

松 山 大 学 論 集  
第 24 卷 第 6 号 抜 刷  
2 0 1 3 年 2 月 発 行

中国における資本取引規制の実効性と  
規制のありかたに関する研究  
—— 短期資本移動の分析を中心に ——

馮

俊

# 中国における資本取引規制の実効性と 規制のありかたに関する研究

—— 短期資本移動の分析を中心に ——

馮 俊

## はじめに

周知のように、中国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格な規制を採用している<sup>1)</sup>。

中国の資本取引規制は実効性の高いものだろうか。この問題に関して、いくつかの優れた先行研究がある。たとえば、中国科学院（2004）は種類別資本取引と米中金利差との関係および投資と貯蓄との関係を検証し、資本取引規制は短期的には一定の効果があつたとしても、長期的にはその実効性が低下していくと指摘した。金・李（2005）は中国の貨幣政策の独立性、資本の流動性、内外金利差、国際収支という4つの側面から分析し、①アジア通貨危機が勃発した1997年および人民元切り上げ観測が強まった2002年以降、資本取引規制の実効性の低下が見られたと指摘した上で、②資本逃避やホットマネーへの対策が十分ではないという見解を示した。他方、李・汪（2004）はChinn（2001）の長期均衡モデル<sup>2)</sup>を利用し、資本取引規制と国内金融市場の発展との関係を

---

1) 固定相場制、自由な資本移動、独立性のある金融政策の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）。

2) Chinn（2001）は105ヶ国の1970～97年のデータを分析し、国によって、状況が異なると指摘しつつも、資本取引規制は、金融市場の発展を阻害するとの結論を導き出した。金融市場の発展と資本取引規制の関係を表す長期均衡モデルは、 $FD_t = \gamma_0 + \gamma_1 KC_t + X_t \Gamma + \mu_t$ （FDは金融市場の発展を表す変数、KCは資本取引規制を表す変数、Xはその他の経済変数）

分析した上で、1997年以前、規制が国内金融市場の保護という役割を果たすことができたが、1997年以降、その役割が徐々に低下してきたと指摘した<sup>3)</sup>

以上の先行研究は、いずれも資本取引全体にかかわる規制を分析対象としたものである。国際収支表では、資本収支は、①投資収支と②その他資本収支から構成される。さらに投資収支は、①直接投資、②証券投資、③その他投資から構成される。アジア通貨危機の教訓から明らかなように、自国の具体的な状況や条件を考慮せずに拙速な資本取引自由化を行った場合、短期資本移動に関わるリスクが著しく増大する。巨額の資本流出が生じた場合、自国通貨の価値の暴落と国内金融システムの崩壊が惹き起こされる。本稿は中国の国際収支表上の短期資本取引に焦点をあて、短期資本移動の推移をレビューしたうえで、資本取引規制の実効性を検証し、規制のありかたを検討することを試みる。

## I. 短期資本移動の推移

本稿が分析対象とした短期資本はその他投資に記録されている出所の確認できる短期資本である（誤差脱漏を含まない）。その他投資には直接投資、証券投資および外貨準備資産に該当しない全ての資本取引が計上される。証券投資と同様に国内居住者の部門別に区別されている。また、形態別にも①貸付・借入、②貿易信用、③現預金、④その他に細分されている。現預金以外は長期と短期に分けて計上されている。

まず、1985～2011年の26年間について、5つの期間にわけて短期資本移動の推移をレビューしておきたい。ここでは、 $SKA_{in}$  が短期資本の流入額を、

---

3) 資本取引規制の実効性に関して、海外では様々な研究がなされているが、規制の実効性に対して、否定的な意見が多い。たとえば、Obstfeld (1995) は、資本取引規制は一定期間において国内外における同様の金融商品の収益率の差(鞘)を維持することができるが、民間資本による規制を回避する動きが強まるにつれて鞘が徐々に縮小すると指摘した。Dooley and Isard (1980) は、資本取引規制は資本流出を防ぐという点において一定の効果があるが、海外からの資本流入の減少をもたらしまうと指摘した。Johnston and Ryan (1994) は52ヶ国の途上国と先進国における1985～92年の資本取引規制の実効性を分析し、先進国に比べて途上国の規制の実効性が低いと指摘した。

表1 中国における短期資本移動の推移 (1985~2011年)

	SKA <sub>in</sub> (億ドル)	SKA <sub>out</sub> (億ドル)	SKA <sub>in</sub> -SKA <sub>out</sub> (億ドル)	SKA <sub>in</sub> +SKA <sub>out</sub> (億ドル)	SKA <sub>in</sub> +SKA <sub>out</sub> /GDP (%)	SKA <sub>in</sub> +SKA <sub>out</sub> /KA <sub>total</sub> (%)
1985年	113.5	90.8	22.7	204.2	6.6	62.3
1986年	93.4	116.4	-22.9	209.8	6.9	59.0
1987年	94.3	92.1	2.1	186.4	5.7	57.7
1988年	91.5	90.7	0.8	182.2	4.4	54.6
1989年	63.5	78.7	-15.2	142.1	3.1	42.8
1990年	87.7	119.6	-32.0	207.3	5.1	55.3
1991年	74.7	71.0	3.6	145.7	3.4	44.7
1992年	25.8	34.9	-9.1	60.7	1.2	10.0
1993年	4.8	44.1	-39.4	48.9	0.8	6.3
1994年	10.0	41.2	-31.1	51.2	0.9	5.6
1995年	16.4	12.2	4.3	28.6	0.4	3.0
1996年	12.6	28.4	-15.9	41.0	0.5	4.0
1997年	215.7	383.4	-167.7	599.1	6.1	36.5
1998年	183.7	523.9	-340.2	707.6	6.8	38.3
1999年	188.5	405.5	-217.0	594.0	5.4	33.3
2001年	382.8	108.1	274.7	490.9	3.7	29.9
2002年	490.5	464.1	26.5	954.6	6.6	42.5
2003年	1,312.0	792.0	520.0	2,104.0	12.7	48.8
2004年	2,241.0	2,215.0	26.0	4,456.0	22.9	64.7
2005年	2,644.0	2,637.0	7.0	5,281.0	23.1	60.4
2006年	4,841.0	4,734.0	107.0	9,575.0	34.4	67.4
2007年	5,888.0	6,917.0	-1,029.0	12,805.0	36.6	67.6
2008年	5,298.0	6,173.0	-875.0	11,471.0	25.3	59.5
2009年	4,488.0	3,430.0	1,058.0	7,918.0	15.7	51.8
2010年	6,606.0	5,717.0	889.0	12,323.0	21.5	60.2
2011年	7,892.0	6,776.0	1,116.0	14,668.0	20.0	57.0

(出所)「国際収支表」(1985~2011年),『中国統計年鑑』(1996~2011年)および国家統計局速報に基づき,筆者作成。

(注)2000年の短期資本に関するデータが欠如している。

$SKA_{out}$  が短期資本の流出額を、 $SKA_{in} - SKA_{out}$  が両者の差額（短期資本収支）を、 $SKA_{in} + SKA_{out}$  が短期資本の流出入総額を、 $KA_{total}$  が資本取引全体の流出入総額を表している。

(1) 1985～89年：短期資本収支は1985年に大幅な流入を記録し、1986年と1989年に大幅な流出を計上したが<sup>3</sup>、1987～88年の2年間においては、流出入がほぼ均衡していた。短期資本移動の対名目GDP比、および資本取引全体の流出入総額に占める短期資本移動のウェイトはそれぞれ  $SKA_{in} + SKA_{out}/GDP$ 、 $SKA_{in} + SKA_{out}/K_{total}$  で表しているが、いずれの数値も90年代の数値に比べて高かったことがわかる。これは当時の名目GDPおよび直接投資などの長期資本取引の規模が小さかったことによるものと考えられる。

(2) 1990～96年：短期資本移動は流出入ともに縮小傾向に転じた。名目GDPの規模拡大に伴い、 $SKA_{in} + SKA_{out}/GDP$  が5%台から1%以下へと低下した。一方、この期間においては、外国直接投資の誘致が積極的に促進されるようになり、とりわけ1992年以降、外国企業による対中直接投資が急増した。その結果、資本取引全体における長期資本取引の規模が拡大し、短期資本移動のウェイトを表す  $SKA_{in} + SKA_{out}/KA_{total}$  が50%台から4%台へと低下したのである。

(3) 1997～99年：1997年にタイを震源地としたアジア通貨危機が勃発した。資本取引規制が強化されたにもかかわらず、1997～99年、中国の短期資本収支は大幅な赤字を計上した。この期間においては、名目GDPと資本取引全体の規模が拡大していったものの、短期資本移動も流出入ともに急速に増大したため、 $SKA_{in} + SKA_{out}/GDP$ 、および  $SKA_{in} + SKA_{out}/KA_{total}$  が90年代初頭の水準に戻った。

(4) 2001～06年：2001～02年、アジア通貨危機時の状況から一転し、短期資本収支が黒字を計上した。さらに2003～06年、流出入ともに4,000億ドル台へと急速に規模拡大した。短期資本収支の金額をみると、2003年に520億ドルとそれまでの史上最高の黒字額を記録した。一方、流出入総額が急速に膨

らんだ結果、 $SKA_{in} + SKA_{out} / K_{total}$  が40%台後半から60%台後半へ、そして  $SKA_{in} + SKA_{out} / GDP$  が30%台へと上昇した。これは人民元の切り上げ観測が強まる中で<sup>4)</sup>、為替差益などを狙う投機マネーが短期資本取引のチャネルを通じて、その流入を加速させたことによるものと考えられる。

(5) 2007～11年：2007年に米国では、サブプライムローン問題が勃発し、その影響がたちまち世界各国に伝播し、世界規模の金融不安を引き起こした。中国の短期資本収支をみると、2007～08年の2年間において大幅な赤字を計上したことがわかる。とりわけ2007年、-1,029億ドルとそれまでの史上最高の赤字額を記録した。また、リーマンショックが勃発した2008年においても、-875億ドルと巨額の赤字を計上した。しかし、2009年になると、短期資本収支が一転して1,058億ドルの黒字を計上した。欧州ソブリン危機が勃発した翌2010年には889億ドルとやや黒字額が減少したが、2011年になると、1,116億ドルと史上最高の黒字額を記録した。 $SKA_{in} + SKA_{out} / GDP$  と  $SKA_{in} + SKA_{out} / K_{total}$  については、2007～09年の3年間において流出入ともに規模縮小に転じたため、 $SKA_{in} + SKA_{out} / GDP$  と  $SKA_{in} + SKA_{out} / K_{total}$  は、いずれも若干低下したが、2010～11年の2年間はそれぞれ20～21%と57～60%の水準をキープしている。

## II. 短期資本移動の安定さに関する検証

以上、1985～2011年の26年間における中国の短期資本移動の推移をレビューした。資本取引規制が実効性の高いものであれば、資本の流出も流入も規制当局によってコントロールされるため、一定期間における短期資本移動のバラツキが大きくなり安定的に推移するはずだろう。以下では、中国の短期資本移動は安定的に推移しているのかという問題について検証してみる。

4) 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。

短期資本移動の安定さは、どのように評価すべきだろうか。例えば  $n$  年における短期資本の流出入総額はそれぞれ  $X_1, X_2, X_3, \dots, X_n$  とすると、 $n$  年における短期資本の流出入総額の平均額 ( $\bar{X}$ ) は以下の式(1)で表すことができよう。

$$\bar{X} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n X_i \quad (1)$$

そして、以下の式(2)のように、各年における短期資本の流出入総額 ( $X_1, X_2, X_3, \dots, X_n$ ) と  $n$  年における短期資本の流出入総額の平均値 ( $\bar{X}$ ) を使って求めた分散 ( $\sigma^2$ ) は  $n$  年における短期資本の流出入総額のバラツキ、すなわち安定さを表すものである。

$$\sigma^2 = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2 \quad (2)$$

しかし、分散 ( $\sigma^2$ ) は偏差平方和を使っているため、元データや平均値と比較するのが難しい。この2乗分を取り除いたものが式(3)の標準偏差 ( $\sigma$ ) である。

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2}{n}} \quad (3)$$

ただ、平均値が大きくなると、標準偏差も大きくなりがちである。この影響を取り除いたものが以下の式(4)の変動係数 (CV) である。

$$CV = \frac{\sigma}{\bar{X}} \quad (4)$$

本稿は、この変動係数 (CV) を用いて短期資本移動の安定さを検証する。変動係数 (CV) が大きくなればなるほど、短期資本移動が不安定であるということの意味する。時期の区分について、 $SKA_{in} + SKA_{out} / GDP$  と  $SKA_{in} + SKA_{out} / K_{total}$  をみると、アジア通貨危機が勃発した1997年が1つの転換点だったことがわかる。このため、以下では、この26年間を1985~96年と1997年~2011年という2つの期間にわけて、それぞれの期間における  $SKA_{in} + SKA_{out}$  および  $SKA_{in} + SKA_{out}$  の変動係数 (CV) を推計してみる。

表2 短期資本移動の変動係数 (CV)

	1985～1996年		1997～2011年	
資本流入	x	57.33	x	3,047.94
	$\mu$	40.35	$\mu$	2,723.34
	CV	0.70	CV	0.89
	1985～1996年		1997～2011年	
資本流出	x	68.34	x	2,948.29
	$\mu$	35.44	$\mu$	2,636.02
	CV	0.52	CV	0.89
	1985～1996年		1997～2011年	
流出入総額	x	125.68	x	5,996.23
	$\mu$	73.68	$\mu$	4,868.50
	CV	0.59	CV	0.89

(注1) 表1に基づき、筆者計算。

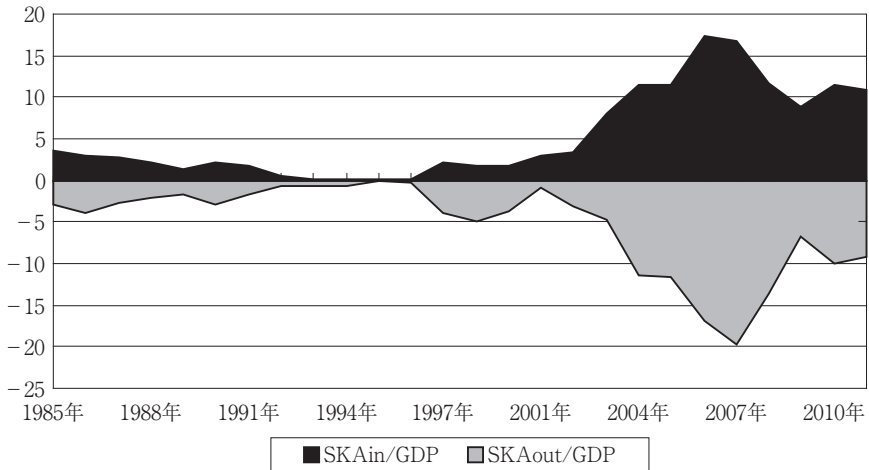
(注2) 変動係数:  $CV = \mu/x$  (CV: 変動係数,  $\mu$ : 標準偏差, x: 算術平均)

表2から明らかなように、 $SKA_{in} + SKA_{out}$  および  $SKA_{in} - SKA_{out}$  の変動係数 (CV) に関しては、いずれも 1997～2011年の数値が 1985～1996年の数値より大きい。すなわち 1997年以降の短期資本移動はそれ以前に比べて不安定になったといえよう。

表2の結論は図1でも確認できよう。短期資本移動が不安定さを増しながら、流出入双方の規模を拡大させていった。この期間において中国政府は短期資本取引に対して特に大幅な規制緩和を実施した事実がなかった。むしろアジア通貨危機やリーマンショックなどの国際金融の激動期に直面するたびに、許認可の厳格化など規制を強化したのである<sup>5)</sup>。それにもかかわらず、短期資本移動のバラツキが大きくなったことから、規制措置が有効に働いていないと推察できよう。



図1 短期資本の流出入の対GDP比 (1985~2011年, %)



(出所)「国際収支表」(1985~2011),『中国統計年鑑』(1996~2011)および国家統計局速報に基づき,筆者作成。

### Ⅲ. 短期資本移動の規模拡大の要因

短期資本移動の規模はなぜ拡大したのだろうか。これについて近年における国内外の研究は主にホットマネーの流入という問題に集中している。ホットマネー<sup>6)</sup>の流入をもたらした要因について,王・何(2007),露口(2009),柯隆

5) たとえば,1997年にアジア通貨危機の影響を受けて人民元切り下げ観測が強まった。それを背景に人民元を外貨に転換し,対外借入を早期に返済しようとする取引が増え始めた。しかし,この種の取引が増えると,元安圧力が強まることは必至であった。1998年8月20日,中国人民銀行と外国為替管理局はこの種の取引を禁止すると発表した。2003年以降,経常収支の黒字額の増大や諸外国における人民元問題に関する対中バッシングなどを背景に人民元切り上げ観測が強まった。このような状況下で,アジア通貨危機時の状況と全く逆のパターン,すなわち元安時に外貨を借り入れ,元高がある程度進行した時点で返済することが有利であると判断する企業が増えるというパターンが現れてきた。しかし,この種の取引が元高圧力を煽ることは明らかであった。2005年10月,外国為替管理局は①期限180日以上,金額20万ドル以上の延払信用に対して登録義務を課す,②外資の出資比率25%以下の合弁企業に対して対外債務に関わる優遇政策を与えない,③外資の投資会社やリース会社に対して対外債務の上限を設定する,④多国籍企業の子会社によるグループ内の資金調達も対外債務と見なすという規制強化措置を導入した。詳細は馮(2009a)を参照のこと。

(2010) など多くの先行研究は人民元の増価期待がその決定要因であると指摘している<sup>6)</sup>。国際収支の不均衡が深刻化しつつある中で、中国の外国為替市場では元高圧力が強まった。さらに2003年以降、中国と米国をはじめとする先進諸国の間で貿易摩擦が深刻化し、米国から人民元の切り上げを強く要求された。すなわち、人民元は国内の外国為替市場と諸外国との両面から切り上げ圧力がかかっていたのである。中国人民銀行は元高を阻止するために、頻繁に為替介入を実施したが、その結果、ハイパワードマネーの増大がマネーサプライの増大をもたらし、過剰な流動性が生み出され、国内経済の過熱化が進行した。その一方で、不胎化介入が徐々に限界を迎え、金融政策の実効性が低下した。すなわち、為替相場政策と金融政策は深刻なジレンマに陥ったのである。このため、中国政府はいずれ人民元の切り上げに踏み切るしかないだろうという期待感が強まった。人民元が切り上がる前に人民元建ての資産を保有しておけば、切り上げ後に大きな為替差益を手にすることができる。これを狙ってホットマネーがさまざまな経路から流入してきたということである。

本稿はこれらの先行研究と異なる視点からこの問題を探ってみたい。1997年以降という時期は中国が積極的に貿易自由化・経済のグローバル化を推進した時期でもある<sup>8)</sup>。短期資本移動の規模拡大と中国自身が推進した貿易自由化・経済のグローバル化との間に何らかの関係が存在する可能性がある。以下では、両者の関係を検証する。貿易自由化・経済のグローバル化の度合いを表す指標として、①貿易開放度を表すT/GDP、②金融グローバル化の度合いを表

---

6) ホットマネーとは1971年ニクソン・ショック以降に行き場を失ったユーロカレンシーで構成される国際資本である。その多くが実体経済に不必要な貨幣であるため、各国の資産市場や金融市場を移動し続けている。また、レバレッジ効果により、元本の何倍にも膨れ上がっているため、影響力は絶大である。

7) 王・何(2007) pp.16~18

8) 中国は1996年に経常取引の自由化を実施した。2001年にWTOに加盟し、貿易自由化と金融・サービス部門を含む国内市場の対外開放を促進してきた。さらに、2002年から対内証券投資の緩和、2003年から対外直接投資の緩和、2004年から対外証券投資の緩和、2005年から外国為替相場制度の改革など、一連の自由化・グローバル化措置を導入してきた。

す EXAL/GDP, ③国内金融市場の対外開放の度合いを表す FBA/SOBA, という3つの指標を使用する。ここでは T が貿易総額を, EXAL が対外資産負債総額を, FBA が外資銀行の資産を, SOBA が国有銀行の資産を表している。

SKA<sub>in</sub>/GDP と SKA<sub>out</sub>/GDP および (SKA<sub>in</sub>+SKA<sub>out</sub>)/GDP を被説明変数として, 上記3つの指標を説明変数としてそれぞれ回帰分析を行った(表3)。その結果に基づき, 以下の結論を導き出すことができる。すなわち, ①(SKA<sub>in</sub>+SKA<sub>out</sub>)/GDP は貿易自由化の進展と強い正の相関性を持っている。貿易自由化の進展につれて, 貿易の規模が拡大し, 貿易信用というチャネルを通じる短期資本移動が次第に規模拡大したと考えられる。②SKA<sub>in</sub>/GDP は同様に貿易自由化の進展と強い正の相関性を持っている。③SKA<sub>out</sub>/GDP は説明変数のいずれとも強い正の相関性を持っており, とりわけ国内金融市場の対外開放の度合いによる影響が大きい。

表3 短期資本移動の規模拡大の要因に関する検証結果

被説明変数 説明変数	(SKA <sub>in</sub> +SKA <sub>out</sub> )/GDP	SKA <sub>in</sub> /GDP	SKA <sub>out</sub> /GDP
切片	-0.558494** (-2.195023)	-0.252686 (-1.849421)	-0.305807** (-2.501837)
T/GDP	0.725656** (2.402755)	0.369074** (2.275758)	0.356582** (2.457696)
EXAL/GDP	0.301972 (2.038020)	0.145787 (1.832289)	0.156185** (2.194178)
FBA/SOBA	3.120494 (1.923004)	0.757374 (0.869162)	2.363121*** (3.031330)
重決定 R2	0.867908	0.782131	0.914268

(出所)『中国統計年鑑』(1996~2011年),「国際収支表」(1985~2011年)および国家統計局速報に基づき,筆者作成。

(注) ( ) 内は t 値, \*\*と\*\*\*はそれぞれ 10%と5%で有意であることを意味する。

#### IV. 短期資本移動の規模拡大の影響

##### 1. 短期資本移動とマネーサプライ

マネーサプライの規模は貨幣乗数とハイパワードマネーの規模で決定される。マネーサプライとハイパワードマネーは以下の式で表すことができる。 $(M = \text{マネーサプライ}, H = \text{ハイパワードマネー}, C = \text{現金通貨}, D = \text{預金通貨}, R = \text{支払い準備})$

$$M = C + D \quad (1)$$

$$H = C + R \quad (2)$$

ここで(1)式を(2)式で割ると、次の式が得られる。

$$\frac{M}{H} = \frac{C + D}{C + R} \quad (3)$$

(3)式の分母と分子を  $D$  で割り、両側に  $H$  を乗じると、次の式が得られる。

$$M = \left( \frac{\frac{C}{D} + 1}{\frac{C}{D} + \frac{R}{D}} \right) \times H = \alpha \times H \quad (4)$$

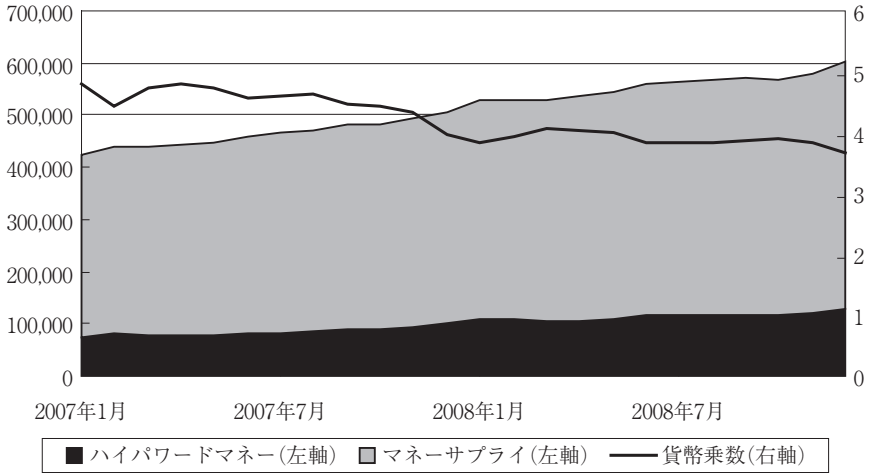
(4)式では、 $\frac{C}{D}$  は現金預金比率を、 $\frac{R}{D}$  は法定準備率を表す。 $\alpha$  が貨幣乗数を表す。

図2から明らかのように、中国では、マネーサプライはハイパワードマネーの増大に伴い、規模拡大の一途を辿っていた（貨幣乗数は低下）。一方、ハイパワードマネーの増大要因について、童（2006）と拙稿馮（2010）は中央銀行の対外資産、主に外貨準備の増加がその最大要因であると指摘している。短期資本移動も外貨準備の増減要因の一つになることから、マネーサプライに一定の影響を与えるのである。

表4は経常収支（CA）の対GDP比、長期資本収支（LKC）の対GDP比、短期資本収支（SKA）の対GDP比およびマネーサプライ（M2）の対GDP比

図2 マネーサプライとハイパワードマネーの推移

(2007年1月～2008年12月, 億元, %)



(出所) 中国人民銀行 (<http://www.pbc.gov.cn/>) の公表資料に基づいて筆者計算・作成。

表4 経常収支, 長期資本収支, 短期資本収支と M2 の相関関係

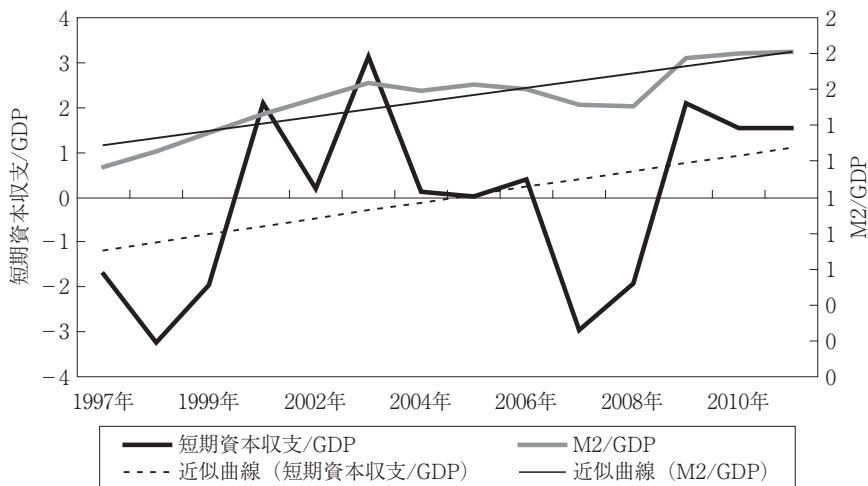
	M2/GDP (マーシャルの k)	CA/GDP	LKA/GDP	SKA/GDP
M2/GDP (マーシャルの k)	1			
CA/GDP	0.106277	1		
LKA/GDP	0.763808	-0.25586	1	
SKA/GDP	0.70263	-0.38631	0.917017	1

(出所) 『中国統計年鑑』(1996～2011年), 「国際収支表」(1985～2011年) および中国人民銀行 (<http://www.pbc.gov.cn/>) の公表資料に基づき, 筆者作成。

(注) SKA = SKA<sub>in</sub> - SKA<sub>out</sub>

(マーシャルの k) という4つの指標の相関関係を表している。この表から明らかかなように, マネーサプライは短期資本収支と強い相関関係を持っている (R=0.70263)。また, 図3から明らかかなように, M2/GDPと短期資本収支/GDPの両者はその長期トレンド線(近似曲線)がほぼ平行しており, 長期ト

図3 M2/GDPと短期資本収支/GDPの比較 (1997～2011年, %)



(出所)『中国統計年鑑』(1996～2011年),「国際収支表」(1985～2011年)および中国人民銀行 (<http://www.pbc.gov.cn/>)の公表資料に基づき,筆者作成。

トレンド線を上回る時期もほぼ同じである。すなわち,短期資本収支の黒字額が長期トレンド線を上回るほど急増した場合, M2/GDPも長期トレンド線を上回り,過剰流動性が生み出されるのである。

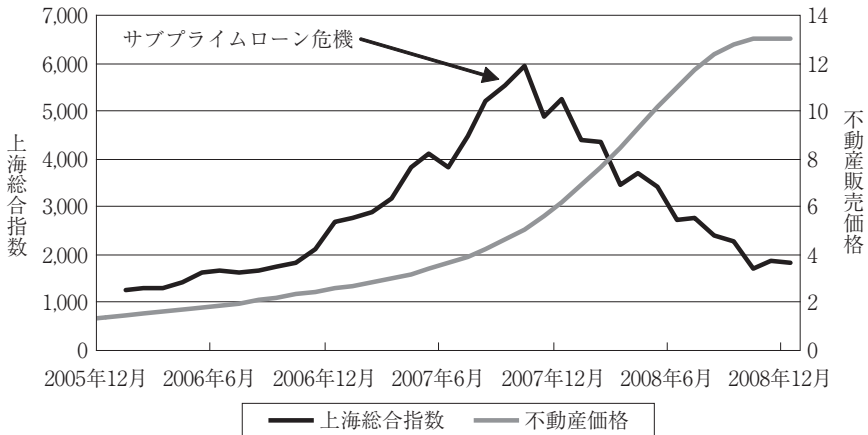
## 2. 短期資本移動の株式市場および不動産市場への影響

短期資本移動の中国経済への影響について,楊・孫(2010)は1997～2009年,短期資本移動はとりわけ資本市場に大きな影響を及ぼしたが,CPIにはそれほど大きな影響を及ぼしていないと指摘した。しかし,楊・孫(2010)が分析対象とした短期資本移動は外貨準備の純増額から貿易黒字と外国直接投資(FDI)を引いたものであり,本稿が分析対象とした短期資本移動と異なる。

これまでの分析を通じて,短期資本収支の黒字の急増(資本流入)が過剰流動性を生み出したということが確認できた。一般的に過剰流動性が証券市場や不動産市場におけるバブルを形成させる傾向があると指摘される<sup>9)</sup>。図4から明

図4 A株指数と不動産販売価格の推移

(2005年12月～2008年12月)



(出所) 上証総合指数：『上海証券取引所統計月報』(2005年12月～2008年12月)  
 不動産販売価格：国家発展改革委員会の月次統計  
 (注) 不動産価格について、2005年12月の価格を1としている。

らかなように2006～07年、株価の急騰と同時に不動産も急速に値上がりした。短期資本移動は証券市場と不動産市場にどのような影響を与えたのだろうか。以下ではこれを検証してみる。

ここでは、ASがA株市場の売買代金を、REが不動産(建物のみ)の売買代金を表している(表5)。三者の相関関係の検証を行った結果に基づき、以下の結論を導き出すことができる。すなわち、① $SKA_{in}+SKA_{out}$ とASおよび $SKA_{in}+SKA_{out}$ とREとは正の相関性を持っている。2005～07年、 $SKA_{in}+SKA_{out}$ が5,000億ドル台から12,000億ドル台へと急速に規模拡大したのと同時に、株式市場と不動産市場では、売買代金の増加を伴う価格の上昇が生じたことから、短期資本移動の規模拡大につれて、株式取引と不動産取引が活発化し、これによってバブルが形成された可能性が高い。② $SKA_{in}+SKA_{out}$ とREとの相

9) これは、アジア通貨危機の教訓の1つである。詳細は、渡辺(2004)第9章を参照のこと。

表5 A株出来高および不動産売買高と短期資本移動との相関関係

	$(SKA_{in} + SKA_{out})/GDP$	AS/GDP	RE/GDP
$(SKA_{in} + SKA_{out})/GDP$	1		
AS/GDP	0.579092	1	
RE/GDP	0.696013	0.83084	1

(出所)『中国統計年鑑』(1996~2011年),「国際収支表」(1985~2011年)に基づき,筆者作成。

関性が  $SKA_{in} + SKA_{out}$  と AS との相関性より高いこと, さらに2007年以降, A株指数が下落したのに対して不動産価格が依然として上昇し続けたことから, 短期資本はA株市場より不動産市場を選好した可能性が高いと推察できよう。

## V. 間接規制(価格ベースの規制)の導入について

資本取引規制の種類については, Ariyoshi A. et al.,(2000) は, ①行政手段(許認可)による規制(直接規制), ②価格ベースの規制(間接規制)という2つの種類があると指摘した<sup>10)</sup> 一方, 河西(2001) は, ①資本流入を対象とする規制なのか, それとも資本流出を対象とする規制なのか, ②異常事態下の一時的規制なのか, それとも産業政策, 構造政策さらには安全保障理由による長期的な規制なのか, ③為替管理や支払制限などの措置による直接規制なのか, それとも課税や支払準備制度などによる価格ベースの間接規制なのか, ④グローバルな規制なのか, それとも各国ごとの規制なのか, という方法で分類できると指摘した<sup>11)</sup>

これらの先行研究を踏まえると, 中国の資本取引規制は, ①資本の流出入双方を規制対象とするものである, ②一時的な規制ではなく長期的な規制である, ③間接規制ではなく直接規制であるという特徴を有すると考えられる。

先行研究によると, 間接規制(価格ベースの規制)は直接課税と間接課税と

10) Ariyoshi A. et al.,(2000) p. 7

11) 河西(2001) p. 6



表6 価格ベースの規制に関する各国の経験

規制の種類	実施国	実施時期	内容	評価
(1)所得税： 居住者が保有する外国資産および非居住者が保有する本邦資産の収益が課税対象となる。	マレーシア	1992年2月～	1992年2月、マレーシア政府は外資の投資収益を対象に課税することを決定した。投資収益を1年以内に海外送金する場合、30%の税率を適用し、1年後に海外送金する場合、10%の税率を適用する。同年9月21日、上記の2種類の税率を10%に一本化した。	ステイグリッツは「マレーシアがいち早く回復したのも下降が浅くて済んだのも将来の成長の足枷となる国の借金がずっと少なく済んだのも、資本取引規制をしたからだ」と明らかにいえるのである。規制をしなかったら、金利をあれほど低く抑えられなかっただろう」と、その効果を讃えている。
(2)金融取引税： トービン税（金融取引税、通貨取引税などと呼ばれることもある）は、国際的な通貨の取引に対して低率の税をかける仕組みである。	ブラジル	1993年11月～	1993年11月、ブラジルは外資を対象に資本流入税を課税することを決定した。対外借入は3%の税率を適用し、外資によるブラジル国内の固定利付証券への投資は5%の税率を適用する。1996年6月、最高25%の税率を適用できるように法改正した。	内外金利差によって規制はそれほど効果を得られなかった。
(3)URR： 強制預託金制度	チリ	1991年6月	チリは1991年にURRの導入を決定した。当初、1年間20%の税率を適用したが、1992年5月から30%へと引き上げた。1998年6月より10%へと引き下げ、1998年9月からゼロ%にした。	目標がほぼ達成できた。

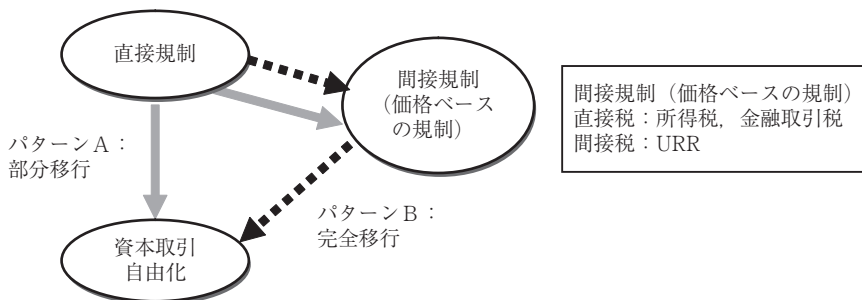
(出所) Ariyoshi A. et al.(2000), De Gregorio J., S. Edwards and R. Valdes (2000), ジョセフ・E. ステイグリッツ, 鈴木主税訳 (2002) に基づき, 筆者作成。

いう2つの種類がある。直接課税は主に所得税や金融取引税を課税する規制である。その一方で、間接課税は主に強制預託制度（URR）によるものである。

直接規制に比べて間接規制のほうが評価されている。1992年2月から所得税による規制を導入したマレーシアと1991年6月からURRによる規制を導入したチリは典型的な例として挙げられるが、いずれも一定の効果を得られたのである。

これまでの分析を通じて中国の資本取引規制、とりわけ短期資本移動に対する規制はそれほど実効性の高いものではないことが確認できた。人民元の国際化を目指す中国は将来的に資本取引にかかわる規制を大幅に緩和・撤廃し、資本取引自由化を実現しなければならない。しかし、この改革は相当時間を要するプロセスであり、拙速な自由化が金融危機を引き起こす恐れがあるというアジア通貨危機の教訓を念頭に入れて漸進的アプローチに基づいて進めるべきである。自由化の目標を達成するまでには、図5のように一部の資本取引について直接規制を維持しつつ、それ以外の資本取引について間接規制（価格ベースの規制）を採用する、あるいは規制体系全体を徐々に直接規制から間接規制へとシフトするなど、このような取り組みを通じて常に規制の実効性を確保することが望ましい。

図5 資本取引自由化に向けて2つのパターン



(出所) 筆者作成

## お わ り に

本稿は、短期資本移動に焦点をあて、中国の資本取引規制の実効性を検証した。結論としては、以下の4点にまとめることができる。

第1に、1985～96年に比べて1997～2011年における短期資本移動の変動係数が大幅に上昇したことから、資本取引規制の実効性が低下したといえる。中国政府は依然として厳格な規制措置を維持しているが、高い規制コストのわりに、望ましい結果を得られなくなるので、現行の規制システム自体が限界に達しつつあるといえる。

第2に、短期資本移動の規模拡大は内外金利差や為替相場の変動など様々な要因によるものであるが、中国自身が推進した貿易自由化・経済のグローバル化とも強い正の相関性を持っている。自由化とグローバル化の基本方向を変えることができないため、短期資本移動の規模がさらに拡大していくことに留意すべきである。

第3に、短期資本移動は中国の証券市場と不動産市場に大きな影響を与えている。短期資本は利益獲得の対象としてA株市場より不動産市場を選好する可能性が高い。現時点では短期資本は流出額に比べて流入額のほうが高いが、将来、何らかのきっかけで突然、大幅な流出に転じることによって不動産バブルが崩壊し、金融システムが大きな衝撃を受けることに警戒すべきである。

第4に、現時点では、中国は依然として直接規制を採用しているが、今後、資本取引自由化という目標を見据えて、他国の経験を参考にしつつ、所得税、金融取引税、またはURRの導入など、間接規制への部分移行または完全移行を検討したほうが望ましい。その具体的な方策については今後の研究課題にしたい。

## 参 考 文 献

Ariyoshi A. et al., "Capital Control: Country Experiences with Their Use and Liberalization," IMF occasional paper, 2000

- De Gregorio J., S. Edwards and R. Valdes., "Controls on Capital Inflows: Do They Work?"  
Journal of Development Economics, Vol. 63 (October), 2000
- Dooley, Michael P. and Isard, Peter., "Capital Controls, Political Risk, and Deviations from Interest-Rate Parity", Journal of Political Economy, 1980, 88 (2)
- Johnston, R. Barry and Ryan, Chris, "The Impact of Controls on Capital Movements on the Private Capital Accounts of Countries, Balance of Payments: Empirical Estimates and Policy Implications", IMF Working Paper 94/78
- Obstfeld, "International Capital Mobility In The 1990s", in understanding independence: The Macroeconomics of The Open Economy
- ジョセフ・E. スティグリッツ, 鈴木主税訳 (2002) 『世界を不幸にしたグローバリズムの正体』 徳間書店
- 柯隆 (2010) 「中国人民元為替問題の中間的総括」『富士通総研研究レポート』(富士通総研) No. 355 (2010年6月)
- 渡辺利夫 (2004) 「開発経済学入門」(第2版) 東洋経済新報社
- 河西宏之 (2001) 「発展途上国の資本取引規制をめぐって」『亜細亜大学国際関係紀要』(亜細亜大学) 第10巻第2号 (2001年3月)
- 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』(松山大学総合研究所) 第18巻第3号 (2006年8月発行)
- 馮俊 (2008) 「対外証券投資自由化に関する中日両国の比較分析」『松山大学論集』(松山大学総合研究所) 第20巻第5号 (2008年12月)
- 馮俊 (2009) 「中国の対外債務の実態と今後の制度改革について」『世界経済評論』(社団法人世界経済研究協会) 第53巻第10号 (2009年11月)
- 馮俊 (2010) 「中国の対内証券投資に関する規制改革」『国際金融』(財団法人外国為替貿易研究会) 第1215号 (2010年8月)
- 露口洋介 (2009) 「近年の中国におけるホットマネーの動き」『日銀レビュー』(日本銀行) (2009年7月)
- 金蚩・李子奈 (2005) 「中国資本管制有効性分析」『世界経済』(中国社会科学院) 2005年第8号 (2005年)
- 中国科学院管理・決策与信息系統重点实验室 (2004) 「中国資本控制的有効性分析」『研究簡報』(中国科学院) 第11号 (2004年9月28日)
- 李凌波・汪寿陽 (2004) 「資本管制及其对中国金融市場發展的影響分析」『CFEF 研究報告』(中国科学院虛擬經濟・金融研究中心) (RR/04/03)
- 王世華・何帆 (2007) 「中国的短期國際資本流動: 現状, 流動途徑和影響因素」『世界經濟』(中国社会科学院) 2007年第7期 (2007年5月発行)

一付表一 中国の資本取引に関わる規制体系

内 容	完全自由	部分自由	完全禁止	備 考
1 証券投資				
1-1 資本市場における証券業務				
1-1-1 非居住者による中国での中国証券の売買		◎		外国人投資家は国内のB株市場にアクセスすることができる。A株市場や債券市場へのアクセスはQFII制度に基づく。
1-1-2 非居住者による中国での外国証券の販売・募集		○		中国預託証券(CDR)については、検討中である。国際金融機関によるパンダ債の発行については、きわめて少ないが、実績がある。
1-1-3 居住者による外国での売買		◎		対外証券投資は為銀による自己勘定の対外債券投資を除いて、主にQDII制度に基づく。
1-1-4 居住者による外国での株式上市や債券発行		◎		国外での株式上市は証券業監督管理委員会の規定に従う。国外での債券発行は外国為替管理局の許可が必要である。
1-2 マネーマーケットにおける証券業務(Money Market Instruments: 短期国債, CD, 手形等)				
1-2-1 非居住者による中国での売買		◎		QFIIは証券業監督管理委員会の認めたすべての証券を取引することができる。
1-2-2 非居住者による中国での販売			○	該当する規定がない。
1-2-3 居住者による外国での売買		◎		QDII資格を取得した金融機関は当該取引を行うことができる。
1-2-4 居住者による外国での発行		○		可能ではあるが、株式を除く有価証券の発行は外国為替管理局の許可が必要である。
1-3 集団投資スキーム(Collective Investment Scheme)による証券業務				
1-3-1 非居住者による中国での売買		◎		QFII制度に基づく。
1-3-2 非居住者による中国での販売			○	該当する規定がない。
1-3-3 居住者による外国での売買		◎		QDII制度に基づく。
1-3-4 居住者による外国での発行		○		可能ではあるが、株式を除く有価証券の発行は外国為替管理局の許可が必要である。

1-4 デリバティブに関する証券業務				
1-4-1 非居住者による中国での売買		◎		QFII 制度に基づく。
1-4-2 非居住者による中国での販売			○	該当する規定がない。
1-4-3 居住者による外国での売買		◎		QDII 制度に基づく。
1-4-4 居住者による外国での発行			○	可能ではあるが、株式を除く有価証券の発行は外国為替管理局の許可が必要である。
2 直接投資				
2-1 対内直接投資		◎		大幅に自由化されたが、投資可能な分野や出資比率については、『投資産業目録』に従う必要がある。M&A についても規制がある。
2-2 対外直接投資		◎		大幅に自由化されたが、資金調達ルートに関する審査がまだ残っている。
2-3 外資企業の清算、撤退		◎		『外資企業法』や『合併企業法』等の“清算”の部分に従う必要がある。
2-4 非居住者による中国での不動産投資(取得・売却)			○	不可能ではないが、現実的には規制がきわめて厳しく、転売を目的とした取得は完全に禁止されている。1年以上滞在の外国人(居住者)に対しても規制が厳しい。
2-5 居住者による外国での不動産投資		◎		可能ではあるが、資金調達に関しては、外国為替管理局の審査を受ける必要がある。
3 その他投資				
3-1 対外借入			○	登録制度や残高規制等が採用されている。
3-2 対外貸付			○	2009年6月、規制緩和が開始した。
3-3 国内における外貨建貸出		◎		可能ではあるが、外国為替業務取扱資格の取得が義務付けられている(資格有効期限:為銀5年,その他金融機関3年)

(出所) IMF “Balance of Payment Manual (Fifth Edition)” に基づいて筆者整理・作成。

(注) “◎” は規制が緩やかなものであり, “○” は規制が厳格なものであることを意味する。