

(エ) 論文要旨

論 文 要 旨
申請者氏名 李 翔
申請学位 課程博士
主論文題目
中国の資本自由化に関する分析と考察
Analysis on capital liberalization in China
主論文要旨〔邦文は4,000字以内〕 〔外国語は2,000語以内〕
<p>1980年代から中国は改革開放方針を実施して以来、対外開放が暫時進みつつある。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、「IMF8条国」に移行し、すなわち経常取引、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。</p> <p>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。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。現段階では中国は漸進的な資本自由化政策を実施していると指摘されている。本論文の目的は、漸進的な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。</p> <p>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」が現段階の中国にきれいに当てはま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。</p> <p>その概要は以下の通りである。</p> <p>序章では、本論文の研究背景や目的と研究方法などを紹介する。</p> <p>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</p>

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、国際金融のトリレンマ説は中国に当てはま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 つの期間に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。資本自由化の進み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、関数的手法ではなく、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考える。

終章では、本論文では多方面から中国の資本自由化政策について考察した。その結果、漸進的な資本自由化政策の中、対外開放が進んでいる。現段階で採った資本規制の効果が良いと言えず、国際金融のトリレンマ説に基づいて、「中間的な制度」を採用されている資本自由化政策と管理変動相場制度の下で、金融政策の独立性が損なわれたことがわかった。また、資本自由化の進展につれて銀行業への外資参入の効果がプラスに働くこともわかった。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。