



2007 年の中国金融改革の回顧と今後の展望¹

巴 曙松※

要 約

2007 年を振り返ると、世界貿易機関（WTO）加盟後の移行期間が終了し、中国金融業界は全面開放の段階に突入した。また、第 3 回全国金融工作会议や第 17 回中国共産党大会が開かれ、今後の金融改革の基本路線が示された。これは金融改革が新たな推進段階に入ったことの象徴でもある。サブプライム危機や過剰流動性、インフレ圧力の増大など、国際市場が複雑な様相を呈する中、金融改革の推進や金融手段を用いたマクロ経済調整は、相互に影響しあいながら進展した。その結果、2007 年にはいくつかの金融改革が節目を迎え、それを受けて 2008 年の金融改革は新たなスタートを切ることになった。

I. 金融政策と金融制度の変革

1. 全国金融工作会议と第 17 回中国共産党大会：金融改革の基本路線を確定

2007 年、第 3 回全国金融工作会议と第 17 回中国共産党大会が相次いで開催された。これらの会議では、中国の今後一定期間における金融改革の全体的な方向が示された。金融改革の次の段階では、これまでの単なる予防型の金融リスク対策から、開放的な環境下でいかにして金融システム全体の競争力を高め、安定的かつ均衡の取れた経済発展につなげるかに焦点が移る。

2 つの会議で示された方針に基づくと、まず、過去数年間の銀行業改革に代表される金融機関の改革の成果をより確実なものにすることが当面の課題である。これには、国有銀行改革の継続、現代的な銀行制度の早期確立、企業統治メカニズムの整備、内部統制や管理水準の向上、競争力の向上が含まれる。

次に、今後の金融改革においては金融資源の各分野間でのバランスをとることがより重視される。当初の一極集中型の発展から、各分野間での均衡の取れた発展へと重点が移り、都市・農村間の金融資源の不均衡が改善され、農村金融の「失血」状態が改善されることになる。その先の改革では、農村における金融システムの整備、農村部における金融組織の革新、農業保険や農村向け金融商品・サービスの革新、「三農問題（農村、農業、農民の問題）」の解決に役立ち、多層的で広範囲にわたり、かつ持続可能な農村金融システムの確立が進められる。

一方で、資金調達をめぐる構造的な矛盾の解決も、今後の金融改革の焦点になるだろう。資本市場の発展に力を入れ、直接金融・間接金融の構造的な不均衡を解消し、債券市場の発展を急ぎ、

¹ 本稿は「2007 年の中国金融改革の進展の回顧と展望」を邦訳したものである。なお、翻訳にあたり原論文の主張を損なわない範囲で、一部を割愛したり抄訳としている場合がある。

※ 巴 曙松 国務院発展研究センター金融研究所 副所長

多層的な金融市場システムを構築することは、資本市場のバランス改善にも役立つと考えられる。

国内や世界の状況を総合的に考慮し、金融業の自主的な対外開放を進めることが、当面の重要な戦略課題になっている。第 17 回党大会では、人民元の資本項目における自由化を段階的に実現させるという目標が掲げられた。これに対応する形で、開放的な条件の下での金融リスクへの対策や、国家の金融安定の確保が、より重視されるようになった。金融業の今後の対外開放については、自国を中心に据えながら、順序に従って一歩ずつ、安全かつ制御可能な方法で進める一方で、対外開放の全体的な計画を策定することが急務である。

2. マクロ調整における金融政策の役割の拡大

2007 年以降、中国のマクロ経済調整は、これまでにない複雑な局面に直面している。世界的な過剰流動性や貿易黒字の高止まり、人民元相場や資産価格の上昇観測によるホットマネーの流入などが生じ、外貨準備高が引き続き急増している。銀行では流動性が過剰になる傾向が続き、マネー・融資の拡張圧力が増している。インフレ圧力の増大、資産価格の上昇、経済が急成長から過熱へ転じようとする勢いが止まらない中、2007 年下半期以降、中国の金融政策の基本路線は「安定基調の中での適度な引き締め」から「引き締め」に転じている。

中央銀行は一連の措置により、金融市場に対するマクロ調整の強化や改善を図っている。マネー・融資総量のバランス維持を基本に、中央銀行は公開市場操作、預金準備率操作、政策金利の調整、「窓口指導」などの手段を駆使して、外貨流入に伴い（両替の結果）増加した国内流動性をほぼすべて吸収している。その効果は、流動性問題の完全な解決こそ見えていないものの、歴然としている。また、中央銀行は「特殊預入金」（流動性の吸収を目的に、規定の金利で金融機関に資金を中央銀行に預け入れさせる制度）や特別国債を使用した売りオペ、銀行預金準備金の外貨建て納付など、一連の新措置を打ち出し、流動性の抑制を強化している。

金利政策については、2007 年以降、中央銀行は 6 回にわたって預金・貸出基準金利を引き上げており、政策金利の調整によるインフレ期待の解消に力を入れ、将来性や即効性をより考慮した運営を進めている。金利引き上げのうち 3 回は、預金金利の引き上げ幅が貸出金利の引き上げ幅を上回る「非対称的な利上げ」であった。これは、中央銀行がよりのめを絞った金利政策を打ち出していることを示している。米連邦準備理事会（FRB）を始めとする世界の主要な国々の中央銀行が次々と利下げを発表する中、中国人民銀行は独自の金融政策を堅持し、国内均衡を優先させ、金利政策と為替政策の連携を強めている。しかし、金利はまだ完全に自由化されておらず、しかも、巨額の外貨流入に伴い人民銀行は常にベースマネーを供給せざるを得ない。その結果、金利政策の有効性はつねに資金面の緩和度合いに左右されている。このため、数量的な政策手段と価格（金利）政策手段の連携が、今後重視すべき課題となっている。

このほか、中央銀行は「窓口指導」や融資政策による誘導を強化し、マクロ調整の意図を広く伝えようとしている。商業銀行に対しては融資の急増が招きうるリスクや銀行の資産・負債の期間ミスマッチに注意を喚起し、商業銀行が融資の規模や速度を合理的に制御するように促している。同時に、当局は商業不動産融資政策を調整し、2 軒目の住宅購入を対象に、住宅ローンの頭金や金利の基準を引き上げた。

3. 為替相場の形成メカニズムの整備と金利自由化

2007 年以降、人民銀行は主体性、制御可能性および漸進性を基本に人民元為替相場の形成メ

カニズムを整備している。人民元為替相場の柔軟性を高めた結果、市場の需給が、人民元為替相場形成の基本要因として、より大きな役割を担うようになった。2007 年 5 月 21 日以降、人民元と米ドルの交換レートの変動幅は、これまでの 0.3%から 0.5%に引き上げられた。2007 年、人民元は米ドルに対して 6.86%上昇した。特に、11、12 月の 2 カ月間の上昇率は 2.33%に達した。

2003 年以降、為替相場の調整に関連して、貿易黒字や国際収支の不均衡をいかに改善するか、さまざまな議論が交わされている。2007 年には為替相場を通じたインフレの改善が新たな課題となった。中国は資源の輸入依存度が大きく、適度な人民元高によって人民元建ての輸入コストの増加を相殺できる。こうした効果が顕在化するにはある程度時間がかかるが、長期的に見れば、名目実効為替レートの変動は、消費者物価指数や生産者物価指数に大きな影響を及ぼすだろう。

また、人民銀行は 2007 年 1 月、上海銀行間取引金利（Shibor）を導入し、金利自由化へ向けて重要な一歩を踏み出した。この 1 年間、Shibor の運営状況は全般に好調で、銀行の提示金利の合理性・安定性が向上しつつある。マネーマーケットにおいて、コール金利やレポ金利との関係も合理性を増しており、金融商品の価格決定を誘導する効果も高まっている。現在、マネーマーケットの金融商品の価格決定基準として各満期で Shibor が広く採用されている。新たな金融商品も相次いで登場しており、中でも、Shibor を基準とする金利スワップなどの派生商品が活発に取引されている。

4. 中国投資会社の発足と積極的な外貨管理政策

2007 年、中国の国際収支は引き続き黒字であった。外貨準備も急増し、10 月末現在で 1 兆 4,550 億ドルに達した。マクロ経済に対する国際収支の影響が日増しに大きくなる中で、人民銀行にとっては、国際収支の黒字がマネーサプライに与える圧力を緩和することが、マクロ経済の安定維持の上で最大の課題となっている。また、外貨管理当局も、外貨管理面の改革を推進する方針である。

この外貨準備の問題を解決するには、多層的な外貨準備管理の体系を構築することが必要である。世界各国の例を見ても、外貨準備金を政策的資源と捉え、投資資源の機能とは適切に分離して考えれば、中央銀行の金融政策の柔軟性や主体性・独立性を強化でき、外貨準備とマネーサプライの直接的な関係も断ち切れる。

2007 年、中国の実情や海外の例を考慮した上で、政府はさまざまな角度から外貨投資の多元化・多層化に着手している。第一は、運営が市場化された政府系外貨投資機関の設立である。これは、合法的な外貨運用を担当するもので、資産を有償で利用し、監督を受けながら、資産価値の増大を図る。実際には、9 月末に、外貨投資業務を専門に取り扱う国有投資会社として、中国投資有限責任会社が正式に設立された。財政部は、特別国債を発行して資本金約 2,000 億ドルを調達した。中国投資会社は、主として海外市場の金融商品へポートフォリオ投資を行う。一方で、直接投資の機会も重視しており、既に米ブラックストーン・グループ、中国中鉄公司、モルガン・スタンレーなどに出資している。国際金融市場の動揺を受け、一部の投資の短期的な収益は思わしくないが、発展の方向としては前向きな一歩を踏み出したと言えよう。

第二は、中国の企業や個人の対外投資ルートを拡大し、海外株式、ファンドなどへの投資を奨励することである。2007 年、外貨管理当局は個人の外貨購入の年間限度額を大幅に引き上げた。年間 5 万ドル以内であれば、銀行で直接両替することが可能になり、個人の日常生活での外貨使用に十分対応できるようになった。同時に、国内事業者に対しては、国際収支上、経常勘定に含

まれる外貨口座の限度額管理を撤廃し、経営上の必要に応じて経常項目の外貨収入を外貨建てのまま残しておくことが可能になった。また、海外投資の事前準備のための外貨購入・送金に関する規制も緩和した。これにより、資金調達問題の解決を助け、「走出去」（海外進出）を後押ししている。多国籍企業においては資金の統一的管理も始まった。

2007 年には、対外投資ルートの秩序ある緩和も大きく進んだ。適格国内機関投資家（QDII）による投資活動が本格化し、証券会社、ファンド会社、銀行、保険会社、信託会社など各種機関が投資認可を取得した。11 月末現在、QDII の投資限度額は計 400 億ドルを超えている。このほか、外為管理当局は後述するように、個人が直接、海外証券へ投資できるようになる案を打ち出した。まだ実施には至っていないが、国際収支の資本勘定の自由化に向けた中国政府の方針や決意が伺える。

大量の国際資本の流入圧力に直面し、中国は、海外資本に対する監督を強化した。違法な資金が、既に外為取引が自由化された貿易活動のルートから流入することを防ぐため、監督当局は貿易に伴う外貨の購入・売却を分類した上で管理し、外貨購入・売却が実際の貿易活動とかけ離れている企業を重点的に監督している。不動産分野では外資の投資に対する認可や監督をルール化し、対外債務の規模を抑制し、対外短期債務の急増を抑えている。中国の改革開放や金融のグローバル化に伴い、中国の日常的なマクロ経済管理にとって、資本流出入は重要課題となっており、政府による監督強化、予測分析、緊急管理が求められている。

II、金融・資本市場の改革と発展

2007 年、中国の金融・資本市場は、過剰流動性、個人貯蓄の市場への流入、良好な政策環境に支えられて空前の活況を見せ、市場に参入する機関投資家・個人投資家が増加した。

1. 強まる国際市場との連動性

2007 年以降、中国経済のグローバル化が加速するにつれ、中国の証券市場と世界経済・国際資本市場との連動性も強まっており、これまでにない状況を見せている。上海株式市場に端を発した 2007 年 2 月 27 日の世界同時株安では、当日のうちに世界の主要市場の株価が下落するなど、中国 A 株市場と国際市場が影響し合う局面がしばしば見られた。

但し、他市場に先駆けて世界金融市場との融合を果たしたのは、先物市場である。中国要因や中国価格は国際市場でも影響力を増しつつあり、国内企業が幅広く先物市場に参加する中で、中国の動きを反映した先物価格体系が既に形成されている。例えば、上海銅先物市場は世界の三大価格決定センターの一つに数えられ、上海燃料油先物価格も、アジア地区の現物取引における重要な価格決定要因の一つとなっている。このほか、ロイター社は鄭州取引所の小麦先物価格をシカゴ商品取引所 (CBOT)、カンザスシティ商品取引所 (KCBT) とともに国際小麦価格体系に加え、綿花でも鄭州、ニューヨーク両市場の価格動向の影響力が増しつつある。大連の大豆先物価格は、世界の大豆販売地域で基準価格として扱われている。トウモロコシ先物市場の登場により、中国は東半球におけるトウモロコシ市場の価格決定センターとなり、国際トウモロコシ市場における競争力も向上した。

国内市場と海外市場の連動性が高まった背景には、QFII、QDII などの政策の実施や、世界市場での各種投機資金の資金配分により、国内・海外市場間の資金のやり取りがより活発になり、

同じ投資家が国内・海外両市場へ投資するようになることで、資金の流れに共通性が出てきたことがある。他方、国際貿易が活発になり、経済のグローバル化が進んだ結果、実体経済の発展も高い相関を保っている。国際市場の異変が、国内の一部の上場企業の業績に直接影響するようになり、ひいては国内資本市場の動向にも影響している。当然ながら、こうした現象は、中国の資本市場に対する外部要因の影響が、より多様化、複雑化していることを示している。

2. 多層的な資本市場の発展と金融資源の配分能力の向上

非流通株改革がほぼ完了したことで、中国の資本市場の発展に向けて確かな土台が作られ、市場規模は着実に拡大している。2007 年末現在、中国の上海・深センの両株式市場の時価総額は 32 兆 7,100 億元に達し、11 月末には投資家の口座開設数が 1 億 3,600 万件に達した。2007 年の取引金額は、両市場合わせて 46 兆 556 億元で、史上最高となった。資本市場が国民経済に果たす機能や役割は着実に強化されつつある。

2007 年、中国企業の国内での資金調達額は 7,751 億 5,600 万元となり、世界最高となった。また、2003 年から 2007 年にかけ、上場企業 600 社以上で支配株主に変動が生じている。資本市場を通じて、資源配分や経済構造の調整も進んでいる。

多層的な資本市場の構築により、さまざまな規模・種類の会社に資金調達の場が提供された。2007 年 12 月末現在、中小企業板（中小企業ボード）には 202 社が上場し、うち 2007 年に新規上場した会社は 100 社に上る。同市場の時価総額は 1 兆 646 億 8,400 万元で、前年末比 300%を超える成長率を示した。ベンチャー市場の創設に向けた準備も進んでおり、上場条件が比較的緩いことから、多数の中小企業、特に成長の見込めるハイテク企業にとって直接融資の道が開けることになる。

このほか、中国は現在、株価指数先物商品導入に向けた準備も進めており、収益モデルが単一であるという、資本市場の長年の課題が解決されそうである。現在、株価指数先物の模擬取引が順調に進んでいる。制度・技術面での準備はほぼ完了しており、正式導入を待っている段階である。株価指数先物は、中国の資本市場を多元化させ、市場をバランスさせる力や手段となり、相場の大幅変動の可能性を抑え、均衡の取れた市場形成を助けるだろう。

3. 社債発行の開始による債券市場発展の強化

中国の債券市場の発展は緩慢であり、中でも社債市場の発展は特に遅れている。中国证券监督管理委员会は 8 月 14 日、「会社債券発行試行弁法」を公布、施行した。これは中国において社債発行が正式に始まったことを意味している。同年 9 月、長江電力は他に先駆けて承認を受け、80 億元を上限とする社債発行に踏み切った。社債の存在は、直接金融の比重を高め、中国の市場構造を改善し、多層的な資本市場の構築を進める上で大きな役割を担う。また、上場企業にとっては、資金再調達の新たな道が開かれたことになり、直接金融の主な供給源となるだろう。

現在、社債市場の発展には、好機が訪れている。中国では貯蓄や外貨準備高が着実に増加しており、安定した利回りを望める固定収益商品へのニーズが高まっている。特に投資信託、保険会社、商業銀行、年金基金などの機関投資家の間で、社債市場へのニーズが日増しに高まっている。同時に、負債比率の低い優良企業にとっては、株式や銀行融資のほかに社債発行によって新たな資金調達ルートを開くことが急務となっている。資産・負債構造を調整し、財務コストを引き下げ、企業信用を金利によって評価するシステムを整備し、競争力や持続的発展能力を増す必要が

ある。

2007 年 1 月、「国内金融機関の香港特別行政区における人民元建て債券の発行にかかる暫定弁法」が公布され、6 月には国家開発銀行が大陸の銀行としては初めて香港で人民元建て債券を発行した。国内の金融機関が香港で人民元建て債券を発行することは、大陸・香港双方の経済交流や、債券市場の国際化に役立つ。2007 年 12 月、謝旭人財政部長は、「中国は現在、条件を満たす外国政府に、中国国内での人民元建て債券の発行を認めることを前向きに検討している。中国と世界各国との経済協力を向上し、債券市場の対外開放を推進するためである」と表明している。

4. 商品先物市場の発展によるリスク管理や実際の生産への好影響

世界で商品価格が急上昇している中で、中国の先物市場は順調に発展しており、その社会機能や国民経済における役割は日増しに明らかになっている。2007 年 11 月末現在、中国の先物市場の累計成約件数は 6 万 4,000 枚、累計成約額は 35 兆 7,000 億元に上った。2006 年はそれぞれ 4 億 5,000 万枚、21 兆元であった。2007 年の商品先物の成約件数や 1 件当たりの平均成約額はいずれも増加している。また、商品先物取引の品目は、2006 年の 14 品目から 2007 年末には 18 品目に増え、亜鉛、菜種油、線形低密度ポリエチレン、パーム油の 4 品目が新たに加わった。新品目の登場で、関係企業には市場リスク回避の効果的な手段が提供された。

同時に、2007 年には「先物取引管理条例」、「先物会社管理弁法」、「先物取引所管理弁法」などが実施され、商品先物市場の取引や運営のさらなるルール化が進んだ。市場は次第に良い循環に入り、リスク回避や価格決定の機能が発揮され始めている。また、商品先物の金融活動としての属性が明らかになってきたことから、株価指数先物商品の上場を控えて、一部の機関は既に資金を商品先物市場に投入し、実践経験を積んでいる。

先物市場の発展に伴い、先物価格が生産経営や経済調整、具体的には、商品・作付け構成などの調整において、重要かつ望ましい役割を発揮しつつある。鄭州商品取引所に硬質小麦の先物が上場した後、先物価格の影響を受け、中国の小麦作付け構造の調整が加速し、良質小麦がわずか 3 年間で輸入から輸出に転じるなど、驚くべき飛躍につながっている。先物新商品の上場は、産業構造の改善を力強く後押ししている。天然ゴム先物の上場を受け、生産者、取扱業者の天然ゴムの品質に対する認識が変わり、先物取引の商品規格を天然ゴム品質の重要な基準と捉えるようになった。一部のゴム農家はベトナムやミャンマーに赴いて天然ゴムの栽培を手がけるなど、喜ばしい局面が現れている。

エネルギー・資源など世界の主要商品価格が急上昇する中、自国の先物市場をいかに活用して、世界の価格体系を誘導していくかが、依然として重要な戦略テーマである。中国の先物市場を、標準時間が中国と近い地域における価格決定センターに育て、経済大国である中国にふさわしく、中国の急速な経済成長に対応できる市場にするまでには、まだ長い道のりがあるだろう。中国の先物市場の整備を急ぎ、国際先物市場の価格主導権をめぐる競争を重視し、現在の不合理な価格体系を打破する必要がある。中国は世界の主要商品の主要消費国であり、世界の加工工場であり、経済大国でもある。価格主導権の中にも中国のこうした強みを十分に反映させていかなければならない。

Ⅲ、金融機関の改革と発展

2007年以降、中国の銀行業、証券業、保険業の競争力がさらに強化される一方で、国際化の速度は大幅に上昇しており、金融商品の開発はより多様化している。

1. 本格的な段階へ入る金融機関の海外進出

中国の銀行業、証券業、保険業の改革は基本的に完了し、金融機関の競争力が強化されたことから海外進出の条件が揃った。経済の急発展や企業のグローバル経営により、対外金融サービスのニーズが刺激され、金融機関の海外進出が促されている。これまで「流出には厳しく、流入には寛大に」という資本流出入に対する管理方針の下で、金融業開放は一方通行であったが、現在は大幅に改善された。金融機関による海外進出戦略は、政府の力強い支持を受けて本格化している。統計によれば、過去2年間、海外で中国系銀行が仕掛けたM&Aの総額は100億ドルを超えた。大手銀行では、海外事業利益の貢献度が大幅に上昇し、平均で全体の5～10%程度に達している。

M&Aを活用せず独自に発展を目指す金融機関についても、飛躍的な進展が見られた。2007年11月8日、米FRBは、招商銀行のニューヨーク支店設立を正式に承認した。中華人民共和国の成立以来、民営商業銀行が海外で営業許可を取得した初のケースとなる。これは、招商銀行の経営管理状況がFRBの審査基準に合致したことを示すだけでなく、中国の金融環境が改善され、銀行業の監督体制の変化が世界的に認められたことを意味している。

図表1 中国系金融機関による近年の重要な海外M&A

金融機関	出資先	買収合併案件
中国投資有限責任公司	ブラックストーンズ・グループ モルガン・スタンレー	2007年5月、中国投資会社が30億ドルでブラックストーンズ・グループの株式の10%弱を取得。 2007年12月19日、中国投資会社が約50億ドルでモルガン・スタンレー社の転換社債（一定期間後に普通株に転換される）を取得。株式に転換した後のモルガン・スタンレー社に対する中国投資会社の持ち株比率は9.9%を超えない。
中国工商銀行	南アフリカスタンダード銀行 澳門誠興銀行 インドネシア・ハリム銀行	2007年10月、工商銀行が56億ドルで南アフリカスタンダード銀行の株式の20%を取得。 2007年8月、工商銀行が5億8300万ドルで澳門誠興銀行の株式の80%を取得。 2006年12月、工商銀行がインドネシア・ハリム銀行の株式の90%を取得。
国家開発銀行	バークレー銀行	2007年7月、国家開発銀行が22億ユーロでバークレー銀行の株式の3.1%を取得。
民生銀行	米国UCB	2007年10月、民生銀行が計2億ドル余りで、米UCBの株式の9.9%を2回に分けて取得。中国本土の民営商業銀行では初の米銀行への出資。
建設銀行	バンク・オブ・アメリカ	2006年8月、建設銀行が12億ドルでバンク・オブ・アメリカの香港・マカオ事業を買収。
中国銀行	シンガポール航空	2006年10月、中国銀行が9億6500万ドルでシンガポール航空傘下のシンガポール・エアークラフト・リーシング・エンタープライズ(SALE)を買収。
平安保険	フォルティスグループ	2007年11月、平安保険が27億ドルでフォルティスグループの株式の4.18%を取得。
中信証券	ベアー・スターンズ	2007年1月、中信証券が株式交換によって米投資銀行ベアー・スターンズに約10億ドルを出資することで合意。これにより、中信証券はベアー・スターンズの株式の6%を取得、ベアー・スターンズは中信証券の株式の2%を取得する。

（出所）国務院発展研究センター作成

国際収支の資本勘定の自由化への動きが着実に進む中で、中国は現有の余剰資金を十分に活用し、海外企業や金融機関が参加できる国内金融市場の範囲を積極的に拡大しよう。例えば、優良な海外企業に国内での A 株や人民元建て債券の発行を認めたり、海外の金融機関による国内金融機関との多様な協力を奨励したりするなど、国内金融市場への参加の道を広げよう。同時に、国内の大手金融機関に経営の国際化を奨励し、一部を、国内・国際金融市場の橋渡しを担う中心的な存在に育てる考えである。保険会社や社会保障基金の保有外貨または購入外貨については、海外証券投資への運用を徐々に認め、QDII 制度の推進を図っている。さらに、国内資本の金融機関や企業に、国際金融市場への積極参加を促している。彼らが国際市場と並行して国内市場で取引を行うことを通じて、内外市場の関連性は強まる。

金融機関の海外進出には、進んだ金融技術・マネジメント経験の吸収、業務や収益源の多様化、多様性に乏しい市場特有のシステム・リスクによる損失の低減、コア・コンピタンスの向上などの効果があり、外資系機関の中国市場進出へ積極的に対処する上で重要である。他方、金融業の対外開放を新たな段階に進め、国際競争への積極的な参加を図り、世界の経済・金融の一体化という流れに対応する上でも有益で、客観的に見ても、中国が金融業の全面開放を進める上で、避けて通れない道である。

2. 金融業界の対外開放

WTO 加盟後の移行期間が終了し、2007 年に中国の金融業は全面開放の段階に突入した。これにより、世界の金融リスクが中国に与える脅威も増大する。金融業の改革開放や発展戦略を総合的に考えた上で、金融業の対外開放政策を検討し、制定していくことが当面の重要な課題である。中国の銀行業、証券業、保険業の開放を着実に進めるためには、急激な開放によって国家の金融の安全に脅威を与えてはならず、開放の遅れによって経済のグローバル化や経済・金融発展の機会を逃してもならない。中国は、金融開放問題について重要な戦略的選択を迫られている。

銀行業の開放については、中国は 2006 年末、外資系銀行への法人資格付与という形で開放を進め、現在のところ平穏に進んでいる。2007 年 8 月、銀行業監督管理委員会は外国銀行が中国に設置した計 20 支店に対して、法人資格のある銀行への改編を認めた。12 社は既に改編を終えて営業を開始し、他行は準備中である。

外資系銀行の商品の種類は増え続け、サービスモデルも多様化しつつある。金融派生商品取引、QFII のカストディアン業務、個人資産運用、QDII 業務（含むカストディアン）、電子銀行など、サービスの種類は 100 を超える。第 3 回米中戦略経済対話の後、中国銀行業監督管理委員会は、外国資本の中国銀行業への参入について研究を進めており、作業は 2008 年 12 月 31 日までに完了する予定である。同委員会は完了後、政策評価の結論をたたき台に、外国資本による持ち株比率の問題について、政策提案を提出する。

証券業でも、対外開放のプロセスが再開している。2004 年、証券監督管理委員会が証券会社の整理作業に入ったため、証券業の対外開放は一時休止していた。2006 年以降、証券会社の整理は成果を収めつつあり、現在では証券業の対外開放への動きが再開している。2007 年末現在、証券監督管理委員会は証券会社に資本参加できる海外株主の資格をさらに緩和し、対象を従来の証券取引業者のみから、金融機関および一般機関投資家へと拡大したほか、海外株主の営業実績年数をこれまでの 10 年以上から 5 年以上へ引き下げた。また、条件を満たす国内資本の証券会社に合併会社の設立を認めたのみならず、合併証券会社が業務範囲を拡大する場合の条件や手続

きも明確化される予定である。既に発表済みの情報によれば、モルガン・スタンレーと華鑫証券、クレディ・スイスと方正証券などの間で提携に向けた交渉が行われている。

保険業の対外開放は、さらに踏み込んだ方向へ進んでいる。第 2 回米中戦略経済対話の後、保険監督管理委員会は外資系保険会社の「支店の法人化」について、60 日の審査期限を設け、審査効率の向上を図っている。同時に、外国資本による保険業界の M&A も活発化しており、カーライルとプルデンシャルは、太平洋保険の株式の計 19.9%を取得、イタリアのウーリゾン・ファイナンシャル・グループは合衆人寿の株式の 19.9%を取得した。保険仲介分野の対外開放も速まっている。マーシュは、外資 100%の保険仲介業者としては初めて、保険監督管理委員会の営業許可を取得した。チューリッヒ・ファイナンシャル・サービス・グループは、百合保険經紀有限公司の株式の 24.5%を取得し、IDG は華康金融に 2500 万ドルを出資している。米エトナグループは、香港佳健環宇の全株式を取得し、間接的に中国本土への進出を果たした。今後、保険仲介業でも外資による国内業者の M&A が活発化すると見られる。

3. 脆弱な分野における金融改革

改革開放以降、構造的な不均衡から生じる脆弱な分野の発展の遅れが、さらに顕著になっている。「ドベネックの桶理論」に基づけば、弱い分野の発展の遅れは、国民経済の発展や社会全体の調和・安定に直接影響を与えることになる。しかし、効率が低く資金調達が難しく、かつ保障体制が不十分な中で、自力での発展、もしくは限られた財政援助だけに頼るだけでは、抜本的な解決は不可能である。このため、中国政府は農村の金融改革や零細企業向けの融資を重視している。

農村における金融改革は 2007 年に大きな進展を遂げた。一つは、農村での融資機関設立が奨励され、農村金融の規模拡大に向けた改革が始まったことである。2006 年末に銀行業監督管理委員会は、農村地区における銀行業への参入基準を緩和した。この政策は、一部地域での試行を経た後、2007 年 10 月に全国に拡大された。こうした政策の枠組み内で、国内外の銀行資本、産業資本、民間資本のすべてに、農村地区での銀行への出資、銀行の買収、新設が認められるようになった。これには、村鎮銀行（農村に設立された農民・農業向けの銀行）の新設、社区（コミュニティ）型の信用組合の設置、商業銀行による融資専門子会社の設立が含まれる。農村金融市場の開放を進めた結果、新しい農村金融組織が次第に増え、現存する農村金融機関をベースに改革を考えていた従来の路線は、抜本的に改められることになった。2007 年 10 月末現在、上記の試行地域である 6 つの省（自治区）では、新型の農村金融機関 23 社が認可を受けて誕生した。うち村鎮銀行は 11 社、融資専門機関は 4 社、農村資金互助組合は 8 社で、これら 3 種類の新型金融機関の資本金は、合計で 1 億 2,726 万 6,500 元に上り、融資額は累計 2 億 2,008 万 4,300 元に達した。民間資本を農村に導き、現地の社会・経済の発展を支える上で、初歩的ながら重要な作用を果たしている。

二つ目に挙げられるのは、農業保険の飛躍的な進展である。農業保険の分野では、中央の財政支援を受け、政策的な農業保険が積極的に試行されている。豚を対象とする保険商品の試験的な取扱い、保険会社と政府の共同事業、保険会社による政府事業の代行、保険会社による独自事業など、さまざまな形で農業保険が試されている。2007 年の 1 月～9 月期、中国の農業保険料収入は 42.9 億元となり、2006 年に比べて 5 倍に増えた。対象商品は森林、チンゲン菜、タバコなどの特殊な農産物にも拡大している。15 の省・市では、土地を収用された農民向けの年金保険

サービスを展開しており、年金の規模は 30 億元余りになっている。これにより、土地収用の対象となった農民も、安定的に年金や生活保障を受けられるようになった。同時に、農村市場の特徴に合わせて、少額の簡易傷害保険などの商品も開発されている。

このほか、小企業向けの融資も、政府からさまざまなバックアップを受けている。2007 年中旬、銀行業監督管理委員会は「銀行の小企業への与信業務展開にかかる指導意見」を発表した。これは、小企業向けの与信業務のために優れた監督環境を整え、小企業の事業革新を急ぎ、小企業の健全な発展を保証する上で積極的な役割を果たしている。

4. 金融機関の株式会社化の推進と資本市場への参加

2007 年、金融業界では株式会社化がピークを迎えた。2007 年末現在、大型国有銀行は農業銀行を除き、すべて株式会社への移行を終了し、上場を果たした。一部中小銀行や都市商業銀行も上場を実現した。2007 年には、銀行 7 社が上場した。大手保険会社の上場も進み、中国人寿、平安保険、太平洋保険の各社は A 株式市場へ上場するなど、上場金融機関の列に加わった。2006 年以降、証券会社の制度改革や「借殻上場」（未上場会社が上場会社に資産を注入し、上場会社の看板を未上場会社の看板に変えることにより上場すること）も相次いでいる。2007 年、海通証券、東北証券、国元証券、長江証券、太平洋証券が「借殻上場」を実現しており、他にも上場準備中の証券会社がある。

2007 年 12 月末現在、金融業界の上場企業は 26 社となった。時価総額は合わせて 8 兆元に上り、株式市場全体の 4 分の 1 を占め、最大勢力となっている。海外市場を見ても、金融銘柄は強い勢力を持ち、成熟した市場では、いずれも市場の牽引役または中堅の位置にある。金融機関が資本市場に参加することは、金融業や資本市場の発展にも資する。金融機関にとって、上場による資金調達、資本金の拡充や経営リスクの軽減につながる上、外部からの制約によって金融機関の企業統治を改善し、企業の監督メカニズムを効果的に確立できる。資本市場やマクロ経済にとっては、証券市場の拡大や強化に役立つほか、証券市場の「景気のパロメーター」としての役割を強め、「バリュー投資」の概念を形成し、市場を安定的に運営する上でも有益である。

5. 資産運用を始めとする金融革新の加速と同質化

第 17 回共産党大会の報告では、「条件を整え、より多くの人々が資産収入を得られるようにする」ことが打ち出された。加えて、人口構造や経済発展段階の点から見ても、中国は現在、資産運用の黄金期に突入しつつある。

2007 年、商業銀行や保険会社は、資産運用商品の開発を強化している。11 月末現在、中国の国内銀行および外資系銀行合わせて 26 社が、延べ 2,120 種の資産運用商品を発売している。2006 年時点の発売商品は 1,089 種であった。資産運用商品の開発は、金融機関にとってはサービスモデルを転換する重要な手段となっている。株式市場や資源価格が高騰する中、商業銀行は株式や株価指数、為替相場、金相場、石油相場などと連動した資産運用商品を発売し、顧客の資産運用実績を向上させている。また、情報技術に注目したサービスとして、電子通関、「銀行企業直結」（企業と銀行をオンラインで直結し、口座管理などのサービスを提供する）、オンライン信用状手続き、オンライン投信取引などの新商品を打ち出し、顧客サービスの利便性強化を図り、銀行関連業務の急発展を支えている。複数の生命保険会社は相次いで投資型商品を発売し、一部の非生命保険会社も投資信託に似た商品を発売している。従来の商品とは異なり、新しい投資型

商品は、複数を購入するのが一般的であり、顧客はそれぞれのリスク志向に応じて商品を選択する。こうした投資は「ファンド・オブ・ファンズ (FOF)」に類した概念のものであり、運用業績は比較的好調である。また、競争力に優れるファンドや投資型保険に対抗するため、保険会社も相次いで特別配当を打ち出すなど、配当型商品の魅力向上を図っている。

しかし、現在、金融機関が取り扱う新しい金融商品は似たり寄つたりのものばかりであり、多様な顧客のニーズには対応しきれていない。既に発売されている各種資産運用商品を見ると、ほとんどが証券、外国為替、保険、投信などの投資商品の組み合わせであり、ターゲット層は都市部の中産階級に集中している。本来、これらの資産運用サービスと従来のサービスとの相違は、「個性」のはずである。しかし現在のところ、海外の既存商品を模倣あるいはアレンジして商品を開発する商業銀行が多く、独創性や現地化は不足している。商品開発にあたっては、顧客本位の理念が十分に生かされず、データや情報の整理統合が不十分で、細分化された市場やターゲット層を深く全体的に分析する能力を欠くため、顧客の潜在的なニーズやその傾向を効果的に掴めていない。また、商品開発の要となる能力が不足している。銀行が商品を市場に送り出した後も、有効な追跡システムを持たないため、顧客のフィードバックを迅速かつ全面的にくみ上げられない。

IV、問題と展望

1. 複雑なマクロ経済情勢に直面し、大きな試練を迎える金融調整

新たな情勢の下で、中国共産党中央委員会は、次の段階のマクロ調整の主要課題は、経済の急成長から過熱への移行や、構造的な物価上昇から明確なインフレへの移行を防ぐことであると明言している。具体的には、2008 年の方針として、穏健な財政政策、引き締め型の金融政策を実施することが明示された。しかし現在、金融政策は主として「（過剰流動性に対する）相殺操作」、つまり準備金率の引き上げ、中央銀行手形の発行、外国為替市場における不胎化操作と融資増加に対する「窓口指導」に頼っている。相殺操作への依存は、政策コストの増大を招いており、インフレや景気過熱を招く火種の一つになっている。現在、インフレ圧力は日増しに増大している。政策の基本路線として見れば、大規模な相殺操作と融資コントロールでは、構造問題の解決は不可能であり、これらは対症療法に過ぎない。政策の重点は、迅速な構造改革や構造調整の推進に向けられるべきであろう。

相殺操作への依存から脱却し、いくつかの方向から経済の構造改革を進める必要がある。

- (1) 国民貯蓄率の引き下げ：政府貯蓄、企業貯蓄、住民貯蓄のそれぞれに対し、別々の政策措置を打ち出す必要がある。政府貯蓄の引き下げについては、まず投資重視型の財政を公共財政に転換し、かつ財政収入が大幅に増加した時期には、積極的な減税を図る必要がある。企業貯蓄の引き下げについては、適切な配当制度の確立が待たれる。
- (2) 外需に対する過剰な依存の低下と、内需主導型の成長モデルの促進：海外のケースが示す通り、為替相場の上昇がこのプロセスの推進を大幅に促すとは限らない。商品輸入や対外直接投資の適度な拡大、消費ニーズ拡大の促進などに重点を置くべきである。
- (3) 対外投資に対する客観的な評価：①「香港株直通車」（中国本土住民が中国銀行などを通じて香港株式へ直接投資できる仕組み。導入予定）による人民元の外貨への両替や本土から香港への送金は、完全に閉鎖されたシステム内で行われるため、既存の資金流動監視シ

システムで十分に対応できる、②本土から流出する資金の規模、送金先、海外投資資産の時価総額の変動などは、金融機関を通して随時監視することができ、また、流出資金の規模や要件について自主的なコントロールも可能である。このため、資本規制に大きな穴が開く心配はないという客観的な見方が必要である。マクロレベルの均衡という観点からみれば、資本規制の適度な緩和は、国際収支の均衡を保ち、国内均衡の圧力を緩和する上で有益である。

- (4) 一部業界に対する参入規制の緩和：独占業界における参入制限を撤廃し、サービス業の発展を奨励し、農村から都市への農民の移転を奨励する。こうした措置を土台に、さらに柔軟な形で人民元相場の変動幅を拡大し、人民元に、より柔軟な上昇余地を与える。

2. 急務となる金融監督における協力メカニズムの整備

現在、業界別の監督管理が、監督当局間の連携のコストや監督効率の面で、金融商品の開発や発展に影響している。一方で、銀行、証券、保険、信託、ファイナンス、リースなどの業界を跨ぐ出資や持ち株の規制が徐々に緩和されてきており、一部企業は業界別経営を維持しつつ、金融持ち株会社形式で間接的なコングロマリット化を図っている。平安集団、中信集団、光大集団などがその例である。他方で、長期にわたって業界別の経営や監督が行われてきたため、各監督当局間の連携コストが増大しつつある。業界別の監督モデルでは、監督権限が区分されてしまい、客観的に見れば、一つの市場を分割しているのと同じである。例えば、2007 年、国内では資産運用商品が好調であったが、銀行系、証券系、保険系の 3 種類の運用商品に関する規則はそれぞれ異なっていた。また、これら 3 種類の金融機関の間で、QDII 商品の標準も異なっていた。こうした規則や基準の不一致は、監督効率の低下につながり、市場の分断を招いている。

3. サブプライム危機の今後の金融革新への影響

2007 年 3 月から、米国のサブプライムローン市場に動揺が生じ、債券価格が大幅に下落し、国際金融市場に激震をもたらした。複数の有名金融機関に流動性危機が生じるなど、株式市場、為替市場、商品市場で異変が頻発した。国際金融市場はわずか数週間の間に、資金過剰から信用縮小に陥った。欧米の中央銀行や監督当局は、利下げや資金注入などの救済措置を取っているが、サブプライム危機の影響はまだ終息していない。

サブプライム危機により浮上した問題や、その後の動向には注目しておく必要がある。経済成長の上昇サイクルの中、金融機関のリスク意識は弱まりがちで、資産の証券化プロセスにおける深刻な情報の非対称性が、市場の機能停止を招いた形である。このほか、金融監督システムに重大な欠陥があり、金融機関の融資基準の引き下げに対して、リスクの指摘が迅速になされず、仲介機関に対する効果的な監督管理も不在であった。現在のところ、サブプライム危機がもたらした国際金融情勢の混乱が中国の金融システムに与えるショックは限定的であるが、より積極的に、十分な対応を準備しておくべきであろう。

著者紹介

巴 曙松 (Ba Shusong)

国務院発展研究センター金融研究所 副所長。

1999 年中央財經大学博士号取得。中国銀行杭州市分行副行長、中国銀行香港有限公司リスク管理部総
經理補、中国証券業協会発展戦略委员会主任などを歴任。2003 年 8 月より現職。著書に『中国貨幣政
策有効性の経済学分析』『金融的江湖』などがある。

- ・ 国務院発展研究センター（DRC）は国務院直屬事業単位で、総合的な政策研究に従事する政策決定の諮問機関である。マク
ロ経済政策、発展戦略と地域経済政策、産業経済と産業政策、農村経済、技術経済、対外経済関係、社会発展、市場流通、
企業改革と発展、金融、国際経済などの分野で、国内外の著名な経済学者、専門家及び研究者を多数有する。



Chinese Capital Markets Research