

[投稿論文]

中国の対外証券投資の現状について

松山大学大学院経済学研究科博士後期課程 馮 俊

1. はじめに

2004年、中国は対外証券投資について重要な規制緩和を実施した。それは「適格国内機関投資家（QDII：Qualified Domestic Institutional Investors）」という制度の導入であった。中国はなぜQDII制度を導入したのか、この制度は具体的にどのようなプロセスで構築されたのか、制度導入後の対外証券投資はどのように進展したのか、制度導入の目的は達成されたのか、これらの問題を明らかにすることは、中国の資本取引に関する制度改革の現状および対外証券投資の近年の動向を研究する上で、きわめて重要なことである。

本稿はQDII制度導入の背景を明らかにした上で、2004年から開始した規制緩和（QDII制度の導入・拡充）の内容を総括的にまとめ、その効果を検証することを試みる。

2. QDII制度導入の背景

2.1 1994～2003年の対外証券投資

中国は1978年、改革開放路線を歩み始めたが、1990年代半ばまでの長い間、慢性的な外貨不足に悩まされていた。外貨制約を解消するために、中国政府は輸出と外資による対中直接投資を奨励する等、資本流入に傾入れをしながら、資本流出をもたらし対外証券投資や対外直接投資等を厳格に制限していた。

対外証券投資については、投資主体は外国為替指定銀行（為銀）を中心とした一部の大手国有金

融機関に限られ、すべての保険会社とほとんどの証券会社および外資系金融機関は国内金融業務のみに従事せざるをえなかった。投資方式は自己勘定による外貨→外貨型に限られ、人民元→外貨型の投資が禁止されていた。投資可能な金融商品も制限されていた。最大の投資主体である為銀は対外株式投資が禁止され、投資のほとんどが外国の中長期債へ向けられていた。

表1から明らかなように、1994～97年、対外証券投資は一定の実績を記録したものの、年間の純増額は10億米ドルにも満たなかった。同じ時期の対外直接投資に比べると、きわめて低い水準にあったことがわかる。

1997年以降、外貨事情の著しい改善（外貨準備の累積）に伴い、対外証券投資は急速に伸びていった。1998年、対外証券投資は対外直接投資に取って代わって対外投資の牽引車となった。年間の純増額は1999年に100億米ドルを突破し、2001年に

表1 規制緩和以前の対外投資と外貨準備高の推移
(単位：億米ドル)

	対外証券投資	対外直接投資	外貨準備高
1994年	-3.80	-20.00	516.20
1995年	0.79	-20.00	735.97
1996年	-8.28	-21.14	1,050.49
1997年	-8.99	-25.62	1,398.90
1998年	-38.30	-26.33	1,449.58
1999年	-105.35	-17.74	1,546.75
2000年	-113.07	-9.16	1,655.74
2001年	-206.54	-68.85	2,121.65
2002年	-120.95	-25.18	2,864.07
2003年	29.83	1.52	4,032.51

(注) 純流出の記号を(－)とする。

(出所) 国家統計局編(1995～2004)

は207億米ドルに達した。

しかし、先進諸国の対外証券投資や中国自身の外資受入の規模に比べ、当時の対外証券投資は依然として低い水準にあることに変わりはなかった。これは流入促進・流出規制という資本取引全般に関するスタンスが根本的に変わっておらず、対外証券投資に関わる投資主体や投資方式および投資可能な金融商品等々が制限されていたことによるものであった。

ところが、2003年以降、内外情勢の変化に起因し、中国は従来のスタンスを大幅に変更する必要が生じたのである。

2.2 QDII制度導入の原因と目的

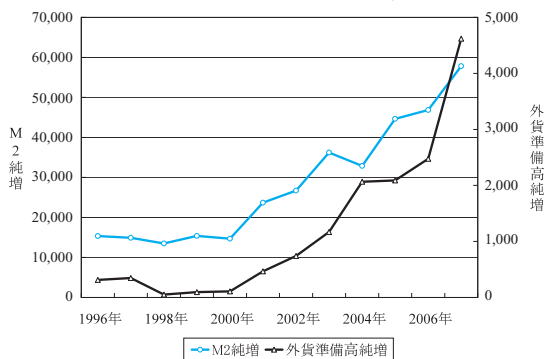
2001年、中国は日本に取って代わって米国の最大の貿易赤字相手国となった。米国は人民元の過小評価（為替操作）が貿易不均衡の根本的な原因だと指摘し、人民元の切り上げを要求した^(注1)。とりわけ大統領選挙を控えた2003年に入ってから、人民元問題をめぐる対中批判（チャイナバッシング）が次第に強まっていった。

当初、中国は人民元切り上げについて消極的であった。切り上げに踏み切ると、対外資産を人民元建てで評価する場合は大きく目減りすることが明らかであり、輸出産業が大きなダメージを受けることも懸念材料となった。

しかし、WTO加盟（2001年）を果たした中国は、かつてのように外圧を無視し続けることができなくなった。グローバル経済に深く関わることによって大きな経済的利益を享受することができるようになったが、その一方で国際社会の公認のルールに従い、行動することも要求されるようになった。市場メカニズムに基づく変動相場制が世界の潮流となった今日、為替操作をすることは到底容認されないのである。

他方、対中批判的であった人民元のドルペッ

図1 マネーサプライ（M2）と外貨準備高の純増
（単位：左=億人民元、右=億米ドル）



（出所）国家统计局編（1996～2007）、人民銀行速報

グ制は2003年半ば以降、中国経済に悪影響を与え始めた。中国の経常収支は1994年以来、基本的に黒字計上が続いている。通常、資本収支が赤字を計上すれば、経常収支の黒字が相殺され、国際収支が均衡するが、中国の場合は資本流出が制限されていたため、資本収支も黒字を計上し、“双子の黒字”が生じている。その結果、国際収支は不均衡の状態が続いている。

恒常的な資本流入が続く中で、中央銀行はドルペッグ制を維持するために、不断に元売り・ドル買い介入をせざるをえなかった。その結果、外貨準備の累積とともにマネーサプライが増大し、過剰な流動性が生み出された（図1）。それによって固定資産投資が急増し、国内経済は次第に過熱気味となってきた。

さらに人民元切り上げ観測が強まったことにつれて、海外からの短期投機資本（ホットマネー）の流入が加速した。それがゆえに、かつてマイナスであった国際収支の誤差脱漏は2002年、プラスに転じ、その金額が2002～03年、78億米ドルから184億米ドルへと急増した^(注2)。大量のホットマネーが当局の規制を逃れ、株式市場や不動産市場に流入し、バブルの膨張に一役買った。

以上のように、米国の対中批判的的は人民元の

過小評価、即ちドルペッグ制に集中していた。一方、経済過熱化の根本的な原因は国際収支不均衡とドルペッグ制にあった。したがってこの2つの問題を解決するために、ドルペッグ制を改める必要があった。しかし、変動相場制への移行は将来的に避けられない課題だとしても、金融システムに問題が山積するという現状の下で拙速な移行を実施すれば、通貨危機を招きかねない。このため当面の対策は国際収支不均衡の是正に焦点をあてるしかなかった。

経常収支の黒字が巨額に上る状況下で、国際収支不均衡を是正するためには、経常収支の黒字を相殺できるほどの資本収支の赤字を出さなければならない^(注3)。したがって対外投資を促進する必要があった。対外投資は一定の規模に達せば、経常収支の黒字が資本収支の赤字に相殺され、国際収支は均衡状態にシフトするようになる。資本流入が相対的に減少すれば、頻繁に為替介入を行う必要もなくなり、市中に放出される流動性が減少し、経済の過熱化が抑制される。同時に為替介入の規模的縮小は米国からの人民元切り上げ圧力と為替問題をめぐる対中批判をある程度緩和することも期待できる。このような意図に基づいて、中国政府は従来のスタンスを改め、対外投資促進の方針を決定した。

既存制度の下で対外投資の拡大を図るという選

択肢もあったが、先の表1から明らかなように、対外証券投資と対外直接投資とは、2001年をピークに低迷に転じた。2003年、国内への資本還流(売却・撤退)が海外への新規投資を上回り、両者ともに純流入となった。したがって既存制度の下で対外投資が拡大することは期待できず、より効果のある措置を導入する必要が生じた。

このような状況下で中国政府はQDII制度の導入を決定した。これによって中国の対外証券投資には①為銀を中心とする大手国有金融機関の自己勘定による投資(既存制度)、②QDII資格を取得した機関投資家による投資、という2つのタイプが並存することになった。

QDII制度は2004年以降、漸進的アプローチに基づいて、3段階にわけて構築されてきた。以下では、各段階の規制緩和の内容を総括的にまとめた上で、その効果を検証する。

3. 規制緩和の内容とその効果

3.1 第1次規制緩和(2004~05年)

2004年8月9日、中国政府はまず保険会社に対してQDII制度を導入した(中央銀行2004年第9号政令)。規制緩和の初期段階であり、如何にリスクを最小限に抑えるかが政策立案のポイントとなった。このためQDII資格の取得を申請する保険会

表2 第1次規制緩和の内容

投資主体	保険会社
QDII資格取得条件	①外国為替業務取扱資格を有する、②前年度末の資産総額が50億元以上、③外貨保有残高が1,500万米ドル以上、④経営状況が良好、⑤内部諸制度が健全等々
投資方式	外貨→外貨型に限る
投資商品	①中国の銀行の海外支店または直近3年間格付けがA以上の外国銀行での預金、②格付けA以上の外国の公社債、③中国政府または中国企業が海外で発行した債券、④格付けAAA以上の短期確定利付商品
運用限度額	外国為替管理局が定める限度額を上限とする
外国証券保有残高	①総額は外貨保有残高の80%以内、②同一銀行での預金と格付けAの債券はそれぞれ限度額の30%以内、③格付けAA以下の債券は限度額の70%以内、④同一企業の発行した社債は限度額の10%以内

(出所) 馮(2008, pp. 183~184)

社に対して規制当局は資産総額や内部制度の整備状況等の面で高いハードルを設置した上で、運用可能な金融商品を比較的安全な確定利付商品に限定した。さらに投資方式、運用限度額、外国証券保有残高についても、安全性重視の観点から詳細な基準を設けた（表2）。この段階では、保険会社の取得申請も規制当局の許認可もかなり慎重に行われたため、2004年末までQDIIとして許認可されるケースは1件もなかった。

2004年、QDIIによる対外証券投資の実績は事実上ゼロであり、対外証券投資のすべては依然として既存制度に基づくものであった。その実績は2003年と同様に芳しくなかった。短期債と株式への投資はゼロであり、中長期債への投資は売却が取得を上回り、大幅な売り越しを記録した。その結果、2004年の対外証券投資は2003年に比べ、さらに多額な純流入となり、65億米ドルの黒字を計上した（表3）。

一方、外国からの対中直接投資は依然として旺盛であったため、2004年の資本収支は1,100億米ドルの黒字を計上した。経常収支も687億米ドルの黒字を計上したので、国際収支不均衡の拡大はさらに勢いを増した。

ホットマネーの流入も減退せず、国際収支の誤差脱漏は史上最高の270億米ドルを記録した。巨額な資本流入が続く中で、中央銀行が元高を防ぐために、より大規模な為替介入を実施することを余儀なくされた。その結果、外貨準備高が6,000億米ドルを突破した（表4）。外貨準備の急増とともに、マネーサプライが引き続き増大し、経済の過熱化が一層進行した（図1）。

QDII制度を導入して5ヵ月後、ようやく第1号が誕生した。2005年1月10日、外国為替管理局が大手保険会社の平安保険集团公司に対してQDII資格を与えた上で17億5,000万米ドルの運用限度額を許可した。

表3 対外証券投資の実績：商品別内訳の推移

(単位：億米ドル)

		2004年	2005年	2006年	2007年
株式	取得	0	0	-16.78	-169.42
	売却	0	0	2.24	17.53
	純増	0	0	-14.54	-151.89
中長期債	取得	-0.81	-255.57	-1,092.53	-280.25
	売却	65.67	0.74	25.16	386.16
	純増	64.86	-254.82	-1,067.37	105.91
短期債	取得	0	-6.75	-22.28	0
	売却	0	0	0	22.74
	純増	0	-6.75	-22.28	22.74
合計	取得	-0.81	-262.32	-1,131.59	-449.67
	売却	65.67	0.74	27.40	426.43
	純増	64.86	-261.57	-1,104.19	-23.24

(出所) 国家統計局編（2004～07）、国際収支分析小組編（2005～07）

表4 国際収支の推移（単位：億米ドル）

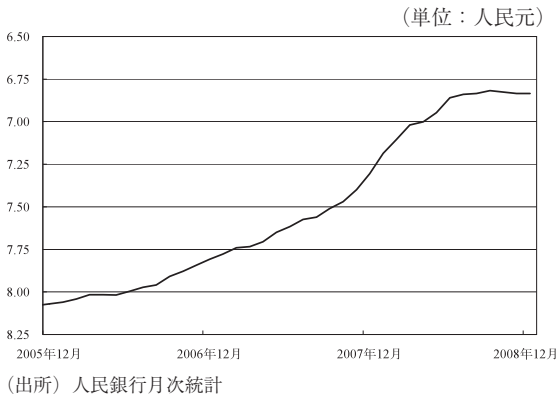
	2004年	2005年	2006年	2007年
経常収支	686.59	1,608.18	2,498.66	3,718.33
資本収支	1,106.60	629.64	100.37	735.09
外貨準備高	6,099.32	8,188.72	10,663.44	15,282.49
誤差脱漏	270.45	-167.66	-128.77	164.02

(出所) 国家統計局編（2005～07）、国際収支分析小組編（2007）

2005年に入ってから、人民元問題をめぐる対中批判が米国で再燃した。同年7月15日、米議会では、中国の為替操作を阻止するための法案が提出された。この法案にはWTOへの提訴等の具体的な対中制裁措置が盛り込まれた。他方、ドルペッグ制を主因とした国内経済の過熱化も全く解消されなかった。このような事態を受けて中国政府は外国為替制度の改革に踏み切ることを決意した。同年7月21日、人民元はドルペッグ制を離れ、バスケット制へ移行することになった。それ以降、人民元の対米ドル為替レートは一定の変動幅（±0.3%）で管理されていたにもかかわらず、緩やかな上昇傾向に転じた（図2）。

2005年、QDII制度が新たに拡充されることはなかったが、対外証券投資は2004年の純流入から一転し、262億米ドルの純流出を記録した。これによって証券投資の全体、即ち対外証券投資と対

図2 人民元の対米ドル為替レートの推移



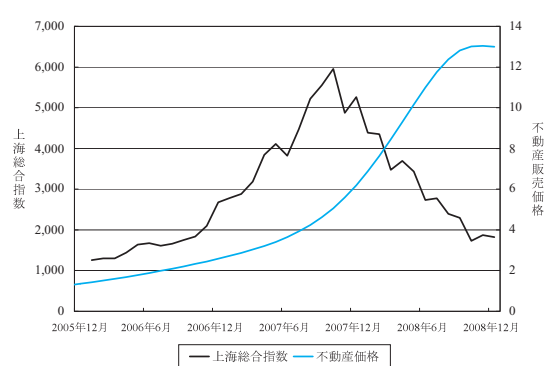
内証券投資の差額がマイナスに転じ、49億米ドルの赤字を計上した。

商品別内訳については、牽引車である中長期債への投資は著しく回復し、255億米ドルの純流出を計上した。短期債への投資も7億米ドルの実績を記録した。ただし株式への投資は依然としてゼロであった。これは為銀による対外証券投資は債券投資に限定されており、QDII資格を取得した保険会社もその時点で確定利付商品にしか投資できなかったことによるものであった(表3)。

対外証券投資の回復については、①対外証券投資の主力である大手銀行は、海外の証券取引所に上場したことによって、大量の外貨資金を調達することができ、その一部を中長期債への投資に向かわせたこと、②海外金利とりわけ米国の金利が上昇したことによって投資の収益性が向上したことが、その原因だということである(国際収支分析小組, 2005, p. 21)。

対外証券投資の全体は好転したとはいえ、QDIIの貢献度はそれほど大きくなかった。QDIIの範囲はその時点で保険会社に限定され、資格を取得したのも平安保険1社のみであった。たとえ平安保険が許可された運用限度額の17億5,000万米ドルをすべて利用したとしても、2005年の対外証券投資の流出額の1割にも満たなかった。即ち、

図3 上海総合指数と不動産販売価格の推移



(注) 不動産価格については、2005年7月時点の水準を1として、以降はそれに対する指数で示している。

(出所) 上交所信息中心編(2005年7月～2008年12月)、国家发展改革委員会速報

QDII制度は2005年時点で、それほど大きな効果をもたらさなかったといえる。

対外証券投資の好転は国際収支不均衡の是正につながらなかった。対外証券投資の増大によって資本収支の黒字は2004年に比べ、かなり減少したものの、依然として高い水準にあった。他方、経常収支の黒字は2004年の2倍以上に達し、1,608億米ドルを計上した。“双子の黒字”が解消されず、国際収支全体の黒字は誤差脱漏を差し引き、2,000億米ドル以上に上った(表4)。

国際収支不均衡の拡大が続く中で、為替レートの安定と金融政策の実効性を両立させることは、ますます困難になってきた。人民元はバスケット制へ移行したとはいえ、中央銀行は急激な元高を防ぐために、相変わらず頻繁に為替介入を行っていた。その結果、外貨準備高は8,000億米ドルを突破した(表4)。為替介入によって放出された流動性は絶えずに資産市場に流れ込み、バブルの膨張が進行の一途を辿った(図1, 図3)。中央銀行は不胎化介入による流動性の吸収を試みたが、望ましい効果が得られなかった(注4)。

3.2 第2次規制緩和（2006年）

2006年、中国政府はQDII制度の拡充を実施することを決定した。同年4月17日、中国政府は銀行を対象にQDII制度を導入した（銀监会2006年第121号通達）。規制当局は第1次規制緩和時と同様にリスクの抑制を重視し、QDII資格の取得を申請する銀行に対して為銀資格やリスク管理システムの整備状況等の面で高いハードルを設置した上で、投資可能な金融商品を確定利付商品に限定し、投資可能な海外市場を比較的監視しやすい香港市場に限定した（表5）。同年7月21日、中国銀行、工商銀行、東亜銀行の3行がQDII資格と総額48億米ドルの運用限度額を取得した。

さらに同年8月30日、外国為替管理局は外国為替業務取扱資格を有する基金管理公司（ファンド運営会社）に対してQDII資格を与えることを決定した。投資可能な金融商品の範囲は保険会社と銀行より広く、株式、投信、デリバティブ等も含まれていた。同年9月5日、華安基金管理会社が5億米ドルの運用限度額を取得し、QDII資格を有する最初の基金管理公司となった。

第2次規制緩和によってQDIIの範囲は保険会社から銀行、基金管理公司へと拡大された。2006年末時点で、銀行15行、保険会社15社、基金管理公司1社がQDII資格と合計191億米ドルの運用限度額を取得したということである。（国際収支分析小組、2006、p. 22）

2006年、対外証券投資は著しい規模的拡大を成し遂げ、2005年の約4倍に相当する1,104億米ドルの純流出を記録した（表3）。それによって証券投資全体の赤字額は2005年の約13倍に相当する677億米ドルに達した。

商品別内訳をみると、株式への投資は約15億米ドルの純流出を計上した。2006年末時点でQDII資格を取得した保険会社と銀行は株式投資が禁止されていたため、その実績はQDII資格を取得した基金管理公司によるものと考えられる。一方、中長期債への投資は依然として牽引車であり、2005年の4倍以上に相当する1,067億米ドルの純流出を記録した。短期債への投資も順調に伸び、2005年の3倍以上に急増した（表3）。

対外証券投資の急増については、①海外金利とりわけ米国の金利が引き続き上昇し、投資の収益性がさらに向上したこと、②国内の金融機関は外貨資産運用の面で、より多角化・グローバル化を重視するようになったこと、③対外証券投資の主力である大手銀行は、2006年も積極的に海外の証券取引場へ上場し、獲得した巨額の外貨資金の大部分を外国の中長期債への投資に向かわせたことが、その原因だということである（国際収支分析小組、2006、p. 20）。

QDIIの投資活動の詳細は明らかにされなかったが、2006年時点で許可されたQDIIの社数も運用限度額も2005年に比べると、かなり進展したと

表5 第2次規制緩和の内容

投資主体	外国為替指定銀行（為銀）	基金管理公司
QDI資格取得条件	①リスク管理システムが整備している、②豊富な対外投資の経験を有する、③直近1年間行政処分なし	外国為替業務取扱資格を有する
投資方式	QDII商品販売による資金調達→対外証券投資	①自己勘定、②外貨→外貨型
運用限度額	外国為替管理局が定める限度額を上限とする	外国為替管理局が定める限度額を上限とする
投資市場	香港市場に限る	主に香港市場
投資商品	確定利付商品に限る	①預金、②株式、③中長期債、④短期債、⑤投信商品、⑥デリバティブ、⑦その他

（出所）馮（2008、pp. 187～189）

いえる。しかし、総額191億米ドルの運用限度額がすべて利用されたとしても、2006年の対外証券投資の純流出の2割にも満たなかった。対外証券投資の牽引車は依然として為銀の自己勘定による外貨→外貨型の中長期債券への投資、即ち既存制度に基づくものであった。

対外証券投資の急増によって2006年、資本収支の黒字は2005年の6分の1に激減した。しかし、好調な輸出に支えられ、2006年の経常収支の黒字は2005年の約1.5倍に膨らみ、2,500億米ドルを計上した。その結果、国際収支全体の黒字は誤差脱漏を差し引き、2,470億米ドルに上った（表4）。この金額は2005年より400億米ドルも増えたので、2006年の国際収支不均衡は2005年に比べ、さらに拡大したことがわかる。

他方、人民元の対米ドル為替レートは一貫して上昇したとはいえ、バスケット制へ移行した時に比べ、わずか5%しか上昇しなかった（図2）。中央銀行が急速な元高の悪影響を懸念し、元高のスピードを為替介入でコントロールした結果、外貨準備高は1兆米ドルを突破した（表4）。金融政策の実効性より通貨価値の安定を重視したため、マネーサプライのコントロールが効かず、国内経済の過熱化とバブルの膨張は有効に抑制することができなかった（図1、図3）。バブルの崩壊による経済の急激な冷え込みを懸念した中央銀行は、金融引締めに乗り出し、年末までに金融機関の貸出基準金利を2回、預金準備率を4回引き上げたが、大きな成果が見られなかった。

3.3 第3次規制緩和（2007年～）

中国政府は国際収支不均衡およびそれに深く関わる国内経済の過熱化・バブルの膨張を解決するために、2007年、QDII制度を大幅に拡充することを決定した。2007年5月11日、銀行業監督管理委員会はQDII資格を取得した銀行に対して香港

市場で上場された株式への投資を解禁した（銀監会2007年第114号通達）。同年6月18日、証券業監督管理委員会は管理下にあるQDIIの範囲を基金管理公司から証券会社へと拡大した上で、QDII資格の取得と投資活動に関する基準をさらに具体化した（証監会2007年第46号通達）。同年7月25日、保険業監督管理委員会はQDII資格を取得した保険会社に対して人民元→外貨型の投資を解禁した上で、投資可能な金融商品に株式、転換社債、投資信託、各種証券化商品、CD（譲渡性預金）等を追加した（保監会2007年第2号通達）。さらに同年12月以降、銀行業監督管理委員会は外国の金融監督機関と相次いで協力備忘録を締結し、QDII資格を取得した銀行の投資可能な海外市場の範囲を順次に拡大してきた（表6）。

しかし、新たな規制緩和が実施されたにもかかわらず、対外証券投資の実績は芳しくなかった。商品別内訳をみると、株式投資は著しく増大し、2006年の約10倍に相当する152億米ドルに達した。これはQDII資格を取得した銀行と保険会社は株式投資が解禁され、証券会社もQDII資格を取得することが可能となった成果である。しかし、牽引車であった中長期債への投資は低迷に転じ、売却が取得を上回り、約106億米ドルの黒字を計上した。短期債への投資も純流入に転じた（表3）。即ち、株式投資による資本流出の効果が債券投資の資本還流に大きく相殺されたのである。債券投資が低迷に転じたことによって2007年、対外証券投資の赤字額は23億米ドルに止まり、2006年に比べると、大幅に減少した（表3）。

対外証券投資が低迷に転じたことについて、①新規対外借入（対外債務）に対する規制が強化されたため、為銀は外貨資金調達抑制され、対外証券投資へ向かわせる資金が量的に減少したこと、②2007年上半年期、国内資本市場は好況を呈したため、家計部門はQDIIが販売した投信商品よ

表6 第3次規制緩和の内容

投資主体	外国為替指定銀行（為銀）	保険会社
投資方式		人民元→外貨型投資を解禁する
投資商品	株式投資を解禁する	①株式、②転換社債、③各種債券、④投信商品、⑤各種証券化商品、⑥CDへの投資を解禁する
投資市場	英国、シンガポール、日本、米国への投資を順次に許可する	
投資主体	証券会社	基金管理公司
主な条件	①純資本が8億元以上、②資本資産比率が70%以上、③集合資産管理業務の経験が1年以上、④直近4半期の管理資産が20億元以上	①純資本2億元が以上、②ファンド業務経験が1年以上、③直近4半期の管理資産が200億元以上
投資商品	①株式、②債券、③投信商品、④預託証書、⑤不動産投信、⑥デリバティブ、⑦その他	
投資市場	証券業監督管理委員会と協力備忘録を締結した国（地域）に限る	

（出所）馮（2008, pp. 190～191）

り収益性の高い国内の株式やファンド等を選好したこと、③国内経済は依然として高度成長が続き、金融機関は対外投資より対内投資を重視したこと、④2007年下半年、サブプライムローン危機の影響を受けて国際金融市場が動揺したことが、その原因だということである（国際収支分析小組、2007, p. 20）。その他、対外証券投資の主力である大手銀行の海外上場ブームが過ぎたことや人民元高が進行する中で、金融機関は為替リスクを懸念し、対外証券投資に対して、より慎重になったこともその原因に付け加えることができる。

対外証券投資が低迷に転じた中で、QDIIの投資活動はどのようなものであったか、これについての詳細な情報は発表されていない。しかし、外国為替管理局の李東栄副局長は2007年10月、外国為替管理局と米国の大手投資銀行であるメリルリンチが共同開催した「2007年中国適格国内機関投資家シンポジウム」で、2007年9月時点でQDIIの運用限度額の総額が422億米ドルにまで引き上がったが、海外へ投資されたのは108億米ドル（グロス）に止まっているという事実を明らかにした。その後、2007年末にかけて、外国為替管理局は運用限度額の総額を660億米ドルにまで引き上げたが、QDIIの投資意欲は依然として低かった。

対外証券投資の低迷によって2007年の資本収支の黒字は、2006年の約7倍に相当する735億米ドルに達した。一方、経常収支の黒字は、2004年の5倍以上に相当する3,718億米ドルに膨らんだ。さらに2005年と2006年にマイナスに転じた国際収支の誤差脱漏も再びプラスに転じ、約164億米ドルを計上した。誤差脱漏を含めた国際収支全体の黒字は4,600億米ドルを超え、2006年の2倍に相当する金額に上った。国際収支不均衡の一層の拡大と為替介入を続けた結果、外貨準備高はついに1兆5,000億米ドルを突破した（表4）。

人民元の対米ドル為替レートの変動幅が2007年5月21日、従来の±0.3%から±0.5%に拡大されたが、国際収支に翻弄される通貨発行メカニズムは根本的に変わらず、国内経済の過熱化とバブルの膨張を抑制することが全くできなかった。中央銀行は金融引き締めを強化し、2007年末までに金融機関の貸出基準金利を6回、預金準備率を10回引き上げることを実施した。しかし、金利の引き上げは内外金利差を拡大させ、さらに投機資本を呼び寄せることになったため、引き締め策は期待する効果を得られなかった。

4. 規制緩和に対する総合的な評価と今後の課題

中国政府は国際収支不均衡の是正、ひいては国内経済の過熱化の抑制および米国からの人民元問題をめぐる対中批判を緩和するために、QDII制度を導入した。これは、対外証券投資を資本の調節弁として利用し、資本流入が過剰になるとき、調節弁を緩め、余剰資本を海外へ放出するという意図に基づくものであった。

しかし、対外証券投資の実績をみると、2005～06年、拡大傾向にあったが、2007年から内外情勢の変化を背景として縮小に転じた。QDIIの投資活動については、対外証券投資全体に占めるウェイトが低く、全体の動向を左右する要素にはならなかった。このため“双子の黒字”が解消されず、国際収支不均衡は拡大し続けた。

国際収支不均衡が拡大する中で、人民元高圧力は強まる一方であった。為替レートの安定を重視した中央銀行は従来の通貨発行メカニズムを根本的に変更しなかったため、金融政策の実効性が著しく低下した。為替介入によって生み出された過剰な流動性は株式市場や不動産市場に捌け口を求めた。先の図3から明らかなように、2005年7月以降、上海総合指数（A株）と全国の不動産販売価格とはともに上昇していった。ところが、2007年夏ごろ、サブプライムローン危機に起因して世界同時株安が勃発した。上海市場の株価も暴落し、株バブルの崩壊を迎えた。余剰資本が株式市場から撤退し、不動産市場に行き場を求め、不動産販売価格をさらに押し上げた（図3）。

他方、国際収支不均衡を主因に人民元の為替レートは長期的に上昇傾向にあった。中央銀行は為替介入を放棄しなかったため、米国からの対中批判は緩和されなかった。米国の対中貿易赤字は2007年、2,562億米ドルに上り、人民元問題は今

後も中米間の大きな争点であろう。

以上のように、QDII制度を中心とした対外証券投資の規制緩和を総合的に考察すると、国際収支不均衡の是正、国内経済過熱化の抑制および米国からの人民元切り上げ圧力・対中批判の緩和という目的は全く達成できなかったといわざるをえない。そればかりでなく、中国の対外証券投資は現在、新たな問題に直面している。

サブプライムローン危機が勃発するまでは、中国の対外証券投資のリスクは主に為替リスクに集中していた。ところが、サブプライムローン危機勃発後、とりわけ2008年9月、米国の大手証券会社であるリーマン・ブラザーズが経営破綻して以来、国際金融市場は混乱に陥り、中国の対外証券投資は新たに信用リスクと価格変動リスクを負わされることとなった。

対外証券投資の牽引車である中長期債への投資は米国の政府機関債と社債に集中していた。政府機関債は米国債に次ぐ高い信用力を有する債券であったが、政府系住宅金融機関であるファニーメイとフレディマックが経営危機に陥ってから、その信用度が著しく低下した。米国企業の社債も同じくリスクが高まっている。中国は5,000億米ドルほどの住宅関連証券、2,000～3,000億米ドルほどの自動車ローンやカードローンに関連する証券を保有しており、莫大な損失を被っているということである（金子、2008、p. 65）。

QDIIの投資は香港市場に集中している。世界同時不況・金融不安が進行する中で、香港市場もかなり影響を受けており、QDIIは多額な含み損を抱えているに間違いない。

このような状況下で対外証券投資の規制緩和は今後、どのように進めばよいのであろうか。以下の4点を提言したい。

第1に、対外証券投資を資本の調節弁として役割を果たすことは期待できるが、現段階の規制緩

和はまだ不十分であり、依然として多くの規制が残っている。QDII制度は対外証券投資の完全自由化を実現するまでの過渡的な措置にすぎず、今後、さらなる規制緩和が必要であろう。

第2に、対外証券投資の促進だけで国際収支不均衡を是正することは困難である。このため対外直接投資や対外貸付（商業ローン等）の自由化ならびに輸入の促進も重要な課題として取り組むべきであろう。他方、国内経済の過熱化と米国からの対中批判を緩和するために、変動相場制への移行は避けられない。

第3に、今回の米国発世界金融危機を教訓に、対外証券投資に関わるリスクの管理・抑制を重要な課題として取り組むべきであろう。対外証券投資に関わる残存規制を段階的に緩和・撤廃していくのは基本的方向であるが、個別投資先（国、地域）への偏重やリスクの高い金融商品への過度な投資を規制する等、必要最小限の規制措置を設けることも必要である。

第4に、既存制度に基づく対外証券投資もQDIIによる対外証券投資も外貨建ての投資であり、為替リスクは避けられない。したがって人民元建ての対外証券投資（パンダ債等）の促進も視野に入れて取り組むべきであろう。

注

(注1) 中国は1994年、管理変動相場制を導入したが、アジア通貨危機以降、対米ドル為替レートは1米ドル＝8.27元に固定されていた。米ドル以外の通貨に対しては変動していたが、米ドルに対して事実上の固定相場制をとっていた。

(注2) 誤差脱漏はマイナスになれば、資本逃避が生じていると考えられる。逆に、プラスになれば、ホットマネーの流入が生じていると考えられる。

(注3) 外貨準備の純増＝経常収支＋資本収支＋誤差脱漏、

である。

(注4) 不胎化介入とは、中央銀行が手形や短期国債を売却し、市中から流動性を吸収することである。

参考文献

- 金子勝（2008）『世界金融危機』岩波書店
- 馮俊（2008）「対外証券投資自由化に関する中日両国の比較分析」『松山大学論集』20（5），pp. 171～238
- 国際収支分析小組編（2005～07）『中国国際収支報告』国家外国為替管理局発行
- 国家統計局編（1995～2007）『中国統計年鑑』中国統計出版社
- 上交所信息中心編（2005年7月～2008年12月）『上証統計月報』上海証券取引所発行