

# 資本自由化と国内金利自由化のシーケンス ——中国における資本自由化の条件——

経済学研究科経済学専攻博士前期課程1年

石 磊

## 要旨

世界経済が大きく成長した背景の一つとして、新興国を含む世界の金融市場において、資本自由化と規制緩和が急速に進展したことがあげられる。しかし、新興国については、資本・金融自由化において国内金融市場の成熟度を考慮し、順序だてて資本自由化を行う「シーケンス」が重要であることが共通認識となっている。とくにアジア通貨危機の原因の一つに、危機前に大量の短期資本流入があったことにより、資本取引自由化のタイミングが重視されるに至った。

しかし、新興国は、それぞれ経済ファンダメンタルズが異なる為、各国がどのような手順で資本自由化を進めるのかという点については、未だ統一的な見解はない。今後、新興国が更なる発展を遂げ、安定的な経済成長を享受するには、資本自由化のシーケンス、とりわけ資本取引自由化と国内金利自由化の順序・関係を明らかにする必要がある。

日本では、まず為替レートの自由化（変動相場制への移行）、次いで資本取引自由化がなされ、最後に金融自由化が行われた。この間における、1980年代以降の資本自由化とその後のバブル発生と崩壊の関係を検討することは重要である。1980年代の資本自由化が、その後の内外資本移動を加速し、これがバブルの形成とそれに対する中央銀行の対応に大きな影響を及ぼした可能性があるからである。すなわち、資本自由化が当該国の大きな経済変動要因となり、国内金利自由化が遅れたことが、バブルを助長した可能性がある。

現在、中国では資本勘定の開放度がまだ低い段階に留まっているにもかかわらず、資本取引自由化に取り組み始めている。中国は、管理変動相場制を維持する一方で、資本取引規制を行ってきた。しかし、高い経済成長と巨額の国際収支黒字と外貨準備の累積を背景に、為替レート制度の見直しが検討課題となり、それに応じて中国は資本取引規制の一部緩和にも乗り出している。その是非を考えるためには、日本の資本自由化の経験が参考になる。現在の中国は、かつての日本と重要な共通点を有する。日本も1990年代に「円の国際化」を求め

ていた。もっとも、中国における国内金融セクターの脆弱性は日本との重要な相違点である。

また、1990年代後半のアジア通貨危機の発生も中国の参考事例になるであろう。危機に陥った経済（韓国、インドネシア、タイ、マレーシア）と、陥らなかった経済（香港、台湾、シンガポール）の差は、資本自由化のシーケンスに依拠すると考えられるからである。

本稿の目的は、先行研究から中国の資本勘定の開放度を明らかにした上で、今後の資本自由化のシーケンスについて考察することにある。日中における資本自由化のシーケンスの比較、およびアジア通貨危機前後の各国の自由化プロセスを比較し、自由化の順序について類型化するとともに、中国にとって望ましい資本自由化のシーケンスを検討したい。

検討結果を要約すると次の通りである。まず、資本自由化においては、日本のように漸進主義に則って対応することが適切である。具体的には、中国にとって直接投資の取引自由化よりも大きなリスクを伴う対外借入れの取引自由化を相対的に遅くすることが重要である。

次に、新興国における資本自由化と為替制度との関係を観察すると、変動相場制下では、過剰の資本流入、またその反動の流出のいずれも起こり難いことが指摘できる。つまり、為替制度見直しは、資本取引自由化より先行させることが適切であると考えられる。

さらに、為替レート変動に対応する為には、金利の自由化により金利決定を市場に任せる体制を構築することが必要である。その為には、中央銀行の金融調節の方法と方針を整備することが重要である。

以上から資本自由化のシーケンスは、①為替自由化（変動相場制への移行）、②国内金利の自由化、③資本取引自由化、という手順で進むべきであると考えられる。

## 目次

1. はじめに
2. 資本取引自由化と金融自由化の関係
  - 2.1. 金融国際化の進展
  - 2.2. 金融自由化論と金融自由化政策の効果
  - 2.3. 金融国際化の問題点
3. 中国における資本自由化の現状
  - 3.1. 中国の資本勘定開放度
  - 3.2. 中国が直面するトリレンマ
4. 日中資本自由化の比較について
  - 4.1. 日本における資本取引のシーケンス
  - 4.2. 日中資本自由化の共通点

5. アジア通貨危機
  - 5.1. 固定為替相場と変動為替相場
  - 5.2. 危機国と非危機国・地域の特徴
6. おわりに

## 1. はじめに

1970年代以降、変動為替相場制への移行を契機に「金融の自由化・国際化」が急速に進行して、国境を越えた資本流出入が世界的に活発化した。いわゆるグローバリゼーションが始まったのである。そうした中で、アジア諸国は資本自由化の恩恵を享受したものの、やがて資本流入が過熱してインフレ、為替レートの過大評価が生じた。そのため、バブルが発生し、国内金融システムの脆弱性が顕在化した。その結果、資本流出に転じアジア通貨危機に見舞われたのである。

アジア通貨危機の原因の一つに、性急な資本取引自由化により短期資本が急速かつ大量に流入したことがあったと考えられている。それゆえ危機後、新興国の資本・金融自由化においては、国内金融市場の成熟度などを考慮し、順序だてて資本自由化を行う「シーケンス」が重要であることが共通認識となった。つまり、資本取引自由化のタイミングが重視されるようになったのである<sup>1</sup>。

最も新興国の経済ファンダメンタルズはそれぞれ国によって異なる為、各国がどのような手順で資本自由化を進めるべきかについては、未だ統一的な見解はない。今後、新興国が更なる発展を遂げ、安定的な経済成長を享受するためには、資本自由化のシーケンス、とりわけ資本取引自由化と国内金利自由化の順序・関係を明らかにする必要がある。

現在、中国は資本勘定開放度がまだ低い段階にあるが、温家宝首相は「金利・為替レートの市場化改革を着実に推進し、人民元のクロスボーダー使用を拡大し、資本勘定における人民元の兌換性を実現していく」と、すでに2013年3月の全国自民代表大会において明言していた。また、2015年8月11～13日には、中国の成長率の低下への対応と同時に、人民元為替レートの柔軟性を高め人民元の国際化を図る目的で、中国人民銀行が人民元の対ドル為替レートの基準値の設定方式を変更した。さらに、中国人民銀行は8月23日に銀行が預金金利を決める際の上限規制を撤廃し、銀行金利を原則自由化すると発表した。すでに、貸出金利の下限規制は撤廃しており、制度上は銀行の裁量で金利水準を自由に決めることができるようになる<sup>2</sup>。その狙いは、人民元はIMFの特別引き出し権（SDR）と呼ばれる準備通貨に早期に採用される為に、金融自由化に向けた取り組みを強化することであった。

とはいえ、市場金利を誘導して金融政策を動かす環境を整えるのには時間がかかる。安定的な経済成長を実現するための人民元の国際化は、まだ完全には達成されていない。今後、中国はどのような順序で資本自由化を進めるべきか。

本稿では、中国の望ましい資本自由化のシーケンスを探る一つの方法として、日本の経験と比較しながら、中国の現状と今度の課題について考察する。日本の資本自由化のシーケンスとの比較、さらにアジア通貨危機を取り上げて危機国と非危機国・地域の特徴について述べる。すなわち、第2章では、資本取引自由化と金融自由化の関係に関する研究動向を概観する。第3章では、中国の資本自由化の現状について検討し、続く第4章では、日中の資本自由化のプロセスを比較して両国の共通点を明らかにする。第5章では、アジア通貨危機における危機国と非危機国の経験に基づいて今後中国が進むべき資本自由化のプロセスを探りたい。

## 2. 資本取引自由化と金融自由化の関係

### 2.1. 金融国際化の進展

一般にグローバリゼーションとは国境を越えたヒト、モノ、カネの動きが盛んになることを意味するが、歴史に見て特に国際化が早くから進んだのは金融分野である。ヒト・モノ以上にカネ（資本）の国境を越えた移動が活発であったからである。1980年代以降、世界的規模で急速に進行し「金融の自由化・国際化」また、「金融の証券化」が急速に進行した。

1980年代から急速に金融の国際化が進展したのはなぜだろうか。主な原因としては資本取引の自由化が進んだことがあげられる。

1970年代以降、主要国が固定為替相場から変動為替相場に移行し、資本取引規制を緩和ないし撤廃した結果、各国が以前より自由に外国と資本取引を行えるようになり、金融の国際化が進展した。特に、先進国は現在では資本取引を原則自由化しているため、先進国間での資本取引は最も活発に行われている。多くの新興国は資本取引の完全自由化には至っていないが、部分的な規制緩和が進められてきている。そのため、新興国は直接投資の受け入れを徐々に認めるようになってきているので、先進国から新興国への直接投資が活発化している。また、新興国の株式市場における外国人投資家の投資も、新興国での規制緩和に伴って活発化している。

先進国の資本取引自由化率（資本取引を完全自由化している国の比率）は、1970年代中頃まで20%であったが、その後各国の資本取引規制は徐々に自由化され、特に1990年代に自由化が加速し、2000年代初頭にはほぼすべての先進国で資本取引が完全に自由化された。新興国の場合、1970年代初頭の資本取引自由化率は20%程度であったが、2000年代初頭に40%程度となっている。多くの新興国では、資本取引規制は残っていても、部分的な規制緩和はかなり進んでいる<sup>3</sup>。

金融の国際化は、世界経済に重要なインプリケーションを持っている。その最も重要なものは、金融の国際化と経済成長の関係である。金融の国際化の進展は国境を越えて資本がより収益性の高い投資案件・分野で活用されることを可能にするので資源配分が効率化し、そ

の結果、経済成長が促進されると期待される。

基本的に、金融は実体経済における貯蓄を投資（資本形成）に振り向ける機能を持っている。金融が活発に行われ、より収益性の高い投資が貯蓄でファイナンスされるようになれば、将来の成長が高まると期待される。一国の金融システムの発達とその国の長期的成長の関係については、これまで多くの分析の蓄積がある（King and Levine[1993]、Tsuru[2000]、World Bank[2001]）。それらの分析は、金融システムの発達度合い以外にも、成長に影響を与える諸要因を含めて成長の要因分析を行っている。その分析結果は、金融システムの発達と長期的成長の間には有意な相関関係が見られ、かつ因果関係は金融から成長へというものである。

一方、金融の国際化が急速に進展した1990年代には、メキシコ金融危機やアジア金融危機などが発生した。こうした経験から、金融の国際化は国際金融危機を惹起し、経済成長をかく乱する危険な要素を持っているという考え方も広く見られる。

## 2.2. 金融自由化論と金融自由化政策の効果

前節で述べたように、金融の国際化は金融市場での「金融の自由化・国際化」また、「金融の証券化」が波及したことにより形成された。本節では金融自由化論と金融自由化政策の効果について論じる。

持続的な経済発展を実現するためには継続的な生産的投資が不可欠である。そのためには、貯蓄資金が投資主体に円滑に移転されなければならない。同時に移転された資金が、適切な資金配分メカニズムによって、生産的投資に投下されなければならない。このような貯蓄資金の移転と配分に関して主要な役割を担っているのが金融部門であり、貯蓄資金の円滑な移転と生産的投資への効率的配分を通じて金融部門は経済発展に貢献する<sup>4</sup>。

金融自由化政策の理論的なバックボーンになったとされるMcKinnon[1973]およびShaw[1973]の金融自由化論によれば「人為的低金利政策」および「政策的資金誘導（割当）」に代表される各種の金融規制は、市場メカニズムを歪め金融機能に重大な問題を発せさせる。金融自由化論は二つの点で低金利政策が経済成長の障害となることを主張した。第1に、貯蓄のうち金融資産として保有される金融貯蓄が減少することと、第2に、金融仲介による資金配分が金利機能の停止によって非効率になることである。人為的低金利政策によって、引き起こされるこのような問題は「金融抑圧（financial repression）」と呼ばれている。McKinnonとShawの議論から導かれる人為的低金利政策の第1の問題点は、金利低下が金融資産保有意欲を減退させ仲介資金の供給量を低下させることである。これによって投資水準も低下し、資本蓄積が減少する。人為的低金利政策の第2の問題点は、金利が人為的に低水準に固定されて金利機能が停止され、投資資金の配分が非効率になることである。

その解決には市場メカニズムを歪めている諸規制の緩和・撤廃によって市場機能の回復を

図る必要があり、一連の金融自由化政策が必要とされるとされた。その政策は①金利自由化、②信用割当の撤廃、③新規参入による競争の促進、が三本の柱である。この3つはいずれも国内金融の自由化であったが、金融の自由化といえばもう一つ、④「対外資本取引」の自由化が含まなければならない。対外資本取引の自由化とは、民間の経済主体（企業・個人）が国際金融市場に自由にアクセスするのを認めることである。国内の金融自由化と区別して「国際化」と定義する。

### 2.3. 金融国際化の問題点

理論的にいえば、内外資本の自由な交流は、自由貿易と同じく、国民経済にとってプラスになるはずである。しかし、マイナスの効果も少なくなく、多くの途上国政府は国際資本取引を厳しく規制してきた。その最大の理由は「資本流出」を恐れたことにある。

対外資本取引が自由化され内外の資金移動が盛んになると、資金は国内外の金利差と為替レートの予想変動率によって動く。すなわち、

$$\text{国内金利} = \text{海外金利} - \text{自国通貨の予想上昇率}$$

この式を均衡させるように資本が移動する。

そこで国内を金融抑圧の状態に置いたまま国際化が行われると、国内は低金利であるから、左辺<右辺となり、国内の低金利を嫌って資本が海外に流出する。すなわち資本逃避（capital flight）が発生する。通貨の予想切下げ率が大きければその傾向は一層強まるだろう。為替レートの予想変動率とは内外の予想インフレ格差によって左右されるから、インフレ体質の強い途上国にとっては特にその危険が大きい。こうして生じる資本の流出は、①せっかくの国内貯蓄が、国内投資や財政赤字を賄うために利用されず海外に流れることを意味し、②外貨準備の減少にもつながり、かつ③国内の金融抑圧の効果を削減するものであるから、内外資本交流を遮断することが必要だったのである。

国内金融の自由化と同時に海外資本取引を自由化すればどうか。対外取引自由化の結果、国内金利は上昇するだろう。理論的にいえば、国際資本移動の結果として世界単一の実質金利が形成されるはずであるが、現実には国別の事情があり、途上国は概して資金需要が旺盛であるから、金利は国際金利に比べて割高となる。すなわち左辺>右辺となる。そのため自由な資本取引の結果として、資本が流入する。もっとも内外金利差を上回って自国通貨の切下げ予想が大きければ、やはり資本逃避が起こるだろう。いわば資本取引は双方向的に活発化する。

資本の流入とは、海外貯蓄の利用を意味しており、国内貯蓄が不足気味の途上国にとって基本的にはプラスのはずである。しかし、直接投資はよいとして、銀行借入やポートフォリオ投資による資本流入は、しばしば貯蓄不足額を上回って過剰債務を発生させる。しかも金利変動のリスクが大きく、かつ短期に引上げられる危険性を持つから、たえず債務危機を招

く可能性を孕んでいることになる。また、資本流人は自国通貨の上昇を招くが、その結果、①もし固定相場制をとっていけば、通貨の上昇を防ぐために通貨当局は自国通貨の売り介入を余儀なくされ、国内通貨量が増大してインフレーションを招く。また②もし変動相場制であるなら、為替レートの上昇は輸出を困難にし、経常収支の悪化と景気の停滞を招く。いずれにせよ極端な資本の流入は国内経済の攪乱要因となって好ましくない。

金融の国際化につながっていったことを理解するには、「開放経済のマンデル・トリレンマ」という関係を理解する必要がある。一般に、一国にとって①為替レートの固定化（ないし安定化）、②自由な資本移動、③金融政策の独立性は、望ましい政策である。ここでの金融政策の独立性とは他国の金融政策にかかわらず、自国の経済情勢（インフレや失業など）に応じて金融緩和や引締めがとれる状況を指している。しかし、それらの3つの政策目標を同時に達成することはできず、ある2つを選んだらもう1つは諦めなければならないという関係にある。これが「開放経済のマンデル・トリレンマ」と呼ばれるものである。

開発経済のトリレンマの関係があることから、固定為替レート制の下で、各国が自国の国内情勢に合わせて金融政策を運営するためには、資本取引を規制して自由な資本移動を認めない政策が必要であった。

金融の国際化自身が危機を誘発する可能性を高めることはないといっても、新興国において、インフレ率など経済ファンダメンタルズからかけ離れた為替レート水準を固定的に維持しようとし、国内金融システムが脆弱なうちに短期の資本流出入を自由化する場合には、より自由な資本流出入が国際金融危機を招く可能性は高まる。したがって、新興国が金融の国際化のメリットを享受しながら、一方で国際金融危機を防ぐためには、健全なマクロ経済運営に加え、適切な為替レート政策、国内金融システムの成熟度をにらんだ資本取引自由化などが重要となる。

### 3. 中国における資本自由化の現状

#### 3.1. 中国の資本勘定開放度現状

中国は1990年代から漸進的アプローチに基づいて、資本取引自由化を進めてきた。現時点における資本取引自由化程度、すなわち資本勘定開放度は、どのような水準に達したのだろうか。

資本勘定の開放度について、Edwards and Khan (1985) は、自国の金利水準と世界の金利水準との比較を通じて、資本勘定の開放度を分析した。またHelmut and Helene (1993) は、このモデルに改善を加えたうえで、分析を試みた。

このモデルは国内および世界における資本への需要と供給は国内金利に影響を与えると仮定する。(1) 式では $i$  = 国内金利、 $i^*$  = 為替レートで調整した世界の金利、 $i'$  = 資本勘定が完全に規制される際の国内金融市場における均衡金利である。パラメータ  $\theta$  は一国の資本勘定

の開放度を意味するのだが、 $\theta = 0$ の場合、内外市場が遮断される。 $\theta = 1$ の場合、資本が完全に自由に移動することができる。

$$i = \theta i^* + (1 - \theta) i' \quad 0 \leq \theta \leq 1 \quad (1)$$

(1) 式を (2) に書き換えることができる。開放度  $\theta$  の計測ができる。

$$i - i' = \theta (i^* - i') \quad (2)$$

中国では、王晓春[2000]はこのモデルを利用し、1982～1998年における中国の資本勘定の開放度を検証し、以下の結果を得ている。すなわち、当時の中国の資本勘定の開放度は  $\theta = (1 - 0.75) = 0.25$  となる。さらに馮俊[2015]は2001～2012年のデータを用いて検証したところ、以下の結果を得ている。すなわち、2001～2012年において、中国の資本勘定開放度は  $\theta = (1 - 0.61) = 0.39$  となり、1982～1998年に比べて、0.14も高まったが依然として、中央値となる0.5を下回っている。

資本勘定の開放度について、広証恒生証券研究所が1997～2013年におけるOECD加盟国、アジアとラテンアメリカの途上国を対象に、各国の資本勘定の開放度を国際比較分析した。上記諸国の開放度は4つのグループに分けることができるということである（図表1）。中国の資本勘定開放度は、以前に比べて高まったとはいえ、（図表1）から明らかのように諸外国に比べると、依然として、高める余地が残されている。

図表 1 資本勘定の開放度に関する国際比較

	Aグループ	Bグループ	Cグループ	Dグループ
1997－ 2003年	中国 インド インドネシア 韓国 マレーシア ロシア タイ	オーストラリア ブラジル チリ メキシコ トルコ	フィンランド シンガポール ベネゼエラ	ベルギー フランス ドイツ 香港 イタリア 日本 オランダ ベルー イギリス アメリカ
2004－ 2009年	中国 インド インドネシア マレーシア タイ メキシコ	オーストラリア ブラジル フィンランド ロシア トルコ ベネゼエラ	ベルギー チリ フランス ドイツ 日本 韓国 シンガポール アメリカ	香港 イタリア オランダ ベルー イギリス

（注）開放度はグループ A>B>C>D。

（資料）広証恒生証券研究所[2013], p. 5 より引用。



### 3.2. 中国が直面するトリレンマ

中国は内外の資本取引を厳しく制限してきた。1990年代以降、資本取引規制は漸進的に緩和されてきているが、そのアプローチは極めて慎重である。その理由として、資本取引の自由化は、投資効率の向上やリスク分散に寄与するといったメリットに比べ、マクロ経済の不安定化につながりかねないというデメリットの方が大きい。

実際、1997～98年のアジア通貨危機が示しているように、脆弱な金融セクターを持つ途上国が国内金融システムの脆弱性に注意を払わず、資本取引の自由化を急ぐことは非常に危険である。特に政府によって管理されてきた為替レートと金利の水準が、市場で決まる均衡水準から大きく乖離している場合、資本取引が完全に自由になれば、海外から金利裁定や、為替レートの上昇などを狙った短期資金が大量に流れ込むため、バブルが発生しやすくなる。その後、何らかの理由で外資が逃げ出し、バブルが崩壊してしまうと不良債権が一気に増え、金融危機がおこる恐れがある。第5章ではアジア通貨危機を取り上げ、詳しく論じる。

国の政策として、独立した金融政策、安定した為替相場（固定相場制）および自由な資本移動の3つの目標は同時に実現することはできず、1つは捨てなければならない。このことは前章述べた「開放経済のマンデル・トリレンマ」である。

日本を含む先進国の多くは、自国の中央銀行による独立した金融政策と内外の自由な資本移動を確保する一方、自由変動相場制を採用することで為替相場の安定を犠牲にしている。

図表2 開放経済のトリレンマと中国の現状

		独立した金融政策	固定相場制	自由な資本移動
日本、米国、英国		○	×	○
香港（カレンシーボード）、 ユーロ加盟国		×	○	○
ベトナム、ミャンマー		○	△	×
中国	2005年7月以前	△	○	×
	現在	△	△	△
	今後目指す方向性	△→○	△→×	△→○

（資料）IMF, *Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2014*により筆者作成。

香港のような小さな経済単位やユーロ加盟国のように共通通貨を使う国々は、為替相場の安定と資本移動の自由を選択する。代償として、景気・インフレ動向に応じて金利水準を調節する金融政策の自律性を放棄している。他方、ベトナムやミャンマーなど途上国では、国内経済の混乱を避けるため資本取引を厳しく規制することは珍しくない。独自の金融政策は行いつつ、為替相場は固定相場制から変動相場までさまざまである。(図表2)

中国は長い間、厳重な資本規制のもと固定相場制を採用してきた。元は切下げ傾向にあったため、中国政府は資本逃避に目を光らせなくてはならなかった。しかし、世界貿易機関(WTO)加盟ごろから状況は一変し、貿易黒字と外貨準備の急増を背景に、海外からの元切上げ圧力が強まり、規制の網をくぐってホットマネー(国際短期資本)が流入した。

2012年から中国が直面するトリレンマは新たな段階に入りつつある。中国政府は、元相場が均衡水準に近づいたとして、為替市場への介入頻度を大幅に減らし、相場の日中変動幅を $\pm 0.5\%$ から $\pm 1.0\%$ に拡大した。中国人民銀行調査統計局は2月、「わが国が資本自由化を加速する条件はほぼ整った」と題する報告書を発表し、自由化の順序とタイムスケジュールを示した。

「報告書」は、資本取引の自由化の前提条件とされる金融システムの健全化や、変動相場制、金利自由化などの実現を消極的に待つのではなく、相互促進の形でそれらを同時に推進すべきだと主張しており、改革のシーケンスも考慮している。つまり、中国政府はどのような手順で資本自由化を進めるのが明らかにしていない。

## 4. 日中資本自由化の比較について

### 4.1 日本における資本取引のシーケンス

資本取引の在り方については、アジア通貨危機で最も深刻な影響を受けた国々が比較的自由的な資本取引規制を有していた一方で、中国やベトナムなど厳しい資本取引規制を有する国が直接的な影響を免れたことから、拙速な資本取引規制の自由化が危機の重要な原因となったのではないかとの議論が行われた。その後、検討を経て前提条件を満たさないままでの急速な資本取引化は大きなリスクをもちし得るものであり、適切な順序、すなわちシーケンスが重要であることが国際コンセンサスとなった。

日本では、1964年の経常取引自由化以降、資本・金融自由化は非常に慎重に長い時間をかけた規制緩和とともに実現している。日本の資本自由化の流れを見ても、一貫して貿易取引自由化と実需原則を貫き、経常取引の自由化(1964年)を優先させ、1980年以降、資本自由化を本格化し1984年の円転規制撤廃など一連の規制緩和に伴う為替取引の自由化に至った。さらに金融自由化(ビッグバン)実施が行われたのは1998年であり、非常に長い時間かけて資本・金融自由化を実現している。もちろん、こうした長期にわたる自由化は今日のように資本流出入規模が拡大し、情報・IT技術の進歩による情勢が変化するなかで必ずそのまま

他の国で適用できるとは言えない。しかし、1970年代までの日本の経験は現在でも中国に貴重な参考となりうる<sup>5</sup>。

1980年代以降、本格化した資本自由化については、その方法や時期などに問題あり、さまざまな問題が生じた。まず、国内金融市場の規制緩和や自由化に先行して資本自由化を実施したことである。仮に国内金融市場の自由化を先行し、銀行部門の競争力を改善して市場環境を整えたうえで資本自由化された場合、銀行など金融機関はバブル前後に実際に起きた経験に比べより適切で柔軟な対応がされた可能性がある。その意味で金融自由化と資本自由化のシーケンスが適切ではなかったといえる。さらに、1980年代に本格化した為替取引・資本自由化は1980年代前半までは金利差などから海外への投資が拡大したため、対ドルで相対的に円安ドル高となり、結局1985年のプラザ合意で調整後は急激な円高になった。その後、日本企業のユーロ市場での資金調達も拡大したため、国内への資金流入の大幅拡大をもたらし、それが1980年代後半のバブル発生、それに続く崩壊によって今日に至る経済の長期にわたる低迷となった。当初、当局は為替変動に対応した資本の流入に伴う過剰流動性を抑制するために準備率変更を頻繁に行った。しかし、1985年のプラザ合意以降、円高に対処するために金融緩和策が必要以上に継続したため、バブル期の過剰流動性とバブル発生については資本自由化のみでは説明がつかない。米国の影響下で日本の貿易黒字縮小の手段として内需喚起のために金融緩和を続けたことも関係している。

日本の1970年代までの資本自由化に対する慎重な対応や諸政策は現在の新興国にとって非常に大きな示唆を与えている。また、1980年代以降の金融・資本自由化の失敗を含めた経験に基づく教訓は以下のようにまとめられよう。

第1に、資本自由化、特に国際取引に伴う金融自由化には非常に慎重な対応が必要である。1980年代は円転規制撤廃などの自由化に伴い海外からの資金調達が拡大するなか金融緩和が必要以上に長期間継続したことに加え、銀行の楽観的な貸出姿勢により巨額の信用供与が実施されバブルを助長させる背景となった。これは現在の新興国のみならず先進国でも重要である。

第2に、増加する資本流入に対し不胎化が不十分な場合、過剰流動性がバブルを加速化するため、慎重な対応が必要である。根本的には金融バブル発生の予防が重要であり、そのためには民間金融取引の管理を厳格化する必要がある。經常収支自由化、金融自由化、資本取引の自由化の順で行うべきだ。

## 4.2. 日中資本自由化の共通点

資本取引自由化を進めるにあたっては、どの順序で自由化を進めていくか、極めて重要な課題である。これには、少なくとも経済全体の自由化における資本取引自由化のシーケンスと資本勘定の各構成項目の自由化シーケンスという2つの問題が含まれる。

図表3 経済全体の自由化における日中両国の資本取引自由化のシーケンス

年代 国名	1960年代	1970年代	1980年代	1990年代	2000年代
日本	貿易自由化(1960年、「貿易為替自由化大綱」)				
	資本取引自由化(1967年、第1次自由化開始)				
	金融自由化(1979年、金利自由化開始)				
中国	貿易自由化(1986年からGATT加盟、WTO加盟後一層の自由化)				
	資本取引自由化(1992年から全面開放、WTO加盟後一層の自由化)				
	金融自由化(1996年、金利自由化開始)				

(資料) 荒巻[2004b]、中国外国為替管理局資料により筆者作成。

経済全体の自由化プロセスにおける資本取引に関して、荒巻[2004b]は、日本の場合は貿易自由化、資本取引自由化、最後金融自由化というシーケンスで実施されてきたこと示した。図表3から明らかのように、中国もほぼ同様なシーケンスを採用している。貿易自由化については、1979年から貿易体制改革が開始されたが、本格的な取り組みはGATTへの加盟とWTOへの加盟を重要な政策課題として取り組むようになったあとのことである。資本取引自由化については、改革開放の初期段階で、対内直接投資の規制緩和が先行実施されたが大幅な規制緩和と本格的な促進政策の採用は鄧小平“南巡講話”以降のことである。また金融自由化については、1996年から金利の自由化などようやく開始された<sup>6</sup>。

図表4 資本取引自由化に関する日本と中国との比較

日本の規制改革		中国の規制改革	
時期	内容	時期	内容
1960年	対外決済への円の使用を容認	1978年	対外直接投資の受入を開始
1964年	IMF8条国へ移行、外貨予算を廃止 (経常取引自由化)	1994年	外貨使用に関する国家計画を廃止 (経常取引の条件付自由化)
		1996年	IMF8条国へ移行(経常取引自由化)
1967年	対内直接投資と対内証券投資の自由化を開始	2001年	WTOに加盟、対内直接投資に関する いっそうの自由化を開始
		2002年	対内証券投資自由化を開始 (QFII制度)
1969年	対外直接投資の自由化を開始	2003年	対外直接投資自由化を開始
1970年	対外証券投資の自由化の開始	2004年	対外証券投資の自由化を開始 (QDII制度)
1971年	ニクソンショック、変動相場制へ	2005年	ドルペッグ制からバスケット制へ
1972年	外貨集中制を廃止	2007年	強制的元転換・外貨集中制を廃止
1980年	「改正外為法」施行 資本取引は原則自由化	2008年	「外国為替管理条例」改正
1997年	外為法改正、資本取引は事前届出制から 事後届け出制へ	2009年	対外貸付にかんする規制緩和が開始 自民元の国際化プロセスが始動 国際金融センター構想が確立
2004年	外為介入を停止		

(資料) 荒巻[2004b]、中国外国為替管理局資料により筆者作成。

資本勘定の各構成項目に関しては、日本は対内直接投資と対内証券投資、対外直接投資、そして対外証券投資、というシーケンスで自由化を実施してきた。最も自由化が早かったのは対内直接投資と対内証券投資であり、両者共に1967年から開始された。その後、対外直接投資の自由化が1969年から開始され、1年遅れで対外証券投資の自由化も開始された。(図表4)

これに対して、中国は、対内直接投資の自由化を先行させた。そのプロセスについても、かつての日本とほぼ同様に最初の段階では、外資の参入可能な業種と出資比率に関して、きめ細かく規定を設けていたが、後の段階では、参入可能な業種の順次的拡大と出資比率の引き上げという形で、徐々に自由化を進めてきた。

次に自由化が開始されたのは対外直接投資である。国際収支不均衡に起因する諸問題を解

決する必要性が生じたこと、外貨準備が過剰な水準まで累積したこと、そして一部の産業において国内における生産力が過剰になったことなどを背景にして、中国政府は対外直接投資に関する規制を大幅に緩和することにした。それに次いで自由化が開始されたのは対外証券投資である。

しかし、1990年代後半に日本の株価・地価高騰は、世界でも例がない大規模を引き起こした。その原因は1985年のプラザ合意後の急速な円高による輸出減退に伴う景気の急速な悪化を受け、日本銀行は金利を低下させなければならなかった。金利が下がれば通常は銀行の貸出および証券投資は増加し、マネーサプライは増加する。また金利が下がれば、株式や土地といった資産価格も上昇することである。金融政策の目的は物価を安定することであるが言い換えれば資産価格の上昇を抑制すること。つまり、金融引き締め政策で金利を大きく引き上げればそうした目的は達成できるはずである。その意味では、金融政策によってバブル経済の発生、あるいは少なくとも資産価格バブルの発生は防止できることになる。日本は金融政策が遅れたことがわかってきた。

資本取引自由化において、中国は日本のような漸進的な主義を採用するのが適当と考えられる。日本では資本取引自由化が国内金利自由化に先行したが、柔軟な為替レート制度の採用が行われたため、内外資本移動の圧力が緩和されたと考えられる。これに対し、中国で国内金利自由化が進まない中で、管理相場制を維持しながら資本自由化・内外金融市場の統合を進める場合には、規制された国内市場と自由な国際市場間の資本フローが増幅されるリスクがあると考えられる。「開放経済のトリレンマ」において、柔軟な為替レートと独自の金融政策は中国に対し極めて重要なことである。

## 5. アジア通貨危機

### 5.1. 固定為替相場と変動為替相場

アジア通貨危機は1997年7月、タイの通貨バーツが急落したことに端を発し、金融不安がアジア各国（インドネシア、韓国、マレーシア、香港等）、さらに東欧諸国にも伝播した金融危機である。1990年代の前半には、多くのアジア諸国は「東アジアの奇跡」と呼ばれる高成長を遂げていたが、1990年代後半には、アジア通貨危機による経済危機を経験することとなった。以下では、アジア通貨危機より深刻な金融危機を経験した国について、それらの国々が抱えていたリスク・脆弱性の共通要因に着目して、危機の発生、伝播及び収束過程を振り返る。

アジア通貨危機の共通原因の一つとして、危機国の通貨が事実上米ドルにペッグしていた。つまり固定為替相場制を取っていた。アジア通貨危機の影響を受けた国は為替レート的大幅な下落に直面した。言い換えれば、実質実効為替レートの過大評価である<sup>6</sup>。それにより、「経常収支危機」は結果であり、その原因はBIBFの開設を契機とした資本自由化と過大

な資本流入による「資本収支危機」であった。さらに、資本流入があれば、本来ならば資金の需給が緩み、金利が低下するが、固定為替相場を維持する為には不胎化介入を行ってマネタリーベースを一定に保つ結果、金利が上昇し、さらなる資金流入を招くのである。つまり、資本移動が自由である場合、固定為替相場制の下では、マネタリーベースを一定に保つ不胎化介入を含む金融政策は無効である。その意味では、実質為替レートの過大評価を回避するためには、より弾力的な為替レート制度が求められよう。為替相場制度の在り方に関する議論が盛んになっている。

一般に為替レート制度のあり方は、金融政策の運営、資本移動の自由度に密接に関係している。したがって、中国の為替レート制度の現状と将来のあり方を検討するためには、「開放経済のトリレンマ」呼ばれる関係を考慮する必要がある。開放経済のトリレンマとは、①為替レートの安定、②金融政策の独立性、③資本移動の自由という3つの政策目標を同時に達成することはできず、うち2つの政策目標を選択したら、残り1つは達成できないという関係があることを指している。

図表5 国際金融のトリレンマに対する各国の対応

対応	独立した金融政策	固定相場制	自由な資本移動	該当国
国際金融のトリレンマ	×	○	○	中国、香港を除く、アジア通貨危機前のアジア諸国
変動為替相場制	○	×	○	タイ、インドネシア、韓国、フィリピン
資本規制	○	○	×	マレーシア、1998年9月以降の中国
カレンシーボード・ボード	×	○	○	香港

注：表中の○表側の制度・体制において表頭の条件が満たされることを、×は満たされないことを意味する。

(資料) IMF *Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2013* により筆者作成。

なぜ変動為替レートが選択されるのか、変動為替レート制の特徴の1つは、海外で起こったマクロ変動をある程度遮断することにある、これを変動為替レート制のインフレ隔離効果と呼ばれる。この点を、簡単な例を用いて説明する。

例えば、アメリカでなんらかの原因でインフレが起こったとして、この結果はアメリカの賃金や物価も上昇し、インフレ率を10%とした。もし為替レートに変化がなければインフレ

によりアメリカの商品は割高になり、中国からアメリカへの輸出は増大し、アメリカから中国への輸出は減少する。この結果、為替レートは元高の方向に向かうことになる。

もし為替レートが、アメリカのインフレ率と同じ10%だけ元高方向に動けば、新たな均衡が達成される。10%の元高はアメリカの10%のインフレをちょうど打ち消す。この結果、アメリカの財と中国の財の競争条件は元の状態に戻る。

このように、アメリカで生じたインフレは、為替レートの調整によって完全に吸収され、中国には波及できない。これを、変動為替レート制のインフレ隔離効果と呼ぶ。このようなインフレ隔離効果は為替レートが固定されている固定為替レートのもとでは、成立しない。

アジア通貨危機後、韓国、フィリピン、タイ、インドネシアは変動為替レートへと移行した。これらの各国は、自由な資本移動と独立した金融政策を継続する代わりに、固定為替レートを放棄した。つまり、アジア通貨危機の共通原因の一つであった通貨の過大評価をもたらしたドル・ペッグを放棄したことになる。

トリレンマの関係から、中国は資本取引の自由化を進めれば、管理変動為替レートと独立した金融政策の両方を手にすることはできない。したがって、資本取引を自由化すれば、為替レートの弾力化が不可避となる。完全な変動為替レート制への移行が究極的な目標となるが、中国経済が成熟した先進国経済になるまでは、完全固定と完全変動の間の中間的な為替レート制への移行が、現実的な選択である。

## 5.2. 危機国と非危機国・地域の特徴

資本自由化の成功のために必要な前提条件は、対外開放によるマクロ経済不安定化や金融市場の混乱が起こらないように必要な環境を整備すべきと考えられる。すでに危機に陥った経済（韓国、インドネシア、タイ、マレーシア）と、陥らなかった経済（香港、台湾、シンガポール）の差を、為替柔軟性と資本自由化のシーケンスの視点から検討する。

### 【危機国：韓国、インドネシア、タイ、マレーシア】

これらの4カ国に、最も注目すべき特徴は固定レート制を採用したがさらに資本自由化のシーケンスにおいて資本取引自由化が国内金利自由化に先行したことである。その表現としては短期的資本フローの依存である。

実際、対外資本取引の自由化について、借入れ負債（特に銀行ローン）が非常に大きなりスク要因となることはおおむねコンセンサスとなっている。景気の上昇局面では短期銀行貸出しは増加する一方、景気後退局面では急速に減少する。したがって、対外資本取引の構成要素のうち借り入れ部分のシェアが高い国は、資本流入の停止及び資本流出というリスクが高いと言える。



自由な資本移動、固定相場制、金融政策の独立性の3つは同時に達成できないことから、前の2つを確保しようとするれば、金融政策の独立性を犠牲しなければならない。

図表6 危機国の為替・国内金利・資本取引自由化

	年月	為替レート柔軟性	国内金利自由化推進	資本内外取引自由化
韓国	1988年11月	IMF8条国に移行 (経常取引自由化)	長期預金増加率 0.18%	「資本市場国際化中期計画」発表  外国為替集中管理制を緩和  国内証券会社による海外現地法人の設立を認可  外国人投資家による韓国株式の取得を上場株式の10%を上限に容認  商業銀行による対外借入の上限を撤廃  対外証券投資を完全自由化   外国人投資家による株式取得制限を撤廃
	1988年12月			
	1990年3月			
	1991年7月			
	1992年6月			
	1994年6月			
	1996年4月			
	1997年12月			
1998年4月				
	1990年5月	IMF8条国に移行 (経常取引自由化)	商業銀行金利規制の撤廃	居住者の外貨保有に関わる規制の緩和  輸出のパーツ代金受取、外貨建て債務決済等の認可  バンコク・オフショニア市場を創設
	1991年4月			
	1992年5月			
	1993年3月			

タイ	1994年2月			商業銀行の対非居住者外貨建て貸出の上限規制の廃止
	1997年7月	為替相場制度をバスケット・ペグ制から自由変動相場制へ移行		
	1999年10月			非居住者あたりの予信残高の規制について関連会社を含む旨明確化
インドネシア	1988年5月	IMF8条国へ移行		
	1989年3月		金融機関の対外借入規制撤廃	
	1992年9月	為替相場制について介入バンドを10ルピアに拡大		
	1994年6月			外資100%出資の無条件認可
	1995年6月		中銀スワップ制度の廃止	
	1997年8月	自由変動相場制へ移行、オフショア・スワップ規制の導入		

(資料) IMF *Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* 2005 により筆者作成。

【非危機国・地域：シンガポール、香港、台湾】

香港と台湾は柔軟性を持つ変動相場制を採用した。さらに、資本規制を加えた上で危機に陥らなかった。シンガポールは固定相場制を採用したが金融政策の独立性を確保するために、資本取引規制を一時採用していた。一方で、80年代以降の金融改革では既存の市場・制度的な枠組みを一層整備するとともに、金融機関の経営の健全性維持や金融システムの安定性を保つための監督及び規制を強化することに力点を置いてきた。従って危機が発生した1997年には既に安定的な国内金融システムが存在していたという点が危機国と大きく異なる。ここでの重要なポイントは、金融安定のために必要な政府の役割である。

この点では、香港とシンガポールは非常に対照的である。(図表7)

図表 7 危機国と非危機国・地域の資本自由化の背景

国名	為替柔軟度	資本規制緩和	国内金利自由化	監視システムの構築	備考
韓国、タイ、インドネシア、マレーシア	固定相場制	○	遅れ	×	危機国
シンガポール	固定相場制	△	緩和	○	非危機国
中国	固定相場制	×	規制	×	非危機国
台湾、香港	変動相場制	×	規制	○	非危機地域

(資料)各国の中央銀行により筆者作成

アジア諸国における資本自由化はそのプロセス、開始時期、スピード、順序において多種多様であり、危機国と非危機国でパターンを分けることは難しい。しかし、相対的に危機国は為替柔軟度、国内金利自由化実施、監視システムの構築が危機発生を左右することであった。逆に言えば、非危機国は資本自由化が進む前に前提条件を満たしたことが多い。かつてのアジア諸国の経験から見ると資本自由化の前提条件は為替レートの柔軟性、為替レート変動に対応する為には、独立した金融政策、さらに監視システムが考えられる。

## 6. おわりに

本論文では、中国の資本取引自由化のプロセスをレビューし、最近の動向をまとめた上で、先行研究の推計結果をもとに、中国の安定的経済発展のために資本自由化において、どのような順序立てをするべきかの理論的解明をした。資本の完全自由化には、依然として長い道のりが予想される。

日中における資本自由化の比較により中国は巨額の国際収支黒字と外貨準備残高を持ち、一方で人民元の国際化を求めるなど、かつての日本と重要な共通点を有する。

これから資本自由化を進める際には、まず、日本のように漸進主義に則って対応することが適当である。具体的には、中国にとって直接投資の取引自由化よりも大きなリスクを伴う

対外借入の取引を相対的に遅くすることが重要である。

次にアジア通貨危機において、危機国と非危機国と分け、資本自由化と為替制度の関係を観察し、変動相場制は資本自由化においてインフレ隔離効果があるので、資本流出が起こり難いと考えた。

さらに、為替レート変動に対応するためには、金利の自由化により金利決定を市場に任せ体制を構築することが必要である。非危機国は独立した金融政策を運用できるので危機に陥らなかった。そのためには、中央銀行の金融調節の方法と方針を整備することが重要である。

以上から見ると資本自由化におけるシーケンスは、①為替自由化（変動相場制への移行）、②国内金利自由化、③資本取引自由化、という手順で進むべきであると考えられる。

## 注

- (1) 大田[2012]による。
- (2) 「中国、銀行金利を自由化 準備通貨採用にらむ」、『日本経済新聞』2015年10月24日、朝刊。
- (3) 谷内[2008]による。
- (4) 辻[1996]による。
- (5) 荒巻[2004]による。
- (6) 中国における金利自由化の動きは、1996年の銀行間コール市場金利の自由化を皮切りにスタートした。2013年7月、貸出金利の下限が撤廃され、残る金利規制は、預金金利の上限規制のみとなっている。
- (7) 大田[2006]による。

## 参考文献

### 【和文】

- 荒巻健二[2004a], 「金融グローバリゼーションが途上国の成長と不安定性に及ぼす影響-IMFスタッフによる実証結果のサーベイ-」, 『開発金融研究所報』, 国際協力銀行開発金融研究所, 第18号, pp.114-137.
- 荒巻健二[2004b], 「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 (国際協力銀行開発金融研究所)』 第21号, pp.49-77.
- 伊藤隆敏[1997], 「資本移動と新興市場 (エマージング・マーケットメキシコ危機の教訓)」, 『経済研究』, 第48巻第4号, pp.289-305.
- 植田賢司[2012], 「中国人民銀行による人民元報告書」, *Newsletter* No.15, 国際通貨研究所.
- 大田英明[2006], 「資本取引・金融自由化と経済発展-新しい成長のパラダイム-」, 『愛媛経済論集』, 第25巻第2,3号.

大田英明[2012],『資本規制の経済学』,日本評論社.

翁邦雄・白川方明・白塚重典[2000],「資産価格バブルと金融政策：1980年代の日本の経験とその教訓」,『金融研究』,第19巻第4号.

国宗浩三[2010],『国際資金移動と東アジア新興国の経済構造変化』,日本貿易振興機構アジア経済研究所

関志雄[2012],「進む金利の自由化-銀行の預貸金利を中心に-」,『季刊中国資本市場研究』,野村財団.

谷内満[2008],『グローバル不均衡とアジア経済』,晃洋書房.

辻信二[1996],「途上国における金融抑圧と自由化」,『東洋大学経営論集』,第42巻,pp.221-237.

寺西重郎[1989],『国際金融と途上国の金融のメカニズム』,アジア経済研究所.

馮俊[2015],「中国の資本取引自由化に関する研究」,『国際金融（外国為替貿易研究会）』,第1270号,pp20-27.

#### 【英文】

Aizenman,Joshua,J.Yoshin and D.Park[2011],“Capital Flows and Economic Growth in the Era of Financial Integration and Crisis,1990-2010”,*NBER Working Paper,No.17502 (October2011)* .

Easterly,William,R.Islam and J.E.Stiglitz[2000],*Shaken and Stirred:Explaining Growth Volatility, Macroeconomic Paradigms for Less Developed Countries*, World Bank (January2000) .

Edwards, Sebastian and Mohsin S.Khan[1985],“Interest Rate Determination in Developing Countries:A Conceptual Framework” ,*IMF Staff papers September*.pp.377-403.

Helmut Resisen and Helence Yeches[1993],“Time-varying Estimares on the Openness of the Capital Account in Korea and Taiwan” ,*Journal of Development Economics*.41,pp.285-305.

IMF[2005],*Annual Report on Exchange arrangements and Exchange Restrictions*.

IMF[2013],*Annual Report on Exchange arrangements and Exchange Restrictions*.

IMF[2014],*Annual Report on Exchange arrangements and Exchange Restrictions*.

King,Robert,and Ross Levine [1993],“Finance and Growth;Schumpeter Might Be” , *The Quarterly Journal of Economics, Vol.108,No.3August 1993*.

World Bank[2001],“Finance for Growth” , Oxford University Press,2001.

#### 【中文】

王曉春[2001],『中国資本帳戸開放研究』,上海社会科学院經濟研究所.2001年第4号,pp.21-25.

広証恒生証券研究所[2013],「中国資本帳戸開放対資本流動實際汇率影響」,『研究報告』.

# **The sequencing relation between capital liberalization in China and domestic interest rate liberalization**

SHI, Lei

This paper aims to study the sequence of future capital liberalization in China through revealing the openness of China's capital account based on existing research.

Firstly, it is appropriate to develop capital liberalization gradually based on study research in Japan. Secondly, according to the relationship between capital liberalization and exchange rate regimes in developing countries, excessive capital inflow and reverse capital outflow rarely occur in the floating exchange rate system. Namely, it is proper to modify the exchange system before conducting capital liberalization.

Subsequently, in order to address the impact of exchange rate fluctuations, it is necessary to carry out capital liberalization and establish a system to determine the interest rate by the market. Therefore, the method and policy in terms of financial adjustment by the central bank is very important.