

中国の資本自由化に関する分析と考察

Analysis on capital liberalization in China

李 翔

LI XIANG

目次

序章.....	6
第1章 途上国の資本移動自由化の分析と考察ーアジア通貨危機と南米通貨危機に関する論文サーベイからの示唆ー.....	10
はじめに.....	10
第1節 アジア通貨危機の発生の経緯と原因.....	11
1 アジア通貨危機の発生.....	11
2 アジア通貨危機前のアジア諸国の経済発展.....	12
3 アジア通貨危機の発生原因.....	15
3.1 金融改革の結果.....	15
3.2 経済状態の悪化.....	18
3.3 政府機能の低下.....	20
3.4 外貨準備の不足.....	21
3.5 通貨危機の深刻化.....	22
3.6 隣国への伝染.....	23
4 南米通貨危機.....	25
4.1 メキシコ通貨危機.....	25
4.2 アルゼンチンへの伝染と通貨危機.....	29
4.3 ブラジル通貨危機.....	32
4.4 チリの資本自由化.....	34
4.4.1 資本自由化政策の実施と債務危機.....	35
4.4.2 債務危機の特徴.....	37
4.4.3 選択的資本自由化と経済成長.....	38
4.4.4 短期資本規制の内容と効果.....	40
4.4.5 全面的な規制の撤廃.....	43
おわりに.....	43

第2章 中国の金融改革の現状と展望	48
はじめに	48
第1節 中国の金融改革の概観	50
1 金融改革の変遷	50
第2節 対外の資本取引制度	52
1 改革開放後の為替改革	52
2 WTO加盟と外貨準備高の急増	53
3 通貨バスケット制と過剰流動性	57
4 資本取引規制緩和	58
第3節 金融改革の問題と意義	63
1 為替制度	63
2 金融改革の意義	65
第4節 金融改革への展望	67
1 銀行業の対内開放	67
2 銀行業の対外開放	68
第3章 中国の資本規制の実効性	71
はじめに	71
第1節 先行研究	71
1 海外の先行研究	72
1.1 資本移動の方面	72
1.2 金融政策の独立性の方面	72
1.3 為替レートの安定の方面	73
1.4 他の方面	73
2 国内先行研究	74
2.1 資本移動の方面	74
2.2 金融政策の独立性の方面	75
2.3 為替レートの安定の方面	75

2.4 他の方面.....	76
3 先行研究のまとめ.....	76
第2節 資本規制政策の効果の考察.....	77
1 資本移動の規模と構造.....	77
2 資本流入の分析.....	80
3 資本流出の分析.....	82
4 誤差脱漏の分析.....	82
第3節 実証分析.....	83
1 分析フレーム.....	83
2 データ.....	83
3 テスト.....	86
3.1 単位根検定.....	86
3.2 共和分検定.....	87
3.3 VAR モデルの最適ラグ数検定.....	88
3.4 インパルス応答関数.....	88
3.5 分散分解.....	90
3.6 頑健性の検定.....	91
おわりに.....	92
第4章 中国における「国際金融のトリレンマ」についての実証分析	93
はじめに.....	93
第1節 資本取引政策.....	97
第2節 資本移動のテスト.....	100
1 フェルドシュタインとホリオカ (FH) の紹介	100
2 推計手法.....	102
3 単位根検定.....	103
4 推計結果.....	104
第3節 金融政策の独立性のテスト.....	106

1 分析の枠組み.....	106
2 単位根検定.....	107
3 共和分検定.....	108
4 インパルス応答関数の分析結果.....	109
5 頑健性の検証.....	112
おわりに.....	113
第5章 資本自由化による銀行業への影響—DEAに基づく考察—.....	115
はじめに.....	115
第1節 先行研究と位置づけ.....	116
1 国内方面.....	116
2 海外方面.....	117
3 先行研究のまとめと位置づけ.....	119
第2節 実証分析の枠組み.....	119
1 DEAについて.....	119
2 モデル構造.....	122
3 変数の選択と分析対象・期間.....	123
第3節 分析結果.....	126
1 各銀行の総平均技術的効率性.....	127
2 種類別の銀行の平均技術的効率性.....	128
3 種類別の銀行の年別技術的効率性.....	129
おわりに.....	132
終章.....	133
参考文献.....	136

序章

1980年代から中国は改革開放方針を実施して以来、対外開放が進みつつある。これより、中国は国際間の自由な貿易のみならず、資本の取引への対外開放の姿勢も前向きとなってきた。1996年4月に「外国為替管理条例」が実施され、経常収支勘定については外国通貨と人民元との交換性が実現した。引き続いて「IMF8 条国」に移行し、経常収支に関連する為替取引について完全な自由化が行われた。同時に、資本規制が徐々に緩和されつつあるものの、多くの方面で依然として厳しく規制されている。

近年、経済のグローバル化につれて中国と海外のつながりが深くなり、対外の資本規制の緩和はより加速している。そして、5年毎に発表されている「5ヵ年計画」の中身では、中国政府にとり資本取引の自由化が最終的な目標であることが明確化された。さらに、2016年に中国人民元は正式にIMFのSDR¹の構成通貨として採用されたにつれて、中国人民元の国際化について注目を浴びてきた。本論文の目的は、現段階の中国の資本自由化政策の効果や影響などを明らかにして、中国政府並びに各方面がこれからの資本自由化政策を判断する一助とすることである。

本論文では、最初に過去の資本自由化政策を実施したアジア諸国や南米諸国などの途上国を対象にして考察する。次にこれまで行われてきた中国の金融・資本の自由化に向けての国内的・対外的な改革を歴史的に俯瞰する。そして、これまで実施してきた資本規制の実効性について実証的に分析する。さらに「国際金融のトリレンマ命題」の下に現段階の中国は金融政策の独立性を保てるかを実証的に分析する。最後に資本自由化によって銀行業にどのような影響をもたらすのかを実証的に分析する。

その概要は以下の通りである。

第1章「途上国の資本移動自由化の分析と考察—アジア通貨危機と南米通貨危機に関する論文サーベイからの示唆—」では、より正確に資本移動自由化の性質を理解するために、過去の資本移動自由化政策を実施したタイ、インドネシアなどのアジア諸国とメキシコ、アルゼンチンなどの南米諸国の途上国が遭った通貨危機を考察する。そして、その経緯と原因を究明する。アジアと南米通貨危機の考察を通して、両方は通貨危機が発生した際は

¹SDR(特別引出権)とは、国際流動性を必要とするIMF加盟国がIMFを通じて他の加盟国に請求し、自由利用可能通貨を受け取るための請求権で、IMF協定に定められた特定の状況になると、IMFへの出資額に比例してIMFより配分される。

金融改革による資本市場を全開された一方で、為替相場制度に関しては、米ドルと連動し事実上のドル・ペッグ制を採用していた。その結果、次のような事実発見を得ている。第1に、ドル・ペッグ制を維持するために市場介入を頻繁に実施したことで、国内に過剰流動性が生じ、資産価格バブルや過剰投資の原因となった。第2に、国際的な資本移動が活発化する中で、ドル・ペッグ制は為替投機や急激な資本流出に対する脆弱性を増していた。第3に、ドル・ペッグ制の下で、海外からの借り入れに関する為替リスクが過小評価され、外貨建て借り入れの拡大を助長した。第4に、硬直的なドル・ペッグ制の下で、均衡為替レートからの乖離が生じやすいし、ドル・ペッグ制崩壊とその後の大幅な下落の原因となった。

第2章「中国の金融改革の現状と展望」では、1980年代から行われてきた中国の金融改革を歴史的に俯瞰する。経済改革開放後、中国の金融制度は大きく改革された。中央銀行としての中国人民銀行と市中銀行を分離していたモノバンク制度が終わった。1984年に人民銀行が預金準備率操作を金融政策手段として導入する同時に、1985年には国全体のマネーサプライをコントロールする信用創造計画の策定が財政部から離され、財政部、中国人民銀行、国家計画委員会が共同で策定するようになった。商業銀行法や中央銀行法は1995年に制定され、中国人民銀行の独立性を強めた。そして、改革開放後の為替制度の変遷と2001年WTO加盟後の中国資本市場の変化を分析する。また、過去の日本の金融改革と比較して、中国の金融改革の進捗状況を見る。最後に銀行業の対内外の開放政策を通して、金融改革が直面している課題を示唆する。

第3章「中国の資本規制の実効性」では、経済グローバル化の潮流で、海外との融合が深まっている中国は依然として一定程度、資本移動を規制している。しかしながら、自由な資本移動を規制するためによりコストをかけなければならない。そのため、中国の資本規制の実効性を考察するのは、これから中国はどのように資本規制の効率性を強めるかという思考の助けになる一方、どのような資本自由化政策を推進すべきかの判断を補助することである。先行研究を通して、資本規制の実効性を考察するために、主にファクトファインディング、フェルドシュタインとホリオカテスト、VARモデル(多変量自己回帰モデル)などを用いている。中国の資本規制政策の実効性に関してはVARモデルを用いて分析したのは希少性がある。VARモデルは変数間の関係を分析することができる。構造モデルでは

なく、誘導型ではあるが、資本規制政策の効果が見られる。そのため、本章は VAR モデルを用いて、中国の資本規制の実効性を考察し、分析を行う。

第 4 章「中国における国際金融のトリレンマについての実証分析」では、近年、Rey (2013) によると、世界金融循環(global financial cycle)という概念が出されて、資本が自由に移動できる場合に世界金融循環が為替制度と関係なく国の金融政策を制約すると指摘している。つまり、国際金融のトリレンマをジレンマに変え、資本移動が規制されている場合にのみ、独立した金融政策が可能であるとした。国際金融のトリレンマ説をめぐる議論は従来にも増して熱を帯びているが、決着していない。現在の中国では、為替レートは完全ではないがある程度の変動が認められており、資本移動も不完全だが一定程度自由になっているという「中間的制度」とも言える制度が採用されている。本章の目的はマンデル＝フレミングに関連する「国際金融のトリレンマ」説を再検討する同時に、この中間的制度の下で、中国の金融政策の独立性が保てるかどうかを実証的に分析する。それを明らかにするために、中国の資本移動と金融政策の独立性を 2 つの部分に分けてそれぞれを実証分析を行った。資本移動に関してはフェルドシュタインとホリオカ(1980)のテストを用い、中国、先進国としての G7 と開発途上国としての BRICS を分析対象にし、1980 年－2018 年の年次データを分析期間とし、2005 年 7 月に為替相場制度を変更する以前の 1980 年－2004 年と変更後の 2005 年－2018 年を二段階に分けて分析した。金融政策の独立性に関しては標準型 VAR モデルを用い、中国、アメリカ、日本とヨーロッパを分析対象にし、1999 年－2018 年の各国の短期金利の月次データを 2005 年 7 月に為替制度改革の前後に分けて、1999 年 1 月－2005 年 6 月と 2005 年 7 月－2018 年 12 月を 2 つの期間を分けて実証分析を行った。その結果、中国は 2005 年 7 月に事実上のドル・ペッグ制から管理変動相場制へ移行したが、それ以前に、資本移動が厳しく規制されていた。金融政策の独立性も一定程度保たれていた。「国際金融のトリレンマ」説は現段階での中国に妥当するとわかった。為替制度改革後、ある程度での資本自由移動政策と中間的な為替制度の下で、金融政策の独立性は外国の金融政策に影響され始めた。

第 5 章「資本自由化による銀行業への影響—DEA に基づく考察—」では、2001 年 WTO への加盟後、特に 2003 年に「境外金融機構入股中資銀行管理方法」が公布されて以来、中国の銀行業の対外開放プロセスは加速している。それに伴い、中国資本系の銀行への資本参

入を目指す外国投資家(金融機関)が増えており、2004年、2005年から集中的に外資参入を受け入れた銀行も増えてきた。さらに2019年、外資による中国資本系の銀行への資本参入に対して、出資比率の上限(単独出資:20%、共同出資:25%)が全て撤廃された。資本自由化の進展による外資参入を受け入れた中国の銀行業は経営環境が変わる中で、相対的な効率性の変化について実証分析を行った。

実証にあたっては複数の出力を同時に分析するために、確率論的な生産関数、費用関数ではなく、決定論的な包絡分析法(DEA)を用いた。具体的には銀行がほとんど外資参入を受け入れた時期としての2004年から、最新の手に入れられるデータとしての2019年まで期間の4大国有商業銀行、6の株式制商業銀行と5の地方商業銀行で合計15の銀行を分析対象とした。入力を総資産額、従業員数、本支店数と外資持株比率、出力は金利収入と非金利収入として規模に関して収穫可変的なVRSの出力志向型モデルを用いた。

結果は3種類の銀行は外資を受け入れた後で、効率性が向上したと明らかになった。その中で、大規模の国有商業銀行は中小規模の株式制商業銀行と地方商業銀行よりも効率的となった。また、想定外の結果として外資参入によって銀行のリスク管理が改善されて、国際金融危機の中でも優れた効率性を保っていたと示唆している。外資参入による国内銀行業への影響が明らかになった。中国政府に資本自由化政策の実施の有効性に対して有力な証拠を提供することができると思う。

「終章」では、本論文から得られる結果をまとめ、今後の研究課題を提示した。

第1章 途上国の資本移動自由化の分析と考察

ーアジア通貨危機と南米通貨危機に関する論文サーベイからの示唆ー

はじめに

近年、過渡期にはあるものの、経済のグローバル化につれて、実物経済だけでなく金融経済(マネー経済)の面でもグローバル化が進展するとみられる。中国は資本移動の自由化に対して、依然として規制が存在している。しかしながら、世界の潮流に従って、規制が緩和されつつあるとみられる。

2014年11月、「滬港通(Hugangtong)」(上海証券取引所と香港証券取引所の相互受け入れ制度)及び2016年12月「深港通(Shengangtong)」(深セン証券取引所と香港証券取引所の相互受け入れ制度)が開始され、中国の国内の個人投資家は海外株式投資ができ、海外の個人投資家も中国株式投資ができるようになった。「滬港通」と「深港通」の開始とともに、海外から中国本土株式市場に直接投資する環境が徐々に整えられつつあるとの判断から、2017年6月、MSCI指数²が新興国株式指数に中国A株(中国本土上場の人民元建て株式)を新規に採用することを発表した。これは中国の資本市場の対外開放に向けてより一歩前進んだと指している。また、五年毎に発表されている「五ヵ年計画」の中身によって、中国政府は資本取引の自由化が最終的な目標であることが明らかである。

ところで、資本が自由に国境を越えて移動することが良いのか悪いのかに関して世界でよく議論されてきた。Fischer et al. (1999)を代表としての「資本自由化賛成派」は国の発展につれて、資本自由化の実施が避けられないものである。国内の住民と政府に対して、より有利な条件とより洗練された海外市場を借りて貸与する大きなメリットをもたらすことができる。先進的な金融技術の導入により、自国の金融市場は効率的に成長することができる。貯蓄と投資の両方をより適切に配分すれば、経済成長はより迅速かつ持続可能になると指摘している。一方、Cooper(ハーバード大学教授)を代表としての「資本自由化批判派」は財・サービス市場と金融市場の異質性を指し、貿易の自由化が比較優位による特化を促進することによって、自国と外国の資源の効率的な利用を促進できるが、資本の自由化が世界各国での貯蓄の効率的な配分を促進できるかどうか疑念の余地があると指摘し

²MSCI: 国際的な証券投資のパフォーマンスを測定するために世界中で広く利用され、世界の機関投資家の約90%以上がグローバル株式投資のベンチマークとして採用している指数。

ている。

そのため、本章ではより正確に資本移動自由化の性質を理解するために、過去の資本移動自由化政策を実施したアジア諸国や南米諸国などの途上国が遭った通貨危機を考察し、その経緯と原因を究明し、資本自由化の道に近づいてきた中国が参考になる経験をまとめよう。本章の構成は以下のとおりである。第1節では、アジア通貨危機の発生の経緯と原因を説明し、危機を深刻化させた問題について論じる。第2節では、南米通貨危機の発生と原因について論じる。第3節では、本章において考察した経験と啓示をまとめる。

第1節 アジア通貨危機の発生の経緯と原因

1 アジア通貨危機の発生

1980年代初期では、多くの発展途上国が大量の外資を借り入れて、過度の資本流入のリスクを認識してきたタイ政府は必要に応じて公的部門の借入を制限していた。そのため、タイは債務危機に巻き込まれずに経済が成長していた。また、この時期に民間資本の移動はインドネシアやマレーシアなどの近隣諸国と比べたら、為替・資本管理制度を維持していたタイが比較的安定していた。

ところが、グローバル経済化の進展やさまざまな金融商品の開発および先進国と発展途上国は資本規制について緩和されたことにより、規模が大きく急速な資本移動がグローバル経済のリスクを高めてきた1990年代には、タイ政府は自国の良好なファンダメンタルズ（年率9%の経済成長率）を背景に大量の短期資本を受け入れるようになった。しかし、96年に、株価や不動産など資産価値の暴落により、銀行のバランスシートも影響され悪化した。その結果、バンコク商業銀行が破綻し、資本が流出し始めた。97年5月にはタイの中央銀行はヘッジファンドのパーツ売り出しの行為に対して為替レートの下落を阻止するため、大量の外貨準備を使ってパーツを買い支えたが、為替相場の維持が出来なくなった。同年の7月にドルとの固定相場制から管理変動制に移行した。これによってパーツの為替レートが暴落した。その結果、通貨危機を勃発した。

経済が順調に成長していたタイは通貨危機の発生について、アジア諸国を分けて見よう。まずはシンガポールおよび香港である。先進国並みの経済構造と資本自由化を特徴とするシンガポールおよび香港はアジア通貨危機が勃発した後で影響を与えられたが、それほど

大きくなかった。金融市場の発達と制度の完備や良好な対外経済状況などは通貨の安定性に働いた。次はタイ、マレーシアおよびインドネシアなどである。これらの国では発展途上国の経済構造と先進国並みの資本自由化のミスマッチが通貨危機を招致する結果となった。恒常的な経常収支赤字構造と外資依存型の経済状態を背景に、過度の資本自由化は経常収支赤字の拡大や対外債務の増加につながった。それに為替市場の厚みの不足は短期資本流出に伴う為替レートの下落を助長した。最後は中国とインドなどである。発展途上国の経済構造とこれに対応する慎重な選択的資本自由化を背景にこれらの国は通貨危機の影響を回避できた。Krugman(1998)では中国は固定為替相場制を維持していたにもかかわらず、為替・資本管理制度を厳しく実施しているので、通貨危機でタイのような打撃を受けなかったと指摘した。

アジア諸国の経済開発のあり方が類似し、その経済開発の国際環境もほぼ同様であった。資本自由化と経済発展のバランスが維持された国では通貨が比較的安定だった一方、このバランスが崩壊した国では通貨危機が余儀なくされる結果となった。経済発展と資本自由化のバランスが崩壊したとき、経済の安全性と効率性のバランスも崩壊することになる。これはタイの金融危機の原因であろう(周 1999)。

2 アジア通貨危機前のアジア諸国の経済発展

アジア諸国の経済は1960年代から90年代にかけて目覚ましい発展を遂げ、1993年には世界銀行が「東アジアの奇跡」を発表して、それによって東アジアの諸国はなぜ1960年代から90年代にかけて目覚しく発展してきたのかを説明した。貯蓄率が高く国内投資を促進させるとともに、人的資本と物的資本の蓄積および資源の効率的な配分が経済全体の生産性を上げさせ、東アジアの目覚ましい経済成長を可能にしたと指摘した。

しかしながら、Krugman(1994)では、東アジアの急成長は生産性の向上ではなく、資本や労働といった過剰投入、および教育水準の劇的な改善や投資金額の大幅な引き上げによる発展だったと指摘されていた。また、表1の成長会計(コブ・ダグラス型の生産関数)³から

³成長会計式： $Y=AK^\alpha(HL)^{1-\alpha} \rightarrow \frac{\Delta y}{y} = \frac{\Delta A}{A} + \alpha \frac{\Delta k}{k} + (1-\alpha) \frac{\Delta H}{H}$

Y：国民総生産、y：一人当たりの所得、A：全要素生産性、K：資本投入、k：一人当たりの資本投入、L：労働投入、H：人的資本の教育水準、 α ：資本分配率、 $(1-\alpha)$ ：労働分配率

も、東アジアの資本への投入の寄与率は、人的資本や全要素生産性と比較して高いことが認められる。

表 1 地域の成長会計(1973～1994 年の年平均)

単位：%

地域	一人当たり GDP 成長率	生産要素別成長寄与率		
		全要素生産性	物的資本	教育水準
東アジア	4.2	1.0	2.5	0.6
南アジア	2.6	1.3	0.9	0.3
アフリカ	0.6	-1.3	0.4	0.2
中近東	-0.3	-1.9	1.1	0.5
南米	0.3	-0.8	0.6	0.4
先進 23 カ国	1.7	0.4	1.0	0.4

出所：Bosworth and Collins(2000)により作成

そのため、1960 年代から 1990 年代にかけて急速に成長してきた。高い人的資本と高い貯蓄率による高貯蓄・高投資の経済構造を形成した(表 2)。表 2 によると、アジア通貨危機発生の源泉としてのタイはなぜ 80 年代からずっと経常収支赤字の状態におかれていたのかを IS バランス⁴によって説明できるでしょう。

こうしたアジア諸国の特徴は、各国が比較優位を変化させつつより高次元の工業化を目指していく分業体制が構築され、いわゆる「雁行型」の発展を遂げてきた点に特徴がある。先進諸国や中南米地域などに比べて、アジア地域の経済成長率はそれぞれの 3 倍で、大体的な経済発展を遂げてきたといえよう(表 3)⁵。

⁴IS バランス：(S-I)-(G-T)=EX-IM

IM: 輸入、EX: 輸出、I: 投資、G: 政府支出、S: 貯蓄、T: 税収

⁵二村英夫(2001)を参照

表2 アジア諸国の国内貯蓄と資本形成の状況(対GDP比) 単位:%

	1980～84		1985～89		1990～94		1995～96	
	国内貯蓄	資本形成	国内貯蓄	資本形成	国内貯蓄	資本形成	国内貯蓄	資本形成
アジア地域	28.3	29.1	31.1	26.2	33.0	31.0	33.4	32.6
タイ	19.2	24.1	27.9	29.2	34.3	40.1	33.6	41.1
インドネシア	21.6	22.1	24.7	24.7	29.0	27.0	28.9	28.3
韓国	25.4	29.4	34.7	29.5	35.4	36.8	34.2	36.7
マレーシア	31.6	34.1	28.6	26.5	30.9	36.7	35.1	42.6
シンガポール	39.8	44.8	40.6	34.6	46.2	33.8	50.8	35.0
フィリピン	19.9	27.4	17.5	18.1	18.8	22.5	18.7	22.7
香港	31.7	28.7	35.0	23.6	34.2	27.5	30.5	30.9
中国	34.3	25.4	35.1	29.5	39.5	31.5	40.6	34.4
台湾	31.1	25.7	35.7	19.8	28.3	22.9	28.0	21.9
日本	30.8	29.5	32.5	26.2	33.1	31.0	31.0	32.6
中南米地域	18.3	20.1	19.7	19.4	19.3	19.2	20.7	18.6
先進諸国(G7)	21.9	21.8	21.0	21.0	19.8	20.3	20.3	19.3

出所：IMF World Economic Outlook Data Base により筆者作成

表3 アジア諸国の実質GDP成長率の推移 単位:%

	1980～84	1985～89	1990～94	1995～96
アジア地域	6.4	7.1	7.4	7.3
タイ	5.7	9.0	9.0	7.2
インドネシア	5.0	5.6	8.0	8.1
韓国	6.3	9.5	7.6	8.0
マレーシア	6.9	4.8	8.7	9.0
シンガポール	8.6	6.2	8.7	7.8
フィリピン	1.3	2.7	1.9	5.2
香港	7.8	6.9	5.3	4.4
中国	9.3	9.9	10.7	10.1
台湾	7.2	9.1	6.5	5.8
日本	3.1	4.5	2.2	2.7
中南米地域	0.9	2.5	4.5	2.5
先進諸国(G7)	1.8	3.5	1.8	2.3

出所：IMF World Economic Outlook Data Base により筆者作成

1990年代に入ってからにはアジア諸国がさらに海外の資本を自国に流入するために、相次いで金融改革を行い、資本自由化などをより推進していった。例えば、1990年代以前のタ

イでは、経常取引収支項目および資本収支項目について、為替管理を実施していたが、1990年 IMF8 条国に移行した後、資本自由化を進み始めた。

3 アジア通貨危機の発生原因

3.1 金融改革の結果

アジア通貨危機の原因について多くの研究者は資本自由化の進展によって大規模な外国資本流入が要因であることを指摘している (Steven et al. (1998)、柳坪めぐみ(2003)など)。また、1997年のアジア通貨危機が勃発した後、Rodrik(1998)、Wade and Veneroso(1998)、および Stiglitz and Furman(1998)などは通貨危機が資本自由化との関連性を指摘し、過度の資本自由化による「市場の失敗」や不安定なホットマネー(短期資本)の移動が、通貨危機の主な原因であると主張してきた。Williamson(1998)の研究も金融危機は必ずしも資本自由化に起因するとは限らない。しかし、金融危機が発生した大半の国では資本自由化が金融危機の発生を助長したことが明らかであると指している。そして、Didier and Schmukler(2013)によると、海外のエージェントが国内資本の購入(資本流入)と国内のエージェントが海外資本の購入(資本流出)による国際資本の動きを景気循環と金融危機の間の総資本フローの状況を 103 カ国に対して 1970 年から 2009 年までの国際通貨基金の国際財務統計からの国際収支データを用いて分析した。総資本フローは特に純資本フローは非常に大きく変動することを示している。外国エージェントがある国内に投資する場合、国内エージェントは海外に投資する傾向があり、その逆も同じである。総資本フローは景気によって循環している。金融危機の際に、特に深刻な危機の間に、総資本フローが縮小し、すなわち、外国エージェントによる資本流入と国内エージェントによる資本流出、両方の減少で経済を崩壊すると指摘した。そのため、本節は資本自由化を出発点としてアジア通貨危機を考察しよう。アジア通貨危機を考察するならば、アジア通貨危機の発端としてのタイを避ければ通れない。

1990 年代になると、タイ政府は金利自由化や資本自由化などの金融改革を実施し、資本市場の開放度は ASEAN 諸国の中に先頭を切った。その時期、タイ政府は経済の成長を求めるとともに直接投資(FDI)のような長期資本の流入が限りに近づくにつれて、高いリスクが付いている短期資本についての規制も緩和するようになった。その結果、資本自由化を加

速させ、短期資本を自国に急激に流入した。また、1993年に海外の資本財輸入に伴い拡大する貿易赤字をファイナンスするため、多額の海外資金導入を目的にバンコク・オフショア市場(Bangkok International Banking Facility:BIBF)が創設された。この新興オフショア市場は、従来のそれとは異なり海外からの資金調達のルートとして非居住者からの資金を調達し、居住者に融資する取引が中心となった。そして、海外借入れ低金利と国内高金利間の大幅な金利格差は、実質ドル・ペッグ制によって補償されていることで、長期国内貸付を目的に海外商業銀行から主として短期借入を拡大させるところで金融仲介者の役割を果たしていた。その結果、金融仲介者はますます商業銀行短期借入を増大させ、海外直接投資の役割は相対的に低下した⁶。

以上のような急進的な金融改革はタイの経済に対して非常に大きな影響を与えた。大量の海外資本がタイへ流入し、とりわけ短期資本の流入を前より急増した。国内の地場の金融機関は高騰の不動産市場や成長を遂げる国内企業の資金需要に対して、表4及び表5からも明らかのように、短期外貨建て対外借入(海外資本)への依存度が顕著に高くなって、海外資本による短期融資は、自国の地場銀行を通して長期融資に変形し、国内に海外資金が大量に流入してきた。

表4 タイの資本流入

単位：億ドル

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
1 直接投資	25.7	20.3	21.1	18.1	13.7	20.7	23.5	38.6
2 証券投資	-0.3	0.3	9.2	54.6	24.7	42.3	36.9	48.5
株式投資	4.5	0.4	4.5	26.8	-4.1	21.2	11.7	39.2
債券投資	-4.8	-0.1	4.6	27.8	28.8	21.1	24.2	8.3
3 その他投資	67.6	98	64.8	67.4	98.6	192.1	118.9	-149
借款	50.2	69.1	44.6	41.3	84.1	155.6	92.3	6.9
貿易信用	6.4	7.1	2.8	5.0	2.6	2.1	-1.8	-4.3
非居住者パーツ預金	13.4	20.6	17.5	26.8	20.4	33.8	29.2	-49.8
その他の負債	-2.4	2.2	-0.2	-5.7	-8.5	0.6	-0.8	-101
合計	92.9	119.6	95.1	140	138	256.1	177.1	-62.5

出所：Bank of Thailand, databank により筆者作成

⁶吉川久治(2014) pp156

表5 タイの対外の債務

単位：(百万ドル)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
1 公的部門	11,515	12,810	13,068	14,171	15,714	16,402	16,805	17,166
長期債務	11,257	12,105	12,518	14,171	15,534	16,317	16,751	17,146
短期債務	257	706	550	-	180	85	54	20
2 民間部門	17,791	25,068	30,553	37,936	49,152	66,166	73,731	69,093
長期債務	7,633	10,382	12,189	15,302	20,153	25,155	36,172	34,277
短期債務	10,161	14,686	18,364	22,634	28,999	41,011	37,559	34,875
商業銀行	4,233	4,477	6,273	5,279	9,865	14,436	10,682	9,488
長期債務	286	338	731	1,263	3,451	4,443	2,314	3,824
短期債務	3,947	4,139	5,532	4,016	6,414	9,992	8,368	5,664
ノンバンク	13,560	20,591	24,290	24,917	21,176	24,227	31,863	29,526
長期債務	7,347	10,044	11,458	12,654	13,733	16,913	23,161	20,136
短期債務	6,213	10,547	12,832	12,263	7,443	7,314	8,701	9,391
BIBF	-	-	-	7,740	18,111	27,503	31,187	30,079
長期債務	-	-	-	1,385	2,969	3,799	10,697	10,317
短期債務	-	-	-	6,355	15,142	23,704	20,490	19,762
3 金融当局	-	-	-	-	-	-	-	7,157
合計	29,308	37,878	43,621	52,107	64,866	82,568	90,536	93,416
長期債務	18,891	22,487	24,707	29,473	35,687	41,472	52,923	58,580
短期債務	10,417	15,391	18,914	22,634	29,179	41,096	37,613	34,836

出所：Bank of Thailand, databank により筆者作成

表5から見ると、1990年代はタイの対外借入の対象が主に民間企業であることがわかる。その大量の民間レベルの借入に関して政府の監督不足と不完備の規制は通貨危機を誘発する一つの要素である⁷。

また、90年代に入ってから、金融規制などの緩和や撤廃によって民間部門の借入に対する需要がどんどん上昇していった。それに伴い短期債務の対外債務総額の比率が著しく高くなった。1990年の際に民間部門の対外債務額は公的部門の対外債務額の約1.5倍になったが、1996年に入ってからはその差がさらに約4.4倍に拡大していった。民間借入については対外債務残高が著しく増えた上に、短期債務も長期債務増加により急増していく。最後に、タイへの資本流入に占めるFDIの割合は、1990年代に入ってからはずっと低下し

⁷ Joseph. E. Stiglitz(1998b)

ていく一方、間接投資(短期資本)が急増してきた。大量な短期資本の流入につれてタイの資本フローの変動幅がさらに広がって、資本移動の不安定さが高くなった。そして、タイへのFDIの急減は国際貿易の面には競争力を低下させた一つの原因ではないでしょうか。

タイは急進的な資本自由化などの金融改革(表6)を実施した結果、国内で流動している資本の構造が完全に長期資本から短期資本へと変換したと言えるでしょう。この変化の過程で政府の機能がうまく働かず、短期資本の外資の流入を加速させ、短期資本の全体の資本規模に占める比重がさらに高くなった。そのため、外国資本に対する依存度がさらに高くなったことを招致した。

表6 タイの金融改革

90年/5月	IMF8条国に移行
	為替管理(経常取引)の自由化
91年/4月	非居住者パーツ建て預金の自由化
	居住者・非居住者への外貨貸付の自由化
	居住者・外貨建て預金勘定の制限付き認可
92年/5月	パーツによる輸出代金受取りの認可
	輸出代金による外貨建て債務の返済および輸入代金決済の認可
	居住者外貨建て預金勘定による関連会社の対外債務返済認可
	バンコク・オフショア金融センターの開設
93年/3月	対外直接投資規制の緩和
94年/2月	海外関連会社に対する貸付規制の緩和
	銀行の非居住者貸出枠の撤廃

出所：各種の資料により作成

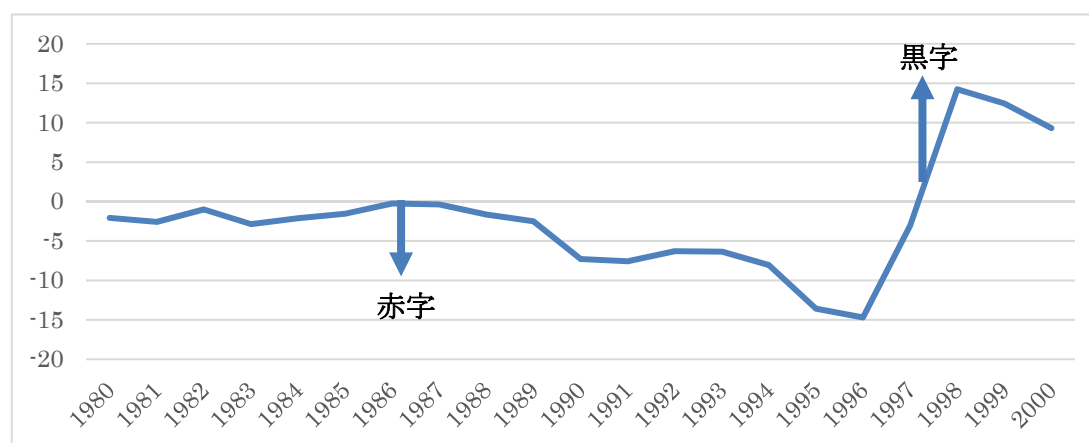
3.2 経済状態の悪化

アジア通貨危機発生の原因について、国の経済状態(ファンダメンタルズ)と短期資本移動をよく研究者たちに討論されている。例えば、郡司大志(2000)では通貨危機に共通のファンダメンタルズとして、外貨準備、GDP成長率、国際流動性の指標(M2と外貨準備の比)、銀行貸出(国内信用)、実質実効為替レートをサンプルとして、分けて推定した。OECD諸国では自己実現的危機⁸が、新興市場ではファンダメンタルズによる危機が起きていた可能性

⁸Obstfeld(1996)は欧州危機を契機として国のファンダメンタルズを注目し、どのような条件下で通貨危機が発生するかを分析した。あるファンダメンタルズの水準の基では、投機家の期待が異なれば同じファ

が示された。また、相対的に自由な金融市場を持つ OECD 諸国と、相対的に管理された新興市場の金融市場と比べると、ファンダメンタルズ要因は自由化が進むと共に気付かなくなる傾向があるとも考えられる。資本自由化につれて大量な資本流入と流出が問題になったことと一致する結論をつけた。タイが通貨危機を勃発した際に過剰の資本が流入してファンダメンタルズが悪くなったことも真実の状況でしょう。まずはタイの経常収支から見よう(図 1)。

図 1 タイの経常収支の推移(億ドル)



出所：Bank of Thailand, databank により筆者作成

1980年代から通貨危機発生の1997年にかけて、ずっと経常収支赤字の状態に止まっている。しかも、1990年代に入ってから経常収支赤字の幅もさらに拡大したのを示した。こうした状態になった要因は総供給を上回った総需要が拡大しつつあることとタイバートの切り上げとみられる。90年代の経常収支赤字を上回る大量の資本流入を通じて、バートの切り上げのプレッシャーが強まり、このプレッシャーを解消するためにタイ政府は為替介入を行って、マネーサプライの拡大、外貨準備高の増加および過剰流動性ということをもたらした。つまり、90年代には経常収支赤字の規模が広くなりつつあるにも拘らず、外貨準備高もどんどん増えていくようになった(表7)。

また、表7によってマネーサプライおよび民間信用ともに拡大していく傾向を示している。大量の資本流入によるマネーサプライ及び民間信用の拡大は国内の投資がさらに国内の貯蓄を上回って、経常収支赤字をより悪化させてしまった。

ンダメンタルズの基でも異なる均衡が選ばれる(自己実現的均衡)ことが示される。

表7 タイのマクロ指標

単位：%

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
外貨準備(億ドル)	133	175	204	246	293	360	377	262
外貨準備の増加率	26.7	31.6	16.6	20.6	19.1	22.9	4.7	-30.5
M2 の対 GDP 比	69.8	74.1	74.7	78.9	77.8	78.9	79.5	89.9
民間信用の対 GDP 比	64.3	67.7	72.1	79.8	90.9	97.5	101.0	116.0
消費者物価の上昇率	5.9	5.7	4.1	3.4	5.2	5.7	5.8	5.6
経常収支の対 GDP 比	-8.5	-7.7	-5.5	-5.1	-5.6	-8.1	-7.9	-2.0
資本収支の対 GDP 比	10.6	12.0	8.5	8.4	8.5	14.0	10.2	-10.0
財政収支の対 GDP 比	4.5	4.8	2.8	2.1	1.9	2.9	2.3	-0.6
対外債務残高の対 GDP 比	31.9	38.4	37.5	42.1	45.4	49.5	50.1	61.7

出所：IMF International Financial Statistics Yearbook 1998 により筆者作成

3.3 政府機能の低下

90年代初頭にタイ政府は急進的に金融改革を実施し、大量の外国資本を流入してきた。その結果、政府の経済調整機能を弱めた。90年代後半、タイバートの切り上げや経常収支赤字の悪化などの問題が深刻化し、過剰の短期資本流入に付いたリスクをタイ政府は意識するようになったが、良い解決の政策がなかなか見つけない。タイ政府の政策調整の余地を資本自由化によって制限されている一方、為替相場調整のコストも対外短期債務の急増によって高くなる結果となった。

また、90年代後半では、経常収支赤字を是正するために2つのオプションがあった。第一に、金融引き締め政策である。しかし、実質ドル・ペッグ制のタイは為替相場の安定を維持するために為替介入を行わなければならないので、金融引き締め政策が効かない結果をしかもたらさない。第二に、実質ドル・ペッグ制を放棄し、為替レートを切り下げることである。しかし、今の時期には民間部門から莫大なドル建ての債務があつて、バートの切り下げによってデフォルトなどの問題を引き起こすかもしれない。そして現地の金融機関が国際金融市場から資金を短期で借入、それを国内企業に長期で貸付していること、および海外の投機家たちはバートの切り下げという期待をした場合に狙う可能性が高いので、為替相場の調整が行けないでしょう。こうした中で、90年代後半に、過剰の短期資本の流入による問題に対して、政権が不安定化したタイは割高レートを維持しなくなり、通貨危

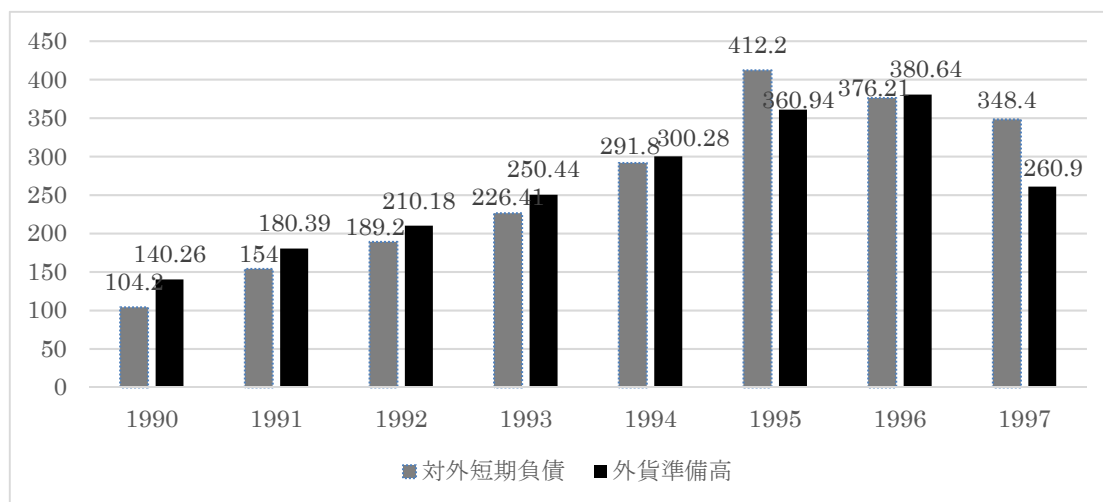
機の誘因になってしまった。

3.4 外貨準備の不足

タイでは過度の短期資本流入をバックグラウンドに経済状態の悪化や経済調整に対する政府機能の低下がさらに進んだ一方で、外貨準備高に対する対外短期債務額の比率も上がっていく。短期債務の増加や経済状態の悪化などにより通貨危機が発生するという予想が高くなって、短期資本が大量に逃避させる一つの原因となった⁹。

外貨準備の変化から見ると、1990年代に入ってから通貨危機発生前の1996年まで外貨準備高が急速に増える傾向にあった。1996年の外貨準備高は1990年の外貨準備高の約3倍になった。年々増えていった外貨準備高を見るだけでは、タイの自国通貨防衛の能力が強くなるということである。しかしながら、90年代に入ってからタイの対外短期負債も年々増える傾向を示し、1995年の際に外貨準備高を上回って412億ドルに達した(図2)。外貨準備高を上回った対外短期債務の急増はタイ政府の通貨の防衛能力が市場に疑われるようになった。こうしたタイに対する市場の予想が悪くなり、投機家はタイバーツに対する売り投機をし始め、短期資本流出が激化したあげくタイバーツの切り下げを余儀なくされるようになった。

図2 対外短期負債額と外貨準備高 (億ドル)



出所：Bank of Thailand, databank のデータにより筆者作成

⁹Obstfeld(1996)の自己実現型(Self-Fulfilling)通貨危機理論によって、経済状態(ファンダメンタルズ)の悪化と短期債務の急増などにより通貨危機が必ずしも発生するとは限らない。ただ、これらの状況によって通貨危機が発生するという予想に形成されれば、こうした予想によって通貨危機が実現される。

Stevenet al. (1998) によれば、海外の資本はタイから撤収の原因は短期資本の流出が急増し、外貨準備の取り崩しによってパーツの暴落が回避できないという予想にあった。そうなると、パーツの暴落で企業の対外債務返済負担が重くなり、デフォルトのリスクが高くなる。つまり、外貨流動性の低下をバックグラウンドに、投資家は早く資本を撤収したほどリスクが低くなると判断して、短期資本の流出を加速させた。この視点から、タイの通貨危機発生の原因は過度の短期資本流入であると指摘された。

3.5 通貨危機の深刻化

タイは資金流出を阻止するためには金利を引き上げたいが、経済危機が発生している中で金利を引上げれば、資金調達コストが増加し、銀行の経営に圧力を加えるので、金利を引き上げようとしても、なかなかしにくい。一方、金利を上げられないことで、資本流出を止めさせないので、タイはパーツの為替レートの下落に対応できずに通貨危機が深刻化するとともに、ダブル・ミスマッチによって銀行のバランスシートもますます悪化してきた。

そして、海外から大量に流入する資金と自国通貨増加圧力に対して、ドル・ペッグ制を維持するためにマネーサプライを増やし続けたので、国内の信用供与が増え、景気が過熱する一方、それによる為替減価圧力に対して自国通貨買いの介入を行い、マネーサプライが減少する(相殺効果)とともに、外貨準備を減少させた。このようにして、資本移動が自由で金利裁定が働く状況で為替レートを固定すると、金融政策の独立性を失うという国際金融のトリレンマの問題が生じ、資本の流出入などの外的ショックが為替相場で調整されずに、国内のマクロ経済に影響を与えたと考えられる¹⁰。さらに、Krugman(1999)では高い資本移動性の世界では、投機的攻撃の脅威が中心的な問題となっていることは明らかであると指摘した投資家の投機行為とに伴うパーツ売りにつれて、タイ政府は窮境に陥られたようになった。やがて1997年7月に、タイ政府は実質的にドル・ペッグ制を放棄せざるを得なかった。変動相場制に移行したがそこからパーツ相場が暴落し始め、通貨危機が勃発した。

¹⁰島田(2017)

3.6 隣国への伝染

タイは通貨危機が発生してから、基礎的なファンダメンタルズ変数がさほど悪くなかったマレーシア、インドネシアや韓国などのアジア諸国に伝染し、特にインドネシア及び韓国で通貨の暴落と経済の低迷を引き起こした。インドネシア及び韓国においてもタイと同様に資本の引き揚げと投機攻撃が生じたのである。危機の伝染の現象は世界の経済と資本市場の統合が非常に進んでいたことを証明するものであった。インドネシアと韓国の 90 年代の経済状況を見たものが表 8 である。

表 8 インドネシアと韓国の経済状況の推移

単位:%

年	インドネシア				
	1994	1995	1996	1997	1998
経済成長率	7.5	8.2	7.8	4.7	-13.1
経常収支(対GDP比)	-1.6	-3.3	-3.3	-1.8	4.0
財政収支(対GDP比)	0.9	2.2	1.2	-0.7	-1.8
銀行信用増加率	23.0	22.6	21.4	29.3	33.2
資本収支(対GDP比)	3.9	6.2	6.3	-0.3	-7.7
うち銀行融資等	1.9	3.1	2.7	-1.2	-5.9
年	韓国				
	1994	1995	1996	1997	1998
経済成長率	9.2	9.6	7.6	5.9	-5.47
経常収支(対GDP比)	-1.4	-1.9	-4.9	-1.7	12.5
財政収支(対GDP比)	0.3	0.3	0.1	-1.3	-3.8
銀行信用増加率	20.1	15.5	20.0	21.9	8.5
資本収支(対GDP比)	3.1	3.9	4.5	-2.0	-2.7
うち銀行融資等	1.7	2.5	2.1	-1.7	-4.4

出所：IMF World Economic Outlook Data Base と石山(2004)により筆者作成

(注)銀行信用は民間部門向け貸付の年末残高。銀行融資等の「等」は企業間信用、貿易信用。

インドネシアでは、90年代初期に小幅な財政赤字であったものの、1994～96年の財政収支は小幅な黒字になった。90年代の経常収支赤字の対GDP比も3%ぐらいであった。ただし、90年代に実施された金融規制緩和で銀行の新規参入が易くなり、銀行の設立が相次ぎ、銀行数は88年の111行から95年の240行にまで拡大・乱立した。経営基盤が脆弱であった民間銀行の貸し出し残高は93～96年に年20%を超える非常に高い増加を示しており、ここに増加した資本流入の影響が現れている。97年以降のさらに高い増加はインドネシア銀行（中央銀行）が経営不安となった民間銀行に流動性を注入したためである。

韓国においても、90年代はじめに小幅の財政赤字が見られたが、1993～97年には一貫して小幅ではあるが財政収支は黒字となっていた。経常収支赤字の対GDP比も96年(4.9%)

を除けば2%前後であり、93～97年に民間銀行の貸し出し残高は年に20%を超える高い増加率を示した。これはやはり資本流入の増加を反映するものだったが、金融緩和が行きすぎたと言わざるをえない。

韓国では銀行というよりは企業の経営不安が金融緩和の理由となっていた1996年と97年前半には、韓国の銀行は外国の銀行から短期融資を受け、その資金を国内の貸し出しに回した。この時期の対外短期債務の急増は、97年後半からの融資返済の急増、再借り入れの困難という危機につながっている。

こうして、インドネシアと韓国では金融システムの脆弱性という問題が浮かび上がった。その1つは対外債務の増大であり、もう1つは銀行の貸しつけ資産の劣化である。表9には示されているようにインドネシアと韓国は1996年あるいは97年までの対外短期債務が急増していた。しかしそれでも、石山(2004)によると、97年後半に危機がおこるまで「ファンダメンタルズの悪化はなかった」という判断がふつうは行われていた。

表9 インドネシアと韓国の対外債務と外貨準備 単位:億ドル

年	インドネシア			
	1994	1995	1996	1997
長期債務	884	984	967	972
短期債務	195	260	322	360
対外準備	121	139	183	166
債務・GDP比(%)	63	65	58	65
短期債務・対外準備比(%)	161	190	176	217
年	韓国			
	1994	1995	1996	1997
長期債務	539	561	714	948
短期債務	402	590	930	632
対外準備	256	327	340	204
債務・GDP比(%)	25	25	27	33
短期債務・対外準備比(%)	157	180	274	310

出所：IMF World Economic Outlook Data Base と石山(2004)により作成

韓国では、1997年起亜や真露などの財閥グループがあい次いで破綻し、また第一銀行とソウル銀行の不良債権問題が深刻となった。また同年には、340億ドルあった対外準備の大部分が民間銀行に貸しつけられて通貨当局には使用できないものとなっていることが判明した。98年1月には、第一銀行とソウル銀行が国有化された。また、インドネシアでは、主として不動産価格の下落によって95年末から銀行の破綻が増えていった。95年11月にはハリボ銀行に取りつけが発生し、97年11月に政府が16の問題銀行を閉鎖したときにも多

数の銀行に取り付けが発生した。

通貨の売り圧力は、インドネシア・ルピアに対しては1997年6月から、また韓国・ウォンに対しては97年10月下旬から高まった。ルピアは88年以来対ドルで事実上ドル・ペッグ制をとっていた。また、ウォンは80年2月に、それまでの対ドル・ペッグを通貨バスケット（中身は非公表）へのペッグに変更したが、97年には対ドル・ペッグと言える。投機家にとっては好都合なことであった。

インドネシアにおいては若干の先物ルピア売りも見られたが、それよりは国内の銀行と企業が多額の外貨建て債務の返済をヘッジするため通貨オプション（一定価格で外貨を購入する権利）を大量に購入し、それを見た外国の銀行と投資家がルピアを売ったことが重要であろう。韓国では現在に至るまで為替取引には実需原則が課せられており、非居住者には先物取引が許されていない。したがってウォン売りは直物ペースであった。

結局、インドネシアは8月14日に、また韓国は11月17日に通貨フロートに追い込まれて、通貨が暴落し始めた。通貨の下落によって、外国投資家はドル買いをさらに急いだ。

とくにルピアの下落は激しかった。1997年6月に1ドル=2450ルピアという水準にあったが、外貨の資金繰り困難が深まるとともに9月には1ドル=3055ルピア、12月には4909ルピアにまで下落した。98年に入っても下落は止まらず、1月に1万ルピアの大台を突破し、8月半ばには1ドル1万6650ルピアにまで下落した。ルピアの暴落は、インドネシア経済全体に対して、市場の信認が完全に失われたために起こったものだったと言える。ウォンは1997年6月に1ドル=890ウォンという水準にあったが、9月に910ウォン、12月に1480ウォンに下落し、98年3月には1600ウォンにまで下落した。タイをはじめアジア諸国の経済が非常に酷い打撃を受けた。

4 南米通貨危機

4.1 メキシコ通貨危機

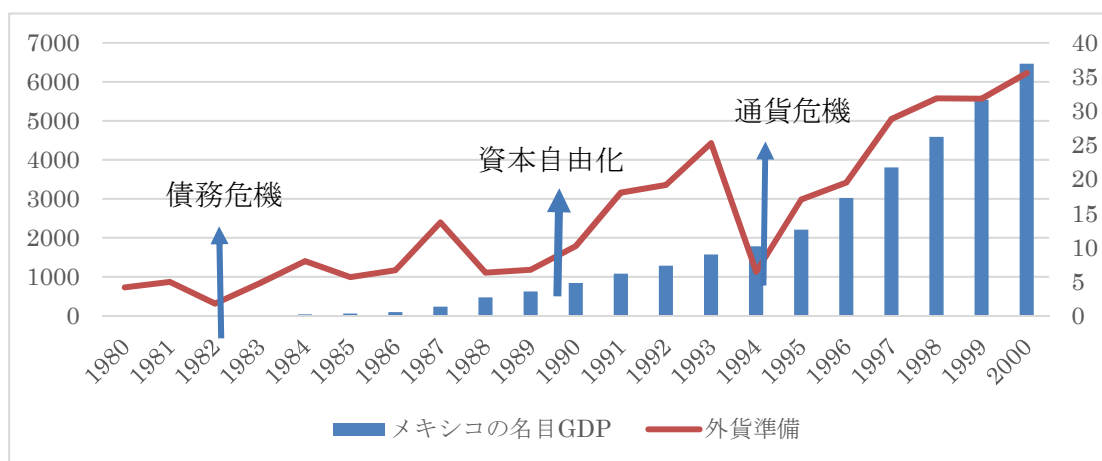
アジア通貨危機が発生する前、メキシコやアルゼンチンなどの南米諸国もこの辛い経験をしたことがあった。1994年にメキシコが勃発した通貨危機の原因について多くの研究者は分析した。その原因について大雑把に以下のように大別できよう。

1994年中に発生した政治的・社会的混乱を強調しているが、銀行セクターのモラル・ハ

ザードが借入を拡大させたことを指摘された「外生ショック説」(Gil Diaz et al. 1996a、1996b)、実質為替レートの切り上げおよび貿易自由化の組合せが経常収支赤字を拡大させたところに、国内信用がさらに増加したこと、またアメリカ利子率および政治的ショックが重なったことを指摘した「実体経済不均衡説」(浜口[1995])、投機家の群集心理的行動や自己実現的期待を重視した「期待重視説」(Sachs et al. 1996)である。また、Krugman(1979)による第一世代通貨危機のモデルではマクロ経済の状況(ファンダメンタルズ)の悪化が原因で通貨危機が発生するという考え方である。財政赤字の続いている国において、政府がマネーサプライや通貨切り替え(貨幣発行)によってファイナンスを行っている場合、通貨危機に陥りやすいと指摘した。本節では「実体経済不均衡説」を踏まえて危機の振り返りを行った。

1982年のメキシコ債務危機以降、メキシコはIMF・世界銀行の構造調整政策を受け入れ、新自由主義(ネオリベリズム)に基づく金融改革、すなわち金融市場の自由化、貿易の自由化、国内市場の規制緩和と民営化、そして対内投資管理の撤廃などを実施するとともにマクロ経済的措置としては財政赤字の削減および金融引き締め政策を実施した。こうした金融改革によって80年代後半から90年代初期に大量の海外資本がメキシコに流入し、それを基盤に高度の経済成長が継続した。メキシコは90年代に入ってから1992年から93年にかけて積極的に金融改革を実施することによる証券投資を中心に海外資本が激増したことをバックグラウンドに実質為替相場は上限に維持された。また、大量の海外資本の流入により、外貨準備は大幅増加していた(図3)。

図3 メキシコの名目GDPと外貨準備(右軸)の推移(10億ドル)



出所：IMF World Economic Outlook Data Base により作成

伊藤（2007）は、外貨準備が増加している経済は健全であることを示していると指摘されていた。しかしながら、資本が急激に流出する際に、固定為替相場制を維持するために為替介入を実施し、外貨準備は枯渇するまで消耗されて、固定為替相場制を維持することが出来なくなる。

メキシコは1993年にAPEC加盟、1994年にNAFTA(North American Free Trade Agreement; 北米自由貿易協定)への加盟、しかもNAFTAの発足に伴って経常収支赤字がさらに拡大し、それを移動の速い短期資本によって補填された。具体的には、ドル連動の短期国債(テソボノス)、インフレ調整付き国債(アフスタボノス)、短期ペソ建て国債(セテス)およびボノデスの政府債と、株式市場への投資であった。表10にみられるように、1993年に証券投資の純流入は143億ドルを記録した。1994年に入ってから為替相場の切り下げの思惑から為替リスクを持たないテソボノスへ転換し、1994年末の金融危機発生の際に外国人投資家保有証券残高は、セテスが50億ドル、テソボノスが170億ドル、株式が250億ドルから300億ドル等であったとされている。しかしながら、この時期にはメキシコの実質為替相場はインフレ抑制を目的に過大評価され、経常収支赤字がGDP比で7%に達していた。このため、固定為替相場制が維持できるかどうかに対する市場の懸念が広まり、切り下げへの予想が高まっていたと言える。

表10 メキシコの経済指標

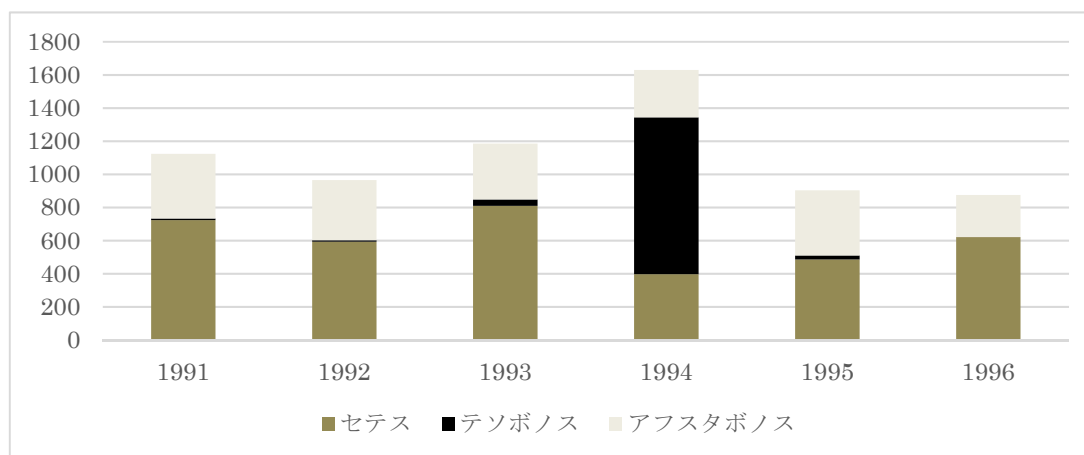
単位：10億ドル

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
インフレ率	9.8	7.0	35.1	34.4	20.6	16.0	16.6	9.5	6.4	5.0
実質GDP成長率	1.8	4.5	-6.2	5.4	6.8	5.0	3.7	6.8	-0.4	1.2
失業率	3.4	3.7	6.2	5.5	3.7	3.2	2.5	2.2	2.5	2.8
財政赤字/GDP	0.7	-0.3	-0.2	-0.1	-0.6	-1.2	-1.1	-1.1	-0.7	-0.7
政府債務/GDP	19.5	31.7	36.8	26.5	21.6	23.6	21.9	20.7	20.1	22.8
経常収支/GDP	-6.8	-8.1	-0.5	-0.6	-1.5	-3.0	-2.3	-2.7	-2.3	-1.7
実質為替レート 1991=100	100.3	103.0	152.1	135.5	117.7	117.9	108.2	100.0	92.9	92.1
外貨準備高	25.3	6.4	17.1	19.5	28.9	31.9	31.8	35.6	11.8	50.7
総対外債務残高	131.7	140.2	166.6	157.5	148.7	159.9	167.3	158.5	158.3	na
長期債務残高	90.7	97.0	113.5	114.4	111.8	125.2	138.7	139.5	140.3	na
短期債務残高	36.3	39.3	37.3	29.8	27.7	26.3	24.1	18.9	18.0	na
長期債務純流入	2.6	4.6	15.5	4.6	0.3	11.4	12.7	1.0	2.5	na
直接投資純流入	4.4	11.0	9.5	9.2	12.8	11.9	12.5	14.2	24.7	na
証券投資純流入	14.3	4.5	0.5	2.8	3.2	-0.7	3.8	0.4	0.2	na

出所：IMF World Economic Outlook Data Base と西島(2003)により作成

さらに、1994年1月にはメキシコの南部チアパス州でサパティスタ国民解放軍が武装蜂起し、ならびに同年の3月にハーブ・バナメックス銀行会長誘拐事件、同23日の与党立憲革命党大統領候補コロシオ暗殺、9月には与党幹事長マシュー暗殺など、大統領選挙を前にしてメキシコ政治に対する不透明感が強くなり、急激に資本流入が低下した。そして、従来のセテス中心の短期ペソ建て国債をドルにリンクした短期国債テソボノス中心にシフトさせた(図4)。

図4 メキシコの国債残高(億ペソ)



出所：桑原 小百合(1999)により作成

この間、外貨準備高は激減したが、経常収支赤字の拡大および過大評価に関して為替相場の切り下げなどの対策は実施されず、資本流入を促進させるために国債金利が上げられたにすぎない。

こうした状況で、1993年にアメリカで低金利政策を実施したため、公定歩合や短期金利フェデラル・ファンド(Federal Fund Rate)は3%を設定された結果、アメリカの資金は高利回りを求め新興市場であるメキシコに大量に流入した一方、メキシコへの短期収益を追求する民間証券投資資金の流入も、1994年2月アメリカが金融引き締めを実施し、フェデラル・ファンドは6%、公定歩合は5.25%に上昇したことを契機にして資金はアメリカ本国に還流し始めた。その結果、メキシコの外貨準備高が253億ドルから64億ドル激減していった。このため、メキシコ政府は1994年12月20日に14%為替レートの切り下げを発表した。しかしながら、この切り下げはペソ売りプレッシャーを緩和する効果をもたず、対外準備がほとんどなくなり、1994年中に大量に発行されたテソボノスの償還期日が近づく

につれて、ペソ売り・ドル買いがパニック的のように起こっていたあげく、12月22日に固定相場制を放棄し、完全変動相場制に移行することになった。移行後、市場のペソ売りのプレッシャーの増大によって、変動相場制に移行してからの約1ヶ月後に65%のペソの暴落となり、通貨危機が勃発した。

4.2 アルゼンチンへの伝染と通貨危機

メキシコの通貨危機の勃発は最も影響を及ぼすのがアルゼンチンである。表11からみると、1993年～94年の経常収支赤字のGDP比はアルゼンチンがメキシコと比べたら、約3%であり、メキシコほど悪くなかった。しかしながら、石山義英(2004)によると、メキシコに似たところはアルゼンチンのドル・ペッグ制と銀行システムの脆弱性が高まっていたということである。

表11 GDP比率で見た経常収支、資本収支、外貨準備増減の推移

	1991	1992	1993	1994	1995
メキシコ					
経常収支/GDP	-6.2	-9.0	-6.8	-8.1	-0.5
資本収支/GDP	8.8	8.2	8.4	3.7	-4.1
外貨準備増減/GDP	2.8	0.5	1.8	-4.5	3.2
アルゼンチン					
経常収支/GDP	-0.2	-2.5	-3.0	-3.8	-1.8
資本収支/GDP	1.9	4.8	3.9	3.3	0.1
外貨準備増減/GDP	1.4	2.0	1.0	0.2	0.0

出所：IMF World Economic Outlook Data Base と石山（2004）により作成

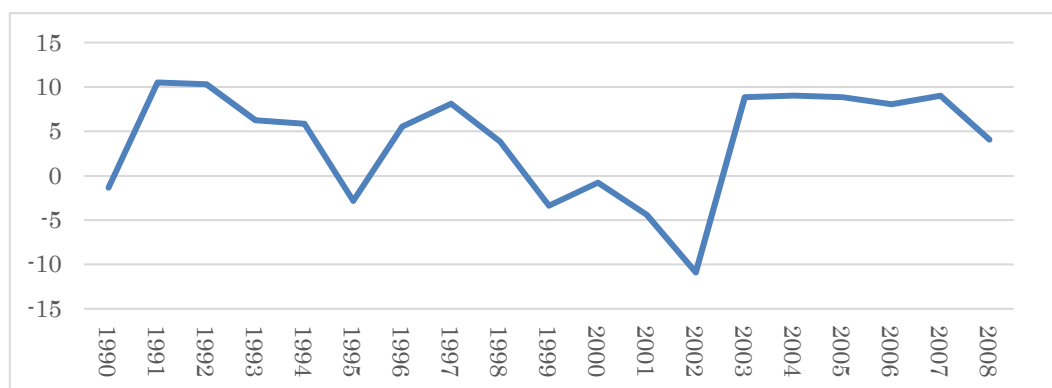
メキシコが変動相場制に移行した翌週、アルゼンチンは3.5億ドルの対外準備を減少し、また、1994年末の138億ドルの外貨準備は95年3月までに3分の1を減少した。そして、アルゼンチンのペソ建ての債券および株式が売られ、大量の資本が流出していった。株価指数も94年末と比較して95年3月には50%暴落した。

1991年4月にアルゼンチンはそれまでの変動相場制から1ペソを1ドルに固定しているカレンシー・ボード制に移行した。松井（2010）ではこの制度の下では通貨供給量が保有するドルによって制約されるので金融政策の独立性を事実上放棄するデメリットとひきかえ

に、通貨価値安定の大きなメリットがあり、カレンシー・ボード制の導入後は、同国のハイパー・インフレは収束したと指摘した。そして、同年「兌換法」¹¹を実施し始めた。カレンシー・ボード制をとる国では、対外準備の減少が厳格な通貨供給の減少と金利の上昇をもたらし、デフレが深まる傾向がある。これに加えてアルゼンチンは財政の引き締め政策を実施した。アルゼンチンの経常収支赤字はこのデフレによって相当に縮小し、1995年後半には資本流出はほとんどなくなった。このため、95年のアルゼンチンの危機は短い期間で解決されたといえよう。

アルゼンチンは1995年の通貨危機を一時に乗り越えた。1997年にアジア通貨危機に端を発する新興国市場の通貨危機が隣国のブラジルに波及し、ブラジルは1999年初にはレアルとドルのリンクを放棄して、変動相場制への移行を余儀なくされた。ブラジルの通貨切り下げに対してアルゼンチンは切り下げできないため国際競争力が大きく低下し、また、不景気の下でも機動的な金融緩和政策が採れずに景気後退が長引いた¹²(図5)。結局、2002年には通貨危機が勃発した。

図5 アルゼンチンの経済成長率



出所：IMF World Economic Outlook Data Base により作成

1990年代のアルゼンチンはメキシコと同様にネオリベリズムに基づく積極的に資本自由化や金融自由化などを推進し、アメリカやIMFなどから高く評価されていた。このような背景には、1991年にアルゼンチンは激しいインフレを抑制する一方、ペソを変動させ

¹¹1991年にメネム政権は「兌換法」により物価・経済の安定化を図るとともに、国営企業の民営化、貿易の自由化、関税の引き下げ、外貨規制の全廃など一連のドラスティックな構造改革を行うなど、強力な自由開放経済政策・構造調整政策を遂行した。

¹²松井謙一郎(2010)

ないことによって海外からの投資を増加させるために変動相場制からカレンシー・ボード制に移行した。カレンシー・ボード制のおかげでメキシコ通貨危機の影響を短期間で解消されたが、この制度はデメリット面もある。確かにカレンシー・ボード制への移行につれてアルゼンチンの激しいインフレは下がった。しかしながら、アメリカ等の先進国のインフレ率と比較したらまだ高かった(表 12)。

表 12 アルゼンチンと先進国のインフレ率の推移 単位：%

	1990	1991	1992	1993	1994
アルゼンチン	1344	84.0	17.6	7.4	3.9
アメリカ	5.4	4.2	3.0	3.0	2.6
イギリス	7.0	7.5	4.3	2.5	2.0
日本	3.1	3.3	1.8	1.2	0.7

出所：IMF World Economic Outlook Data Base により作成

その結果、アルゼンチンのペソは過大評価となる(実質レートの上昇)傾向となり、国際市場におけるアルゼンチンの国際競争力を低下させて、輸出に大きな打撃を与えた。また、1999年1月にブラジルは変動相場制への移行で、アルゼンチンの経常収支赤字は拡大する傾向になった。もう一つのデメリットは国際金融のトリレンマによって固定相場制で自由な資本移動を実現すると、固定相場制の対象としての国の金融政策にあわせる必要が生じるため独立した金融政策が行えなくなる。1991年にカレンシー・ボード制を導入されて以来、アルゼンチンの長期金利と短期金利はアメリカのそれよりも2%ぐらい高いところで変動していた。ただし、この変動は完全にアメリカの経済状態に左右されていたものであり、アルゼンチンの経済の景気の良いか悪いかとまったく関係がなかった。1999～2000年の際にはアルゼンチンの経済市場が不況でも、ただアメリカの経済市場が好況としたら、金利が高い水準に下がらないということはかなりありうるのである。

これに加えて、90年代後半にアルゼンチンの財政赤字が拡大したとともに政府はドル建ての国債を外国に売って赤字を補填したが、その結果対外債務はかなり拡大した。2001年末総対外債務は約1300億ドルに達した。しかも1999年より経済成長率がマイナスに継続し、アルゼンチンの経済の困難が次第に拡大する時期となり、市場ではアルゼンチンのデ

フォルトに対する懸念が広まった(表 13)。2001 年 12 月 23 日、公的債務のデフォルトをアルゼンチン政府は公表して、世界の資本市場から実質的に締め出されることとなり、国際金融界にショックを与えさせた。

表 13 アルゼンチンの経済指標 単位：%、10 億ドル

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
インフレ率	7.4	3.9	1.6	0.1	0.3	0.7	-1.8	-0.7	1.5	40.6
実質 GDP 成長率	5.9	5.8	-2.9	5.5	8.0	3.8	-3.4	-0.8	-4.4	-11.0
失業率	9.6	11.5	17.5	17.2	14.9	12.9	14.3	15.1	17.4	21.0
財政赤字/GDP	1.5	-0.3	-0.6	-2.1	-1.6	-1.5	-1.7	-2.5	-3.1	-1.4
政府債務/GDP	29.4	32.2	35.8	37.8	36.4	39.0	43.8	46.4	54.7	58.4
経常収支/GDP	-3.4	-4.3	-2.0	-2.5	-4.2	-4.9	-4.2	-3.1	-1.7	8.3
実質為替レート	81.0	80.6	85.9	87.5	84.6	82.1	76.0	76.7	74.8	174.0
外貨準備高	15.5	17.9	17.6	19.3	24.3	26.5	25.7	27.8	26.5	19.4
総対外債務残高	61.2	70.9	92.7	105.0	123.0	136.0	145.0	146.0	131.0	134.0
長期債務残高	52.5	63.7	71.3	81.6	90.6	105.0	111.0	113.0	103.0	99.6
短期債務残高	8.7	7.2	21.4	23.5	32.0	31.0	29.4	28.3	29.0	34.4
長期債務純流入	7.1	7.2	5.9	11.5	8.7	11.4	8.7	4.6	-5.9	-13.2
直接投資純流入	2.8	3.5	5.6	7.0	9.2	7.3	24.0	11.7	3.2	1.4
証券投資純流入	5.5	1.2	1.1	1.0	1.4	-0.2	-11.0	-3.2	-0.1	0.4

出所：ECLAC(国連ラテンアメリカ・カリブ経済委員会)、西島(2003)により筆者作成

こうしてアルゼンチン政府は 2002 年 1 月 11 日、1991 年「兌換法」とカレンシー・ボード制を撤廃した。その結果、40%のペソ切り下げと二重為替制度を導入され、さらには 2 月 11 日変動相場制へ移行した。結局、アルゼンチンの通貨危機は、アジア諸国でみられたような、金融システムの不健全性、過度の短期債務への依存、バブルの終焉、投資家による投機的攻撃によるものではなく、カレンシー・ボード制の限界と財政規律の問題(その裏の政治問題)、そしてそれに基づく政府債務の返済困難化が直接的にカレンシー・ボード制の信頼を損なったことを原因とするものであった(西島 2003)。

4.3 ブラジル通貨危機

1990 年代初期、アルゼンチンと同様にハイパー・インフレによる経済問題にあったブラ

ジルは、1994年に経済安定化を実現するために「リアル計画」¹³という政策が実施し、1990年代後半はインフレの抑制に成功した(表14)。1995年にはインフレ率が93年の2477%から22.4%にまで低下し、マクロ経済の安定化に成功した新興国市場として直接投資、長期借り入れや証券投資などの形式で外国の資本を大量に流入してきた。

表14 ブラジルの主要経済指標 単位:%、10億ドル

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
インフレ率	1927	2075.8	66.0	15.8	6.9	3.2	4.9	7.0	6.8
実質GDP成長率	4.5	6.2	4.2	2.5	3.1	0.1	1.0	4.0	1.5
失業率	11.0	10.5	9.9	11.2	11.6	14.7	14.7	8.5	12.5
財政赤字/GDP比	-0.8	1.1	-4.9	-3.4	-4.3	-7.4	-3.4	-1.2	-1.4
政府債務/GDP比	32.6	30.1	30.6	33.3	34.4	41.7	48.7	48.8	52.6
経常収支/GDP比	-0.1	-0.3	-2.4	-2.8	-3.5	-3.9	-4.3	-3.8	-4.2
実質為替レート(1991=100)	82.4	82.5	73.4	69.0	68.1	71.4	107.6	100.6	119.1
外貨準備高	32.3	38.8	51.8	60.2	52.2	44.5	36.3	33.0	35.9
総対外債務残高	143.8	151.2	160.5	181.3	198.0	241.0	243.7	238.8	226.4
長期債務残高	112.9	119.6	129.1	145.3	163.1	206.3	205.7	206.1	189.7
短期債務残高	30.6	31.4	31.2	35.9	34.8	29.9	29.2	31.0	28.3
長期債務流入	8.4	2.1	9.2	15.0	14.8	26.1	-10.7	0.6	1.0
直接投資純流入	1.3	3.1	4.9	11.2	19.7	31.9	28.6	32.8	22.6
証券投資純流入	5.5	5.1	2.8	5.8	5.1	-1.8	2.6	3.1	2.5

出所: IMF World Economic Outlook Data Base、西島(2003)により筆者作成

ところが、リアル計画によっても完全にインフレが抑制されたわけではなく、固定相場制は為替レートの過大評価を引き起こし、1998年まで実質為替レートはかなりの過大評価となって経常収支赤字は更に拡大していった。また、1994年からのカルドゾ政権の財政健全化の不足で、財政赤字の問題も深刻化していった。ブラジル政府は財政赤字を政府債務によって補填されたあげく、政府債務はますます増えていった。以上のようなマクロ・ファンダメンタルズによっては、ブラジルの固定相場制に対する市場の信頼感が徐々に低下していった。

1998年、ブラジルは通貨への投機攻撃に見舞われ、8月から9月の2ヶ月だけで一挙に約250億ドルの資金が流出し、ブラジル経済に打撃を与えて通貨危機の発生が懸念される事態となった。ゆえに、10月にはブラジル政府は、大規模な財政安定化計画を立て、さらに11月にはIMFからの緊急融資を受け入れ、市場の懸念を一時緩和された。ただし、ブラジルへの信頼は十分に回復することはなかった。

¹³リアル計画の本質は、新通貨を固定化された為替レートにリンクすること。

従来の IMF の経済調整策の基本は、財政緊縮政策と為替切り下げの組み合わせであるが、通貨危機のリスクに直面したブラジルに対しては、インフレ抑制策の基本原則としての固定相場政策を放棄できないため、もっぱら財政緊縮と高金利政策に頼るものであった。しかし、厳しい景気後退の予想から、財政安定化計画に対しては国内には強い政治的圧力が存在した。財政安定化計画の多くの項目は国会での承認を必要としたが、反対勢力の存在のために、財政安定化計画の実施が難航した。

こうした法案審議の過程は、ブラジル政府の通貨危機を防衛する政策能力に対して海外の投資家に強い疑念を抱かせるものであった。政府が固定相場制を万全の方法で堅持できないと市場が判断すれば、市場は固定相場の放棄を予想した投機によって利益を得ることが可能となる。このような投資行動によって、固定相場制の維持がさらに難しくなり、通貨危機の発生が必然的なものとなったと言える(西島 2003)。

1999年1月6日には財源が不足という理由でミナス州の政府は連邦政府に対する債務がデフォルトになってしまい、さらには中央銀行総裁の人事異動などの混乱が続いた。このため、財政緊縮化に対する市場の不信感が増幅し、資本流出も加速してきた。政府は13日に為替バンドを改めて設定したが、資金流出を止められず、ついに15日には中央銀行は為替介入を諦めて、「リアル計画」に基づく固定相場制を放棄し、変動相場制へ移行せざるを得ない。通貨は1ドル=1.2リアルから、1月29日には2リアルまで下落した。

4.4 チリの資本自由化

1980年代には、タイの経済成長期における資本自由化がより漸進的に進んでいた一方、債務危機までの軍事政権下におけるチリの資本自由化が急進的に進んでいた。しかし、90年代以降、この2カ国は資本自由化に対する態度が全く逆転するようになった。タイはこれまでの直接投資を中心とする漸進的資本自由化政策を放棄し、急速に短期資本移動の自由化を実施した一方で、チリは直接投資の自由化は進めつつも、短期資本流入に対する規制を導入した。こうしたこの2カ国の資本自由化の在り方の変化によって、両国の経済パフォーマンスにも大きな変化が現れた。タイはチリの80年代の債務危機に至る急進的自由化とこれに伴う経済危機に遭った一方で、チリの経済が安定的に成長し始めている。

ところが、1980年初期のチリと90年代後半のタイの状況をから見ると、過度の資本自

由化が経済に与えた影響にはいくつかの共通点が見られる。第一には、民営化と国内経済の改善を背景に民間部門主導の過度の資本流入が発生した。第二には、流入した資本の多くは消費財輸入(チリのケース)や不動産購入(タイのケース)というような生産性の低い投資に利用された。第三には、資本流入に伴う過剰流動性の発生や民間信用の拡大などにより総需要が拡大し経常収支は急速に悪化した。第四には、過度の外国資本依頼(海外借り入れ)が民間金融機関の経営に脆弱性を与える結果となった。第五には、銀行経営状況と経常収支赤字の悪化は対外信用を低下させ、資本流出を招致する一つの要因となった。

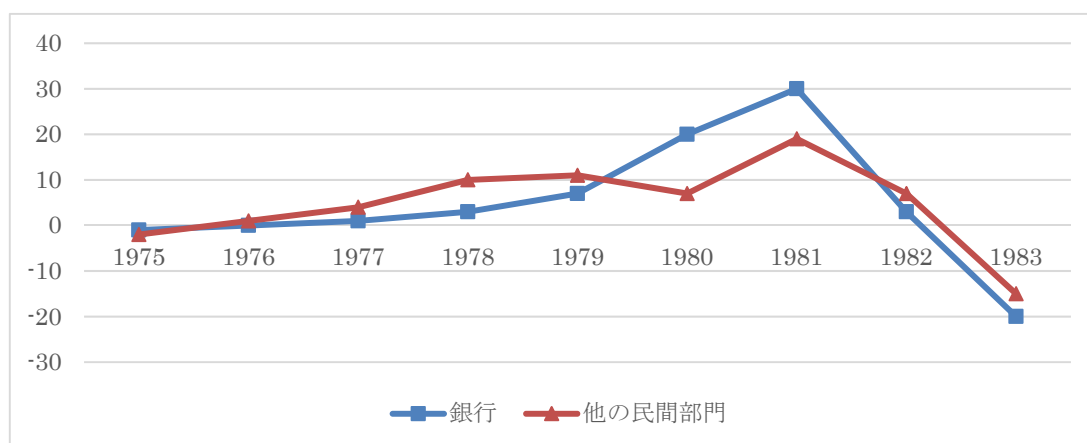
4.4.1 資本自由化政策の実施と債務危機

1973年9月にピノチェトの軍事政権が成立した後、軍事政権の下で金融規制緩和、民営化、および資本自由化などの経済改革が行われた。

こうした経済改革の中で、資本自由化も急速に進んでいた。周(1999)によると以下のようにチリの資本自由化の進展について大きく2つの段階に分けられる。

第一段階は1974年の資本自由化措置の公布で、直接投資流入の自由化と非銀行部門の借入の自由化であった。海外からの直接投資が自由化された一方で、借入に関しては、銀行以外の民間企業の借入が自由化され、ノンバンク部門の借入およびこうした借入の銀行保証に対する規制も部分的に緩和されるようになった。しかし、この段階では、銀行部門の借入に対して依然規制していた。そのため、チリの外国資本の流入は主に非銀行部門によって行われていた(図6)。

図6 チリの民間部門の対外借入(億ドル)



出所：周(1999)により作成

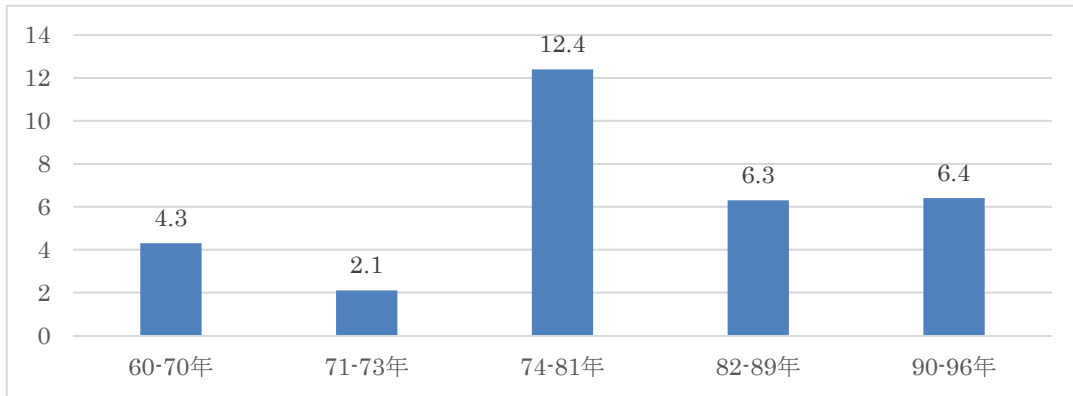
1977年、チリは新外資法の公布によって、直接投資に関連する利益の対外送金規制が廃止され、さらに資本元本の償還送金も自由化された。77年以後、商業銀行の借入に関しての規制が部分的に緩和されるようになったが、政府の割り当てによって毎月の借入金額および借入残高が厳しく規制されていた。そして、1978年以後、銀行借入に対する数量制限の緩和、79年に借入残高制限の撤廃が相次いで実施された一方で、79年6月に準備金制度が銀行の借入に適用されることになった。しかし、この段階では、銀行借入の抑制に最も実効性のある月ごとの数量制限が残されたため、銀行借入は実質的に規制される状況にあった。

第二段階は銀行部門の借入の自由化である。1980年4月の為替管理法の改正によって、銀行借入にある月ごとの数量制限が撤廃され、借入の金額を割り当てる政府の行政管理を取り消した。さらに、81年に海外で銀行支店の開設が許可され、国際金融市場への参入も可能になった。80年の時点では、チリの経済改革による規制緩和は資本勘定取引がほぼ自由になったと考えられる。80年以後、銀行部門の借入の自由化につれて、海外からの資本流入が急速に増えてきた。

以上の自由化政策の実施によって、中央銀行は通貨供給量の伸び率を抑制したので、74年以後、通貨供給量の増加率が急速に低下した。これによって、インフレ率もかなり抑制されていた。なお、緊縮財政政策の影響で財政収支も次第に改善され、73年にGDPの24.7%に上った財政赤字は76年以後、黒字に転換した。こうして、緊縮的財政・金融政策の影響でインフレ率が低下し実質利子率が上昇するようになった。急進的資本自由化を背景に、実質利子率の上昇は資本流入を促す要因となった。財政収支の改善、インフレ率の低下、実質金利の上昇、資本流入の増加および高度経済成長率の達成などにより、チリは「チリの奇跡」といわれる時代を迎えた。

チリは国内経済状況の良好と資本自由化を背景に大量の資本が流入してきて、1974年から1981年までの資本流入の規模はGDPの12.4%のピークに達した(図7)。

図7 チリの GDP に対する資本流入の規模



出所：Central Bank of Chile により筆者作成

ところが、急速に増えてきた資本流入は経済成長率を押し上げる一方で、対外貿易を次第に悪化させるようになった。1970年代末以後、大量の消費財輸入は外資によってファイナンスされ、経常収支は総需要の拡大によって悪化させるようになった。

1982年以後、国際経済環境の悪化に反応して資本逃避が発生し、債務危機につながった。最終的に民間主導の外資導入の拡大、実質為替レートの過大評価、経常収支状況の悪化、資本逃避が発生したあげく、債務危機が勃発した。

4.4.2 債務危機の特徴

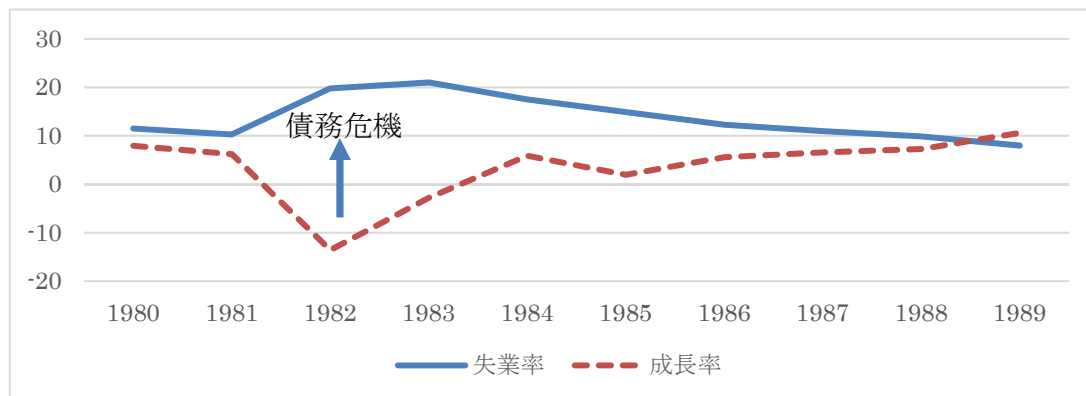
民間主導の外資の借入れはチリにおける債務危機の1つの重要な特徴である。1980年代初期、発展途上国では政府と政府担保の借入を通してソブリン・ローンが圧倒的多かったのに対し、チリでは民間企業が借り入れる無担保のコマーシャル・ローンが比較的多かった。1982年にチリの長期借入残高にソブリン・ローンが52億ドルを占める一方、コマーシャル・ローンが87億ドルを占めた。

80年代のチリでは、国有企業の民営化に伴って資本流入が発生し、対外債務が民間レベルで生じたことは明らかである。

経済破壊力の大きさはチリの債務危機のもう1つの特徴である。1982年に、チリの経済成長率はマイナス10.32%にまで下落し、マイナス0.7%のラテンアメリカ地域の平均水準を大きく上回った。債務危機によるマイナスの影響は経済成長率の低下に止まらず、失業率の上昇や金融機関の倒産などの社会的な面でも及ぼされた。81年に10.29%だった失業率は、

82年に19.81%へと上昇し、83年も21%の高い水準で推移していた。当時のラテンアメリカ諸国の中では、チリの失業率は最も高かった(図8)。

図8 80年代のチリの失業率と成長率

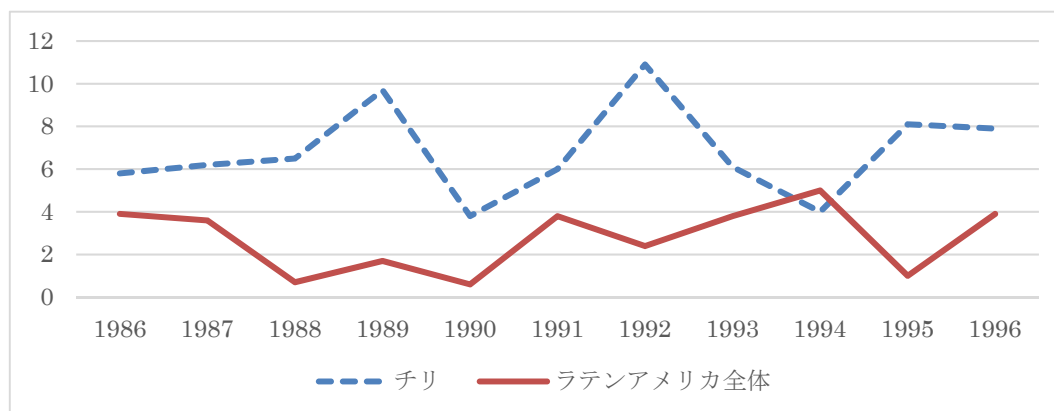


出所：IMF World Economic Outlook Data Base により筆者作成

4.4.3 選択的資本自由化と経済成長

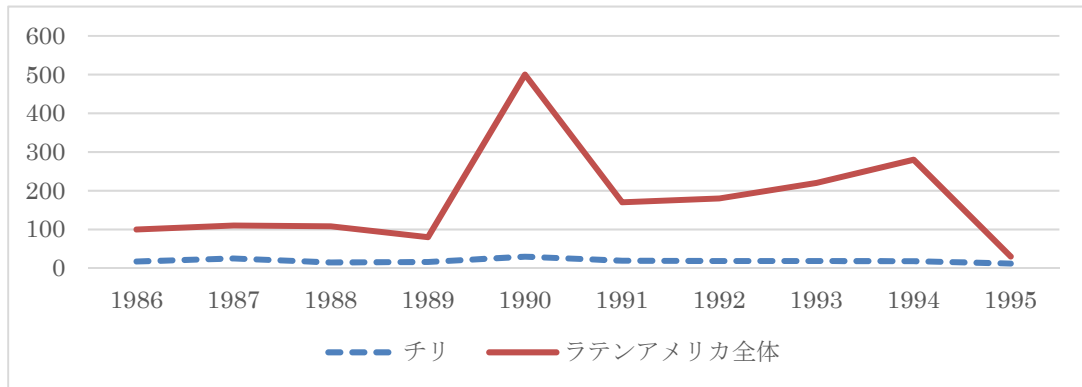
1980年代後半に入ってから、チリ経済は比較的高い成長率を維持し、地域全体の平均水準を大きく上回った(図9)。そして、経済成長率の上昇だけでなく、インフレ抑制の面でも大きな実りができている(図10)。高いインフレ率を特徴とするラテンアメリカ経済の中では、チリがインフレ率を非常に抑制されたと言える。

図9 チリの実質 GDP 成長率



出所：IMF World Economic Outlook Data Base により筆者作成

図 10 チリの消費者物価上昇率



出所：IMF World Economic Outlook Data Base により筆者作成

債務危機以後、チリは経済の自由化と民営化および財政状況の健全化を内容とする構造改革を推進してきたが、こうした政策面で、他のラテンアメリカ諸国に比べてほぼ同じだといえる。しかし、メキシコやアルゼンチンなどに比べて、チリ経済の一つの重要な特徴は、その成長の過程が経済危機によって中断されることがなかったというところにある。

メキシコ経済は1987年から1994年にかけて、経済成長率をプラスで維持していたが、94年末に、資本の逃走で通貨危機の影響により、95年に-6.2%の成長が余儀なくされた。そして、1990年代前半において、ラテンアメリカ地域のアルゼンチンは1991-94年の平均経済成長率は同時期のチリの成長率を上回って8.9%を記録した。しかしながら、メキシコ通貨危機の影響で95年の経済成長率が-4.6%に落ち込んだ。メキシコとアルゼンチンの状況に比べると、チリ経済の強みはその安定性にあると言える。チリの経済成長率は95年にもメキシコの通貨危機の影響を及ぼされずに8.5%を記録したことは明らかである。

チリの安定成長は80年代後半から始まった金融改革の中で、政府の役割を無視することはできない。チリの金融改革の内容は80年代初期の債務危機の教訓によって大きな影響を与えるようになった。債務危機までの外資政策と比較して、債務危機以後の資本自由化に関しての一つの特徴は、資本自由化過程に対する政府管理の強化である。政府は国内経済の自由化と民営化により経済効率性の向上を図る一方で、国際短期資本移動や金融機関の経営に対する政府の監視と規制を強化してきた。つまり、この時期にチリ政府は市場と政府の役割を両立させ、効率性と安全性のバランスを重視することで、長期的安定成長を目指すようになったと言えよう。

4.4.4 短期資本規制の内容と効果

1980年代後半に、チリ政府は債務危機の教訓を背景に金融機関の経営に対する監視と規制を強化してきた。86年に新しい銀行法の公布によって、金融機関に対する政府監視と規制の内容がより具体化されてきた。チリのプルーデンス規制には、自己資本比率の増強、預金準備金制度の充実、預金保険制度の改正、財務内容公開の義務付けおよび政府と民間双方からなる監視制度の確立などの内容が含まれている。こうした規制の中に、資本流入を抑制する措置も含まれた。その内容として、銀行海外支店開設に関する規制や企業借入担保の制限等が挙げられる。

こうしたいわゆるプルーデンス規制が強化されたのと同時に、資本取引の自由化も段階的に展開されてきた。総じて、1980年代後半に資本収支赤字の背景下で、資本流出が依然規制されていた一方で、海外からの資本流入に対する規制が次第に緩和されるようになった。1990年以降、短期資本流入の急増により資本規制の対象は短期資本流入として、居住者による対外投資の自由化および直接投資の流入は加速するようになった。つまり、債務危機の教訓により、この時期にチリ政府は選択的資本自由化の外資政策を採ったと考えられる。

1990年代に入ってから好景気を背景に、物価の安定が経済政策の重要な課題とされた。総需要を抑制するために、90年1月に中央銀行は緊縮的金融政策を採って、利子率を上昇させた。こうした金融政策に合わせて、過度の資本流入を抑制するために、中央銀行はさらに為替レートの変動幅を上下5%に調整させた。しかし、結果的には、内外金利差で金利裁定取引を引き起こし、資本流入が急増し、為替レートの増価が余儀なくされた。つまり、物価の安定を維持するために採られた緊縮的金融政策が、大量の資本流入を通して為替相場の安定を脅すようになった。

資本流入が急増する中で、中央銀行は1991年6月に従来国内借入に限っていた1.2%の印紙税を新規の対外借入にも適用し、期間1年未満の新規借入に対して20%の準備金を要求した。また中央銀行の準備金保有期間は借入の期間に応じて3ヵ月から1年以内に定めた。同年の7月に準備金の適用範囲をすべての対外借入に拡大し、中央銀行に預けられる準備金の期間をすべて1年に変更した。92年1月に商業銀行が保有する非居住者預金も準備金制度の対象となった。そして同年の5月に中央銀行は商業銀行の対外借入に対する準

備率を 30%に引き上げ、8 月に企業の対外借入に対する準備率も 30%に統一した。さらに、94 年に準備金の使用通貨をドルに限定し、95 年に準備金制度を流通市場における ADRs 取引(American Depository Receipts, アメリカ預託証券)にも適用した。こうした一連の措置により、95 年の時点では直接投資と ADRs 発行以外の資本流入がすべて準備金制度の対象となった。なお、ADRs の発行条件として、BB 以上の格付けが必要とされる(周 1999)。

チリの準備金制度は 1997 年末の時点では以下の三つの特徴がある。第一に、適用範囲が広くて、直接投資以外のほとんどの資本流入に及ぶことである。第二に、投資期間に関わらず、無利子で流入資本の 30%を一年間、中央銀行に預けることである。そして、投資期間によって資本流入のコストも違う。投資期間が短いほど、資本流入のコストが高くなる。この視点から見ると、これは実質的に短期資本に関しての規制であると言えるでしょう。表 15 から分かるように、チリの準備金制度は、投資期間が短いほど、年率に換算される資本流入のコストが高くなるというメカニズムとなっている。第三に、米ドルは唯一の準備金の使用通貨である。これは外貨流動性を補強するための措置であり、これによって中央銀行は外貨保有のコストとリスクを下げることも可能である。

アンドラス・ウトフ(2002)はチリの準備金制度の有効性については以下のように指摘した。第一に、預託率と預託対象を何にするかにより決まり、第二に、その戦略をサポートする補完的政策により決まる。かかる補完的政策としては、財政責任と金融システムに対する効果的なプルデンシャル規制が含まれる。従って、好況期における過剰な流入を抑制し、行き過ぎた為替レートと総需要のボラティリティから経済を守るよう、資金移動管理を改善し続けるため、将来政策オプションの再考があるに違いない。

表 15 チリの海外資本流入に対する準備金制度の推移

	91年後半	92年前半	92年後半	93年	94年	95年	96年
準備金比率(%)	20.0	20.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
準備金の機関(月)	3.0	3.0	3.0	12.0	12.0	12.0	12.0
LIBOR(%)	5.5	4.5	3.6	3.4	5.0	6.1	5.6
資本流入コスト							
1年もの(%)	2.9	2.6	3.3	3.2	3.9	4.3	4.1
6ヶ月もの(%)	3.0	2.7	3.3	5.0	6.2	7.2	6.7
3カ月もの(%)	3.0	2.7	3.4	8.0	11.0	13.2	12.2

出所：周(1999)により作成

チリの短期資本規制は過度の資本流入に対応する措置は内外経済環境の変化によって対応する準備金制度の内容も変更される。1991年に短期資本が大量に流入してきたことを背景に準備金制度が導入され、92年に短期資本流入がさらに加速したことで、準備金比率がそれまでの20%から30%に引き上げられた。しかしながら、1997年にアジア通貨危機の影響で資本流入が減速し、為替レートの切り下げの傾向に転じたため、準備金比率は下方調整された。従来のから98年6月に10%に切り下げられ、9月になると、ゼロまでとなった。ただし、準備金制度は止められたものの、政府はこの制度を撤廃したという意味ではなく、運用する権利を保留している。

表16から分かるように、1990年代に資本流入に対して直接投資の比重が高くなったのは資本流入の特徴の1つである。82年の債務危機まで、チリの場合、直接投資による資本流入が87年以後、顕著に増え、96年にピークの36億ドルを記録し、証券投資と対外借入を大きく上回っている。

表16 チリにおける純資本流入

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
直接投資	17.3	8.9	4.8	9.9	16.8	18.1	36.2	30.2
証券投資	3.6	2.3	4.5	7.3	9.1	-0.6	11.0	20.3
その他の投資	10.3	7.2	17.1	13.2	13.3	9.9	22.6	4.8
長期借入	1.4	-0.1	2.3	4.3	8.3	10.0	26.0	23.2
短期借入	9.0	7.3	14.8	8.8	5.0	-0.1	-3.4	-18.5
公的部門	-2.0	-6.8	1.1	-4.2	-1.7	-38.4	-28.9	-3.6
合計	29.1	11.7	27.5	26.2	37.5	-11.0	41.0	51.6

出所：Central Bank of Chileにより筆者作成

そして、資本流入のもう1つの特徴は、短期資本流入規制が実施された後、短期借入が減少する傾向に転じたことである。借入の期間別構成を見ると、1990年代初期に、短期借入が9億ドルだった一方で、長期借入が1.4億ドルであり、短期借入は長期借入を大きく上回った。1993年までこうした状況が続いた。短期資本流入の急増を抑制するために、チリ政府は、91年に短期資本規制制度を導入し、92年にさらに規制を強化した。このため、93年以後、短期資本流入が減少しつつあった。短期借入による資本流入が94年に5億ドルまでに低下し、95年以後マイナスに転じた。この時期に短期借入の減少に対し、長期借入が急速に増えるようになった。94年に8.3億ドルだった長期借入は、96年になると、26

億ドルのピークに達した。これらの事実によって、チリの外資政策が投資期間と資本流入項目の調整に関して、うまく機能したことはわかる。

メキシコ通貨危機とアジア通貨危機から大きな影響を受けなかったことはチリ経済の強さであり、この強さに貢献した要因の一つが短期資本流入規制であるといえよう。確かに多くの発展途上国と同様に、チリ経済もアジア通貨危機からマイナスの影響を被っている。1998年にチリの貿易収支赤字が拡大し、外資の流入が減少するようになった。しかし、他の新興国に比べてチリ経済が比較的安定であることに変わりはない。

4.4.5 全面的な規制の撤廃

1990年代まで選択的自由化政策を実施し安定化に成功してきたチリでは、2000年代に入り全ての規制を撤廃し資本自由化を実施した。しかし、1990年代のチリの経済成長率は平均6%ぐらいだったに対し、2000年代に入ったチリは4%ぐらいに低下してきた。

大田(2012)は1990年代と2000年代にチリとアルゼンチンを資本規制と自由化の方向性が対照的に採り上げ、それぞれの経験が為替・金融市場や実体経済にどのような影響を与えたかについてVARモデルによる分析により考察した。彼は完全に資本自由化を実施したチリでは2001年から2011年のインパルス応答関数による資本流入の影響を見ると、金融市場や実体経済に対して負の反応が見られる。すなわち、チリの全面的な資本自由化と規制の解除は経済に負の効果で働いていると指摘した。

こうしたチリの経験は国際資本移動について適正な規制と監視管理が経済の安定化に効くことを示している。

おわりに

経済グローバル化の急速に進展に伴い、金融グローバル化の足もどんどん速めて進んでいく。海外との経済発展の角度から考えると、国内の角度から考えると、金融グローバル化が未来の趨勢であると考えられる。この潮流のなかで、中国もすでに気付いてきた。また、中国の第13次5ヵ年計画の中にも、資本自由化の推進、債券市場の発展、金融システムの完備などを明確に示した。さらに、2016年に中国人民元は正式にIMFのSDRの構成通貨として採用された。中国人民元の国際化は現在の世界で話題のブームになった。

本章では資本自由化政策を実施していたアジア・南米通貨危機の過去の経験を振り返って見た。チリは91年に短期資本の流入を規制する措置として導入され、対外借入、証券投資、金融投資を目的とする資金流入に対し、無利子で中央銀行に一定割合の預託を義務付けていた。その資本流入規制の根拠として、大量に資本流入がある場合、為替レートが増加し、一層経常収支赤字を高める恐れがある。また、金利差で投機資金に為替差益を与えることにもなる。チリの資本流入規制導入のきっかけも短期資本流入による通貨の増価を回避するためであった。こうした措置が機能するためには、マクロ・ファンダメンタルズ自体が良好であることが条件となるが、投機家の行動を抑制する方向に影響することも無視できない。チリは、銀行システム、マクロ・ファンダメンタルズが健全である上に、短期資本流入規制を実施してきたため、通貨危機の伝播の可能性はもっとも低かったといえる。

したがって、90年代チリ以外に南米諸国とアジア諸国は相次ぐ通貨危機が勃発した。再び振り返って見たら、アジア通貨危機と南米通貨危機の相違点について、まずは同じように積極的に金融改革を実施した。それに伴い資本市場を全開され、海外の資本、特に大量の短期資本は流入してきた。そして、1990年代に長期間で経常収支赤字を継続していた。次は通貨危機前の実質的同一の為替制度である。通貨危機が発生した国々は金融改革による資本自由化を進める一方で、為替相場制度に関しては、米ドルと連動し事実上のドル・ペッグ制を採用していた。過去の通貨危機が発生した途上国を分析したことにより、ドル・ペッグ制は通貨危機の発生と深刻化に深く関わっていたとわかった。以下のように考えられる。

第1に、ドル・ペッグ制を維持するために市場介入を継続したことで、国内に過剰流動性が生じ、資産価格バブルや過剰投資の原因となった。第2に、国際的な資本移動が活発化する中で、ドル・ペッグ制は為替投機や急激な資本流出に対する脆弱性を増していた。第3に、ドル・ペッグ制の下で、海外からの借りに関する為替リスクが過小評価され、外貨建て借りの拡大を助長した。第4に、硬直的なドル・ペッグ制の下で、均衡為替レートからの乖離が生じやすいし、ドル・ペッグ制崩壊とその後の大幅な下落の原因となった。また、国際金融のトリレンマによって固定相場制で自由な資本移動を実現すると、固定相場制の対象としての国の金融政策にあわせる必要が生じるため独立した金融政策が

行えなくなる。その結果、政府の経済調整機能の低下によって外国資本に対する依存度がより高くなり、対外債務残高は外貨準備高を上回って市場の予想を悪化させ、短期資本流出を加速させた。

ところで、西島(2003)では南米諸国の通貨危機はアジア諸国の通貨危機と比べれば、いずれも政府債務の累積および財政赤字の存在、さらに為替レートの過大評価を基本的な原因とするという特徴を有している。これら諸国の経験から、グローバリゼーションのしたでの急激な資本自由化には、それと整合的な政策の実施と制度的な整備が必要であることを示唆している。すなわち、財政規律の確保、過大評価を防ぐ(もしくはそれを相殺する国際競争力の改善を実現する)ための政策、金融市場の健全化などの制度的な整備である(表17)。

表 17 アジア通貨危機と南米通貨危機の相違

	アジア	中南米
資本自由化政策	90年代初期、タイをはじめアジア諸国相次ぐ急進的に実施	80年代の債務危機以降、ネオリベリズムにより急進的に実施
経常収支赤字	通貨危機前、経常収支赤字	通貨危機前、経常収支赤字
財政赤字	通貨危機前、財政黒字	通貨危機前、財政赤字
為替相場制度	事実上のドル・ペッグ制	メキシコ：4→12、アルゼンチン：2→15、ブラジル：6→14、チリ：9→10 ¹⁴
為替レート過大評価	存在	存在
銀行の脆弱性	金融市場が不健全化	チリ以外に、金融制度が不完備
短期資本	大量の短期資本が流入	チリが短期資本規制を採り、メキシコ等の国のみに大量の資本が流入
外貨準備	外貨準備が不足で、債務が上回った	外貨準備が不足で、債務が上回った

出所：各種資料により筆者が作成

¹⁴松井(2011)により、通貨制度分類については、従来は見かけと実態分類があったが、IMFの通貨制度分類では、政策当局者のヒアリング等も加味して総合的に決定されてきた。分類は全部で14段階であり、数字が大きいほど為替制度の柔軟性が大きく、数字が小さいほど為替制度の柔軟性が小さい(これは固定相場制度を指す)事を示している。例えば、2はカレンシー・ボード制度を、14は完全な変動相場制度を示している。

確かに厳格な資本取引規制は中国を当時の通貨危機から安全に抜け出した。しがしながら、第13次5ヵ年計画では対外市場の開放について、対外開放戦略配置の整備、対外開放の新体制の形成、金融業の双方向の開放の拡大、一帯一路の推進、香港・マカオ・台湾政策の強化、グローバル経済ガバナンスへの積極参加という五つのことが指摘されている。基本的な方針として、段階的に人民元建て資本取引項目の自由交換性を実現する。そして、海外投資時の為替規制を、企業及び個人向けの外貨管理要求を緩和し、海外でグローバル企業の資金の運用規制を緩和する。また、資本市場の双方向の開放を推進し、対内外の投資の資金運用規制を改革し、段階的に取り消す。中国政府は資本取引の自由化が最終的な目標が明確である。資本自由化を実施する方法は主に2つある。まずは市場万能主義の論者による資本の移動を完全に市場に任せる資本自由化である。そういう論者は資本取引の自由化を実施したら、自動的に市場の選択で資本が効率的に配分されると主張している。しかしながら、通貨危機からの経験によると、資本自由化を完全に市場を任せれば、過剰の借入や対外債務の急増およびファンダメンタルズの悪化が発生して、発展途上国(新興国)の経済を潰す可能性が高い。

次は政府と市場、両方を活かして選択的資本自由化である。政府の監視・監督の機能を十分に発揮し、資本流出入の規模や資本の使い道を監督し、金融市場の不足や失敗の際に積極的に介入する一方、不安定なホットマネー(短期資本)がより監視し、あるいは規制の対象とし、安定な直接投資のような長期資本の流入を優先的に自由化すべきであろう。

短期資本移動は通貨危機の原因であるということが明らかである。そのため、中国はチリの短期資本流入の規制制度を参考にして、短期資本移動に関して監督と規制などを無視できず、それらを強化し政府と市場両方の役割を両立させることは金融市場の安定を支える上で欠かれないと考える。また、社会主義国としての中国は金融政策の独立性を放棄しないはずと思っているので、国際金融のトリレンマによって、これから資本の移動が完全に自由されたら、変動相場制へ移行せざるを得ない。そのため、今後、これから中国の資本自由化の推進を加速する中で、現在の実施している管理変動相場制度の下で、資本移動自由化を規制することによって、金融政策の独立性がきちんと維持できるかどうかという国際金融のトリレンマ命題を本論文で中心的に取り扱う中国について考察したい。

ところで、過去の資本自由化政策を実施したアジア諸国や南米諸国などの途上国を対象

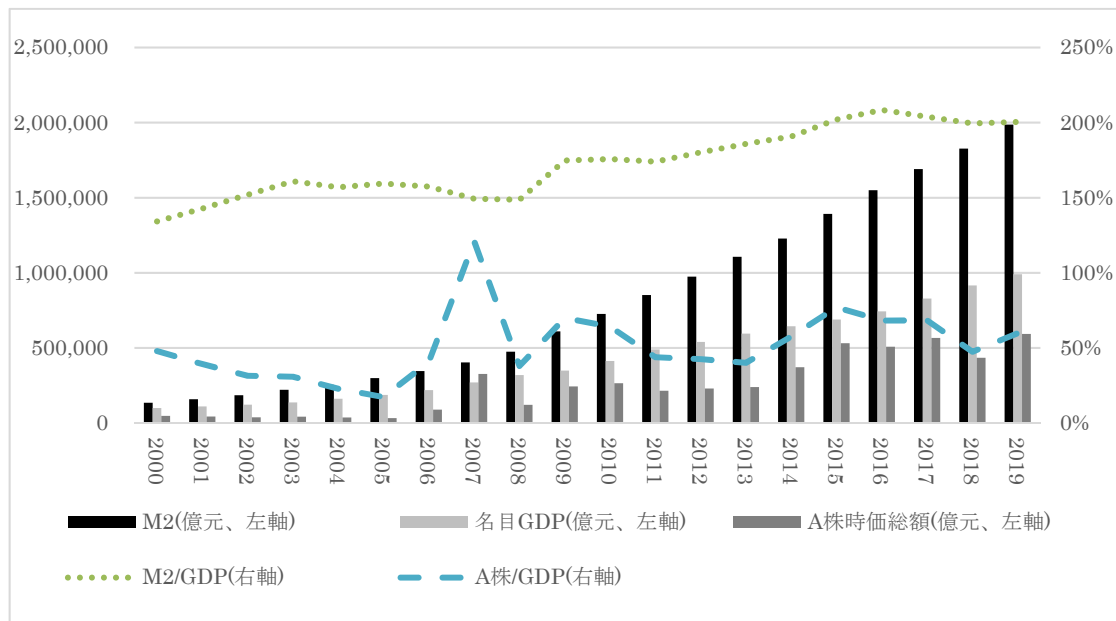
にして考察した上で、次章にはこれまで行われてきた中国の金融・資本の自由化に向けての国内的・対外的な改革を歴史的に俯瞰する。

第2章 中国の金融改革の現状と展望

はじめに

急速に発展している中国の経済成長は最近では 7%台に低下して新しい発展段階(新常态¹⁵⁾に入った様相を呈されている。近年の中国の経済発展には目を見張るべきものがあるが、金融システムから見ると、発展段階や経済の規模に比べて、金融の発展が遅いように見える(図 1)。第一財經日報によると、前中国人民銀行総裁周小川は、中国の広義のマネーサプライの尺度となる M2 が GDP に占める割合が大きいということは、そのリスクが国内銀行セクターに集中しすぎていることを意味し、これは金融改革の必要性を示すものだと指摘している。また、もう一つの金融発展の指標として株価時価総額の対 GDP 比率を取り上げてみた。株価時価総額が GDP のどの程度の割合を占めているかということが、金融発展度または金融深化度を表す指標と考えられる¹⁶。図 1 によると株価時価総額対 GDP 比率は平均的に 50% くらいにとどまっており、資本市場が順調に発展していったとは言えない。

図 1 M2 と A 株の対名目 GDP 比率推移



出所：CDM NEXT により作成

¹⁵中国政府による新常态(ニューノーマル)の説明：(1) 高速成長から中高速成長への転換
 (2) 成長率重視型の粗放型成長モデルから成長の質・効率重視の集約型成長モデルへの転換
 (3) 供給能力拡大重視型経済構造から供給能力適正化重視型経済構造への転換
 (4) 伝統的経済発展推進力から新型経済発展推進力への転換

¹⁶小松正昭(1996)

確かに、世界の銀行ランキングでも中国の4大国有銀行は上位を占めるようになって(表1)、G-SIFIs(世界のシステム上重要な金融機関)にも中国銀行が数えられるなど、中国の金融機関の世界的な存在感は強まっている。しかしながら、金融システム全体から見ると、中国の金融システムはまだ多くの規制が存在し、効率的なものとは言えない。急速な経済の発展に対して金融改革が十分追いついておらず、両者の発展スピードはややアンバランス感がある。

表1 2017年世界の銀行ランキング

国家	銀行	自己資本総額 (百万ドル)	世界ランク
中国	中国工商銀行	281,262	1
中国	中国建設銀行	225,838	2
米国	JP モルガン・チェース	208,112	3
中国	中国銀行	199,189	4
米国	米国銀行	190,315	5
中国	中国農業銀行	188,624	6
米国	シティグループ	178,387	7
米国	ウェルズ・ファーゴ	171,364	8
英国	HSBC ホールディングス	138,022	9
日本	三菱 UFJ (MUFG)	135,944	10

出所：The banker(2017年)により作成

現在では曲折はあるものの経済のグローバル化につれて、実物経済だけでなく金融経済(マネー経済)の面でもグローバル化が進展するとみられる。しかしながら、中国には為替相場の安定と金融政策の独立性を維持するために、資本取引に対して厳しい規制を採用している¹⁷。それは金融経済のグローバル化の進展を阻害する要因としてよく指摘されている。実は中国政府は、長年にわたって金融部門の改革に力を注いできた。

¹⁷固定相場制、独立性のある金融政策、自由な資本移動の3者が同時に実現することができない。(国際金融のトリレンマ理論)

本章では、新たな経済の発展段階を迎えた中国の金融改革の進捗状況について議論の整理と未来展望を試みたい。

第1節 中国の金融改革の概観

1 金融改革の変遷

中国は1949年10月1日に建国されてから以降、約30年間計画経済政策を実施しているため、金融機関とは事実上中国人民銀行の一行のみであった。1969年7月に中国人民銀行と財政部を統合されて、共同で業務を行うようになった。従って、財政の一部門であり、国家の出納機関としての役割を担うに過ぎなかった。中国の金融と財政は一体であるゆえに、中国人民銀行が金融政策を独自に制定し実施することが不可能であった。

1978年、中国の改革開放方針を実施し始めた。金融改革を実施する前には、単一銀行制度(中国人民銀行)の下で、金融システムは実質的に政府財政の付属物としてされていた。また、社会主義計画制度の弊害が現れて、例えば、資源配分の不均衡や生産性の低下などの問題が深刻化している。こうした非効率な経済状態を改善するために、市場経済を通じて全要素生産性の向上型のモデルに転換させるを得なくなった。また、従来の政府財政からの資金配分の方式から、金融制度によって資金配分の方式への金融制度改革が要請された。

経済改革開放後、中国人民銀行は財政部から独立し、1984年に中央銀行制度が導入された。人民銀行が預金準備率操作を金融政策手段として導入する同時に、1985年には国全体のマネーサプライを調節する信用創造計画の策定が財政部から分離され、中国人民銀行、財政部、国家計画委員会が共同で策定するようになった。

1993年12月に、政府は「金融制度改革に関する国務院の決定」を公布し、国務院の指導下で中国人民銀行が独立に金融政策を実施することができる中央銀行制度の確立、商業銀行と政策金融を分離させ、国有商業銀行を中心とする多種類金融機関の体系を作るという改革目標を立てた。1994年に中国農業発展銀行、国家開発銀行、中国輸出入銀行という3行の政策銀行を設立されて、今まで行ってきた政策金融機能が国営専門銀行から切り離されてここに移譲した。1995年には「中央銀行法」が公布施行され、金融政策の独立性や中国人民銀行の政府財政部門からの分離の確保などを確立し、中央銀行体制に法的保障を

与えた。引き続いて、同年「商業銀行法」が制定され商業銀行に関する法整備も整えた。国有銀行の商業銀行化を促すにつれて、国有銀行や国有企業が出資する株式制の民間商業銀行の設立なども承認されるようになった。さらに、地方には都市の城市合作銀行、農村部の信用社などの銀行も設立された。

中国は2001年にWTO加盟後、5年以内に外資系銀行(外銀)に対する地域および顧客制限を撤廃することが求められた。外銀に対する制限の緩和につれて、外銀の業務範囲などを拡大した。このような金融環境の変化の中で、中国の銀行に対する影響は非常に大きいものと見られる。2002年から国有4大銀行の株式会社化が進められ、コーポレートガバナンス、経営体制、財務状況などを改善し、国際競争力を強めることが目標となった。大量の不良債権や資本金不足などの問題を抱えている中国の銀行は2003年から不良債権の処理が進められ、自己資本を強めるために劣後債を発行しているとともに、外資系金融機関と戦略的パートナーシップを構築することで資本参加を受け入れて提携していた。但し、外資系金融機関との提携は単に資本金の導入だけでなく、管理面や経営面などを含む競争力の向上を望んでいた。

2005年に国有4大銀行のうち、中国銀行、中国工商銀行、中国建設銀行の3行は次々と上海市場や香港市場に上場した一方、営業基盤の多くに農村部にある中国農業銀行の改革が遅れていたが、組織変更や資本注入などで財務システムの強化が図られ、2010年には上海と香港市場両方で株式上場した。世界の銀行ランキングでも国有4大銀行は上位を占めるようになり、世界のトップランクに躍進した。

国有4大銀行のほか、1986年に交通銀行が株式制商業銀行制度の導入によって改組されるほかに、2004年にHSBC(香港上海銀行)を戦略的投資家として外資を受け入れて、2006年からは銀行監督管理上第5の国有商業銀行として位置づけられ、4大銀行以外の第5の国有銀行になった。また、1980年代後半から1990年代前半にかけて、5大銀行と業務形態、特に顧客層¹⁸が大きく異なる株式制商業銀行は中国民生銀行、華夏銀行、中国光大銀行、招商銀行などが次々と設立された。

2006年には銀行経営の慎重性、資産の質、収益性の3方面から総資産利益率、不良債権比率、株主資本利益率、自己資本比率、費用収入比、与信集中リスク、貸倒引当率の項目

¹⁸国有銀行の顧客層は主に国有企業である。

に関して数値目標が定められた(藤田、2014)。このように銀行経営の質に対する管理・監督も大きく変わってきた。2008年には、中国銀行業監督管理委員会が、バーゼルⅡの実施に備え、内部格付け制度、信用リスクの分類、オペレーショナルリスクなどの分野で指導方針を発表した。2010年12月にバーゼル委員会が公表したバーゼルⅢに基づいて、「中国版バーゼルⅢ」が発表され、全体目標及び指導原則、銀行業の慎重な管理監督基準の向上、システム上重要な銀行の管理監督の有効性の強化、新バーゼル合意実施業務の推進の強化、今後の政策、の5つの部分に構成されている(関根、2011)。中国銀行業監督管理委員会は2012年1月に正式に新基準の実施を開始した。このように、中国の金融改革は、主に国有4大銀行の改革を中心に大きく進展してきた。

第2節 対外の資本取引制度

1 改革開放後の為替改革

1978年の経済改革開放政策が実施して以来、外国との国際貿易や海外企業の対中投資が増える中で、中国の経済・社会の安定のために外国為替や資本取引に関する規定は決定されてきた。1980年代には、外国企業および外国人が外貨と人民元の両替が出来ず、人民元の代替品として外貨の裏づけのある国内流通の通貨としての「外貨両替券」が発行された。また、人民元の為替レートは二重レートを採用し、すなわち公定レートのほかに、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外貨調整センターレートが適用された時期もあった。1980年代後半に入ってから、市場の需給でレートが決定される外貨調整センターレートが市場レートに準ずるものとなった。資本取引については、メキシコの債務危機の教訓から、中央政府が対外借入りに慎重な政策を堅持し、対外債務も厳格に管理していた。

中国と海外の間の資本取引の改革は1994年に本格的に開始した。1992年の鄧小平の南巡(南方視察)を経て、「社会主義市場経済」の建設が明らかな目標になり、外貨と人民元との交換することを目指した改革がようやく始まる。1994年1月に、実施された新しい為替制度は、公定レートと市場レートが一本化して、銀行間為替市場における前日の平均終値をもとに中国人民銀行が毎日に公定レートを発表する管理フロート制(管理変動相場制)が導入された。また、外貨が集中に管理され、国内企業は国際貿易で獲得した外貨が原則と

して全部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、「外貨両替券」も廃止された。

1996年4月に「外国為替管理条例」が実施され、貿易収支、サービス収支などの経常収支勘定については外国通貨と人民元との交換性が実現し「IMF8 条国」¹⁹に移行した。しかしながら、外国直接投資、証券投資などの資本収支勘定については規制がより強化された。外貨の集中管理、資本収支勘定の厳しい管理は、国内の景気過熱に伴うインフレが深刻化している中で、人民元に対しての信任が低下し、外貨の闇市場や外貨投機が拡大するなど金融秩序が乱れた90年代初期の状況を変えるための措置であった。こうした措置は、タイや韓国などのアジア諸国が資本取引の自由化を積極的に推進していた当時から見ると、世界の潮流と逆の方向に行くが、中国の経済と社会の安定という国情からすれば取るべきである。

1994年以降、国際的な短期資金の移動を厳格に規制しているゆえに、地方銀行の短期資金の対外借入に多く制約され、「ダブル・ミスマッチ」(満期ミスマッチと通貨ミスマッチ)が発生しなかった。このため、他のアジア諸国が遭った為替レートの暴落(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方銀行の流動性不足と債務超過(銀行危機)という資本収支危機²⁰に陥ることを免れることができたのである。

ホットマネーが一斉に引き揚げて通貨価値の暴落を招いたアジア諸国の教訓で、中国政府は資本移動の自由化、特に資金の流出に警戒的な状態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が、米ドルに固定することになり、94年に導入した管理フロート制が実際に固定相場制に戻すようである。

2 WTO加盟と外貨準備高の急増

2001年12月に中国をめぐる国際資本の移動を著しく変化させる契機となったWTOの加盟は、中国が経済活動において国際ルールを守ることを約束したのを意味し、外国企業に

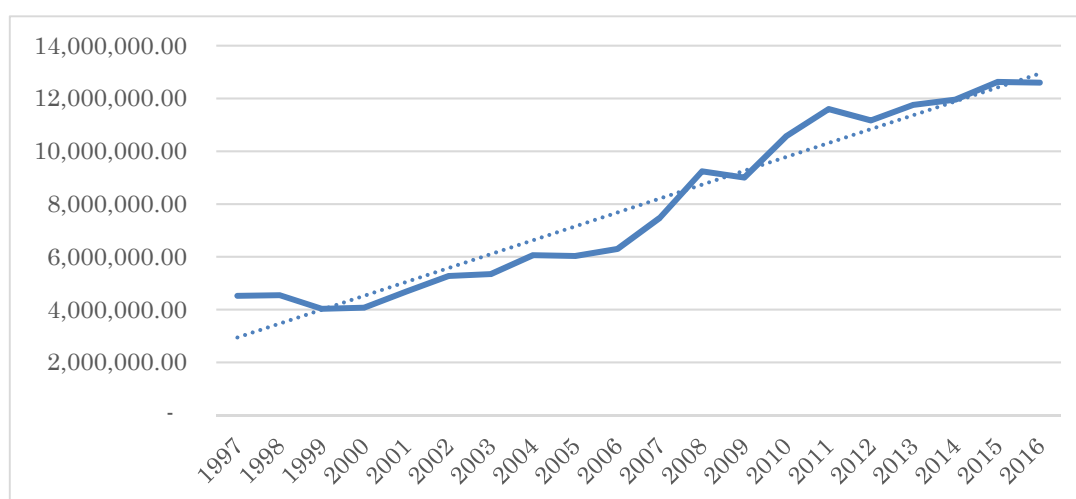
¹⁹国際通貨基金 IMF 協定第8条に規定する加盟国の一般的義務の履行を受諾している国。第8条では、(1) 経常的支払いに対する制限の撤廃、(2) 複数為替相場制度のような差別的通貨措置の回避、(3) 他の加盟国保有の自国通貨に対する交換性の付与を規定しており、加盟国間の経常取引に関する多角的支払制度の確立と、為替制限の撤廃を目標としている。

²⁰当時の国際収支表記は IMF 第5基準のため資本収支、現在では IMF 第6基準外貨準備も含め金融収支にあたる。

としては中国での事業活動のリスクが大きく低下した。20 世紀末の経済のグローバル化につれて国際分業体制が再編して、中国の WTO 加盟と相まって、従来は対中投資に慎重な態度を持っている外国企業が一斉に生産コストの安い中国へ生産拠点をシフトし、すなわち生産のアウトソースを始めた。対中直接投資額は WTO に加盟して以降ますます増えていく(図 2)。

その結果、中国は多国籍企業の生産工程(特に最終製品の組立て工程)が集積し、海外に対して完成品を輸出する「世界の工場」の地位を確立した。2004 年に中国は輸出総額では日本を抜いて世界第 3 位となり、引き続いて 07 年にはアメリカを抜いて世界第 2 位になり、2015 年には世界一になった。2015 年の輸出額は 2.3 兆ドルに達し、WTO 加盟から約 9 倍に拡大したことになる。

図 2 対中直接投資額(万ドル)



出所：中国国家统计局により作成

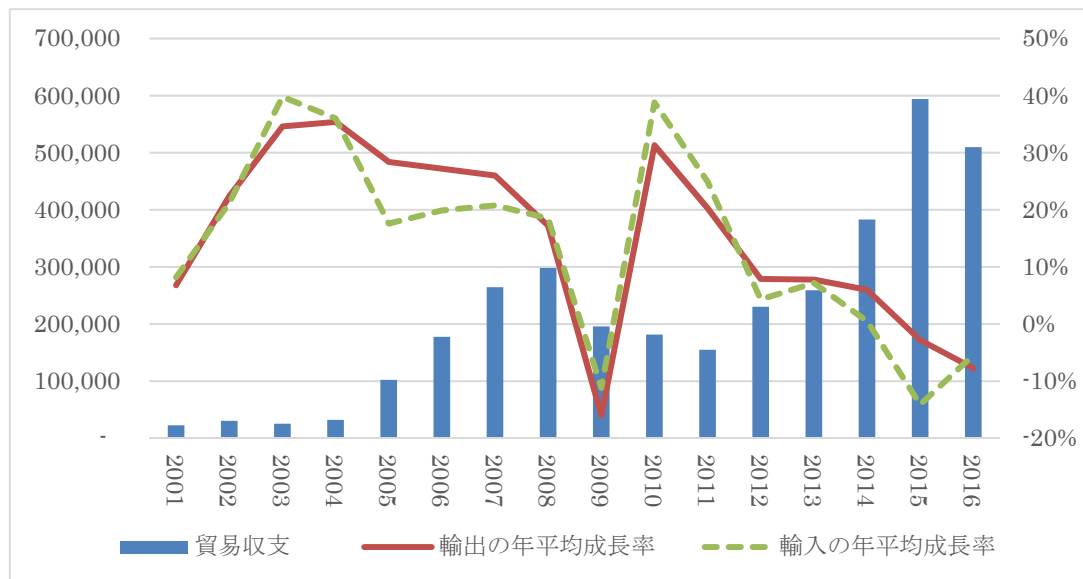
中国は、実物経済面で「世界の工場」としてグローバル経済に密接に繋がっているにつれて、国際資本も様々な変化が生じた。

一つ目は、中国への海外の企業の直接投資の増加である。2001 年 12 月の WTO 加盟以降、対中直接投資(ネット)は昔と比べて倍増し、毎年 400 億ドルを超える水準で推移している。

二つ目は、経常収支(財・サービスの純輸出)の黒字が拡大するに伴う資金流入である。貿易収支の黒字額には 2000 年の 241 億ドルから 2007 年まで 10 倍以上の 2620 億ドルに達した。この間、輸出額は年平均 25.4%に伸びていた一方、最終消費財の輸入拡大および輸

入代替の進展のペースが緩やかであるから、輸入の年平均の伸び率は輸出を下回った。同期間で22.9%であった(図3)。

図3 貿易収支と輸出入の年平均成長率(百万ドル)



出所：中国国家统计局により作成

三つ目は、上のように述べた経済活動による資金流入の以外に、ホットマネー(投機的資金)の流入も無視できない。外国為替取引について、中国は厳しく規制しているが、正規・非正規の様々な道を通じてホットマネーが流入している、「誤差脱漏」勘定の大幅な黒字には、そうした資金の動きを反映しているのでしょう(表2)。また、中国の社会科学院の世界経済・金融研究所センターの徐・張(2008)は中国のホットマネーの規模についての推計を行った。2003年～2008年3月に約1.2兆ドルのホットマネーが中国に流入し、中国でホットマネーの収益の累計5500億ドルを加えると1.75兆ドルに達し、2008年3月末の中国の外貨準備高の約104%に相当する。

表2 中国の国際収支

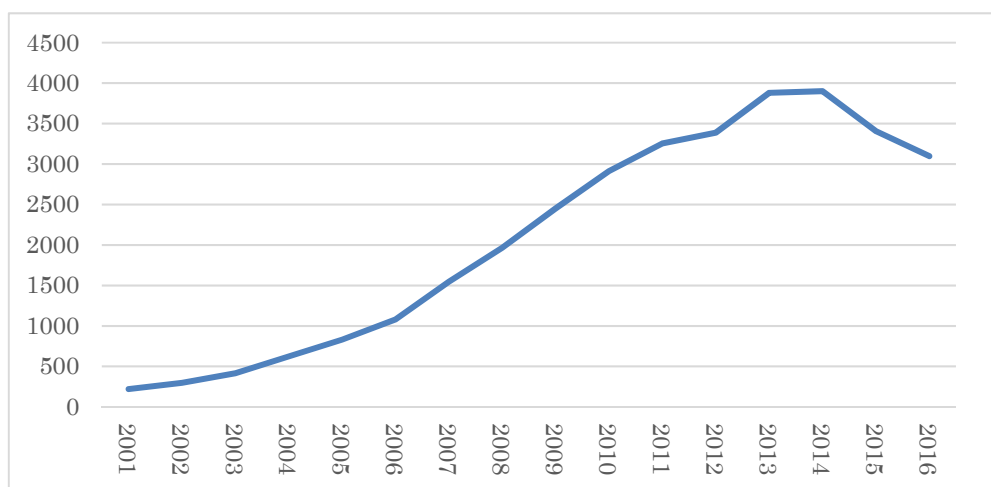
百万ドル	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
経常収支	68,659	160,818	253,268	371,833	420,569	243,257	237,810
資本・金融収支	108,152	95,349	49,305	94,232	40,126	198,470	286,865
資本収支	-69	4,102	4,020	3,099	3,051	3,939	4,631
金融収支	108,222	91,247	45,285	91,133	37,075	194,531	282,234
外貨準備高	609,932	818,872	1,066,344	1,528,249	1,946,030	2,399,152	2,847,338
誤差脱漏	12,967	22,921	3,628	13,290	18,844	-41,383	-52,936
百万ドル	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
経常収支	136,097	215,392	148,204	219,678	304,164	202,203	164,934
資本・金融収支	265,470	-128,318	-85,279	-169,174	-91,207	27,250	57,012
資本収支	5,446	4,273	3,052	-33	316	-344	100
金融収支	260,024	-132,590	-88,331	-169,141	-91,523	27,594	56,912
外貨準備高	3,181,148	3,311,589	3,821,315	3,843,018	3,330,362	3,010,517	3,103,525
誤差脱漏	-13,766	-87,074	-62,925	-66,873	-212,958	-229,453	-221,904

出所：中国国家统计局、CDM-NEXT データベースにより作成

注：外貨準備高の（－）符号は増加、他の項目の（－）符号は流出

貿易取引や直接投資を通しての資金流入により、2006年に中国は日本を抜いて世界一の外貨準備保有国となった。2014年にピークになり3.9兆ドルに達し、2001年末と比べて約18倍に増加した(図4)。

図4 外貨準備高(10億ドル)



出所：中国国家统计局により作成

3 通貨バスケット制と過剰流動性

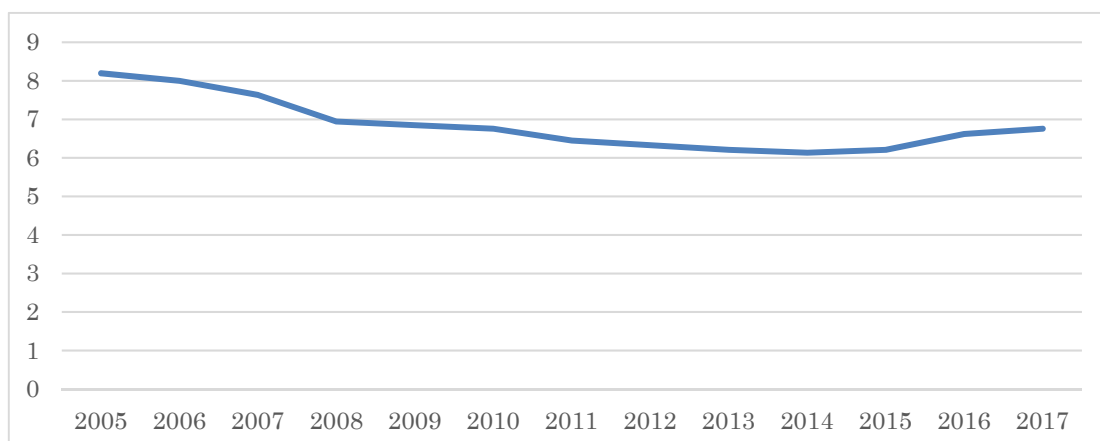
2001年12月のWTO加盟をきっかけに中国経済の急速な発展および国際資本移動の変化により、人民元に対して評価も大きく変えることになった。WTO加盟をきっかけに中国は「世界の工場」になったが、アメリカをはじめ多くの先進国からは、対中貿易赤字はもちろん、中国の大量の輸出による国内産業の空洞化や雇用機会の減少を恐れる。いわゆる「中国脅威論」が台頭して、これを是正するために人民元の為替レートを切り上げるべきだという議論が沸き起こった。アメリカ議会では、中国政府が為替介入を行っていることが貿易のアンバランスを助長しているとして、中国製品に対して制裁関税を課すという法案が出された。日本、EUでも、中国製品に対するセーフガード措置が採られた。人民元の切り上げは外在的な原因で、中国政府に対する圧力もますます強くなっていった。

そこで、2005年7月、中国政府は人民元為替制度の改革を実施した。その要点は第1に、人民元と米ドルの為替レートを約2%引き揚げる、第2に、通貨バスケットを参考とした管理フロート制(管理変動相場制)を採用する、第3に、為替市場における毎日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。これらの措置は人民元の柔軟性を高めるものであると中国政府が強調したが、これに先立つ6月に温家宝首相が声明した人民元改革に関する「三原則」(①管理可能性②独自の判断③漸進的改革)を外れるものではなく、あくまで国内の経済・社会の安定を優先しつつ、漸進的に改革を推進していく方針を貫いている。

為替改革後、通貨バスケットを参考にすると実施しているものの、中国人民銀行が発表する毎日の基準レートの決定方法(バスケット各通貨のウェイト)は公表されていない。また、実施後、マーケット・メーカーの導入、通貨スワップ・先物取引の解禁など、為替市場の整備が行われている。人民元の為替レートは、改革以降ほぼ一貫して緩やかに切り上げている。改革後1年間の切り上げ幅はただ1.5%に過ぎなかったが、2007年以降、切り上げの速度が速くなった。

ところが、2008年のリーマン・ショック後、為替制度は再び事実上のドル・ペッグに戻っていた。図5のように、2008年から2010年まで人民元レートはほぼ横ばいだった。その後、2010年6月に人民元レートを弾力化し、米ドルに対して小幅に緩やかに上昇してきた。2015年まで人民元は累計24%切り上げた(図5)。

図5 ドル/人民元の為替レート



出所：中国為替管理局により作成

政府は為替レートの安定を維持するために頻繁に為替介入を行っている。故に、国内には過剰流動性という問題が発生した。通貨当局は、人民元の切り上げを抑えるためオペレーション(人民元売り・米ドル買い介入)を続けたが、人民元が大量に市場に出回られる。人民元の不胎化を解消するために中央銀行は中央銀行証券などの発行を実施したが、不胎化介入で過剰流動性の約6割程度を吸収できるとみられる。

21世紀に入り、さらなる海外の資金が中国へ流入してきた。そして、人民元の急速な上昇を抑えるために恒常的な為替介入を行った。その結果、国内には人民元が大量に出回り、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。そのため、国内の金融システムには慢性的な「金余り」状態をもたらした。

4 資本取引規制緩和

中国政府は過剰流動性の対策として、国内に溜まった資金を海外に流出させるべく、資本取引規制の緩和を開始した。

1996年に中国はIMF8条国に移行し、為替取引については経常収支が自由化された。つまり、輸出入や配当送金などの経常収支に関連している取引に関しては、外貨と元の交換性が確保されている。一方、資本取引に関する為替取引には対内直接投資の以外に、依然厳格に規制されている(表3)。

表3 中国の資本移動規制

			資本流出	資本流入
直接投資 (FDI)			外貨管理局などによる許可制	原則自由
証券投資	株式	発行	非居住者の国内 IPO が禁止	居住者の海外 IPO が可能
		売買	外国債投資：QD II	中国株投資：A 株が QF II のみ；B 株
	債券	発行	非居住者の起債：財政部などによる許可制	海外での起債：外貨管理局などによる許可制
		売買	外国株投資：QD II	中国債券投資：QF II のみ
外国借金と貸付			外国へ貸付：銀監会に認可された金融機関のみ外貨管理局による許可制	外国から借金：外貨管理局による許可制 外資企業の借入が原則自由 (届出制)

出所：各種の資料により作成

1980年代以降、段階的に対内直接投資を自由化してきたが、現在は、制限されている産業の以外に対する投資は原則自由化となっている。投資の規制緩和を受けて、さらに中国の各地域間での企業招致活動の競争が生じ、従来の税制優遇措置(2007年以降撤廃)に加え、各種の外資企業優遇が拡大し、外国企業は中国に対する投資を活発に行ってきた。直接投資以外の資本流入については、基本的に許可制のもとで厳格に規制されているが、外国金融機関による証券投資については、2002年に適格外国機関投資家(QF II)制度を導入して、一定の制限のもとに資本取引が自由化された²¹。それは、アジア通貨危機の教訓によるものであろう。すなわち、アジア通貨危機を誘発したこと要因の一つは、海外からの短期資本の流入を利用して長期資本として投資することによって生じた資本の「短期借りの長期貸し」のミスマッチである。

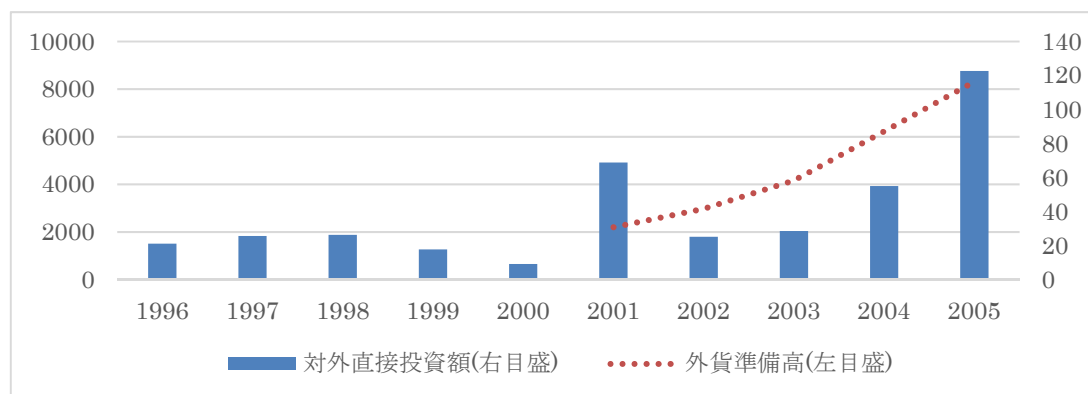
²¹QF II制度を2002年11月に導入してから2016年10月27日まで、外為管理局は273の外国機関投資家に計844.38億ドルの投資額を許可した。

また、金融市場の不完備で、一時的に大量な短期資金を流入したら、資産バブルを発生させる可能性があり、また経済情勢の変化で突然流出することで証券市場の混乱(麻痺)をもたらすことも思われる。このため、政府は簡単に短期証券投資自由化をさせないから、慎重な姿勢を採り続けている。

2000年以前、外貨準備の獲得、外貨流出による通貨の切り下げなどの考えから、基本的に政府は資本流出に対してすべての投資形態が許可制のもとで厳格に規制していた。しがしながら、近年中国の経済の高度成長に伴い、外貨準備高の急増、元高の傾向から、政府は資本流出規制に対してだんだん緩和している。また、外貨管理局は海外への投資の許可や資源獲得の投資に対する奨励などの政策を相次いで導入されている。それは元高の圧力を減少するという側面もある。

中国企業による対外直接投資は政府の許可なしに外国企業買収や外国法人設立を行うことはできない。許可制の制度は変わっていないが、最近では運用面での規制が緩和されている。2000年に海外における先進技術の獲得や資源の調達を目的として、政府が対外直接投資(Oversea Direct Investment、以下「ODI」)を促進する方針を示したが、その以降外国企業の買収を含む大型投資案件(联想レノボがアメリカ IBM のコンピューター部門を買収)も許可されるようになってきている。2004年に ODI についての規範化によって、制度の整備も徐々に進み、国内企業による ODI の規模も拡大していた。ODI 額は毎年の変動が大きいので、1996年～2000年の年平均の成長額をとると 20 億ドルであるが、2001～2005年には年平均 60 億と増加した。しかしながら、2001～2005年の外貨準備増加額が年平均約 1500 億ドルと比べると、人民元の切り上げの圧力を緩和するほどの規模に至っていない(図 6)。

図 6 対外直接投資額と外貨準備高(億ドル)



出所：中国国家外為管理局により作成

このように運用面での規制緩和は中国企業の対外直接投資が増えていくが、対外直接投資は依然許可制のもとで政府のコントロールの下に置かれている(表4)。

表4 近年のODIに関する政策推移

時間	項目	内容
2009.7	国家外貨管理局は「域内機構による海外直接投資外貨管理規定」を公表	外貨建て ODI の原資、年度検査、外貨登録等海外投資に関する外貨関連の諸規制を明確化
2011.1	中国人民銀行は「海外直接投資人民元決済試行管理弁法」を公表	ODI に対する銀行の域外ローン、データ申告、監視等の取扱について規定
2012.11	国家外貨管理局は「直接投資外貨管理政策を更に改善・調整することに関する通知」を公表	外貨建て ODI の外貨登記、事前関連費用、非貨幣出資、再投資備案(届出)、配当利益等の取扱について明確化
2013.12	国務院は「政府核準の投資項目目録(2013年版)」を公表	ODI の許可制手続き簡素化(認可制から届出制に変更)
2014.1	国家外貨管理局は「資本項目外貨管理政策を更に改善と調整することに関する通知」を公表	外貨建て ODI の事前関連費用について一部規定(例:枠の規制廃止、還流期限など)を改定
2014.9	中国商務部は「海外投資管理弁法」を公表	「政府核準の投資項目目録(2013年版)」を具体化すべく、ODI の許可制手続き、日常管理等の規定を修正

出所:各種の資料により筆者作成

対外証券投資に関しては、2004年に、保険会社による外国証券への投資は各社ごとに定められた投資枠の範囲内に投資することができてきた。そして、2006年4月に、QDII制度(適格国内機関投資家制度)は導入された。QDII制度は、経営健全性や資産規模などに関する一定の基準を満たした投資ファンド・国内銀行などに対して、一定の投資枠内で外国証券を投資することを解禁するということである。

いままで認可されたQDII制度の投資枠は132の国内機関投資家に計899.93億ドルであり、認可された金融機関の運用体制が整備されて、投資枠も大幅に拡大されている。現在、金融機関の対外貸出に対しては規制が厳しく、銀行業監督管理委員会による対外貸出業務

を認可された金融機関は、外貨管理局の許可をもらった後、行うことができるとされている。

中国の資本取引規制は、Huang et al. (2015)によれば、1993年以降徐々に自由化されており、自由度が次第に高まっている。しかし、資本自由化の進みは1997年のアジア通貨金融危機によって一応中断されており、2001年にWTOの加盟につれてQFIIやODI等の自由化政策は継続的に実施されており、資本自由化が再起動されている。

2008年、米国に端を発した国際金融危機により米国政府は金融緩和政策を施し、それから米ドルの価値を下げた。他方、中国は人民元対米ドルレートの固定を採っており、国内経済を刺激し、デフレーションを回避するために4兆元規模の景気対策を発動した。また、2009年に人民元を使い、対外取引に伴うクロスボーダーの送金が認められ、2011年にはODIを人民元で送金することが認められた。つまり、中国の資本自由化を加速している。

ところが、2014年10月には米国QE3終了後の利上げ観測の中、新興国や途上国から大量の資本流出を懸念して、人民元の先安感が強くなってきた。2015年に中国の株価が急落して国際資本移動をさらに加速させていた。そのため、2016年には景気減速や人民元の先安感などで、中国からの資本流出が急増した。通貨当局は資本流出規制を強化され、その結果、ODIやその他投資の流出が大幅に減少し、2017年には金融収支全体が外貨準備以外に、流入超過に戻った。2017年以降、資本流出規制の緩和が再起動している(表5)。

表5 資本流出緩和政策

2017.12	対外投資スキームであるQDLP(適格国内有限責任組合)制度が2年ぶりに再開
2018.3	2018年3月、対外直接投資(ODI)に対する規制が緩和された。非センシティブ分野における10億ドルを超える投資に関する認可を不要とする措置などを含む
2018.4	2018年4月、対外投資スキームであるQDII(適格国内機関投資家)制度の投資限度額が3年ぶりに引き上げ
2018.6	2018年6月、対内投資スキームであるQFII(適格海外機関投資家)制度およびRQFII(人民元適格海外機関投資家)制度に関連した資本流出取引(本国送金など)の規制が緩和

出所:清水聡(2019)により作成

第3節 金融改革の問題と意義

1 金融制度

ブレトンウッズ体制の崩壊以来、世界各国は固定相場制度ではなく、自国の国情を踏まえて為替相場制度を制定するようになった。一般的に発展途上国は固定相場制、あるいは管理変動相場制を採用している。固定相場制度の下で、為替リスクを下げる(為替市場の安定)ために、中央銀行は為替介入を行うことができる。一方、多くの先進国は経済市場と金融制度が完備しているため、リスクに対する抵抗力が強くて、変動相場制を採用している。変動相場制は資源配分の効率を上げ、効果的な金融政策を行え、世界経済状況にも応じることができるのである。

中国は2005年7月に通貨バスケット制を参考にした管理変動相場制を採用していた。従来の米ドル・ペッグ制から通貨バスケット制に移行したものの、為替レートの変動幅の上限を設定した。その変動幅内に抑えるため、中央銀行は頻繁に為替介入を行っている。その結果、外貨準備がますます増えてきた。また、関(2014)によると、中国人民銀行が日々介入を繰り返さなければならないことから、ベースマネーの変動を通じたマネーサプライのコントロールを困難にし、金融政策の有効性を低下させているとの指摘がある²²。

金利自由化の上では、中国では、2013年7月に貸出金利の下限を撤廃し、2015年5月に預金保険制度を導入した上で、8月に預金金利上限も撤廃し、金利自由化は理論上完了した²³。

銀行業務自由化の上では、中国は資本取引に関して規制しているため、金融資本市場は海外と遮断されて、金融市場において海外の影響を直接に及ぼされにくいので、銀行業務の改革への外圧がほとんど存在していない。そのため、国内金融改革に依存せざるを得ない。

次に、為替相場の上では、中国は1978年に改革開放政策を実施した後、事実上ドル・ペッグ制を採用したが、2005年7月に人民元引上げの海外外圧により、通貨バスケット管理変動相場制を採用された。為替レートの変動幅の上限を設定し、市場の動きに柔軟に対応している(表7)。また、外国為替取引については、中国は経常収支の方面が自由化された

²²関志雄(2014)

²³実際には人民銀行の窓口指導により金利規制が継続しているという見方が多い(露口(2016))。

一方、資本取引の方面はまだ規制されている。

表 6 中国の金融改革

金利自由化	90年代	銀行間市場金利が自由化
	2004.1	中央銀行の基準金利を踏まえて、預金金利は上限を、貸出金利は下限を管理
	2012以降	預金金利の上限引き上げと貸出金利の下限引き下げを段階的に実施
	2013.7	貸出金利の下限規制を撤廃
	2015.5	預金保険制度を導入
	2015.8	預金金利の上限規制を撤廃し、金利自由化
銀行業務	2013.11	中央委員会の第3回全体会議で、条件を満たした民間資本が法律に基づいて、中小型銀行を発起設立することを許可すると示した
為替管理	1978	貿易取引における二重相場制を採用
	1985	公定レートと実勢レートを一本化
	1994	管理変動相場制に移行したが、変動幅が限定され、事実上ドルペッグ制
	1996	IMF8条国に移行し、為替取引について経常収支が自由化され、資本取引は規制
	2005.7	通貨バスケット管理変動相場制が導入

出所：各種の資料により筆者作成

表 7 人民元の変動幅 (%)

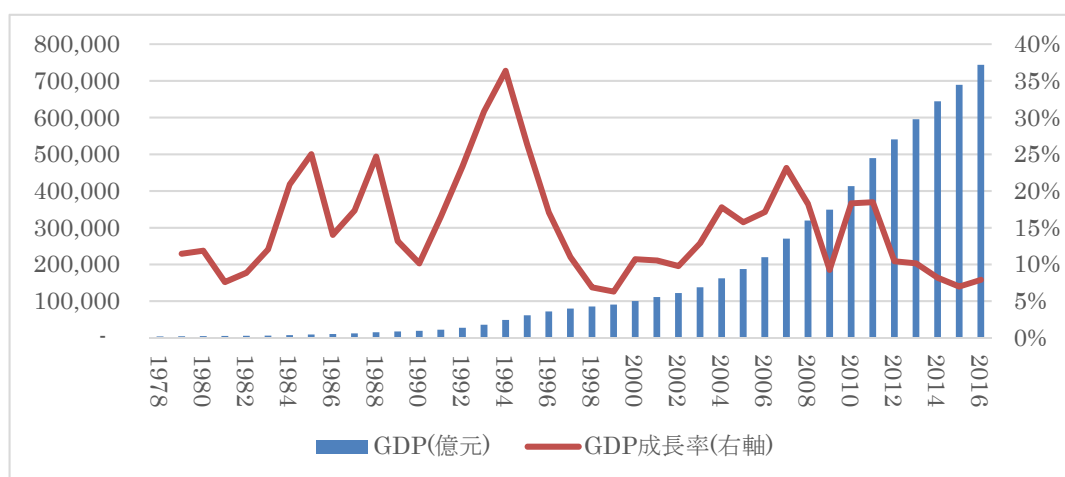
1994	0.3
2007	0.5
2012	1.0
2014	2.0
2017	3.0

出所：中国外貨管理局により作成

3 金融改革の意義

中国が1980年代に経済改革開放を行ってから、40年を経た。過去40年間の中国経済は飛躍的に伸びてきた。GDP(国内総生産)成長率は平均で10%に達した。経済規模はすでに世界トップクラスである。

図7 中国の経済成長率

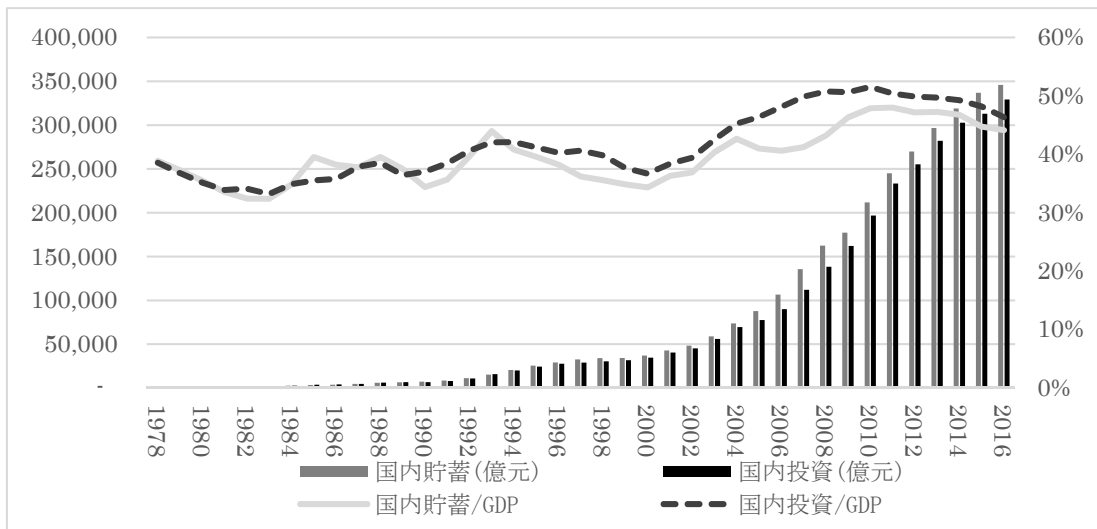


出所：中国国家统计局により作成

改革開放政策を実施する前は、計画経済では資源、物価などのすべての需要と供給を国家計画によって制定した。お金の流れも基本的には財政計画で決め、中央銀行(中国人民銀行)の役割は預金と貸出を計画通りに管理し、実行することであった²⁴。そのため、国民は貯蓄でも投資でも行っていないのであった。しかしながら、改革開放後、計画経済から市場経済への移行により国民生活・経済が極めて大きな変化が発生した。2016年の国民貯蓄は改革開放時の1978年と比べて24,673%に伸びていた。金融改革は豊かな国内貯蓄を投資に振り向ける役割を果たし、経済の成長を促進してきた。

²⁴張秋華(2012)

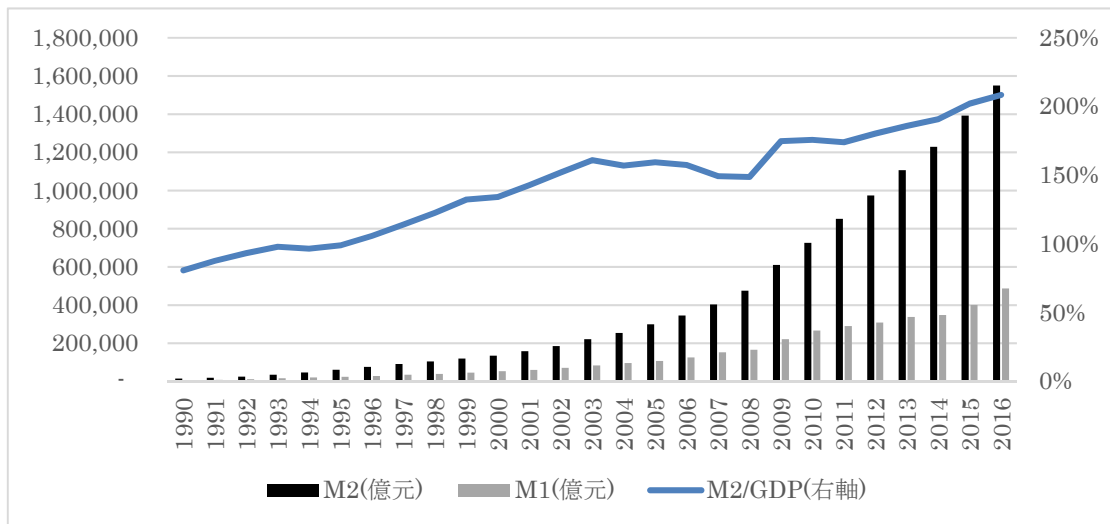
図8 国内貯蓄と投資



出所：中国国家統計局により作成

また、改革開放後、経済の金融化が進み中国の通貨供給量は急速に拡大してきた。M1 と M2²⁵の年間伸び率は、それぞれ 20%と 18%であった。中央銀行(中国人民銀行)は資金供給量を調整することで、金融政策を運営している。公開市場操作を通じた供給と、銀行の預金準備率を通じた調整が資金供給の役割を果たしている。

図9 中国の通貨供給量

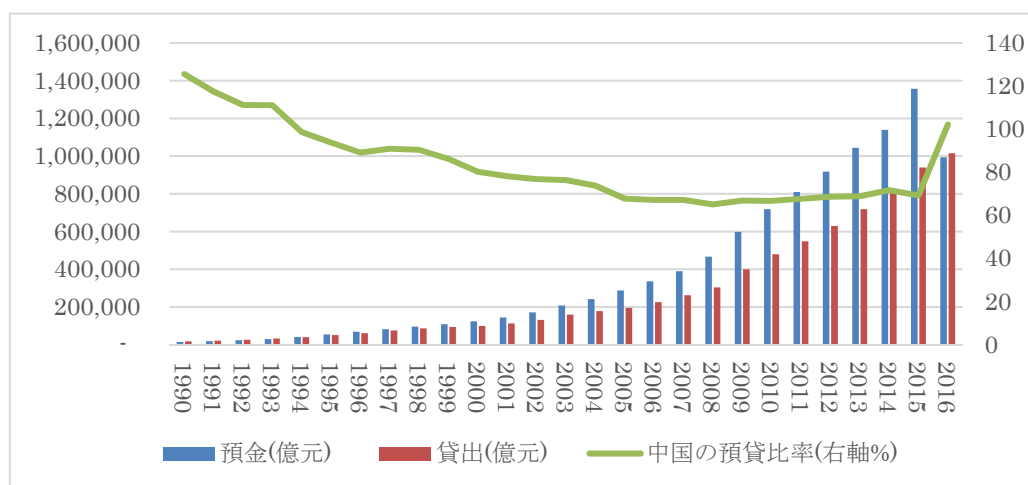


出所：中国国家統計局により作成

²⁵M1 は狭義の通貨供給量と呼ばれ、流通している現金通貨と普通預金の合計である。M2 は広義の通貨量と呼ばれ、M1 に定期預金を加える。

経済市場の発展につれて、企業は金融機関への貸出のリクエストが益々強めてきた。図10のように、中国の預貸比率は2015年から増えたが、全体から見ると低い預貸率である。そして、大部分の貸出は国営企業に貸し出された。そのため、金融分野において、政府のコントロールではなく、市場経済の機能をより発揮し、資源配分をより合理的にしなければならない。したがって、市場経済を中心とした金融改革の推進をさらに加速すべきである。

図10 中国の預貸比率



出所：中国人民銀行により作成

第4節 金融改革への展望

1 銀行業の対内開放

2013年9月に、中国の上海は自由貿易試験区として様々な規制緩和が先行的に試行されるが、その中には金融分野も含まれている。また、決済サービスなどの分野においては異業種からの参入を促し、例えば、アリババ会社が提供する決済サービス「支付宝（アリペイ）」や資産運用商品（MMF）である「余额宝」の利用者は急速に増えている。何れも、国有銀行を中心とする金融機関の中心部からではなく、まわりから新たな動きを起こして範囲を広げさせていく効果を狙っているように見える。関(2014)によると、MMFが人気を博して金利の自由化を加速させた例はアメリカの金融の歴史にもあり、中国においてもこれ

らの動きは、金融システム改革を促進する効果をもたらす可能性がある」と指摘している²⁶。

中国の金融改革は、銀行業における国有銀行による独占体制の下で、資金配分の効率が良いとは言えない。これを是正するために、対内外の開放を通じて、競争の環境を造り、活発化させなければならない。

銀行業の対内開放は2013年11月に開催された中央委員会の第3回全体会議(三中全会)で監督管理の下で、所定の条件を満たした民間資本が法律に基づいて中小型銀行を発起設立することを許可すると示された。

山中全会開催後、5行の民営銀行の設立の申請が国務院に許可された。2015年1月に深セン前海微衆銀行(最大株主ITテンセント)が営業し始めました。その後、上海華瑞銀行、温州民商銀行、天津金城銀行、浙江網商銀行(最大株主アリババ)が相次いで開業した。

また、2015年3月の全国人大代表会議によって、金融改革を促進するため、民間資本による中小型銀行の設立条件をさらに緩和され、民営銀行の設立は一層加速していく。

一般的に、民間資本による発起設立された民営銀行は市場経済に基づいて経営され、コーポレートガバナンスも国有銀行とは異なる。経営方式および所有権構造が異なるから、民営銀行は国有銀行と比べて、経営がより弾力性を持ち、効率的である。このため、民営銀行の設立により、銀行部門における国有銀行による独占体制が打破され、国有金融機関と民間金融機関、大型金融機関と中小金融機関が共存する多様な金融機関体系が実現され、金融部門における公平な競争が促進され、ひいては実体経済への支援が強化されることが期待できると指摘していた²⁷。

2 銀行業の対外開放

銀行部門の対外開放に関しては、1980年代経済改革開放以降、中国に外資銀行が進出してきた。その後、中国経済の発展につれて外資銀行の拠点網が段々拡充され、業務の範囲から規模まで²⁸より拡大した上、外資銀行は中国の銀行との間で資本と業務の提携を行って、中国銀行業におけるプレゼンスを向上させている。

²⁶藤田哲雄(2014)

²⁷関志雄(2015)

²⁸外資銀行の進出先は一部の地域から全国へ、業務範囲が外貨業務のみから人民元業務へ、サービスの対象が外国人から中国人へと拡大した。

とりわけ中国が WTO を加盟した後、外資銀行支店への業務範囲の規制がさらに緩和された。そして、中国資本の銀行の改革に海外の投資家の参加が認められ、外国金融機関の中国資本の銀行に対する出資比率の上限も引き上げられた。そのため、外資銀行と中国資本の銀行の提携をより強めた。

国務院は 2006 年 12 月に「外資銀行管理条例」が公表され、外資銀行に対して、現地法人の設立を前提に、中小企業向け人民元建て融資業務、個人向けリテール銀行業務を認め、「内国民待遇」を与える一方で、外資による農村金融市場を参入することも認めた。

また、2014 年 12 月に国務院は「外資銀行管理条例」を改正し、外資銀行の支店設立の条件と業務規制をさらに緩和し、中国市場に進出しやすくなり、業務範囲も拡大してきた。

中国への外資銀行の参入によって銀行業の発展はもちろん、中国経済全体にも役立っている。関(2015)によると、外資銀行の参入により以下の優劣をもたらしてきたと指摘している。①外資銀行は海外資本の導入と対外貿易の発展に大きな役割をはたしている、②外資金融機関は中国資本の銀行へ投資により、中国に外貨資金をもたらしている、③外資銀行との連携で、先進的な管理技術、経営理念及び金融商品を中国市場にもたらし、中国の金融機関の経営効率が改善され、銀行の金融商品に対する開発意識と能力の向上を促進した、④外資銀行の参入は、国内の銀行部門の監督管理レベルの向上に繋がった。今後、中国への外資銀行の参入がさらに増えていくと予想され、これらのメリットがより発揮されると期待される。しかし、その逆にいくつかのデメリットをもたらしてきて、①中国資本の銀行の優良顧客が外資銀行に移ること、②外資銀行を通じる大量の国内資金の流出は金融・為替の不安定を招致しかねないこと、③外資銀行に対する監督が難しいこと、などが新たな課題として現れている。

経済市場メカニズムを発揮させ、効率的な資金配分を求めるために、金融改革を貫くことに加え、次の課題も無視できない。

まず、銀行部門においては低効率の国有銀行による独占体制が崩壊する様子はまだ現れない。銀行間の競争を促すために、民営銀行の設立を推し進めながら、国有銀行の民営化を行わなければならない。

次に、資本市場においては国有銀行を含む国有企業の民営化を推進しているが、徹底的に民営化されたとは言えない。政府の持株比率がまだ高く、実際に企業を支配している。

そして、金融機関に対する監督の一元化を求められている。現在、金融機関に対する監督の権限は中国銀行・保険業監督管理委員会、中国証券監督管理委員会、中国人民銀行に分散している。

また、金融業の対外開放において、証券業は銀行業と比較して大幅に遅れている。中国に進出した外国の証券会社の出資比率(上限 49%)や業務範囲などに厳しく規制されている。

最後に、過去アジアと南米の各国の金融危機の経験が示しているように、金融の自由化に伴って、バブルが膨らむなど、経済の不安定化をもたらす恐れがある。それを防止するため、政府の金融監督管理とマクロ・コントロール²⁹能力の強化が必要がある。つまり、金融部門に対する監督管理体制の見直しとその実効性の確保次第であり、金融部門の実体経済の効率化や成長に寄与する側面と、金融システムの安定性に直結する側面とに配慮した細心の政策制度を制定することが現在の中国政府が求められている。

²⁹市場メカニズムの活用を基本として、マクロ経済の政策手段を用いて経済を運営することを指す。

第3章 中国の資本規制の実効性

はじめに

経済のグローバル化が急速に進展するに伴い、中国は国際間の自由な貿易のみならず、資本の取引への対外開放の姿勢も前向きとなってきた。1996年4月に「外国為替管理条例」が実施され、経常収支勘定については外国通貨と人民元との交換性が実現し、「IMF8 条国」に移行し、すなわち為替取引について経常収支が完全に自由化された。同時に、資本規制が徐々に緩和されつつあるものの、多くの方面に依然として厳しく管理・規制されている。

また、経済のグローバル化につれて、国際資本もより著しく移動するようになった。2008年のリーマン・ショックによる世界金融危機が勃発してから、国際資本は速やかに途上国から引き揚げて、途上国の流動性不足や経済衰退などを引き起こした。世界金融危機後、多くの先進国は量的緩和金融政策を実施し、国際資本は再び途上国に流入し、インフレの深刻化や資産バブルなどをもたらした。中国は途上国として、国際資本の移動による影響を避けられるわけにはいけない。これらは中国の資本規制政策の実効性を挑戦し続けている。また、中国経済は海外との融合が深まるにつれて、自由な資本移動を規制するためによりコストをかけなければならない。そのため、中国の資本規制の実効性を考察するのは、これから中国はどのように資本規制の効率性を強めるかという思考の助けになる一方、どの程度までの政策を採り資本自由化を推進すべきかの判断を補助することにもなる。

本章は中国の資本規制の実効性を考察するために VAR(多変量自己回帰)モデルを用いる。データは中国が WTO を加盟した時期 2000 年から 2018 年の四半期データであり、呉(2009)が用いた資本規制指数、内外金利差、人民元レート予想変動、資本移動といった 4 変数を基づいて、さらに中国特有の金融変数としての外貨占有金の変動を加えて、5 変数を用いて分析を行う。本章の枠組みは第 1 節が内外の資本規制の実効性に関する論文の先行研究を扱った。第 2 節は今まで中国の資本規制政策を分析した。第 3 節は中国の資本規制政策の実効性に関しては VAR モデルを用いて分析した。第 4 節はまとめである。

第1節 先行研究

学界に資本規制の有効性の定義に統一的な基準はないが、一般の文献の多くは資本規制の有効性が資本移動と政府の政策目標に与える影響の両面から考察することを認められて

いる。政府の政策目標とは主に資本の大規模な移動を防止し、為替レートの安定を維持し、一国の金融政策の独立性を保証し、国内の金融経済環境の安定を目指すなどである。次は資本規制に関する先行研究を論じる。

1 海外の先行研究

1.1 資本移動の方面

DeGregorio et al. (2000)はチリの選択 URR 規制指数、自国銀行システムの 90 日間預金金利、為替レートの予想変化、短期と長期の資本流動量などの変数によって VAR モデルを構築し、VAR モデル分析によってチリの資本規制政策が資本流入総量を減少させなかったのは、チリの資本規制政策が短期資本流入を減少させるのに有効であるが、資本規制が強化されるにつれて長期資本流入が逆に増加するため、資本流入総量が安定しているからである。

Ariyoshi et al. (2000) は、14 のサンプル国が資本流入を規制する有効性の問題を研究し、資本規制は短期資本流入を減少させるには有効性があるが、資本流入総量を減少させるには有効ではないことを示した。

Bernardo and Marcio (2006)は VAR モデルを使ってブラジルの資本流入規制措置の資本流入をコントロールする面での有効性を検証し、4 つの内生変数、すなわち実効為替レート、金利差、資本流入量、資本規制強度指数を選択し、それぞれ純資本流入量と GDP の比、資本流入量と GDP の比、金融資本流入量と GDP の比の 3 つの変数で資本流入量を表し、それぞれ VAR モデルを作成した。最後に、3 つの VAR モデルのインパルス応答関数に基づいて、ブラジルの資本流入規制は資本流入の減少に短期的に有効である(2-6 ヶ月)。

1.2 金融政策の独立性の方面

西洋の学者は、国内と国際市場における同じ種類の金融ツールの価格の違いを分析することで(金融政策の独立性を反映できる)、その国の資本規制の有効性を検証することが多い。

資本規制の有効性に関する研究は 1980 年代にさかのぼる。Dooley and Isard(1980)は国内銀行預金金利と同一銀行オフショア支店の同種預金金利を比較し、資本規制はオフシ

ョアとオフショアの銀行金利に一定の差異をもたらし、短期的に有効であると考えている。

Browne and McNelis (1990)は資本規制実施前後の国内通貨政策が金利変化に与える影響を比較することで、資本規制が金融政策の実施効果を高めるのに役立つことを発見した。また、資本規制が中央銀行の金融政策の独立性を高めるのに短期的に有効で、平均6ヶ月しかないことを発見した。

Ariyoshi et al. (2000)は、14のサンプル国の資本流入規制の有効性を研究した結果、各国が資本規制政策を実施する目標は主に国内外の利益差を維持し、自国の為替レートの圧力を下げることで、各国はその規定の政策目標を達成する効果が異なるが、多くの国は国内外の利益差を維持する効果が顕著であることを表明した。

1.3 為替レートの安定の方面

De Gregorio et al. (2000)はVARモデルを構築してチリの資本規制政策を分析し、チリの資本規制政策が実際の為替レートにあまり影響していないことを示した。

Fratzscher (2012)は、資本規制を実施する主な原因は金融市場や資本流動の激しい変動を抑制することではなく、国内経済の過熱を抑制するため、例えば、速い信用成長率、インフレ率および生産変動率などであると考えている。同時に著者は実証的な分析を通じて、固定為替レート制度を実施する国家資本規制の程度がさらに高くなり、資本規制は一国が低い為替レートレベルを維持するのに役立つとしている。

1.4 他の方面

投資・貯蓄相関法も一国の資本規制の有効性を検証する常用方法で、Feldstein と Horioka が 1980 年に提出され、F-H モデルと略称する。Feldstein と Horioka (1980)は、一国の投資と貯蓄の関係を分析することで資本移動の程度を測定する分析フレームワークを提案し、一国の一定期間内の投資率と貯蓄率を回帰することで、統計的に有意な β 値を得ることができる考えた。 β 値が 1 に近いほど、その国の資本規制措置が資本移動を規制する効果が顕著であることを示した。著者はこの分析方法を利用して 1960～1974 年の OECD 加盟国の投資率と貯蓄率を研究し、経済組織加盟国の資本規制がこの地域内での資本の自由な移動を制限していることが実態と一致しないという結果を示した。この結論は、著名

な Feldstein-Horioka の謎と呼ばれている。

Kapan and Rodrik(2001)は資本規制の金融危機防止の観点から資本規制の有効性を分析し、マレーシアがアジア金融危機の時期に、資本規制政策を実施することで経済を急速に回復させ、他の資本規制政策を実施していないアジア諸国と金融危機の異なる表現を比較することで、マレーシアの資本規制政策がアジア金融危機の予防に有効である結果を出した。

Mahavash et al. (2011) は、大量の資本移動が存在する場合、資本規制が一国の金融安定を維持する目標を達成できるかどうかを研究した。本文は 1995～2008 年、51 の新興市場国の資本規制政策を研究し、資本規制が一国の対外債務に存在するリスクを下げるのに役立つ、一国の経済が海外のリスクを防ぐ能力を強化するのに役立つことを示した。研究結果は金融危機が勃発する前に適切な資本規制が一国の金融危機をより良く防ぐのに役立つことを示した。

2 国内の先行研究

2.1 資本移動の方面

金華、李子奈(2005)は 1994-2004 年のデータを利用して、中国の資本規制政策が資本移動総量、期限と構造に与える影響を分析した。そして、中国の資本流出規制が資本流入規制より有効ではなく、また、資本規制を強化することは資本流出を抑制する効果が明らかではなく、資本規制を緩和することは資本移動(流入と流出を含む)を促進する効果が比較的に明らかである。かつ、資本規制は短期資本流動の抑制には効果がないということを指摘した。

桑颯(2007)は中国の資本移動総量、流れ、期限及び構造の分析を通じて、資本規制が短期資本の流入流出を抑制する効果は長期資本より明らかではなく、資本規制による証券投資の規制効果は直接投資やその他の投資の規制効果より優れていることを指摘した。

苟琴、王載黎ら(2012)は 1999 年 1 月から 2010 年 12 月までの月次データを利用して、資本規制指標を構築し、中国短期資本移動規模を試算し、為替レートの予想変動、利差、資本規制レベル、資本流入、資本流出などの変数を選択して VECM(ベクトル誤差修正)モデルを構築し、中国資本規制の短期資本流動の制御における有効性を考察した。中国の現在

の資本規制は短期資本の流れを効果的にコントロールでき、為替レートの予想は短期資本の流れに影響する重要な要素であるため、将来の資本取引規制は依然としてホットマネーの流入をコントロールする重要な手段である。

2.2 金融政策の独立性の方面

王曉春(2001)は、1980～1998年に中国の名目利率と実際利率を相応の国際利率と比較することで、中国の利率は国際利率と関係がないことを発見し、中国の資本規制政策は金融政策の独立性を維持する上で非常に有効であると述べた。

金葦、李子奈(2005)は1994-2003年の中国の国内ドル利率と海外のドル利率を経済的分析し、中国の資本規制が国内外ドル金利差を維持する上で基本的に有効であると考えた。

黄益平、王勳(2010)は中国がオンショアとオフショア市場の収益率の間に共和分関係があるかどうかを検証することで、中国の資本規制政策が金融政策の独立性を維持する上での有効性を検証し、結果として資本規制が長期的に部分的に失効した可能性があることを発見した。

2.3 為替レートの安定の方面

賀慧(2008)は2000-2007年の人民元レート指数を採用し、人民元レート圧力の変化と資本規制との関係を分析することで、資本規制は人民元の上昇圧力を軽減するという政策目標をうまく実現していないと分析した。

王樹同、原玲玲(2005)は為替政策と金融政策との衝突を緩和することを資本規制政策の主要な目標としており、著者はアジアの金融危機と人民元が強い上昇圧力に直面している二つの特殊な時期の資本規制の効果を分析し、中国の資本規制政策が人民元の為替レートを安定させる上での役割を比較的に成功したことを示した。

呉昊(2009)は人民元レートの予想変動、中国資本規制の強度、金利差、短期資本純流入を四つの変数としてVARモデルを構築して、人民元高の予想が短期資本流入規制と負の相関があることを指摘している。また、資本規制政策は短期資本純流入を規制するのに無効であったと説明した。

2.4 他の方面

張斌(2003)は資本規制の有効性を評価するにはまず目標を明確にしなければならないと考え、中国の資本規制の目標がマクロ経済を安定させながら経済成長を保障すると指摘した。この目標の下で、中国資本規制の有効性を評価する基準は、同種の金融ツールの価格差異を保持する能力、貨幣供給における外貨占有金の変動を抑制すること、資本移動による名目為替レートと国内価格の急激な変動を抑制すること、富移転の性質に属する資本の逃亡への防止、国際資本移動による国内資本市場の急激な変動と価格のねじれを防止するなどに細分化できる。最後に著者はこれらの評価基準に基づいて、全体的に見ると、中国の2003年までの資本規制は有効であると分析した。

於洋、楊海珍(2005)は中国の1978 - 1999年、1983 - 2002年の投資率と貯蓄率について研究し、中国の資本規制が改革後の20年余りの間に有効であるが、短期的な効力が強く、長期的に見ると効力が低下する傾向があると分析した。

黄齡(2011)は、異なる国の異なる経済環境での資本規制の効果を経済的に分析した。それによると、まず、資本規制が資本の大規模な流入や流出を抑制するのは短期間で有効で、中長期的な効果は少ないことである。次に、資本規制は一国の金融政策の独立性を保障するのが難しい。資本規制は資源配置の非効率を招くことができる。全体的に見ると、資本規制が厳しい国ほど、経済表現が悪く、貨幣危機が発生する確率が高いということを示した。

3 先行研究のまとめ

内外の先行研究によると、研究方法については、内外の文献は主に計量モデル分析とファクトファインディングという2つの方法を採用し、海外では計量モデル分析は主にVARモデル分析と投資・貯蓄分析を採用し、国内の文献は計量モデル分析方法では主に重回帰分析、投資貯蓄相関分析とファクトファインディング分析を採用することがわかった。研究の結果については、多くの文献は資本規制が国内と海外の金利差を維持する上で有効であると示しているが、資本移動の規模と構造を改善すること、自国の為替レートの切り上げ圧力を下げること、金融危機を防ぐ上で一致した結論が出ず、中国の資本規制についての先行研究を通して、多くの文献は中国の資本規制が大体に有効であると表明しているが、

その有効性は次第に低下する傾向があると指摘している。また、中国の資本規制政策の実効性に関しては VAR モデルを用いて分析したのは少なく、すなわち希少性がある。さらに、中国人民元の国際化の推進などのため、資本規制の強度は前より非常に緩和された。資本環境が変わってきたため、以前の学者らは、良く用いられていた資本規制の強度指数を計算し直す必要がある。

第2節 資本規制政策の効果の考察

1980年代に徐々に認知されてきた「国際金融のトリレンマ」という国際金融理論によって、一国が対外的な通貨政策を取る時に、金融政策の独立性、為替相場の安定、資本移動の自由化という三つのうち、必ずどれか一つを放棄しなければならない。中国は2005年7月に為替制度改革³⁰を実施する前に、実質上のドル・ペッグ制という固定相場制度を実施しながら、資本移動を規制することを通して、金融政策の独立性を維持しようとしてきた。しかしながら、関志雄(2012)によると、中国はWTO加盟などを経て資本移動が活発化するにつれて、金融政策の独立性、ひいては有効性も低下している。こうした中で、マクロ経済の安定のためには、変動相場制への移行という選択肢しか残っていないと指摘されている。特有の国情を持っている中国は金融政策の独立を放棄するわけにはいかない。つまり、これからもし中国は変動相場制に移行したら、金融政策の独立性を維持しながら、資本移動の自由化政策を実施しなければならない。しかし、資本規制の改革はかなり時間がかかる過程であり、アジア通貨危機の教訓によって拙速な資本自由化を実施したら金融危機をもたらす恐れがある。そのため、現在中国は資本自由化を漸進的アプローチに基づいて推進している。しかしながら、現段階では管理変動相場制の下で、資本規制の実効性を問われている。

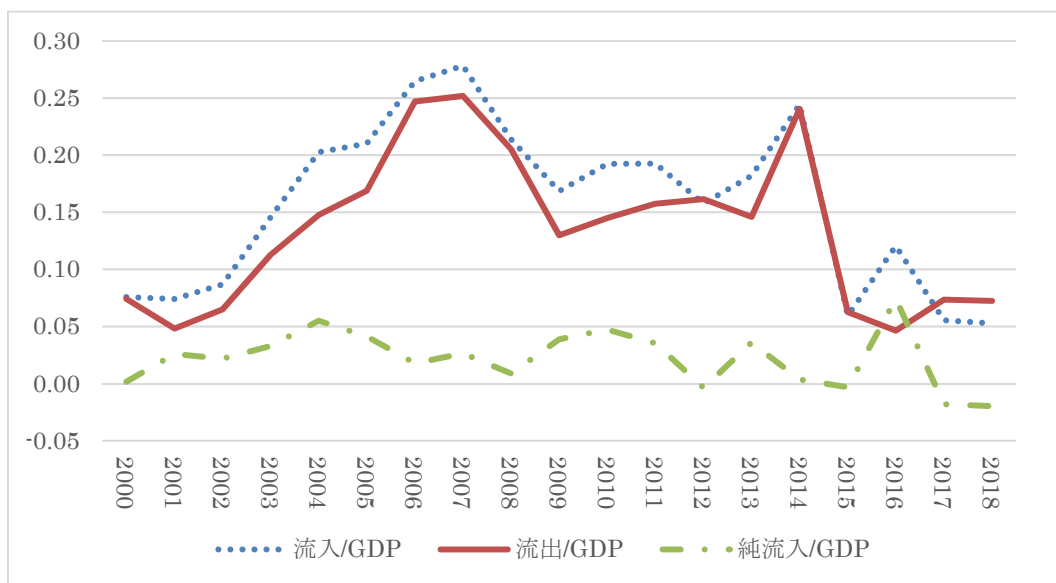
1 資本移動の規模と構造

理論的に言うと、資本規制の強化、あるいは緩和によって資本の移動に非常に大きな影響を与えるべきである。そのため、資本規制が強くなったときに資本移動の量が減少する。逆に資本移動の量が増えるべきである。しかしながら、実際は資本規制政策の以外に、資

³⁰中国は2005年7月に通貨バスケットを参考とした管理変動相場制度に移行した。

本移動をほかの要素にも影響されているので、資本規制政策の資本移動に与えた影響を分析しにくい。次は比較的資本規制政策の資本移動に与えた影響を考察するために、資本移動と GDP の比を見る(図 1)。

図 1 2000-2018 年資本流出入の推移



出所:中国統計局により作成

図 1 から見ると、2000 年～2018 年は大体に三つ段階に分けられる。第一段階は 2000 年から 2006 年である。中国の経常収支と資本収支は「双子の黒字」が続いて、黒字が年々上昇してきた。この段階で、中国の資本規制政策は徐々に緩和していく状態であり、資本移動が穏やかに上昇して行った。資本純流入は 2000 年から 2003 まで上昇したが、2004 年に下落し始めた。これは 2003 年中国が均衡資本管理政策を実施し、海外への投資を奨励したからである。この段階の資本移動と資本規制政策から見ると、資本規制政策は資本移動の総量を規制するのに効いているとわかった。

第二段階は 2007 年から 2009 年まで、この段階はアメリカのリーマン・ショックによる世界金融危機を引き起こした。資本移動の急激な変動を防止するために、この段階で、中国は資本規制に対して、特に短期資本移動の管理を強化した。例えば、短期債務資金の流入の管理を強化し、金融機関の短期対外債務指標の承認範囲を調整した。同時に、図 1 から見ると、この段階で資本流入と資本流出は大幅に減少し、純流入は最初に減少してから増加したことがわかる。中国の経済は世界金融危機が発生した期間に受けた影響が資本自由

化の国と比べて、非常に小さく、これは中国の資本規制政策と切り離せないものである。世界金融危機の特別な期間中、中国の資本規制政策は資本移動を管理する効果が非常に明確である。

第三段階は2010年から現在まで、この段階では、ギリシャをはじめ、一部のユーロ圏諸国は債務危機を引き起こした。ホットマネーの流入を防ぐために、中国は資本規制を緩和し続けながら、相応の資本規制措置も実施した。例えば、2011年に金融機関の短期対外債務指標と銀行融資の対外融資保証指標の全体規模を縮小するなどの措置を採用した。また、2013年中国は「走出去」という国内企業の海外投資を奨励する政策を出してから、多くの国内企業を国内の金融機関から融資を受けて、海外へ投資に行った。図1からわかるように、2010年から2013年まで資本流入、資本流出は穏やかな上昇傾向を示し、純資本流入は最初に上昇し、その後低下する。2013年から2018年まで、流入と流出は最初に急速に上昇したが、2014年から激減した。その後、流入は穏やかに上昇していくが、流出は2016年まで上昇してから減少し始めて、2017年から緩やかになった。この段階から見ると中国政府の資本規制政策の目標を達していないため、資本規制の効果が明らかではない。

2000年から2014年までの国際収支表によれば、資本移動を長期資本移動と短期資本移動に分けている。長期資本移動には長期的な純資本流入、長期的な資本流入、および長期的な資本流出が含まれる。同様に、短期資本移動には短期的な純資本流入、短期的な資本流入、および短期的な資本流出が含まれる。長期資本と短期資本の計算方法においては金・李(2005)に基づいて行う。長期資本は国際収支表の「資本および金融項目」に基づく直接投資、(中)長期債券、他の投資に基づく長期貿易信用、長期貸付金、および長期その他の資産/負債が加算されるものである。一方、短期資本は国際収支表の「資本および金融項目」に基づく資本項目、証券投資の下での貨幣市場工具(短期金融商品)、他の投資の下での短期貿易信用、短期貸付金、通貨および預金、および短期のその他の資産/負債が加算されるものである。その結果は以下の表2に示すものである。

表1から見るとわかるように、中国の資本規制政策が緩和されるにつれて、長期資本移動と短期資本移動の規模は急速に拡大し続けている。以下では、中国の資本移動の期間構造の変化の特性を考察するため、長期資本純流入の割合(長期資本純流入/総資本純流入)、長期資本流入の割合(長期資本流入/資本総流入)、長期資本流出の割合(長期資本流出/資本

総流出)、短期資本純流入の割合(短期資本純流入/総資本純流入)、短期資本流入の割合(短期資本流入/資本総流入)、短期資本流出の割合(短期資本流出/資本総流出)を分けて、中国の資本規制策は資本移動の期間構造を管理する際の資本規制の有効性を分析する。

表1 資本移動の期限構造

	長期資本移動(億ドル)			短期資本移動(億ドル)		
	資本純流入	資本流入	資本流出	資本純流入	資本流入	資本流出
2000	248.51	645.39	396.88	-228.93	498.40	727.33
2001	251.79	785.27	533.47	96.50	810.38	713.89
2002	407.07	824.73	417.66	-83.67	702.84	786.51
2003	136.90	987.58	850.68	412.31	1444.33	1032.02
2004	931.57	1381.57	450.00	150.65	2602.67	2452.02
2005	883.69	1580.17	696.48	28.79	3229.07	3200.29
2006	393.81	1980.43	1586.63	59.05	5324.49	5265.45
2007	1571.90	2659.68	1087.78	-660.57	7243.59	7904.16
2008	1592.28	3094.83	1502.54	-1221.54	6717.24	7938.77
2009	707.51	2940.96	2233.45	1237.79	5651.09	4413.29
2010	1899.74	3645.75	1746.01	902.32	7972.62	7070.30
2011	2134.82	4357.30	2222.48	465.42	10081.24	9615.81
2012	1681.88	4308.10	2626.22	-2042.27	9166.58	11208.85
2013	2464.38	5507.92	3043.54	966.10	11975.09	11008.99
2014	2439.92	6502.81	4062.90	-2057.19	19207.66	21264.85

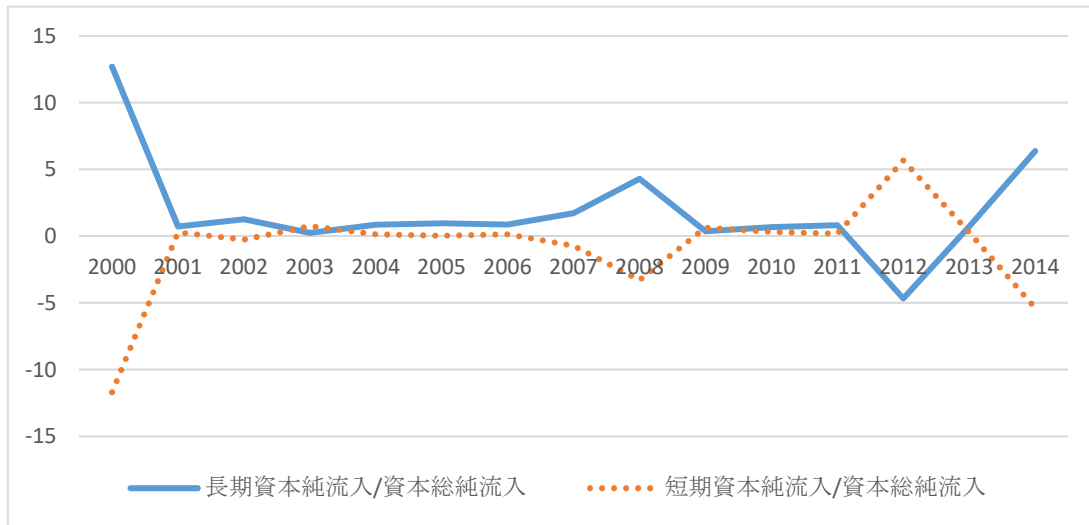
出所:中国統計局により計算作成

2 資本流入の分析

下の図2からわかるように、全体的な傾向から、長期資本純流入の割合は短期資本純流入より常に高い。つまり、中国の純資本流入に対する長期資本純流入の寄与は短期資本純流入より高い。これは長年にわたって中国での長期的な資本流入を奨励する資本管理政策によるものである。一方、2000年以降、長期資本純流入の割合と短期資本純流入の割合は基本的に安定し推移しているが、2007年から2009年には変動幅が比較的大きくなっている。短期資本純流入の大きい変動は、2007年から2008年にかけて大幅に減少した。これは、国際金融危機の影響によるものと思われる。故に、大量の短期資本が流出した。2008年7月に米ドルが強く上昇し始め、発展途上国は国際資本の流出に対して強い圧力に直面した。したがって、短期資本の移動は国際経済環境の影響を受けやすいとかわる。これは、国内および海外の経済環境が不安定な期間に中国の資本規制政策が短期資本を規制する能

力に一定の極限性があることも反映している。

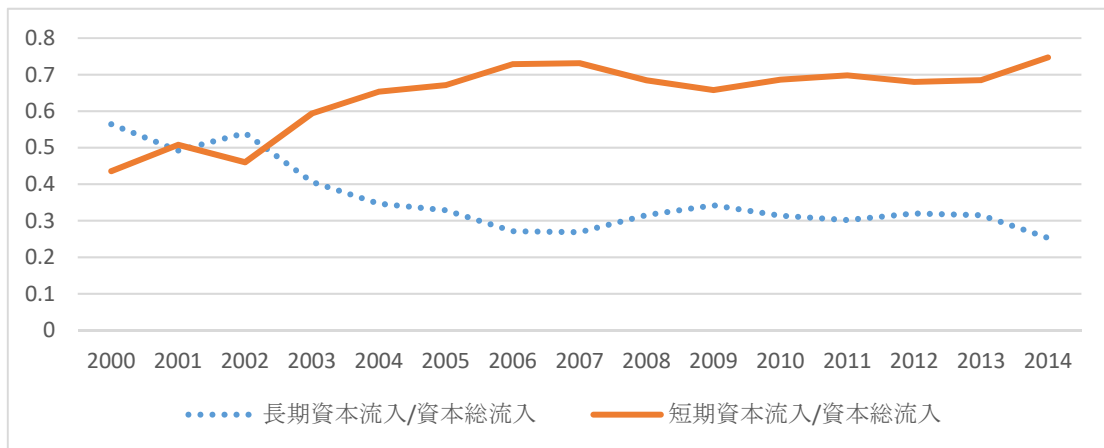
図2 資本純流入の推移



出所:中国統計局により計算作成

また、図3からわかるように長期資本流入は2003年から急激に低下し、それ以降が基本的に安定し推移している。短期資本流入はWTOに加盟した後、2002年から急速に増加し、その後基本的に安定し推移している。この段階では、中国はWTOの加盟に伴い、対外貿易が急速に増加し、外貨準備高が激増した。そのため、国内および海外は人民元の切り上げに対して、強く期待している。この状況の下では、短期資本の流入が急激に増えてきた。したがって、人民元の大幅の切り上げが期待される特別な時期には、より厳密な規制政策を実施したが、その効果が限られている。

図3 長短期資本流入と資本総流入の比

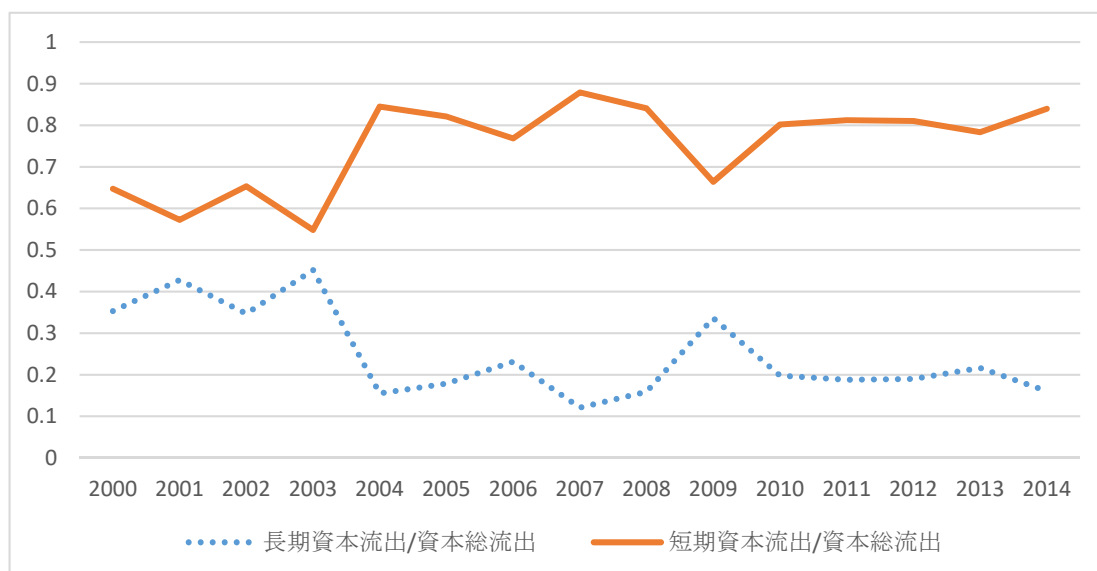


出所:中国統計局により計算作成

3 資本流出の分析

図4からわかるように、資本流入とは異なり、全体としての資本流出は不規則な変化の傾向を示しており、その中で、2003年に短期資本の流出が大幅に増加した。これは、2002年に中国の資本規制政策は、過去の「寛入厳出」から均衡規制管理政策に移行したことである。資本規制政策の変更により、短期的な資本流出が促進され、急増した。2003年以降、中国における短期資本流出の割合はわずかに変動したが、より頻繁に変動した。したがって、資本流出の観点から、中国の資本規制政策が短期的な資本流出を効果的に規制することは困難であり、これは中国の資本規制策にとって大きな課題である。

図4 長短期資本流出と資本総流出の比



出所:中国統計局により計算作成

4 誤差脱漏の分析

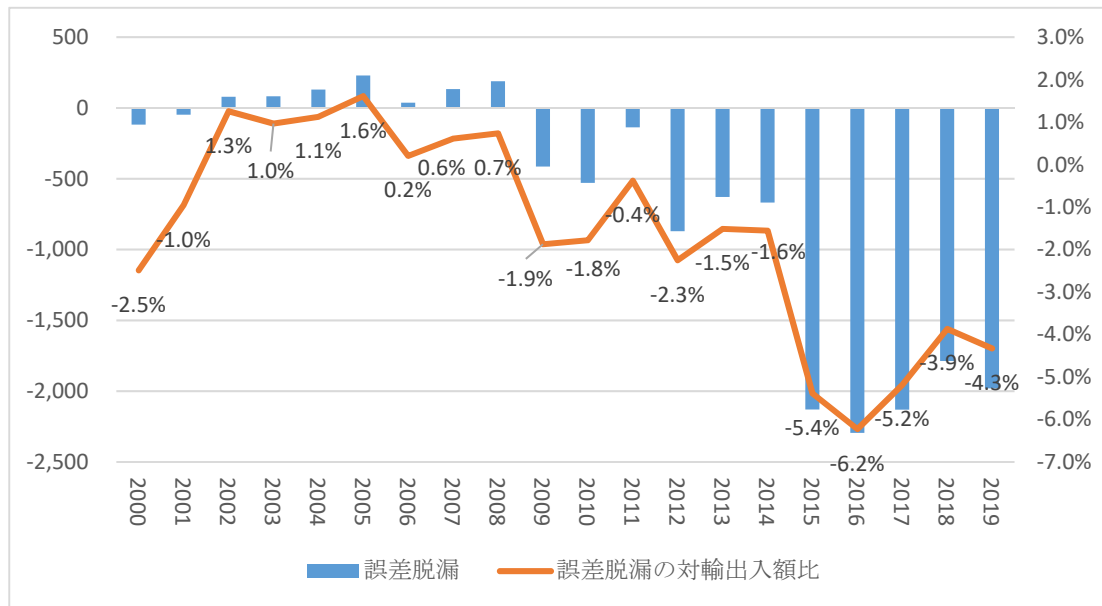
国際収支表における「誤差脱漏」は経常収支・資本収支を記録した国際収支では説明のつかない部分を表す。IMFは「誤差脱漏」の絶対額と同年の輸出入総額の比が5%を超えると、同国の国際収支のデータ信憑性が問われ、「誤差脱漏」のデータが異常であると見られている。通常、異常な誤差脱漏は大量のクロスボーダー資金の移動があると見ている。

余玲ら(2008)は誤差脱漏が資本逃避との相関性を分析して、資料の不備や統計時期のずれなどのほか、主に海外へ大量の資本逃避を発生したと指摘している。また、「誤差脱漏」のデータは長期間でマイナスあるいはプラスと示している場合、国際収支に記録されてい

ないホットマネーや資本逃避が深刻化であると指摘している（余永定 2017、管濤 2017）。

図 5 をみると、2001 年 WTO に加盟後の誤差脱漏は 2008 年までプラス（流入超）、それ以降はマイナス（流出超）であった。そして 2015 年から 2017 年までの 3 年間連続で「誤差脱漏」の対輸出入総額比が 5% を超えた。つまり、長期間で中国の誤差脱漏は異常なことがわかる。資本規制の効果が低く、大量の資本が流出した。

図 5 誤差脱漏の推移(億ドル)



出所: 国家外匯管理局により作成

第 3 節 実証分析

1 分析フレーム

第 2 節の資本規制と資本移動の分析を通じて、足元の中国の資本規制政策の効果が良くないとわかる。それをさらに検証するために、次は標準型 VAR モデルを用いて実証的に分析する。また、中国の資本規制指数については公的に公表されていないため、本章は金・李 (2005) により作られた資本規制指数の計算方法を用いており、最新の資本規制指数を計算する。

2 データ

中国をめぐる国際資本は 2001 年に WTO (世界貿易機関) に加盟してから活発に移動し始め

たため、本章は 2000 年から 2018 年までの最新の四半期データを用いて分析を行う。分析用の変数は以下の五つである。

① 内外金利差(R)

経済理論によって、もし一国の資本規制が有効であれば、国内の金利と海外の金利の差は一定の範囲に維持できるべきである。すなわち、国内の金利の変化は海外の金利の変化とは無関係であるべきである。そのため、本章は内外の金利差を一つの変数として用いる。国内金利は 3 ヶ月 CHIBOR(全国銀行間コールレート)を用い、海外金利はアメリカの 3 ヶ月 LIBOR(ロンドン銀行間金利)を用いる。データの出所は CEIC である。

② 貨幣供給における外貨占有金の変動(F)

長期以来、中国は長期資本流入を奨励し、特に対内直接投資に対していくつかの優遇措置を実施してきた。ということによると、中国の経常収支と資本収支はともに黒字という「双順差」構造が長い時間にわたっていた。そのため、中国は大量の外貨準備を蓄積し、中央銀行が外貨準備を吸収するために大量の現金通貨を投入せざるを得ない。中央銀行が過剰な外貨を吸収した時に発生した現金通貨の投入額は外貨占有金の増加額である。外貨占有金の変動幅が大きすぎると、現金通貨投入量の大幅な変動を引き起こし、中央銀行の金融政策の独立性が一定の脅威にさらされる。そのため、通貨供給における外貨占有金の変動幅を考察することで、中国資本規制が金融政策の独立性を維持する上での有効性を検証できる。外貨占有金の増加額の絶対値に比べて、相対値の変化は外貨占有金の変動状況をより反映することができる。そのため、本文は外貨占有金の増加額と現金通貨(M0)の比で貨幣供給中の外貨占有金の変動(F)状況を表している。現金通貨(M0)と外貨占有金のデータの出所は中国人民銀行である。

③ 人民元レート予想変動(E)

資本が同じ方向に過度に流れる傾向がある場合、一国の外国為替市場は外国為替の供給と需給の不均衡を抱えることになる。大量の資本が流入すると、自国の通貨に対する過剰な需要が発生し、通貨の切り上げ圧力が発生するが、逆に通貨の切り下げ圧力になる。そのため、資本規制政策が有効であれば、資本移動を規制する手段を通して、為替レートの安定を維持できるべきである。本章は人民元レートに対する金融市場の期待を表すために

12ヶ月 Non-deliverable Forward (NDF)³¹を選定する。S は人民元の直物為替レートとして定義され、R は人民元レート予想変動である場合、定式で表すと $R=(NDF-S)/S$ である。R が大きくなると、人民元レートの切り下げが予想され、人民元レートの切り上げ圧力を減少する。逆に人民元レートの上昇が予想される。NDF のデータの出所は中国前瞻データ庫であり、直物為替レートの出所は中国国家统计局である。

④ 資本規制指数(K)

中国の資本規制指数については公的に公表されていないが、多くの学者は金・李(2005)により作られた資本規制指数の計算方法を用いている。本章も金・李(2005)の方法に基づいて、最新の資本規制指数を計算する。金・李(2005)は中国の資本規制の特徴により、資本規制を11項目³²に分けた。次は2000年1月を基準期として、11項目は一つずつ1の数値を付けておいた。その後、国家為替管理局によって毎年発行された資本規制に関連した法規のレポートに従って資本規制強度をスコアリングする。スコアリング基準は、特定のカテゴリの制限の程度が前の期間と比較して変化がない場合、0ポイントが追加される。前の期間と比較して有意でない強化がある場合、0.5ポイントが追加される。逆に0.5ポイント減少する。特定のカテゴリの制限の程度が前の期間と比較して大幅に強化された場合に1ポイント増加し、そうでない場合1ポイント減少する。非重要性の定義は次のとおりである。年数の変更、限度額の調整、関連法律および規制の実施または廃除ということを示している。重要な変更の定義は次のとおりである。影響を受けるグループに明確な変更があり、明らかな拡大または縮小ということを示している。最後に、各四半期の資本規制スコアは、各主要カテゴリの重みに従って重み付けされる。つまり、各四半期の最終的な資本規制強度スコアをカテゴリの総数11で割ると、四半期の資本規制強度を表す。規則と政策は、実施時間を明確に示していない場合、規則と政策が発行された時間によると、月の15日より前に発行された規制は今月に実施され、月の15日の後に発行された規制は翌月に実施されると考えられる。

³¹NDF (ノンデリバブル・フォワード) とは、実物や実際の外貨の受渡しを行わず、取引レートと決済レートの差額を、該当通貨を用いず主に米ドルで決済する先渡し為替取引のことである。市場が未成熟な場合や、当局から該当通貨の国外での流通が規制されている場合に利用されます。主な NDF 通貨として、ルピー (インド)、人民元 (中国)、台湾ドル (台湾)、リアル (ブラジル)、ウォン (韓国) 等があります。

³²1. 資本市場証券 2. 貨幣市場工具 3. 共同投資証券 4. 派生工具及び他工具 5. 商業と金融信用 6. 担保、保証と金融支持工具 7. 対外直接投資 8. 外商直接投資 9. 直接投資の清盤 10. 不動産取引 11. 個人資本移動の管理

⑤ 資本流出入規模(Y)

資本規制政策が有効であれば、資本規制の強化または弱体化が直接に影響を受けるのが資本流出入の規模である。本章はより資本規制が資本移動にどのような影響を与えるのかを考察するために短期資本と長期資本を分けて分析しようと思ったが、中国政府は国際収支 IMF 第 6 基準を使用して以来、短期資本のデータの公表を行っていないため、データ制約で、ここで資本流出入と GDP の比を資本移動の変数として用いる。データの出所は中国国家統計局である。

3 テスト

本章は中国の資本規制の実効性を考察するために用いる VAR モデルとはある変数を過去の自身の値の加重平均で表現する自己回帰モデル (AR モデル) を、二つ以上の変数 (多変量) に拡張したものである。VAR モデルでは通常の回帰分析モデルと異なり、変数間の時間を通じた関係を捉える際に内生変数と外生変数を予め区別しない、すなわち、具体的な因果関係を仮定しないのが大きな特徴である。このため、特定の経済理論を前提とせずに、純粋に時系列データから変数間の関係を分析することができる³³。

3.1 単位根検定

一般に時系列データを用いて回帰分析を行う前に、見せかけの回帰を避けるためにそのデータが定常性を持つか否かを検証するため、単位根検定を行う必要がある。ここでは単位根検定に Augmented Dickey-Fuller (ADF) 検定を用いて行う。この検定では帰無仮説を「単位根がある」、対立仮説を「単位根がなくて定常である」とする。そして、時系列データが単位根を持つ場合、階差をとれば定常になるという性質を有することが知られているが、これを確認するため、階差を取ったデータに対し単位根検定を行う。また、ラグ次数は赤池情報量基準 (AIC) により選定する。

表 2 は本章に用いた変数の単位根検定の結果を示したものである。ADF 検定では、定数項のみ、定数項・トレンド項ありのいずれのケースでも検定した。すべての変数は 1 回の階差をとれば 1% で有意水準で定常である。

³³(松浦 1999)

表 2 は 単位根検定の結果

	変数名	トレンドなし(定数項)	トレンドあり(トレンド項+定数項)
レベル	R	- 2. 661 (2) *	- 2. 348 (2)
	F	- 3. 215 (1) **	- 5. 117 (0) ***
	E	- 0. 782 (10)	- 3. 150 (10) *
	K	- 1. 675 (0)	- 2. 0748 (0)
	Y	- 1. 765 (1)	- 1. 772 (1)
	1 回の階差	DR	- 6. 816 (0) ***
DF		- 7. 818 (2) ***	- 7. 900 (2) ***
DE		- 10. 158 (0) ***	- 7. 428 (2) ***
DK		- 7. 560 (0) ***	- 7. 647 (0) ***
DY		- 12. 311 (0) ***	- 12. 373 (0) ***

注 1): ***は有意水準 1%、**は有意水準 5%、*は有意水準 10%で単位根が存在するとの帰無仮説を棄却できることを示す。2) 表中の数値は t 値である。括弧の数は最適ラグである。3) R:内外金利差 F:貨幣供給における外貨占有金の変動 E:人民元レート予想変動 K:中国資本規制指数 Y:資本流出入規模

3.2 共和分検定

VAR モデルのように多変量の時系列データを同時に扱う場合、各変数間に共和分の関係が存在するか否かを確認する必要がある。共和分とは階差をとることにより定常となる変数間の線形結合が、階差をとることなく定常となる現象である。共和分が存在する場合、各変数の階差をとり分析するという方法では非定常性は処理できない。これはこの方法では各変数はやがて発散することを前提にしていることになるからである。従って、一般的な分析のプロセスは次のようになる。①各変数における単位根の有無を検定する、②変数が単位根を持つ場合は、共和分関係の有無を検定する、③共和分関係にある場合は、変数に階差をとり、VECM を用いて分析する。一方、共和分関係がない場合は、変数に階差をとり、

通常の VAR モデルを推定する³⁴。ここでは共和分検定は Johansen 検定を用いて行う。表 3 は検定の結果である。p 値から見ると変数間には共和分関係がないとわかった。次は本多・黒木・立花(2010)によってマクロ経済変数、金融政策変数、金融変数という順番で標準型の VAR モデルを用いて計測した。

表 3 共和分検定の結果

仮説	固有値	トレース法	0.05臨界値	P値
None *	0.298874	67.28883	69.81889	0.0783
At most 1	0.221212	41.36888	47.85613	0.1772
At most 2	0.161502	23.11768	28.79707	0.2403
At most 3	0.10501	10.25924	15.49471	0.2613
At most 4	0.029162	2.160449	3.841466	0.1416

3.3 VAR モデルの最適ラグ数検定

Eviews を用いて VAR モデルの最適ラグ数を検定し、結果は表 4 のように FPE、AIC、SC、HQ によると、VAR モデルの最適ラグ次数は 1 で確定した。

表 4 最適ラグ次数の検定結果

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
1	428.3043	NA	8.02e-12*	-11.36068*	-10.56397*	-11.04385*
2	444.9338	28.5747	1.02E-11	-11.1249	-9.53146	-10.4912
3	462.6187	27.89723	1.29E-11	-10.91884	-8.528681	-9.96835
4	487.0579	35.10979	1.37E-11	-10.90304	-7.716165	-9.63572
5	507.9718	27.0998	1.66E-11	-10.78794	-6.804348	-9.20379

注: *は基準によって選択されたラグ数を示すこと

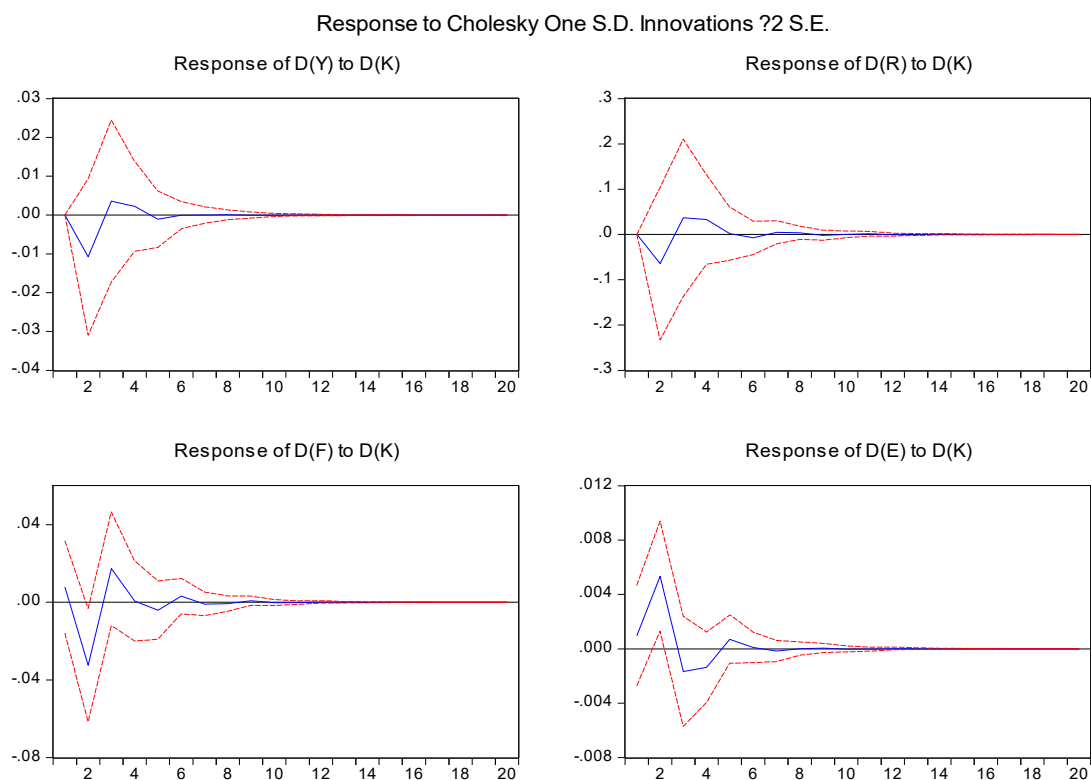
3.4 インパルス応答関数

インパルス応答関数とは、VAR モデルを用いて各変数間の影響を分析する方法の一つであり、ある式の誤差項に与えられたショックがその他の変数にどのように影響しているか

³⁴大川口(2019)

を見る方法である。以下は資本流出入規模、資本規制指数、内外金利差、人民元レート予想変動、貨幣供給における外貨占有金の変動という順番で1階階差をとり、資本規制指数(K)にショックを与えて、他の変数にどのような時間的な影響を及ぼすのかのインパルス応答関数の推計を行った結果である(図5)。

図5 インパルス応答関数の結果



この結果から見ると①全体では、資本規制ショックは有意に他の変数に影響することがわかる。資本規制ショックに対して資本流出入(Y)、内外金利差(R)、外貨占有金変動(F)が最初に減少しており続いて増加しているが、また影響が消えるまで減少している。一方で、人民元レート予想変化(E)は資本規制ショックに対しては最初に増加しており続いて減少しているが、また第5期まで増加した後で反応しないまで減少している。また、第6期から資本規制ショックは他の変数への影響が消えており、有意にゼロから離れていない。

②資本流出入について資本規制ショックは第3期まで負方向に影響しており、その後正方向に進み、第4期から有意の反応が消えた。このことは2001年WTOに加盟するために中国政府は対外開放の姿勢をとり、加盟後がさらに資本規制緩和政策³⁵を講じて、資本が流出していた。しかし、2008年勃発した国際金融危機によって中国の資本規制は再び厳しく

³⁵2002年に中国の資本規制政策は、過去の「寛入厳出」から均衡規制管理政策に移行したことである。

なってきた。海外の資本が流入してくることを許すが、資本の流出を厳しく規制されていた。また、2013年中国は「走出去」という国内企業の海外投資を奨励する政策を出してから、多くの国内企業を国内の金融機関から融資を受けて、海外へ投資に行った。但し、2017年に国家発展改革委員会は「企業海外投資管理弁法」を公表して、資本流出は次第に減少している。なお、資本規制と資本流入のインパルス応答関数の結果は第2節の資本流入と誤差脱漏の分析と統合的で、資本規制の増強につれて資本移動を抑制できるが、効果が一時的である。

③内外金利差については資本規制ショックの影響は2期までマイナス方向を示し、その後正方向に転じて第4期にピークを迎えてから影響が減少している。特に新興国の場合、資本移動自由化政策を実施すると、先進国の金融政策に大きく影響されやすくなる。内外金利差は資本規制の増強につれて拡大しているため、資本規制政策は内外金利差を維持するのに有効である。

④外貨占有金について資本規制の影響を受けてから正負交替での移動を示した。これは資本規制政策が流入してきた外資を吸収するための現金通貨の過剰発行をよく抑えないと示し、中央銀行の現金通貨の供給圧力を減少させない。なぜと言うと、資本規制政策は資本流入に対して、特に短期の資本流入にうまくコントロールできないとともに、海外への証券投資などを規制している故に、民営企業は獲得の外貨を中央銀行に両替せざるを得ない。中央銀行は大量の外貨を人民元で買って、外貨占有金が上昇していく。

⑤人民元レート予想変化について最初に正方向に反応が見られるが、第2期からマイナスの方向に変化している。その後、第4期から上昇に転じて第6期に影響が弱くなっていった。従って、資本規制は人民元の切り上げ圧力をある程度で緩和できるが、安定の人民元レートを維持するのに極限性がある。

3.5 分散分解

分散分解は、ある変数の変動に対してほかの変数のショックがどの程度寄与しているかをより明確化したものである。表5はY, R, F, Eにおける、資本規制指数の寄与率の時間的推移を表したものである。結果の示すように、資本規制ショックは、内外金利差の予測誤差分散の多くの部分を説明している。例えば、30四半期後では、内外金利差の予測誤差分

散のうち 27.19%、資本移動の予測誤差分散のうち 6.79%、外貨占有金の予測誤差分散のうち 4.92%、人民元レート予想変化の予測誤差分散のうち 3.85%を資本規制ショックが説明している。したがって、資本規制は内外金利差の変動の多くの部分と資本移動の変動の少ない部分に影響を及ぼしたのに対し、他の変数にはほとんど影響力を持たなかったことが分かる。以上の結果は図 5 のインパルス応答関数による実証結果を補完するものと言えよう。

表 5 分散分解の結果

分散分解の結果(資本規制指数 K に対する寄与率%)				
	3 四半期後	10 四半期後	30 四半期後	50 四半期後
Y(資本移動)	10.64	9.76	6.79	6.25
R(内外金利差)	5.17	4.99	27.19	34.07
F(外貨占有金)	1.41	2.88	4.92	5.03
E(人民元レート予想変化)	0.42	1.72	3.85	3.88

3.6 頑健性の検定

実証分析の結果をより確認するために、次が頑健性の検定を行う。高橋(2016)が用いた方法を参考にして、経済変数の順番を資本規制指数と資本移動規模で入れ替えて 5 変数(資本規制指数、資本流出入規模、内外金利差、人民元レート予想変動、貨幣供給における外貨占有金の変動)としても、金融変数面で金利を政策金利と入れ替えて 5 変数(資本流出入規模、資本規制指数、アメリカとの政策金利差、人民元レート予想変動、貨幣供給における外貨占有金の変動)としても結果に大きな変化は見られなかったが、Libor 金利と政策金利と入れ替えて分析した結果はより変動幅が大きくなった。それは資本規制の緩和に伴い、政策金利より短期金利としての Libor 金利のほうが経済政策の変更に影響されやすいと考えている。

おわりに

本章はファクトファインディングと実証分析を用いて、中国の資本規制の実効性を考察した。以下に結論を示す。

資本流出入量の分析によって、内外の金融環境が穏やかな時期に資本規制政策は資本移動をうまくコントロールでき、緩和されたときに資本移動を促進でき、良い効果があるとわかった。しかしながら、2008年の国際金融危機などによって金融環境が変わったときに異常な資本移動を抑えることができなかった。また、国際収支表の誤差脱漏によって、資本規制の効果が低く、大量の資本が流出しているとわかった。

実証分析の結果によると、資本規制政策は資本移動の抑制に対して、効果が一時的である一方、内外金利差の維持に有効だと示している。そして、通貨供給における外貨占有金に対して資本規制政策は外貨占有金の変動を抑えるのに有効ではない。また、為替相場の安定を維持する方面から見ると、資本規制の効果が良いとは言えない。それは極限性があり、特に短期資本の移動が激しい際に資本規制は為替相場の安定を維持するという目標を効果的に達成できない。

要約すると、中国の資本規制の実効性を分析することにより、資本移動の規模の制御、金融政策の独立性の確保、人民元の為替レートの安定性の維持という観点から、中国の資本規制政策の効果があるが、良いとは言えない。

国内および海外の経済環境が比較的安定している期間では、資本規制は政策目標の達成に積極的な役割を果たしたが、不安定の時期では、例えば、欧州の債務危機や人民元の切り上げに対する強い期待などの特別な期間においては、資本規制はその政策目標を達成する上でうまくできない。中国は世界経済との融合が深まるにつれて、国際資本移動の規模と頻度は増加し続けている。これらが資本規制に大きな挑戦をもたらし、中国の資本規制の実効性は弱まり続けていく可能性が高い。

第4章 中国における「国際金融のトリレンマ」についての実証分析

はじめに

近年資本自由化がより進んでいた中国が直面する国際金融のトリレンマの中で為替管理をどう立ち向かうのかという新たな段階に入りつつあるが、いわゆるトリレンマ命題に基づいて、管理変動相場制度を移行した後の中国は金融政策の独立性が保てるかを実証的に分析することを通じて、中国の置かれた状況が「国際金融のトリレンマ」からどう乖離しているかを本章の目的とする。

1996年に中国はIMF8条国³⁶に移行し、為替取引については経常収支が自由化されたが資本収支については規制しつつあるが、漸進的な資本自由化政策を進めている。一方、2005年7月21日に、人民元を事実上のドル・ペッグ制度から通貨バスケットを参照に管理変動相場制度へ移行させた。つまり、①安定した為替相場、②独立した国内金融政策、③自由な資本移動、が同時に成立しないとすするトリレンマ命題から見て、否定されるような漸進的な資本自由化政策と管理変動相場制を採用している。本章はこうした理論と現実との溝を埋める問題意識を基にする。

中国と外国のつながりが深くなるにつれて、中国の資本規制も徐々に緩和されている。近年では、2016年に人民元のSDRバスケットへの採用、2017年にMSCI指数³⁷が新興国株式指数に中国A株(中国本土上場の人民元建て株式)を新規に採用した。また、2018年4月のボアオ・アジア・フォーラムで習近平国家主席が対外開放拡大の措置を採ると発表した後、中国人民銀行の易綱総裁が金融領域の開放措置³⁸を発表した。これらは中国の資本市場の対外開放に向けてさらに一歩前進したことを意味する。

そして、五年毎に発表されている「5ヵ年計画」の中身では、中国政府にとり資本取引の自由化が最終的な目標であることが明確化されたが、ユーロ圏のような統合体でもない1つの国にとっては、国内経済の要とも言える金融政策を放棄するわけにはいかないと考

³⁶国際通貨基金によりIMF協定第8条に規定する加盟国の一般的義務の履行を受諾している国。第8条では、(1)経常的支払いに対する制限の撤廃、(2)複数為替相場制度のような差別的通貨措置の回避、(3)他の加盟国保有の自国通貨に対する交換性の付与を規定しており、加盟国間の経常取引に関する多角的支払制度の確立と、為替制限の撤廃を目標としている。

³⁷MSCI：モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル社による指数。国際的な証券投資のパフォーマンスを測定するために世界中で広く利用され、世界の機関投資家の約90%以上がグローバル株式投資のベンチマークとして採用している指数。

³⁸具体的な開放措置は神宮健(2018)を参照

えられる。そのため、国際金融のトリレンマ説に基づいて、現行の資本自由化政策と為替政策の下で、独立した金融政策は海外に影響されるかどうかを考察するのはこれからの中国の為替政策と資本自由化政策を検討するのに非常に有意義である。

国際金融のトリレンマ説によると、金融市場開放を進めながら、安定した為替レート、独立した金融政策を追求するという三つの政策目標に関して、国はそのうちの二つしか達成できず、一つの目標を放棄する必要があると認識されている³⁹。即ち、国は三つの目標を同時に達成することができない。最初に、1963年のマンデルフレミングモデル(Mundell-Fleming Model)に基づいて、1979年にKrugmanはさらに国際収支危機のモデル(第一世代モデル)⁴⁰を構築することによって固定相場制を維持しようとした国がなぜ通貨危機に直面しやすいのかを説明した。Taylor and Obstfeld(1998)はその三つの政策目標を「開放経済のトリレンマ(open-economy trilemma)」と名付け、一国は金融政策の独立性の実現を求める同時に、安定した為替レートと開放の資本市場が実現できないと指摘している。1999年、フランケル(Frankel)は初めて三つの政策目標の関係を「不可能の三角形(impossible trinity)」と定義した。

その後、Vijay(2003)はより具体的に不可能の三角形を説明した。①資本移動の自由と固定相場制を選択し、金融政策の独立を放棄した。当局は外国の金利政策に影響されず、自国の金利政策を独自に調整する機能を失う。②金融政策の独立と資本移動の自由を選択し、固定相場制を放棄して変動相場制を選択した。当局は自国の金融政策を独自に実施できるが、為替レートが外国為替市場における外貨の需要と供給の関係に任せなければならない。③固定相場制と金融政策の独立を選択し、資本移動の自由を放棄した。資本規制が存在する場合、金利と為替レートのリンクが壊れる。

確かに国際金融のトリレンマの命題は理論的には堅固に見える。しかし、安定した為替相場と資本移動の自由を選ぶかぎり金融政策の独立性は期待できないというように三つの政策目標のうち二つしか選ぶことができないケースだけでなく、各政策目標の達成度は不完全であっても三つとも選び、どれか一つの達成度を高めると残り二つの達成度は下がるというトレードオフ関係が存在するケースもある。つまり、三つの政策目標をある程度ず

³⁹Obstfeld and Taylor(1998)

⁴⁰為替投機の理論は為替市場における投機がなぜ発生するのかを説明しようとするものだ。

つ実現してトリレンマに対処して中間的なケースである⁴¹(表 1)。

表 1 国際金融のトリレンマ説

	資本自由化	金融政策の 独立性	国定相場制	例
資本規制	×	○	○	ブレトン・ウッズ体制、ドル・ペッグ制下の中国
通貨同盟	○	×	○	中国香港、EU
変動相場制	○	○	×	米国、日本
管理変動相場制	△	△	△	2005年7月に為替改革後の中国

出所：筆者作成

注：△は中間を表す。

多くの学者は理論・実証の方法を用いて、国際金融のトリレンマ説を証明した⁴²。例えば、Aizenman, Chinn, Ito (2012) は三つの政策の各自の度合いを測るための指数を構築し、1970年から2007年にかけて170ヶ国を対象にして計って、国際金融のトリレンマ説が有効だと指摘している。ところが、Rey (2013) は、資本移動、資産価格、金融レバレッジと信用成長について世界金融循環(global financial cycle)という概念を初めに出しており、世界金融循環の決定要因の一つが大国の金融政策であることを示唆している。これは、国際展開する銀行のレバレッジ、資本移動、資産価格と国際金融システムにおける信用成長に影響を与える。そして、資本が自由に移動できる場合はいつでも、世界金融循環が為替制度に関係なく国の金融政策を制約する。過去数十年の間、国際マクロ経済学は自由な資本移動を伴うトリレンマを主として想定しており、一般的に独立した金融政策は変動相場制の場合にのみ実現可能である。世界金融循環はトリレンマをジレンマに変え、資本移動が規制されている場合にのみ、独立した金融政策が可能であるとした。その後、Rucci, Shi (2016) は内外の要因に対する各国の国内金利の異質な反応を研究し、Rey (2013) が議論された「国

⁴¹例えば倉持俊弥(2017)

⁴²Obstfeld and Taylor(2001), Aizenman and Ito(2013), Aizenman, Chinn and Ito(2008, 2010, 2011), Caceres, Swallow and Gruss(2016), Borensztein, Zettelmeyer and Philippon(2001)

際金融循環」の存在を支持した。しかしながら、Obstfeld、Ostry and Qureshi (2017)、Bekaert、Mehl (2017)は最近、古典的な国際金融のトリレンマ説がジレンマに変質したかどうかについての議論を再検討したが、そのような変化の証拠は見つからず、国際金融のトリレンマ説を支持したと指摘している。

また、Klein、Shambaugh (2013)は中間制度を実施している国々は十分な金融政策の独立性を保てるかどうかを実証分析した。その結果、国際金融トリレンマ説によって示唆されているように、完全な資本規制あるいは変動相場制は金融政策の独立性を持たせることを確認している。ただし、不完全な資本規制はより金融政策の独立性を持たせない一方、適度な為替レートの柔軟性は特に新興国と発展途上国において、ある程度の金融政策の独立性を持たせる可能性があるとした。

したがって、国際金融のトリレンマ説をめぐる議論は今まで白熱しているが、決着していない。現在の中国では、為替レートは固定相場制の一種とされる管理変動相場制であるが、ある程度の変動が認められており、資本移動も完全ではないがある程度自由になっているという「中間的制度」が採用されている⁴³。古典的な「国際金融のトリレンマ」説に基づいて、この中間的制度の下で、中国の金融政策の独立性を保てるかを実証分析したい。

本章では中国の資本移動、資本移動の自由度および金融政策の独立性に対して、それぞれ実証分析を行う。資本移動については、分析対象は中国だけではなく、比較するために先進国としてのG7と開発途上国としてのBRICS⁴⁴を選定し、比較研究を試みる。また、最新の1980年－2018年が分析期間とされ、2005年7月に為替相場制度を変更する以前の1980年－2004年と変更後の2005年－2018年を二段階に分ける。

分析方法は、フェルドシュタインとホリオカ(FH)のテストを利用する。金融政策の独立性については、標準型VAR(ベクトル自己回帰)モデルを用い、中国人民銀行が実施した金融政策を外国の影響に左右されているのかを分析する。分析対象と期間の設定に関しては、中国の主な貿易相手国かつ世界主要な経済体としてのアメリカ、日本とヨーロッパを対象にし、データは中央銀行の金融政策の影響を大きく受ける短期金利を選び、1999年⁴⁵から

⁴³関志雄(2013)

⁴⁴今世紀初頭にゴールドマンサックス社により投資対象として有望な国とされたブラジル、ロシア、インド、中国の総称(BRICs)で以後南アフリカも加わりBRICSとなった。

⁴⁵1996年6月1日に中国人民銀行により「全国統一の銀行間取引金利市場」(Chibor)を創立された一方、ヨーロッパのEuriborは1999年1月4日に初めて公表された。データを揃えるために1999年1月から分

2018年にかけて、各国の短期金利の月次データを2005年7月に為替制度改革の前後に分けて、すなわち1999年1月－2005年6月と2005年7月－2018年12月、2つの期間を分けて実証分析を行う。

本章の構成は以下のとおりである。第1節では、中国の対内外の資本自由化政策を概観する。第2節では、データを用いてG7とBRICSと比較して中国の資本移動の自由度を検証する。第3節では、金融政策の独立性を考察するために、中国、アメリカ、日本とヨーロッパのデータを用いて検証する。終わりに、実証分析の結果を述べる。

第1節 資本取引政策の概観

1996年に中国はIMF8条国に移行し、為替取引については経常収支が自由化された。即ち、輸出入や配当送金などの経常収支に関連している取引に関しては、外貨と元の交換性が確保されている。一方、資本取引に関する為替取引には対内直接投資の以外に、依然として規制されている。

1980年代以降、中国は段階的に対内直接投資を自由化してきたが、現在は、制限されている産業以外に対する投資は原則自由となっている。投資の規制緩和を受けて、さらに中国の各地域間での企業招致活動の競争が生じ、従来の税制優遇措置(2007年以降撤廃)に加え、各種の外資企業に対する優遇が拡大し、外国企業は中国に対する投資を活発に行ってきた。直接投資以外の資本投資は1992年1月に国内の上海・深セン証券取引所で取引される外国人投資家向けの株式(B株式)が導入された。B株式は額面で人民元建てであるが、売買やオファーは外貨建てで取引されている。これは中国の資本市場の対外開放に向けて、前に大きな一歩を踏み出したことを象徴する。2019年末まで、上海・深セン証券取引所に上場したB株は108銘柄である。ただし、2000年以降、B株市場に上場する企業がなくなり、李(2014)は中国企業の海外株式上場や、適格外国機関投資家(QFII)の指定を受けた外国人投資家によるA株投資が認められたほか、B株市場自身の問題もあって、B株市場の資金調達機能は次第に弱まったと指摘している。

海外の資本流入については、基本的に許可制のもとで厳格に規制されている。外国金融機関による証券投資のQFII制度は、2002年12月に中国人民銀行と証監会が「適格外国機関投資家による証券投資のQFII制度」を制定し、

析することにした。

関投資家の国内証券投資の管理にかかる暫定弁法」を実施したことによって導入された。

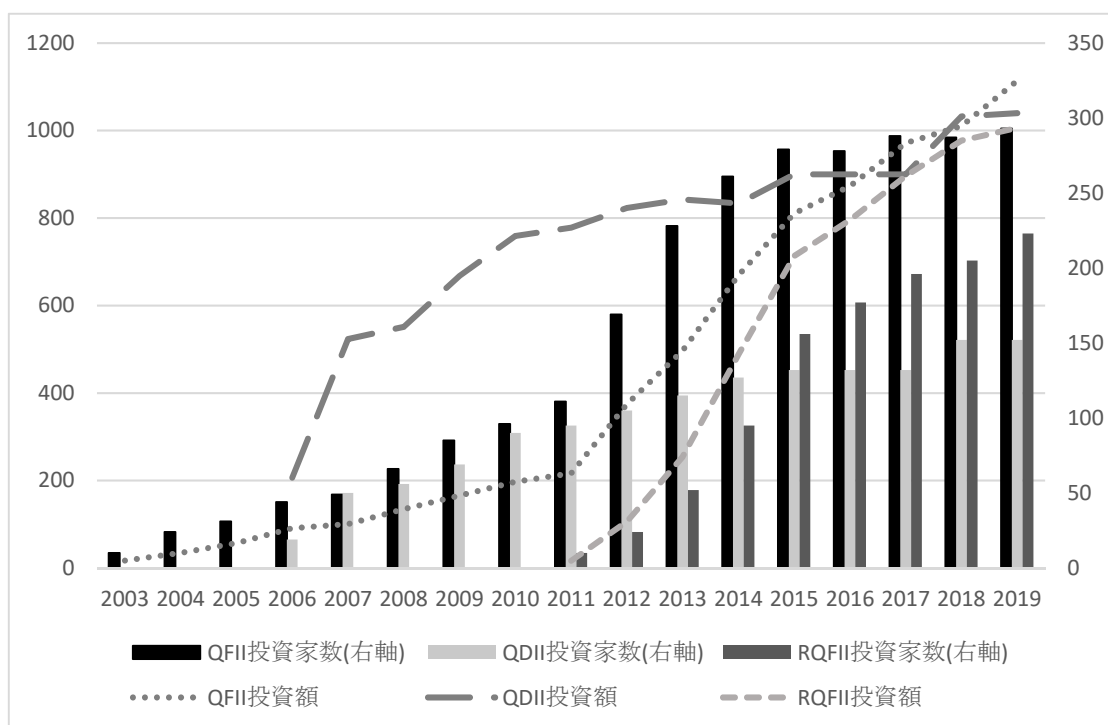
QF II 制度は最初に認可された外国機関投資家に関しての投資枠は 100 億ドルに設定されていたが、2007 年 5 月に 300 億ドルに拡大されていた。続いて、2012 年 4 月には 800 億ドルに、2013 年 7 月には 1500 億ドルに、2019 年 1 月にはさらに 3000 億ドルにまで拡大された。QF II 制度の実施により、外国の資本を中国に一層流入できて、資本市場の開放性がさらに増加してきた。

また、2011 年 12 月に中国人民元銀行、国家外匯管理局、証監会が共同で人民元建て適格外国機関投資家(RQF II)制度を設立した。RQF II 制度は設定された投資枠内で、認可された金融機関が証券取引所に上場している株式や証券などを投資することができる。QF II 制度とほぼ同じ枠組みであるが、米ドル建てが原則となっている QF II 制度に対して、RQF II 制度は人民元建てで行われている。李(2014)によると、海外との貿易が活発化により、人民元建て決済の規模が急速に拡大し、海外で保有される人民元の金額が急増する中、保有する人民元の投資先を求める外国投資家にとって、RQF II 制度は時代の要請に合うものであり、資本市場における資金供給の増加にも役立つと指摘している。

一方、国内の企業は対外投資については、政府の許可なしに外国企業の買収や外国法人の設立を行うことはできないが、2009 年 3 月に中国商務部は「海外投資管理弁法」を公表し、中国企業の対外投資に対して手続き、指導や審査基準などを明らかにしていた。また、2014 年 9 月に「海外投資管理弁法」を改正した。以前の審査・許可制を廃止し、「登録制を主とし、許可制を従とする」という制度を設立している。このように運用面での規制緩和は中国企業の対外投資が増えていったとはいえ、依然として規制されていると言えるでしょう。

対外証券投資に関しては、2006 年 4 月に、QD II 制度(適格国内機関投資家制度)は導入された。QD II 制度は、経営健全性や資産規模などに関する一定の基準を満たした投資ファンド・国内銀行などに対して、一定の投資枠内で外国証券を投資することを解禁するということである。国家外匯管理局の統計によると、2019 年 12 月末時点で、QD II 指定を受けた金融機関は 152 社で、投資枠の合計は約 1,040 億ドルである。QD II 制度は QF II 制度、RQF II 制度と相まって、完全に資本自由化がされない状況においても、国内と海外の双方向の資本移動を可能にし、内外の資本市場のつながりを強化してきた(図 1)。

図1 QFII、QDII、RQFIIの投資家数と投資額の推移(億ドル)



出所: 中国外匯管理局と前臚データベースにより作成

(注)2019年12月末時点。RQFIIは人民元からドルへ換算した値。

さらに、対外開放が進展しており、2014年11月、「滬港通」が開始し、海外投資家は自由に中国本土のA株市場への参入の許可を得たこととなった。やがて2016年12月、「滬港通」に続いて「深港通」も開始されており、海外投資家により多くの投資ルートを与える。海外から中国本土株式市場に直接投資する環境が徐々に整えられつつあるとの判断から、2017年6月、MSCI指数が新興国株式指数に中国A株(中国本土上場の人民元建て株式)を新規に採用した。これは中国の資本市場の対外開放に向けてより一歩前進したことを意味する。

しかしながら、あくまでも一定の制限のもとに資本取引が自由化されたに過ぎない。直接投資などの長期資本移動を先に開放されている一方、短期資本移動を厳格に規制されている。それは、アジア金融危機の経験によって、危機を誘発した要因としては、海外からの短期資本の流入を利用して長期資本として投資することによって生じた資本の「短期借りの長期貸し」の満期ミスマッチや通貨が暴落した際に短期資本が急速に国外に引き上げることなどである。当時、中国は資本規制のためにアジア金融危機に抵抗することができ

たと指摘された⁴⁶。

易綱(2018)によると、資本取引自由化は1997年のアジア金融危機の発生と当時の比較的厳しい経済・財政状況により、資本取引自由化の改革のペースがかつて鈍化した。中国がWTOに加盟した後、中国人民銀行は「資本流入が最初・資本流出が最後、長期取引が最初・短期取引が最後、直接投資が最初・間接投資が最後、機関投資家が最初・個人が最後」という原則に従って、資本取引自由化の改革を着実に推進していくことを示している。次にフェルドシュタインとホリオカ(FH)のテストを用いて、実際のデータで資本自由化の進捗状況を見よう。

第2節 資本移動のテスト

1 フェルドシュタインとホリオカ(FH)の紹介

グローバル化の進みにつれて、国際資本移動が活発に行われていると、各国の貯蓄・資本は自国より収益が高い国へ投資していくべきであるため、国内貯蓄と国内投資には相関関係がなくなると予想された。ところが、FHのOECD諸国に関する実証研究によって、国内貯蓄と国内投資が強い相関があると指摘された。これをFH・パズル(Feldstein-Horioka puzzle、あるいはparadox)と呼ばれる。

国際的資本移動の自由化を考察するために、FH(1980)は一国の国内貯蓄と国内投資の相関を通じて、1960-1974年のOECD16カ国のデータを用いて、最小2乗法で分析した。FHテストに関するモデルは以下の通りである。

$$\left(\frac{I}{Y} \right)_i = \alpha + \beta \left(\frac{S}{Y} \right)_i \quad (1)$$

ここで、 I/Y はGDPに対する国内投資の比率、 S/Y は国内貯蓄の比率である。係数 α は自国の資本の流出入の状況である。 $\alpha > 0$ の時は自国への純流入を表し、 $\alpha < 0$ の時は自国からの純流出を表している。係数 β ($0 < \beta < 1$)は自国の資本移動の度合いの状況である。 β の値が1に近いほど、資本移動自由度が低いと指している。逆に0に近いほど、資本移動自由度が高いと指している。

⁴⁶余永定(2016)

1980年にFHによって指摘されて以来、数多くの学者の研究成果が蓄積されてきた。

Bayoumi (1989)はFHモデルを通じて、戦後1965-86年のOECD10カ国の資本移動に関して再検討し、FHテストが資本移動の考察に有効であると指摘している。

Abbott and Glauco (2003)はFHモデルによって、イギリスの四半期データを使用して、国内貯蓄と国内投資の関係の性質と程度を再検討した。1979年にイギリスは資本流出規制を廃止した後、この関係が弱まり、FHテストは少なくとも資本移動度の部分的な尺度を提供していることを示唆している。Kim (2004)はFHモデルによって1960-98年のOECDラテンアメリカ諸国のアジア諸国のパネルデータを使用して国際の資本移動を分析し、推定されたFH係数は、1980年代以降に国際資本移動が大幅に増加したという認識と一致していると指摘している。

中国の国内区域の資本流動性を考察するために、李(2008)、封(2010)、肖(2010)、王(2018)などの学者らはFHモデルを利用して、分析した。他方、封(2008)はFHモデルに基づいて、東亜諸国の資本流動性を実証分析し、各国の国内貯蓄と投資の相関が高く、資本流動性はOECD国家ほど良くないと指摘している。呉(2016)はFHモデルによって、BRICS5カ国の間に資本移動の状況を実証分析し、BRICS5カ国の資本市場の開放度が低くて、より開放されるべきだと指摘している。

また、出町、駿河(2014)はFHパズルが存在するのか、あるいは世界的な金融市場に組み込まれ、より資本の完全移動に近い状態に近づいているのかを検討するために、GDPの比較的大部分を天然資源生産に依存する資源国25カ国を分析対象とし、1986年から2011年までのパネルデータを用いて分析を行った。推計結果より資源国では特に資本の国際的な移動性が高いことが示された。同様に大田(2015)はFH仮説を先進国(G7含むOECD諸国)のみならず新興国(エマージング諸国)を対象としてFHが対象とした期間(1960-1974)以降の急速な国際的な資本金融自由化のなかで国内貯蓄率と国内投資率の相関性がどのように変化してきたかで1980年から2013年までのデータを用いて検証した。分析結果は2000年代半ばまで急速に国際金融市場が自由化され各国の投資資金の対外依存が進展し、FHの仮説はもはやパラドックスではなくなった現実を示している。さらに、主要エマージング諸国の国別の資本流入の国内投資・貯蓄率への影響をみると、資本自由化の度合いが高い国ほど国内投資・貯蓄比率への影響が大きいと指摘している。

その後、2018年にOhtaは再び新興国において、FHパラドックスが存在しているかどうかを検証するために、1980年から2017年までのデータを使い、新興国25カ国を対象にして実証分析をした。その結果、国内の貯蓄と投資の相関関係は過去数十年の資本勘定の自由化によって大きく影響されているが、全期間で国内の貯蓄と投資の相関関係は、新興国全体で大きく変化していない。これは新興国各国の資本勘定の開放性が大幅に増加した最近の数十年でさえ、ホームバイアスのFHパラドックスがある程度存在していると指摘している。

上記の先行研究から明らかなように、多くの学者らがFHテストを用いて資本移動の問題を扱っている。

2 推計手法

2005年7月21日に、人民元を事実上のドル・ペッグ制度から通貨バスケットを参照に管理変動相場制度へ移行させた。そのため、為替相場制度を変更する前の1980年—2004年

と変更後の2005年—2018年を二段階に分ける。分析対象は中国だけでなく、比較するために先進国としてのG7と途上発展国としてのBRICSを選定し、時系列データとパネルデータ⁴⁷を用いる。推計のベースとなるモデルをFHテストに従い、i国のt年の投資率と貯蓄率の関係を以下のように表す。

$$\left(\frac{I}{Y}\right)_{it} = \alpha + \beta \left(\frac{S}{Y}\right)_{it} + V_{it} \quad (2)$$

ここで、 α は定数項、 V_{it} は誤差項である。ここでは中国統計局より中国国内投資率⁴⁸と国内貯蓄率⁴⁹のデータを収集し、BRICS国とG7国のデータは世界銀行WDIより粗固定資本形成(gross fixed capital formation)を投資率として、粗貯蓄(gross saving)を貯蓄率として用いた。

推計に用いた各国の投資率と貯蓄率を表2に示す。ここでは中国の為替制度を改革していた2005年を区切りに、1980年から2004年までと、2005年から2018年までの二段階に

⁴⁷データが一部不完備な国があり、アンバランスド・パネルとなっている。

⁴⁸年度資本形成額/GDP

⁴⁹(GDP-最終消費)/GDP

分けて示している。ロシアのデータが一部不備であるため、参考にならない。表1から見ると、中国の投資率と貯蓄率は途上国と比べても、先進国と比べても、非常に高いと分かってくる。そして、いずれの期間でも貯蓄率が投資率を上回っており、特に2005年の為替改革により、国外への投資が進んでいると考えられる。曾根(2011)によると、中国の過剰貯蓄では消費性向(貯蓄性向)が先進国と比較することができないと共に、高齢化と社会保障制度の不十分であるといった要因や、貯蓄に対する伝統的な要因もあると指摘している。また、Chamon、Liu and Prasad(2010)は収入が不安定のため、人々が消費より貯蓄のほうが安心だとも指摘している。

表2 各国の貯蓄率と投資率の平均値

	1980-2018年の平均値			1980-2004年の平均値			2005-2018年の平均値		
	S/Y	I/Y	S/Y-I/Y	S/Y	I/Y	S/Y-I/Y	S/Y	I/Y	S/Y-I/Y
中国	42.07	39.87	2.20	38.30	37.23	1.08	48.80	44.59	4.21
ロシア	27.80	20.88	6.92	28.20	20.64	7.56	27.48	21.16	6.32
ブラジル	17.25	19.21	-1.97	17.43	19.67	-2.24	16.93	18.40	-1.47
インド	26.67	26.83	-0.16	22.39	23.95	-1.56	34.30	31.97	2.32
南アフリカ	18.02	19.98	-1.96	18.90	20.09	-1.19	16.44	19.78	-3.34
アメリカ	19.14	21.52	-2.39	19.77	22.06	-2.30	17.92	20.49	-2.56
イギリス	14.99	18.76	-3.77	16.12	19.98	-3.86	12.97	16.58	-3.61
ドイツ	23.51	21.89	1.62	21.79	22.99	-1.20	26.58	19.93	6.65
日本	27.64	27.63	0.01	29.64	29.86	-0.22	26.27	23.36	2.91
カナダ	20.50	21.76	-1.26	19.99	20.88	-0.89	21.41	23.33	-1.92
イタリア	20.54	20.43	0.11	21.41	21.19	0.22	18.99	19.07	-0.08
フランス	22.28	21.89	0.39	22.32	21.65	0.67	22.22	22.33	-0.11

出所:中国統計局と世界銀行により作成

3 単位根検定

回帰分析を行う前に、見せかけの回帰を避けるために変数が定常かどうかを判別するために単位根検定を行う。本文で用いた変数についての単位根検定とパネル単位根検定の結果を表3に示す。ここでは単位根検定に Augmented Dickey-Fuller (ADF) 検定を用いて、ラグの長さの選択に関しては赤池情報量基準(AIC)に基づいて判断する。推計のベースとなる

投資率、貯蓄率のいずれの変数に関しても単位根過程に従うという仮説は棄却された。2005年から2018年までの中国の投資率と貯蓄率はレベルで定常であるが、それ以外のすべての変数は1回の階差をとって定常である。以下ではすべてのデータが定常過程にあるものと考えて推計を行った。

表3 単位根検定

期間	対象	変数	タイプ(C, T)	レベル		1階差	
				p値	有意水準	p値	有意水準
1980—2018	中国	投資率	C, 0	0.207		0.000	***
			C, T	0.099	*	0.002	***
		貯蓄率	C, 0	0.406		0.008	***
			C, T	0.565		0.031	**
1980—2004	中国	投資率	C, 0	0.061	*	0.018	**
			C, T	0.137		0.075	*
		貯蓄率	C, 0	0.625		0.066	*
			C, T	0.298		0.202	
2005—2018	中国	投資率	C, 0	0.050	**	0.470	
			C, T	0.400		0.290	
		貯蓄率	C, 0	0.030	**	0.200	
			C, T	0.800		0.180	
1980—2018	Brics	投資率	C, 0	0.057	*	0.000	***
			C, T	0.009	***	0.000	***
		貯蓄率	C, 0	0.000	***	0.000	***
			C, T	0.000	***	0.000	***
1980—2004	Brics	投資率	C, 0	0.023	**	0.000	***
			C, T	0.222		0.000	***
		貯蓄率	C, 0	0.008	***	0.000	***
			C, T	0.022	**	0.000	***
2005—2018	Brics	投資率	C, 0	0.006	***	0.000	***
			C, T	0.006	***	0.018	**
		貯蓄率	C, 0	0.507		0.000	***
			C, T	0.001	***	0.004	***
1980—2018	G7	投資率	C, 0	0.030	**	0.000	***
			C, T	0.045	**	0.000	***
		貯蓄率	C, 0	0.013	**	0.000	***
			C, T	0.047	**	0.000	***
1980—2004	G7	投資率	C, 0	0.007	***	0.000	***
			C, T	0.165		0.000	***
		貯蓄率	C, 0	0.157		0.000	***
			C, T	0.125		0.000	***
2005—2018	G7	投資率	C, 0	0.021	*	0.006	***
			C, T	0.406		0.040	**
		貯蓄率	C, 0	0.049	**	0.000	***
			C, T	0.138		0.000	***

注：*は10%水準での有意、**は5%水準での有意、***は1%水準での有意を表す。

(C, 0)は定数項、(C, T)は定数項とトレンド項を表す。

4 推計結果

推計結果を表4と図2に示す。まずは表5より、2005年から2018年までのBRICS5カ国

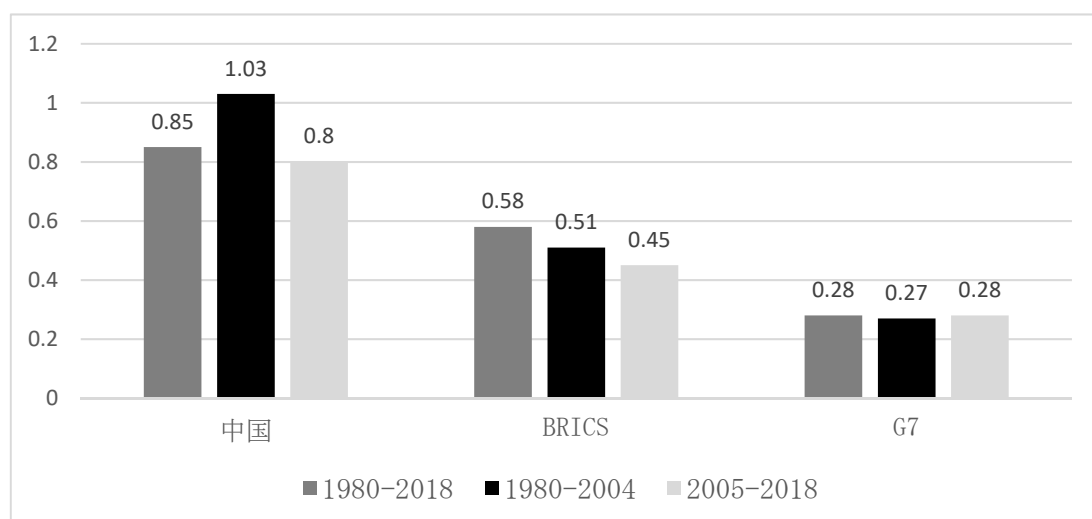
のハウスマン(Hausman)検定⁵⁰の結果から見て、固定効果推定法を選択する。それ以外はランダム効果推定法を選択する。

表4 推計結果

期間		中国	BRICS		G7	
			ランダム効果	固定効果	ランダム効果	固定効果
1980— 2018	β	0.85***	0.58***	0.58***	0.28***	0.28***
	t 値	4.05	18.28	17.78	7.23	7.23
	huasman		1.50		0.14	
1980— 2004	β	1.03***	0.51***	0.5***	0.27***	0.27***
	t 値	3.92	11.07	10.66	4.64	4.53
	huasman		10.02		0.17	
2005— 2018	β	0.80**	0.64***	0.45***	0.28***	0.28***
	t 値	2.48	8.97	4.02	6.00	6.04
	huasman		5.55**		0.59	

注：*は 10%水準での有意、**は 5%水準での有意、***は 1%水準での有意を表す

図2 投資率と貯蓄率の β 係数の推移



出所：推計結果により作成

⁵⁰固定効果推定法とランダム効果推定法間のモデル選択は Hausman 検定を用いる。これは個別主体要因が説明変数と無相関であるとの帰無仮説を立て、それをカイ二乗検定するものである。仮説が棄却される固定効果推定法を選択することとなる。

図2によると、中国は2005年7月に事実上ドル・ペッグ制度から米ドルを含む通貨バスケットを参照とした管理変動相場制度に移行した前に、即ち1980年から2005年までの投資率と貯蓄率の相関係数 β は1.03であるが、移行した後に0.8に減少した。従って、中国の資本移動自由度が為替制度の改革を実施したにつれて高まっていた。しかしながら、いずれの期間でも、発展途上国としてのBRICSとG7を比較すれば、資本移動を厳しく規制されていると言える。つまり、為替制度の改革後は資本規制が緩和されつつあるが、自由な国際資本移動を依然として規制されている。

第3節 金融政策の独立性のテスト

マクロ経済の時系列データは、平時には一般に上昇トレンドを持つものが多いため、時間とともに平均と分散が大きくなることが予想される。このような変数を回帰分析に利用した場合、バイアスが生じる可能性がある。また回帰分析ではモデル式の構造形を決定する際に恣意性が入る可能性が高い。VAR(Vector Auto Regression;多変量自己回帰)モデルでは、変数そのものの動きから因果関係やその反応を計測するため、恣意性が入る余地が少なく、時系列データに関してより良い分析が可能となる(藤丸2003他)。

1 分析の枠組み

中国は資本移動規制と管理変動相場制度の下で独立した金融政策を保てるかどうかを検証するために、標準型VARモデルを用い、検証する。

分析にあたり、推計対象と期間の設定に関しては、中国の主な貿易相手国、アメリカ、日本とヨーロッパを対象にし、データは中央銀行の金融政策の影響を大きく受け、政策ツールでもある短期金利⁵¹を選ぶ。期間は1999年⁵²から2018年にかけて、各国の短期金利LIBOR(3ヶ月物)の月次データを2005年7月に為替制度改革の前後に分けて、すなわち1999年1月-2005年6月と2005年7月-2018年12月、2つの期間に分けて実証分析を行う。

⁵¹中国は全国銀行間取引金利CHIBOR(China Interbank Offered Rate)、日本は東京市場での銀行間取引金利であるTIBOR(Tokyo Interbank Offered Rate)、ヨーロッパは欧州市場での銀行間金利であるEURIBOR(Euro Interbank Offered Rate)、アメリカは代表的な短期金利であるフェデラル・ファンド(Federal Funds)金利

⁵²1996年6月1日に中国人民銀行により「全国統一の銀行間取引金利市場」(chibor)を創立された一方、ヨーロッパのEuriborは1999年1月4日に初めて公表された。データを揃えるために1999年1月から分析することにした。

中国、日本、ヨーロッパとアメリカの短期金利データはそれぞれ中国金融年鑑⁵³、CEIC、欧州マネーマーケット協会 (European Money Markets Institute=EMMI)、連邦準備制度理事会 (Federal Reserve Board) から収集した(表 5)。

表 5 基本統計量(1999年1月－2018年12月)

	Tibor	Euribor	FFR	Chibor
平均	0.264	1.913	1.925	3.494
中央値	0.172	1.937	1.155	3.185
最小値	0.015	-0.330	0.070	1.380
最大値	0.889	7.740	6.540	8.820
標準偏差	0.238	1.742	2.039	1.299

2 単位根検定

ここでは、前節の単位根検定と同様に Augmented Dickey-Fuller (ADF) 単位根検定方法を用いて、ラグの長さの選択に関しては赤池情報量基準 (AIC) に基づいて判断し、変数の定常性を検証する。その結果は表 6 に示す。すべての変数は 1 回の階差をとれば定常性が確認されたため、以下ではすべてのデータが一回階差で定常過程にあるものと考えて推計を行った。

⁵³2002 年以降の中国の短期金利 (Chibor) のデータは中国人民銀行により収集

表6 単位根検定の結果

期間	変数	タイプ	レベル	有意水準	1階差	有意水準
			p値		p値	
1999. 1－ 2018. 12	Chibor	C, 0	0. 0082	***	0. 0001	***
		C, T	0. 0132	**	0. 0012	***
	Tibor	C, 0	0. 6266		0. 0000	***
		C, T	0. 8725		0. 0000	***
	Euribor	C, 0	0. 6380		0. 0000	***
		C, T	0. 0481	**	0. 0000	***
	FFR	C, 0	0. 0194	**	0. 0016	***
		C, T	0. 0456	**	0. 0069	***
1999. 1－ 2005. 6	Chibor	C, 0	0. 0001	***	0. 0035	***
		C, T	0. 0407	**	0. 0077	***
	Tibor	C, 0	0. 0570	*	0. 0000	***
		C, T	0. 0239	**	0. 0001	***
	Euribor	C, 0	0. 6220		0. 0008	***
		C, T	0. 0777	*	0. 0033	***
	FFR	C, 0	0. 4809		0. 0035	***
		C, T	0. 8266		0. 0132	**
2005. 7－ 2018. 12	Chibor	C, 0	0. 0147	**	0. 0005	***
		C, T	0. 0434	**	0. 0031	***
	Tibor	C, 0	0. 1110		0. 0000	***
		C, T	0. 0020	***	0. 0000	***
	Euribor	C, 0	0. 7209		0. 0001	***
		C, T	0. 1479		0. 0010	***
	FFR	C, 0	0. 0088	***	0. 0001	***
		C, T	0. 3652		0. 0001	***

注：chibor:中国の金利 tabor:日本の金利 euribor:ユーロの金利 ffr:アメリカの金利

*は 10%水準での有意、**は 5%水準での有意、***は 1%水準での有意を表す。

(C, 0)は定数項、(C, T)は定数項とトレンド項を表す。

3 共和分検定

共和分検定とは、単位根を持つ変数間において長期的に安定した関係があるか否かをみるものである。共和分関係の有無について、Johansen の共和分検定の方法である Trace 検定法と最大固有値法を用いて $r=0$ の検定を行った。ラグ次数は赤池情報量基準 (AIC) により選択した。共和分検定の結果は表 7 の通りである。検定結果を見ると、「共和分の関係がない」という帰無仮説が棄却されない。つまり、変数間には長期均衡関係が存在していないと意味している。ECM (Error Correction Model ; 誤差修正モデル) よりも VAR モデ

ル⁵⁴を使うことを支持した。

表7 共和分検定の結果(帰無仮説は共和分なし)

期間	トレース法	最大固有値	P 値
1999.1-2018.12	1.493137	1.458468	1.0000
1999.1-2005.6	0.052079	0.041159	1.0000
2005.7-2018.12	0.096588	0.085504	1.0000

4 インパルス応答関数の分析結果

VARモデルによるインパルス応答関数とは、VARモデルを用いて各変数間の影響を分析する方法の一つであり、ある式の誤差項に与えられたショックがその他の変数にどのように影響しているかを見る方法である。ただし、VARモデルを用いてインパルス応答関数を導出する際に問題となることとして、変数の順番が挙げられる。本多・黒木・立花(2010)と高橋(2016)は生産指数、物価指数、金利要因、金融変数という順番でVARモデルを用いて分析したが、本章の4変数は全部が金利なので、上に示した順番とは異なる。そのため、本章の配列として、配列Aは大国のアメリカの金利(FFR)を最初に、ヨーロッパの金利(Euribor)、日本の金利(Tibor)、中国の金利(Chibor)の順に用いて分析を行う。

また、同時に正反対の配列BはChibor、Tibor、Euribor、FFRについても結果の頑健性の確認を行う。

⁵⁴高橋(2016)を参考に、t期のi変数(4変数なのでここではa-d)を X_{it} とする以下のような計測になる。 $a_{11}, a_{12}, \dots, a_{44}, b_{11}, b_{12}, \dots, b_{44}$ は係数 c_a, \dots, c_d は定数項である。誤差項は e_{it} で表す。各々を次のように記した時に4変数ラグ2期の場合は以下ようになる。

$$X_t = \begin{pmatrix} \Delta X_{at} \\ \Delta X_{bt} \\ \Delta X_{ct} \\ \Delta X_{dt} \end{pmatrix} \quad C = \begin{pmatrix} C_a \\ C_b \\ C_c \\ C_d \end{pmatrix} \quad e_t = \begin{pmatrix} e_{at} \\ e_{bt} \\ e_{ct} \\ e_{dt} \end{pmatrix} \quad A = \begin{pmatrix} a_{11} & a_{12} & a_{13} & a_{14} \\ a_{21} & a_{22} & a_{23} & a_{24} \\ a_{31} & a_{32} & a_{33} & a_{34} \\ a_{41} & a_{42} & a_{43} & a_{44} \end{pmatrix}$$

$$B = \begin{pmatrix} b_{11} & b_{12} & b_{13} & b_{14} \\ b_{21} & b_{22} & b_{23} & b_{24} \\ b_{31} & b_{32} & b_{33} & b_{34} \\ b_{41} & b_{42} & b_{43} & b_{44} \end{pmatrix}$$

ここで検証するVARモデルは下記のようなとなる。

$$X_t = AX_{t-1} + BX_{t-2} + C + e_t$$

以下は期間を分けて配列 A について、それぞれのインパルス応答関数の推計を行った結果である(図 3、図 4、図 5)。

図 3(全期間 1999. 1-2018. 12)によると、Euribor と Tibor のショックに対して Chibor に有意な影響を与えていない。一方、FFR のショックに対して Chibor に少なからぬ影響を与えることがわかる。

図 4(為替制度改革前 1999. 1-2005. 6)によると、FFR のショックは 1 期後における Chibor の反応はマイナスとなっているが、非常に小さく有意ではない。2 期後は有意にゼロから離れていない。Tibor のショックに対する Chibor の反応は 1 期から 4 期後まで非常に小さく有意ではない。5 期後からゼロから有意に離れていない。Chibor は Euribor のショックに対しては反応していない。このことは 2005 年 7 月に中国は為替制度の改革を実施した前に、事実上のドル・ペッグ制と FH テストの結果による厳格な資本規制の下で、金融政策の独立性を保ったと言える。

図 5(為替制度改革後 2005. 7-2018. 12)によると、FFR のショックに対して Chibor の反応は為替制度改革前と比べて、その変化がくっきりと見える。Chibor の反応は 1 期からピークの 3 期まで正方向を示し、7 期後から次第に無くなった。Tibor のショックに対する Chibor の反応は小さくて正負交替での移動を示し、4 期後から有意にゼロから離れていない。Euribor のショックに対する Chibor の反応は非常に小さく、全期間を通じてゼロから有意に離れていない。したがって、2005 年 7 月に為替制度の改革を実施した後で、管理変動相場制と FH テストの結果によるある程度で自由な資本移動の下で、中国の金融政策の独立性が損なわれている。

図3 全期間 1999.1-2018.12 インパルス応答関数の結果

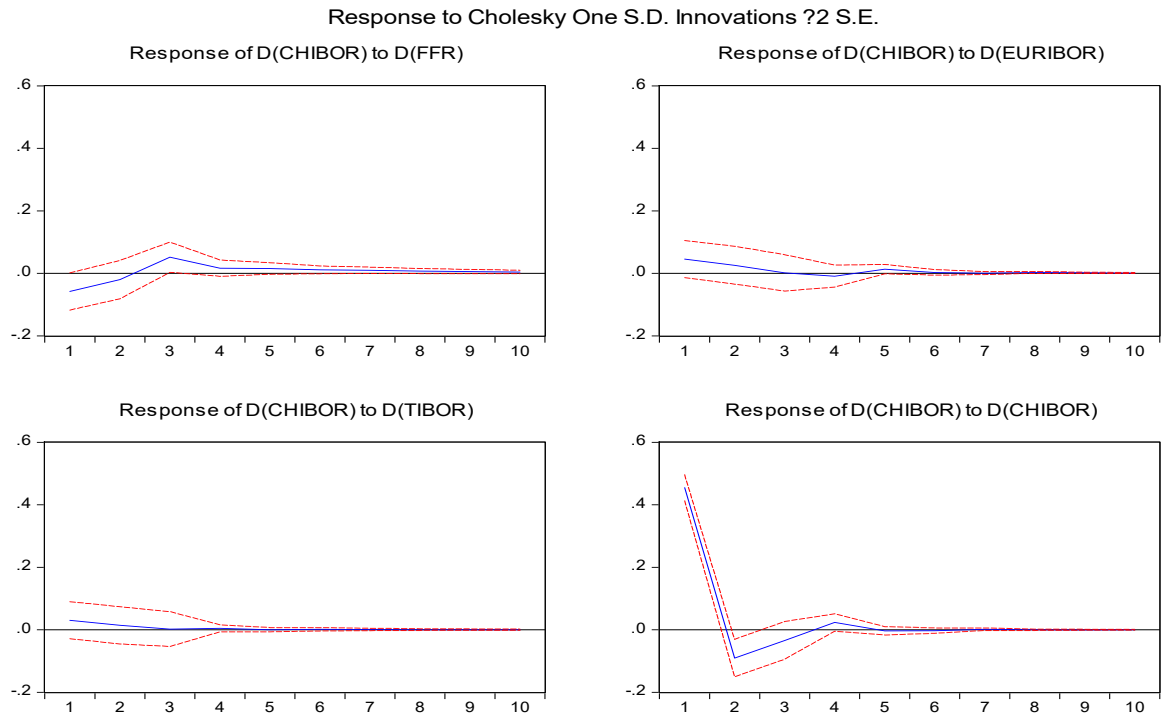


図4 為替制度改革前 1999.1-2005.6 インパルス応答関数の結果

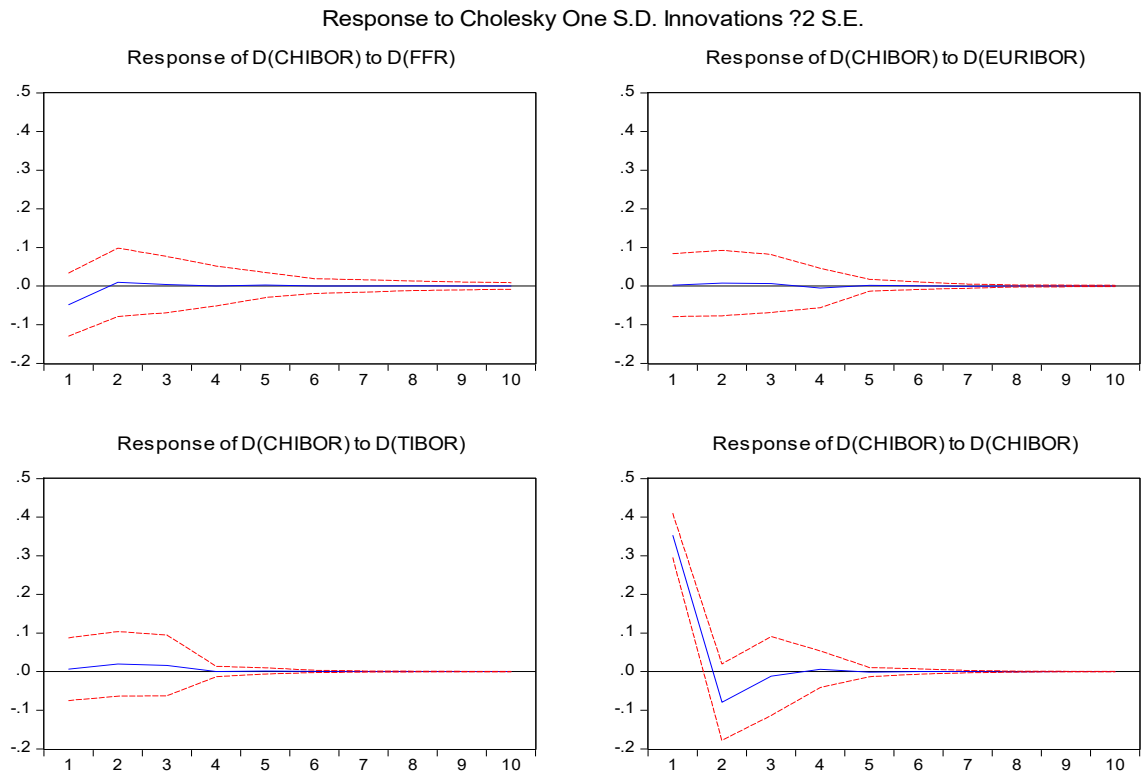
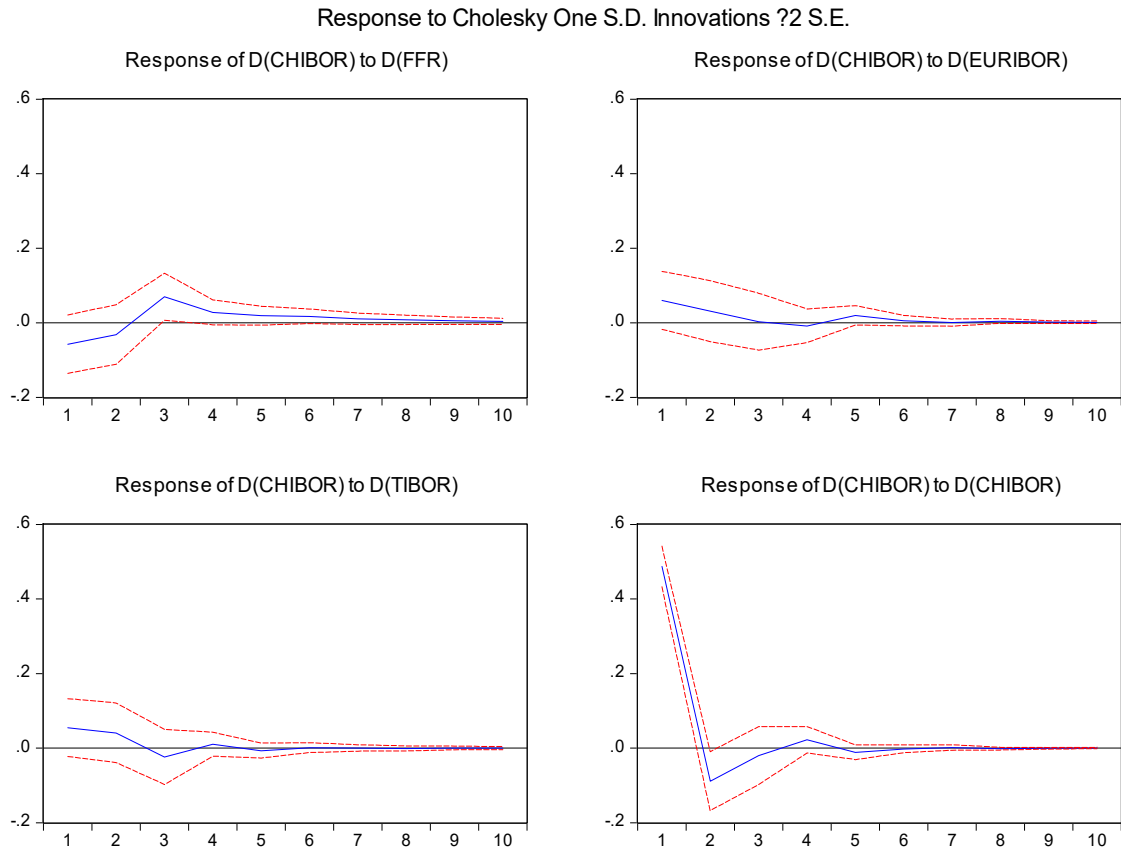


図5 為替制度改革後 2005.7-2018.12 インパルス応答関数の結果



5 頑健性の検証

VARモデルの結果の頑健性を見るために、分散分解(コレスキーの分解方法)と変数の順番を変えた配列Bを行う。分散分解は、中国の金利の変動に対して、アメリカ、日本、ヨーロッパの金利のショックがどの程度寄与しているかをより明確化したものである。

表8はChiborにおける、FFR、Euribor、Tiborの寄与率の時間的推移を表したものである。中国の為替制度を改革した後で、Chiborの変動に対して、FFRの寄与率は6ヵ月後から2倍と増加している。したがって、2005年7月に中国の為替制度を改革した後、海外の金融政策は中国の金融政策の変動に影響を及ぼしている。この結果はインパルス応答関数による実証結果を補完するものと言えよう。さらに、インパルス応答関数について正反対の配列Bの4変数Chibor、Tibor、Euribor、FFR)としても結果に大きな変化は見られなかった。

表 8 分散分解の結果(Chibor に対する寄与率)

期間	対象	1 ヶ月後	3 ヶ月後	6 ヶ月後	12 ヶ月後
1999. 1-2018. 12	FFR	1. 59	2. 83	3. 09	3. 18
	Euribor	0. 97	1. 21	1. 32	1. 32
	Tibor	0. 43	0. 49	0. 50	0. 50
1999. 1-2005. 6	FFR	1. 82	1. 81	1. 81	1. 82
	Euribor	0. 00	0. 08	0. 10	0. 10
	Tibor	0. 03	0. 53	0. 53	0. 53
2005. 7-2018. 12	FFR	1. 34	3. 47	3. 97	4. 05
	Euribor	1. 46	1. 73	1. 90	1. 91
	Tibor	1. 21	1. 97	2. 01	2. 01

注: アメリカの金利(FFR)、ヨーロッパの金利(Euribor)、日本の金利(Tibor)、中国の金利(Chibor)の順

おわりに

中国は 2001 年 WTO に加盟して以来、かなり資本規制が緩和され、引き続き為替制度も改革された。新しい段階に入った中国において、国際金融のトリレンマ説に基づいて、現行の中間的な為替制度とある程度で資本自由化政策の下で、金融の独立性を保てるのかに関して本章は実証分析を行った。資本移動に関してはフェルドシュタイン・ホリオカのテストに基づいて、時系列データとパネルデータを用いて行った。その結果は 2005 年に為替制度の改革を実施した前には資本自由度が非常に低い一方、為替制度の改革後は資本自由度が相当に高くなったという結果になった。しかしながら、先進国としての G7 はもちろん、発展途上国としての BRICS と比べても、資本自由度が依然として低いと明らかになった。要するに、ある程度は資本が自由に移動できるが、まだ資本規制が存在している。

また、金融政策の独立性に関しては VAR モデルを用いて分析を行った。その結果、為替制度の改革を実施した前には中国は事実上のドル・ペッグ制と資本規制の下で、中国の短期金利は欧米日との連動性が非常に小さくて、独立した金融政策を維持していたと明らかになった。他方、為替制度を通貨バスケットを参照にして管理変動相場制に移行した後、FH

テストによるある程度で自由な資本移動の下で、中国の短期金利は欧米日との連動性が高くなっており、金融政策の独立性が損なわれているとわかってきた。その結果も、Obstfeld、Ostry and Qureshi (2017)、Bekaert、Mehl (2017)と同じように国際金融のトリレンマ説を支持した。

したがって、国際金融トリレンマ命題と矛盾する三兎⁵⁵を追う政策運営を行っているかのような中国はこれから、国際金融のトリレンマの壁にぶつかりつつあると考えている。

⁵⁵盛 (2017)

第5章 資本自由化による銀行業への影響—DEAに基づく考察—

はじめに

1994年中国政府は「関与向金融機構投資入股的暫行規定」を公布した。その中で、明確に銀行業への外資参入は許さないと示している。ところが、2001年12月にWTOに加盟して以降、経済のグローバル化の潮流に従うために資本自由化が進みつつある。近年、対外開放政策をより加速する兆しがみられる。2003年中国第16期中央委員会の第3回全体会議で国有商業銀行の株式制改革を実施すると示した。同年「境外金融機構入股中資銀行管理方法」が公布されて、金融安全のために中国資本系の銀行への外資参入が持株比率を20%を上回らないと規定していた。代表的な事件は2004年、HSBCは国有商業銀行としての交通銀行の19.9%株式を買収した。2013年11月に開催された中国第18期中央委員会第三回全体会議で、「改革の全面的深化における若干の重大な問題に関する中共中央の決定」が採択され、これを受けて、金融改革は市場化を中心に加速している。中でも、金利、資本取引などの改革に加え、銀行業と資本市場の対外開放がその焦点となっている。その後、中国の銀行業は全面的に外国資本に開放した姿勢をとって、中国資本系の銀行への資本参入を目指す外国投資家(機関)や、中国に進出する外資銀行などもかなり増えてきた。

外資による中国資本系の銀行への資本参入に対して出資比率に上限が設けられていたが(単独出資:20%、共同出資:25%)、2019年にこの設けられた上限が全て撤廃された。つまり、過半数出資や買収なども可能になったことを意味している。従って、資本規制の緩和につれて今後海外の投資家(機関)は中国資本系の銀行への資本参入をブームになると見込める。中国の銀行業をめぐる環境も大きく変わっていく。

本章の目的は、資本自由化の進行につれて中国の銀行業が新たな段階に入ると見られ、銀行業の効率性の変化をみて資本自由化の推進状況も加味した銀行の経営効率性を測定することである。つまり、銀行業の効率性の視点から資本自由化の推進が銀行業にどのような影響をもたらしてきたのかを明らかにして、中国政府にこれからの資本自由化政策を判断する一つの材料にしたい。

研究方法では包絡分析法(DEA:Data Envelopment Analysis)を用いて、銀行業の対外開放後の2004年から2019年までの16年間の長期的なデータ、外資の資本参入を受け入れた15の銀行を分析期間・対象にする。入力変数として銀行の総資産額、従業員数、本支店数

と外資持株比率を用い、出力変数は金利収入と非金利収入とする。

本章の構成は以下のとおりである。第1節では上述のように分析の背景、第2節では本章の実証分析で先行研究及び本章の位置づけを述べる。第3節で実証分析の枠組みを提示した後、第4節で分析結果を示す。最後に第5節で結語を述べる。

第1節 先行研究と位置づけ

1 国内方面

中国国内の研究では張(2007)は初めに中国資本系の商業銀行が外資を受け入れた後、銀行の経営効率性をどのような影響を及ぼしたのかに関して DEA を用いて、1999年から2006年までの6商業銀行のデータ(入力変数として従業員数、営業費用、預金額、出力変数として金利収入、利潤+税金の総額)で実証分析を行った。そして、DEAで計測した各銀行の効率値を被説明変数として、自己資本比率を外資参入の代理変数と外資参入前後の銀行の構造変化をダミー変数を使用し、回帰分析をした。その結果、国際資本の受け入れは商業銀行の経営効率性が明らかに改善したと指摘している。

他方、劉(2007)は2003年と2004年で外資を受け入れた5商業銀行を対象にして、2001年から2006年までのデータ(入力変数として従業員数、固定資産、金利支出、出力変数として貸出金、預金)で DEA を用いて実証分析を行った。外資を受け入れた年を分け目としてその前後の経営効率性を見て、中国資本系の商業銀行への外資参入の影響を考察した。その結果、外資参入は必ずしも中国資本系の銀行の経営効率性を高めるとは限らないと指摘している。

孫、余(2010)は総合的に銀行の営業能力(金利収入)、資産流動性(流動比率)、資金安全状況(自己資本比率)、発展能力(預金増加率)などの方面から考慮し、外資参入前後の銀行の構造変化をダミー変数を用いて、実証分析を行った。劉(2007)と同じような結果が出ており、中国資本系の銀行への外資参入は経営効率性を明らかに影響していないと示した。

また、楊(2016)は17商業銀行の2008年から2014年までのデータを使用して、被説明変数として総資産利益率、説明変数として外資持株比率、総資産額、GDP成長率、流動性比率などで、外資参入は銀行の収益性にどのような影響を与えるのかを考察した。その結果、外資参入と銀行の利益率の変動幅はマイナスの相関であり、外資持株比率の増加は銀行の

利益率の変動幅の縮小をもたらすと指摘している。

張(2016)は外資参入が銀行の経営効率性への影響について、BRICSの各国の10商業銀行を対象にして、合計50銀行の2005年から2014年までのデータを使用して分析した。研究方法には張(2007)のようにまずDEAで経営効率値を計測して、次に得た効率値を被説明変数として、外資持株比率を説明変数として回帰分析をした。その結果、BRICSの中に外資参入が商業銀行の経営効率性に有意に正の影響を及ぼしている。つまり、外資の受け入れは商業銀行の経営効率性を改善できると意味している。また、王(2018)は2006年から2016年までの25商業銀行のアンバランスパネルデータを用いて、短期と長期を分けて外資参入の銀行の経営効率性への影響を回帰分析で考察した。外資参入は銀行の短期経営効率性を高めた一方、長期経営効率性の低下をもたらしたと指摘している。

2 海外方面

Claessens(2001)は、1988年から1995年までの世界80カ国の7900銀行のデータを使用して、外資参入が受け入れた国の商業銀行の利益収入、コスト費用およびその他の方面に与える影響を分析した。その結果、受け入れた国の銀行の経営業績が改善されたと指摘している。新興国の商業銀行において、Bonin et al.(2005)は、1996年から2000年までの11の新興国の225の商業銀行について、国営銀行、民営銀行、外国銀行、国内新設銀行を分けて銀行の業績を測定した。外国銀行が他の銀行よりも業績が良い。特に戦略的な外国投資者(機関)を受け入れた場合、良好な業績を示している。Lin&Zhang(2009)は1997年から2004年までの60の中国の銀行を分析期間・対象にし、パネルデータを使用して銀行の株式を保有している個人投資家、外資投資家(機関)、国家政府を分けて、銀行の所有権は経営業績に与える影響を考察した。4大国有商業は、政策銀行を除く他の種類の銀行よりも収益性と効率性が低いことが分かった。さらに、外資参入を受け入れた部分の銀行の業績は明らかに受け入れた前よりも向上したと指摘している。

銀行の株式の所有構造についてRahman&Reja(2015)は2000年から2011年までのマレーシアの商業銀行のデータで回帰分析を行った。Lin&Zhang(2009)の研究結果と異なって、彼らはインサイダー持株、家族持株、政府持株、金融機構持株、外資持株という五つタイプを分けて銀行の業績に対してどのような影響を与えるのかを検証して、外資持株と家族持

株は銀行の業績に重大な影響を与えないことを示唆している。Lin, Doan and Doong (2016) も銀行の株式の所有構造を変化したらコスト効率に与える影響を考察した。12 のアジア途上国が経営している銀行の 2003 年から 2012 年までのデータで、確率フロンティア分析 (SFA) を用いて実証分析を行って、金融自由度が相対的に高い国では外資参入を受け入れた銀行の効率性がより向上したと示している。

金融自由化の方面に関しては、Chen et al. (2005) は 1993 年から 2000 年までの 43 の中国の商業銀行のコスト、技術、割り当ての効率を検証した。その目的は 1995 年に中国政府が開始した規制緩和プログラム後の中国の商業銀行の効率の変化を考察することである。大規模な国有銀行と小規模な銀行は、中規模の銀行よりも効率的である。さらに、1995 年の金融規制緩和により、コスト効率、技術効率と割り当て効率のレベルが向上したことがわかった。Lim&Randhawa(2005) は国際金融センターとしての香港とシンガポールの銀行を選び、WTO の金融サービス協定に基づく自由化に伴い、競争が激化し銀行が競争の中に勝つために自身の効率性を高めることが重要だと考えて、1995 年から 1999 年までのシンガポールの 5 銀行と香港の 14 銀行を分析期間・対象にし、DEA を用いて株主資本、金利支出総額を入力変数として、貸出総額、金利収入を出力変数として分析を行った。その結果、銀行の自由化は、シンガポールが 1997 年から実施され始めたため、銀行の効率の向上をもたらすと判断できないと指摘している。Chortareas et al. (2013) はユーロ加盟国(27 カ国)が運営している銀行を対象にして、2001 年から 2009 年までのデータで、人件費、固定資産総額と金利支出を入力変数として、貸出総額、他の収益性資産総額を出力変数として DEA を用いて銀行の効率性を測定した。その後、ヘリテージ財団によって作られた経済自由度指数を用いて、得た銀行効率値と回帰分析を行った。その結果は、経済的自由度が高いほど、コスト優位性と全体的な効率の点で銀行にとってのメリットが高いことを示唆している。そして、銀行の効率に対する金融自由化の影響は、より自由な政治システムを持つ国は顕著になる傾向があることを示している。

また、Berger et al. (2009) は 1994 年から 2003 年までの 38 の中国の銀行をアンバランス・パネルデータで、銀行の効率性を実証的に分析した。その結果、四大銀行の効率ははるかに低いことを示唆している。外国銀行が最も効率的であり、銀行への外資参入は、効率の大幅な向上に関連している。頑健性のチェックにより、少数の外資参入が中国の銀行の

効率を高めることができる証拠を提供すると示唆している。

3 先行研究のまとめと位置づけ

先行研究を踏まえて、まず外資参入は銀行の効率性に与える影響を考察する方法では主に DEA、回帰分析、SFA⁵⁶という手法を用いている。

次はほとんどの研究論文の結果は外資参入が銀行の効率性にプラスの影響をもたらした。その一方、マイナスの影響あるいは明らかに影響する証拠を見つけない結果もある。そして、外資参入は銀行の短期経営効率性を高めたが、長期経営効率性の低下をもたらして、経済(金融)自由化が銀行の効率性に相関していると明らかになった。

最後に、DEA を用いて実証分析を行った論文では、銀行の効率性を考察するのに用いた変数で直接に資本自由化の進捗状況を加味した論文はない。資本自由化の進捗の度合いを直接に観察できないので、本章は外資が中国資本系の商業銀行の持株比率を代理変数として用いて、資本自由化が銀行の効率性に与える影響を考察する。その点に本章の独自性がある。

第2節 実証分析の枠組み

1 DEA について

DEA (Data Envelopment Analysis : 包絡分析法) は Charnes et al. (1978) によって開発された営業分析方法の一つである。最も優れたパフォーマンスを示した事業体(企業)を基に“効率的フロンティア”を計測し、このフロンティアを1つのベンチマークとして他の事業体の業績評価、効率値を測定する方法論である。最初の応用研究はテキサス州における学区の効率性を測ったもので、恵まれない環境にある生徒に対する教育プログラムのパフォーマンスを明らかにする目的で行われた(Zhu&Cook2014)。それ以来、DEA は多くの分野で適用されており、1985年に Sherman&Gold は初めに銀行の効率性を測定するために DEA を用いた。

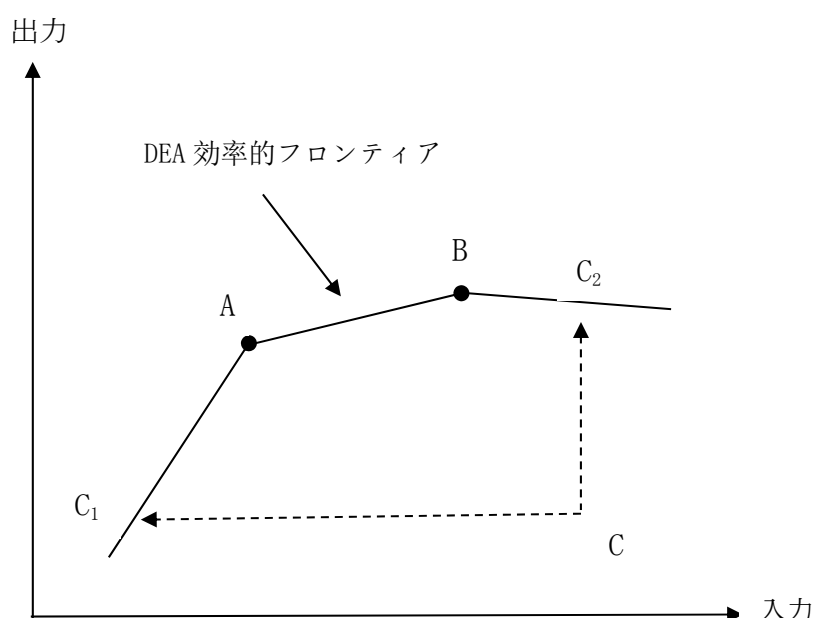
DEA では、業務単位やプロセス、評価対象となるものを DMU (decision making unit) とい

⁵⁶SFA は分析対象の変数を外的要因の影響、ノイズおよび非効率性の3つ要素に分解できるが、多出力への対応が困難であり、生産関数型や誤差項の分布を事前に仮定することが要求される。

う。DMU は総称的なもので、銀行、学校、会社などがいろいろなものになり得る。パラメトリックアプローチとしての確率的フロンティア分析(Stochastic Frontier Analysis、SFA)と比べて、ノンパラメトリックアプローチとしての DEA では複数の入力と出力の DMU の効率性を測ることができるうえに、非効率の DMU が参照でき、それに基づいて改善できる(Sherman&Gold1985)。そして、回帰直線は入力と出力の間に特定の関数関係を仮定しなければならないが、DEA ではそのような事前に生産関数や費用関数の種類などを特定しなくても評価できるというメリットを持っている。

また、決定論的な手法では DEA のタイプの選択、入力志向型と出力志向型が選択することが可能である。DMU が非効率な時、即ち(効率的)フロンティアの下にあるとき、この非効率的な DMU をフロンティア上へ移動させる方向は基本的に入力志向と出力志向がある。入力志向とは出力は今のレベルに固定して、入力削減だけを考える一方、出力志向とは出力増加だけを考え、入力を今のレベルに固定しておく。図1は1入力と1出力の場合である。A、Bは効率的であるが、Cは非効率である。入力志向ならばC₁に移動させ、出力志向ならば、C₂に移動させる。

図1 DEAにおける志向性



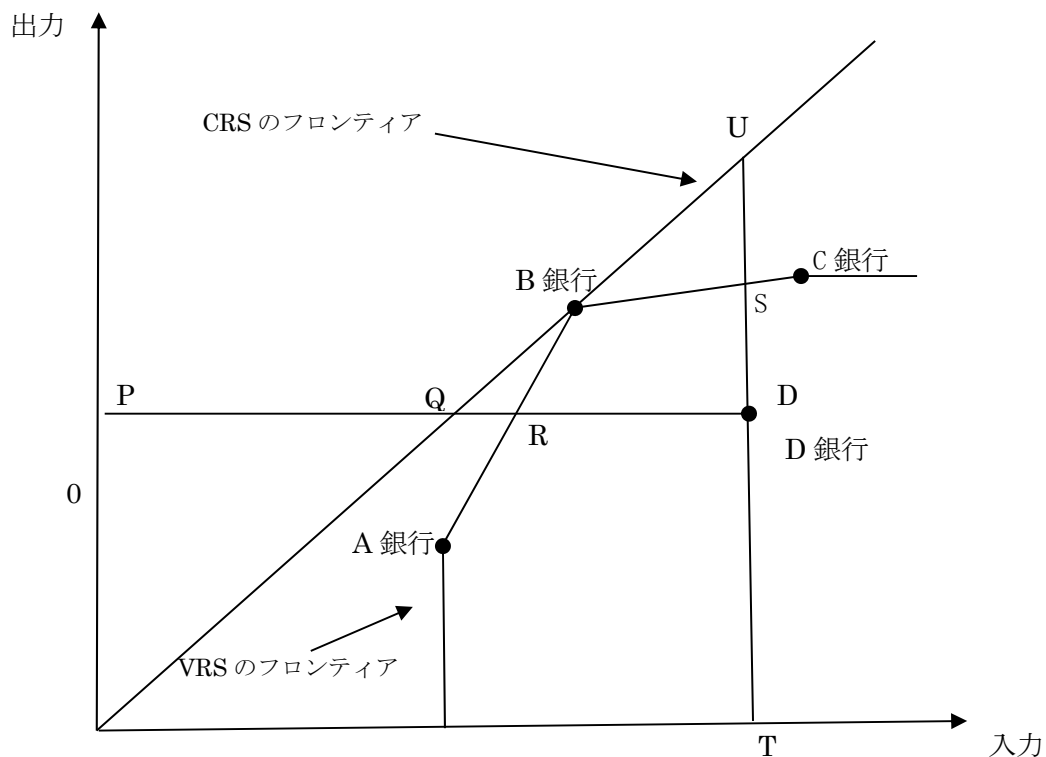
出所: Cook&Zhu (2014) により筆者作成

また、刀根・上田(2000)によると、DMUの経営規模の格差に関しては、DEAによる技術

効率性の計測において、DMU ごとに規模の収穫が異なることを仮定することによって対応できる。従って、DEA では規模に関して収穫一定(CRS:Constant returns to scale)モデルを選択するか、もしくは収穫可変(VRS:Variable returns to scale)モデルを選択する手法がある。CRS モデルと VRS モデルの違いについては図 2 の通りである。

図 2 に示すように銀行 B は CRS のフロンティアでも VRS のフロンティアでも効率的である。A 銀行と C 銀行は VRS のフロンティアにあり効率的であるが、CRS のフロンティアには非効率である。また、どちらのフロンティア上にもない D 銀行は両方とも非効率であるが、VRS モデルでの効率値は CRS モデルでの効率値を上回る。入力志向の際に VRS モデルでの効率値は PR/PD となりこれを入力削減志向技術的効率性という。CRS モデルでの効率値は PQ/PD となりこれを規模効率性という。出力志向の際に VRS モデルでの効率値は TD/TS 、これを出力増加志向技術効率性という。CRS モデルでの効率値は TD/TU 、これを規模効率性という。効率値から見ると分かるように入力志向でも出力志向でも、VRS モデルでの効率値の方が大きい。高橋(2020)によると、規模が異なり、極端に良い主体がある場合には CRS モデルでは一つを除いてほとんどの効率性が悪くなってしまいう傾向がある。

図 2 1 入力 1 出力の CRS モデルと VRS モデル



出所:高橋(2020)により筆者作成

また、橋本(2007)では CRS モデルは効率的な銀行が全て最適な規模で経営を行うと考えるため、業務が共通していても、個別銀行の資産などの規模に大きな差がある比較を行う場合、収穫逓増及び収穫逓減の領域で経営を行う銀行がフロンティアから除外されることになる。そして、不完全競争や健全性規制などによって銀行が最適な規模で経営できないと指摘している。さらに銀行業の技術効率性を分析する上では、投入をレベルのままに固定しておいて、産出を最大化することはより強い仮定であると見られる。それに、高橋(2015)は途上国では市場が急成長していく仮定で投入削減以上に産出増加を目指す傾向が強いと指摘している。

従って、本章の分析対象は国有商業銀行、株式制銀行(表 2 参照)と地方商業銀行であり、規模がかなり異なるため、出力志向型の VRS モデルを採用することとした。

2 モデル構造

DEA の規模に関して収穫が可変的 VRS モデルは下記のような⁵⁷。

$$X = \begin{pmatrix} X_{11} & X_{12} & \dots & X_{1n} \\ X_{21} & X_{22} & \dots & X_{2n} \\ \cdot & \cdot & \dots & \cdot \\ X_{m1} & X_{m2} & \dots & X_{mn} \end{pmatrix} \quad Y = \begin{pmatrix} Y_{11} & Y_{12} & \dots & Y_{1n} \\ Y_{21} & Y_{22} & \dots & Y_{2n} \\ \cdot & \cdot & \dots & \cdot \\ Y_{s1} & Y_{s2} & \dots & Y_{sn} \end{pmatrix}$$

$$\text{Max}_{\Phi, \lambda} \quad \Phi \quad (1)$$

$$\text{Subject to:} \quad -\Phi \mathbf{y}_i + Y \boldsymbol{\lambda} \geq 0 \quad (2)$$

$$\mathbf{x}_i - X \boldsymbol{\lambda} \geq 0 \quad (3)$$

$$\mathbf{e} \boldsymbol{\lambda} = 1 \quad (4)$$

$$\boldsymbol{\lambda} \geq 0 \quad (5)$$

ここで目的関数値 Φ の逆数が最適解(効率値)となる。 \mathbf{x}_i 、 \mathbf{y}_i はそれぞれ m 次元コスト投入量ベクトル、 s 次元の出力量ベクトル、 \mathbf{e} は全ての要素が 1 である n 次元行ベクトル、 $\boldsymbol{\lambda}$ は n 次元の非負ベクトルである。CRS モデル(規模に関して収穫一定)は(4)式は $0 \leq \mathbf{e} \boldsymbol{\lambda} \leq \infty$ となる。

⁵⁷高橋(2020)を参照

3 変数の選択と分析対象・期間

DEA は Charnes et al. (1978) によって開発されて以来、銀行の効率性を考察する際によく用いられている(表 1)。DMU のパフォーマンスを特徴づけるために使われる入力と出力を分類することが必要である。特に銀行業の効率性を計測することにおける投入要素(入力)と産出物(出力)の選択については、よく用いられてきた二大アプローチとして生産アプローチ⁵⁸と金融仲介アプローチ⁵⁹がある。また、高橋(2020)によると、近年加えられたオペレーティングアプローチ⁶⁰と付加価値アプローチ⁶¹などがある。さらに、新興国のデータ制約や会計基準も統一されていないため、様々なアプローチあるいは混合アプローチの選択もあると指摘している。

本章では、外資参入後の銀行は投入に対してどれだけの収益を生んだかという視点とデータ制約も考えて、基本的には生産アプローチを選択し、人的資源の従業員数、実物資本の本支店数、総資産を中心としつつ、外資の影響を加える変数として外資持株比率を追加する。出力はオペレーティングアプローチ的な点も考えて、金利収入と非金利収入(手数料収入+投資収益+営業外収入+為替差益+その他の業務収入)とする。

中国の銀行には国有商業銀行、政策性銀行、株式制銀行と地方商業銀行などが含まれる(表 2)。本章では銀行がほとんど外資参入を受け入れた時期としての 2004 年から、最新の手に入れられるデータとしての 2019 年までの 4 大国有商業銀行、6 の株式制商業銀行と 5 の地方商業銀行で合計 15 の銀行⁶²を用いて分析した⁶³(表 3)。取り扱ったのは全て外資参入を受け入れた銀行である。データは銀行毎に年々公表されている財務レポートによって収集した。

⁵⁸一般に労働、実物資本を投入して預金、貸出といった生産物を生むということである。

⁵⁹預金を集めて貸出他に割り振るということである。

⁶⁰入力には金利コストやその他コストを入れ、出力に金利収入や非金利収入を選ぶ。

⁶¹入力には金利コストやその他コスト、出力に貸出や預金とする。

⁶²分析対象の銀行は最初にほとんど外国の投資家(金融機関)と資本提携を通じて外資を受け入れた。詳しくは関志雄(2009)を参照。

⁶³長い期間のデータを使用し分析しようとしており、データ制約のために 15 の銀行のみで考察した。

表 1 過去の DEA 実例

著者	入力変数	出力変数
劉(2004)	固定資産、従業員数、各種支出	金利収入、非金利収入
胡(2005)	一級資本、総資産、自己資本比率、	税抜利潤、資産収益率
劉, 陳 (2006)	従業員数、固定資産、預金額	資産収益率、純金利利鞘
張(2007)	従業員数、営業費用、預金額	利税総額、金利収入
畢、梁、楊(2009)	資産、貸金と福利厚生	貸出金、預金額、金融機関預金
胡, 涂(2010)	従業員数、実物資産、貸出金	金利収入、非金利収入
張(2016)	預金総額、営業費用、固定資産	金利収入、他の営業収入
Cook, Seiford and Zhu (2004)	従業員数、営業費用	営業収入
Camanho and Dyson (2005)	従業員数、営業コスト、支店数	日常取引量
Avkiran (2006)	預金、債権、固定資産、非金利支出	貸出、証券、預金、非金利収入
Nieto et al. (2007)	従業員数、営業費用	金利収入、貸倒引当金
Lin, Lee and Chiu (2009)	従業員数、金利支出、預金額	貸出額、給料、営業収入、金利収入
Chortareas et al. (2013)	人件費、固定資産総額	貸出総額、他の収益性資産総額
Tan and Anchor(2017)	総支出、金利支出/預金額、非金利支	貸出総額、有価証券、非金利収入、
高橋(2000)	従業員数、店舗数、貸出引当金繰入	貸出金収益、ディーリング収益
大里、高橋(2017)	従業員数、本支店数、預金利息	貸出金利息、役務取引等収益、有価
高橋(2020)	預金、負債(除預金)	金利収入、手数料収入

出所:筆者作成

表2 中国の銀行の種類

銀行の種類		銀行名
政策性銀行(3)		中国農業発展銀行
		中国進出口銀行
		国家開発銀行
国有商業銀行(6)		中国銀行
		中国農業銀行
		中国工商銀行
		中国建設銀行
		交通銀行
		中国郵政貯蓄銀行
中小商業銀行	株式制銀行(12)	中信銀行
		招商銀行
		中国光大銀行
		中国民生銀行
		興業銀行
		華夏銀行
		平安銀行
		浦東発展銀行
		広東発展銀行
		恒豊銀行
		浙商銀行
		渤海銀行
		地方商業銀行(133)
農村信用組合(722)		河南省農村信用組合など
農村商業銀行(1478)		重慶農村商業銀行
農村合作銀行(209)		広西全州合作銀行など
村鎮銀行(1630)		南陽村鎮銀行など
外資銀行(41)		三井住友銀行など

出所:中国銀保監会と各種の資料により作成

注:カッコ内はその種類に属する銀行数

表3 記述統計量

銀行	統計値	従業員数	本支店数	総資産	外資持 分比率	金利収入	非金利収入
全行 15行 (1440)	平均値	104,092	4,331	4,701,136	9	178,896	34,323
	標準偏差	150,800	7,114	6,137,715	10	258,320	49,475
	最小値	750	26	18,122	0	700	74
	最大値	503,082	31,004	28,412,354	43	2,437,338	248,238
4大銀行 (384)	平均値	276,537	11,352	11,820,450	9	433,239	87,919
	標準偏差	128,149	5,474	7,289,407	9	249,705	67,948
	最小値	54,586	2,515	1,144,005	0	38,352	2,765
	最大値	466,346	21,200	28,412,354	31	886,544	248,238
株式制 商業銀 行6行 (576)	平均値	31,144	883	2,563,243	8	82,807	19,925
	標準偏差	17,504	660	2,070,744	9	69,200	22,338
	最小値	7,007	205	294,338	0	8,271	502
	最大値	58,997	3,003	7,145,681	25	282,094	82,498
地方商 業銀行5 行(480)	平均値	6,161	186	651,139	16	56,465	3,141
	標準偏差	4,267	137	682,826	9	270,907	4,418
	最小値	750	26	18,122	0	700	74
	最大値	17,337	670	2,737,040	43	2,437,338	20,107

注:単位は百万円と比率%、カッコ内は2004年から2019年までのサンプル数。

第3節 分析結果

本章ははっきり外資参入が銀行の効率性にどのような影響を与えるのかを見るために、資本自由化の代理変数としての外資持株比率をVRSモデルに入れる前に、3入力(従業員数、本支店数、総資産額)、2出力(金利収入、非金利収入)と入れた後の4入力(外資持株比率、従業員数、本支店数、総資産額)、2出力(金利収入、非金利収入)で計測した。表4は各銀行の年々の技術的効率値である。

表4によると、全体として外資参入を受け入れた前後にも100%に達して効率的である

と判定された銀行が少ない。中国は 80 年代から改革開放を実施し始めて、80 年代の後半がやっと中央銀行と市中銀行を分離してモノバンク制度⁶⁴が終わった。引き続き 1994 年に商業銀行は政策性銀行から分離された。当時、四大国有商業銀行の不良債権比率が 30～50%と推計し、債務超過の状態が長続きしていた(関志雄 2009)。銀行業の発展は今でも相対的に不十分である可能性が示唆される。

表 4 04-19 年の外資参入前後の技術的効率値 単位は%

	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
工商銀行	15	17	22	33	44	52	56	73	72	83	88	94	94	89	87	100
中国銀行	31	31	32	34	67	66	67	76	80	85	88	88	100	79	78	93
建設銀行	23	19	16	33	47	51	61	72	77	77	85	90	100	90	90	100
交通銀行	15	15	13	24	29	32	36	40	40	46	45	55	62	72	80	89
浦発銀行	35	35	13	16	14	13	13	17	21	29	43	51	74	86	83	84
中信銀行	7	9	12	10	21	17	24	31	31	34	48	56	63	77	82	82
華夏銀行	51	57	39	35	36	12	12	18	21	26	30	43	44	47	57	47
民生銀行	7	6	13	20	27	47	33	55	63	71	76	88	78	73	100	100
広発銀行	26	35	45	42	22	19	20	30	34	35	58	74	71	82	96	100
興業銀行	49	37	11	19	21	21	19	26	37	48	46	49	60	63	79	99
南京銀行	100	90	100	9	30	33	24	27	32	25	37	47	56	43	50	90
北京銀行	0	7	9	8	14	18	14	15	26	32	32	38	43	45	39	56
上海銀行	11	13	7	5	11	8	9	10	15	19	32	39	33	100	51	93
宁波銀行	24	19	17	13	28	25	25	27	19	21	23	35	44	58	24	73
青島銀行	100	90	85	67	100	55	9	17	18	24	32	31	26	18	66	55
下部は外資ありの効率値																
工商銀行	80	79	33	53	75	97	79	90	98	97	100	100	96	98	99	100
中国銀行	82	48	49	49	100	100	72	84	95	92	97	95	100	92	94	99
建設銀行	93	29	23	48	69	83	61	72	77	77	85	90	100	99	100	100
交通銀行	25	26	23	44	56	70	36	40	40	46	45	55	62	72	80	89
浦発銀行	66	71	27	36	34	33	19	30	98	100	100	97	89	100	100	100
中信銀行	99	90	24	23	47	46	24	31	31	34	48	56	85	92	95	100
華夏銀行	89	100	74	74	80	27	12	18	21	26	30	43	77	82	90	87
民生銀行	14	13	28	67	81	100	54	68	68	71	76	88	78	73	100	100
広発銀行	69	72	73	70	40	36	20	30	34	35	58	74	83	88	96	100
興業銀行	87	70	23	46	47	47	19	26	37	48	46	56	63	64	80	100
南京銀行	100	94	100	12	44	63	24	27	32	25	37	47	56	43	50	90
北京銀行	72	12	18	17	32	47	14	15	26	32	32	38	43	45	39	56
上海銀行	41	22	12	10	20	17	9	10	15	19	32	39	34	100	52	93
宁波銀行	100	99	20	17	40	43	25	27	19	21	23	35	44	58	24	73
青島銀行	100	100	100	100	100	63	9	17	18	24	32	31	26	18	66	55

1 各銀行の総平均技術的効率性

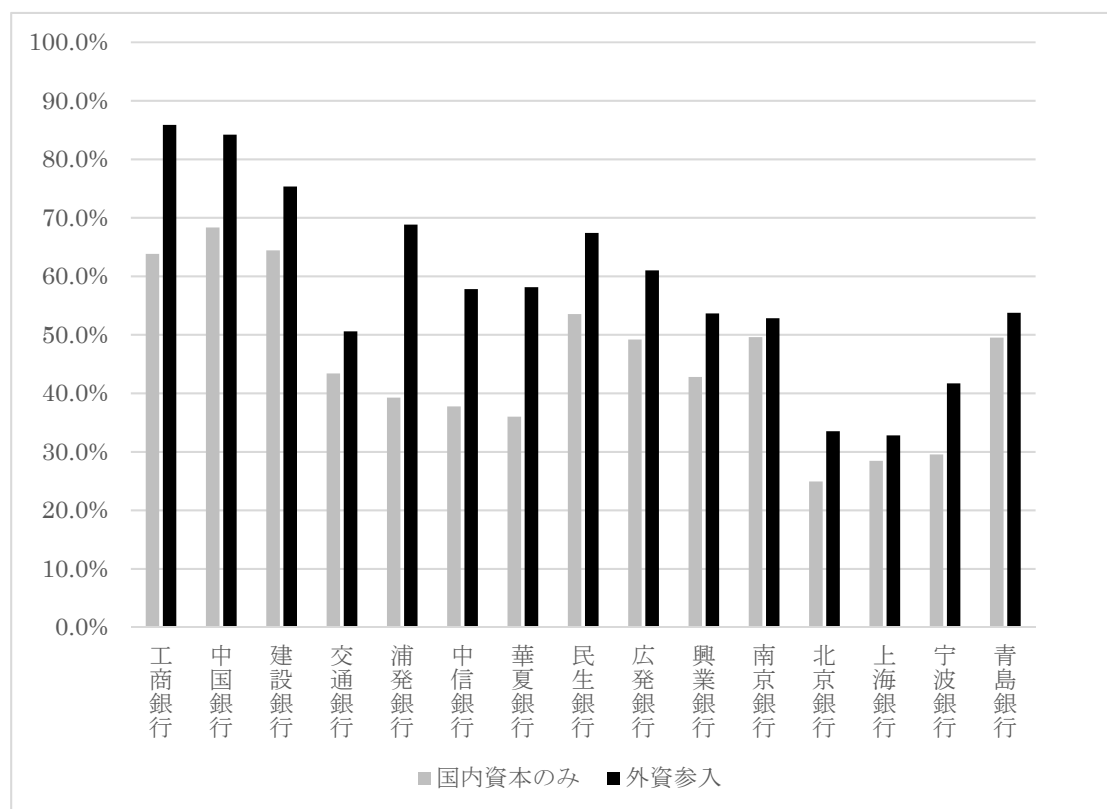
各銀行の総平均技術的効率値を図 3 に示す。外資参入を受け入れた全ての銀行の効率性が向上したと明らかになった。これは上記の先行研究結果と一致した。また、大規模な国

⁶⁴東霞(2006)

有商業銀行は中小規模の銀行よりも効率的である。これについては、Chen、Michael and Brown(2005年)と同様である。

図3で、目立つのは浦発銀行が外資参入を受け入れた後、非常に効率性が上がったことである。それについては2003年にアメリカのシティバンクを戦略投資家としての投資を受け入れて、双方がクレジットカードセンターを設立し、人民元・外貨建ての提携クレジットカードを共同で打ち出し、外貨建てデリバティブなどの金融商品で強い競争力を誇ることが指摘されている。つまり、金融ノウハウの導入と共に金融商品の多様化ももたらしてきた。そして、中国の金融センターとしての上海にある浦発銀行は他の地方よりも有利な外部環境を持っている。そのため、外資参入を受け入れた後、最も効率性が向上した。

図3 各銀行の技術的効率値の総平均



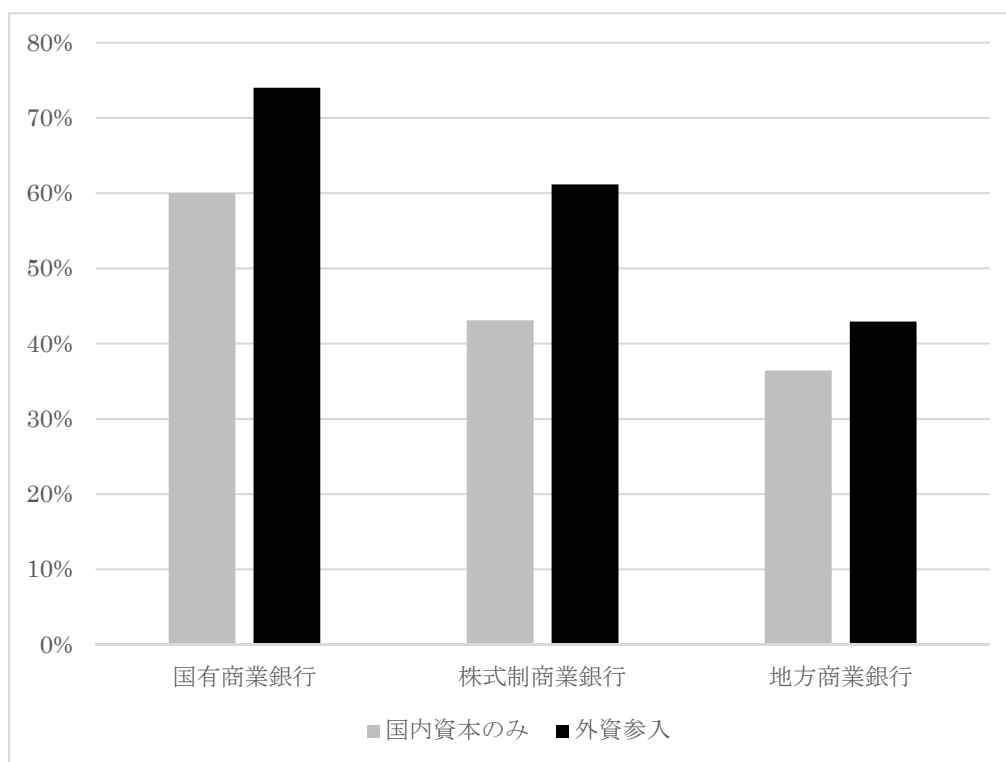
2 種類別の銀行の平均技術的効率性

図4に示すように2004年から2019年までの平均技術的効率性に関しては外資参入を受け入れた前後とも、国有商業銀行は株式制銀行と地方商業銀行よりも優れている。張曉朴(2007)では外資導入によって、昔の銀行融資への行政介入によってもたされかねない悪

影響を取り除く上で有益になり、常に国有商業銀行の政府系(国営)企業への融資が優先しているという歪んだ姿勢を改善するのに役立つと指摘している。つまり、外国投資家(金融機関)の参入によって国有銀行の金融システムが改善し、投資収益の経路も期待されている。

また、外資導入後は株式制商業銀行の効率性が最も高くなった。株式制商業銀行は国有商業銀行より政府のコントロール強度がそれほど強くないため、海外戦略的投資家(金融機関)を導入されたに伴い、派遣した取締役が銀行の意思決定への参加、監督、建言などを容易に認める。故に、金融サービスの質やアクセシビリティの向上、金融イノベーションがより成功しやすいと考える。一方、地方商業銀行の規模が比較的小さい。

図4 種類別の銀行の平均技術的効率値



3 種類別の銀行の年別技術的効率性

中国政府は2003年に「境外金融機構入股中資銀行管理方法」を公布してから、中国資本系の商業銀行への外資の導入を積極的に進んでいる。特に2004年から少なくない銀行は外資参入を受け入れた。本章は取り扱った分析対象について、青島銀行が2008年から外資参入を受け入れたが、残りの14の銀行はほとんど2004年、2005年から外資参入を受け入れた。

図 5、6、7 から分かるように、国有商業銀行、株式制商業銀行、地方商業銀行という 3 種類の銀行は外資導入の当年は異なる程度の効率性が向上した。そして、リーマン・ショックにより世界規模の金融危機が勃発した 2008 年には 3 種類の銀行の効率性は顕著に向上していた。Zhu&Yang (2016) は中国の銀行を研究対象にして、国有持株比率は商業銀行のリスク管理にどのような影響を与えるのかを考察した中で、外資持株比率の程度はリスクの低下と相関し、外資参入は国有銀行のリスクを低下させたと指摘している。従って、本章の分析結果の一つの証拠を提供できると考える。

また、4 大国有商業銀行は交通銀行だけが外資導入の 2004 年から今まで外資を導入しているが、中国銀行、工商銀行、建設銀行は 2015 年以降外資を引き上げるようになったため、図 5 のように 2015 年以降は効率性がほぼ同じになった。

さらに、株式制商業銀行と地方商業銀行は今まで外資の株主を持っているが、効率性から見ると、地方商業銀行は外資導入後がその効果が目立っていない。それは資産規模や人的資源の投入などが国有商業銀行と株式制商業銀行に比較対象にならないと考える。

図 5 国有商業銀行の年別技術的効率性

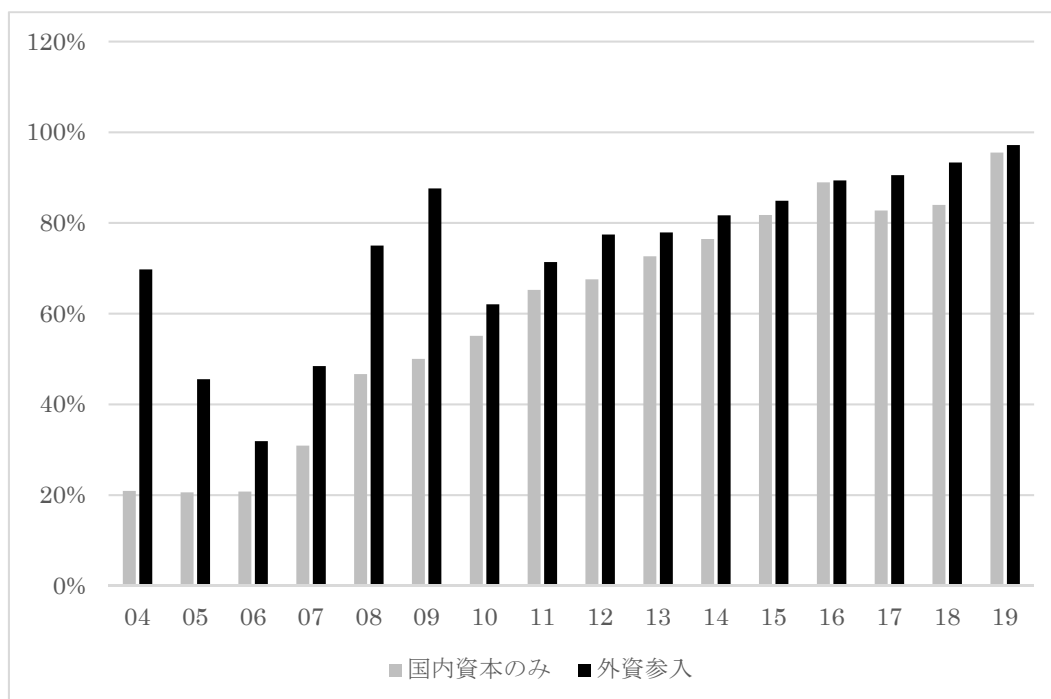


図6 株式制商業銀行の年別技術的効率性

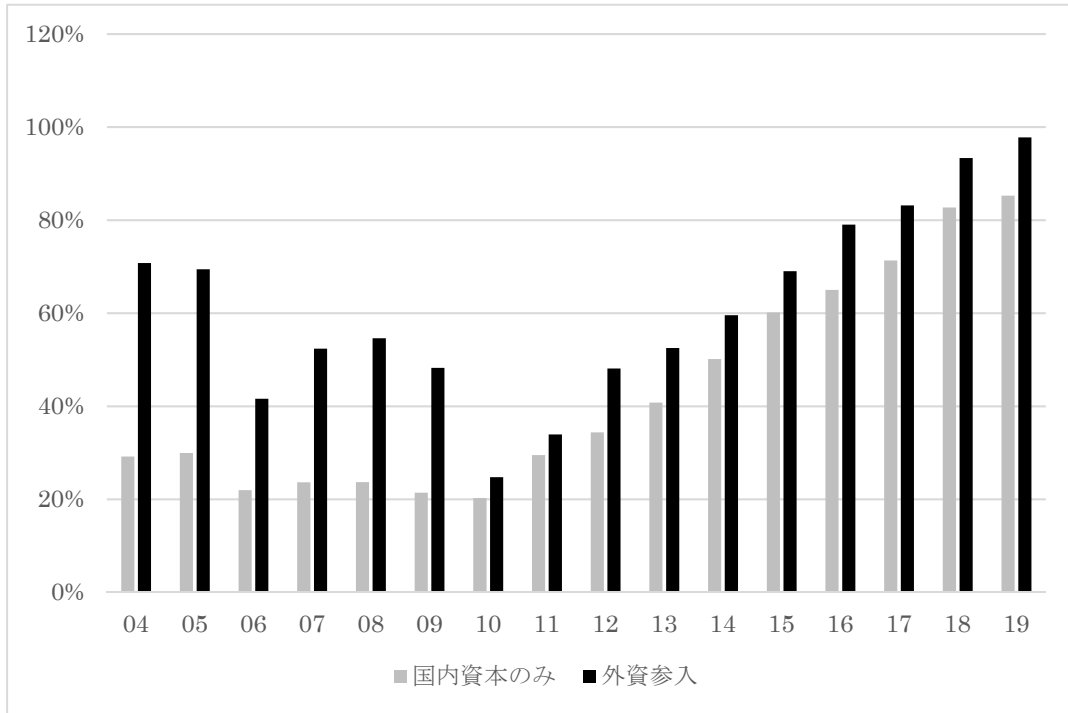
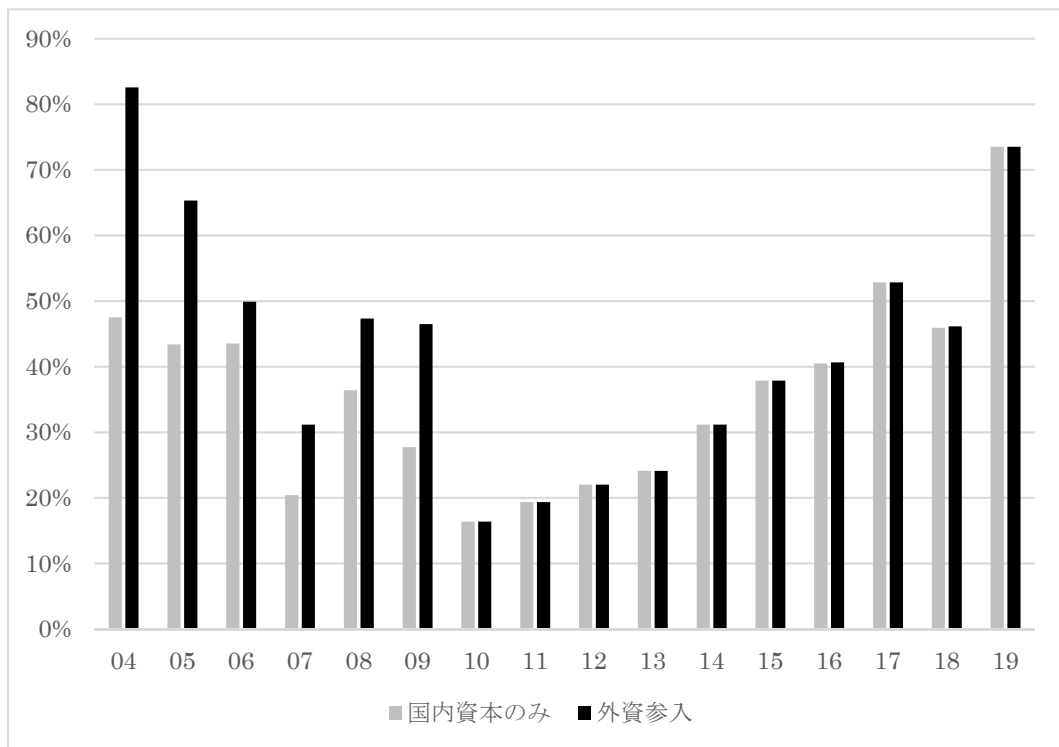


図7 地方商業銀行の年別技術的効率性



おわりに

2016年に中国人民元はIMF(国際通貨基金)にSDR(特別引出権)の組み入れを認められた。これにより人民元が国際通貨として国際金融市場において頻繁に元建て取引を行う必要がある。即ち、中国の国内金融市場の更なる開放とクロスボーダー資本取引の規制廃止という資本自由化が必要となる。また、国際金融のトリレンマにおいて、中国は今までも相対的に硬直な為替制度と規制している資本取引の政策を取っているため、財政政策は効くものの、金利の引き下げや量的緩和などの金融政策がうまく効いて来なかった。そのため、完全に資本自由化政策の実施が迫られる局面もあろう。

ところで、2019年、中国の資本自由化がより進んでいくにつれて、外資による中国国内資本系の銀行への資本参入に対して出資比率での上限も撤廃された。これから急速に中国の銀行業へ投資に来る外国投資家(機関)が増えていくと見込む。本章は銀行業の効率性の視点から資本自由化の推進が銀行業に与える影響を示しており、中国政府にこれからの資本自由化政策を判断する一つの材料にしたい。

分析結果をまとめると次の結論を得る。

まずは確かに全体として外資参入を受け入れた前後には100%に達して効率的であると判定された銀行が少ない。しかしながら、全ての外資参入を受け入れた銀行は効率性が向上したことが明らかになった。つまり、外資参入は銀行の効率性に相当に影響している。

次は、外資参入を受け入れた後で、大規模の国有商業銀行は中小規模の株式制商業銀行と地方商業銀行よりも効率的である。なお、地方商業銀行の効率性が一番低いと示唆している。

最後に、想定外の結果として外資参入によって銀行のリスク管理が改善されて、国際金融危機の中でも優れた効率性を保っていたと示唆している。

従って、外資参入による国内銀行業への影響が明らかになった。中国政府に資本自由化政策の実施の有効性に対して有力な証拠を提供することができると思う。

終章

本章では、第1章から第5章までの分析と考察の結果を整理したうえで、本論文より得られた研究結果をまとめるとともに、残された課題を述べる。

1980年代、経済改革開放以降、中国は計画経済から市場経済へ移行して経済が急速に成長してきた。2001年、WTOに加盟してから対外開放政策を実施されつつあり、大量の外資を導入してきたが、海外への投資などを厳しく規制している。つまり、資本移動は一方通行のようなものである。しかしながら、中国は経済の成長につれて海外との融合がますます深まっているため、資本規制の緩和が進んでいる。国内金融改革や海外との資本取引については規制の緩和や自由化を進んでいるため、2016年に人民元がSDR(特別引出権)の通貨バスケットの構成通貨になった。故に、人民元の国際化という話題が沸いている。今後、人民元が本気で国際通貨となるためには、国境を跨ぐ資本取引(移動)は自由化する必要がある、これも中国政府の「5ヵ年計画」の中身と一致している。

本論文の目的は、現段階の中国の資本自由化政策の効果や影響などを明らかにして、中国政府並びに各方面がこれからの資本自由化政策を判断する一助とすることである。

この目的に向けて、まず第1章では、過去の資本自由化政策を実施したアジア諸国や南米諸国などの途上国を対象にして考察した。アジア・南米通貨危機の過去の経験を振り返って見たら、幾つか相違点をまとめた。同じように積極的に金融改革を実施したが、不完備な金融システムにおける経済環境の下で資本市場を全開されて海外の資本、特に大量の短期資本は流入してきた。そして、1990年代に長期間で経常収支赤字を継続していた。次は通貨危機前の実質的同一の為替制度である。通貨危機が発生した国々は金融改革による資本自由化を進める一方で、為替相場制度に関しては、米ドルと連動し事実上のドル・ペッグ制を採用していた。ペッグ制によって為替レートのボラティリティが低下されていたことや成長期待の高さが、国への海外資本の流入をさらに加速させている。海外から流入してきた短期資金を借入れ、それを国内企業に長期で貸し付けていたため、突然の海外資金の引き揚げに対して脆弱な構造であった。

次は第2章では、これまで行われてきた中国の金融・資本の自由化に向けての国内的・対外的な改革を歴史的に俯瞰した。新中国成立から計画経済制度の下で金融業務を中国人民銀行に一元的に行わせる「モノバンク」制度を実施していた。1980年代改革開放政策の

実施によって「モノバンク」制度を撤廃されてから、中国人民銀行が財政部門から分離されたとともに、それまでに国有4大銀行も人民銀行から切り離され、商業銀行として歩み始めていた。金融改革による金利自由化については2013年7月に貸出金利の下限を撤廃し、2015年5月に預金保険制度を導入した上で、8月に預金金利上限も撤廃し、金利自由化は理論上完了した。為替取引については經常収支が完全に自由化されたが、資本規制が緩和されつつあるものの、多くの方面に依然として規制されている。

第3章では、現行の資本規制政策の下で、資本規制の実効性を考察するためにファクトファイナディングと実証分析を用いた。資本流出入量の分析によって、内外の金融環境が穏やかな時期に資本規制政策は資本移動をうまくコントロールでき、緩和されたときに資本移動を促進でき、良い効果があるとわかった。しかしながら、2008年の国際金融危機などによって金融環境が変わったときに異常な資本移動を抑えることがうまくできなかった。また、国際収支表の誤差脱漏によって、資本規制の効果が低くて、大量の資本が流出しているとわかってきた。

実証分析の結果によると、資本規制政策は内外金利差の維持に有効だと示しているが、通貨供給における外貨占有金の変動という変数を加えて分析した結果から見ると資本規制政策は外貨占有金の変動を抑えるのに有効ではない。為替相場の安定を維持する方面から見ると、資本規制の効果が良いとは言えない。それは極限性があり、特に短期資本の移動が激しい際に資本規制は為替相場の安定を維持するという目標を効果的に達成できない。

要約すると、中国の資本規制の実効性を分析することにより、資本移動の規模の制御、金融政策の独立性の確保、人民元の為替レートの安定性の維持という観点から、中国の資本規制政策はある程度で効果があるが、低下の傾向がある。

第4章では、「国際金融のトリレンマ」説は資本移動が完全ではないがある程度自由になっており、通貨バスケットを参照に管理変動相場制度という「中間的制度」が採用している中国に対して、トリレンマ命題に基づいて金融政策の独立性を保てるかを実証的に分析した。その結果、中国は2005年7月に事実上のドル・ペッグ制から管理変動相場制へ移行した以前に、資本移動が厳しく規制されていた。金融政策の独立性も高度に保たれていた。為替制度の改革後、ある程度での資本自由移動政策と中間的な為替制度の下で、金融政策の独立性は外国の金融政策に影響され、金融政策の独立性が脅かされているとわかった。

第5章では、資本自由化の進行が加速しているなか、銀行業の効率性の変化をみて資本自由化の推進状況も加味した銀行の経営効率性を測定することを通じて、資本自由化の推進が銀行業にどのような影響をもたらしてきたのかを考察した。その結果は国有商業銀行、株式制商業銀行、地方商業銀行という3種類の銀行は外資を受け入れた後で、効率性が向上したと明らかになった。その中で、大規模の国有商業銀行は中小規模の株式制商業銀行と地方商業銀行よりも効率的となった。また、想定外の結果として外資参入によって銀行のリスク管理が改善されて、国際金融危機の中でも優れた効率性を保っていたと示唆している。外資参入による国内銀行業への影響が明らかになった。中国政府に資本自由化政策の実施の有効性に対して有力な証拠を提供することができると考える。

本論文は多方面から中国の資本自由化政策について考察したものである。分析手法は定量的手法により、VARモデルとDEAモデルを中心に用いている。これらの分析が政策判断や中国を巡る国際金融の理解の一助となれば幸甚である。

ところで、本研究において残された問題についてはまず第4章では、2005年為替制度の改革後、ある程度での資本自由移動政策と中間的な為替制度の下で中国の金融政策の独立性を分析し、外国の金融政策に影響されて金融政策の独立性が損なわれたとわかる。しかし、金融政策の効果波及経路には、検証していない。これから実証分析で考察する必要がある。

また、第5章では、銀行業の効率性の変化をみて資本自由化の推進状況も加味した銀行の経営効率性を測定した。しかし、単に外資参入の受け入れを行った銀行に絞って検証したが、外資参入の受け入れていない他の銀行はどのような状況になっているのかを検証していない。そのため、さらなる研究が必要である。

中国の行政当局は資本自由化に対して、アクセルとブレーキを慎重に踏みながら進展させていく。直近では、第三者決済やデジタル人民元などが出てきており、金融規制がより複雑になるため、それにも留意しながら研究を続けていきたい。

参考文献

日本語文献

- アンドラス・ウトフ(2002)「チリにおける金融自由化と年金改革の進展」『ラテンアメリカにおける政策改革の研究』神戸大学経済経営研究所
- 伊藤隆敏(2007)「1997年アジア通貨危機——原因と深刻化の理由」『国際問題』No. 563 第4号
- 石山嘉英(2004)『通貨金融危機と国際マクロ経済学』日本評論社発行
- 榎元志郎・霜越直哉・滝澤 朗など(2006)「アジア通貨危機のゲーム理論分析」『マクロ経済政策』東京大学
- 大田英明(2012)「ラテンアメリカの資本自由化と規制：アルゼンチンとチリの経験」『愛媛大学法文学部論集』Vol. 33pp1-55
- 大田英明(2015) 「国際資本移動拡大と F-H Puzzle-安定成長に向けた課題-」『立命館国際研究』27(3)27-54
- 大川口信一(2019)「VAR モデルにより東北6県の景気連動性に関する実証分析」『77R&C 調査研究レポート』2019年1月発行
- 岡田義昭(2010) 「開放経済下の金融政策と為替レート変数(2)」『地域分析』第48巻第2号
- 小川英治・岡野衛士(2016) 『国際金融』 東洋経済新報社
- 大里怜史、高橋正子(2017) 「DEA による地方銀行の経営効率評価」『オペレーションズ・リサーチ』2017年7月号
- 関根栄一(2011) 「中国版バーゼルⅢの公表と中国銀行セクターへの影響」『季刊中国資本市場研究』 Summer
- 関根栄一(2017) 「中国・債券市場への新たな投資ルートの導入ーボンドコネクットの始動ー」『野村資本市場クォーターリー』 Autumn
- 関志雄(2006) 「未完の人民元改革ー課題となる対外不均衡の是正ー」『野村資本市場クォーターリー』 Summer
- 関志雄(2013)「加速する中国における資本取引の自由化ー求められる関連改革の同時実施ー」『野村資本市場クォーターリー』 Winter

- 関志雄(2014) 「金融開国に向けた為替レート・金利・資本移動の自由化—金融政策の有効性の向上にも寄与—」『野村資本市場クォーターリー』Spring
- 関志雄(2017) 「人民元問題を巡る米中の攻防—急がれる「完全変動相場制」への移行—」『野村資本市場クォーターリー』Summer
- 関志雄(2009) 「成功を収めた中国における国有商業銀行改革」『季刊中国資本市場研究』2009Vol. 3-3
- 関志雄(2015) 「対内開放と対外開放を目指す中国の金融改革—期待される民間と外国資本の参入による競争の促進—」『野村資本市場クォーターリー』2015 Summer
- 梶谷懐(2016) 「中国の金融政策と人民元国際化」『国民経済雑誌』第214巻第4号
- 北村富行、小島早都子(2018) 「株主構成の変化が地域銀行の経営に与える影響」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』No. 18-J-7
- 桑原 小百合(1999) 「二つの通貨危機：メキシコ 94-95vs. ブラジル 99」『ラテンアメリカ論集』pp90~118 ラテンアメリカ政経学会出版
- 久山 淳爾(2015) 「ホットマネーの分析から見た通貨危機」『ファイナンス：財務省広報誌』51(3) pp34-51
- 国宗浩三編(2000) 「アジア通貨危機—その原因と対応の問題点—」アジア経済研究所
- 国宗浩三(2001) 「アジア通貨危機と金融危機から学ぶ」アジア経済研究所
- 周宇(1999) 「資本自由化の在り方と金融危機—チリとタイの資本自由化の経験から」『経済学雑誌』pp114~153 第100巻 第2号
- 清水聡(2019) 「中国からの資本流出の減少と債券市場の開放」『アジア・マンスリー』2019年2月号
- 神宮 健(2018) 「進む中国の金融対外開放」『知的資産創造』10月号
- 世界銀行(1993) 『東アジアの奇跡』白鳥正喜[訳] 東洋経済新報社出版
- 盛 暁毅(2017) 「中国に立ちはだかる国際金融のトリレンマ」[三井住友信託銀行 調査月報] 10月号
- 曾根康雄(2015) 「中国の資本自由化と証券市場」『資本市場』No. 355
- 曾根康雄(2011) 「危機対応で露見した中国の過剰貯蓄問題」『アジア研ワールド・トレンド』No. 189

- 曾根康雄(2019) 「人民元“国際化”の進展と限界」『アジア研究所・アジア研究シリーズ』
No.100 p93-120
- 曾根康雄(2009)「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—」『国際資本移動と東アジアの新興市場諸国』調査研究報告
- 玉木勝(2002) 『入門現代日本の金融』 シグマベイスキャピタル株式会社発行
- 田口奉童 (2000) 「ラテンアメリカ通貨危機の構造」『国際経済』51号 pp109-111
- 大蔵省外為審アジア資本市場部会 (1999)「アジア通貨危機に学ぶ—短期資金移動のリスクと21世紀型通貨危機—」大蔵省外国為替等審議会
- 滝井光夫・福島光丘『アジア通貨危機—東アジアの動向と展望』日本貿易振興会発行
- 竹田憲史(2007)「通貨・金融危機の発生メカニズムと伝染：グローバル・ゲームによる分析」『金融研究』第26巻第2号
- 高橋智彦(2016)「ハンガリーにおける「成長のための資金計画」(FGS)について」『経済論業(京都大学)』第189巻第4号 2016年3月
- 高橋智彦 (2000)「DEA を用いたの破綻処理も加味した銀行の効率性の計測」『オペレーションズ・リサーチ』Vol. 45
- 高橋智彦(2015)「欧州の金融危機国の銀行の展開について ウクライナのケース」『拓殖大学論集政治・経済・法律研究』第17巻, 第2号
- 高橋智彦(2020) 「マイダン革命後のウクライナの金融機関」『拓殖大学論集』第22巻第2号
- 張曉朴(2007) 「中国銀行業界の対外開放をめぐる課題とその対応」『季刊中国資本市場研究』2007 Spring
- 露口洋介(2016)「中国の銀行部門改革の現状と展望」『世界経済評論』11月12日号
- 出町一恵・駿河輝和(2014)「資源国におけるフェルドシュタイン=ホリオカ逆説について」[国民経済雑誌]、209(6)：1-11
- 富田俊基(2000)「(21世紀型)国際金融危機のメカニズム」『知的資産創造』6月号
- 刀根薫、山岸晃、大川直人 (1989)「DEA による都市銀行等の経営効率の比較」『オペレーションズ・リサーチ』1989年7月
- 刀根薫、上田徹(2000) 監訳『経営効率評価ハンドブック—包絡分析法の理論と応用—』朝

倉書店出版

Baighya El Filali、中東雅樹(2016) 「包絡分析法による日本の銀行における効率性の検証」『信託研究奨励金論集』第37号

西村吉正(2004) 『日本の金融制度改革』 東洋経済新報社発行

西島章次(2003)「ラテンアメリカ諸国の通貨危機—メキシコ、ブラジル、アルゼンチンのケース」神戸大学経済経営研究所 西島章次ラテンアメリカ経済研究室ホームページ

西島章次(2002)「アルゼンチンの通貨危機と今後の課題」『世界経済評論』46(3) pp53-60

西島章次(2003)「アルゼンチンのカレンシー・ボード制と通貨危機」『金融政策レジームと通貨危機』アジア経済研究所双書出版

二村英夫(2001)『国際金融問題—アフリカ、アジア、ヨーロッパの抱える問題—』溪水社出版

浜口伸明(1995)「メキシコの金融危機—サリーナス政権の6年間が残したもの」『ラテンアメリカ・レポート』Vol. 12No. 1

橋本英俊(2007)「近年の新興市場における銀行部門の効率性に関する比較分析」『経済集志』第77. 第1. 29-39

藤田哲雄(2014)「中国の金融改革の進展と課題」『環太平洋ビジネス情報』vol. 14No. 55

藤丸麻紀(2003) 「VAR モデルによるアジアの財政・金融政策の効果の測定」 『和洋女子大学紀要』 第43集(文系編)

本多佑三・黒木祥弘・立花 実(2010) 「量的緩和政策—2001年から2006年にかけての日本の経験に基づく実証分析—」財務省財務総合政策研究所『ファイナンシャル・レビュー』第1号(通巻第99号)

松井謙一郎(2010)「アルゼンチン危機(2001~02年)の経験—ギリシャ危機への教訓を探る—」国際通貨研究所 ニュースレター

松井謙一郎(2011)「中南米の通貨制度における「安定装置」としての郷里送金—米州システムの視点に基づく役割の考察—」『ラテンアメリカ・カリブ研究』第18号 pp1-14

松浦克己(1999)「応用計量経済学(9)」『郵政研究所月報』1999. 12

柳坪めぐみ(2003)「資本自由化と金融危機—東アジアにおける自由化パターンとその影響」『国際開発研究フォーラム』No. 23

山口昌樹(2010) 「中国銀行業の対外開放:現地法人形態での参入の評価」『中国経済研究』
Vol. 7, No. 1

吉川久治(2014) 『国際通貨・金融危機と発展途上国』 新日本出版社

21世紀政策研究所 「東アジアにおける通貨動揺、金融危機の背景とその経済再生に向けた方策のあり方」1998年5月

S. Fischer et al. (1999) 『IMF 資本自由化論争』 (岩本竹和訳) 岩波書店

中国語文献

畢功兵 梁樑 楊鋒(2009) 「商業銀行 DEA 効率評価投入産出指標選択研究」『金融管理』
Vol. 21No. 06

曹遠征 陳世波 林暉(2018) 「三元悖論非角点解与人民元国際化路徑選択」『国際金融研究』
No. 3

陳立華 康揚(2020) 「外資銀行進入对我国銀行金融創新的影響」『金融研究』2020年第3期

東霞(2006) 「中国の金融制度改革と情報技術」『日本社会情報学会全国大会研究発表論文集』2006年21巻

封福育(2008) 「東亜各国的貯蓄、投資和資本流動性—基于面板協整分析」『亜太経済』
第4期

封福育(2010) 「貯蓄、投資与中国資本流動—基于面板協整分析」『統計と情報フォーラム』
第25巻第3期

苟琴 王戴黎 鄒萍 黄益平(2012) 「中国短期資本流動管制是否有效」『世界経済』2012
年第2期

管濤(2017) 「跳出“資本外逃”之爭看誤差与遺漏」『中国外匯』2017年第16期

賀慧(2008) 「中国資本管制有効性研究」湖南大学2008年

華民(2014) 「人民元自由化改革は熟考の上実行する」『経済導刊』2014-2

胡尊東 李佳益(2008) 「わが国の資本取引項目の開放問題についての検討」『海南金融』
2008年第1期

黄益平 謝沛初(2011) 「わが国の資本取引項目開放の条件、タイミング、進展」『中国金

融』2011年第14期

黃益平 王勳(2010)「中国資本項目管制有効性分析」『金融發展評論』2010年第3期

胡洪力(2005)「中国商業銀行經營績效的國際比較研究」『經濟經緯』2005年第5期

黃玲(2011)「綜合考量資本管制效果和代價」『中国金融』2011年第6期

胡支軍 涂萍(2010)「基于DEA和DFA方法的我国商業銀行效率實証研究」『商業經濟研究』
2010年22期

金葦 李子奈(2005)「中国資本規制の有効性分析」『世界經濟』2005年第8期

金葦(2004)「中国資本規制強度研究」『金融研究』2004年第12期

金山(2009)「中国貨幣政策的獨立性：基于協整分析方法和VAR模型モデル的實証分析」
『上海經濟研究』第5期

駱玲(2012)「中国の資本収支項目の開放の國際經驗の参考」『生産力研究』2012第1期

林輝(2008)「我が国資本規制有効性分析」『海南金融』2008年第5期

李治國(2008)「中国区域間資本流動：基于Feldstein-Horioka方法的檢驗」『統計研究』
第25卷第10期

李永森(2014)「資本市場開放路線図」『中国金融』第14期

劉漢濤(2004)「对我国商業銀行效率的測度：DEA方法的応用」『經濟科学』2004年第6期

劉芳、陳守東(2006)「商業銀行效率評估及其影響因素分析」『数量經濟研究』2006年3
期

桑颯(2007)「中国資本規制の有効性研究」厦門大学2007年

孫彥廷 余露(2010)「外資入股对中資銀行效率影響的實証研究」『理論研究』2010總408
期

溫建東 趙玉超 汪軍紅(2010)「中国資本管制有効性研究」『金融發展評論』2010年第3
期

王樹同、原玲玲(2005)「中国資本管制的有効性」『河北工程技術学院教学与研究』2005年
第2期

王信(2008)「中国資本管制有効性辯析」『中国經濟金融觀察』2008年第8期

王曉春(2001)「中国資本控制的有效考察」『当代財經』2001年第4期

吳昊(2009)「中国短期國際資本的移動与管理研究」華中科技大学2009年

- 吳蘭德(2016) 「Feldstein-Horioka 方法度量的金磚国家金融一体化程度分析」『産業与科学論壇』 第 15 卷第 24 期
- 王喜(2018) 「FDI 流入下中国区域資本流動差異分析」『合作經濟与科技』 No. 3
- 王晓明(2018) 「境外投資者持股对我国上場商業銀行經營效率的影響研究」『華南理工大学』 F832. 33
- 徐明東 解学成(2009) 「中国資本管制有効性動態研究：1980—2008」『財經研究』 2009 年第 6 期
- 肖燦夫(2010) 「我国区域資本流動与区域經濟協調發展」『財務与金融』 第 4 期 總第 126 期
- 余永定(2017) 「中国的匯率和現實選択」『債券』 No. 2
- 余永定(2018) 「保匯率還是保外儲」『金融与資本』 第 8 期
- 余永定(2018) 「関与 2018 年宏觀經濟形式的幾点看法」『國際金融』 No. 01
- 余永定(2016) 「亜洲金融危機和資本項目自由化」『New Finance』 2016 年第 5 期 總 328 期
- 余永定 張明(2012) 「資本規制と資本取引自由化に関する国際新動向」 『国際經濟評論』 2012 年第 5 期
- 員要鋒(2013) 『中国型金融制度』 創土社發行
- 於洋 楊海珍(2005) 「中国資本規制の有効性の実証分析と啓示」『管理評論』 2005 年第 5 期
- 余玲 馮静静 劉文朝(2008) 「从“誤差与遺漏”項目中看我国資本外逃」『西南農業大学学报(社会科学版)』 第 6 卷第 2 期
- 易綱 湯弦(2001) 「匯率制度“角点解仮説”的一個理論基礎」『金融研究』 第 8 期
- 易綱(2015a) 「外匯管理改革開放的方向」『中国金融』 第 19 期
- 易綱(2015b) 「大力推進人民币國際化和匯率市場化」『全球化』 2015 年第 2 期
- 易綱(2018) 「在全面深化改革開放中開創金融事業新局面—記念改革開放 40 周年暨中国人民銀行成立 70 周年」『中国金融』 23 期
- 楊麗麗(2016) 「外資參股对我国商業銀行風險影響研究」『西南政法大学』
- 張秋華(2012) 『中国の金融システム』 日本經濟新聞出版社
- 朱華峰(2017) 「新常态下中国の為替制度改革と人民币國際化」『中国市場』 2017 年第 6 期

趙蓓文(2002)「資本取引項目自由化の国際的な進展と WTO 加盟後の人民元資本取引項目の開放」『世界経済研究』2002 年第 3 期

張弛(2007)「国際資本引入対商業銀行効率影響的実証研究」『技術経済』第 26 卷第 5 期

張中正(2016)「商業銀行外資股権与経営績効的相關性研究」『済南大学』F83

張斌(2003)「如何評價資本管制有効性——兼評中国過去の資本管制効率」『世界経済』第 3 期

周小川(2012)「人民元資本項目可兌換的前景和路徑」『金融研究』2012 年第 1 期

第一財經日報(2013)「周小川:深度解析 M2」

<http://roll.sohu.com/20130308/n368186525.shtml>

英語文献

Aizenman, J., and H. Ito. (2013), “Living with the Trilemma Constraint Relative Trilemma Policy Divergence, Crises, and Output Losses for Developing Countries,” NBER Working Paper ,No.19448 September.

Aizenman, J., and H. Ito. (2012), “Trilemma Policy Convergence Patterns and Output Volatility,” North American Journal of Economics and Finance, Vol.23, Issue 3, December , pp 269-285.

Aizenman, J., M.D. Chinn, and H. Ito. (2013), “The “Impossible Trinity” Hypothesis in an Era of Global Imbalances: Measurement and Testing,” International Economics. Vol.21, Issue. 3.

Aizenman, J., M.D. Chinn, and H. Ito. (2011), “Surfing the Waves of Globalization: Asia and Financial Globalization in the Context of the Trilemma,” Journal of the Japanese and International Economies, vol. 25(3), pp 290-320 September.

Aizenman, J., M.D. Chinn, and H. Ito. (2011), “Monetary Policy Spillovers and the Trilemma in the New Normal: Periphery Country Sensitivity to Core Country Conditions,” NBER Working Paper, No.21128 April

Akira Ariyoshi, Karl H, Bernard L, Inci O-R, Jorge Iván C-K, and Andrei K(2000), “Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization,”

International Monetary Fund May 17, 2000

Abbott, J. W and D. V. Glauco (2003), "Another Piece in the Feldstein-Horioka Puzzle," Scottish Journal of Political Economy, Vol. 50, pp 69-89.

Avkiran. N. K (2006), "Developing Foreign Bank Efficiency Models for DEA Grounded in Finance Theory" , Socio-Economic Planning Sciences, vol. 40, issue 4, pp275-296.

Broner F, Didier T, Erce A, Schmukler S. L (2013) "Cross capital flows : dynamics and crises", Journal of Monetary Economics 60, pp 113-133.

Bernardo S. de M. Carvalho and Márcio G. P. Garcia (2006), "Ineffective Controls on Capital Inflows under Sophisticated Financial Markets: Brazil in the Nineties", NBER Working Paper No. w12283

Browne, Paul D. McNelis (1990) "Exchange Controls and Interest Rate Determination with Traded and Non-Traded Assets: The Irish-United Kingdom Experience" Journal of International Money and Finance 1990(9):41-59

Bayoumi, T. (1989), "Saving-Investment Correlations: Immobile Capital Government Policy or Endogenous Behavior," IMF Working Paper, No. 89/66.

Bekaert, G. and A. Mehli. (2017), "On the Global Financial Market Integration "Swoosh" and the Trilemma," NBER Working Paper, No. 23124 September.

Berger. N. A, Hanweck. A. G, Humphrey. B. D (1987), "Competitive Viability in Banking Scale, Scope, Product Mix Economies" , Journal of Monetary Economics, 20(1987) pp501-520.

Berger. N. A, Humphrey. B. D (1997), "Efficiency of Financial Institutions: International Survey and Directions for Future Research" , European Journal of Operational Research, Vo. 198, Issue2, pp175-212.

Berger. N. A, Hasan. I, Zhou. M (2009), "Bank Ownership and Efficiency in China: What Will Happen in the World's Largest Nation" , Journal of Banking & Finance, Vol. 33, Issue 1, January 2009, pp113-130.

Bonin. J. P, Hasan. I, Wachtel. P (2005), "Privatization Matters: Bank Efficiency in Transition Countries" , Journal of Banking & Finance, Vol. 29, Issues 8-9,

August-September 2005, pp 2155-2178.

Calvo, G. A. (1998) "Capital flows and capital market crises : the simple analytics of sudden stops", *Journal of Applied Economics*, vol. 1, No 1, pp 35-54.

Chinn, Menzie, Hiro Ito (2008) "A New Measure of Financial Openness" , *Journal of Comparative Policy Analysis* 2008(3):309-314

Chamon, Marcos, Atish Ghosh, et al. (2011) "Managing Capital Inflows: The Role of Control and Prudential Policies" NBER Working Paper 2011(8):32-27

Caceres. C., Y. C. Swallow, and B. Gruss. (2016), "Global Financial Conditions and Monetary Policy Autonomy," IMF Working Paper , WP/16/108 , June.

Chamon. M., K. Liu, and E. Prasad. (2010), "Income Uncertainty and Household Savings in China," IMF Working Paper, WP/10/289, December.

Cevik, S., and Tian-le Zhu. (2019), "Trinity Strikes Back Monetary Independence and Inflation in the Caribbean," IMF Working Paper, WP/19/197, September.

Claessens. S, Demirgüç-Kunt. A, Huizinga (2001), "How Does Foreign Entry Affect Domestic Banking Markets?" , *Journal of Banking & Finance*, Vol. 25, Issue 5, May 2001, pp891-911.

Cook. D. W, Seiford. M. L, Zhu. J (2004), "Models for Performance Benchmarking: Measuring the Effect of E-Business Activities on Banking Performance" , *Omega*, Vol. 32, Issue 4, August 2004, pp 313-322.

Camanho. A. S, Dyson. R. G (2005), "Cost Efficiency Measurement with Price Uncertainty: a DEA Application to Bank Branch Assessments" , *European Journal of Operational Research*, 2005, vol. 161, issue 2, pp432-446.

Charnes. A, Cooper .W. W, Rhodes. E (1978), "Measuring the Efficiency of Decision Making Units" , *European Journal of Operational Research*, 2(1978)pp429-444.

Charnes. A, Cooper. W. W, Lewin. A. Y, Seiford. L. M, (1995), " Data Envelopment Analysis Theory Methodology and Applications" , *Journal of the Operational Research Society*, Vo. 148, Issue 3, pp332-333.

Chen. X. G, Skully. M, Brown. K (2005), "Banking Efficiency in China: Application of

DEA to Pre- and Post-Deregulation Eras: 1993-2000”, *China Economic Review*, 16 (2005), pp229-245.

Chortareas. E. G, Girardone. C, Ventouri. A (2013) , “ Financial Freedom and Bank Efficiency: Evidence from the European Union ” , *Journal of Banking & Finance*, 37 (2013), pp1223-1231.

Dooley P, Peter Isard (1980) “Capital Controls Political Risk and Deviations from Interest-Rate Parity”, *Journal of Political Economy*, 1980 (88) :370-384

De Gregorio, Edwards, Valdes (2000) “Controls on Capital Inflows: Do They Work?” NBER Working Paper, 2000 (4) :42-45

Eduardo. B. , J. Zettelmeyer and T. Philippon. (2001), “Monetary Independence in Emerging Markets Does the Exchange Rate Regime Make a Difference?,” IMF Working Paper , WP/01/1, January.

Ethan Kapan, Dani Rodrik (2001) “Did the Malaysian Capital Controls Work?” NBER Working Paper, 2001 (2) :34-42

Francisco Gil-Diaz and Agustin Carstens (1996) “One Year of Solitude: Some Pilgrim Tales About Mexico’ s 1994-1995 Crisis”, *American Economic Review* 1996, vol. 86, issue 2, pp 164-69.

Flood and Garber (1984) “Collapsing exchange rate regimes : some linear examples”, *Journal of International Economics*, 17, pp 1-13.

Feldstein M, Horioka C (1980) “Domestic Saving and International Capital Flows” *Economic Journal*, 1980 (90) :314-329

Feldstein, M. and Horioka, C. (1980), “Domestic Saving and International Capital Flows,” *The Economic Journal*, 90 : 314-329.

Frankel. J. A., S. L. Schmukler, and L. Serven. (2002), “Global Transmission of Interest Rates: Monetary Independence and Currency Regime,” NBER Working Paper, No. 8828, March.

Gil Diaz, Francisco and Agustin Carstens (1996a), “ One year of solitude: some pilgrim tales about Mexico’ s 1994-1995 crisis” , *American Economic Review*, 86 (2), pp164-169.

Gil Diaz, Francisco and Agustin Carstens (1996b), "Pride and prejudice: the economics profession and Mexico's financial crisis, 1994-1995", Document prepared by the Direccion General de Investigacion Economica, Banco de Mexico.

Guillermo A, Calvo; Enrique G, Mendoza (1996) "Petty Crime and Cruel Punishment : Lessons from the Mexican Debacle", The American Economic Review, Vol. 86 No. 2, pp170-175.

Huang, Yiping, Daili Wang and Fan Gang (2015). "Paths to a Reserve Currency: Renminbi Internationalization and Its Implications," in Barry Eichengreen and Masahiro Kawai ed. Renminbi Internationalization: Achievements, Prospects, and Challenges, Asian Development Bank Institute.

Henry, Peter Blair (2007) "Capital Account Liberalization: Theory Evidence and Speculation", Journal of Economic Literature 2007(12):887-935

International Monetary Fund. (2014), Annual Report on Exchange Arrangement and Exchange Restrictions.

Joseph E. Stiglitz and Jason Furman (1998) "Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia", Brookings Papers on Economic Activity 2; 1998.

Jeffrey Sachs • Aaron Tornell • Andres Velasco (1995) "The Collapse of the Mexican peso; What have we learned", National bureau of economic research No. 5142.

Jeffrey Sachs • Aaron Tornell • Andres Velasco (1996) "the Mexican peso crisis: sudden death or death foretold", National bureau of economic research No. 5563.

Jansen W (2000) "International capital mobility: Evidence from panel data" Journal of International Money and Finance 2000(19):507-511

Krugman, Paul (1994) "the myth of Asia's miracle", Foreign Affairs, Nov/Dec94, Vol. 73 Issue 6, pp 62.

Krugman, Paul (1998) "What happened to Asia", Mimeo.

Krugman, Paul (1979) "A model of balance-of-payments crises", Journal of Money, Credit and Banking 11(3), pp 311-325.

Krugman, Paul (1999) "Balance Sheets, the Transfer Problem, and financial crises", International tax and public finance, Vol. 6, Issue 4, pp 459-472.

Krugman, Paul (1998), "Saving Asia: It's Time to Get Radical", *Fortune* Vol. 138 No. 5.

Klein, M. W and J. C. Shambaugh. (2013), "Rounding the Corners of the Policy Trilemma Sources of Monetary Policy Autonomy," NBER Working Paper, No. 19461, September.

Kim, H. (2004) , "The Measurement of International Capital Mobility Using Panel Cointegration Estimators," *Seoul Journal of Economics*, Vol.17 No.21.

Kawai, M., and Li-Gang Liu (2015), "Trilemma Challenges for the People's Republic of China," *Asian Development Review*, Vol. 32, No. 1, 49-89.

Lim. H. G, Randhawa. S. D (2005), "Competition, Liberalization and Efficiency: Evidence from a Two-Stage Banking Model on Banks in Hong Kong and Singapore" , *Managerial Finance*, 31(1):PP52-77.

Lin. K. L, Doan. T. A, Doong. C. S (2016) , " Changes in Ownership Structure and Bank Efficiency in Asian Developing Countries: The Role of Financial Freedom" , *International Review of Economics & Finance*, Vol. 43, May 2016, pp 19-34.

Lin. X. C, Zhang. Y (2009), "Bank Ownership Reform and Bank Performance in China" , *Journal of Banking & Finance*, Vol 33, Issue 1, January 2009, pp 20-29.

Maurice Obstfeld (1996) "Models of currency crises with self-fulfilling features", *European Economic Review* 40, pp 1037-1047.

Magud, Nicolas, Carmen Reinhart (2011) "Capital Controls: Myth and Reality-A Portfolio Balance Approach" , *Peterson Institute of International Economics* 2011(4):11-7

Marcel Fratzscher (2011) "Capital Flows, Global Shocks and the 2007-08 Financial Crisis" NBER Working Paper 2011(8):23-26

Marcel Fratzscher (2012) "Capital controls and foreign exchange policy" NBER Working Paper 2012(4):12-16

Mahvash S. Qureshi, Jonathan D. Ostry, Atish R. Ghosh and Marcos Chamon (2011) "Managing Capital Inflows: the Role of Capital Controls and Prudential Policies" NBER Working Paper, 2011(8):12-18

Mundell. R. A. (1963), "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and

Exchange Rates,” *Canadian Journal of Economics and Political Science*, Vol.29, No.4 November, pp. 475-485.

Nieto.B.G, Cinca.C.S, Molinero.C.M (2007), “Microfinance Institutions and Efficiency” , *Omega*, Vol.35, Issue 2, April 2007, pp 131-142.

Obstfeld, M., J.D.Ostry, and M.S.Qureshi. (2017), “A Tie That Binds: Revisiting the Trilemma in Emerging Market Economies,” *IMF Working Paper*, WP/17/130, June.

Obstfeld, M., and A.M. Taylor. (2001), “Globalization and Capital Markets,” *Globalization in Historical Perspective*, pp.121-188.

Ohta, Hideaki. (2018), “The Effects of International Capital Flows on Domestic Savings, Investment and Growth: Changes in the ‘F-H Puzzle’ in Emerging Economies,” *The International Association of Ritsumeikan University Working Paper*, TR2018-3

Poirson.H. (2001), “How Do Countries Choose Their Exchange Rate Regime?” , *IMF Working Paper*, WP/01/46, April.

Prasad. E., T.Rumbaugh, and Q. Wang. (2005), “putting the cart before the horse? Capital account liberalization and exchange rate flexibility in china,” *IMF Policy Discussion Paper*, PDP/05/1, January.

Rodrik, Dani(1998) “Who Need Capital Account convertibility”, Harvard University, mimeo.

Rey, H. (2013), “Dilemma not Trilemma :The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence,” *NBER Working Paper*, No.21162, May.

Rey, H. (2016), “International Channels of Transmission of Monetary Policy andthe Mundellian Trilemma,” *IMF Economic Review*, 64(1):6-35.

Rose. A., K. (1996) “Explaining Exchange Rate Volatility : An Empirical Analysis of “The Holy Trinity” of Monetary Independence, Fixed Exchange Rates, and Capital Mobility,” “*Journal of International Monetary and finance*, Vol.15, Issue.6, December.

Rahman.A.A.N.A, Reja.M.F.A.B(2015), “Ownership Structure and Bank Performance”,

Journal of Economics, Business and Management, Vol. 3, No. 5, May 2015.

Sachs, Jeffrey D., Aaron Tornell, and Andrés Velasco. (1996). "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons From 1995," Brookings Papers on Economic Activity: 1, Brookings Institution, pp147-215.

Stiglitz, Joseph.E. (1998) "Boats, Planes and Capital Flows", Financial Time, March 25.

Steven R, Jeffrey D. S, Richard N. C and Barry P. B (1998), "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects" Brookings Papers on Economic Activity Vol.1998, No. 1, pp1-90.

Sebastian Edwards, Roberto Rigobon (2005), "Capital Controls, Exchange Rate Volatility and External Vulnerability" NBER Working Paper, 2005(6)

Sherman. D. H, Gold. Franklin(1985), "Bank branch operating efficiency Evaluation with Data Envelopment Analysis" , Journal of Banking & Finance, Vo. 19, Issue 2, June 1985, pp297-315.

Tan. Y, Anchor. J(2017), "The Impacts of Risk-Taking Behaviour and Competition on Technical Efficiency: Evidence from the Chinese Banking Industry" , Research in International Business and Finance, Vol. 41, October 2017, pp 90-104.

Wade, Robert, and Frank Veneroso(1998) "The Asian Crisis: The High Debt Model vs. The Wall Street-Treasury-IMF Complex", New Left Review No. 228, March/April.

Williamson, J (1998), "Crawling bands and monitoring bands: How to manage exchange rates in a world of capital mobility" , International Finance, 1(1), 59-79.

Zhu. W. Y, Yang. J. W(2016), "State Ownership, Cross-Border Acquisition, and Risk-Taking: Evidence from China's Banking Industry", Journal of Banking & Finance, Vol. 71, October 2016, pp 133-153.