

松 山 大 学 論 集
第 20 卷 第 5 号 抜 刷
2 0 0 8 年 12 月 発 行

対外証券投資自由化に関する中日両国の比較分析

馮

俊

対外証券投資自由化に関する中日両国の比較分析*

馮

俊

は じ め に

金融の自由化・グローバル化・証券化が飛躍的に進展する今日、資本取引自由化は殆どすべての先進国で実現されており、多くの途上国も現在、これに鋭意取り組んでいる。とりわけ世界最大の途上国である中国は近年、内外資本移動に関わる一連の規制改革措置を実施しており、大いに注目を浴びているところである。

資本移動の自由化・活発化は大きな利益をもたらす一方で、潜在的なリスクを増大させる恐れがある。1997年のアジア通貨危機によって明らかになったように、自国の状況と条件を無視し、拙速な自由化を実施する場合、通貨危機を招きかねないのである。したがって、如何にリスクを最小限に抑えながら、自由化を推し進めていくかが改革の要となる。

自由化のアプローチには、ビッグバン方式と漸進的方式があるが、リスクの抑制という観点からすると、漸進的方式のほうがより適切だと一般的に認識されている。現に中国は漸進的方式に基づき、様々な分野において制度改革を推し進めているところである。しかし、漸進的方式は秩序だった自由化を保証す

* 本稿は2007年度中国経済学会西日本部会での報告に基づき大幅に加筆・修正したものである。論文の準備・作成の段階において、童適平教授（明治大学）からご指導を頂いた。部会報告において、討論者の王東明准教授（摂南大学）から有益なコメントを頂いた。また、司会者の加藤弘之教授（神戸大学）ならびに参加者の山本裕美教授（京都大学）、王京濱准教授（大阪産業大学）らからも貴重なアドバイスを頂き、大変参考となった。記して謝意を表したい。

るものでもなければ、普遍性を持った具体的な自由化方策を提示するものでもない。具体的な自由化方策は当該国の状況と条件に応じて試行錯誤を繰り返しながら、発見していかざるをえないのである。その際、必要以上の紆余曲折を避けるため、外国とりわけ先進国での経験を他山の石として適切に参考にすることが重要となるであろう。

先進諸国の中にあって、漸進的方式の採用という点において、日本は代表的な国である。日本は60年代半ば以降、数十年という長いタイムフレームで、資本取引自由化を推し進めてきた。現在の中国と当時の日本を比較すると、国際金融環境や自国の具体的な状況と条件において、異なる点が多々あるとしても、①経済の高度成長、②国際収支の改善と外貨準備の累積、③自国通貨の切り上げ圧力、④外国からの不断の自由化要請（外圧）、⑤漸進的方式の堅持と改革の基本的なシーケンス、等の面においては、多くの共通点を有することがわかる。そのため、両国の相違点を十分に意識しながら、中国にとって日本の経験がどのような示唆を与えうるかということを研究することは、今後の中国の資本取引自由化のあり方を探る上で、有意義な作業となるであろう。

日本の経験の中国への示唆については、優れた先行研究として荒巻（2004）が挙げられよう。荒巻（2004）は日本の資本取引自由化のプロセスをレビューし、中日両国の異同点を指摘した上で、中国に対して、①漸進的方式の採用は適切である、②自由化プログラムの策定にあたって、ローリスクの取引を先行させ、ハイリスクの取引を相対的に遅いタイミングで自由化する、③危機時の緊急措置を留保しておきながら、状況に応じて自由化スケジュールを柔軟に調整する、④規制の実効性の低下に留意する必要がある、⑤外国為替制度の改革を先行させ、それを見極めた上で、より重要な部分の自由化を行う、⑥国内金融市場の自由化、金融部門の経営の健全化、香港居住者の人民元預金の管理、内外資本に対する異なる待遇の処理に留意する必要がある、という政策提言を行った。

荒巻（2004）の政策提言と2004年以降の中国の規制改革の流れを照合する

と、多くの点において、一致していることがわかる。具体的には、①漸進的方式は依然として堅持されている、②対外投資については、先に対外直接投資の規制改革に着手し、後に相対的にリスクの高い対外証券投資に着手した、③対外証券投資の規制緩和について、ローリスクの取引からハイリスクの取引へというシークエンスを採用している、④規制の実効性を維持するため、元転換規制や資本移動のチェック体制を強化している、⑤外国為替制度について、ドルペッグ制をバスケット制に改め、後に変動幅の拡大を容認した、⑥対外投資に関わる重要な改革の多くは外国為替制度改革の後に実施された、⑦外資に対する優遇政策の一部を撤廃した、等々である。

ところで、荒巻（2004）は中国の資本取引自由化について、問題点を的確にとらえ、適切なアドバイスを行ったと評価できるとはいえ、資本取引全般を分析対象としたものであり、各構成部分について、個別にかつ詳細に研究したものではない。また、公刊された2004年の時点で、中国は内外資本移動について、依然として流入促進・流出規制というスタンスを維持しており、対外証券投資の規制改革にはまだ本格的に着手していなかった。実際、2004年以降の規制改革の多くは対外証券投資の分野に集中しているのである。

本稿は、荒巻（2004）の研究成果を踏まえつつ、対外証券投資にスポットを当て、日本の経験の中国への示唆を探り、その上で、中国の今後の対外証券投資に関わる規制改革の具体的なあり方を検討することを目的とするものである。

論文構成は以下の通りである。すなわち、第1章では、QDII制度導入以前と以降の中国の対外証券投資の歴史と規制改革の状況を総括的にまとめ、第2章では、日本の対外証券投資自由化のプロセスをレビューし、第3章では、両者の比較を通じて、①日本の経験が中国にどのような示唆を与えるかを明らかにし、②中国の今後の規制改革のあり方について、一定の政策提言を試みることをとする。

第1章 中国の対外証券投資の歴史と規制改革の推移

第1節 QDII 制度導入以前の対外証券投資

2004年、中国は対外証券投資の分野において、重要な規制改革を実施した。それは「適格国内機関投資家（Qualified Domestic Institutional Investors）制度」（通称 QDII 制度）の導入である¹⁾。それ以前、中国には対外証券投資を個別に規制する法規は存在しなかった。対外証券投資は外貨預金や外国為替指定銀行（為銀）の対外貸付等と同様に、外国為替業務の一部分として、取り扱われていたのである。いくつかの法規の中に含まれる対外証券投資に関連する部分を抽出すると、2004年以前の対外証券投資に関わる規制の主な内容は以下の三点にまとめることができる。

- (1) 投資主体に関わる規制：1980年に公布された「外国為替管理暫定条例」²⁾では、外国証券の売買を含め、すべての外国為替業務は中国銀行（Bank of China）に委ね、その他の金融機関は一切携わってはならないとなっていた。1984年以降、各種金融機関の整備に伴い、中国銀行以外の金融機関も相次いで、外国為替業務に携わる資格を取得することができた³⁾。しかし、これらの金融機関は基本的に外国為替管理局の定めた高い基準をクリアしたごく少数の中国資本の金融機関に限られていた⁴⁾。また、一般投資家による対外証券投資は完全禁止となっていた。

1) 中国語では、「合格境内機関投資者」と呼ばれる。

2) 1996年1月、「外国為替管理条例」の公布と同時に廃止された。

3) 多くの金融機関の誕生は1984年以降のことであった。例えば、国有大手銀行である中国工商銀行は1984年に中央銀行である中国人民銀行から一部の貸出・預金業務を分離する形で設立された。その3年後の1987年に非国有大手銀行である招商銀行は中国初の株式会社制の銀行として誕生した。保険会社についても、1988年に非国有大手保険グループである平安保険が設立された。別の非国有大手保険会社である太平洋保険はその3年後の1991年に誕生した。

4) 銀行の場合は、外国為替指定銀行（為銀）でなければならない。非銀行金融機関の場合は、「外国為替業務経営許可証」の取得が義務付けられていた。資本金等も一定の基準をクリアしなければならない。例えば、国有大手銀行の場合、その本店の払込資本金の内、少なくとも5,000万ドル相当額の外貨資金を保有しなければならなかった。

(2) 業務範囲と投資資金に関わる規制：1993年に公布された「銀行外国為替業務管理規定」と「非銀行金融機関外国為替業務管理規定」，そして，それぞれに付随する「外国為替業務の範囲に関する通達」⁵⁾では，①非銀行金融機関について，リース会社と保険会社の場合，対外証券投資自体が認められないとなっており，証券会社と信託会社の場合は，外国株式の売買を含む対外証券投資が認められるとなっていた。②銀行については，対外証券投資自体は禁止されていなかったが，外国株式の売買は対象外である，と規定されていた。また，投資資金は原則的に自己保有の外貨資金に限定されていた。すなわち，「外貨－外貨」の形で対外証券投資しか認められなかったのである。

(3) 外国証券保有残高等に関わる規制：非銀行金融機関については，その詳細は明らかにされていなかったが，外国証券の保有残高や外貨資産に占めるその割合の設定は外国為替管理局に委ねられていた。銀行については，外国証券の保有残高に関わる個別規制はなかったが，外国証券を含め，外貨資金の海外運用残高は外貨資産総額の30%を超えてはならないという制限があった⁶⁾。対外貸付や外国銀行での預金も海外運用の一部となることから，外国証券保有の割合はこの30%より，更に低い水準に抑えられていた。

以上のような規制体系は幾度も小幅に調整されてきたが，基本的な枠組みは2004年まで，実に20年余りも維持されていた。なぜ，対外証券投資は長期にわたって規制されなければならなかったのであろうか。

規制の理由については，国際収支の状況，とりわけ外貨準備残高の推移と切り離して考えることはできない。通常，輸入の増大や対外債務の返済に対応するため，一定の外貨準備を確保することが望ましい。外貨準備不足時，資本流入に梃子入れをしながら，資本流出を抑制し，外貨準備残高を適正水準にまで

5) 1997年に一部改正されたが，大きな変更はなかった。

6) 外貨資金の海外運用残高とは，対外貸付残高，対外投資残高（直接・間接）および外国銀行での預金残高の合計である。

累積させていく必要がある。逆に、適正水準を超えると、外貨準備は次第に保有超過となり、資本流出に課されている様々な規制を緩和することが次第に可能となってくる。この適正水準を判断するにあたって、一般的に用いられるのは、外貨準備残高が①輸入の3～4ヶ月分以上（外貨準備残高／輸入規模＞25～33%）、②対外短期債務の1年分以上（外貨準備残高／対外短期債務＞100%）、という基準である⁷⁾。

表1から明らかなように、1985～89年、外貨準備残高／輸入規模は10%にも満たない極めて低い水準にあった。これは国際収支黒字の不足に起因するものであった。実際、1985～89年、貿易赤字が続く中で、経常収支は1987年を除いて赤字であった⁸⁾。資本収支は1985～88年、黒字であったが、1989年と1990年、その額は大幅に減少した。1990年以降、輸出と対中直接投資の増加によって、国際収支は徐々に改善へと向かっていった。経常収支は1993年を除いて、資本収支は1992年と1998年を除いて、黒字基調が定着した。外貨準備残高は1990年に100億ドルに達し、それ以降、累積の一途を辿った。この結果、外貨準備残高／対外短期債務残高については、1989年に100%を超え、それ以降、100%を下回することはなかったが、輸入規模は年々拡大したので、外貨準備残高／輸入規模が恒常的に25～33%以上を維持するようになったのは1994年以降のことであった。

外貨準備残高が適正水準に達していなかった1993年以前は、対外証券投資を含め、資本流出をもたらす各種対外取引を極力制限せざるをえなかった⁹⁾。このことは、1985～93年、対外証券投資は一定の実績を残したものの、その規

7) これについては、Russell Green and Tom Torgerson (2007) を参照されたい。

8) 貿易収支の詳細は『中国統計年鑑』(2006) を参照されたい。

9) 外国為替管理局は1979～93年を転換期として位置づけている。この間、①企業や金融機関に対し、一定の外貨資金の留保を認める、②外貨調達センターを創設する、③二重相場制を採用する、④中国銀行以外の一部の金融機関に外国為替業務に携わる資格を与える、⑤外貨資金を管理するため、外貨兌換券を発行する、といった政策が採られた。詳細は外国為替管理局の「わが国の外国為替管理の歴史的沿革」を参照されたい：

http://www.safe.gov.cn/model_safe/whjjs/whjjs_detail.jsp?id=1&ID=160500000000000000

表1 1985～2003年 中国の国際収支の推移と対外証券投資の実績（ネット）

（単位：億ドル）

	1985年	1986年	1987年	1988年	1989年	1990年	1991年	1992年	1993年	1994年
経常収支	-114.17	-70.35	3.00	-38.03	-43.17	119.97	132.70	64.01	-119.03	76.58
資本収支	89.72	59.44	60.02	71.32	37.24	32.55	80.32	-2.51	234.74	326.44
対外直接投資	-6.29	-4.50	-6.45	-8.50	-7.80	-8.30	-9.13	-40.00	-44.00	-20.00
対外証券投資	22.63	-0.40	-1.40	-3.40	-3.20	-2.41	-3.30	-4.50	-5.97	-3.80
対内直接投資	16.59	18.75	23.14	31.94	33.93	34.87	43.66	111.56	275.15	337.87
対内証券投資	7.64	16.08	11.91	12.16	1.40	0	5.65	3.93	36.47	39.23
その他の資本収支	49.15	29.51	32.82	39.12	12.91	8.39	43.44	-73.50	-26.91	-26.86
輸入：A	422.52	429.04	432.16	552.75	591.40	533.45	637.91	805.85	1,039.59	1,156.14
対外短期債務：B	n. a.	40.70	57.20	73.10	42.70	67.70	103.00	108.50	135.50	104.20
外貨準備残高：C	26.44	20.72	29.23	33.72	55.50	110.93	217.12	194.43	211.99	516.20
誤差脱漏	0.92	-8.63	-13.71	-10.11	-0.90	-31.34	-67.48	-82.52	-98.04	-97.75
C/A	6.26%	4.83%	6.76%	6.10%	9.38%	20.79%	34.04%	24.13%	20.39%	44.65%
C/B	n. a.	0.51	0.51	0.46	1.30	1.64	2.11	1.79	1.56	4.95
	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	
経常収支	16.18	72.42	369.63	314.71	211.14	205.19	174.05	354.21	458.75	
資本収支	386.75	399.67	210.15	-63.21	51.80	19.22	347.75	322.91	527.26	
対外直接投資	-20.00	-21.14	-25.62	-26.33	-17.74	-9.16	-68.85	-25.18	1.52	
対外証券投資	0.79	-6.28	-8.99	-38.30	-105.35	-113.07	-206.54	-120.95	29.83	
対内直接投資	358.49	401.80	442.36	437.52	387.52	383.99	442.41	493.08	470.77	
対内証券投資	7.11	23.72	78.42	0.97	-6.99	73.17	12.48	17.52	84.44	
その他の資本収支	47.47	1.57	276.00	-437.06	-205.65	-315.70	168.24	-41.57	-59.29	
輸入：A	1,320.84	1,388.33	1,423.70	1,402.37	1,656.99	2,250.94	2,435.53	2,951.70	4,127.60	
対外短期債務：B	119.10	141.10	181.40	173.40	151.80	130.80	652.70	707.80	921.70	
外貨準備残高：C	735.97	1,050.49	1,398.90	1,449.59	1,546.75	1,655.74	2,121.65	2,864.07	4,032.51	
誤差脱漏	-178.12	-155.66	-222.54	-187.24	-177.88	-118.93	-48.56	77.94	184.22	
C/A	55.72%	75.67%	98.26%	103.37%	93.35%	73.56%	87.11%	97.03%	97.70%	
C/B	6.18	7.45	7.71	8.36	10.19	12.66	3.25	4.05	4.38	

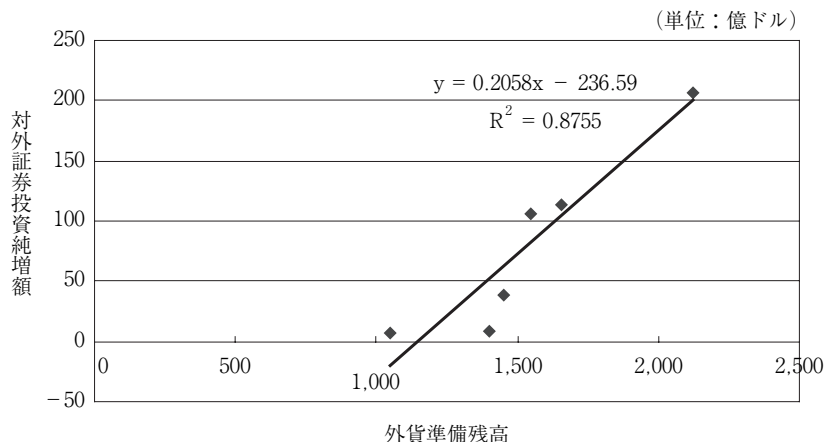
出所：「国際収支表」（1985～2003年）と「対外債務統計」（1985～2003年）に基づき，計算，作成。

注：① 記号について，（－）は純流出であり，（＋）は純流入である。

② 1985年以前の「国際収支表」は欠如している。

③ 資本収支＝内外直接投資＋内外証券投資＋その他の資本収支（対外貸付・借入，貿易金融等）

図1 対外証券投資と外貨準備の相関関係 (1996~2001年)



注: 表1のデータに基づき, 計算, 作成。

模が総じて小さかったことに現れている。1985年を除いて、すべての年において純流出を計上したが、その額は最高でも6億ドル未満であった。同じ時期の対外直接投資と比較すると、当時の対外投資の中心は証券投資ではなく、直接投資であったことがわかる。

1994年以降、外貨準備残高は適正水準を超過するようになった。これを受けて、中国政府は1994年、①条件付きで経常収支に関わる外国為替取引を自由化する、②二重相場制を廃止する、③外国為替市場を創設する、④外貨兌換券を廃止する、といった改革を実施した。更に、1996年12月、IMF8条国へ移行し、経常収支に関わる外国為替取引を原則自由化した¹⁰⁾。1996年以降、対外証券投資は厳格な規制の下に置かれていながらも、その規模は順調に拡大した。純増ベースでは、1996~2001年、7億ドル未満から200億ドル余りへと急増したのである。1998年以降、対外証券投資は対外直接投資に取って代わっ

10) 外国為替管理局は1994年以降を市場経済への移行期として位置づけている。詳細は注9)と同様に、「わが国の外国為替管理の歴史的沿革」を参照されたい。

表2 中国の対外証券投資の商品別内訳 (1997～2003年)

(単位: 億ドル)

		1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年
中長期債券	取得	-9.36	-38.65	-106.64	n. a.	-56.26	-32.88	-0.17
	売却	0.37	0.35	1.29	n. a.	0.38	0.15	30.00
	純増	-8.99	-38.30	-105.35	n. a.	-55.88	-32.73	29.83
短期債	取得	0	0	0	n. a.	-150.98	-88.21	0
	売却	0	0	0	n. a.	0	0	0
	純増	0	0	0	n. a.	-150.98	-88.21	0
株式	取得	0	0	0	n. a.	0	0	0
	売却	0	0	0	n. a.	0.32	0	0
	純増	0	0	0	n. a.	0.32	0	0
合計(純増)		-8.99	-38.30	-105.35	-113.07	-206.54	-120.94	29.83

出所: 「国際収支表」(1997～2003年)

注: ① 記号について, (+) は流入であり, (-) は流出である。

② 2000年のみ詳細なデータが欠如している。

て, 対外投資の中心となった。外貨準備不足の解消に伴い, 対外証券投資に次第に余裕が生まれたのである。図1は, 対外証券投資が外貨準備残高の推移と極めて強い相関関係を持っていることを示している ($R^2=0.8755$)。

ところで, 対外証券投資の商品別内訳はどのようなものだったのであろうか。1985～96年の国際収支表には, 商品別の統計が設けられていないので, 1997～2003年のデータを考察することとする¹¹⁾。表2の通り, 1997～99年, 短期債と株式への投資はゼロであったため, 対外証券投資の実績は中長期債券投資と同額であった。2001年, 対外証券投資の純増額は史上最高を記録したが,

11) 国際収支表(BOP)の形式は, 1985～96年のものとそれ以降のものとは様式が異なる。1985～96年のBOPでは, 証券投資は, 対外証券投資と対内証券投資という二つの項目しかなかった。それ以降のものでは, 2000年を除いて, 証券投資について, まず資産と負債という二つの項目が設けられている。負債は対内証券投資, 資産は対外証券投資と考えられる。資産の中に株式と債券という二つの項目が設けられている。更に, 債券の中に中長期債券と短期債という二つの項目が設けられている。資産では, 資金の流出(取得)は借方に, 流入(売却)は貸方に計上することとなっている。ただ, 2000年のBOPでは, 対外証券投資の商品別の詳細は示されておらず, その理由は明らかにされていない。BOPの英語版は下記のウェブサイトを参照されたい:

http://www.safe.gov.cn/model_safe_en/tjsj_en/tjsj_list_en.jsp?ID=30304000000000000000&id=4

それに最も寄与したのは短期債の急増であった。同じ2001年の株式投資について、約3,000万ドルの売却が計上されたが、銀行が株式投資を禁止されていたことを考慮すると、これは1997年以前に、非銀行金融機関によって取得されたものであったと推測できる。2002年、中長期債券と短期債への投資が低迷し、対外証券投資の純増額は前年比で、大幅に減少した。更に2003年、短期債と株式への投資はゼロとなり、中長期債券投資についても、売却が取得を上回り、結果として対外証券投資は純流入へと転じている。

1997～2001年、対外証券投資の規模は順調に拡大していたが、様々な規制が課されているという状況は根本的に変わっていなかった。国内では、規制緩和を切望する内圧もなければ、諸外国からも直ちに自由化するように外圧がかかることもなかった。すなわち、外圧も内圧も存在しない中で、外貨準備残高は適正水準に達した後も、旧来の規制体系が長期にわたって存続したのである。しかし、2001年以降、国際環境と国内事情の変化によってその状況は大きく変わるところとなった。

2001年は中国にとって大変注目される年であった。中国はGATTへの地位回復を申請して以来、15年の努力を経て、ようやくWTOに加盟することができた。正式にグローバル経済の一員になったことによって、大きな経済的利益を享受することができるようになったが、その一方で、それなりの義務も果たさなければならなくなった。貿易自由化、国内市場開放、知的財産権の保護のみならず、殆どすべての分野において、国際社会の公認のルールに従って行動することが必要となった。当然、その中に資本取引や外国為替の問題も含まれていたのである。

2001年以降、米国をはじめとする主要各国では、対中貿易赤字の深刻化が大きな争点となり、「人民元過小評価論」が活発となった。主要国は相次いで中国に対して、柔軟性のある外国為替制度の導入（元安是正）を要求した。とりわけ大統領選挙（2004年）を控えた米国では、2003年に入ってから、チャイナバッシングが次第に強まっていた¹²⁾ 同年7月17日、超党派上院議員らが

財務省に書簡を送り、「中国は不当に人民元の為替レートを安く設定している」と主張し、実態の調査を要請した¹³⁾。翌2004年6月15日、議会の米中経済安全保障再考委員会は「2003年、米国の対中貿易赤字が1,240億ドルに達した。それは貿易赤字全体の23%を占めている」と警告し、人民元の切り上げを要求した。更に、同委員会は中国が米国の要求に応じない場合、制裁を発動できる新法の制定を上下両院に勧告すると主張していた¹⁴⁾。ホワイトハウスは対中制裁のような強硬路線に反対すると表明したものの、人民元の為替レートの問題について、中国政府との対話を継続し、中国の自主的な努力を促していくという考えを示していた。

当初、中国は人民元の切り上げについて、かなり消極的であった。人民元の切り上げに踏み切ると、対外資産を人民元建てで評価する場合、大きく目減りすることは明らかであったし、国内の輸出企業とりわけ労働集約型の産業がそのショックに十分に耐えられるかどうか大きな懸念材料であった。しかし、グローバル経済に深く関わった以上、外圧を完全に無視することはできず、むしろ完全に無視する場合は、大きな不利益を蒙ることとなるため、何らかの形で外圧に応えなければならなかったのである。

国内事情については、2003年半ば以降、資本取引規制と固定相場制（ドルペッグ）に起因する問題が生じていた。中国の経常収支は1994年以降、基本的に黒字を計上し、WTOに加盟した2001年こそ前年比で若干減少したものの、それ以降、黒字額が急速に増大していた。通常、経常収支の黒字は資本収支が一定の赤字を計上すれば相殺され、国際収支は均衡する。しかし、中国の

12) 米国の対中国貿易赤字は2000年に838.33億ドルであったが、2003年になると1,239.60億ドルへと急増した。これについては、合衆国商務省センサス局編『現代アメリカデータ総覧』p. 835を参照されたい。主要国の人民元の為替レートをめぐるチャイナバッシングの経緯については、中島（2004）pp. 32-42；白井（2006）pp. 10-17を参照されたい。

13) Asia Source Special Report “Politics of Yuan : Debate Over China’s Foreign Exchange Rate” http://www.asiasource.org/news/at_mp_02.cfm?newsid=100220

14) 詳細は米中経済安全保障再考委員会（U.S.-China Economic and Security Review Commission）の年次報告書（Annual Report 2004）：http://www.uscc.gov/annual_report/04-annual_report.phpを参照されたい。

場合は資本取引について、流入促進・流出規制というスタンスを維持しており、対内投資は奨励されていたが、対外投資は厳格に制限されていた。そのため、資本収支も多くの年において黒字計上となっている。その結果、経常収支の黒字が相殺されず、外貨資金は常に過剰流入の状態にあった。

市場介入がなければ、人民元の対ドルレートは自然に上昇するはずであった。しかし、当時、中国はドルペッグ制を採用しており、人民元の対ドルレートを維持するため、中国人民銀行は不断に人民元を発行し、ドルを買い続けざるをえなかった。その結果、外貨準備の累積に伴い、マネーサプライが増大し、経済は次第に過熱気味となっていった¹⁵⁾ 更に、人民元切り上げへの期待感が高まるにつれて、海外から短期投機資本（ホットマネー）の流入が増大したため、かつてマイナスであった国際収支の誤差脱漏は2002年にプラスに転じ、その額は2002～03年、77.94億ドルから184.22億ドルへと急増した。国際収支不均衡の拡大とホットマネーの流入が続く中で、金融政策の実効性を維持することは次第に困難となっていった。かつて成功の方程式¹⁶⁾ であった資本取引規制と固定相場制の維持はこの時点で、もはや経済の安定を妨げる要素に変わってしまったと言わざるをえない。

このような国際環境と国内事情の変化を受け、中国は従来の制度を改める必要性を意識し始めた。その際、2004年以降の規制改革の流れを見ると、①一先ず一定の範囲内で資本流出を促し、国際収支不均衡の進行と人民元切り上げ圧力をできる限り緩和すること、②直ちに変動相場制へ移行することは好ましくないが、適切な時期に外国為替制度の改革に踏み切ること、そして③その改革の成果を見極めた上で、対外投資に関わるより重要な部分の規制緩和を行

15) 童(2006)は①中国のマネーサプライの増加要因はベースマネーの増加と貨幣乗数の上昇である、②更にベースマネーの増加について、中国人民銀行による外為市場での介入がその主因である、③その上、中国のマネーサプライ政策は常に国際収支のバランスに翻弄されており、外為市場の改革がなければ、中国の通貨発行メカニズムが変わらないと指摘した。

16) 田村(2004) pp. 62-66。

い、資本流出を促進すること、これらが中国政府の基本的な方針であったように思われる。現実には規制改革のターゲットとなったのは対外投資の分野であり、対外証券投資については、QDII 制度が導入されることとなった。

第2節 2004年以降の規制改革の推移

国際収支不均衡、外為市場における元高圧力および国内経済の過熱化を緩和するとともに、諸外国の元安是正の要請に対応するため、一先ず一定の範囲内で資本流出を促す必要が生じた。そこで導入されたのが QDII 制度である。QDII 制度とは、資本取引規制と外国為替管理を維持している状況下で、金融当局が一定の基準をクリアした一部の優良な機関投資家に対して、条件付きで対外証券投資を許可するという過渡的な措置である。

2004年8月9日、中国政府は保険会社に対して、QDII 資格の取得を条件に、対外証券投資を解禁した¹⁷⁾ QDII 資格を申請する保険会社は、①外国為替業務許可証を有する、②前年末時点での総資産は50億元以上、③前年末時点での外貨資金保有残高は1,500万ドル以上、④経営状況は保険業監督管理委員会の定めた基準に達している、⑤内部諸制度とリスク管理は「保険資金運用リスク管理ガイドライン」の基準に達している、⑥2年以上の対外証券投資の経験を有する管理職社員の在籍数が一定の基準に達している、という条件をクリアしなければならなかった。

外国為替管理局は保険会社に対して、予め運用限度額を定めた。投資可能な商品は、①中国の銀行の海外支店、または直近3年間格付けがA以上の外国銀行での預金、②格付けA以上の外国公社債、③中国政府、または中国企業

17) 2004年8月9日、保険業監督管理委員会と人民銀行は「保険会社外貨資金の海外運用に関する暫定管理方法」を公布した（同日より施行）。その外貨資金とは資本金の内の外貨建の部分、外貨建ての公積金（一種の財形貯蓄）や未配分利益および外貨建の各種準備金と保証金の合計である。外資系保険会社と外国保険会社の中国支店も規制緩和の対象となる。詳細は保険業監督管理委員会のウェブサイトを参照されたい。

http://www.circ.gov.cn/Portal0/InfoModule_1223/19687.htm

が海外で発行した債券、④格付け AAA 以上の短期の確定利付商品等、に限られていた。運用残高については、①前年末時点での外貨保有残高の 80%ならびに外国為替管理局の定めた限度額を超えてはならない¹⁸⁾ ②同一銀行での預金と格付け A の債券はそれぞれ限度額の 30%、格付け AA 以下の債券の合計は限度額の 70%を超えてはならない、③同一企業の発行した債券の保有残高は限度額の 10%を超えてはならない、となっていた¹⁹⁾

2004 年、国際収支不均衡が進行する中、ホットマネーの流入も減退せず、誤差脱漏は史上最高のプラス 270.45 億ドルを記録した。人民元の対ドル固定レートを維持した結果、外貨準備残高は 6,000 億ドルを突破した。8 月に保険会社を対象に QDII 制度が導入されたが、申請したのは平安保険 1 社のみであり、それを審査・許可するのもにも時間を要した。結局、この制度が初めて適用されたのは 2005 年のことであった²⁰⁾ すなわち 2004 年の QDII による対外証券投資の実績はゼロであったということになる。これに加えて為銀の対外債券投

表 3 2004～07 年 中国の国際収支の推移と対外証券投資の実績（ネット）

（単位：億ドル）

	2004年	2005年	2006年	2007年
経 常 収 支	686.59	1,608.18	2,498.66	3,718.33
資 本 収 支	1,106.60	629.64	100.37	735.09
対 外 直 接 投 資	-18.05	-113.06	-178.30	-169.95
対 外 証 券 投 資	64.86	-261.57	-1,104.19	-23.24
対 内 直 接 投 資	519.36	791.27	780.95	1,384.13
対 内 証 券 投 資	132.03	212.24	428.61	209.96
その他の資本収支	378.39	0.76	173.30	-665.81
外 貨 準 備 残 高	6,099.32	8,188.72	10,663.44	15,282.49
誤 差 脱 漏	270.45	-167.66	-128.77	164.02

出所：「国際収支表」（2004～07 年）

注：記号について、（+）は純流入であり、（-）は純流出である。

18) 外貨資金保有残高が増加する場合、前年の外貨資金保有残高と増加分の合計の 80%となる。

19) 中国政府、または中国企業の海外で発行した債券はこの規制の対象とならない。

2005 年に入ってから、人民元の為替レートをめぐるチャイナバッシングが海外で再燃した（表 4）。国内経済の過熱化も解消されておらず、外圧と国内問題を考慮した結果、中国政府はようやく外国為替制度の改革に踏み切ることを決意した。7 月 21 日、人民元はドルバッグ制を離れ、バスケット制へ移行することとなった。それ以降、人民元の対ドルレートは一定の変動幅（0.3%）で管理されながらも、緩やかな上昇傾向へと転じたのである²¹⁾（図 2）。しかし、人民元の切り上げは、諸外国とりわけ米国の要求に政治的に応えるものではあったが、国際収支不均衡の是正につながることはなかった。2005 年の経常収支黒字は前年の 2 倍以上を記録し、資本収支の黒字も巨額にのぼり、外貨準備残高はついに 8,000 億ドルを突破したのである。

20) 2005 年 1 月 10 日、外国為替管理局は平安保険グループに対して、17.5 億ドルを限度に
対外証券投資を許可した。詳細は外国為替管理局のウェブサイトを参照されたい。

21) 2007年5月21日以降、人民元の変動幅は0.3%から0.5%へと拡大した。

22) 詳細は『中国国際収支報告』（2005年）を参照されたい。

<http://www.hkex.com.hk/data/factbook/2005/c/09.pdf>

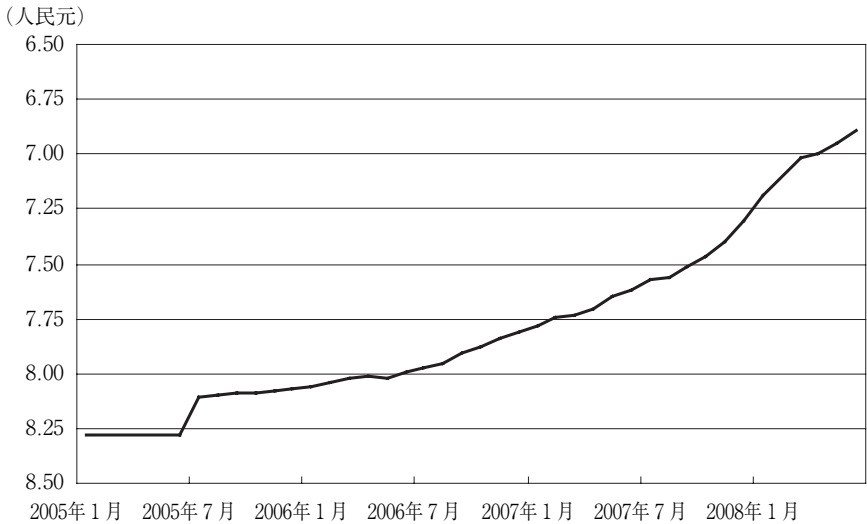
表4 2005年4～7月 人民元の為替レートをめぐる諸外国の対中要請

日 付	人民元の為替レートをめぐる諸外国の対中要請の内容
4月6日	米国上院では、中国が人民元改革に応じなければ、中国製商品に報復関税を課すとの内容を盛り込まれた法案は賛成多数で可決された。
4月16日	ワシントンで開催されたG7蔵相・中央銀行総裁会議に参加した米国のスノー財務長官が人民元の改革を強く要求した。 IMFの国際通貨金融委員会は人民元改革の必要性に言及した。 谷垣財務大臣はスノー財務長官と会談し、人民元は変動幅を拡大すべきだとの認識で一致した。
4月19日	ブッシュ大統領はCNBCの取材で、人民元の変動相場制への移行を強く要求した。
4月21日	FRB グリーンスパン議長は上院で「固定相場制は中国経済に悪影響を与え始め、早期な改革は中国のためになる」との見解を示した。
5月3日	安倍幹事長代理はスノー財務長官と会談し、人民元の変動相場制への移行については、中国へ促すべきだとの認識で一致した。
5月5日	谷垣財務大臣はトルコで開催されたADB総会で、人民元について、より柔軟性のあるほうが望ましいと指摘した。
5月9日	トリシェ欧州銀行総裁は国際的経常収支の不均衡を是正するため、人民元の改革が必要だと指摘した。
5月13日	スノー財務長官はCNBCの取材で「人民元の改革を切望している」と強く要請した。
5月22日	米国上院は人民元をめぐる公聴会を開き、ブッシュ大統領に圧力をかける。
5月26日	スノー財務長官は上院で、中国は人民元の改革をしなければ、為替操縦国として認定するであろうと警告した。
6月9日	シューマー米上院議員はブッシュ大統領に対して、人民元問題の解決に向けて、胡錦濤主席と会談すべきだと要請した。
6月10日	スノー財務長官は中国の金人慶財政相との会談で、「米国内の反中感情を緩和するため、人民元の変動幅を直ちに拡大することが必要だ」と強く要請した。
6月12日	グレンイーグルズサミットの記者会見で、米欧日の蔵相はそろって人民元の改革を要求した。
6月21日	ワシントンで開催された米国欧州首脳会談では、ブッシュ大統領と欧州委員会バローゾ委員長は人民元の改革について、今後足並みをそろえて中国政府を説得することで一致した。
7月15日	米議会では、中国の為替操縦を阻止する法案が提出された。この法案にはWTOへの提訴等の具体的な対中制裁措置が盛り込まれていた。

出所：日経ネット中国ビジネス特集：

<http://www.nikkei.co.jp/china/special/20050715d2m1500j15.html>

図2 2005年以降の人民元の対ドル為替レートの推移



出所：中国人民銀行の公表している対ドル為替レート（月次）

<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongji/tongjishuju/gofile.asp?file=2008S08.htm>

の適用は平安保険1社のみであり、たとえ許可された限度額の17.5億ドルがすべて使用されたとしても、2005年の対外証券投資の純流出の1割にも満たなかったのである。すなわち、QDII制度は2005年時点でも、それほど大きな効果をもたらさなかったと言えよう。

QDII制度の一層の進展は2006年に入ってからのものであった。2006年4月17日、中国政府は銀行に対して、条件付きでQDII資格を与えることを決定した²⁴⁾。銀行はQDII取扱商品を販売することによって、一般投資家から外貨資金を調達し、海外市場で運用することが可能となった²⁵⁾。ただし、運用成果は投資家に還元するが、元本は保証しないことから、それは一種の投資信託で

24) 2006年4月17日、人民銀行、銀行業監督管理委員会、外国為替管理局によって「商業銀行代客境外理財（QDII）暫定管理方法」が公布された（同日より施行）。詳細は下記の銀行業監督管理委員会ウェブサイトを参照されたい。

<http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/jsp/docView.jsp?docID=2429>

表5 2004～07年 中国の対外証券投資の内訳（商品別）

（単位：億ドル）

	株 式			中長期債券		
	取 得	売 却	純 増	取 得	売 却	純 増
2004年	0	0	0	-0.81	65.67	64.86
2005年	0	0	0	-255.57	0.74	-254.82
2006年	-16.78	2.24	-14.54	-1,092.53	25.16	-1,067.37
2007年	-169.42	17.53	-151.89	-280.25	386.16	105.91
	短 期 債			合 計		
	取 得	売 却	純 増	取 得	売 却	純 増
2004年	0	0	0	-0.81	65.67	64.86
2005年	-6.75	0	-6.75	-262.32	0.74	-261.57
2006年	-22.28	0	-22.28	-1,131.59	27.40	-1,104.19
2007年	0	22.74	22.74	-449.67	426.43	-23.24

出所：『国際収支表』（2004～07年）

注：記号について、（+）は純流入であり、（-）は純流出である。

あったと言えよう。ともあれ、この規制緩和によって、一般投資家は間接的に対外証券投資に関与することができるようになった。

銀行はQDII資格の取得を申請する際、①外国為替指定銀行である、②健全なリスク管理システムを有する、③内部諸制度が整備されている、④豊富な対外証券投資の経験を有する、⑤直近1年間、行政処分を受けていない、という条件をクリアしなければならなかった。外国為替管理局は銀行に対し、予め運用限度額を定めた。顧客が外貨資金でQDII取扱商品を取得する場合、その額は限度額に算入されないが、人民元で取得する場合は限度額に算入された²⁶⁾。投資可能な商品は確定利付き商品に限定され、株式への投資は対象外であった。また、投資可能な海外市場については、銀行業監督管理委員会と協力

25) 例えば、2007年4月13日に運用開始の中国銀行のオープンエンド型QDII取扱商品：①商品名：中銀穩健増長R、②募集資金：1億ドル、③投資先：香港市場、④投資商品：利付商品、H株、レッドチップ株等。

26) 顧客が外貨資金でQDII商品を取得する際、その資金は外貨現金ではなく、国内銀行での外貨預金でなければならないとの制限がある。しかも、口座から自由に資金を引き降ろしたり、人民元へ転換したりすることができない。

備忘録を締結した国と地域に限られていた。当初、これに該当する国（地域）は香港しかなかった。2006年7月21日、外国為替管理局は中国銀行、中国工商银行、東亜銀行の3行に対して、合計48億ドルの運用限度額を許可した²⁷⁾

同年8月30日、外国為替管理局は外国為替業務許可証を有するファンド会社に対して、運用限度額の取得を前提に、対外証券投資を許可した。投資可能な金融商品は①預金、②株式、③中長期債券、④短期債、⑤ファンド、⑥デリバティブおよびその他の金融商品、であった。9月5日、華安基金管理公司是5億ドルの運用限度額を取得し、QDII資格を有する最初のファンド会社となった²⁸⁾

2006年、対外証券投資の純流出は前年の約4倍に相当する1,104.19億ドルに達した。それによって、証券投資全体の赤字は前年の約13倍の676.56億ドルに達した。商品別内訳をみると、中長期債券投資が牽引力となり、1,067.37億ドルの純流出を記録した。短期債への投資も前年の3倍以上に急増した。また、株式投資も1997年以来、初めて純流出を記録した。この動向について、『中国国際収支報告』（2006年）は①海外金利とりわけ米国金利が引き続き上昇したこと、②大手銀行が2006年も、海外市場での上場によって、外貨資金を大量に調達し、その一部を対外証券投資へ向かわせたこと²⁹⁾がその原因だと指摘し、2005年とほぼ同じ見解を示した。QDIIによる対外証券投資の詳細は明らかになっていなかったが、『中国国際収支報告』（2006）によると、2006年末時点で、外国為替管理局は銀行15行、保険会社15社、ファンド会社1社に合計190.74億ドルの運用限度額を許可していた。2005年と比べると、かな

27) これについては、外国為替管理局のウェブサイトを参照されたい。

http://www.safe.gov.cn/model_safe/news/new_detail.jsp?ID=9000000000000000,517&id=3&type=1

28) これについては、外国為替管理局のウェブサイトを参照されたい。

http://www.safe.gov.cn/model_safe/news/new_detail.jsp?ID=9000000000000000,528&id=3&type=2

29) 中国銀行、中国工商银行、招商銀行、交通銀行は香港市場で上場し、それぞれ867億香港ドル、1,249億香港ドル、207億香港ドル、185億香港ドルを調達した。詳細は香港証券取引所のウェブサイト参照されたい：<http://www.hkex.com.hk/data/factbook/2006/c/09.pdf>

りの進展はあったものの、この時点での対外証券投資の主力は大手銀行（為銀）の自己勘定（外貨－外貨）による対外債券投資であったことは明らかであり、QDII 制度の更なる拡充は依然として大きな余地の残るものであった。

対外証券投資の増大によって、2006 年、資本収支の黒字は前年の約 1/6 に激減した。これによって、国際収支不均衡の拡大の勢いはある程度抑制することができたが、人民元の為替レートの上昇（2005 年 7 月の 1 ドル＝8.11 元→2006 年 12 月の 1 ドル＝7.81 元）は貿易収支に響かず、経常収支の黒字は前年の約 1.5 倍に膨らみ、その結果、国際収支不均衡は解消されず、外貨準備残高はついに 1 兆ドルを突破した。中国人民銀行は相変わらず不断に市場介入を行い、国際収支に左右される通貨発行のメカニズムは根本的には変わることはなかった。そのため、過剰流動性の発生に起因する国内経済の過熱化は止まらなかった³⁰⁾。国際収支不均衡の拡大と経済の過熱化に歯止めをかけるため、資本流出の一層の促進が必要となった。

2007 年 5 月 11 日、銀行業監督管理委員会は QDII 資格を取得した銀行に対して、投資可能な商品の追加を決定した。これによって、銀行は香港市場への株式投資が可能となった³¹⁾。同年 6 月 18 日、証券業監督管理委員会は「適格国内機関投資家による対外証券投資に関する暫定管理方法」を公布し、QDII の範囲をファンド会社から証券会社にまで拡大した上で、QDII 資格の取得と投資活動に関わる基準を更に具体化した。

QDII 資格の取得に関しては、証券会社の場合は、①純資本が 8 億元以上、②純資本と資産総額の比率が 70% 以上、③集合資産管理業務の経験が 1 年以

30) マネーサプライ (M2) は、2004 年 1 月時点で 22 兆 5,102 億元であったが、2006 年 12 月になると、34 兆 5,578 億元に膨らんだ。これについては、中国人民銀行の公表した「Money supply」(月次)を参照されたい。

<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongji/tongjishuju/gofile.asp?file=2004S14.htm>

31) 銀行業監督管理委員会省令 2007 年第 114 号「銀行 QDII の投資範囲の調整に関する通知」による。詳細は下記の銀行業監督管理委員会ウェブサイトを参照されたい。

<http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/jsp/docView.jsp?docID=200705119B10FCABD874BD95FFC3311ACCE1C300>

上、④直近四半期の資産管理規模が20億元以上、という基準を、ファンド会社の場合は、①純資本が2億元以上、②ファンド業務の経験が1年以上、③直近四半期の資産管理規模が200億元以上、という基準を設定した。また、証券会社、ファンド会社ともに、①5年以上の対外証券投資の経験を持ち、上級資格を有する管理職社員が1名以上、②3年以上の対外証券投資業務の経験を持つ専門職社員が3名以上在籍する、という条件をクリアしなければならなかった。

公募については、証券会社の場合、集団投資スキームの設立、ファンド会社の場合は、①初回公募の金額2億元以上、②オープンエンドファンドの保有者200人以上、という条件をクリアしなければならなかった。投資可能な商品については、①株式、②債券、③ファンド、④預託証書、⑤不動産投信、⑥デリバティブ商品となっていた。投資可能な海外市場については、証券業監督管理委員会と協力備忘録を締結した国と地域の証券市場に限る、となっていた。

2007年7月25日、保険業監督管理委員会はQDII資格を取得した保険会社に対して、重要な規制緩和措置を決定した。具体的には、①これまで自己保有の外貨資金を海外へ投資する方式のみが認められてきたが、新たに人民元を外貨へ転換し、海外へ投資する方式も認められた、②これまで確定利付商品に限定されてきた投資対象が株式、転換社債、投資信託、各種証券化商品、CD等へと拡大された³²⁾。更に、同年12月以降、銀行業監督管理委員会は外国の金融監督機関と相次いで協力備忘録を締結し、QDII資格を取得した銀行の投資可能な海外市場の範囲の拡大に努めた。現在、投資可能な海外市場は香港以外に、英国(2007年12月)、シンガポール(2008年1月)、日本(2008年2月)、米国(2008年4月)となっている。

このように、2007年も大幅な規制緩和が実施された。しかし、その実績は芳しくなかった。2007年の対外証券投資の内訳をみると、①株式投資は著し

32) 詳細は保険業監督管理委員会のウェブサイトを参照されたい。

http://www.circ.gov.cn/Portal0/InfoModule_451/50270.htm

い伸びを見せ、純増は前年の約10倍に達し、151.89億ドルの純流出を計上したこと、②中長期債券投資は売却が取得を上回り、純流入へ転じ、105.91億ドルの黒字を計上したこと、③短期債への投資も純流入へ転じ、22.74億ドルの黒字を計上したことがわかる。すなわち、株式投資の資本流出と債券投資の資本流入が大きく相殺してしまったのである。債券投資の低迷によって、2007年の対外証券投資の赤字額は23.24億ドルに止まり、前年比大幅に減少した。

『中国国際収支報告』(2007年上半期と2007年通年)は対外証券投資の規模縮小の原因について、①外国為替管理局が為銀の新規対外債務の借入に対して規制強化に乗り出したため、為銀の外貨資金調達が抑制され、対外証券投資へと向かう資金が量的に減少したこと、②2007年上半期、国内資本市場が好況であったため、家計部門が外貨預金を減らし、より収益率の高い国内の株式やファンドに資金を向かわせたこと³³⁾ ③国内経済が依然として高度成長を維持しており、為銀は対外投資よりも、対内投資・融資のほうに力を入れたこと、④日米等の主要国では、経済成長が鈍化し、投資収益率が悪化したこと、⑤2007年下半年期、米国では、サブプライムローン問題が勃発し、その影響を受けて国際資本市場が大きく動揺したこと等を上げている。この報告書に触れられてはいなかったが、①大手銀行の海外市場での上場のブームが過ぎたこと³⁴⁾；②人民元の為替レートが上昇し続ける中、為替リスクをヘッジする為替先物商品が欠如しており、金融機関は為替リスクを考慮して、対外証券投資を躊躇したこと等もその原因に付け加えることができるように思われる。

対外証券投資の低迷によって、2007年の資本収支の黒字は前年の約7倍の

33) 家計部門の外貨預金残高は2007年1月末時点で594.93億ドルであったが、6月末に564.22億ドルに減少し、更に年末になると、503.67億ドルにまで減少した。詳細は中国人民銀行の公表している「Summary of Sources & Uses of Funds of Financial Institutions (In Foreign Currency)」を参照されたい。

<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongji/tongjishuju/gofile.asp?file=2007S02.htm>

34) 2007年、香港市場で上場した中国の銀行は中信銀行1行のみであった(調達資金:542億香港ドル)。詳細は香港証券取引所のウェブサイトを参照されたい。

http://www.hkex.com.hk/data/chidimen/CD_HMB_c.htm

735.09 億ドルに達した。経常収支の黒字は 2004 年の 5 倍以上に相当する 3,718.33 億ドルに膨らみ、国際収支不均衡は拡大の一途を辿った。2005 年と 2006 年にマイナスに転じた誤差脱漏は再びプラスに転じ、164.02 億ドルを計上した。外貨資金の過剰流入は減退せず、外貨準備残高はついに 1 兆 5,000 億ドルを突破した。国内経済の過熱化は改善されず、中国人民銀行は基準金利と預金準備率の引き上げを幾度も実施したが、利上げは更なる資本流入を呼び、引き締め政策は期待する効果をほとんど得られなかった³⁵⁾

以上のように、中国は過剰な資本流入と人民元切り上げ圧力を緩和するために、2004 年、QDII 制度を導入した。2005～06 年、対外証券投資が急速に増加したが、主力は銀行の自己勘定による対外債券投資であり、QDII の貢献度は小さかった。対外証券投資の急増は国際収支不均衡の改善に一定の効果をもたらすはずであったが、経常収支の黒字はそれ以上のテンポで増大したため、対外証券投資の効果は薄れた。人民元の為替レートは 2005 年の外国為替制度改革後、緩やかな上昇傾向に転じたが、元高は対外資産の蓄積と貿易収支に全く響かなかった。このような状況下で、2007 年、内外事情の変化に伴い、対外証券投資が低迷に転じ、国際収支不均衡は拡大の一途を辿った。

一方、2003 年イラク戦争勃発後、中国は原油価格の高騰という新たな問題に悩まされる事態となった。2004 年の年始に 33.56 ドル／1 バレルであった原油価格は 2007 年末になると、96.13 ドル／1 バレルにまで上昇し、それ以降も乱高下が続いている³⁶⁾ かつての日本も対外証券投資の自由化を推し進めるプロセスの中で、2 度のオイル・ショックを経験した。当時の日本はどのように対応したのか、これを含めて次章では、日本の対外証券投資の歴史を総括的にレビューすることにしよう。

35) M2 は 2007 年 12 月になると、40 兆 3,401 億元に膨らんだ。詳細は注 30) と同様に中国人民銀行の「Money Supply」を参照されたい。

36) 原油価格について、Banks.com のデータベースを参照されたい。

<http://finance.banks.com/intersearch?Month=5&Account=banks&Page=Historical&Ticker=%24OIL&Year=2008&Range=12>

第2章 日本の対外証券投資自由化のプロセス

第1節 完全禁止から個別許可へ：70年代の規制改革

日本では、対外証券投資は、1970年以前は完全禁止とされていた。1964年、OECD加盟をめぐる協議において、OECD側は対外証券投資の自由化を求める一方、①外国証券の投信組入れ、②為銀預託制度の導入等を提言した³⁷⁾。これらの提言に対して、日本は外国証券の投信組入れについて、国内投信資金の規模は縮小傾向にあり、外国証券の投信組入れを認めると、国内証券と競合することとなるため、早期導入は困難だと判断した³⁸⁾。為銀預託制度の実効性についても、かなり懐疑的であった。更に対外直接投資が厳格に規制される中、対外証券投資を先行的に自由化することは妥当ではないという現実もあった。以上の理由によって、対外証券投資の自由化は当面、実施することが困難だという結論をOECD側に伝えた³⁹⁾。しかし、対外証券投資自由化を見送った最大の理由は何よりも、国際収支の悪化への危惧であった。

戦後の日本経済は、長期にわたって“国際収支の天井”に悩まされていた。国際収支の天井を如何に高くするか、言い換えれば、外貨準備残高を如何に安全な水準に確保するかは政策運営の中心となった。当時、外貨準備残高の水準について、少なくとも輸入の3ヶ月分を確保しなければならないという認識があった。すなわち、外貨準備残高／輸入規模は最低でも25%以上に維持しなければならないということである⁴⁰⁾。

1962～64年、経常収支は3年連続で赤字であったが、資本収支等は黒字であったため、外貨準備残高の緩やかな増加傾向が維持された。1965～66年、

37) 犬田(2000) p. 139。

38) 日本統計協会編集『日本長期統計総覧』第14章：金融・保険、第28節：証券投資信託運用状況(昭和26年～平成15年)を参照されたい。国内投信資金の規模は1962年の12,378億円をピークに、縮小傾向に転じ、1967年時点で9,004億円の水準にまで落ち込んでいた。

39) 犬田(2000) pp. 139-140。

40) この点については、本田、秦(1998) pp. 29-30を参照されたい。

表 6 1962 年～69 年 日本の国際収支の推移（ネット）（単位：億ドル）

	経常収支	輸入規模	資本収支	外貨準備残高	外貨準備／輸入
1962年	-0.49	44.59	2.80	18.41	41.29%
1963年	-7.79	55.57	5.74	18.78	33.80%
1964年	-4.8	63.28	3.40	19.99	31.59%
1965年	9.31	64.32	-4.76	21.07	32.76%
1966年	12.51	73.66	-8.73	20.74	28.16%
1967年	-1.92	90.71	-3.05	20.05	22.10%
1968年	10.48	102.22	-0.30	28.91	28.28%
1969年	21.19	119.8	0.23	34.96	29.18%

出所：『外為年鑑』（1967 年～72 年）国際収支総括表に基づき，計算，作成。

注：資本収支は長期資本収支と短期資本収支の合計である。

記号について，（+）は資本流入であり，（-）は資本流出である。

資本収支は赤字に転じたが，経常収支が黒字であったため，外貨準備残高は 20 億ドル以上の水準に維持されていた。1962～66 年，輸入規模が外貨準備の増加を上回る勢いで拡大し，外貨準備残高／輸入規模は低下の一途を辿ったが，かろうじて 25%以上を維持していた。

しかし，1967 年になると，内外情勢の変化に起因して，経常収支と資本収支とは共に赤字となり，国際収支に暗雲が立ち込め始めた。1967 年，輸入規模が 90 億ドルに達したにもかかわらず，外貨準備残高はその 22%に相当する 20 億ドルほどしかなく，量的にはかなり不十分であった。国際収支の更なる悪化に歯止めをかけるため，日本政府は同年 9 月にやむをえず金融引き締め政策を実施することを決定した。こうした中，大蔵省は輸入規模の拡大等を考慮し，外貨準備残高は最低でも 30 億ドル以上の水準に維持すべきだという目標を設定した⁴¹⁾

1968 年，経常収支の大幅な黒字転換と資本収支の赤字の縮小によって，国際収支は改善へ向かった。外貨準備残高も増加傾向に転じ，前年比 9 億ドルほど伸びた。30 億ドルという目標には到達しなかったものの，外貨準備残高／

41) 『外為年鑑 1968 年』p. 33。

輸入規模は、前年比6%も上昇し、ようやく25%を超えるようになった。

1968年以降、“国際収支の天井”は次第に解消されていった。1969年、経常収支と資本収支とは共に黒字となり、外貨準備残高は30億ドルの目標を突破し、外貨準備残高／輸入規模も29%に達した。また、1967年に底を打った国内投信資金の規模も1969年時点で1兆2,230億円の水準にまで回復した⁴²⁾

同年10月、西ドイツはマルク切り上げに踏み切った。これを契機として、日本は「恒常的黒字国」と見なされるべきだとの見方が海外で定着しはじめ、円切り上げに関する議論は活発になった。円切り上げへの期待感が高まる中、とりわけマルク切り上げ以降、海外からの短期資本の流入が増幅した⁴³⁾。その結果、短資流入対策・円高対策の必要性が突如浮上し、資本流出に関わる規制の緩和が余儀なくされた。OECD加盟から約6年、日本はようやく対外証券投資自由化の第一歩を踏み出すことを決意した。

1970年2月24日、円転換規制の強化と時を同じくして、日本政府は投信委託会社を対象に、条件付きで外国証券の投信組入れを許可するという資本流出促進措置を採用した。その条件とは、①対外証券投資は大蔵大臣許可制とする、②投資者保護を十分に配慮できる会社に限る、③運用残高の限度額は1億ドルとする⁴⁴⁾、④組入れた外国証券は投信資産の30%以内とする、⑤投資可能な外国証券はOECD加盟国の8証券取引所に上場される株式と債券に限る⁴⁵⁾、⑥取引は日本にある証券会社を通じて海外市場で行い、国内での流通は認めない、⑦日本預託証券(JDR)や外国証券の国内上場は認めない、⑧定期取引や信用取引は認めず、現物取引に限る、⑨日本企業が海外で発行した米国預託証

42) 『日本長期統計総覧』第14章第28節を参照されたい。

43) 『外為年鑑1971年』国際収支総括表を参照されたい。1969年1～6月の短期資本収支はマイナスであったが、7～9月プラス0.61億ドルとなり、更に、10月～12月プラス1.41億ドルに拡大した。

44) 『外為年鑑1971年』pp. 38-39。この1億ドルは投信委託最大手の4社(野村、日興、大和、山一)とその他の投信委託会社(太陽、大井、江口、朝日、日本)に割り当てられることとなった。

45) 犬田(2000) p. 142。ニューヨーク、ロンドン、パリ、フランクフルト、アムステルダム、シドニー、チューリッヒ、トロントの主要8証券取引所である。

表7 1970～79年 日本の国際収支の推移（ネット）（単位：億ドル，円）

	経常 収支	資本 収支	長期 資本収支	短期 資本収支	外貨 準備残高	円の対ドル 基準レート	円の対ドル スポットレート 終値
1970年	19.70	-8.67	-15.91	7.24	43.99	360.00	
1971年	57.97	13.53	-10.82	24.35	152.35	308.00	
1972年	66.24	-25.21	-44.87	19.66	183.65	308.00	
1973年	-1.36	-73.43	-97.50	24.07	122.46	308.00	280.00
1974年	-46.93	-21.03	-38.81	17.78	135.18	308.00	300.95
1975年	-6.82	-38.58	-27.20	-11.38	128.15	308.00	305.15
1976年	36.80	-97.29	-98.40	1.11	166.04	308.00	293.00
1977年	109.18	-38.32	-31.84	-6.48	228.48	308.00	240.00
1978年	165.34	-108.51	-123.89	15.38	330.19	234.00	195.10
1979年	-87.54	-102.41	-129.76	27.35	203.27	206.00	239.90

出所：『日本長期統計総覧』第18章の第10節（外国為替相場，昭和25年～平成15年），第11節（外貨準備高，昭和27年～平成15年），第13節（国際収支，昭和21年～平成6年）。
注：記号について，（+）は資本流入であり，（-）は資本流出である。

券（ADR）と欧州預託証券（EDR）および外国投信は対象外とするというものであった。4月16日，投信委託4社が取引を実行し，対外証券投資はスタートした。

1970年秋以降，海外金利の急低下に起因して，短資の流入が増幅した。その対策として，日本政府は資本流入規制を強化する一方，対外証券投資を促す措置を導入した。1970年12月，非居住者による円建外債の発行が認められ，第1号としてアジア開発銀行（ADB）による円建債が発行された。1971年1月18日，日本政府は生保と損保会社に対して，総資産の10%，運用残高1億ドルを限度として，上記8取引所に上場される株式と債券の取引を自由化した。更に4～5月，日本政府は投信委託会社を対象に，30%以内とされていた外国証券投信組入れ枠を50%に引き上げた。

同年5月，欧州通貨不安が勃発し，短資の流入は更に勢いを増した⁴⁶⁾。日本政府は非居住者の自由円勘定，対内証券投資，為銀の対外債務残高，商社の貿易前受金等を規制する一方，対外証券投資の一層の規制緩和に乗り出した。7

月1日、投信委託会社、生保および損保会社に対して、運用残高制限を撤廃した。一般投資家に対しても、上記8証券取引所での取引を残高制限なく解禁することを決定した⁴⁷⁾ 同時に外国証券投信組入れ枠も完全に撤廃した⁴⁸⁾

1971年8月16日、ニクソン・ショックを発端として、国際金融市場は混乱に陥った。日本は8月28日以降、限定的変動相場制へ移行することとなった⁴⁹⁾。しかし、ドル不安は国際収支に響かず、国際収支黒字の増大は止まらなかった。加えて短資の流入は依然として堅調であり⁵⁰⁾、対外証券投資の一層の規制緩和が必要であった。11月1日、日本政府は証券会社に対して、外国証券取引所に上場される株式と債券を自己勘定で取引することを自由化した上で、一般投資家に対して、上記8取引所にアメリカンとルクセンブルクを追加した⁵¹⁾

円の対ドル基準レートが308円に切り上げられた1971年12月、日本政府はスミソニアン合意に基づき、資本流入規制を緩和する方針を決定したが、1972年1月から短資の流入が再び増大したため、資本流入規制の再強化と流出の一層の促進を余儀なくされた⁵²⁾。日本政府は民間部門の外貨保有の増大を促す一方、同年2月28日、信託銀行に対して、外国証券取引所に上場される株式と債券の取引を自由化した。更にリスクヘッジの必要性を考慮し、証券会社に対

46) 『外為年鑑 1973 年』国際収支総括表を参照されたい。1971 年 1 月～3 月プラス 1.31 億ドルであった短期資本収支の規模は 4 月～6 月プラス 6.60 億ドルに、更に 7 月～9 月プラス 19.91 億ドルに拡大した。

47) 外国投信の取得は解禁されなかった。

48) 『外為年鑑 1973 年』p. 41。翌年 3～4 月、外国株専門投信が相次いで設立された。例えば、野村の海外資源株ファンド、日興のグローバル・グロース・ファンド、山一のユニバーサル・ファンド、大和の外国株ファンド等が挙げられる。

49) 『外為年鑑 1972 年』pp. 11～14、上川 (2007) p. 272。円の対ドル相場は、1971 年 9 月以降、東京とワシントンで開催された日米協議において、米国側の大幅な円切り上げ（最高 25%）要求を受けながら、日本は粘り強く交渉し、最終的に 16.88%切り上げ（1ドル＝308 円）で決着した。

50) 『外為年鑑 1972 年』国際収支総括表を参照されたい。ニクソン・ショックが勃発した 8 月、短期資本収支は前月のプラス 0.18 億ドルから一気にプラス 21.76 億ドルに膨らんだ。

51) 犬田 (2000) p. 144。

52) 荒巻 (2004) p. 68、『外為年鑑 1973 年』国際収支総括表を参照されたい。1971 年 10 月～12 月、マイナス 3.47 億ドルであった短期資本収支は 1 月にプラス 4.65 億ドルとなった。

して、対外証券投資に伴う為替先物予約を認めた。5月22日、外貨集中制の廃止および第2次円対策の実施とともに、すべての投資家に対して、投資可能な外国証券の範囲を上場証券から非上場証券にまで拡大した。一般投資家の売買も国内証券会社の店頭で行えるようになり、外国証券の国内販売も可能となった⁵³⁾。同時に、一般投資家に対して、上記10取引所にミラノ、ブリュッセルを追加した。更に、第3次円対策の1ヶ月後の11月17日、一般投資家に対して、外国投信の取得も自由化した⁵⁴⁾。

1973年1月、欧州通貨不安が再び勃発し、日本は長期変動相場制へ移行せざるをえなくなった⁵⁵⁾。変動相場制への移行期において、日本政府は円高によるデフレを想定し、それに対応する目的で、金融緩和・財政支出拡大政策を実施した。更に、同年10月、第4次中東戦争を契機として、第1次オイル・ショックが勃発し、インフレ(狂乱物価)が深刻化するとともに⁵⁶⁾、国際収支も大幅に悪化した⁵⁷⁾。激しい円売りによる円相場の急落を食い止めるために、日本政府はこれまでの資本流入制限・流出促進の方針と円高対策を180度転換することを決定した。同年11～12月、対内投資や円転換を規制緩和する一方、対外短期証券の取得に関わる規制を強化した(包括許可→個別許可)。しかし、12月、原油価格の一層の高騰が引き金となって国際収支不安が再燃した。その結果、1974年初めにかけて、円安が進行し、外貨準備も大きく減少

53) 『外為年鑑 1973 年』 p. 42。海外市場で新規公募の証券について、日本の投資家の取得可能額(限度)は当該証券発行額の半分であった。

54) 犬田(2000) pp. 144-145。

55) 今回の欧州通貨不安の発端はイタリアの二重相場制の採用であった。通貨不安の影響で、東京外為市場は2月10日～13日、閉鎖された。14日、円は長期変動相場制へ移行する形で市場が再開された。しかし、通貨不安の余波が続き、3月2日～16日、東京外為市場は再び閉鎖され、19日に主要国が一斉に変動相場制へ移行する形で市場が再開された。変動相場制へ移行後、しばらくは安定したが、米国のウォータゲート事件、西ドイツのマルク再切り上げ、中東情勢の緊迫化と後の第4次中東戦争等、国際経済を揺さぶることが相次ぎ、欧州市場を中心にドル不安が解消されず、不安定な状況が続いていた。

56) 『日本長期統計総覧』第22章:物価、第12節:消費者物価指数を参照されたい。CPIは1973年1月に36.7であったが、12月になると、43.0にまで上昇した。

57) 『外為年鑑 1974 年』 pp. 150-151、国際収支総括表を参照されたい。1973年の月次総合収支は2月を除いて赤字計上となった。

するところとなった。こうした中にあっても、対外証券投資の規制改革は完全にストップしたわけではなかった。1973年12月18日、外国証券6銘柄⁵⁸⁾の日本での上場が初めて許可された。更に、一般投資家に対して、上記12取引所にウェリントン、マドリッド、モントリオールを追加した。

1974年、オイル・ショックの余波が続き、それに海外金利の高騰と欧米銀行の破綻の続出が加わり、円安の進行と国際収支の不安が続いた。日本政府はドル不足対策として、外資規制を緩和・撤廃するとともに、1月7日、外国証券について、保有残高を30億ドルに、売買純増額をゼロに制限するという規制措置を発表した⁵⁹⁾。この措置は1975年6月10日に撤廃されたが、国際収支の不安が長期化することとなったため、それ以降、対外証券投資に関わる規制改革の更なる進展は殆ど見られなかった。

1976～77年、国際収支は著しく改善された。国際収支黒字の増加に起因して、円相場が再び上昇傾向に転じた。加えて米国からの円切り上げ圧力が強まり⁶⁰⁾、円高対策の必要性が再び浮上するところとなった。日本政府は1977年4月1日、機関投資家に対して、非上場の外国証券の取引を証券会社の店頭取引の銘柄に限って、従来の個別許可制から包括許可制へと変更した。一般投資家に対して、規制されていた一部の非上場の株式と債券の取得も自由化した。6月1日、一般投資家に対して、上記15取引所に香港、遠東、クアラルンプール、シンガポール、マニラ、マカオ、パシフィックを追加し、対外短期証券取引も規制緩和した。更に8月1日、上記22取引所に香港の金銀(カンナム)を追加した⁶¹⁾。しかし、一連の規制緩和の実施にもかかわらず、1978年にかけて円の対ドル基準レートの切り上げが幾度となく行われた。

58) 犬田(2000) p.146, 6銘柄はダウ・ケミカル, ファースト・ナショナル・シティー・コープ, ゼネラルテレフォン・アンド・エレクトロニクス, ファースト・シカゴ・コープ, IU・インターナショナル, バリバである。

59) 『外為年鑑1976年』 p.3。

60) カーター大統領の元経済顧問であったクライン教授(ペンシルベニア大学)の議会証言, ブルメンソール財務長官の対日批判の連発, 一部米銀の円過小評価説等, 為替介入をめぐる対日批判が相次いだ。

1979年、第2次オイル・ショックが勃発し、日本の国際収支は一転して空前の赤字へと転じた。国際収支不安にインフレの深刻化と円安の進行が加わり、日本経済は“三重苦”に陥る事態となったのである。これを受けて、日本政府は5月11日、資本流入促進策（7項目）を発表した。10月22日、為銀に対して、海外融資の抑制を要請し、更に11月27日、円安抑制対策（5項目）を発表した。しかし、資本流出規制に関しては、短期証券取得について、証券会社および為銀に毎旬ごとに報告を求めるという行政指導以外に、対外証券投資全体を対象とする目立った規制再強化は見られなかった⁶²⁾。

第2節 70年代の対外証券投資の実績とその後の進展

一 対外証券投資全体の推移

1970～72年度、対外証券投資は比較的小規模ではあったが、順調に伸びていた。1973年度、海外市場の不安やオイル・ショックの勃発、加えて円安対策としての対外証券投資に関わる規制強化に起因して、取得は前年度比5.17億ドル増加したものの、売却も急増したため、純増は前年度比2億ドル余り減少した。1974年度、オイル・ショックの余波が続く中、残高規制と純増規制が実施され、売却は取得を上回り、2億ドルほどの純流入となった。1975～76年度、金融引き締め政策や対外投資抑制措置が実施される中、対外証券投資は低迷期に入り、純増は1億ドル台に止まった。1970～76年度の対外証券投資と対外直接投資の実績を比較すると、当時の対外投資の中心は証券投資ではなく、直接投資であったことがわかる⁶³⁾。

しかし、1977～78年度、国際収支の改善と円高対策としての対外証券投資の一層の規制緩和に伴い、対外証券投資の規模は著しく拡大した。対外証券投資と対外直接投資の実績を比較すると、取得ベースでは、対外証券投資と対外

61) 犬田（2000）pp. 146-147。

62) 『外為年鑑 1980年』pp. 13-17。

63) 奥田（2006）は対外投資と為銀による対外貸借を合わせて、対外金融と定義した上で、70年代末まで、日本の対外金融の中心は貿易金融だと指摘した。

表8 1970～79年度 対外証券投資の実績

(単位: 億ドル)

		1970年度	1971年度	1972年度	1973年度	1974年度	1975年度	1976年度	1977年度	1978年度	1979年度
株式	取得	-0.30	-1.36	-6.81	-9.77	-2.45	-5.37	-3.73	-1.95	-5.85	-12.26
	売却	0.11	0.26	2.82	6.21	3.74	5.50	4.32	2.12	3.30	11.46
	その他	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	純増	-0.19	-1.10	-3.99	-3.55	1.29	0.13	0.58	0.17	-2.55	-0.80
債券	取得	-0.19	-3.11	-12.60	-11.94	-1.96	-2.02	-3.18	-34.56	-143.83	-178.50
	売却	0.01	0.99	2.37	4.78	2.73	0.85	1.05	3.78	10.87	45.97
	その他	0	0.05	0.23	0.15	-0.11	0.01	0.24	2.82	61.55	93.51
	純増	-0.17	-2.07	-10.01	-7.00	0.66	-1.16	-1.89	-27.97	-71.41	-39.02
投信	取得	0	0	-0.23	-3.10	-0.97	-1.76	-0.99	-0.47	-0.59	-1.74
	売却	0	0	0	1.05	0.89	1.76	1.14	0.47	0.55	2.14
	その他	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.02
	純増	0	0	-0.23	-2.05	-0.08	0	0.15	0	-0.04	-0.42
合計	取得	-0.48	-4.47	-19.64	-24.81	-5.37	-9.15	-7.91	-36.98	-150.27	-192.49
	売却	0.12	1.25	5.18	12.04	7.35	8.11	6.50	6.37	14.72	59.56
	その他	0	0.05	0.23	0.15	-0.11	0.01	0.24	2.82	61.66	93.53
	純増	-0.36	-3.18	-14.23	-12.61	1.87	-1.03	-1.16	-27.79	-74.00	-39.40
直接投資		-9.04	-8.58	-23.38	-34.94	-23.95	-32.80	-34.62	-28.06	-45.98	-49.95

出所:『大蔵省国際金融年報』(昭和52年～昭和56年)

注:① その他は株式転換等である。② 債券は円建外債を含む。③ 直接投資は届出実績である。④ 記号について、(+)は資本流入であり、(-)は資本流出である。

直接投資は1977年度に逆転した。1978年度、両者の差は100億ドルほどに拡大し、対外証券投資は対外投資の中心となった。しかし、1979年度になると、第2次オイル・ショックの影響を受け、対外証券投資の取得は前年度比40億ドルほど増加したものの、売却も急増したため、純増は前年度の半分ほどに低下するところとなった。

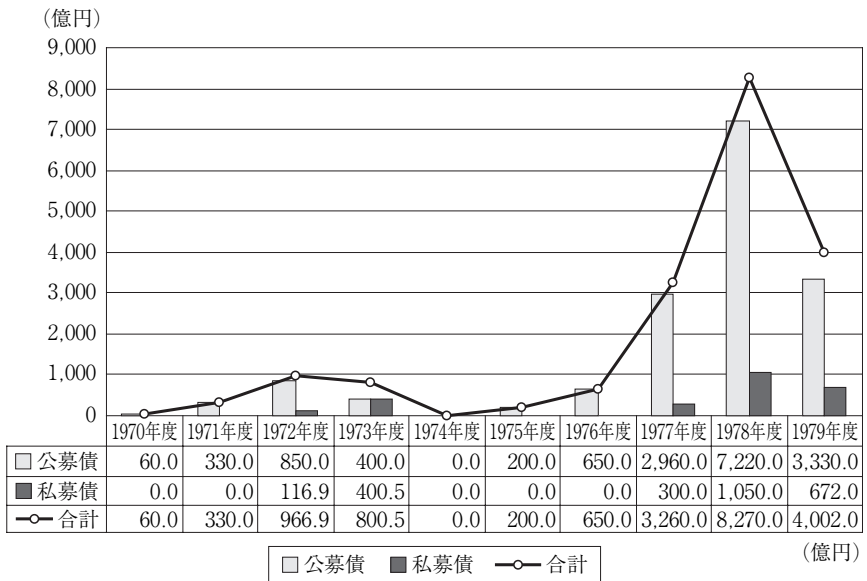
次に対外証券投資の個別項目について見ておきたい。

- (1) 債券: 債券投資は対外証券投資の中心であり、その推移は対外証券投資全体の推移と同様である。1977～78年度、対外証券投資全体の規模が著しく拡大した要因は対外債券投資の急増であった。ただし、それは、1977年度と1978年度とでは若干異なる。1977年度と1978年度の上半期につ

いては、円建外債発行の急増がその要因であったが、1978年度の下半期については、内外金利差の拡大に伴い、ドル建外債への投資が急増したことがその要因であった。1979年度は国内債券市場の環境悪化⁶⁴⁾によって、円建外債の発行が大幅に減少したが、上半期の内外金利差の拡大や円の為替レートの軟調を主因として、円建外債以外の債券の取得が増加した⁶⁵⁾

- (2) 株式：対外証券投資全体の推移と同様に、1970～72年度、順調に伸びていたが、1973年度は伸び悩みに転じ、1974～77年度、海外市場の低迷を受け、売却が取得を上回った。1978年度は若干回復したものの、1979年度は再び伸び悩みに転じた。

図 3 1970年～79年度 円建外債発行の推移



出所：『大蔵省国際金融年報』（昭和56年）

64) この点については、内田（1995）pp. 30-42を参照されたい。

65) 犬田（2000）p. 147。

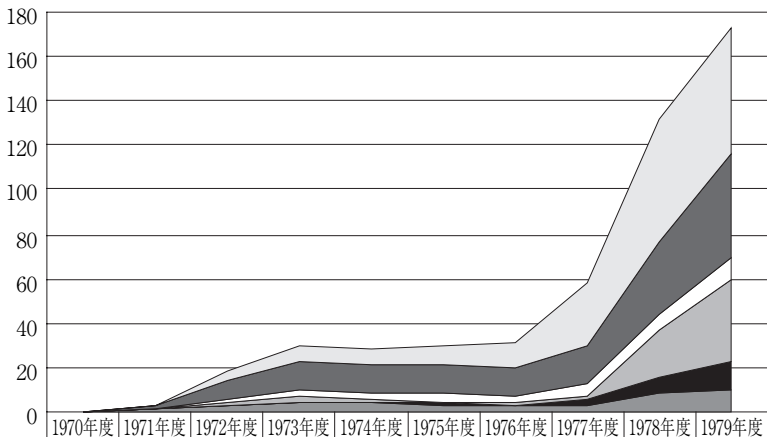
- (3) 投信：一般投資家の外国投信の取得が自由化されたのは1972年11月のことであったため、それ以前の実績はゼロである。1973年度、株式投資と外債投資が伸び悩む中、投信は2億ドルほどの純増を計上した。しかし、それ以降は、長期にわたって低迷が続き、1974～79年度、0.5億ドル以上の純増は見当たらなかった。

二 投資主体別対外証券投資の推移

各投資主体の推移は基本的に対外証券投資全体の推移と同様である。1970～

図4 1970～79年度 投資主体別対外証券投資の推移（残高）

（億ドル）



	1970年度	1971年度	1972年度	1973年度	1974年度	1975年度	1976年度	1977年度	1978年度	1979年度
一般投資家	0.03	1.33	3.94	8.35	7.73	8.96	10.67	28.63	55.49	55.94
為 銀	0.13	0.59	8.67	12.51	12.51	12.69	12.62	17.24	32.86	47.10
信託銀行	0	0.03	1.28	2.90	3.08	3.11	3.14	5.09	7.25	9.75
証券会社	0	0.50	0.54	1.88	1.06	0.95	0.76	1.60	20.36	37.07
保険会社	0	0.06	0.17	0.26	0.27	0.42	0.86	3.23	8.08	12.27
投信会社	0.20	1.03	3.17	4.48	3.86	3.41	2.66	2.31	8.06	10.30

（億ドル）

出所：『大蔵省国際金融年報』（昭和52年～昭和56年）に基づき、計算、作成。

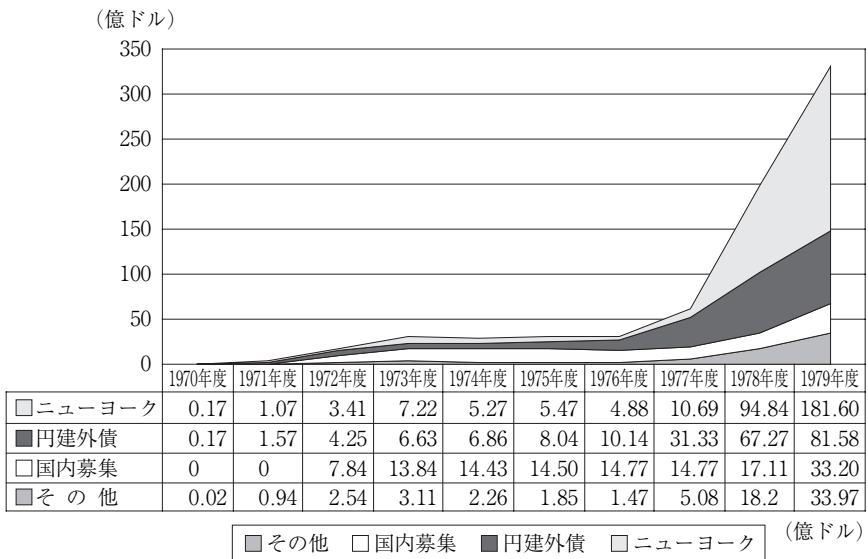
注：今年度残高＝前年度残高＋今年度純増

72 年度，各投資主体の対外証券投資残高は順調に伸びていた。とりわけ為銀の外国証券保有残高の増加は目立っていた。1973～76 年度，内外金融情勢や残高規制と純増規制の影響を受け，純増は減少あるいはマイナスに転じ，各投資主体の残高はほぼ横ばいで推移していた。1977 年度以降，各投資主体の外国証券保有残高はそろって拡大した。1977 年，一般投資家の残高は為銀を上回り，最大の投資主体となった。1979 年度，最も残高が大きかったのは依然として一般投資家であり，その次は為銀と証券会社であった。

三 市場別対外証券投資の推移

外国証券の国内募集が解禁される以前は，対外証券投資の投資先は海外市場と円建外債市場のみであった。1970～71 年度，最大の投資先は円建外債市場

図 5 1970～79 年度 市場別対外証券投資の推移（残高）



出所：『大蔵省国際金融年報』（昭和 52 年～昭和 56 年）に基づき，計算，作成。

注：その他はニューヨーク以外の海外市場である。

であり、海外市場については、ニューヨーク市場が中心であった。1972年度の解禁以降は、外国証券の国内募集が次第に最大の投資先となっていった。1973年度、海外市場における残高は減少し、国内募集と円建外債市場における残高は微増となったが、1974～76年度、対外証券投資全体は低迷期に入り、円建外債を除いて、海外市場における残高は減少し、国内募集は横ばいで推移した。1977年度以降、各市場における残高は急速に増加した。1977年度、円建外債の拡大が中心であったが、1978年度、対米投資は一気に80億ドル余り増加し、ニューヨーク市場が最大の投資先となった。1979年度、対米投資の増大は更に勢いを増し、その規模は他の海外市場の合計の5倍強にも達した。

四 その後の進展

1979年以降、日本の対外証券投資に関する規制改革はどのように推移したのであろうか。奥田(2007)は70年代の日本の対外金融の中心は貿易金融であったが、80年代になると、その中心は対外投資へ変わったと指摘している。70年代末以降の経常収支黒字の増大によって、円高が進行し、資本流出の促進が必要となったが、他方で1979年、第2次オイル・ショックが勃発し、経常収支が赤字となり、資本流入の促進が必要となった。すなわち、70年代末に内外資本交流を促進する必要性が高まったのである。

これを背景として、1980年12月1日、「改正外為法」が施行された。対外証券投資に関わる規制は、従来の大蔵大臣許可制から事前届出制へ、すなわち、原則禁止から原則自由へと変更されたのである。この法改正は画期的な進展であり、大いに評価することができよう。しかし、当時、依然として多くの規制が維持されており、「完全な自由化」ではなく、実質的には「部分的自由化」に過ぎなかったのである⁶⁶⁾。残存規制の多くは1984年の日米円ドル協議や

66) 奥田(2007) p. 18。機関投資家は「持高(ストック)規制」と「フロー規制」を受けている。持高規制とは、総資産に占める外国資産の割合を制限することであり、フロー規制とはその月に行われる新規投資に対するその月の外国資産購入比率を制限することである。

1985年のプラザ合意後の国際収支黒字の増加と円高の進行を受けて、段階的に緩和・廃止されることとなった。

1984年の日米円ドル協議の主な争点は円安是正と円の国際化であった。米国は①日本国内の金融・資本市場の自由化、②米国銀行の日本国内の金融市場への進出に関わる障壁の撤廃、③ユーロ円市場の拡大、④対内直接投資の促進と指定会社制度の廃止という四点を中心に、日本に対し、一層の努力を求めた。これらの対日要求のうち、対外証券投資に関わるのは円建外債に関わる規制緩和のみであった。すなわち、①適債基準の弾力化、②発行銘柄の調整期間の短縮、③起債限度の引き上げ、という内容であった。それ以外に直接に対外証券投資に関わる要求はなかったのである。日米円ドル協議以降、機関投資家は依然として、残高規制とフロー規制を受けていた。

しかし、1985年のプラザ合意以降、経常収支黒字が一気に膨らみ、急激な円高が進行することとなった。円高対策として、対外証券投資は抜本的な規制改革を余儀なくされた。こうした中、1986年2～9月、機関投資家に課されていた残存規制の殆どは緩和ないし撤廃されることとなり、日本の対外証券投資は「部分的自由化」から「高度な自由化」へと大きく進展したのである⁶⁷⁾。

奥田（2007）によれば、80年代の日本の対外証券投資には三つのタイプがあるという。すなわち①円建対外投資、②「円投型」対外投資、③「外貨－外貨」の対外投資である。①円建対外投資の原資は円建貿易黒字である。その規模はネットでは、1988～89年の2年間で、約1,200億ドルに達し、80年代の対外投資の基底を構成した。②「円投型」対外投資とは円を外貨に転換し、海外市場へ投資する方式を指す。原資はバブルによって発生した国内余剰資金の一部であった。1985年まで有利な対米投資環境のもとで、機関投資家は持高規制とフロー規制を受けながらも、規制限度一杯までの投資を行っていた。1986年の規制緩和の後、円投型対外投資は一気に増大した。③「外貨－外貨」

67) 奥田（2007）p.21。

の対外投資は主に為銀によるものであるが、非金融・法人企業も80年代後半から「外貨－外貨」の対外投資を行っていた。原資は海外から調達した外貨資金であり、その規模は1986～89年、大きく進展した⁶⁸⁾

このような日本の対外証券投資自由化のプロセスは、中国の今後の規制改革のあり方にどのような示唆を与えうるのであろうか。次章では、中日両国の対外証券投資自由化を比較し、その異同点を明らかにした上で、若干の政策提言を試みることにしよう。

第3章 中日両国の比較と日本の経験の中国への示唆

第1節 中日両国の異同点

一 対外証券投資の制約要因について

規制緩和以前の対外証券投資の制約要因について、中国と日本は共通点を有する。それは外貨準備の制約である。外貨準備が不足する時、輸入増大への対応と対外債務の円滑な返済のためには、対外証券投資を含め、資本流出は極力規制せざるをえない。ただし、日本の場合、外貨準備不足すなわち“国際収支の天井”という問題は1968年から1969年にかけて、国際収支の改善に伴い、次第に解消されていった。それ以後、対外証券投資の解禁を決定した1970年2月までは、基本的に1年ほどのブランクしかなかった。これに対して、中国の場合、外貨準備不足は1994年以降、国際収支の改善に伴い、徐々に解消されていったものの、QDII制度の導入に踏み切る2004年までに、実に10年以上のブランクがあった。その理由については、以下の三点があげられよう。

- (1) 外貨資金に対する需要：1992年、中国は「社会主義市場経済」への移行を宣言した（第14回党大会）。計画経済から市場経済へシフトする長い移行期に、設備投資の増加、インフラの整備、国有企業の改革等、経済発展に関わる様々な面において、外貨資金に対する需要が旺盛であった。外

68) 奥田（2007）pp. 33-55。

貨準備残高は理論上、適正水準に達していたとはいえ、外貨資金の供給が直ちにそれに対する需要を上回るとは限らない。外貨資金に対する需要が依然として旺盛である限り、適正水準に達した後も、必要な分野に投じる資本を確保するため、資本流出を引き続き制限せざるをえなかったのである。

- (2) 通貨危機の教訓：1997年、アジア通貨危機が勃発した。危機に陥った諸国の殆どは輸入の3ヶ月分以上に相当する外貨準備を確保していた。とりわけ“震源地”であったタイについては、1996年末時点で輸入の6ヶ月分以上、対外短期債務の0.8年分以上に相当する外貨準備を保有していた⁶⁹⁾。すなわち、一般的に了解されている適正水準は、あくまでも必要最低限の目安に過ぎず、通貨危機を生じないということを保証するものではないのである。中国の場合、長期にわたって巨額の資本逃避が生じるという問題を抱えている。資本逃避の精密な推計は本稿の範囲を超えるが、最も簡単な方法は国際収支の誤差脱漏を資本逃避と見なす方法である。表1をみると、1986年以降、中国の誤差脱漏は基本的にマイナスであり、外貨準備残高が適正水準に達した1994年以降、その額は100億ドル以上の水準に達していた。とりわけ通貨危機の勃発した1997年に史上最高の額(222.54億ドル)に達した。こうした中、資本流出に対して、規制当局は常に強い警戒心を持っており、たとえ外貨準備は理論上、保有超過になったとしても、確実に安全だと判断できない限り、規制を解除せず、外貨準備をひたすら累積させていく傾向になりがちである。

- (3) 国内の機関投資家：中国国内の資本市場の発足は1990年以降のことである。1994年に外貨準備不足の問題が解消された時点で、国内資本市場の歴史はまだ4年ほどしか経っていなかった。つまり、資本市場と同様に国内の機関投資家の歴史も浅かったのである。銀行以外の機関投資家の状況を見てみると、証券会社と非国有保険会社の第1号はそれぞれ1987年

69) Jun sik Kim (2004) pp. 2-7.

と1988年に設立された。また、ファンドの第1号の設立は1998年のことである。1994年以降の時期は、機関投資家にとって、国内資本市場と共に成長していく段階であり、対外証券投資はともかく、国内証券業務に関しても、ノウハウの学習・経験の蓄積は時間を要したのである。成熟した機関投資家の不在という状況が続く中、対外証券投資の規制緩和を強く要望する内圧は存在しなかった。

二 対外証券投資の規制改革に踏み切った理由について

日本は1969年以降、国際収支の改善に伴い、円は切り上げ圧力にさらされていた。円切り上げへの期待感が高まるにつれて、海外からの短期資本の流入が増幅した。こうした中、対外証券投資の規制緩和は円の切り上げ圧力と過剰な資本流入への対抗手段の一つとして導入されたのである。この点については、中国と日本はほぼ共通している。しかし、過剰な資本流入のルートについて、日本は短期資本収支に集中していた。多くの年において、経常収支は黒字となる時、資本収支は赤字となるため、経常収支の黒字は資本収支の赤字によってファイナンスされ、膨大な国際収支黒字が生じることはなかった。これに対して、中国の場合は、多くの年において、経常収支と資本収支は共に黒字計上となり、膨大な国際収支黒字が生じている。したがって、中国の資本流入対策はかつての日本と比べ、より難しい状況に直面していると言える。

中国の場合、対外証券投資の規制改革に踏み切った理由はもう一点ある。それは国内経済過熱化への懸念であった。国際収支黒字が急増する状況下で、人民元の対ドル固定レートを維持するため、中国人民銀行は不断に市場介入を行う必要がある。それによってもたらされた結果の一つは、過剰な流動性の発生（人民元の洪水）と資産バブルの増長であった。日本のバブル崩壊の凄まじさを目の当たりにした中国の金融当局は、この事態の動向を強く懸念したはずである。

外国為替制度の改革は必要であるが、安易に変動相場制へ移行すると、大き

なショックを誘発する恐れがある。当局はどうしても、最悪のシナリオを避けたいのである。したがって、状況を改善するために、国際収支黒字の削減が必要となってくる。しかし、経常収支の黒字は貯蓄・投資のギャップと国内の過剰な生産力に起因するものであり、短期間で解消することは基本的に不可能であろう。また、WTO に加盟した以上、市場開放の原則を守らなければならない、外資政策を 180 度転換し、外国資本の流入に制限を加えることによって、資本収支黒字の削減を図る措置は採れない。したがって、国際収支黒字の削減は対外投資の拡大に頼るしかない。対外投資の拡大によって、国際収支黒字はある程度削減できれば、たとえ人民元の変動幅は管理されていたとしても、通貨供給の増加が緩和され、過剰な流動性と資産バブルをある程度抑制することができよう。こうした背景のもとで、対外証券投資の規制緩和が実施されたのであり、これは中国の特殊な事情に由来するものである。

三 規制改革のアプローチについて

日本は資本取引全体に関して、漸進的方式に基づき、規制改革を推し進めていた。資本取引の一つの構成部分をなす対外証券投資も同様である。1970～79 年、日本は約 10 年をかけて、対外証券投資に関わる規制体系を完全禁止から徐々に原則禁止・個別許可へと変更した。その後、1980 年の改正外為法の実施によって、その体系は原則自由へと進化した。そして高度な自由化（1986 年以降）に至るまで、更に数年を要したのである。

漸進的方式という規制改革のアプローチの採用について、中国も基本的に同様である。2004 年、QDII 制度導入後、とりわけ 2006 年以降、QDII 制度の整備を中心に、中国は大幅な規制緩和を実施してきた。しかし、運用残高や投資可能な商品と投資可能な海外市場等の面において、機関投資家は依然として様々な規制を課されており、一般投資家による対外証券投資も解禁されていないため、現時点における規制改革の実態はいまだ部分的自由化の段階にあるといわざるをえない。

また、①規制当局は国際収支の状況や国際金融の動向を見極めながら、規制の具体的な内容を小刻みに調整し、規制改革を進めていくという方針を採用していること、②国内機関投資家の育成、外国為替制度の改革、金利政策の調整等、対外証券投資自由化に関わるいくつかの課題は、いずれも現在取り組み中であること等を考慮すると、高度な自由化を実現するには、更に相当な時間を要するであろう。

四 資本取引自由化のプロセスにおける対外証券投資の位置づけについて

日本の資本取引自由化は基本的に、対内投資（1967年）から対外投資へ、そして対外投資の分野については、対外直接投資（1969年）から対外証券投資（1970年）へというシークエンスで行われてきた⁷⁰⁾。この資本取引自由化のシークエンスについては、中国も基本的に同様である。

中国は改革開放当初から、対内直接投資（FDI）を積極的に受け入れてきた。WTO加盟後、諸外国とのコミットメントに基づき、国内市場の更なる対外開放を段階的に実施し、現在、世界で有数の資本受け入れ国となっている。対内証券投資については、1992年以降、外貨建のB株市場の設立や中国企業の海外上場（H株、N株等）の促進を通じて、その規模を拡大させてきた。そして2002年、QFII（適格外国機関投資家）制度の導入によって、外国の機関投資家は中国のB株市場以外の証券市場へ直接アクセスすることが可能となった。対外直接投資については、2002年以降、「走出去」（海外進出）方針に基づき、中国企業の海外現地法人の利益を国内へ送金させるための保証金制度の撤廃や対外投資に関わる許認可手続の簡素化等、大幅な規制緩和が実施されてきた。資本取引の内、規制緩和が最も遅れたのは本稿の取り扱う対外証券投資であり、表9から明らかなように、これは中日両国に共通しているものである。

70) 荒巻（2004）p. 57, 図表3。

表9 中日両国の規制改革の流れ（対外証券投資を中心に）

日 本		中 国	
時 期	規制改革の内容	時 期	規制改革の内容
1964年5月	IMF 9 条国へ移行, OECD 加盟	改革開放後	外資導入（対内直接投資）開始
1967年6月	対内投資の自由化開始	1996年12月	IMF 8 条国へ移行
1969年10月	対外直接投資開始	2001年12月	WTO 加盟, 大幅な国内市場開放の開始
1970年2月	対外証券投資解禁		
	外国証券の投信組み入れを認める	2002年	対内直接投資の大きな進展 対内証券投資（QFII）と対外直接投資規制緩和
1970年12月	円建外債の発行を認める	2004年8月	保険会社に QDII の資格を与え, 対外証券投資を解禁
1971年1月	保険会社による対外証券投資を解禁	2005年10月	非居住者による人民元建外債（パンダ債）の発行を初めて認め, 国際金融公社（IFC）は 11.3 億円の債券を発行した。
1971年4月 ～5月	投信会社の投信組み入れ枠を引き上げ	2006年4月	銀行に対し, QDII の資格を与え, QDII 商品を販売することによる対外証券投資を認める
1971年7月	投信会社と保険会社の残高規制を撤廃	2006年8月	ファンドに対し, QDII の資格を与える
	一般投資家の対外証券投資を解禁	2007年5月	QDII 資格を取得した銀行に対し, 従来禁止した株式投資を解禁
1971年11月	証券会社による対外証券投資を認める	2007年6月	QDII の範囲を証券会社まで拡大
1972年2月	信託銀行による対外証券投資を認める	2007年7月	QDII 資格を取得した保険会社に対し, 株式等への投資を解禁
1972年5月	上場証券から非上場証券へ拡大, 一般投資家による国内証券会社の店頭での売買を認める	2007年12月	QDII 資格を有する銀行の対英投資が可能となる
	外国証券の国内販売を解禁	2008年1月	QDII 資格を有する銀行の対シンガポール投資が可能となる
1972年11月	一般投資家に外国投信取得を解禁	2008年2月	QDII 資格を有する銀行の対日投資が可能となる
1973年11月	対外短期証券の取得を規制強化	2008年4月	QDII 資格を有する銀行の対米投資が可能となる
1973年12月	外国証券の日本上場開始		
1974年1月	対外証券投資の残高と純増の規制開始		
1977年4月	機関投資家に対し, 個別許可→包括許可		
1980年12月	「改正外為法」施行, 許認可制→事前届出制		
1982年4月 ～1989年1月	機関投資家に対し, 残存の残高規制と純増規制を緩和・撤廃		

五 対外証券投資のシーケンスについて

(1) 投資主体のシーケンス

日本の場合、機関投資家から一般投資家へというシーケンスで、規制改革を実施した。これについても、中国も基本的に同様である。中国では、現段階において、機関投資家を中心に規制改革を推し進めている。一般投資家は QDII 資格を有する金融機関の販売した QDII 商品を取得することによって、間接的に対外証券投資に関与するという形をとっており、一般投資家による直接的な対外証券投資は認められていない。2007 年 8 月 20 日、外国為替管理局は一般投資家による香港株式市場への直接な証券投資、いわゆる「香港株直通車」制度を実施することを発表した⁷¹⁾が、その後、大量の資本逃避を懸念し、これを無期限に延期することを決定した。その後は殆ど進展が見られていない。

(2) 機関投資家のシーケンス

日本の場合、投信委託会社を先行させたが、中国は保険会社を先行させた。中国では、投信委託会社に相当するのがファンド会社（基金管理公司）である⁷¹⁾。現在、すでに相当な数に上っており、国内では、有力な機関投資家として成長しつつある。しかし、いずれも歴史が浅く、対外証券投資はともかく、国内証券業務に関しても、それほど豊富な経験を有していないというのが実情である。そのため、豊富な資金源（貿易に伴う保険等）と証券投資の経験を有する保険会社を先行させたのである。第2章で見たように、日本では、長期にわたって銀行（為銀）が最大の機関投資家であった。これについては、中国も基本的に同様である。自己勘定による対外証券投資にせよ、QDII 方式による対外証券投資にせよ、銀行は極めて重要なポジションを占めており、対外証券投資全体の動向を左右している。なお、中国では、表 10 から明らかなように、QDII 資格を取得した金融機関の中に、外資系金融機関や外国金融機関の中国支

71) その第1号である国泰基金管理公司是 1998 年に設立された。

表 10 2007 年末時点で QDII 資格を取得した金融機関と運用限度額 (単位：億ドル)

	金融機関名	運用限度額		金融機関名	運用限度額
銀行	中国銀行	25.00	ファンド	華安基金管理公司	5.00
	中国工商銀行	20.00		○上投 Morgan 基金管理公司	50.00
	中国建設銀行	20.00		嘉実基金管理公司	50.00
	中国農業銀行	10.00		華夏基金管理公司	50.00
	交通銀行	15.00		南方基金管理公司	50.00
	中信銀行	5.00		工銀瑞信基金管理公司	40.00
	浦東發展銀行	5.00		華寶興業基金管理公司	40.00
	招商銀行	10.00	保険会社	平安保險公司	88.90
	民生銀行	5.00		中国人寿保險公司	32.50
	光大銀行	5.00		中国人保財險公司	2.38
	北京銀行	3.00		泰康保險公司	3.85
	○HSBC	25.00		中意人寿保險公司	0.15
	○東亜銀行	3.00		中国人民保險公司	0.15
	○中国銀行(香港)有限公司	3.00		太平洋保險公司	0.67
	○南洋商業銀行	3.00		太平洋人寿保險公司	4.00
	○ハンセン銀行	3.00		中国人民健康保險公司	0.15
	○Credit Suisse	3.00		渤海財險公司	0.05
	○Citi group	5.00		華安財險公司	1.20
	○Societe Generale	5.00		華泰財險公司	1.30
	○Standard Chartered	5.00		生命人寿公司	0.09
	○Deutsche Bank	3.00		太平人寿公司	2.13
証券会社とその他	中国国際金融公司	50.00		金盛人寿公司	0.08
	華泰資産管理公司	1.30		中国再保險公司	3.50
				○安邦財險公司	0.65
				○友邦人寿公司	0.82
すべての QDII の取得した運用限度額の合計：659.87					

出所：外国為替管理局「QDII 一覧表」

注：① ○がついているのは外資系金融機関あるいは外国金融機関の中国支店である。

② 保険会社について、「人寿」は「生保」という意味であり、「財險」は「損保」という意味である。

店が含まれている。この点については、かつての日本とは異なるところである。

(3) 投資可能な海外市場のシーケンス

日本の場合、とりわけ一般投資家に対して、比較的成熟した OECD 加盟国の 8 証券取引所への投資を先行させ、後にその他の証券取引所へと徐々に拡大していった。中国の場合は、とりわけ QDII 資格を取得した銀行に対して、香港市場への投資を先行させた。

この香港市場先行の理由は以下の事情によるものと考えられる。すなわち、①香港ドルが米ドルに連動しており（カレンシーボード）、2005 年 7 月 21 日以前、人民元もドルに固定されていたため、香港ドルと人民元の間には、為替リスクが殆どなかったこと、②2005 年 7 月 21 日以降は、人民元がバスケット制へ移行することとなったが、変動幅は管理されているため、他の海外市場と比べ、香港市場での為替リスクは比較的把握されやすいこと、③香港市場では、数多くの中国企業が H 株やレッドチップの形で上場しており、香港市場への証券投資の増大は、これらの中国企業の株価の安定に寄与することができ、また、中国企業の株価の変動が香港市場全体に大きな影響を与えているという現実があるため、香港市場への証券投資の増大は、香港経済の繁栄、ひいては「一国二制度」の基盤の安定に寄与するという側面を持つこと、等である。ただし、香港市場への過度の集中はリスク分散の原則と逆行することになりかねない。そのため、2007 年後半以降、銀行業監督管理委員会は QDII 資格を取得した銀行に対して、投資可能な海外市場を順次追加したのである。海外市場の選別・追加について、その結果は日本と異なるが、基本的な方針に関しては、日本と同様、成熟した海外市場を優先するという考え方に基づいているものと見られる。

(4) 投資可能な金融商品のシーケンス

日本では、投資可能な金融商品は対外証券投資を解禁した初期段階において

は、指定した一部の海外市場に上場される株式と債券に限定されていたが、その後、徐々に非上場証券や外国投信へとその範囲が拡大されていった。これに対して、中国では、投資可能な金融商品は QDII を導入した初期段階においては、指定した海外市場で取引される確定利付商品に限定され、その後、上場している株式やファンドへとその範囲が拡大されるという経緯を辿った。シーケンスの詳細な部分については、日本と中国は異なるにしても、金融機関のリスク管理と投資家保護という観点に立って、相対的にリスクの低い商品への投資を先行させ、後に相対的にリスクの高い商品への投資を徐々に解禁していくという考え方に関しては、中国と日本はほぼ共通している。

日本では、規制改革の初期段階において、円建外債の発行を認め、その後、70 年代後半にかけて、外国株式の国内流通や国内上場等を順次認めてきた。これに対して、中国では、国際金融機関による元建外債（パンダ債）の発行が 2005 年に初めて試みられた。しかし、人民元はハードカレンシーではないため、たとえパンダ債の方式で人民元資金が調達できたとしても、その資金運用はかなりの困難を伴うこととなった。そのため、パンダ債の実績は今のところ、それほど芳しくないのが実情である。現時点での発行件数は、アジア開発銀行（ADB）と世界銀行グループの傘下にある国際金融公社（IFC）による二件に止まり、それぞれの金額も 10 億元程度に過ぎなかった。なお、外国証券の国内流通と国内上場は現在、検討されているが、まだ認められていない。

六 規制方法の相違について

現在の中国とかつての日本を比較してみると、両国とも投資可能な商品と海外市場、外国証券売買の残高と純増等について、諸々の制限を加えていることがわかる。詳細な部分における具体的な規制方法について、中国と日本はかなり異なるにしても、きめ細かい規制を張り巡らしているという点においては、両国は共通している。

具体的な規制方法について、両国が異なるのは、中国は外国為替管理と資本取引規制を堅持する中で、QDII 制度を採用しており、QDII 資格を取得した金融機関の投資行動を監視するため、預託銀行制度を導入しているという一点である。

この制度に基づいて、QDII 資格を取得した金融機関は、投資活動を実行する際、その運用資金の全額を預託銀行へ預託しなければならない。預託銀行は QDII 資格を取得した金融機関の対外証券投資の詳細を外国為替管理局に報告し、投資に関わる記録を 20 年間保存することとなる。これに関連して、かつて OECD 加盟をめぐる協議の際、OECD 側は日本に対し、資本逃避の防止策として、為銀預託制度を導入したらどうかということを勧めていたが、日本はこの制度の実効性を疑い、採用しなかったことが想起される。

七 規制改革時の国際金融環境について

日本の場合、対外証券投資は完全禁止から原則自由・個別許可へと大きく進展したのは 70 年代であった。そして部分的自由化から高度な自由化へと進化したのは 80 年代であった。当時、国際社会は冷戦構造の下にあり、自由化思想はそれほど浸透しておらず、資本取引規制や外国為替管理は多くの国々でごく普通に行われていたのである。

とりわけ 70 年代は、ニクソン・ショック、欧州通貨不安、オイル・ショック等を契機として、国際金融市場が幾度も激しく動揺する時期であった。国際的なショックが生じるたびに、日本経済は大きな衝撃を受けることとなった。例えば、1973 年、イタリアの二重相場制への移行に起因した欧州通貨不安は大きな波乱を引き起こし、東京外国為替市場は 2 月 10～13 日、そして 3 月 2～16 日と二度も閉鎖されたのである。このような国際金融の激動期にあって、円の為替レートの安定と国際収支のバランスを維持するため、日本はやむをえず規制の緩和、規制の再強化を繰り返し、めまぐるしい規制措置の調整を行っていたのである。

これに対して、中国が対外証券投資の規制改革に踏み切ることを決意した時、すでに金融の自由化、グローバル化、証券化はその飛躍的進展の真っ只中にあり、資本取引規制の緩和ないし撤廃、市場メカニズムに基づく外国為替制度の採用は世界の潮流となっていた。すなわち自国の置かれる国際金融環境については、現在の中国とかつての日本とは根本的に異なっている。このような国際金融環境のもとで、中国はグローバル資本主義に深く関わることによって、実体経済面においても金融経済面においても、大きな収益チャンスに恵まれることとなった。それと同時に、資本取引規制を緩和していく中で、大規模なボーダレスの資本移動がはらむリスクも、かつての日本の直面していたリスクとは比較にならないほどに増大している。しかも今日、中国が直面しているのは、①サブプライムローンの問題に起因する米国経済の不安と国際金融市場の動揺、②原油や穀物価格の高騰による国内経済への悪影響の伝播等に特徴づけられる極めて不安定な局面である。

とりわけサブプライムローン問題は金融の自由化、グローバル化、証券化の進展によって、そのリスクを増幅させている。サブプライムローンの多くはRMBS（モーゲージ担保証券）として証券化され、資本市場で取引されており、更にRMBSを裏づけとしたCDO（債務担保証券）も資本市場で流通している。金融の自由化・グローバル化のもとで、中国の金融機関を含め、世界中の投資家がそれらの証券を自由に売買することができる。そのため、サブプライムローンの資産内容が劣化すると、その衝撃は世界の隅々にまで走る事態となる。中国の金融機関も例外ではない。ロイター通信によれば、国有銀行最大手の中国銀行はサブプライムローン問題で大きな損失が生じることを見込み、13億ドルの引当金を計上せざるをえなくなったという⁷²⁾

ブレットンウッズ体制崩壊後の国際金融不安（70年代）と金融自由化・グローバル化・証券化が著しく進展する中での国際金融不安（今日）とは根本的

72) REUTERS (Mar. 25, 2008) : *Bank Of China Books \$1.3 Billion Subprime Allowance*
<http://www.reuters.com/article/businessNews/idUSHKF07902020080325>

に異なるのであるが、大きなリスクに直面し、場合によっては、国内金融システムに大きなショックを与えかねないという点においては、ほぼ同様である。

八 外国からの圧力について

日本は1964年にOECDに加盟した。当初、資本自由化コードの多くを保留したものの、将来的にはいずれ自由化しなければならなかった。また、OECD加盟をめぐる協議において、加盟諸国から対外証券投資の自由化を求められたが、それはそれほど強い要請ではなかった。その後、米国をはじめとする主要各国から、対外証券投資自由化に直接関わる要求を受けることはなかった。米国の対日要求は基本的に、円安是正と国内市場開放に集中していたのである。しかし、円安是正、言い換えれば、円高を容認すると、輸出産業が大きなダメージを受ける恐れがある。貿易立国の日本にとっては、輸出の不振は痛手となる。そこで実施された対外証券投資の規制緩和は、外圧への対抗措置という側面も窺える。円安是正を主な内容とした外圧はある意味では、日本の対外証券投資の規制改革に間接的に拍車をかけたと言える。

これについては、中国も基本的に同様である。中国は2001年にWTOへの加盟を実現した。WTOの原則に関しては、貿易自由化、国内市場開放、国民待遇の適用等が義務付けられているが、資本取引に関わる規制の緩和ないし撤廃については、特別な規定はない。しかし、グローバル経済の一員になった以上、国際社会の公認のルールにしたがって行動しなければならない。資本取引規制や外国為替管理の面で、国際ルールと相反する制度を採用しているなら、当然、その是正を要求されるであろう。まさにこのことが人民元の為替レートをめぐるチャイナバッシングの背景をなしている。

諸外国の対中要求の中で、中国が最も重要視しなければならないのは、米国の対中要求である。近年の中米戦略経済対話とその他の中米間の交渉を概観してみると、米国は政治面では人権と軍拡の問題に、そして経済面では元安是正と国内市場開放および知的財産権の保護に焦点を絞り、中国に対して、一層の

改善を求めていることがわかる。とりわけ人民元の為替レートの問題は中米間の極めて重要な懸案事項である。人民元の為替レートは2005年の外国為替制度改革の当初と比較すると、すでに17%も上昇している（1ドル=8.27元→1ドル6.81元）。米国の対中要求は無視してはならないが、これ以上の元高は中国経済にどのような影響を及ぼすか、中国にとって大きな問題となるはずである。このような背景のもとで導入された対外証券投資の規制緩和は、かつての日本と同様に外圧への対抗措置という側面が窺えるであろう。

しかし、日本の対米投資と中国の対米投資に対する米国の姿勢には一定の違いが看取される。日本の対米投資は、日米間の貿易収支不均衡の是正や円高対策等を背景とし、米国側もこれを歓迎するという側面を持っていたのに対して、米国は中国の対米投資については、それほど歓迎していないようである。例えば、2005年、中国海洋石油（CNOOC）が米国の石油会社ユノカルを買収することを計画したが、米議会の反対によって断念せざるをえなかった。また、2007年、中国の政府系ファンド（CIC）による米国企業への投資について、米議会は米国の軍事技術が流出する可能性があるとの強い懸念を表明した⁷³⁾。更に2008年、米国の金融当局は主要株主が政府系ファンド（CIC）であることを理由に、中国の国有大手銀行の対米進出に難色を示し、ライセンスの発行を遅らせた⁷⁴⁾。これらは米国が莫大な規模に膨らんだチャイナマネーの動向に対し、むしろ一定の警戒心を持っていることを示しているものといえよう。

第2節 日本の経験の中国への示唆

一 漸進的方式と危機時の緊急措置の重要性

かつての日本と現在の中国は、ともに漸進的方式という自由化のアプローチを採用している。漸進的方式は危機の回避を保証するものではないが、潜在的

73) サーチナ（2007年6月21日）

http://news.searchina.ne.jp/dispatch.cgi?y=2007&d=0621&f=business_0621_013.shtml

74) Financial Times (June 17, 2008) : *US delays licences for China's biggest banks*

<http://www.ft.com/cms/s/0/ce5a3748-3c05-11dd-9cb2-0000779fd2ac.html>

なりスクの抑制については、一定の効果がある。日本は1970～80年代後半の十数年にわたって、対外証券投資の規制体系を完全禁止から高度な自由化へと進化させていった。この長いプロセスの中で、漸進的方式こそが、政策上の大きな失敗を回避する基本的な要因であったといえよう。

中国の場合は現在、置かれている国際金融環境はかつての日本と比べ、比較できないほど複雑化している。とりわけサブプライムローンの問題で国際金融市場の不安が続く中、より慎重な行動が要請されている。改革開放から今日に至るまでの長い期間、中国はあらゆる分野で漸進的方式に基づき、規制改革を実施してきた。その実績は評価されるべきであろう。今後、状況の変化に応じて改革のスピードを調整することがありうるとしても、この基本的なスタンスは大きく変更する必要がないであろう。また、中国はかつての日本と違って、資本取引自由化に深く関係する国内銀行部門の強化、国内金融市場の整備等々、いくつかの課題に取り組んでおり、機関投資家もいまだ成熟段階には至っておらず、引き続き漸進的方式を堅持することは適切だといえよう。

なお、漸進的方式はただ単に、改革のスピードを遅らせるという意味ではなく、①国内経済の状況、②金融システムの整備と銀行部門の強化、③外国為替制度の改革、④国際収支の状況、⑤国際金融情勢の変化を十分に見極めながら、適切なスピードで規制改革を推し進めていくという意味において重要なのである。

危機時の対応については、オイル・ショック時、日本は過剰な資本流出と円安の進行を食い止めるため、対外証券投資について、規制緩和の停止と規制の再強化を幾度も実施した。現在の中国は原油価格の高騰に直面しながらも、人民元の為替レートは上昇し続けている。依然として巨額の国際収支の黒字を計上し続けており、外貨準備残高は1兆8,000億ドルに達している。短期的にみると、かつての危機時の日本のようにドル不足に陥ることは当分、想定し難いであろう。しかし、中国は巨額の資本逃避という慢性的な問題を抱えており、近年、ホットマネーの流入という新たな問題に悩まされ始めている。すなわち

制度上厳格な規制が採用されているにもかかわらず、規制不可能なボータレスの資本移動が相当な規模に上っているのである。長期的にみると、内外情勢の急激な変化によって、大量の資本流出が生じてしまい、国際収支の悪化や急激な元安という不測の事態の発生は完全に否定することはできない。そのため、生じうるショックに対応するには、たとえ一時、金融の自由化・グローバル化という世界の潮流と逆行することになったとしても、資本取引規制あるいは外国為替管理の再強化の発動というような緊急措置を常に留保しておくことが望ましいであろう。

二 一般投資家の役割の重要性

日本では、比較的早い段階において、一般投資家に対し、条件付きで規制緩和を行った。その後、一般投資家による対外証券投資は順調に拡大し、1977年時点で為銀に取って代わって最も大きな投資主体となった。資本流出促進の段階においては、一般投資家は極めて重要な役割を果たしたのである。

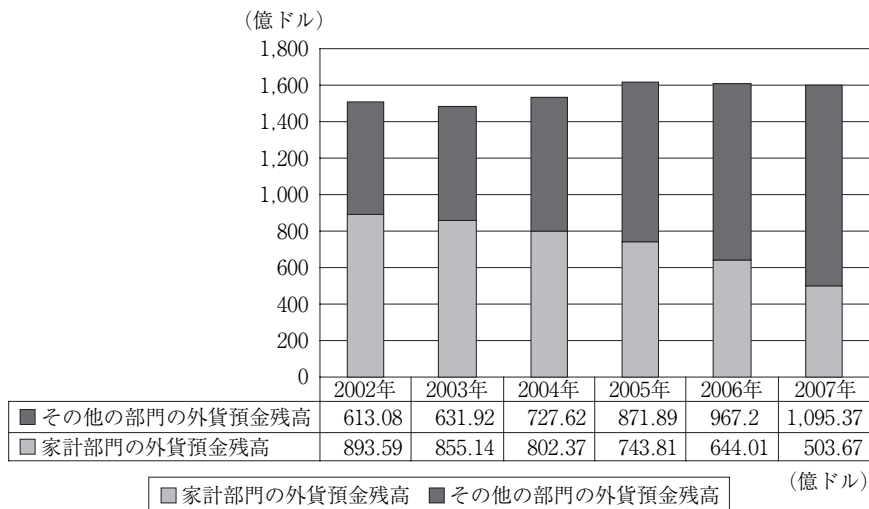
これに対して、中国の対外証券投資は現時点では、すべて機関投資家に委ねられている。しかし、機関投資家による対外証券投資の実績と資本流出促進の効果については、それほど望ましい結果は得られていないのである。2007年後半まで、外国為替管理局はQDII資格を取得した機関投資家に対して、合計400億ドル以上の運用残高限度額を認めてきたが、実質的に利用されているのはわずか100億ドル余りに過ぎなかった⁷⁵⁾

一般投資家による直接的な対外証券投資については、2007年8月に凍結されて以来、殆ど進展が見られていない。中国では、家計部門の外貨預金残高は、元高ドル安の進行を受けて近年、縮小傾向に転じているが、2007年末時

75) これは2007年11月、外国為替管理局がバンク・オブ・ニューヨークおよびメリルリンチと共催した「2007年国内適格機関投資家フォーラム」において、発表したものである。詳細は外国為替管理局のウェブサイトを参照されたい。

http://www.safe.gov.cn/model_safe/news/new_detail.jsp?ID=900000000000000000,637&id=3&type=1

図6 2002～07年 中国の外貨預金残高の推移



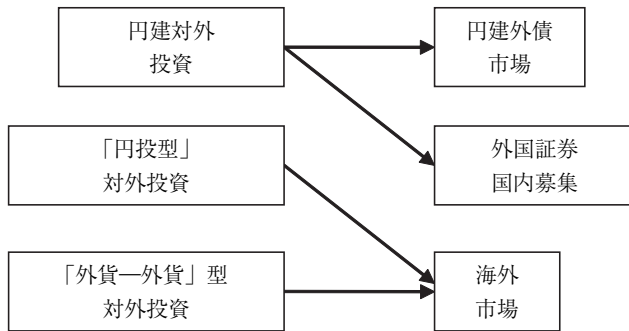
出所：人民銀行：Summary of Sources & Uses of Funds of Financial Institutions
<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongji/tongjishuju/gofile.asp?file=2008S02.htm>

点で 503.67 億ドルと依然として一定の規模を維持している（図6 参照）。この部分の資金をある程度海外市場へ誘導することができれば、対外証券投資全体の規模が拡大し、資本収支の黒字の増大に一定の抑制効果が働き、国際収支不均衡の改善に寄与することとなるであろう。ただし、機関投資家でさえ、未熟であり、ノウハウの学習・経験の蓄積に時間を要する段階にあって、一般投資家による直接的な対外証券投資を解禁することは果たして適切なのか、投資家保護の観点からどのような過渡的措置をとればいいのか、という問題に留意すべきである。

三 自国通貨建外債、外国証券の国内募集について

第2章で見たように、日本の対外証券投資の主な市場は①円建外債、②外国証券の国内募集、③ニューヨーク市場を中心とする海外市場という三つであっ

図7 日本の対外証券投資の三つのタイプと三つの市場



た。更に対外証券投資のタイプについては、奥田（2007）は①円建対外投資、②「円投型」対外投資、③「外貨－外貨」の対外投資という三つのタイプがあると指摘した。この三つの市場と三つのタイプの相互関係は、図7の通りである。

円建外債の発行については、日本は対外証券投資に関わる規制改革の初期段階で認めている。このため、日本の対外証券投資は長期にわたって、対外債券投資を中心に展開することとなった。そして、1970～71年、円建外債は最も重要な投資先であった。その後、円建外債の地位は外国証券の国内募集や対米投資の急増によって次第に後退したものの、依然として資本流出の拡大に大きく寄与している。なお、外国証券の国内募集は1972年に解禁されて以降、急速に増大し、1978年の対米投資が急増するまでに、円建外債に取って代わって最も重要な投資先になっている。

これに対して、中国は現時点において、基本的に機関投資家による海外市場への投資という一つ的手段に頼っている。しかも、その主流は「元投型」（人民元→外貨→海外市場）ではなく、「外貨－外貨」というタイプである。資本流出の更なる拡大を図ろうとするなら、「元投型」対外投資の拡大や元建外債（パンダ債）の規制緩和ならびに外国証券の国内募集の許可も視野に入れてお

かなければならないであろう。

元建外債と「元投型」対外投資ならびに外国証券の国内募集の規制緩和を行う場合、どのような問題点に留意すべきであろうか。

- (1) 元建外債：円建対外投資の原資は円建貿易黒字であった。中国の場合、貿易決済について、人民元を用いることは香港や一部の国境沿い地域を除いて基本的に認められていない。しかし、国内で生じる過剰な流動性は元建外債投資の原資になりうるであろう。元建外債は、一定の規模に達するなら、国際収支不均衡の改善に寄与するのみならず、過剰流動性の新たなはけ口となりうるため、経済の過熱化を抑制することにも一定の効果があるであろう。しかし、現時点で、元建外債の実績はアジア開発銀行(ADB)と国際金融公社(IFC)による二件のみである。人民元はハードカレンシーではないため、この二件は中国国内のプロジェクトに投じるしかなかった。すなわち元建外債の拡大には人民元の国際化という大きな壁が立ち塞がっているのである。元建外債の拡大を図るなら、人民元の国際化を視野に入れながら、人民元の流通可能な地域を徐々に拡大させていく努力をしなければならない。当然ながら、国内債券市場の整備、外国為替制度の抜本的な改革、金利政策の調整等々、多くの問題もそれに関わっているのである。

- (2) 「元投型」対外投資：金融機関の自己勘定による対外証券投資は保険会社を除いて主に「外貨－外貨」というタイプに限定されている。QDII方式の対外証券投資について、顧客が人民元を用いてQDII商品を取得することは可能であるが、外貨への転換が行われなため、「元投型」とはいえない。「元投型」対外投資の拡大を図ろうとするなら、金融機関にこのタイプの対外証券投資を許可しなければならない。しかし、奥田(2007)によれば、「円投型」対外投資は円の為替レートに影響を与えると同時に、円の為替レートの変動にも左右され、場合によっては、円高の悪循環あるいは円安の悪循環が生じる可能性があるという。「元投型」対外投資を拡

大させる場合は、この問題に十分に注意する必要があるであろう。

- (3) 外国証券の国内募集：この問題は現在、すでに中国国内で議論されている。すなわち、香港市場で上場した中国企業の現地法人（レッドチップ）が預託証券（CDR：China Depository Receipt）を発行する形で中国の証券市場に上場し（逆進出）、資金調達をするという試みである。CDR は人民元建であり、それを取得することは元建対外証券投資となる。しかし、実施する目処はまだたたないでいる。将来的に実施することは考えられるが、その際、二つの問題に留意すべきである。すなわち、①CDR は国内証券と競合することになりうるので、国内株式市場が好況でない限り、CDR の解禁は適切ではない、②レッドチップの親会社の多くは中国国内の株式市場にすでに上場している中国企業であり、その子会社の CDR が同じ国内株式市場に上場されると、同一企業のものであるにも拘らず、価格の異なる二つの証券が同一証券市場で流通することとなり、その差額を狙う投機が生じるかもしれない、という問題である。CDR の解禁が国内の株式市場にどのような影響を与えるかについては、十分に検討されなければならない。

四 海外市場の偏在について

日本は規制改革の初期段階において、OECD 加盟国の 8 証券取引所への投資を先行的に許可した。その後、投資可能な海外市場を徐々に追加し、1977 年時点で合計 23 の海外市場への投資が可能となった。しかし、結果として、1977 年以降、諸海外市場の内、ニューヨーク市場が圧倒的に重要なポジションを占めるようになった。

これについて、奥田（2007）は 70 年代から 80 年代にかけて日本の対外投資は米国の経常収支赤字のかかなりの部分をファイナンスし、それによってドルの信認の維持に貢献してきたと指摘している。梶山（2000）は、①米国偏重の結果、アジアへの資本還流が不十分、かつ不安定であり、実体経済におけるアジ

アへの関与の深さと、資本取引におけるアジアとの関係の希薄さはアンバランスである、②日本の投資家はドル建て対米投資を行う際、一方的に為替リスクを負担する形となっており、世界最大の債権国である日本は最大の債務国である米国から円切り上げ圧力を受けることから、ドル建資産を積み上げていけばいくほど、為替リスクが高まっていくこととなる、と指摘した。

では、中国の対外証券投資は特定の海外市場へ偏っているのであろうか。確かに QDII 方式の対外証券投資について、香港市場以外の海外市場への投資が解禁される以前には、制度上の制約によって、香港市場へ偏っていたことが考えられる。しかし、QDII 方式の対外証券投資は、対外証券投資全体に占めるウェイトが低いため、対外証券投資全体の実態を反映しているということとはできない。とすれば、対外証券投資全体には投資先の偏在という問題はあるのであろうか。

中国にとって対米経済関係が最も重要な対外経済関係であることを考慮し、以下では中国の対米証券投資に焦点をあて、検証を試みることにしたい。中国では、国別や通貨別の対外証券投資の統計が現時点では、発表されていないので、米国財務省の公表した中国大陸の対米長期証券投資のデータを用いて検証することとする（表 11）。

表 11 から明らかなように、中国は 1985 年から米国の資本市場で、財務省証券（中長期）、政府機関債、米国企業の株式の売買を開始した。米国企業の社債の売買はそれより 1 年早く 1984 年から開始されている。対米株式投資については、1985 年以降、毎年、実績が計上され、2003 年までの多くの年において、取得と売却はほぼ均衡していた。これを中国の国際収支表と照合すると、一致しない部分がかかなり多いことがわかる。この原因の究明は本稿の範囲を超えるが、一部の中国資本は規制を逃れ、米国市場に流れた可能性は否定できない。

まず、中国が現在保有している米国の財務省証券（中長期）と政府機関債および米国企業の社債と株式の残高を表 11 のデータを用いて試算してみよう。各種証券の保有残高は当該証券の毎年の純増額の合計で求めることができる。

表 11 1984～2007 年 中国の対米長期証券投資の推移

(単位: 億ドル)

	財務省証券			政府機関債			米国企業の社債			米国企業の株式		
	取得	売却	純増	取得	売却	純増	取得	売却	純増	取得	売却	純増
1984年	0	0	0	0	0	0	0.64	0.29	0.35	0	0.01	-0.01
1985年	17.12	14.40	2.72	0.10	0.10	0	0.17	0.31	-0.14	0.05	0.05	0
1986年	12.49	11.26	1.23	0.17	0.26	-0.09	0.35	0.30	0.05	0.06	0.44	-0.38
1987年	18.60	19.49	-0.89	0.27	0.29	-0.02	0.28	0.03	0.25	0.58	0.58	0
1988年	28.09	27.24	0.85	0.13	0.09	0.04	0.09	0.27	-0.18	0.46	0.29	0.17
1989年	30.28	32.27	-1.99	0.31	0.44	-0.13	0.82	0.63	0.19	0.48	0.39	0.09
1990年	56.69	53.25	3.44	0.06	0.09	-0.03	0.87	0.98	-0.11	0.53	0.52	0.01
1991年	40.32	39.21	1.11	1.25	0.79	0.46	0.74	0.59	0.15	0.59	0.53	0.06
1992年	84.58	50.65	33.93	7.41	2.56	4.85	8.20	1.26	6.94	0.89	0.78	0.11
1993年	73.76	69.25	4.51	8.61	3.08	5.53	3.82	2.29	1.53	1.13	1.57	-0.44
1994年	195.26	73.21	122.05	6.29	1.31	4.98	1.56	0.52	1.04	0.68	0.89	-0.21
1995年	234.65	227.62	7.03	11.82	3.27	8.55	1.30	1.16	0.14	1.48	1.59	-0.11
1996年	387.04	242.51	144.53	33.59	6.03	27.56	4.81	2.24	2.57	1.70	1.72	-0.02
1997年	442.13	360.55	81.58	27.25	10.17	17.08	3.71	3.01	0.7	3.74	3.12	0.62
1998年	306.11	280.12	25.99	68.10	59.37	8.73	5.30	4.83	0.47	6.02	6.01	0.01
1999年	593.70	511.80	81.9	154.82	71.39	83.43	6.75	1.55	5.2	17.41	15.37	2.04
2000年	579.44	619.15	-39.71	264.90	76.71	188.19	11.62	3.54	8.08	28.36	29.39	-1.03
2001年	1,274.07	1,082.90	191.17	498.27	238.48	259.79	75.54	8.66	66.88	16.74	16.71	0.03
2002年	1,672.34	1,431.57	240.77	590.73	298.09	292.64	76.18	16.56	59.62	18.45	16.84	1.61
2003年	2,074.55	1,770.48	304.07	908.99	609.68	299.31	70.38	22.86	47.52	22.05	22.86	-0.81
2004年	1,901.41	1,712.46	188.95	612.82	448.95	163.87	139.42	16.05	123.37	21.48	24.55	-3.07
2005年	1,894.22	1,520.53	373.69	778.40	548.54	229.86	310.50	49.20	261.3	26.05	31.33	-5.28
2006年	1,435.44	1,029.11	406.33	1,053.48	679.47	374.01	379.87	68.29	311.58	57.75	53.04	4.71
2007年	1,079.59	1,159.27	-79.68	1,597.82	860.49	737.33	503.00	86.25	416.75	106.90	66.97	39.93
合計	14,431.88	12,338.3	2,093.58	6,625.59	3,919.65	2,705.94	1,605.92	291.67	1,314.25	333.58	295.55	38.03

出所: 米国財務省が公表した「Foreign Purchases and Sales of Long-term Domestic and Foreign Securities by Type」に基づき, 計算, 作成。

① 財務省証券（中長期）の保有残高

$$= 2.72 + 1.23 + \cdots + 406.33 + (-79.68) = 2,093.58 \text{ 億ドル}$$

② 政府機関債の保有残高

$$= (-0.09) + (-0.02) + \cdots + 374.01 + 737.33 = 2,705.94 \text{ 億ドル}$$

③ 米国企業の社債の保有残高

$$= 0.35 + (-0.14) + \cdots + 311.58 + 416.75 = 1,314.25 \text{ 億ドル}$$

④ 米国企業の株式の保有残高

$$= (-0.01) + 0 + \cdots + (-5.28) + 4.71 + 39.93 = 38.03 \text{ 億ドル}$$

次に、中国の保有している米国の財務省証券（中長期）と政府機関債、米国企業の社債と株式がそれぞれ外貨準備残高、外国社債の保有総額、外国株式の保有総額にどのような割合を占めているかを試算してみよう。なお、試算にあたって、2007年末時点で中国の保有している外貨準備残高、外国社債総額、外国株式総額については、「中国対外投資持高表」（2007）に示されているそれぞれ1兆5,349億ドル、2,206億ドル、189億ドルという数値を用いた。

① 財務省証券（中長期）と政府機関債の割合

$$\begin{aligned} &= (\text{財務省証券（中長期）保有残高} + \text{政府機関債保有残高}) \div \text{外貨準備残高} \\ &= (2,093.58 + 2,705.94) \div 15,349 \div 31\% \end{aligned}$$

② 米国企業社債の割合

$$= \text{米国社債保有残高} \div \text{外国債券保有総額} = 1,314.25 \div 2,206 \div 60\%$$

③ 米国企業株式の割合

$$= \text{米国株式保有残高} \div \text{外国株式保有総額} = 38.03 \div 189 \div 20\%$$

以上のように、①米国企業の株式の外国株式保有総額に占める割合は約20%であり、したがって株式投資については、米国市場に偏っているとはいえない。②米国企業の社債の外国債券保有総額に占める割合は約60%である。

米国側の統計は長期投資に限定しており、中国側の統計は、中長期投資と短期投資の合計であって対米短期債券投資も考慮すれば、その割合はもっと高くなる可能性があり、したがって債券投資については、米国市場に偏っているといえよう。③財務省証券（中長期）と政府機関債は、中国人民銀行がその殆どを外貨準備運用のために取得したと仮定するなら、その保有残高の外貨準備残高に占める割合は約31%であり、偏っているとはいえないが、かなり高い比率であろう。したがって中国の対外証券投資の相当部分は米国市場へ向かっており、とりわけ米国企業の社債の保有割合は突出しているのである。このことは、中国が米国に対して膨大な貿易黒字を持っている一方、対米証券投資の形で相当の額のドル資金を米国へ還流させていることを意味している。

2005年の外国為替制度改革以降、長期にわたって元高ドル安が進行している。現在の中国はかつての日本と同様に、自国の投資家が一方的に為替リスクを負担することとなっている。そして、かつての日本と同様に、米国から人民元切り上げを要求されていることから、ドル建資産を積み上げていけばいくほど、為替リスクが増大していくのである。為替リスクだけではなく、サブプライムローンの問題に起因して、米国市場の不安が続く中、すべての外国証券の保有残高に占める米国企業の株式や債券の割合が高くなればなるほど、市場リスクや信用リスクも増大していくのである。対外証券投資が自由化されれば、投資可能な海外市場の制限も解除される。どの市場へ投資するかは、最終的には投資家の個別判断に委ねられるしかないが、一つの海外市場に過度に集中することは、リスク分散の原則と逆行することとなるであろう。

五 対外証券投資の効果について

日本は1970年、円切り上げ圧力と短資流入の増幅への対抗手段として対外証券投資の解禁を実施した。その後の一連の規制緩和も基本的に、円高と短資流入を食い止めるために、実施された。一方、対外証券投資に関わる規制の再強化は2度のオイル・ショック時に、実施された。それは円安の進行と資本流

出によるドル不足を食い止める手段として利用されたのである。すなわち、対外証券投資の規制緩和にせよ、規制再強化にせよ、いずれも内外資本移動の調節弁であり、円の為替レート of 安定はその最大の目的であった。資本流入が過剰になり、円の為替レートに上昇圧力がかかる場合、調節弁を緩めて資本を放出し、逆に資本流出が過剰になり、円の為替レートに下落圧力がかかる場合は、調節弁を閉めて資本をとどめるのである。

果たして、対外証券投資の規制緩和と規制再強化は内外資本移動の調節弁として有効に働いたのか。第2章で述べたように、1973年、変動相場制への移行後、日本は第1次オイル・ショックに見舞われた。円安を食い止めるため、1973年10月から1974年にかけて、規制強化を実施した。にもかかわらず、激しい円売り・ドル買いによって円安が進行した。第2次オイル・ショック時の状況もほぼ同様であった。また、1976年から1978年にかけて、国際収支の改善に伴い、円は上昇傾向へ転じた。円高に対処するため大幅な規制緩和を実施したが、経常収支の黒字の急増に起因し、円高が進行したのである。すなわち、日本の経験に限ってみても、対外証券投資の規制緩和や規制再強化を為替レートの安定を維持するための手段として利用する場合、期待するほどの効果が得られることは難しいといえる。

六 中国の今後の規制改革に関する政策提言

中国は今後、対外証券投資に関わる更なる規制改革をどのように推し進めていけばよいのか。以下では、以上の分析を踏まえて、若干の政策提言を試みることにしたい。

- (1) 国際収支不均衡の改善は対外的にも対内的にも重要な課題である。経常収支黒字の削減と対内投資による資本流入の削減が極めて困難であるという状況下では、対外投資とりわけ対外証券投資の一層の規制緩和が必要となるであろう。2004年以降のQDII制度を中心とする規制緩和は一定の進展を見せてきたが、実績は芳しくなかった。制度面でも依然として多くの

規制が存在しており、「部分的自由化」が行われているに過ぎない。「高度な自由化」への道程は、平坦なものではなく、様々な困難が待ち受けている。それらの困難は、国際金融不安という外的要因もあれば、成熟した機関投資家の不在という内的要因もある。そのため、自国の状況の変化と国際金融の動向に十分に注意を払いながら、引き続き漸進的方式に基づき、規制改革を推し進めていくことが適切であろう。

- (2) 現在の中国とかつての日本とは、置かれている国際金融環境が根本的に異なることに注意しなければならない。自由化思想はそれほど浸透していなかった70年代とは対照的に、今日の国際金融は自由化、グローバル化、証券化が著しく進展している。中国の対外証券投資の自由化はこの潮流の真っ只中で行われている。自由化によって大きな収益チャンスに恵まれる一方、潜在的なリスクも70年代とは比較にならないほど増大している。そして、サブプライムローンのように、リスクは自由化、グローバル化、証券化によって増幅され、世界中に拡散していくのである。漸進的方式の堅持は適切であるが、漸進的方式は秩序だった自由化を保証するものではない。そのため、不測の事態に対処するため、資本取引規制・外国為替管理の再強化といった緊急措置は常に留保しておくべきであろう。
- (3) 資本取引自由化のシーケンスについては、現在の中国とかつての日本はほぼ同様であり、また、対外証券投資自由化のシーケンスについても、かなり類似している。この事情を考慮すると、日本の経験を参考にして、中国の今後の改革の基本的な方向を推定する作業は一定の有意性を持ちうるように思われる。表12はその作業結果であるが、ここでは、①漸進的方式に基づくことから、必ずしも2段階で完成するとは限らない、②変動相場制への移行や国内金融システムの整備・強化ならびに投資家の育成等々は必要条件である、③許認可制→事前届出制→事後届出制という順番は適切である、という三点が留意されるべきであろう。

表12 今後の規制改革について

	自 己 勘 定			備 考
	現段階の規制内容	第 1 段階	第 2 段階	
機関投資家	(1) 保険会社は「元投型」対外が可能である、銀行とその他の金融機関の対外証券投資は基本的に「外貨-外貨」というタイプに限られている (2) 外貨資産に占める外国証券の割合は制限されている(残高規制) (3) 銀行による対外株式投資が禁止されている	(1) 保険会社以外の金融機関に対して「元投型」対外投資を許可する (2) 残高規制は維持するが、その限度を徐々に引き上げる (3) 銀行による対外株式投資を条件つきで解禁(残高規制適用：例えば資産の3%以内)	(2) 残高規制は維持するが、その限度を更に引き上げ、最終的に完全に撤廃する	銀行部門の経営の健全化は優先課題。そのため銀行による対外株式投資に制限を加えることが必要
	QDII 方式による対外証券投資			備 考
	現段階の規制内容	第 1 段階	第 2 段階	
機関投資家	(1) 資本金等に関わる資格面の高いハードルの設定 (2) 投資可能な金融商品：上場している証券に限られる (3) 投資可能な市場：指定した海外市場に限られる (4) 預託制度による資金管理	(2) 投資可能な金融商品を上場した証券から非上場証券へ拡大 (3) 投資可能な市場を追加(G8加盟国の市場→OECD加盟国の市場→エマージング市場→その他の市場)	(2) 投資可能な金融商品に関わる規制を撤廃 (3) 投資可能な市場に関わる規制を撤廃	(1) 資本金に関わる規制は安易に撤廃してはならない (2) 変動相場制へ移行まで預託制度が必要
一般投資家	現段階の規制内容	第 1 段階	第 2 段階	備 考
	完全禁止	(1) 香港市場に上場する中国系レッドチップの株式や債券に限り規制緩和 (2) 運用限度額を設ける (3) 資本逃避の防止策として為銀預託制度を採用する	(1) 状況に応じて、香港市場に上場するその他の株式や債券へ範囲を拡大する (2) 運用限度額を引き上げる	

	現段階の規制内容	第 1 段階	第 2 段階	備 考
外国証券 国内上場 国内流通	完全禁止	レッドチップのみならず、G8 加盟国の優良な企業にも解禁	OECD 加盟国の優良な企業にも解禁	国内証券市場への影響を検討
	現段階の規制内容	第 1 段階	第 2 段階	備 考
元建外債	制約要因：人民元の国際化は実現していない	香港を中心に実験的に導入	海外市場における人民元使用の拡大に伴い緩和	

- (4) 一般投資家による対外証券投資の解禁について、検討しなければならない。中国の家計部門はかなりの規模の外貨預金を有しており、有力な投資主体として、十分に期待できるであろう。現在、凍結されている「香港株直通車」という発想は適切であるが、資本逃避をどのように防止するかについて、預託制度の適用等々の規制の構築が必要である。この問題に留意しながらも、解禁に向けて積極的に検討し、できるだけ早期に解禁に踏み切るべきであろう。その際、かつての日本と同様に、投資家保護の観点から、①適切に海外市場を選別する、②投資可能な商品について、リスクの低い商品を先行させ、後にリスクの高い商品へと徐々に緩和していくという方針を採用することは適切である。
- (5) 機関投資家については、規制改革は一定の進展を見せている。今後は、引き続き残高規制や投資可能な商品と海外市場に関する規制を中心に規制緩和を進めていく必要があるであろう。ただし、現在、重要な規制内容として実施している QDII 資格に関する条件については、緩和すべきかどうか、慎重に検討されるべきである。国内の機関投資家が十分に成熟していないと判断されれば、投資主体を制限することは依然として必要であろう。海外市場については、統計制度を整備し、正しく状況を把握することに努めるべきである。そして一つの市場に過度に集中しないように、場合によっては、適切な行政指導を行うことも必要である。
- (6) 外国証券の国内上場・流通と元建外債の拡大は資本流出促進に寄与す

る。このため、これらの取引に関わる規制緩和を積極的に検討する必要がある。外国証券の国内募集については、一先ず、香港市場で上場している中国企業の現地法人（レッドチップ等）をターゲットにし、CDRによる中国国内での資金調達の可能性を検討する。その際、国内証券市場に与える影響に十分に注意を払うべきである。また、元建外債については、資本流出のみならず、人民元の新たなはけ口となりうるため、国内経済の過熱化の抑制にも一定の効果があるであろう。しかし、人民元の国際化という大きな壁を乗り越えなければならない。現状から見ると、これは相当な時間を要するであろう。更に、外国為替制度の抜本的な改革（変動相場制への移行）、国内債券市場の整備、金利自由化等々もそれに関連するため、これらの課題の研究・解決が先行しなければならない。

- (7) 対外証券投資の拡大による元高圧力の緩和については、かつての日本の経験が示唆しているように、期待するほどの効果は得られない可能性がある。原油や穀物の価格が高騰する中、一定の元高を容認することは原材料の輸入コストの削減につながるが、急速な元高は輸出産業に大きなダメージを与える恐れがあるため、元高圧力に対処するにあたって対外証券投資だけではなく、対外直接投資や為銀の対外融資の奨励、元転換規制の強化等も政策のパッケージにいられておく必要があるであろう。

お わ り に

本稿は、中国における対外証券投資の規制改革の現状と、かつて日本で実施された対外証券投資自由化のプロセスを比較し、日本の経験の中国への示唆を探った上で、中国が今後、対外証券投資に関わる規制改革をどのように推し進めればよいのかについて、その留意点を明らかにし、一定の政策提言を試みた。しかし、現段階では、対外証券投資に関わるいくつかの課題の検討は依然として残されている。例えば、①一般投資家による対外証券投資の規制緩和を実施する際、資本逃避を有効に防ぐためには、預託制度以外に具体的にどのよ

うな対策をとればいいのか。②外国証券の国内上場・流通の規制緩和について、その重要性を指摘したが、外国証券と国内証券は競合する可能性がある。かつて日本は OECD から助言を受けた際、これをかなり懸念していた。具体的に国内市場にどのような影響を与えるか、また想定しうる影響に対し、どのような対策を採用すればいいのか。これらについて、引き続き研究していきたいと考えている。

参考文献一覧

一 英語文献

- 『*Foreign Purchases and Sales of Long-term Domestic and Foreign Securities by Type : China, Minland (41408)*』 U. S. Department of Treasury, Treasury International Capital System : http://www.ustreas.gov/tic/sl_41408.txt
- Russell Green and Tom Torgerson (March 2007), *Are High Foreign Exchange Reserves in Emerging Markets a Blessing or a Burden*, Department of The Treasury Office of International Affairs Occasional Paper BO.6
- Jung sik Kim (2004), *International Reserve Management in East Asia*, Yonsei University, Seoul, Korea
- USCC (2004) 『*U.S.-China Economic and Security Review Commission Annual Report*』 http://www.uscc.gov/annual_report/04_annual_report.php

二 中国語文献

- 中国国家統計局編 『中国統計年鑑』(2006 年) 中国統計出版社
- 外国為替管理局編 『中国国際収支報告』(2005～07 年) 外国為替管理局ウェブサイト
- 外国為替管理局編 『国際収支表』(1985～2007 年) 外国為替管理局ウェブサイト
- 外国為替管理局編 『対外債務統計』(1985～2007 年) 外国為替管理局ウェブサイト
(外国為替管理局ウェブサイト：http://www.safe.gov.cn/model_safe/index.html)

三 日本語文献

- 『大蔵省国際金融年報』昭和 52 年～56 年 金融財政事情研究会
- 合衆国商務省センサス局編 『現代アメリカデータ総覧』(2007 年) 原書房
- 『外為年鑑』(1968～1982 年) 外国為替情報社
- 日本統計協会編 『日本長期統計総覧』総務省統計局ウェブサイト：<http://www.stat.go.jp>
- 荒巻健二(2004)「資本取引自由化の Sequencing—日本の経験と中国への示唆」『開発金融研

究所報』2004年第21号

犬田章（2000）『わが国戦後の外国為替管理政策と長期・短期資本取引規制の緩和：「原則禁止」の外為法（1949）から「原則自由」の外為法改正（1979）まで30年間の歩み』中央公論事業出版

内田茂男（1995）『日本証券史』日本経済新聞社

奥田宏司（2007）『円とドルの国際金融—ドル体制下の日本を中心に』ミネルヴァ書房

梶山恵司（2000）「アジアにおける円資金の有効利用に向けて」『FRI研究レポート』富士通総研 NO.82, May 2000

白井早由里（2004）『人民元と中国経済』日本経済新聞社

田村秀男（2004）『人民元・ドル・円』岩波新書

童適平（2006）「中国における短期金融市場の整備と金融政策との関わり—ベースマネー供給変化の分析」『松山大学論集』第18巻第3号

中島厚志編著（2004）『中国人民元の挑戦』東洋経済新報社

本田敬吉、秦忠夫編（1998）『戦後日本の国際金融史：柏木雄介の証言』有斐閣