

SCBSHINKIN
CENTRAL
BANK

内外経済・金融動向（月刊）

No. 17 - 1

（2005.4.28）



信金中央金庫

SCB

総合研究所

〒104-0031 東京都中央区京橋 3-8-1

TEL. 03-3563-7541 FAX. 03-3563-7551

URL <http://www.scbri.jp>

人民元問題と中国の金融資本市場改革

～ 中国経済の国際化のためには人民元改革と対外資本取引の自由化が不可欠 ～

視点

中国の世界に対する影響力は日増しに高まっており、同国における政治・経済的な変化は瞬時に世界へも影響を及ぼすようになった。例えば、中国各地で発生した反日運動が日本のみならず世界の資本市場に動揺を与えたことは記憶に新しい。また、人民元改革がG7（先進7か国財務相中央銀行総裁会議）などで頻繁に議論されるようになり、もはや国際的な経済会議は中国なしでは成立しなくなった。

こうしたなか、今後、中国も政治・経済両面でグローバル・スタンダードを確立することが求められている。とりわけ、中国経済がさらなる国際化を果たすためには、人民元改革や対外資本取引の自由化が欠かせない。そこで、本稿では今後の人民元を含めた金融資本市場改革の行方を探るとともに、将来的に予想される中国との資本交流が日本の金融資本市場などにどのような影響を及ぼすかを考察する。

要旨

- 中国政府は、人民元改革に慎重姿勢を崩していないが、国内経済の安定化のためには早急に人民元相場の変動幅拡大に踏み切り、適正水準へ誘導する必要がある。同時に、ドル・ペッグ制を維持し、中国本土経済との一体化を強める香港ドルの改革が進む可能性が大きい。
- 中国が経済の効率性を高め、世界経済における地位を確固たるものにするためには、人民元改革を含め、市場メカニズムを先進国並みに完成させ、対外資本取引を自由化して、人民元を国際的に通用するハード・カレンシーに育てあげることが重要である。
- 対外資本取引の自由化には、金融機関の経営基盤強化、金利自由化による金融調節機能の向上、証券市場の健全な育成・発展など国内金融資本市場の整備が欠かせない。
- 資本自由化は、外国企業や海外投資家の対中投資に変化をもたらし、中国企業による外国企業のM & Aや中国マネーの海外進出を促し、国際金融資本市場に大きな影響を与えよう。

キーワード

人民元、対外資本取引、購買力平価、通貨バスケット、金融体制改革、資本市場改革

目次

はじめに

1. 注目される人民元改革のタイミング
 - (1) 中国政府は慎重だが、人民元改革は待ったなしの状況
 - (2) 人民元と香港ドルの同時改革の可能性
2. 中長期的にみた人民元相場の動向
 - (1) 人民元の対米ドル相場は少なくとも5～10%の過小評価
 - (2) 変動幅拡大は元高をもたらすが、輸出への影響は限定的
 - (3) 中長期的には元安局面を迎えることも
3. 対外資本取引自由化実現に向けた施策
 - (1) 対外資本取引自由化のプロセス
 - (2) 最重要課題は国有商業銀行の経営基盤強化
 - (3) 金利自由化による金融政策の有効性の向上
 - (4) 経済の鏡としての証券市場の育成・発展
4. 中国の対外資本取引自由化と対外的影響
 - (1) 予想される外資導入政策の根本的見直し
 - (2) 中国企業による対外直接投資の拡大
 - (3) 中国マネーが国際金融資本市場に影響力

おわりに

はじめに

現在、中国の人民元相場の行方は、世界的な注目を浴びている。この背景には、中国経済の世界経済への影響力が日増しに高まっており、中国の通貨政策が世界経済に及ぼす影響もますます大きくなっていることがある。今後、中国経済がさらなる国際化を果たすためには、人民元改革や対外資本取引の自由化が必須の条件であり、それに伴う一連の改革を通じて、中国の金融資本市場の環境は大きく変化することになる。

そこで、本稿では今後の人民元を含めた金融資本市場改革の行方を探るとともに、将来的に予想される中国との資本交流が日本の金融資本市場などにどのような影響を及ぼすかを考えてみたい。結論としては、日本に及ぼす影響は大きく、将来的には信金業界や中小企業にも相当程度の影響を及ぼすものと予想される。

1. 注目される人民元改革のタイミング**(1) 中国政府は慎重だが、人民元改革は待ったなしの状況**

現在、国際金融資本市場では、中国の人民元改革がどのようなシナリオの下で、どのようなタイミングで実施されるかに関心が集まっている。

今年4月中旬に開催されたG7（先進7か国財務相・中央銀行総裁会議）でも、その共同声明のなかで、「相場の柔軟性を欠く主要な国・地域にとって、さらなる柔軟性が国際金融システムにおいて市場メカニズムに基づき円滑かつ広範な調整を進めるために望ましい」との表現により、間接的ながら人民元改革の早期実施が促された。

また、スノー米財務長官はG7後に異例の独自声明を発表し、「中国は人民元の変動

幅を拡大する準備ができてい」として、米国の人民元改革を強く望んでいることを改めて強調した。

一方、中国の政府要人も度々、人民元相場に言及しているが、「人民元の安定を重視する」ことを再三強調し、依然として人民元改革に対する慎重姿勢を崩していない(図表1)。特に3月14日、全人代終了後の内外記者会見の席上、温家宝首相は人民元改革

(図表1) 人民元相場をめぐる中国政府要人発言

時 期	内 容
05. 1. 19	・周小川・中国人民銀行行長、「中国は最終的に人民元の完全フロート化を目指す が、それまでに段階的措置を講じていくことになる」と発言
1. 25	・李徳水・国家統計局長、「中国が人民元の調整を行うには弾力性のある政策を打ち出す 必要があり、準備にはまだ時間がかかる。元切上げを期待した投機については、 「結果として収穫はないだろう」と警告
2. 1	・黄菊・副首相、「 <u>人民元改革は、経済の構造改革および銀行システム改革の次ぎ</u> 今年の為替政策はすでに決定済み。為替相場の形成メカニズムを改善して、 合理的かつ安定した水準に保つ」と年内の元切上げに否定的な発言
2. 8	・周小川・中国人民銀行行長、「人民元改革の準備は順調に進んでいるが、慎重に 考慮し、どのように行うかを決定する」と発言
2. 28	・郭樹清・国家外貨管理局長、「今後も、貿易面、投資面での利便性向上のため、 為替システムを改善し、ゆっくりと人民元の交換性を高めていく」と発言
3. 9	・金人慶財政部長、「 <u>人民元の為替レートは現在の経済、貿易状況に合致している</u> 」 と発言、人民元相場は安定を維持するというこれまでの方針を再確認
3. 14	・温家宝首相が全人代の内外記者会見で発言 「 <u>現在、改革案を研究しており、一段と為替相場の弾力性を高めていく。いまは 為替改革の基礎を固めるため、マクロ経済の安定と発展、金融の健全性の保持、 外為規制の緩和を実行している。ある人たちは人民元切上げを求めているが、切 上げによってどのような問題が発生するかを理解している人はいない。我々は国 家に責任を負っており、人民元の切上げや人民元改革による国家的利益や周辺諸 国や世界への影響を考慮しなければならない。(人民元改革に関して)いつ実行 し、どのような方策を採るかは思いもよらないものとなるう。</u> 」

(備考) 新聞報道などにより信金中金総合研究所作成

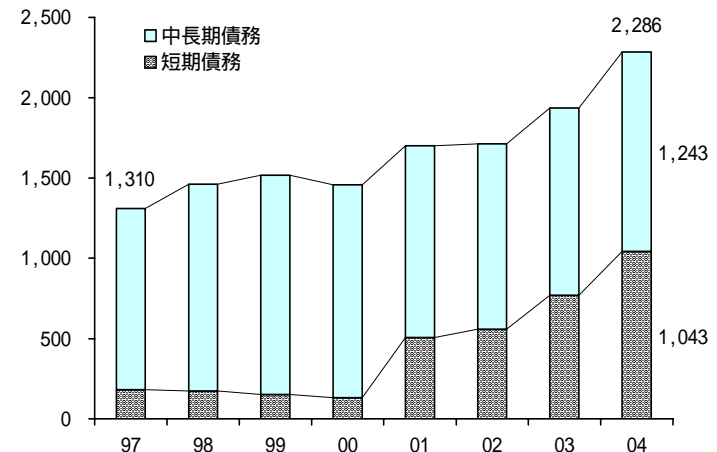
について興味深いコメントを発表している。この発言を要約すると、中国政府は人民元の切上げや変動幅拡大を実施する前に、金融の健全性確保、とりわけ、国有銀行の不良債権処理や株式会社化による経営基盤の強化を優先したい、ということである。

06年末には、外銀の人民元業務に対する地域制限や顧客制限が撤廃される予定であることから、中国政府はそれまでに銀行改革にメドをつけ、07年以降、人民元改革を本格化させるのではないかと、その見方もでてきている。ただ、その一方、温首相は人民元改革の方法やタイミングは不意をつくやり方を考えているとしており、年内の可能性が完全に消えたわけではない。

むしろ、マクロ経済の安定化のためには人民元改革の先延ばしは決して得策ではない。図表2は、中国の対外債務残高の推移をみたものだが、97年のアジア金融危機当時、中国の対外債務残高に占める短期債務の比率は13.8%にすぎなかったが、01年以降、人民元切上げの思惑から巨額な短期資金が流入し、昨年末には短期債務が1,043億ドルと対外債務全体の約半分を占めるようになった。こうした短期資金の流入は国内の過剰流動性をもたらし、インフレ圧力を高める要因となり、マクロ経済を不安定化させている。中国政府が安定した経済発展を望むのであれば、人民元改革を早急に実施すべきである。

(図表2) 中国の対外債務残高の推移

(億ドル)



(備考) 国家外貨管理局資料により作成

(2) 人民元と香港ドルの同時改革の可能性

中国政府が人民元改革に慎重なもう1つの理由は、人民元と同様に米ドル・ペッグ制を採用し、中国本土経済と一体化が進んでいる香港ドルの存在がある、とみられる¹。一旦、人民元が切り上げられ、変動幅が拡大されれば、香港市場に投機的な資金が大量に流入し、香港ドルにも大きな切上げ圧力がかかることは容易に想定される。

従って、中国政府は人民元とともに、香港ドルの問題を同時解決する方策を用意して改革に臨むものとみられる。

1つのシナリオとしては、人民元、香港ドルを同時にフロート化させることが考えられる(図表3)。

まず第1段階として、人民元の対米ドル相場を香港ドル

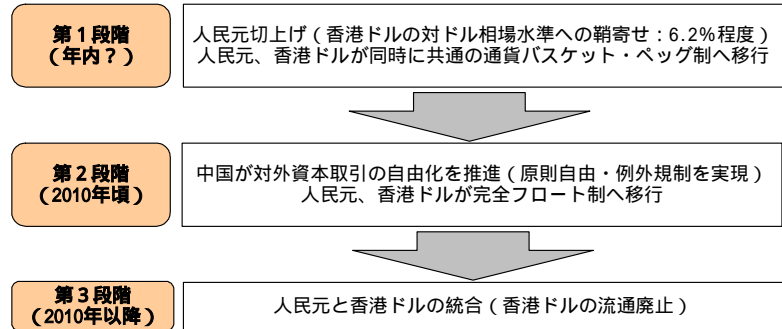
の対米ドル相場へ鞅寄せするかたちで6.2%程度切り上げる(現行相場は、人民元が1米ドル=8.28元前後、香港ドルが1米ドル=7.8香港ドル前後)。同時に、人民元、香港ドルが共通の通貨バスケットにペッグする体制へ移行する。香港ドルは、米ドル・ペッグ制から人民元ペッグ制になると言い換えてもよい。

第2段階では、中国が対外資本取引の自由化を推進して人民元の交換性を高めると同時に、通貨バスケット・ペッグ制という試運転期間を経て、完全フロート制へ移行する。この間、中国国内では資本自由化に備えて、金融資本市場の育成・整備、金融機関の経営基盤強化、金利自由化なども促進される。第2段階が終了するのは、早くとも2010年頃とみられる。

その後の第3段階では、人民元と香港ドルが統合される。人民元がハード・カレンシーとして機能するようになれば、香港ドルはその使命を終えることになる。また、その頃には上海が香港に代わって国際金融センターの役割を担っている可能性が高い。

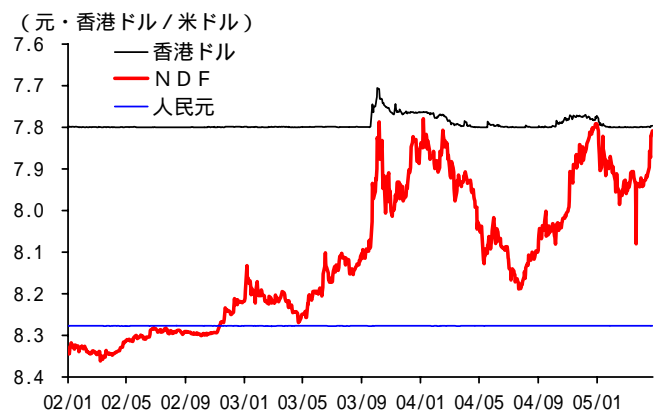
実際、人民元の先物市場では、上述のようなシナリオを織り込んだ動きがみられる。足元では、ブッシュ

(図表3) 人民元、香港ドル同時改革のシナリオ



(備考) 信金中金総合研究所作成

(図表4) 人民元、香港ドルの対米ドル相場と人民元先物相場



(備考) 1. NDF (Non Deliverable Forward) は人民元対米ドル差額決済型フォワードレート(香港オフショア市場の1年物)
2. ブルームバーグにより作成

¹ 現行の規定では、人民元のインターバンク対米ドル取引は、中国人民銀行が毎日発表する中値の上下0.3%の範囲内で変動が許されることになっているが、実際の変動幅はごく僅かにとどまっている。一方、香港ドルのドル・ペッグ制は米ドルの外貨準備を裏付けとして米ドルと連動させる通貨制度。発券銀行が香港ドルを発行する場合、一定の為替レートで香港金融管理局にドルを預け、これにより米ドルの裏付けを確保し、通貨の安定性を維持している。

政権や米国議会が人民元切上げで中国に圧力を強めていることを背景として、市場筋では予想外に早い人民元改革の実現に期待が高まり、1米ドル=7.78元台まで上昇し、香港ドルの対米ドル相場に限りなく接近している(図表4)。

2. 中長期的にみた人民元相場の動向

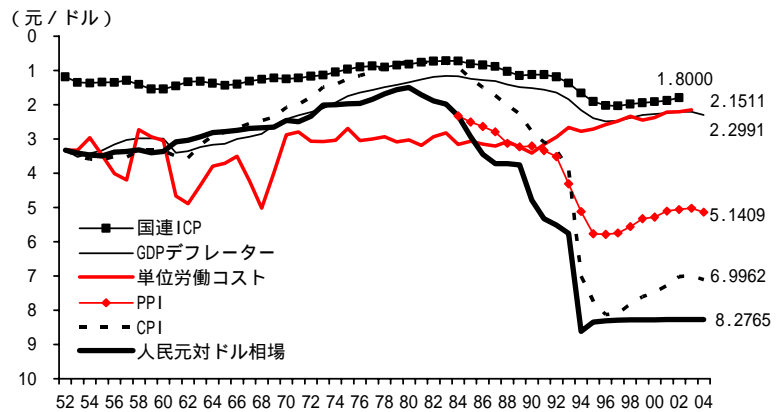
(1) 人民元の対米ドル相場は少なくとも5~10%の過小評価

次に、人民元の対米ドル相場の適正水準はどのレベルにあるのかをみてみたい。図表5は、人民元の購買力平価をみたものである。例えば、国連がGDPを構成する百数十項目の財・サービスの価格を多国間で比較して算出した購買力平価(国連ICP)では、02年時点で1米ドル=1.8元と推計されている。購買力平価説は、各国通貨の購買力が等しくなるように為替レートが決定されるという考え方であるが、サービスのなかには国際間で取引できないものもあり、中国の場合は低賃金を背景にサービス価格が諸外国に比較して極端に安い。従って、世界銀行の購買力平価をそのまま適正な為替相場の水準とするのは適当ではないと考えられる。

一方、購買力平価説には、ある時点の為替相場を適正水準と仮定し、その基準時点からのインフレ率格差だけ為替レートが調整されるという考え方もある。この考え方に基づき、ここではGDPデフレーター、単位労働コスト、PPI、CPIを用いて購買力平価を計算している。結論としては、いずれの購買力平価も現行の対ドル相場1米ドル=8.2765元より元高水準にあり、現在の人民元は過小評価されていることを示している。

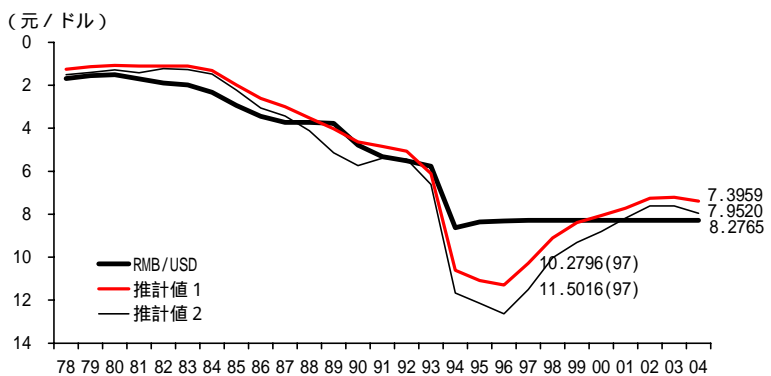
図表6は、ポートフォリオ・バランス・アプローチと

(図表5) 人民元の対米ドル相場と購買力平価



- (備考) 1. 国連ICP=国際比較プログラムは各国通貨の購買力および実質的な国内総生産(GDP)の国際比較統計を作成しており、数値は同組織が作成したGDPベースの購買力平価
 2. PPI(生産者物価)は1984年基準、GDPデフレーター、CPI(消費者物価)、単位労働コストは1952年基準
 3. 国連、中国国家統計局、米国労働省資料などにより信金中金総合研究所推計

(図表6) ポートフォリオ・バランス理論による人民元相場の推計



- (備考) 1. 推計値1: $\ln(\text{RMB}) - \ln(\text{PPP}) = 0.385 - 0.021 * \text{CTB} / \text{CGDP}$ $R^2 = 0.5942$
 2. 推計値2: $\ln(\text{RMB}) - \ln(\text{PPP}) = 0.554 - 0.025 * \text{CTB} / \text{CGDP} + 0.012 * (\text{USRGDP} - \text{CRGDP})$ $R^2 = 0.4039$
 RMB=人民元対ドル相場、PPP=購買力平価(CPIベース)、CTB=中国の貿易収支、CGDP=中国の名目GDP、USRGDP=米国実質成長率、CRGDP=中国実質成長率
 2. 信金中金総合研究所推計

いう手法を用いて、人民元の対ドル・レートを推計したものである。為替レートは長期的には購買力平価に収束すると考えられるが、実際の為替レートは購買力平価からかい離して動いている。こうしたかい離をもたらす要因、つまり為替変動リスクを加味したものがポートフォリオ・バランス・アプローチである。

ここでは、CPIで算出した購買力平価を基準とし、それに中国の貿易収支の対GDP比、および米中の成長率格差という2つの為替変動リスクを加味した場合の人民元相場をみている。推計値1は貿易収支要因だけ、推計値2はそれに成長率格差を加えた場合である。

これによれば、97年のアジア金融危機当時は人民元の推計値は大きな切下げのプレッシャーを受けていたが²、その後は上昇に転じ、直近では実際のレートを上回っており、5～10%の切上げの可能性を示唆している。

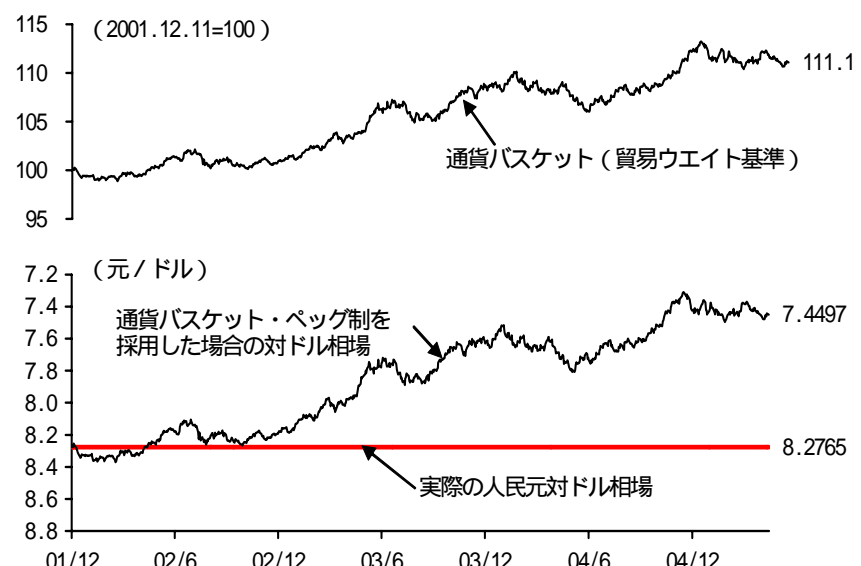
(2) 変動幅拡大は元高をもたらすが、輸出への影響は限定的

早晚、人民元改革は実現すると思われるが、中国政府が人民元の変動幅拡大を実施する場合、通貨バスケット・リンク制を採用するとの見方が有力である。

中国の外為市場ではこれまでドル、円、ユーロ、香港ドルの4種類の通貨と人民元との交換に限定されていたが、今年5月からはそれら4通貨に加えてポンド、スイス・フラン、オーストラリア・ドル、カナダ・ドルの取引が導入され、外貨同士の取引も認められた。こうした動きから、市場筋では通貨バスケット・リンク制導入への準備ではないかとの憶測が高まっている。

図表7は、自国通貨である香港ドルを除く7つの通貨で構成した通貨バスケットの動きをみたものである。中国がWTOに加盟した01年12月11日から通貨バスケット・ペッグ制を採用したと仮定した場合、人民元は緩やかに上昇し、この3年間で11%程度切り上がったことになる。

(図表7) 人民元を通貨バスケットに連動させた場合の仮設例



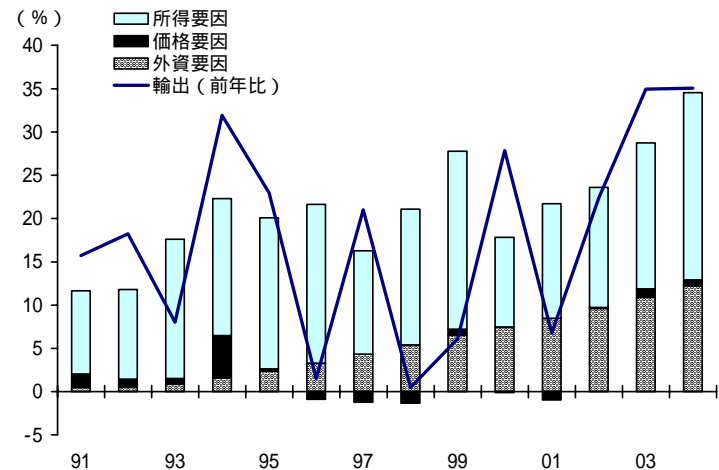
- (備考) 1. 通貨バスケット=exp[通貨の構成比×ln(構成通貨の指数)]
 2. 構成通貨はEU(30.8%)、米国(29.5%)、日本(29.2%)、オーストラリア(3.5%)、英国(3.4%)、カナダ(2.7%)、スイス(0.9%)の各通貨(カッコ内は04年の中国の輸出入総額から算出した通貨構成比)
 3. 中国がWTOに加盟した2001年12月11日を基準日と仮定
 4. 信金中央金庫総合研究所試算

² 97年夏、タイで発生したアジア金融危機は、その後、ロシア、韓国、香港などへ波及した。中国政府は市場のプレッシャーに負けて人民元を切り下げることはないを再三表明していた。しかし、98年8月には円相場が1米ドル=150円を突破しかねない状況となり、中国の政府部内では、仮に円が150円台まで下落すれば、人民元の切下げに踏み切ることを決めていた。結局、円相場が150円手前で踏み止まり、人民元切下げは幻に終わった。

人民元改革が実施されれば、当面は人民元高基調が続くものと考えられるが、それが中国の輸出に与える悪影響はさほど大きくないとみられる。

図表 8 は、中国の輸出の増減を要因分解したもののだが、輸出の拡大をもたらしているのは米国を中心とした世界経済の成長による所得要因と外資導入による生産能力の拡大による外資要因であり、為替変動による価格要因はほとんど影響を及ぼさないことがわかる。

(図表 8) 輸出の前年比増減率の要因分解



(備考) 1. $\ln(EX) = -14.895 + 4.326 * \ln(WGDP) - 0.141 * \ln(EER <-1>) + 0.002 * GFDI$
 EX=中国の輸出、WGDP=世界の実質 GDP、EER=実効為替レート、GFDI=対中直接投資累計額の前年比 R2=0.9874
 2. 信金中金総合研究所推計

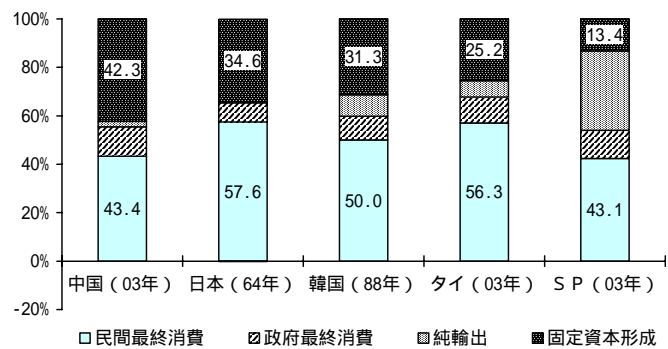
(3) 中長期的には元安局面を迎えることも

目下、人民元は切上げ圧力にさらされているが、中長期的には経常収支が赤字に転じ、それが切下げ圧力に変わることも考えられる。

アジア主要国の GDP の需要項目別構成比をみると、中国の場合、民間消費の割合がオリンピック開催当時の日本や韓国などに比べて極めて低く、人口が少なく、貿易に多くを依存しているシンガポールとほぼ同水準にある(図表 9)。これまで、中国経済は外資を中心とした投資主導の高成長を果たしてきたが、それが消費の拡大に十分結びついていない。しかし、今後、中西部地域の開発が進み、農村地域の所得が向上してくれば、民間消費が急速に拡大し、GDP に占めるウエイトも高まってくると考えられる。

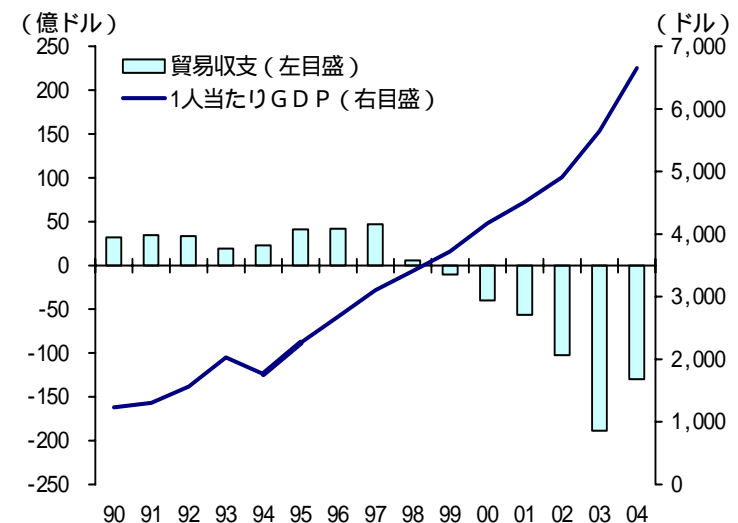
例えば、図表 10 は最先端地域である上海の 1 人当たり GDP と上海の貿易収支をみたものである。上海は外資企業が 24,000 社以上進

(図表 9) アジア主要国の GDP 需要項目別構成比比較



(備考) 1. S P はシンガポール、日本、韓国はオリンピック開催年の数字
 2. 中国国家統計局、日本内閣府、アジア開発銀行資料により作成

(図表 10) 上海市の貿易収支と 1 人当たり GDP



(備考) 『上海統計年鑑』、「2004 年上海市国民経済和社会发展統計広報」により作成

出し、高い輸出能力を有しているが、市民の所得水準の向上、消費の高度化、多様化が進んだことによって輸入も急拡大し、結果として、99年以降、上海市の貿易収支は赤字へ転じ、その赤字額は年々拡大する傾向にある。

中国は世界の生産基地であることから、製品輸出が拡大すると同時に、海外からの原材料、部品の調達も増加する構造になっており、いまのところ、国内所得向上、消費増大に伴って輸入が増加する割合はさほど大きくない(図表11)。ただ、今後、西部大開発や東北振興など後進地域の開発³が進み、全国各地が上海のような高度大衆消費社会に変貌すれば、輸入の伸びは急速に高まってくると予想される。

さらに、中国のサービス・所得収支は外資企業の利益送金等によって大幅なマイナスなこともあり、いずれ貿易収支の黒字縮小から経常収支は赤字へ転じる可能性が大きく、これが人民元安圧力になると考えられる(図表12)。

将来的にみて、中国はいまの米国と同様、その旺盛な消費需要で世界経済をリードする役割を担うことになろう。その一方で、経常収支の赤字をカバーするために、多くの外国資金を中国国内に吸引し続ける必要がでてこよう。

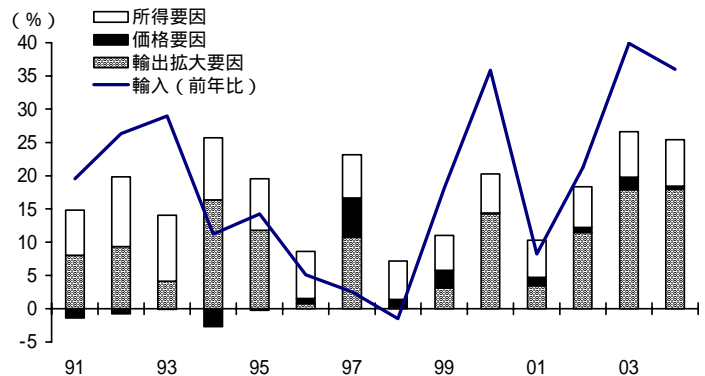
3. 対外資本取引自由化に向けた施策

(1) 対外資本取引自由化のプロセス

中国が世界経済における地位を一段と確固たるものとし、より多くの外国資本を誘引するためには、今後、市場経済メカニズムを先進国並みに完成させ、対外資本取引を自由化して、人民元を国際的に通用するハード・カレンシーに育て上げる必要がある。

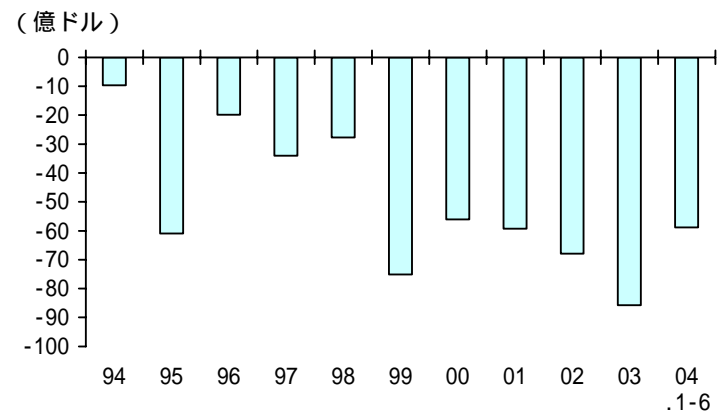
図表13は、対外資本取引の自由化を進めるに当たって考えられるプロセスを示したも

(図表11) 輸入の前年比増減率の要因分解



(備考) 1. $\ln(IM) = -1.507 + 0.737 \cdot \ln(CGDP) + 0.124 \cdot \ln(EER) + 0.513 \cdot \ln(EX)$
 IM=中国の輸入、CGDP=中国の実質GDP、EER=実効為替レート、EX=輸出 R²=0.9802
 2. 信金中金総合研究所推計

(図表12) サービス・所得収支の動向

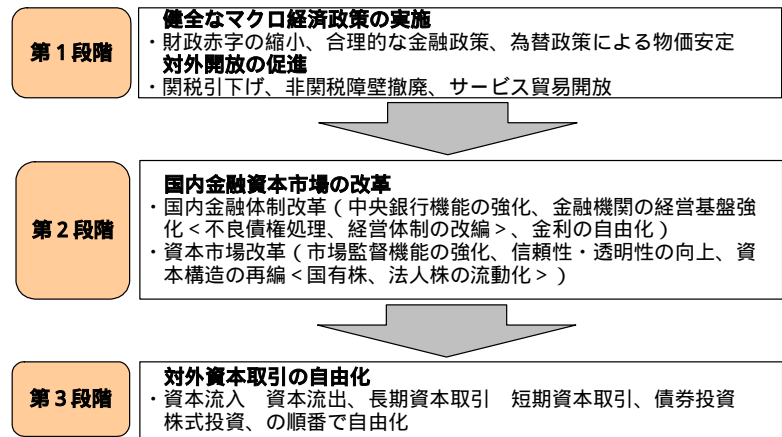


(備考) 国家外貨管理局資料により作成

³ 西部大開発は、2001年から本格的にスタートし、2050年を最終年とする巨大プロジェクトである。相対的に発展の遅れている西部地域の投資環境を整備し、内外企業の誘致と農業基盤の強化で所得の底上げを図り、農村地域での需要喚起と社会不安の解消を目指している。東北振興は2004年からスタートし、東北3省の旧工業地帯の重工業基盤と食糧基地としての優位性を活かすため、外資導入などによって民間活力を導入し、経済活性化を図るプロジェクトである。

のである。まず、第1段階では、健全なマクロ経済政策を実施して経済の安定的な発展を促し、WTO加盟時の約束に従って対外開放を着実に実行する必要がある。特に、マクロ経済安定化のためには財政の均衡化、迅速かつ的確な金融政策とともに、経済合理性のある為替政策の実施が欠かせない。こうした前提の下、

(図表13) 対外資本取引自由化への段階的アプローチ



(備考) 信金中金総合研究所作成

第2段階として国内の金融資本市場の改革を実施し、来るべき国際競争に対応できる金融機能を整備しなければならない。国内の金融資本市場の整備状況を確認しながら、第3段階として、資本取引に関する規制を徐々に緩和していくことになる。

(図表14) 国内金融資本市場の現状と今後の課題

	為替制度	金融制度	証券市場	対外資本取引
現状	・管理フロート制 (実質的にはドルに連動した固定相場)	・国有商業銀行寡占 ・規制金利	・上海、深セン両取引所 ・店頭市場	・厳しく規制 (96年12月、経常取引自由化)
問題点	・人民元の過小評価 ・インフレ圧力の増大	・巨額な不良債権 ・ガバナンスの欠如 ・金利政策の機能不全	・高い投機性 ・乏しい透明性 ・上場企業の低収益性	・投資資金の流入
改革内容	・人民元相場の適正水準への切上げ ・変動幅の拡大	・不良債権処理 ・国有銀行株式会社化 ・金利自由化	・上場会社の質的向上 ・コーポレート・ガバナンス、ディスクロージャーの強化 ・機関投資家の育成	・資本規制の段階的な緩和
最終目標	・完全フロート制	・国内金融機関の経営基盤強化 ・金融機能の拡充	・経済の鏡としての証券市場 ・信頼性、透明性確立	・原則自由、例外規制 ・人民元のハードカレンシー化

(備考) 信金中金総合研究所作成

図表14は、中国の金融資本市場の現状と課題をまとめたものである。まず、現状の為替制度は事実上のドル・ペッグ制となっているが、経済安定化のため、早急に変動幅を拡大して人民元レートを適正水準へ誘導する必要がある。最終的には、日本などと同様、完全フロートへ移行する。金融制度の問題点としては、巨額な不良債権の存在、ガバナンスの欠如、金利政策の機能不全、などが挙げられる。今後は、これらの問題を解決することによって、国内金融機関の経営基盤を強化し、金融機能を充実させる必要がある。証券市場では、信頼性、透明性とともに、上場会社の質的な向上を実現して、経済の鏡としての証券市場を目指さなければならない。これらの問題点を克服して、対外資本取引も最終的にはいまの日本と同様、「原則自由、例外規制」を実現する。

(2) 最重要課題は国有商業銀行の経営基盤強化

次に、金融資本市場改革の現状を個別にみていきたい。まず、銀行改革であるが、当面、銀行改革の中心となるべきは総資産残高の約5割を占める国有商業銀行4行である(図表15)。このほか、その他金融機関のうち大部分を占める農村金融が重要である。

国有銀行最大の課題は不良債権処理である。国有4大銀行の不良債権比率をみると、2000年の25%から04年には15.6%まで低下してきているが、その絶対的なレベルは依然高水準にある(図表16)。

不良債権処理に当たって、中国政府は98年に2,700億元の公的資金を注入、99年には4大銀行の傘下に金融資産管理公司(AMC)を設立して、総額1兆4,000億元をAMCへ移管した。AMCへ移管された不良債権は、95年の『商業銀行法』施行以前に形成されたものに限られている。

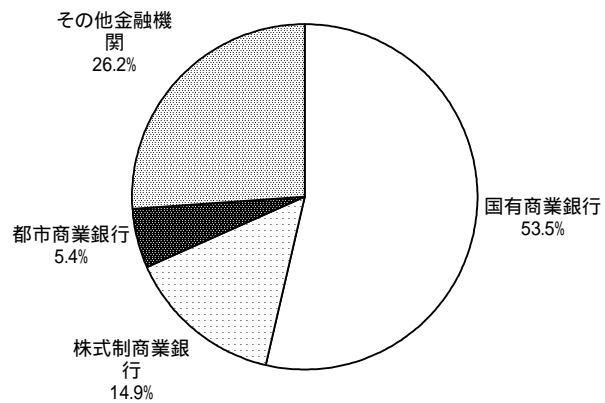
なぜかと言えば、95年以前の不良債権は国家の政策が原因で発生したものが大部分を占めるからである。特に、

80年代半ばから、国家は国有企業への財政資金の投入を中止し、代わりに国有銀行が投資資金を融資する方式に改めた。しかし、国有企業には国家資金を返済する意識がなく、しかも地方政府の成長第一主義に基づく命令のもとで、非効率な投資を繰り返し、重い金利負担に耐えられなくなってしまった。

このような過程で形成された不良債権は簿価でAMCに移管され、04年末までにその54%が処理された。回収率は25.5%にとどまっており、それによる損失は最終的に財政によって処理されるものとみられている(図表17)。

中国政府は、国有銀行の不良債権処理を進めると同時に、株式会社化による組織再編とリストラを実施し、経営強化を図っている。とりわけ、不良債権処理が比較的進んでいる中国銀行と建設銀行の改革を先行して実施しており、早ければ年内の上場を目指している。日本の金融庁に相当する銀行業監督管理委員会は、上場実現に当たって各種の

(図表15) 金融機関別総資産残高の構成比



(備考) 1. その他金融機関は、政策銀行、外資銀行、都市信用社、農村信用社、金融租賃公司、信託投資公司、財務公司等の合計
2. 中国銀行業監督管理委員会資料により作成

(図表16) 国有商業銀行の不良債権残高と不良債権比率(単位:億元、%)

	2000	2001	2002	2003	2004
4大銀行の不良債権残高	16,726	18,722	19,597	19,168	15,751
4大銀行の不良債権比率	25.0	25.3	25.3	20.4	15.6
不良債権比率 - 工商銀行	34.4	29.8	25.7	21.3	19.0
中国銀行	27.2	27.5	22.5	16.3	5.1
建設銀行	20.3	19.2	15.2	12.9	3.7
農業銀行	46.8	42.1	36.6	30.7	27.0

(備考) 1. 年末値。ただし、2004年の農業銀行は9月末
2. 国有4大銀行全体の不良債権比率は国内基準(4分類)、各行の比率は国際基準(5分類)
3. 中国銀行業監督管理委員会資料、国有商業銀行各行のHPにより作成

(図表17) 国有商業銀行の不良債権残高と不良債権比率

	単位	華融 (工商銀)	東方 (中国銀)	信達 (建設銀)	長城 (農業銀)	合計
不良債権の累計処理額	億元	2,095	1,046	1,511	2,099	6,751
うち、現金回収額	億元	413	233	508	216	1,370
累計処理額/累計買取額	%	59.8	41.4	48.9	61.9	54.0
回収資産/累計処理額	%	25.3	29.5	38.3	14.4	25.5
回収現金/累計処理額	%	19.7	22.3	33.6	10.3	20.3

(備考) 1. 04年末の数値
2. 中国銀行業監督管理委員会資料により作成

指標目標を提示している(図表 18)。03 年末に両行に対して 500 億ドルの外貨準備が注入されたこともあって、両行の指標は目標をクリアしてきているが、ガバナンスの強化やリスク管理の徹底などはこれからの課題である。言うまでもなく、組織や体制が整っただけでは、問題は容易に解決しないからである。また、不良債権問題の抜本解決には、借り手である国有企業の改革進展も不可欠である。

外銀の人民元業務に関しては、WTO加盟時の約束によって、06 年末までに全面開放される予定であり、それまでに中国政府は国有銀行改革をほぼ完了し、国際競争に耐えられる経営基盤を確立したい考えだ(図表 19)。

しかし、国有銀行改革が一段落しても金融面での問題は山積みである。特に、農村信用社は体制面、経営・財務面など問題が多く、不良債権規模も国有銀行に次いで大きい(図表 20)。今後、政府は農村地域の開発と金融機能の強化を効率よく行っていく必要がある。

(図表 18) 中国銀行と中国建設銀行の改革指針

改革の重点	
コーポレート・ガバナンスの構築 国内外の戦略的機関投資家の導入 発展戦略の明確化、全体計画の作成 科学的な意思決定メカニズムの構築 科学的、効率的な管理システムと組織の構築 雇用・人事制度の改革 国際会計基準の導入 情報システムと科学技術システムの強化 金融人材戦略の具体化 規範的な審査・監督制度の確立	
数値目標	
総資産利益率 (ROA): 2005 年 0.6%、2007 年には国際的にみて良好な水準へ 株主資本利益率 (ROE): 2005 年 11%、2007 年 13%以上 コスト/収入比率: 2005 年以降 35~45%	
<2004 年: 両行とも目標範囲内>	
不良債権比率 (5 分類): 2004 年以降 3~5%	
<2004 年末: 中国銀行 5.1%、建設銀行 3.7%>	
自己資本比率: 2004 年以降は常に 8%以上	
<2004 年末: 両行とも 8%以上を達成>	
貸出残高に占める同一貸出先の比率: 2005 年以降 10%以内 不良債権引当率: 2005 年末で中国銀行 60%、建設銀行 80%。2007 年以降はさらに引上げ	
<2004 年末: 中国銀行 71.7%、建設銀行 69.9%>	

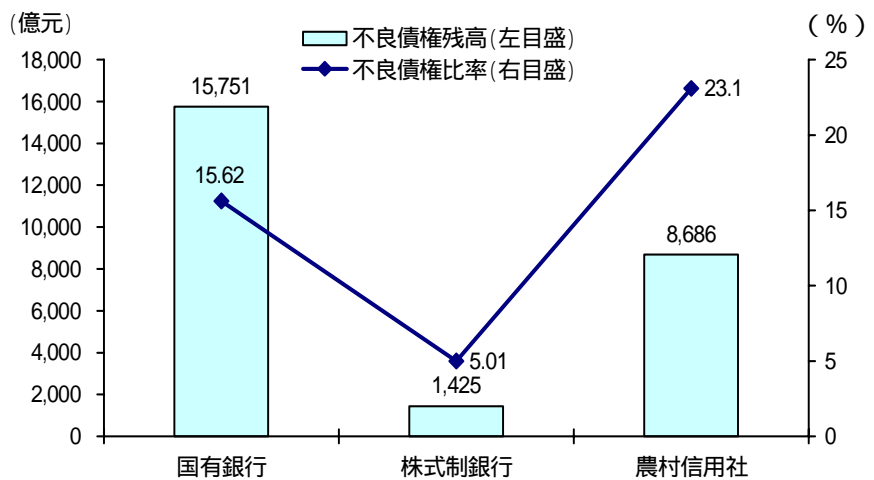
(備考) 中国銀行業監督管理委員会資料により作成

(図表 19) 銀行業務の対外開放スケジュール

開放時期	業務制限の緩和
加盟時	・外貨業務の地理的制限、顧客制限を撤廃
2003 年末	・中国企業に対するサービスの提供が可能
2006 年末	・中国個人に対するサービスの提供が可能
開放時期	地理的制限の緩和
加盟時	・上海、深セン、天津、大連
2002 年末	・広州、珠海、青島、南京、武漢
2003 年末	・済南、福州、成都、重慶
2004 年末	・昆明、北京、廈門
2005 年末	・汕頭、寧波、瀋陽、西安
2006 年末	・地理的制限の撤廃

(備考) 『WTO加盟議定書』などにより作成

(図表 20) 金融機関別にみた不良債権残高 (04 年末現在)



(備考) 1. 不良債権比率は国内基準 (4 分類)
3. 中国銀行業監督管理委員会資料により作成

(3) 金利自由化による金融政策の有効性の向上

一方、金利の自由化は、金融機関の自主性を引き出して経営を安定化させ、金融政策の有効性を高めるために欠かせないものである。図表 21 は、中国における金利自由化の推移をみたものである。87 年以降、中国の金利自由化は外貨金利から人民元金利、貸出金利から預金金利、長期・大口金利から短期・小口金利、という順番で進められてきている。

現在、貸出金利に関しては、人民銀行の基準貸出金利に対して上

限が 2.3 倍、下限が 0.9 倍の幅で各行が自主的に決定できるようになった。図表 22 は、金利水準別、企業規模別に貸出分布をみたものだが、企業のリスク（企業規模）に応じて貸出金利の水準が決定されはじめてきていることがわかる。

今後は、預貸金利の一層の自由化、債券市場の育成、債券格付機関の充実などが課題である。

(4) 経済の鏡としての証券市場の育成・発展

次に、中国の証券市場についてであるが、現在の中国証券市場の構造は極めて複雑である（図表 23）。国内市場には、A 株市場、B 株市場があり、香港市場には H 株市場、レッドチップ市場などが存在する⁴。

中国の株式市場の最大の特徴は、上場企業の大多数が国有企業であるということである。株式の構成比をみても、国有株の比率は 4 割以上、国有企業の持合い株である法人株を併せると 6 割以上は最終的に国家によって保有されている（図表 24 の ）⁵。

つまり、中国証券市場は国有経済を代表する市場であって、工業生産の 6 割を占め、経済の主角を演じている民営企業や外資企業など非国有経済を代表する市場ではない

(図表 21) 中国における金利自由化の動向

時 期	内 容
87 年 1 月	商業銀行貸出金利の変動幅を人民銀行が発表する基準貸出金利に対して上限 20%、下限 10% に設定（従来は基準金利による貸出のみ）
96 年	国債発行市場において入札制度を試験導入
5 月	企業の金利負担軽減を目的に、貸出金利上限を 20% から 10% へ縮小
6 月 1 日	インターバンク市場における金利上限規制を撤廃
97 年 6 月 5 日	銀行間債券現先市場を創設（値幅制限なし）
98 年	国家開発銀行等の政策銀行が発行する金融債に競争入札制度を導入
10 月 31 日	商業銀行による中小企業向け貸出金利の上限を基準貸出金利の 10% から 20% へ拡大。農村信用社の貸出金利の上限を基準貸出金利の 50% へ拡大
99 年	財政部が市場金利を基準としたクーポンレートによる国債競争入札を開始
4 月 1 日	商業銀行による中小企業向け貸出金利の上限を基準貸出金利の 20% から 30% へ拡大
00 年 9 月 21 日	外貨建て貸出金利の自由化、および 300 万ドル以上の大口外貨預金金利自由化
03 年 8 月	農村信用社の貸出金利の上限を基準貸出金利の 2 倍へ拡大
11 月	小口外貨預金の下限規制を撤廃（金利上限規制は存続）
04 年 1 月 1 日	商業銀行による貸出金利の上限を基準貸出金利の 1.7 倍へ拡大
10 月 29 日	商業銀行による貸出金利の上限を撤廃。農村信用社の貸出金利の上限を基準貸出金利の 2.3 倍へ拡大（すべての金融機関の貸出金利の下限は基準貸出金利の 0.9 倍）。金融機関の預金金利の下限撤廃（上限は基準預金金利に従う）

(備考) 中国人民銀行『穩歩推進利率市場化報告』05 年 1 月により作成

(図表 22) 商業銀行貸出の金利水準別、企業規模別分布（単位：％）

(単位：倍)	基準金利以下	基準金利	基準金利以上					
			小 計	~1.1	~1.3	~1.5	~2.0	2.0 以上
大企業	64.2	53.6	27.6	29.5	26.5	24.2	20.8	0.0
中規模企業	22.5	26.0	36.7	37.0	36.4	37.1	35.0	34.7
零細企業	13.3	20.4	35.7	33.5	37.1	38.6	44.3	65.3
合 計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(備考) 1. 04 年第 4 四半期の数値

2. 中国人民銀行『穩歩推進利率市場化報告』05 年 1 月により作成

⁴A 株は国内市場に上場されている人民元建て株式、B 株は国内市場に上場されている外貨建て株式（米ドル建て、あるいは香港ドル建て）、H 株は香港など海外市場に上場されている外貨建て株式、レッドチップは香港市場に上場されている大陸資本の香港企業の株式（香港ドル建て）、である。

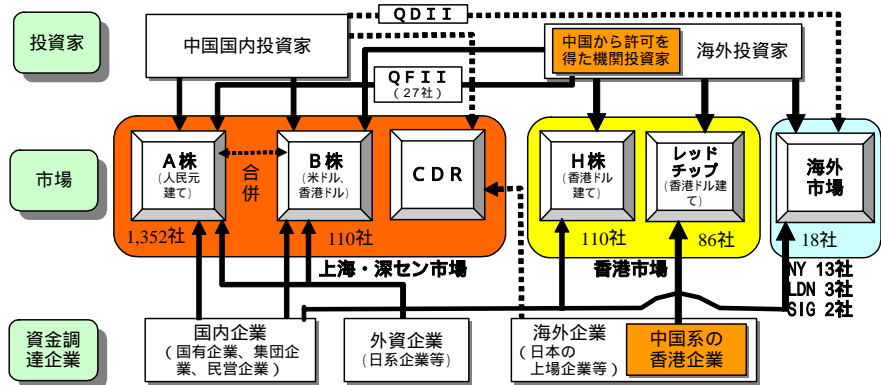
⁵国有株とは、国家が保有している株式のことで、いわゆる日本の政府保有株。法人株とは、国有企業をはじめとする法人もしくは法人資格を有する社会団体などが保有している株式

ことが問題である。政府は、国有株の売却、民営化を考慮しているが、国有株があまりにも膨大であることから、売却計画が出る度に需給悪化懸念で株価が暴落し、結局、売却はほとんど進んでいない。

第2の問題は、上場企業の構造的な問題である。国有企業は生産機能だけでなく、学校、病院、商店などの社会的機能を併せ持ち、国有大企業ではそれが1つの街を形成し、そこで生活に必要な全てが賄われるような巨大組織になっている(図表24の)。

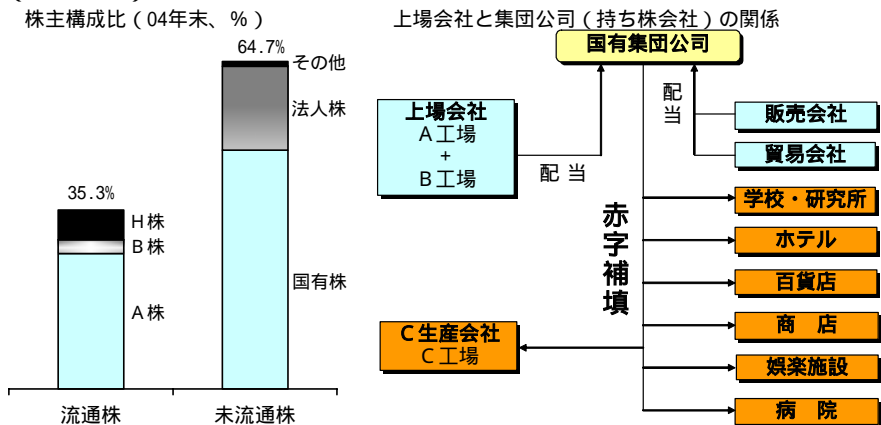
ただ、こうした非生産部門はコストセンターなので、株式会社化に当たっては利益を生み出す部分、図で言えばA工場とB工場の部分だけを切り離して上場させる方法が採られている。同時に、その他の部門も分離独立させる。一方では、集团公司という持ち株会社を設立して、その傘下に株式会社と独立法人となった非生産部門を収めて統括している。非生産部門の赤字は、上場会社などからの配当で穴埋めすることになるわけである。

(図表 23) 中国証券市場の全体像



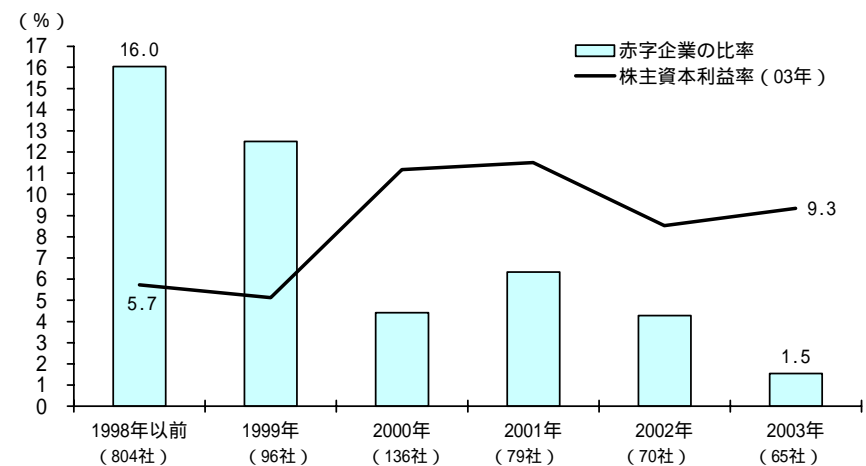
(備考) 1. QFII=適格海外機関投資家、QDII=適格国内機関投資家、CDR=中国預託証券
 2. . . .は検討中または将来的な構想。上場会社数は04年末現在
 3. 中国証券監督管理委員会資料などにより信金中金総合研究所作成

(図表 24) 上場企業の株式数の構成比と組織構造



(備考) 1. 株主構成比は上海、深セン両市場における上場企業の発行済株式に占める比率
 2. 上場会社と集团公司の関係はあくまでもモデルケース
 3. 中国証券監督管理委員会資料などにより信金中金総合研究所作成

(図表 25) 上場時期別にみた株主資本利益率と赤字企業の比率



(備考) 1. カッコ内は当該年あるいは期間の上場企業数
 2. 株主資本利益率 (ROE) = 当期利益 ÷ 自己資本 × 100
 3. 中聯財務顧問有限公司『2003年度中国上市公司業績評価報告』により作成

ここで問題なのは、大株主である集团公司は株式会社の配当性向をできるだけ高めて他の子会社の赤字を補填する行動を取るはずで、これは株式会社が将来必要とする設備投資資金としての内部留保を妨げることになる、ということである。また、内部取引などを利用して親会社に利益を吸い上げられるケースも少なくないと言われる。

こうした構造問題を背景として、中国の上場企業の業績は上場年月が古いほど業績が悪い傾向がある。図表 25 は、上場時期別に上場会社をグループ化して、03 年度の株主資本利益率(ROE)と赤字企業の割合をみたものだが、98 年以前に上場された企業は、赤字に陥っている比率が高く、ROE は低水準にある。上場期間の短い企業についても、親会社との「もたれ合い関係」を解消しなければ、早晚、業績悪化が避けられない。

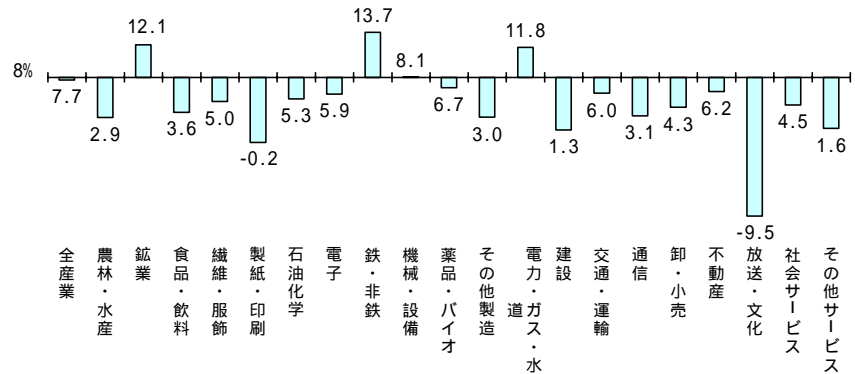
図表 26 は、03 年の業種別の ROE をみたものだが、中国の上場企業の ROE は一般に優良とされる 8% を下回る業種が多く、8% を上回っているのは、鉱業、鉄・非鉄、公共事業、など国有企業の寡占状態に置かれている業種である。その他の業種では、民营企业や外資企業との激しい競争に晒されていることもあり、業績は低迷している。

株価指数の動向をみると、上海 A 株、B 株の国内株式指数は、国家株の存在による需給悪化懸念や企業業績の悪化、加えて粉飾決算、株価操作、インサイダー取引の横行を背景として、長期低迷を余儀なくされている(図表 27)。

こうした状況を踏まえて、中国の証券監督機関である中国証券監督管理委員会(CSRC)は、将来の証券市場改革としていくつかの構想を明らかにしている(図表 28)。

その第 1 は、不正行為を防止するための法整備を徹底させること、第 2 は国家株の受け皿として、また安定株主として機関投資家を育成すること、第 3 は人民元建ての A 株市場と外貨建ての B 株市場を統合すること、併せて上海市場を東証一部のようなメインボードとし、深セン市場は東証二部、あるいは店頭市場に特化させ、各市場に特色を持

(図表 26) 業種別にみた株主資本利益率水準(03 年)



(備考) 中聯財務顧問有限公司『2003 年度中国上市公司業績評価報告』により作成

(図表 27) 中国・香港の株価指数の推移



(備考) ブルームバーグにより作成

たせること、債券市場、先物市場を育成すること、第4は中国経済の真の主役である外資企業や民営企業の上場を促進すること、第5は中国証券市場の国際化を推進するため、外国企業の上場（CDRの上場）や海外の機関投資家による対内証券投資を容認するQFII制度を一層活用すること、などである。

(図表 28) 今後の中国資本市場における改革開放

資本市場の発展は、資源配分の効率化、国有経済の構造調整と戦略的再編、非国有経済の発展、直接金融比率の引上げなどにおいて重要な意味を持つ。 「公開・公平・公正」、「法制・監督管理・自律・規範」に基づいた資本市場の改革開放と発展の推進
証券発行・上場認可制度の改善、資本市場の投資リターン重視、投資信託や保険会社を主体とする機関投資家の育成、証券会社の資金調達ルート拡大
メイン・ボードの充実、店頭市場の創設など多層型の株式市場体系の構築、債券市場・先物市場の発展
上場会社の質的向上、コーポレート・ガバナンスの強化、市場退出制度の整備
証券会社、先物業者の市場参入制度の改善、顧客資金の流用禁止、証券会社と先物業者の合併・再編の奨励、証券会社、先物業者の退出制度の整備
資本市場の発展と投資家権益保護に関する関連法規の整備、監督管理の効率向上、業界の自主規制と世論によるモニタリング機能の発揮
市場リスクの軽減に向けた各関係部門の連携、証券先物市場における違法行為に対する厳格な取締り
外国証券会社による証券会社、運用会社への資本参加奨励、QFII(適格海外機関投資家)の継続発展、海外資本市場の積極利用、対外交流・協力の推進

(備考) 中国証券監督管理委員会資料により作成

4. 中国の対外資本取引自由化と対外的影響

(1) 予想される外資導入政策の根本的見直し

最後に、今後予想される対外資本取引の自由化とその影響についてみておきたい。図表29は、資本受入、資本還流のそれぞれについて主な内容をまとめたものである。

まず、資本の受入に関してみると、中国国内ではいまのような外資導入のあり方に疑問を呈する向きが増えており、従来型の直接投資の受入形態の見直しが進む可能性が強い。

例えば、04年3月、著名なシンクタンクの一つである中国社会科学院経済研究所が『中国の外資利用の回顧と再評価』という座談会を開催した。この座談会では、国内の学者が外資利用に関して様々な意見を述べたが、そのなかには現行の外資政策に批判的な意見も少なくなかったとされる。

昨年10月、政府系シンクタンクである國務院発展研究センター傘下の経済紙・中国経済時報が一連の外資論争の顛末を紹介しているが、それによると、前述の座談会で発表された外資批判は以下のような内容であったという。

外資導入額は適正レベルに抑制すべきである。すでに、中国は比較的豊富な資金と

(図表 29) 今後予想される対外資本取引に関する措置

項目	内容	具体策	備考
資本受入	対内直接投資	・WTO加盟に伴うサービス分野の市場開放 ・外資に対する超内国民待遇の是正(過剰な租税優遇策見直し)	・進行中 ・06年以降で検討中
	対内証券投資	・QFII(適格海外機関投資家)による対中証券投資の促進	・海外機関投資家27社に認可済 ・今後、さらに拡大
	債券発行・借入	・中国政府機関等による必要に応じた外債発行	・起債・保証の事前審査の簡素化、あるいは撤廃
資本還流	対外直接投資	・国内企業の海外進出を促進	・04年末累計829社、370億ドル ・対外投資を実行した企業に対する資金的サポートを実施
	対外証券投資	・QDII(適格国内機関投資家)による対外証券投資を解禁	・一部保険会社に認可済 ・年金基金、投信などへ拡大
	起債・貸出	・国際機関による国内での人民元建て債券発行 ・外国企業による人民元建て運転資金の調達	・05年2月、『国際開発機関人民元建て債券発行管理暫定規則』を公布済 ・検討中
	株式発行	・外資企業のA株市場上場 ・外国企業のCDR(中国預託証券)発行	・徐々に進行中 ・検討中

(備考) 新聞報道などにより信金中金総合研究所作成

外貨準備を有しているため、国内の資金不足を補う意味での外資導入はすでにその役割が終わった。

外資導入にはマイナス面も多い。例えば、外資による輸出拡大が貿易摩擦を激化させていると同時に、経常黒字の増大を通じたマネーサプライの急増が国内のインフレ圧力を高めている。また、外資導入に伴う技術移転は自らが学習したことにならないことに加え、最近では国内企業の技術開発意欲を低下させてしまっている。

外資導入は中国のために利用すべきである。最近では外資単独での進出が増えているため、過度な外資依存は外資による市場独占を生み出してしまふ。

その後、これらの意見が国務院にも報告され、対外経済部門を所管する商務部でも相当な議論がなされたという。これを契機として、中国国内では外資導入の是非を巡って賛否両論の激しい論争がなされたようだが、こうした大論争があったことに関して、日本ではほとんど報道されていない。

中国のある経済学者によれば、「中国では、改革開放以来、同種の外資論争が継続的になされてきており、七～八年周期で比較的大規模な論争が巻き起こってきた」という。すでに、恒例行事化しているとの指摘だが、WTO加盟により、中国での市場競争は激しさを増しており、国内企業は生き残りに必死な状況にあることを考えると、外資政策の見直しは避けられない状況である。

実際、中国政府は来年にも外資企業に絞った優遇装置を撤廃する方針である。その代替措置として、特定の有望産業や発展の遅れた中西部地域へ投資する企業に対して、内外企業一律に優遇措置を適用する、という方向で税制改正案の策定が進んでいるようだ(図表30)。こうした政策変更は、中国に進出している日本企業に大きな影響を及ぼすものと考えられる。

こうした政策が現実のものとなれば、早晩、低コストを利用した輸出基地としての中国の役割は終わりを告げるであろう。今後は、巨大な中国市場で高付加価値製品をいかに売り込むかが勝敗を左右する時代になってくる。

また、外資の受入形態についても、従来型の単純な合併などから、M&A(企業の合併・買収)を主体とする先進国型へと変化してくる可能性が大きい。02年以降、中国政府は外国企業によるM&Aを経済活性化、とりわけ国有企業の再生を実現する有効な手段と位置付け、法整備を進めてきている。

例えば、02年9月には『上場会社買収管理規定』、同年11月には『外国投資家に上

(図表30) 最近の外資導入論争と税制改正の要点

中国有識者が指摘する外資導入政策の問題点	
外資導入額は適正レベルに抑制すべきである。すでに、中国は比較的豊富な資金と外貨準備を有しているため、国内の資金不足を補う意味での外資導入はすでにその役割が終わった。 外資導入にはマイナス面も多い。例えば、外資による輸出拡大が貿易摩擦を激化させていると同時に、経常黒字の増大を通じたマネーサプライの急増が国内のインフレ圧力を高めている。 外資導入に伴う技術移転は自らが学習したことにならないことに加え、最近では国内企業の技術開発意欲を低下させてしまっている。 外資導入は中国のために利用すべきである。最近では外資単独での進出が増えているため、過度な外資依存は外資による市場独占を生み出してしまふ。	
現在検討されている法人税改革の要点	
現 行	改正後(案)
<法人税率> ・国内企業 30%、外資企業 30% (内外企業の根拠法が異なる) <優遇措置> ・国家が奨励する特定業種、または特定地域(経済特区、開発区、保税区)に進出する外資企業の法人税率を減免(一定期間免除、その後は15%に軽減)	<法人税率> ・内外企業 24%程度に統一 (『企業所得税法』を唯一の根拠法とする) <優遇措置> ・内外企業を問わず、国家が奨励する特定業種(ハイテク産業)、または特定地域(中西部地域)に進出する企業の法人税率を減免(15%程度) ・外資企業については、5年程度の移行期間を設定、その間、徐々に税率を引上げ

(備考) 新聞報道などにより信金中金総合研究所作成

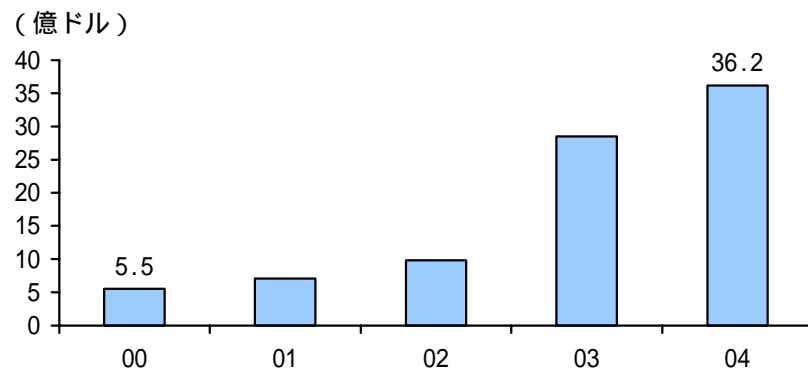
場会社の国有株および法人株を譲渡することに関する問題についての通知』が公布され、外国企業が中国の上場国有企業を買収する際の条件や手続きが明示された。さらに、03年3月には『外国投資家による国内企業買収暫定規定』が公布され、外国企業が中国の未上場企業を買収する際の規定も整った。

M & Aに関する法整備が急速に進んだことにより、これまでにフォードによる江鈴汽車（上場企業）の増資引受け、ミシュラン子会社による上海タイヤゴム集団の買収、日清食品による河北華龍集団への資本参加などが実現している。M & Aは、外資にとっても、手っ取り早く企業を設立できるほか、中国企業が持っている人材や経験、国内販売ルートを一気に手に入れることができるなどメリットが大きい。

（2）中国企業による対外直接投資の拡大

一方、中国企業による対外直接投資も進んでいる。中国政府も、「走出去（外に出て行く）」を合言葉に、国家的戦略として対外投資を奨励しており、04年の中国企業による対外直接投資は36億ドル、前年比27%増加した（図表31）。

（図表31）中国の対外直接投資の推移



（備考）商務部資料により作成

中国企業の海外投資は、業種別には製造業や国内需給が逼迫している資源・エネルギー関連、地域別には東南アジアに集中している。先進国のなかでは、米国への投資が最も多く、記憶に新しいところでは、レノボ・グループ（聯想集団）がIBMのパソコン部門を買収した事例が挙げられる。

いまのところ、日本に対する直接投資の事例は少ないが、これは日本のM & Aに関する法整備の遅れや市場の閉鎖性に原因があると思われる。ただ、中国企業にとって魅力ある技術を有する日本企業は多く、日本の法整備が進展すれば、中国資本によるM & Aも今後着実に増加してくるであろう。

（3）中国マネーが国際金融資本市場に影響力

このほか、証券市場では外資企業の上場（図表32）、QFII制度（適格海外機関投資家）による対中証券投資の促進に加えて、今後は海外への資本還流を目的として中国機関投資家による対外証券投資（QDII）が徐々に認められる見通しである。

実際、今年2月、国家外貨管理局は大手の平安保険会社に対して17.5億ドルの外貨運用枠をはじめて許可した。図表33にあるように、中国機関投資家の資金運用額は03年末で4,662億ドルとほぼ台湾の株式時価総額に匹敵する規模がある（図表33）。

例えば、以前、日本の生保業界では外貨建て資産の保有が一般勘定資産の30%以内に規制されていたが、仮に中国でも機関投資家の投資資金の3割が外貨建て資産で運用されるようになれば、その規模は1,400億ドル程度となる。これは、03年の東京株式市場における外人買越し額706億ドルの2倍に相当する。もちろん、中国マネーがすべて東京市場に流入するわけではないが、今後、中国マネーの存在が国際金融資本市場に大きな影響を与える日も遠くないと予想される。

(図表 32) 外資企業の上場規定

『外商投資指導方針暫定規定』、『外商投資産業指導目録』に合致していること
『公司法』に基づく株式会社としての要件を具備していること
上場後も、外資が自己資本に占める比率が10%を下回らないこと
中国側のマジョリティ維持を義務付けられている場合、上場後もそれを維持すること
会社の資本金が少なくとも5,000万円を下回らないこと
開業して3年以上経過し、直近3年間連続して利益があること
所有する株式の額面が1,000元以上である株主数が1,000人を下回らず、公開発行した株式が会社の株式総数の25%以上に達していること。会社の資本金総額が4億円を超えているときは、その比率は15%以上
最近3年以内に重大な違法行為がなく、財務会計報告書類に虚偽の記載がないこと
国務院が定めるその他の条件

(備考) 商務部資料により作成

(図表 33) 中国機関投資家の投資資金規模 (03年末現在)

	金額 (億元)	米ドル換算 (億ドル)
金融機関の有価証券運用残高	30,259.5	3,656.0
保険会社の有価証券運用残高	3,828.9	462.6
証券会社の自己運用額	673.0	81.3
年金基金の残高	2,206.5	266.6
投資信託の残高	1,614.7	195.1
残高合計	38,582.6	4,661.6

(備考) 1. 金融機関には、中国人民銀行、政策銀行、国有商業銀行、その他の国内商業銀行、郵政貯蓄機構、都市合作銀行、農村信用社、都市信用社、外資銀行、信託投資公司、リース会社、財務会社が含まれる。
2. 国家統計局『中国統計年鑑』2004年版等により作成

おわりに

人民元改革や対外資本取引の自由化が進展すれば、対中ビジネスの環境は大きく変化し、信用金庫の取引先である中小企業にも影響がでてこよう。特に、人民元高基調が続く、中国の外資に的を絞った優遇措置が廃止され、増税によりコストが上昇すれば、輸出基地としての中国のメリットは薄れる。一方、中国市場の広がりから、市場開拓を目的とした投資は引き続き拡大するであろう。また、中国マネーの世界進出により、今後、日本でも技術力を持つ中小企業がM & Aの標的になる可能性もある。

信金業界にとっては、市場運用の場で、欧米の投資家動向だけでなく、中国の機関投資家の動向にも注意を払わなければいけないことになる。

以上

(黒岩 達也)

本レポートは、標記時点における情報提供を目的としています。したがって投資等についてはご自身の判断によってください。また、本レポート掲載資料は、当研究所が信頼できると考える各種データに基づき作成していますが、当研究所が正確性および完全性を保証するものではありません。
なお、記述されている予測または執筆者の見解は、予告なしに変更することがありますのでご注意ください。

<参考文献>

1. 中国人民銀行貨幣政策分析小組『中国貨幣執行報告 2004年第4 四半期』(2005年2月)
2. 張志超『開放中国的資本帳戸：排序理論的國際發展及中国的啓示』中国社会科学院國際金融研究中心(2003年6月)
3. 中国人民銀行貨幣政策分析小組『穩步推進利率市場化報告』(2005年1月)
4. 信金中央金庫総合研究所編『図解 中国ビジネスQ & A』蒼蒼社(2004年1月)
5. 野口能孝『中国金融崩壊』かんき出版(2003年9月)
6. 野村證券金融経済研究所『中国の景気過熱と經濟構造改革』(2004年10月)

【内外経済・金融動向(旧国内経済・金融動向)バックナンバーのご案内】

号 数	題 名	発行年月
No.15-3	「地域経済の動向と産業構造の変化」 - 成長分野のサービス業でも地域間格差が大きい -	2003年6月
No.15-4	「家計貯蓄率低下の背景と中期的な展望」 - 高齢化の進行を背景に低下傾向ながら、国全体では貯蓄超過が続く -	2003年7月
No.15-5	「中国経済の台頭と日本との協調発展の可能性」 - デフレ・空洞化などマイナス要因もあるが、市場としての魅力は増大 -	2003年8月
No.15-6	「ドイツ経済低迷の背景と日本との類似点」 - 日独とも労働市場の弾力化とサービス産業の強化が課題 -	2003年9月
No.15-7	「都道府県の社会・経済特性からみた課題と対策」 - 地域の社会・経済構造に即した成長産業の育成が必要 -	2003年10月
No.15-8	「デフレの現状と展望」 - デフレ脱却、量的緩和の解除は早くとも05年度下期 -	2003年11月
No.15-9	「人民元の切り上げと日本経済・企業への影響」 - 当面、中国は変動幅の拡大と資本取引規制の緩和などで対応 -	2003年12月
No.15-10	「地域間のヒト・モノの相互依存関係からみた空洞化の現状」 - 人口移動、地域間産業連関表による実証分析 -	2004年1月
No.15-11	「日本経済の中期展望」 - 04～08年度の年平均実質成長率は1.9%と予測 -	2004年3月
No.15-12	「輸出主導の景気回復下で、地域間格差は一段と拡大」 - 2003年の回顧と課題 -	2004年3月
No.16-1	「F T A（自由貿易協定）構想と日本経済への影響」 - 市場開放の進展などにより、日本の大多数の産業にとってメリット大 -	2004年5月
No.16-2	「中小・零細企業でも財務体質の改善が進展」 - ただし、大企業に比べると損益分岐点比率が高く、収益の安定性が課題 -	2004年6月
No.16-3	「求職意欲喪失者を考慮した失業率は6%程度で高止まり」 - 雇用情勢の本格回復は2005年度以降 -	2004年6月
No.16-4	「日本経済に大きな影響を与える米中経済の行方」 - 米国経済は巡航速度での成長持続、中国経済はソフトランディングへ -	2004年8月
No.16-5	「地方財政と三位一体改革」 - 中長期的には地方交付税制度の抜本的な見直しが焦点 -	2004年9月
No.16-6	「市町村の社会・経済構造からみた都道府県の特性」 - 各市町村が担う機能・役割の特性から地域社会・経済を分析 -	2004年10月
No.16-7	「原油を中心とした商品市況高騰の背景と今後の展望」 - 地政学的リスクが薄れれば、原油相場は安定へ向かう可能性が大きい -	2004年10月
No.16-8	「物価動向と金融政策の行方」 - 05年度のコア消費者物価はプラスに転じようが、量的緩和の解除は早くとも06年前半 -	2004年12月
No.16-9	「拡大EUとドイツの構造問題」 - EU拡大はドイツの空洞化を助長する恐れ。構造改革が喫緊の課題 -	2004年12月
No.16-10	「県民経済計算からみた都道府県の経済構造」 - 大都市依存体質からの脱却には、地元資金の有効活用による民間活力の向上が必要 -	2005年2月
No.16-11	「日本経済の中期展望」 - 05～09年の年平均成長率は名目1.7%、実質1.5%と予測 -	2005年3月
No.16-12	「2004年の地域経済の回顧と人口動態」 - 輸出産業の集積、公共投資依存度、人口動態が地域間格差の主因 -	2005年3月
No.17-1	「人民元問題と中国の金融資本市場改革」 - 中国経済の国際化には人民元改革と対外資本取引の自由化が不可欠 -	2005年4月

* バックナンバーは、信金中央金庫総合研究所ホームページ（<http://www.scbri.jp>）からご覧いただけます。

ご意見をお聞かせください。

信金中央金庫 総合研究所 行

今回の「内外経済・金融動向」について
No.17-1

今後、「内外経済・金融動向」で取り上げてもらいたいテーマ

信金中央金庫総合研究所に対するご要望

差し支えなければご記入ください。

貴金庫(社)名

ご芳名

年 月 日

ご担当部署・役職名

ご住所

ありがとうございました。信金中央金庫担当者にお渡しいただくか、総合研究所宛ご送付ください。

(〒104-0031 東京都中央区京橋3-8-1)

(E-mail : s1000790@FaceToFace.ne.jp)

(FAX : 03-3563-7551)