング8位)に対し、2019年4月は4.3%(同8位)と微増にとどまり、ランキングも変化なしであった。また、通貨発行国の貿易量および1人当たりGDPと当該通貨取引高の比率でも、ドル・円などに比べ人民元は低水準である⁶。

人民元取引において、オフショア取引の比率が2016年の73%から19年は64%に低下した。BISの報告書では、オフショア人民元の取引が低下した原因として、①オフショア人民元レート(CNH)とオンショア人民元レート(CNY)のスプレッドの縮小による投機的取引の低下、②オフショア

⁶ Bank of International Settlement (2019), pp.35-36.

人民元預金の低金利、③中国政府の規制強化によるオフショア人民元建て債券の発行減少、を指摘している。また、海外投資家に対する直接的なオンショア人民元市場へのアクセスチャネル（ストック・コネクト、ボンド・コネクト等）が拡大したことで、オフショア市場で人民元取引を行う必要が低下したことも原因としている。なお、オフショア人民元取引の市場別シェア（2019年）では、1位の香港は不動であるが、ロンドンがシンガポールを上回り2位に浮上した。

世界の外貨準備に占める人民元の比率は16年の1%から19年には2%に倍増した。もっとも、SDR構成比の10.92%に比べ、実際の人民元の利用はまだはるかに小さい。

【第3表】 為替取引高の通貨別内訳

通貨	2004		2007		2010		2013		2016		2019	
	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	88.0	1	85.6	1	84.9	1	87.0	1	87.6	1	88.3	1
ユーロ	37.4	2	37.0	2	39.0	2	33.4	2	31.4	2	32.3	2
日本円	20.8	3	17.2	3	19.0	3	23.0	3	21.6	3	16.8	3
英ポンド	16.5	4	14.9	4	12.9	4	11.8	4	12.8	4	12.8	4
豪ドル	6.0	6	6.6	6	7.6	5	8.6	5	6.9	5	6.8	5
カナダドル	4.2	7	4.3	7	5.3	7	4.6	7	5.1	6	5.0	6
スイスフラン	6.0	5	6.8	5	6.3	6	5.2	6	4.8	7	5.0	7
人民元	0.1	29	0.5	20	0.9	17	2.2	9	4.0	8	4.3	8
香港ドル	1.8	9	2.7	8	2.4	8	1.4	13	1.7	13	3.5	9
ニュージーランドドル	1.1	13	1.9	11	1.6	10	2.0	10	2.1	10	2.1	10

(注) 各年4月の1日あたり平均取引高

(出所) BIS

第3節 金融面での対外関係

1. 米中の金融関係

米中間の金融関係を見ると、中国は米国債保有で世界最大の地位を維持してきたが、2019年6月以降は日本の保有高が中国をわずかに上回っている。2019年11月末時点での中国の米国債（財務省債券、短期証券）保有高は1兆0,892億米ドル（香港・台湾の保有分を除く）と、2013年のピーク時の1兆2,700億米ドルに比べ近年は減少している。なお、18年年初には、中国が米国債の購入縮小もしくは停止を検討しているとの憶測が市場で流れたが、中国人民銀行はそれを否定している⁷。

米国財務省が年2回、連邦議会に提出する「米国の主要貿易相手国のマクロ経済および外国為替政策に関する報告書」では、近年、中国が「為替操作国」に認定されるかどうか毎回注目を集めてきた⁸。

18年は4月および10月に公表され、いずれも為替操作国に認定された国はなかったが、中国、日本など6ヶ国が監視対象国に指定された。2019年5月に提出された報告書でも、中国は引き続き「監視対象国」となっていた。ところが、米中貿易摩擦がエスカレートする中、2019年8月に米国財務省は中国を「為替操作国」に認定し、国際金融面でも米中間の緊張が高まった⁹。

米中政府の関税引き上げがエスカレートする中、米国議会でも中国に対

⁷ 2019年7月、中国国家外貨管理局は「国家外貨管理局年報（2018年）」を発表し、外貨準備の過去の運用実績・通貨構成などのデータを初めて公表し、投資理念、リスク管理、運用体制などの状況についても公開した。

⁸ 為替操作国という意味では、中国政府は元安を緩和するための介入を行ってきたが、これは対米輸出抑制要因となっている訳であり、米国政府も容認してきた。

⁹ 「為替操作国」に認定するための基準は、①過去1年間の対米貿易黒字額（財のみ）が200億米ドル以上、②同期間の経常収支黒字額が対GDP比3%以上、③同期間の為替介入による外貨買入れがGDPの2%以上、とされている。これらの基準のうち、中国が該当するのは①のみであり、他国に比べその規模が突出しているためとはいえ、為替操作国に認定したことは中国に対する政治的な圧力とみるべきであろう。

する強硬姿勢が台頭してきた。米議会の超党派グループが、2019年6月に米国上場の中国企業の監督強化を求める法案を提出した。また、対中強硬派の共和党ルビオ上院議員は、2019年9月に年金基金の運用から中国を外すよう要求した。

米中間の貿易戦争は、2020年1月15日に第1段階の合意が署名されたことで、ひとまずは落ち着き、「為替操作国」認定も解除された。しかし、第2段階以降に先送りされた課題は、産業補助金など中国の国内経済制度・政策に関わるものであるだけに、両国が合意に至るまでには多くの曲折が予想される。両国間の交渉が暗礁に乗り上げ、関係がさらに悪化した場合には、米国が、中国企業・個人の在米資産の凍結、中国の米ドルによる対外決済の停止などの「金融制裁」に踏み切る可能性もゼロとは言えない。

人民元の国際化は、長期的には米国の金融制裁を回避するために有用である。しかし、人民元国際化の現状をみれば、現下の米中経済戦争の悪化に対応する手段とはなり得ていない。経済戦争の悪化、米国による金融制裁への対応としては、過度の米ドル依存から脱却し、ユーロや円など他通貨の利用の比率を増やすことがより現実的である。

2. 日中の金融関係

2018年以降、日本と中国の間の金融面での協力関係が進展している。2018年5月の日中韓サミットで来日した李克強首相と安倍首相との間で首脳会談が行われ、2011年12月に合意した日中金融協力の本格的再開が確認された。合意内容は、2011年以来の懸案であった①日本での人民元クリアリング銀行の設置、②円・人民元通貨スワップ協定の再開、③人民元建て適格外国機関投資家（RQFII）の運用枠の日本への付与、に加え、④中国本土市場での日系金融機関への債券業務ライセンス付与、⑤日本の証券会社等の中国市場参入に関する認可申請の審査促進、の5項目である¹⁰。

¹⁰ 関根（2018）。

クリアリング銀行については、2018年10月に中国銀行東京支店が、2019年6月に三菱UFJ銀行が指定され、日本における人民元決済の利便性向上が図られている。円・人民元通貨スワップ協定については、2018年10月に日本銀行と中国人民銀行の間で3.4兆円（2,000億元）の取り決めが締結された。RQFIIについては、日本に対して2,000億元の枠が付与されている。

さらに、2018年10月の首脳会談（安倍・李、北京）での合意に基づき、2019年6月、東京証券取引所と上海証券取引所にETF（上場投資信託）が相互上場された。

3. 金融業の市場開放

金融業の市場開放は、当初の予定より前倒しで実行されることになった。

2001年のWTO加盟で金融業の外資への開放が約束されたにもかかわらず、長期にわたり外資の金融機関の中国市場への進出に際しては出資制限があった。従来の規定では、証券、生命保険、商品先物については外国企業の出資比率は50%以下、銀行については地場銀行への出資比率は25%以下となっている。米国をはじめとして外国政府・企業から金融業の市場開放を求める圧力が強まっていた。中国政府は、2017年に規制緩和の方針を発表していたが、2018年4月に米中経済摩擦の緩和策の一環として、これらの制限を前倒しで撤廃することを表明した。そして、2018年7月28日より証券、生命保険、商品先物について過半の出資が可能となり、2021年に出資規制は全廃されることとなった。

しかし、米国が規制撤廃のさらなる前倒しを求めてきたため、2019年7月の夏季ダボス会議で李克強首相が規制撤廃を2020年に前倒しする方針を表明した。これを受けて、2019年10月、証券監督管理委員会および銀行保険監督管理委員会がそれぞれ規制緩和策の詳細を発表した。

証券監督管理委員会によると、外資の資産運用会社は2020年4月に、証券会社は同12月にそれぞれ出資規制が撤廃される。また、銀行保険監督管理委員会は2019年9月30日より新たな管理条例を施行した。銀行業につい

ては、①外資銀行の現地法人設立と支店開設を同時に行うことを可能にする（従来は先に現地法人を設立）、②外資銀行の人民元預金の最低預入額を100万元から50万元に引き下げ、と制限が緩和された。保険業については、外資保険会社の進出に際して課していた「業歴30年以上」「駐在員事務所開設から2年以上」との要件が撤廃された。

これらにより、外資の銀行や保険会社の中国市場への参入規制が緩和され、銀行業では個人向け業務が容易になり、保険業で業歴の浅いインターネット保険などの進出も可能となった。規制緩和に伴う認可取得の動きはすでに始まっている。2018年末には、スイスのUBSが外資として初めて過半出資証券会社の認可を取得、日本の野村ホールディングス、米国のJPモルガン・チェースも2019年末に同認可を取得した。その他では、クレディ・スイスが過半出資の証券合弁会社を、ゴールドマン・サックスが合弁投資会社の出資比率引き上げを、それぞれ申請中である（2019年末現在）。なお、2019年1月にS&Pグローバル・レーティング社が、外資の格付け機関としては初めて中国国内の信用評価ビジネスの認可を取得した。

2020年は、中国の金融市場が外資に対して全面開放する年になる。もっとも、中国国内の投資銀行収益に占める外資系の比率は、14年の10%から19年は4%に低下しており、地場系投資銀行のシェアが拡大する中、中国市場で収益を生み出すのは容易ではない¹¹。一方、投資銀行の内外資本取引が規制されているため、外資が強みを生かすことのできるクロスボーダーの業務には制限がかかる。資本移動の自由化が、金融市場開放の次の焦点となろう。

4. 中国の対外投資への懸念

中国の対外直接投資は減速傾向にある。2016年には対外直接投資が対内直接投資を年間総額で上回ったものの、対外直接投資は2017・18年とも前

¹¹ Financial Times (January 24, 2019)

年比で減少している。2016年は民間企業を中心に野放図な対外投資が横行したが、2017年以降、①政府が不動産や娯楽産業への投資を制限していること、②米国が中国企業による米国企業買収への審査を厳格化していること、③欧州諸国でも中国企業による買収に警戒を強めていること、などの要因で対外投資にブレーキがかかっている¹²。

「一帯一路」構想の沿線国向け直接投資も、2018年は前年比11%減と2年振りの減少となった。とくに、パキスタン、モルディブ、モンゴル、ジブチについては、投資回収が新規投資を上回り、直接投資残高が減少した。

一方、米中貿易戦争による米国の追加関税を回避するため、ベトナム、バングラデシュ、メキシコなど代替生産地に対する中国からの直接投資は急増している。また、伝統的に友好関係にあり鉱物資源の豊富なコンゴ、ザンビア、モザンビーク、南アフリカなどのアフリカ諸国向け投資も急増している。

2017年12月、債務返済が困難となったことを理由に、中国国営企業がスリランカ南部のハンバントタ港の運営権（99年間）を獲得したことで、中国による「一帯一路」沿線国向けの債務外交（いわゆる「債務の罠」）が懸念され始めた。19年10月には、ソロモン諸島のツラギ島について、中国企業が最長75年の長期賃借を現地政府と交渉中と報じられ、債務外交に対する警戒が強まっている。

もともと、最近の研究によれば、中国の融資先国が持続的債務が困難に陥っているとは必ずしも言えない¹³。中国自身も、「債務の罠」批判を意識してか、最近は「一帯一路」構想のトーンを控えめにしている。また、「一帯一路」構想の推進を図って設立されたアジアインフラ投資銀行（AIIB）の融資案件は、多くが他の国際機関との協調融資であり、人民元建てでの資金調達もまだ行われていない。アジア開発銀行（ADB）に比べ、

¹² 『日本経済新聞』（2019年10月12日）

¹³ ダヤトン（2019）

専門人材が圧倒的に不足しているのが主因と言われ、豊富な経験と人材を有する ADB 等との協力が不可欠とみられる。

第 4 節 国内の金融システムの不安要因

1. デフォルト（債務不履行）の増加

中国で債務水準が高まっていることは、周知のごとくである。BIS データによれば、中国の非金融部門向け債務の対 GDP 比は、2014 年の 228.1% から 261.5%（2019 年第 2 四半期）に上昇している。習近平政権は債務処理を重視しつつも、経済成長率の減速の中で、景気下支えと金融リスク軽減のバランス維持において微妙な舵取りを強いられている。

金融システムの市場化改革を進める上で、大きな課題の一つが「暗黙の保証」問題であった。中国政府は一貫して社会安定を重視しており、金融商品がデフォルト（債務不履行）に陥るのを回避するため、“第 3 の投資家”から救済的資金の提供を受けるといったようなことがしばしば起きていた。一般の投資家の不満が暴発するのを回避するためではあるが、こうした「暗黙の保証」といった意識・行為がある限り、市場メカニズムは歪められることになる。市場メカニズムに従えば、金融商品がデフォルトになった場合には法律に基づいて破綻処理の手続きをしていかなければならない。

近年、民間部門の社債のデフォルトが増加している。格付け機関のフィッチ社によれば、民間部門の社債のデフォルト率は、2014 年の 0.6% から 4.9%（2019 年 11 月）に急増している。また、S&P グローバル・レーティング社が集計した省別の民間企業デフォルト総額（2019 年 10 月末）では、江蘇省が 150 億元と最も高く、北京市、浙江省、上海市、安徽省、山東省、広東省がそれに続いている¹⁴。

デフォルトが増加していること自体は、中国の金融システムが市場化に

¹⁴ Financial Times (December 18, 2019)

向けて前進している証左と評価できる。しかし、個別のデフォルト案件がシステミック・リスクに転化するリスクもある。2019年12月に山東省遼平県の植物油製造企業の西王集団の社債（発行額10億元）がデフォルトに陥ったが、それが契機となり、同じ山東省遼平県にある大手アルミニウム製造企業の宏橋集団が発行した米ドル建て社債に売り注文が殺到する事態となった¹⁵。十分に成熟している先進国の金融システムでも、リスクの伝染（contagion）には常に警戒が必要である。

フィッチ社のデータでは、民間部門に比べ国有企業のデフォルト率は低水準で推移している¹⁶。デフォルト率を見る限りでは「国進民退」が鮮明であるが、最近では大型国有企業でも社債のデフォルトが発生している。天津市の天津物産集団有限公司（Tewoo Group）のドル建て社債や内モンゴル自治区の融資平台（プラットフォーム）であるフフホト経済技術開発区投資開発集団が発行した私募債（2016年発行）が相次いでデフォルトに陥ったと伝えられる¹⁷。

成長率の減速で、2020年もファイナンス困難な企業が増加する可能性がある。不動産市場の供給過剰の解消に腐心する中、土地売却益が限られる地方政府の財政余力にも限界があり、国有企業といえども「暗黙の保証」や救済措置が期待できるとは限らない。大型国有企業のデフォルトは、アジア金融危機後の98年に発生した広東省国際投資公司（GITIC）以来と言われる。

地方政府による救済措置を期待して、国有企業が発行する社債を低価格で買い漁る投資基金（いわゆるハゲタカ・ファンド）もあると言われるが、それらの動きが中国の国内の金融システムの中にとどまる限りは政府としても管理可能であろう。しかし、金融業の対外開放や資本取引の自由化を性急に進めた場合には、アジア通貨危機を招いたような状況が発生する可

¹⁵ Financial Times (December 18, 2019)

¹⁶ Financial Times (December 18, 2019)

¹⁷ 『日本経済新聞』（2019年12月20日）

能性がある。

2. 銀行不安・預金取付騒動

中国には900行を超える地域金融機関（都市商業銀行、農村商業銀行）があるが、それらの間で、預金取付騒動や経営破綻による公的支援の実施といった事例が多発している。

2019年10月、河南省の伊川農村商業銀行の董事長が当局に拘束されたことが契機となり、インターネットを中心に同行の経営不安の噂が広がり、預金取付が発生した。また、11月には、遼寧省の營口沿海銀行でも預金取付が起きた。同行の筆頭株主である海航集団は経営再建中であり、同社向けの融資が急増していることが経営不安の噂の根拠になったと言われる¹⁸。

これらの騒動の背景として、内モンゴル自治区の中堅銀行である包商銀行が実質国有化された事案がある。2019年5月、中国人民銀行と銀行保険監督管理委員会は、包商銀行を1年間管理下に置くことを発表し、同行の経営を中国建設銀行に委託した。これは、1998年の海南発展銀行以来の国による銀行接収であり、異例の措置と言える。包商銀行は、2017年頃から景気減速による融資先の収益悪化、不良債権比率の上昇により、格付けが引き下げられていた。大株主の明天集団が資金を流用していたことも一因として伝えられている¹⁹。

遼寧省の錦州銀行、山東省の恒豊銀行、吉林省の吉林銀行などでも、政府系ファンド（中央滙金投資）、大手銀行、外国銀行が経営支援を行っている。景気減速が続くとみられる中、今後も経営難に陥る地域金融機関の発生が懸念される。

これまでのところ、経営破綻や預金取付騒動がシステミック・リスクをもたらす事態には至っていないが、その一つの要因は、上述のように内外

¹⁸ 『日本経済新聞』（2019年12月4日）

¹⁹ 関辰一（2019）。

の資本取引を規制していることにある。短期資金の流出入が制限されていることで、国内の金融システムの安定が保たれていると言える。逆の見方をすれば、資本取引の自由化は、国内の金融システムを著しく不安定化させるリスクを孕むものであり、現在の状況では不可能であろう。それゆえに、国内市場と海外市場とを繋ぐゲートウェイとしての香港の機能が不可欠となる。

第5節 香港の機能

中国の経済大国化、とくに21世紀に入ってから的高度経済成長と貿易・投資活動の飛躍的拡大に伴い、香港の相対的地位は低下した。株式市場の時価総額では、上海証券取引所は香港証券取引所を上回っている。また、香港の上場企業に占める中国本土系企業（H株、レッド・チップ、P株を含む）の比率は近年急増している。時価総額と取引高に占める中国本土系企業のシェアは、2015年には42.2%、54%だったが、18年にはそれぞれ67.5%、79.5%を占めるに至っている。香港の代表的な株価指数であるハンセン指数構成銘柄50社のうち中国本土系企業が26社、構成ウェイトで54%を占めている。数字の上からは、実体経済についても金融経済についても、中国への依存度が高くなっている。

もっとも、香港は、今なお中国の他の都市が代替不能な機能を備えている。「一国二制度」のもと、英国統治下で導入され現在も適用されている国際基準の法規・制度、数多くの会計事務所や法律事務所の存在、金融関連業務に従事する豊富な人材とそれを輩出する教育システム、公用語としての英語の普及など金融センターに必要なソフト面でのインフラという点では、香港は中国本土の金融センターである上海を大きくリードしている。

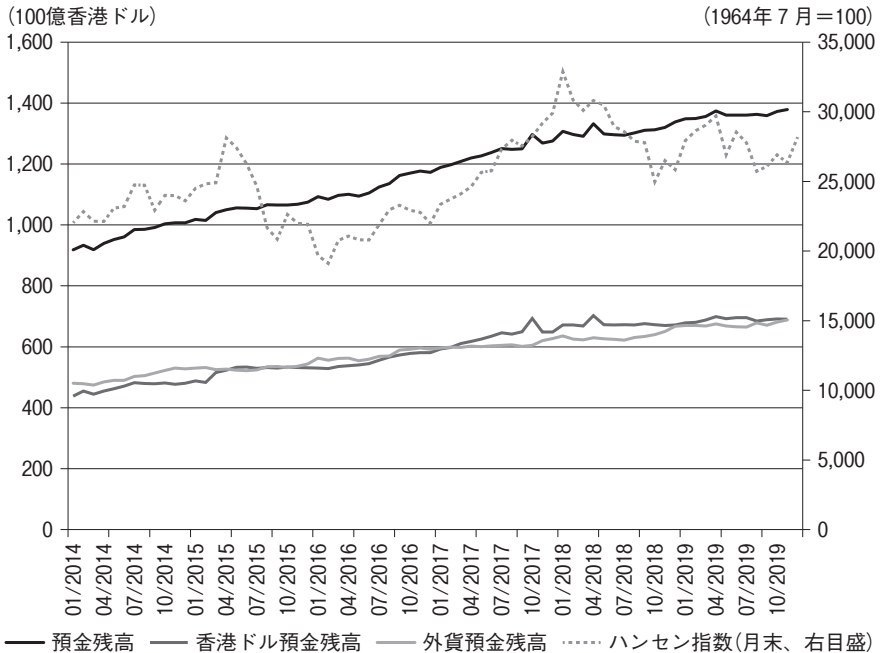
特に重要なのが、内外資本取引が完全に自由（為替規制が一切ない）という点である。内外の資本取引が厳しく制限されている中国とは異なり、香港は海外に開放された金融市場であり、ソフト・インフラも整っている

ことから、海外の投資家や華僑が安心して資本取引を行える場である。

中国の金融システムには、増大する債務、シャドーバンキング、不動産バブルなど多くのリスク要因があり、マクロ経済・金融システムの安定を最優先するならば、資本取引自由化への道のりは遠い。資本規制が残る中で人民元がSDRに採用され国際通貨の仲間入りを達成できたのは、香港の人民元オフショア市場における人民元取引量の増大があればこそであった。また、グローバルな投資家のベンチマークとなっているMSCI株価指数に人民元建て株式（A株）が組み入れられたのは、香港市場と上海・深圳市場の間で始まった「ストック・コネクト」により、海外投資家の中国株投資の利便性が高まったことなどが評価された結果である。

香港は現在もなお、中国を国際金融市場と結び付けるゲートウェイとし

【第3図】 香港の株価指数と預金残高の推移



(出所) 香港金融管理局、香港証券取引所、CEIC データベースより作成

での機能を発揮している。香港での抗議活動に伴う混乱が長期化する中、中国国内では国際金融センターの代替地の議論が一部で湧き上がっているが、国際金融センターとは長い年月をかけて形成されるものであり、一朝一夕にして成り立つものではない。国際金融市場との中継地である香港の機能は依然必要とされる。

抗議活動の金融市場への影響は、数字の上では確認しにくい。香港の株価指数（ハンセン指数）は9月末時点で6月末比8.6%の下落をみたが、年末にかけて回復し半年間の下落幅は1.2%にとどまった。株価については、政治情勢だけでなく、米中経済摩擦や世界経済の先行き不透明感など市場に与える要因は複雑である。また、香港ドル建て預金残高は、7月末が前月比横ばい、8月末は同1.6%減であったが、9月末は同0.6%増と回復しており、過去の例と比べても特段大きな変動があったとは言えない。香港ドル為替相場も対米ドルでやや弱含んでいるとは言え、ペッグ制の変動範囲にとどまっている。

資金調達拠点としての地位は健在である。2019年の新規株式公開（IPO）調達額ランキングでは、香港証券取引所の調達額は327億米ドルと、2位のナスダック（275億米ドル）、3位のニューヨーク証券取引所（271億米ドル）を抑えて2年連続で首位を維持した²⁰。とくに、1兆円を超える大型案件となった11月のアリババ集団の上場は、世界の注目を集めた。同案件には、①香港市場が正常に機能していることを示す、②中国の投資家（居住者）による自国企業への投資の利便性を高める、③海外に上場している中国企業の中国・香港への回帰を図る、といった理由があったと思われる。

抗議デモの激化によっても、足下では金融市場に大きな動揺は見られないと言えるが、一連の事態が中長期的に香港市場への信認（コンフィデンス）を損なうリスクが心配される²¹。国際金融センターの競争力ランキン

²⁰ 『日本経済新聞』（2019年12月15日）

グで香港は長年上位に評価されてきたものの、社会の混乱が長期化すれば、その機能の維持に必要な人材の流出などが加速しよう²²。香港の代替地となる国内金融市場がないだけに、国際金融センターとしての香港への信頼低下の方が、实体经济の落ち込み以上に中国经济に与えるダメージは大きいと思われる。

金融面での中国と香港の関係を冷静に考えれば、香港に対するコンフィデンスが低下するような事態は、中国经济の安定と繁栄にとっても好ましいことではない。香港で起きている抗議活動に対しては、中国も「一国」の総合的な国益を考慮して適切に対処する必要があるだろう。

おわりに

中国の経常収支黒字は、急速に縮小している。少子高齢化で貯蓄率の低下が予想される中、赤字転落を回避するには、旅行業の競争力向上、知的財産権使用料支払いの削減（国内のイノベーション強化）等が必要である。

中長期的に、経常収支の黒字縮小・赤字化は海外からの資本流入でファイナンスされなければならない。海外投資家のベンチマークとなっている証券指数に人民元建て証券（株式・債券）が組入れられることで、国内証券への投資（資本流入）が拡大する兆しはある。しかし、資本自由化に慎重なため「人民元の国際化」は足踏み状態にある。

資本取引の自由化とそれに伴う人民元の変動相場制への移行を受け入れるには、国内の金融システムの整備やリスク軽減が前提条件となる。もっ

²¹ 格付け機関大手のムーディーズ社は、2020年1月20日に香港の格付けを従来のAa2からAa3に引き下げると発表した。

²² スイスの調査機関IMD（International Institute for Management Development、国際経営開発研究所）が発表する世界競争力ランキングで、香港は2018年に続き2019年も世界第2位であった。ちなみに、1位はシンガポール、3位は米国、日本は30位である。

とも、経済・金融市場の安定を優先させる限り、その実行には時間を要する。したがって、当面は香港を活用しながら漸進的に規制緩和を進めることになる。こうした制約のもと、「金融業の（外資への）市場開放」が、「金融の国際化」の当面のメインテーマになるとみられる。

参考文献

- Bank of International Settlement (2019), “BIS Quarterly Review: International banking and financial market development”, December 2019
- SWIFT (2019), “RMB Tracker: Monthly reporting and statistics on renminbi (RMB) progress towards becoming an international currency” December 2019
- 国家外匯管理局国際収支分析小組 (2019)、「2019年上半中国国際収支報告」(2019年9月27日)
- 関根栄一 (2018)、「日中金融協力の本格的再開と今後の展望」、『野村資本市場クォーターリー』(2018年夏号)
- 関辰一 (2019)、「包商銀接收 中小銀にダメージ」、『Fuji Sankei Business i』(2019年6月24日)
- ダヤトン、アレクサンドル (2019)、「中国『債務のワナ』太平洋諸国警戒」、『日本経済新聞』(2019年12月7日)