

～海外情報～

2012年3月2日 全5頁

中国：資本取引自由化のロードマップ

経済調査部
齋藤尚登

3段階に分けた長期戦略

[要約]

- 中国人民銀行（中央銀行）調査統計司のプロジェクトチームが、「中国の資本取引の開放を加速する条件は基本的に熟した」と題するレポートを発表した。資本取引の自由化に向けたロードマップを当局が初めて示した点で注目される。
- レポートは、今後の資本取引自由化について、3段階に分けた長期戦略を提案している。原則は、「先に中国への流入・後に中国からの流出」、「先に長期取引・後に短期取引」、「先に直接投資・後に証券投資」、「先に機関投資家・後に個人投資家」、「先にプライマリーマーケット・後にセカンダリーマーケット」、「先に非居住者による国内取引・後に居住者による海外取引」であり、先ずはリスクが小さい分野から着手し、後にリスクが大きい分野に踏み込むとしている。

現状では資本取引自由化は一部実現にとどまる

資本取引自由化に向けたアドバルーン？

中国人民銀行（中央銀行）調査統計司のプロジェクトチームが、「中国の資本取引の開放を加速する条件は基本的に熟した」と題するレポートを発表した。人民銀行や国務院の正式な文書ではなく、人民銀行の一部局のレポートという形式をとったのは、議論喚起のためのアドバルーン的な色彩が濃いためであろう。しかし、当局が資本取引の自由化に向けたロードマップを初めて示した点は、注目される。以下は、その概要である。

中国は1996年12月にIMF8条国に移行し、經常取引の制限を原則的に撤廃してから15年が経過したが、資本取引の自由化は一部が実現したにとどまっている。

(図表1) 中国の資本取引自由化の進展度合い (単位: 項目)

	厳格に規制	部分的に自由化	基本的に自由化	完全に自由化	計
資本市場・マネーマーケットでの取引	2	10	4		16
デリバティブおよびその他取引	2	2			4
預貸取引		1	5		6
直接投資		1	1		2
直接投資の清算			1		1
不動産取引		2	1		3
個人の資本取引		6	2		8
計	4	22	14		40

(出所) IMFより大和総研作成

資本取引の自由化は一部実現にとどまる

IMFによると、①非居住者による国内のマネーマーケット、投資信託市場への参入やデリバティブ取引に関連する4項目は取引が厳しく規制されている、②債券市場取引、株式市場取引、不動産取引、個人の資本取引などに関連する22項目では部分的な自由化しか認められていない、など、全40項目のうち、26項目で自由化が全く実現していないか、部分的に実現しているにすぎず、資本取引の自由化には程遠い状況となっている。

国際取引での人民元利用の拡大

中国は、従来、経常取引・資本取引ともに、人民元の使用を原則禁止してきたが、ここ数年は人民元の国際化（地域化・周辺化）を念頭に、人民元の使用が急速に拡大していることが特筆される。具体的な動きは、以下の通りである（参考として、人民銀行調査統計司のレポートに言及がなく、大和総研が追記した部分には下線を引いた）。

貿易における人民元決済

(1) リーマン・ショック後の輸出急減を契機に、人民元レートの変動リスク回避を目的とした貿易の人民元決済が急増している。2009年7月に中国の一部都市と香港、マカオ、ASEANとの間で人民元決済を開始。その後、人民元決済は全国に拡大され、決済額は、2009年35.8億元⇒2010年5,063億元⇒2011年2兆813億元へと急拡大した。貿易総額に占める人民元決済の割合は、2010年の2.5%⇒2011年には8.8%へ上昇している、

(図表2) 人民元貿易決済に関する規制緩和

2009/7/1	<ul style="list-style-type: none"> 中国の5都市（上海市、広東省広州市、深圳市、珠海市、東莞市）と香港、マカオ、ASEANとの間で、当局に認定されたテスト輸出企業による人民元貿易決済を解禁 テスト輸出企業365社を認定。2009年の決済額は35.8億元
2010/6/22	<ul style="list-style-type: none"> 中国の12省（広東省、遼寧省、吉林省、黒龍江省、江蘇省、浙江省、福建省、山東省、湖北省、海南省、四川省、雲南省）、4自治区（内モンゴル自治区、広西チワン族自治区、新疆ウイグル自治区、チベット自治区）、4直轄市（北京市、天津市、上海市、重慶市）を追加。全ての国・地域との経常取引に拡大 輸入貨物貿易、サービス貿易、<u>その他の経常項目の決済を国内対象地域内の全ての企業に開放</u>
2010/12	<ul style="list-style-type: none"> テスト輸出企業は67,724社に拡大。2010年の決済額は5,063億元
2011/8/24	<ul style="list-style-type: none"> 中国の10省（河北省、山西省、安徽省、江西省、河南省、湖南省、貴州省、陝西省、甘肅省、青海省）、1自治区（寧夏回族自治区）を追加、試行地域は全国に拡大 輸出貨物貿易については、従来通り政府の選定を受けたテスト輸出企業に限定 2011年の決済額は2兆813億元

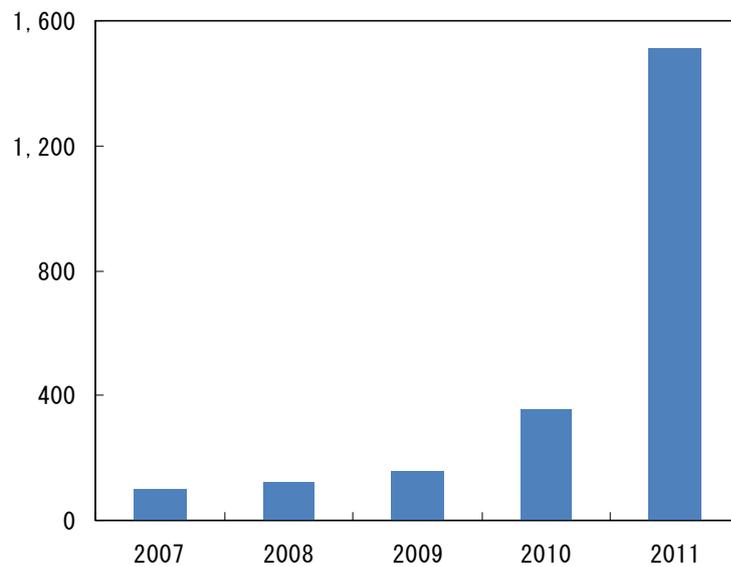
(出所) 中国人民銀行資料より大和総研作成

香港の人民元預金、点心債の発行、RQFIIの始動

(2) 人民元での貿易決済は、中国の輸入決済（相手国・地域の輸出決済）で使用されるのが全体の9割程度と圧倒的に多い。元高期待が続くなか、相手国・地域の輸出企業が人民元を受け取れば、為替差益が享受できるためである。その多くが香港で保有されており、香港の人民元オフショアセンターとしての地位が強化されつつある。2011年末の香港における人民元預金残高は6,273億元と香港の預金残高の10.2%を占める。香港における人民元建債券（点心債）発行額は2009年の160億元から2010年は357億元、2011年には1,514億元と急拡大している。さらなる人民元の運用手段として注目されるのが、中国域外で保有

されている人民元を中国の証券市場に投資する、RQFII（Renminbi Qualified Foreign Institutional Investors）である。準拠法は2011年12月16日発効の「ファンド管理会社・証券会社の人民元適格域外機関投資家による国内証券投資テスト方法」および関連規定である。RQFIIの初期段階では、投資主体は中国本土のファンド管理会社・証券会社の香港子会社に限定され、投資上限枠は200億元で、80%以上を債券など固定収益商品に投資する。既に、証券会社12社、ファンド管理会社9社に200億元の投資枠が全て割り振られており、早くも枠の拡大を求める声が出されている、

（図表3）香港における人民元建債券（点心債）発行額（単位：億元）



（出所）ブルームバーグ、各種報道より大和総研作成

人民元通貨スワップ協定

(3) 中国人民銀行は、2008年12月の韓国を手始めに2012年2月末までに、16カ国・地域との間で合計1兆4,462億元の人民元通貨スワップ協定を締結している。通常の通貨スワップ協定は、短期流動性の問題への対応に主眼が置かれるが、中国が締結した通貨スワップ協定は貿易・金融もカバーし、貿易・直接投資の促進が目的のひとつとなっているものが多く、下記(4)の銀行間債券市場への人民元投資の原資になっている、

域外銀行による中国銀行間債券市場での運用

(4) 中国人民銀行が2010年8月17日付けで発表した「海外の人民元決済銀行などによる中国銀行間債券市場への人民元投資の試行に関する通知」によって、①香港・マカオの人民元決済銀行とクロスボーダー貿易人民元決済を行う域外銀行が、人民元貿易決済・投資業務で取得した人民元を中国の銀行間債券市場で運用すること、②域外中央銀行・通貨当局がスワップ協定に基づき取得した人民元を中国の銀行間債券市場で運用すること、が可能になった、

国内非金融企業による人民元建対外直接投資

(5) 中国人民銀行が2011年1月13日付けで発表した「海外直接投資における人民元決済試行管理方法」によって、①非金融企業による人民元建対外直接投資と人民元での国内送金が認められ、②中国国内銀行は、これら企業の直接投資先である企業・プロジェクトに対して、人民元融資を行うことができる、とされた。ただし、これは始まって間もないこと、テストケースとして位置付けられ

ていることもあり、2011年の実績は、201.5億元にとどまっている、

- (6) 上記(5)と対をなすものとして、商務部と中国人民銀行は、2011年10月14日付けで、域外投資家が合法的に域外で取得した人民元を用いて、中国への直接投資を行うことを解禁している(ただし、有価証券やデリバティブ商品への投資は禁止)。

(図表4) 中国が締結した通貨スワップ協定

年月	締結相手	金額(億元)	備考	年月	締結相手	金額(億元)
2008/12	韓国	1,800	2011/10に3,600億元に拡大	2011/4	ニュージーランド	250
2009/1	香港	2,000	2011/11に4,000億元に拡大	2011/4	ウズベキスタン	7
2009/2	マレーシア	800	2012/2に1,800億元に拡大	2011/5	モンゴル	50
2009/3	ベラルーシ	200		2011/6	カザフスタン	70
2009/3	インドネシア	1,000		2011/12	タイ	700
2009/3	アルゼンチン	700		2011/12	パキスタン	100
2010/6	アイスランド	35		2012/1	アラブ首長国連邦	350
2010/7	シンガポール	1,500		2012/2	トルコ	100

(注1) 通貨スワップ協定の期間は3年間

(注2) 韓国、香港、マレーシアとの通貨スワップ協定は1期目が完了。さらに2期目に合意、規模が拡大へ

(出所) 中国人民銀行資料より大和総研作成

資本取引自由化のロードマップ

3段階に分けた長期戦略

中国人民銀行調査統計司のレポートは、今後の資本取引自由化について、3段階に分けた長期戦略を提案している。原則は、「先に中国への流入・後に中国からの流出」、「先に長期取引・後に短期取引」、「先に直接投資・後に証券投資」、「先に機関投資家・後に個人投資家」、「先にプライマリーマーケット・後にセカンダリーマーケット」、「先に非居住者による国内取引・後に居住者による海外取引」であり、まずはリスクが小さい分野から着手し、後にリスクが大きい分野に踏み込むとしている。

直接投資の規制緩和

【短期(1年~3年)】

直接投資の規制を緩和し、中国企業の海外進出(走出去)を奨励する。

人民元預金・貸出の規制緩和

【中期(3年~5年)】

人民元の預金・貸出規制を緩和し、人民元の国際化を推進する。

【長期(5年~10年)】

不動産⇒株式⇒債券取引の順に規制緩和

金融市場の建設を強化し、まずは中国への流入、それから中国からの流出に関する規制緩和を行う。その後、不動産・株式・債券取引の規制緩和を慎重に行う。

レポートでは、「不動産価格は上昇しやすいが下落しにくく、合理的な価格水準に落ち着くには年月が必要である。国内株式市場は資金調達機能が重視される一方、流通市場としての機能が軽視されており、価格決定機能の改善が待たれる。債券市場の規模は大きくなく、企業債(国家発展改革委員会が起債を認可するプロジェクト債)と会社債(中国証券監督管理委員会が起債を認可する社債)は分断され、統一かつ規範化された市場はない。政府債市場も発展が待たれる」と分析、成熟度合いが高い順、即ち、不動産⇒株式⇒債券の順に、取引規制の緩和を進めるべきと指摘している。

同レポートは、この段階で中国の資本取引の自由化は、基本的に実現したとみなされるとしている。1頁の図表1でいえば、大方の項目が「基本的に自由化」された状態である。一方で、デリバティブや個人投資家の資本取引などは、監督管理が難しく、リスクも大きいため、自由化のタイミングは吟味されるべきであり、【長期】を超えた【将来】の検討項目との位置付けである。投機性が極めて強い短期外債の項目は長期的にも自由化は想定されていない。

以上

(図表5) 資本取引自由化のロードマップ

資本項目	リスクなど	期間
直接投資およびその清算	投資実需と相関、低リスク	短期 (1年~3年)
商業取引に関する預金・貸出	貿易実需と相関、低リスク	中期 (3年~5年)
不動産取引	経済需要と相関、中リスク	長期 (5年~10年)
株式		
債券		
マネーマーケット	デリバティブの需要、リスク大	将来の検討項目
資本取引に関係ない金融機関の預金・貸出		
個人投資家の資本取引	監督難、リスク大	
ファンド・投信		
担保貸出・保証貸出		
デリバティブおよびその他		

(注) 中国人民銀行調査統計司のレポートでは、色分けの部分が終了した段階で、資本取引の自由化は基本的に実現したとみなすとしている

(出所) 中国人民銀行調査統計司資料により大和総研作成