



中国の对外投资の特徴とリスク¹

何 帆^{*}

要 約

1. 中国の対外資産構成のうち、確定利付商品への投資の割合は極めて高く、逆に対外直接投資とエクイティ証券投資の比率は低い。このような投資構造を反映して、中国の対外投資の全体の収益率が極めて低くなっている。中でも、外貨準備の主な運用対象は米国債となっており、その価値はドルレートの変動に大きく左右されている。
2. 中国の対外直接投資は、主に海外の資源・エネルギーや、市場・サービス、先端的な製造業の3つの分野に集中している。それは、中国企業が衰退産業を国外に移転するのではなく、バリューチェーンの拡張を目指して、比較優位を持っていない分野に投資してきたためである。
3. 中国の対外投資管理体制は、外為管理体制、行政審査・批准体制、資金調達体制、政策支援体制からなるが、複雑で、効率性と透明性に欠けており、改善する余地が大いにある。
4. 中国の対外投資は、相手国における①安全保障審査政策、②企業の社会的責任（CSR）への要求、③国有化政策、④国有企業をターゲットとする「競争上の中立性」原則の実施、⑤ソブリン・ファンドに対する監督・管理の強化といった障害に直面している。これら乗り越えるために、国際協力を強化し、グローバルな投資ルールの制定に積極的に参加することを通じて、海外における中国企業の利益保護を強化する必要がある。

1. はじめに

現在、中国の対外投資は外貨準備運用と直接投資を中心としており、投資収益率が極めて低い一方で、潜むリスクは増大の一途をたどっている。中国の対外投資管理体制は、規制緩和が徐々に進んでおり、審査・批准の手続きの簡素化などの面でも大きな進展を見せたが、依然大きな欠陥を抱えており、中国の対外投資の一層の発展の足枷となっている。海外では、中国による投資

¹ 本稿は、中国社会科学院世界経済政治研究所『国際経済評論』2013年第1号掲載の「中国の対外投資の特徴とリスク」を邦訳したものである。また、本稿は中国社会科学院世界経済政治研究所国際投資研究室の「中国の対外投資：理論と実践」の全体報告である。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。

^{*} 何 帆 中国社会科学院世界経済政治研究所 副所長

への懸念などから、関連政策を調整し、外国からの投資に対する審査と監督・管理が強化されている。これは中国の対外投資を妨げる要因になっている。中国は国際社会との協力を強め、海外における中国企業の利益保護を強化すると同時に、グローバルな投資ルールの制定に積極的に参加し、より一層中国の対外投資の長期的利益を守らなければならない。

II、中国の対外投資の特徴

中国は、比較的短期間で重要な対外投資大国になってきている。対外資産負債残高表を見ると、近年、中国の対外資産の増加率は対外負債の増加率を上回り、対外純投資の積み上げが進んでいる。2004年から2010年までの間、中国の対外資産は9,291億ドルから4兆1,260億ドルに増え、年平均増加率は28.2%であり、対外負債は6,527億ドルから2兆3,354億ドルに増え、年平均増加率は23.7%である。中国の対外純投資は2,764億ドルから1兆7,907億ドルに増え、年平均36.5%で増加している。

中国の対外資産構成のうち、外貨準備は依然大きな割合を占めているだけでなく、2008年9月のリーマン・ショックに象徴される米国発の世界的金融危機以降、その割合が上昇している。対外資産に占める外貨準備の割合は2006年に63.9%にまで低下したが、2010年には70.6%に上昇した。中国の対外直接投資は近年、勢いよく増加しており、国際社会に注目されているが、純流入の規模は依然大きい。2002年時点で、中国の対外直接投資残高は僅か299億ドルだったが、2010年には3,172.1億ドルと、8年間で年平均34.3%増加した。2011年時点の中国への外資流入額はなお中国の対外直接投資を上回っている。2011年の中国の非金融企業の対外直接投資は600.7億ドルであるのに対し、中国に流入した外国直接投資は1,160.1億ドルで、純流入額は559.4億ドルにのぼる。中国の対外資産は、主に政府部門の外貨準備が中心であるため、中国の対外投資構造において民間部門の純流入、政府部門の純流出という構図になっている。大まかに推計してみると、2010年の中国の民間部門は1兆3,642億ドルの負債超過になっているが、政府部門の純資産は3兆872億ドルに上っている。また、政府の外貨準備の大半が確定利付である外国政府債券を中心に運用されているのに対し、中国に流入する資本は直接投資が多い。つまり、外国からの対中投資は主にエクイティ投資で、中国の対外投資は主に債券投資である。

このような対外投資構造の背景には、中国国内の貯蓄率が投資率を上回る「過剰貯蓄」により、経常収支が黒字になっていることがある。また、発展途上国である中国は、国内企業が自前の研究開発能力に欠けているため、外資導入という方法で外国企業の先進的な技術と管理能力を取り入れざるを得ない。さらに、一部政策による誘導や誤りも、中国の貿易黒字と資本流入を促した一方、対外投資を制約した。具体的に、貿易政策において経済成長に対する輸出の牽引力を重視しすぎ、地方政府の官僚が外資導入の数量を業績考課の主要指標の一つとしていることがある。その上、中国の外為管理政策も一部企業の対外投資の能力を制約している。

その結果、中国の対外投資の効率性が悪く、潜在リスクが大きくなっている。

効率性の損失について、まず直接的損失、すなわち投資収益率の損失を見てみる。中国の対外資産構成のうち、確定利付商品への投資の割合は極めて高い。すべての準備資産とデット証券投資を確定利付商品への投資と仮定すると、2010年の中国の確定利付商品の投資比率は75.3%になる。直接投資とエクイティ証券投資は合わせて9%に過ぎない。日本の対外投資は保守的だと考えられてきたが、その確定利付商品への投資比率は56.4%で中国を大きく下回る。米国の対外

直接投資比率は 21.8%、エクイティ証券投資比率は 22.1%、確定利付商品投資は僅か 11%である。このような投資構造の結果、中国の対外投資の収益率が全体的に見て極めて低くなっている。大まかに推計してみると、2004 年以降の中国の対外投資の収益率は約 3%に過ぎず、米国長期国債の利回り（約 5%）より低だけでなく、中国国内の 5 年物貸出金利（約 6%）よりも低い。このことは、中国の対外投資の規模が大きくなればなるほど、その発展のペースが速ければ速いほど、効率性の損失が大きくなることを意味する。日本銀行が発表したデータに基づいて試算すると、日本の対外投資の収益率は 11~13%で、中国を大きく上回る。別の角度からも見てみよう。中国の対外投資の多くは債権投資であるが、外国からの対中投資はエクイティ投資が多い。保守的に推計すると、外国の対中投資の収益率は約 4%である。しかし、中国の外資系企業には多くの利益が留保されていることを考えると、この推計値は明らかに低すぎる。米国と日本のデータに基づくと、二者の対外直接投資の収益率は共に 10%以上に達する。このことは、中国の対外投資の収益率と外国の対中投資の収益率を比較して、約 7%の差があることを意味する。

間接的な効率性の損失でみると、中国の支払う代価はさらに大きくなる。輸出主導の経済発展戦略により、中国の国内需要がある程度抑制されるだけでなく、中国経済が外部需要の変化に左右されやすくなり、国内経済の変動性が増幅する。外資導入による経済発展戦略は、初期には国内の技術水準を急速に向上させ、大量の雇用を創出したが、中国国内の技術力が先進国のレベルに近づくにつれて、外資導入政策の限界収益が急速に逡減している。外国技術の導入に過度に依存すれば、自国内の自主的なイノベーション能力が損なわれる。「市場と技術を交換する」という方法は、少なくとも中国においては成功していない。

中国の対外純資産が増加し続けることにより、潜在的な資産損失という問題も生じた。中国の外貨準備の運用は米ドル資産に過度集中しているため、米国の金融危機の勃発後、この部分の米ドル資産の潜在リスクはたびたび露呈する。例えば、中国はファニーメイ（連邦住宅抵当公庫）とフレディマック（連邦住宅金融抵当公庫）の社債を大量に保有しており、二社の最大の債権者にもかかわらず、現在に至っても、中国が保有している二社の社債に対し、米国政府から何ら保証も受けていない。米国では財政赤字拡大や金融緩和が続いており、米国経済回復の展望が不透明な中、米ドルの下落リスクが増大しており、中国が保有している米ドル資産はより大きな目減りの可能性に見舞われている。特に、人民元が上昇傾向にあることを考えると、人民元建ての対外投資の為替差損は巨額にのぼる。

このため、当面の急務のひとつは、対外投資の収益率を引き上げることである。例えば、現在の外貨準備の運用形態と投資理念の見直し、投資構造の改善、中国の対外直接投資とエクイティ証券投資の規模の拡大などである。もうひとつは、経済発展戦略の転換を加速させ、「双子の黒字」を減らし、対外均衡を図り、内需を拡大し、国内の革新と研究・開発能力を向上させ、国内資本市場や社会保障制度の整備を加速させることである。

Ⅲ、中国の外貨準備の運用

中国の対外投資は主に外貨準備の運用と対外直接投資の二つである。外貨準備の運用規模が大きく、対外直接投資は急ピッチで進展している。本稿では、中国の外貨準備運用が直面している問題点と挑戦について簡潔に紹介した上で、中国の対外直接投資を具体的に分析する。

中国の外貨準備は、1990 年代半ばから増え始め、特に 2001 年に世界貿易機関（WTO）に加

盟した後、その増勢はさらに拍車がかかった。2000年の中国の外貨準備は僅か1,650億ドルで、世界全体の外貨準備に占める割合は8.6%だったが、2011年には3.18兆ドルとなり、世界全体の外貨準備の31.2%を占めるようになった。

中国の外貨準備の主な源泉は経常収支黒字と外国の対中直接投資である。中国は短期資本移動を厳しく管理しているため、証券投資などを経由して中国に流入する海外資本の規模は比較的小さい。しかし、経常取引はすでに自由化されており、資本取引に関してもかなりの部分が自由化されている中、多くの投機的資本が、輸出企業を介した価格移転という方法や、外資系企業の投資収益をタイミングをずらして国外に送金する方法、個人口座への送金を移転する方法を通じ、中国に入り込むことができる。アジア金融危機以降、各国は、より多くの外貨準備を保有すれば、外部からの金融面の衝撃への抵抗力を強化できると認識するようになったが、いかなる側面から見ても、現在の中国の外貨準備はすでに最適規模をはるかに上回っており、外貨準備の管理が難しくなり、リスクも高まっている。

中国の外貨準備のうち、約60~70%が米ドル資産であり、さらにそのうちの主な投資対象は米国国債とエージェンシー債で、株式と社債の割合は比較的低い。2010年6月時点の長期国債と長期エージェンシー債の割合は91.2%、株式・社債の割合は8.6%である。外貨準備が増加し続けているに伴い、中国は米国の長期国債を主要な投資対象とするようになった。2002年から2007年までの間、米国不動産市場の盛り上がりを受け、ファニーメイとフレディマックが発行したエージェンシー債の利率は米国国債を大きく上回ったため、中国も二社のエージェンシー債の持ち高を増やした。2008年の米国の金融危機を受け、中国は米ドル資産構成の調整に着手した。第一に、ファニーメイとフレディマックのエージェンシー債の持ち高を減らした。2008年7月から2010年6月までの間、中国が保有する二社のエージェンシー債の残高はピーク時の5,440億ドルから3,600億ドルに減少し、月平均76.6億ドルの減少になる。しかし、今でも中国は二社のエージェンシー債を大量に保有している。第二に、2008年から2009年の間、中国は長期国債を大量に売却し、短期国債を購入した。その主な理由は、米国の財政状況の悪化に対する懸念から、短期国債の持ち高を増やすことにより、流動性を高めることにある。しかし、米国が長期にわたってゼロ金利政策を実施してきたため、短期国債の利回りが極めて低い。これを受け、中国は2009年から2010年にほぼすべての短期国債を売却し、長期国債を増やした。第三に、米ドル資産の割合を適度に引き下げ、ユーロと日本円の資産の割合を引き上げた。2001年から2006年に、中国の外貨準備に占める米ドル、ユーロ、日本円の割合はそれぞれ約80%、15%、5%だったが、2007年から2010年には75%、20%、5%に変わった。

中国はすでに米国債とエージェンシー債の最大の外国人投資家である。米国財務省の対米証券投資(Treasury International Capital, TIC)統計では、外国人投資家保有の米国証券資産の状況が定期的に発表されている。それによると、2010年6月時点、中国政府が保有する長期エージェンシー債は外国政府の保有残高の39.9%、ABS(資産担保証券)のエージェンシー債は同50%以上、米国長期国債は同33.9%を占める。中国政府はすでに米国債とエージェンシー債の最重要な外国政府投資家となった。しかし、TIC統計では、中国の米国証券資産の保有規模が過小評価されているかもしれない。ひとつは、中国の政府機関と企業は保有する米国証券を米国の国際金融機関に管理を委託している可能性があり、最終的な購入者の特定が難しい。もうひとつは、中国国家外為管理局は米国以外の市場で米国債を購入することができ、この部分の取引はTIC統計に反映されていない。

このように大量な米国債とエージェンシー債を保有しても、中国は他の投資家よりも多くのメリット（金利の優遇や安全面の保障など）を受けているわけではない。むしろ、中国は巨額の米国債を保有しているゆえに、持ち高を調整すると、米国債の需給と価格に大きなインパクトを与え、価格下落に見舞われ、巨額な資本損失を被ることになる。米国債市場は最も流動性の高い市場と見られているが、中国という大きな買い手にとって、米国債はもはや流動性のある市場ではなくなった。中国は「米ドルの罠」に深くはまってしまっている。

中国の外貨準備運用の収益率を大まかに推計してみる。まず、TIC やその他の公開情報に基づき、中国の外貨建て資産の通貨構成と商品構成を推測する。次に、中国人民銀行の外貨準備の保有コストすなわち為替ヘッジのコストを推計する。さらに、各種証券資産に投資した中国の外貨準備の投資収益率を計算した上、最後に、中国の外貨準備の純収益率を推計する。

まず、中国が保有する外貨準備のうち、米ドル、ユーロ、日本円資産のそれぞれの割合が75%、20%、5%と仮定する。TIC 統計によると、外貨準備に占める中国保有の米国証券の割合は、2002年の74.6%から、2010年の65.6%に低下したが、実態はこの公表の数字より高いと見られる。

中央銀行は自国通貨を売却し、米ドルを購入する際、自国のマネタリー・ベースとマネーサプライに影響を与えることが避けられない。このため、中央銀行手形の発行や商業銀行の法定準備率の引き上げなどの手段を用いて、その影響を不胎化する必要がある。中央銀行手形を発行すれば利息を支払わなければならないし、商業銀行の法定準備預金に対しても利息を支払わなければならないため、これらは中央銀行が外貨準備を保有する際の直接的な財務コストになる。中国人民銀行は2002年6月より中央銀行手形を発行しており、2003年9月以降は法定準備率の引き上げを頻繁に行ってきた。中央銀行手形の規模が拡大し続けている上、期限も長期化している。商業銀行の法定準備率も6%から20%以上へと上昇の一途をたどっている。これらを受け、中央銀行の外貨準備の保有コストも2002年の0.97%から2008年の2.57%へと上昇した。

2000年から2010年までの間、国際金融市場は激しく揺れ動いていた。この間、米ドルに換算したユーロ建て資産の平均収益率は7.31%と最も高く、米ドル建て資産は4.66%と中間に位置し、円建て資産は3.64%と最も低い。その主因は、ユーロは誕生後、大幅に上昇する時期があったのに対し、日本円の金利はずっと非常に低い水準で推移していることにある。2000～2010年の間、米ドル建ての中国の外貨準備の平均収益率は5.21%である。しかし、実際の米ドル、例えばドルインデックスの年平均値で中国の外貨準備の投資収益率を計算すると、2000～2010年の収益率は3.51%になる。人民元で計算すると、3.23%とさらに低い。注目したい点は、人民元の為替制度改革は外貨準備の収益率に大きな影響を与えたことである。為替制度改革以前、中国の外貨準備の投資収益率は5.54%だったが、改革後は僅か1%にとどまった。不胎化のコストも計上すると、人民元建ての中国の外貨準備は大きな赤字を被っている。2008年に外貨準備の収益率は一時-4.95%に落ち込んだ。2010年以降、ユーロ、日本円が対ドルで大幅に上昇した一方、人民元レートが相対的に安定していることにより、外貨準備の収益率は幾分改善し、1.49%に上昇した。

「米ドルの罠」から脱出するため、中国は外貨準備運用体制を改革した。その中で最も注目されたのは中国投資有限責任公司（CIC）の設立である。その主な目的は、より積極的に外貨準備を運用するため、緊急時に対応できる十分な外貨準備を確保した上で、残りの外貨準備をより戦略的な資産に投資し、投資収益率を高めることである。CICの資産配分比率（アセットアロケーション）は、おおむね現金3%、エクイティ（株式）49%、債券22%、オルタナティブ26%と

なっている。CIC が運用する外貨準備の規模は小さく、海外では CIC のようなソブリン・ファンドに対する監督・管理が厳しくなっており、また、多くの国が相次いでソブリン・ファンドを設立したことにより、CIC にとって競争相手が益々多くなっている。さらに、CIC 内部のコーポレートガバナンスや投資戦略も欠陥がある。中国の外貨準備運用が直面している課題が解決できるかどうかは、なお見守っていく必要がある。

IV. 中国の対外直接投資

2007 年の米国の金融危機勃発後、発展途上国と体制移行国は対外直接投資を加速させた。国連貿易開発会議（UNCTAD）の「2011-2013 年世界投資展望調査」（World Investment Prospects Survey 2011-2013）の中で、途上国と体制移行国は重要な投資家になっており、今後、その地位がますます重要になると指摘されている。2010 年に途上国と体制移行国による対外直接投資額は 3,880 億ドルに達し、世界全体の対外直接投資に占める割合は 2007 年の 16%から 2010 年の 29%に上昇した。

この間、中国の対外直接投資の増勢はもっと凄まじい。2002 年の中国の対外直接投資額は僅か 25 億ドルだった。2000～2011 年までの間、中国の対外直接投資は年平均 48%で伸び、特に増加率が最も高い 2003～2010 年の間は年平均 57%に達した。2011 年の中国の対外直接投資は 671 億ドルにまで増えた。同年の世界全体の対外直接投資 1.7 兆ドルに比べると、中国の数字はさほど大きくないように見えるが、すでに中国は世界第 5 位の対外直接投資国及び対外直接投資額が最も大きい途上国となった。特筆すべきは、中国の大規模な対外直接投資は、経済発展水準がまだ低い段階で実現された点である。1993 年に米国の対外直接投資額が 500 億ドルを突破した時、米国の 1 人当たり GDP は 2.6 万ドルだった。1990 年に日本の対外直接投資が初めて 500 億ドルを超えた時、日本の 1 人当たり GDP は 2.5 万ドルだった。中国の対外直接投資は 2008 年に 500 億ドルを突破したが、当時の 1 人当たり GDP は 0.34 万ドルに過ぎなかった。

なぜ中国の対外直接投資の規模がこれほど大きく、伸び率はこれほど高いのか。とりわけ、なぜ中国の経済発展水準がまだ低い時期に、これほど大規模な対外直接投資が行われたのか。

従来、対外直接投資の主体は先進国である。先進国企業の対外直接投資は、水平的直接投資と垂直的直接投資の二つに分類することができる。水平的直接投資の主な動機は、高い輸出コストを避けると同時に、より高い生産効率あるいはある種の独占的利益を通じてより高い利益を獲得することにある。日本の自動車メーカーが米国で自動車生産を行うのがこれに当たる。垂直的直接投資の動機は、各国の保有資源の格差と要素価格の格差を利用し、同一製品の異なる生産段階をその要素使用の状況に応じ、それぞれの国に分散し、生産コストを抑え、より大きな利益を獲得することにある。先進国の多国籍企業の多くが中国に投資し、労働コストが比較的低い中国に組み立て工程を置くのがその例である。

伝統的な水平的直接投資も垂直的直接投資も現在の中国の対外投資の特徴を的確に表現することができない。中国の対外直接投資は、主に海外の資源・エネルギーや、市場・サービス、先端的な製造業の 3 つの分野に集中している。それは、輸出コストを節約する目的の水平的直接投資でもなく、生産を分散する垂直的直接投資でもない。また、中国の対外投資は、日本のようにその発展過程に出現した産業移転モデル——すなわち過去において比較優位があったが、その後、比較優位を失った産業を相次いで国外に移転するというパターン——とも異なる。中国は、過去

に比較優位のある産業を国外に移転するのではなく、比較優位を持っていない分野に投資するのである。この投資モデルを「バリューチェーン拡張型」と称することができる。

中国は、1990年代以降、加工業への参入を通じ、グローバルな生産ネットワークと国際分業体制に参加することができた。国際貿易の構図が伝統的な産業間貿易・製品間貿易から次第に産業内貿易・製品内貿易にシフトしていく中、中国企業はまず製造業の中の低付加価値の工程、すなわち組み立てと部品の取り付けの工程に参入し、そこから大きな発展のチャンスを得ることができた。中国企業は学習能力が高く、革新のレベルも絶えず向上している。中国製造業の発展形態は、「スマイルカーブ」の最も低い部分の組み立て・取り付け工程から徐々に両端の高付加価値の部分に展開していくのである。上流への展開は、エネルギーや原材料の安定供給を確保し、コア技術を獲得するためである。下流への展開は、販売・物流ネットワークを構築し、自社ブランドを確立するためである。これまで、このような拡張の過程は、主に国内で行われていた。より多くの部品を輸入する代わりに国内で生産し、グローバル・サプライ・チェーンにおいて受身的な立場から主導する側への転換を実現する形で、21世紀に入り、特に米国の金融危機発生後、中国企業は対外直接投資を通じ、グローバル・サプライ・チェーンにおける優位を一層強めた。

中国企業が対外直接投資を行う際、グリーンフィールド投資またはクロスボーダーM&A（合併・買収）の二つの選択肢がある。企業がどの投資形態を選択するかは、本国における企業経営の優位性や、投資先国の制度環境など多くの要因に左右される。資産の専用性が高く、かつ国内経済と密接な関係のある産業、あるいは制度が整備されていない国への直接投資については、中国企業は通常、グリーンフィールド投資を選ぶ。一方、エネルギーや資源など投資規模が比較的大きな産業、あるいは制度が比較的整備されている国への直接投資については、中国企業はクロスボーダーM&Aを選ぶことが多い。中国政府が多くの途上国と協力して海外工業団地を設置するのは、中国企業がグリーンフィールド投資を通じ、海外での工場設立をやすくするためである。エジプトや中央アジアで作った工業団地がその例である。ハイアール（海尔）など一部の中国企業は、早くから海外でグリーンフィールド投資を行っている。ハイアールは、1999年に米国サウスカロライナ州に生産拠点を設立し、2001年にはパキスタンで二つ目の海外工業団地を設立した。「走出去」（海外進出）戦略が実施されて以来、中国の対外投資は大幅に増加し、特にエネルギー・資源分野が突出している。この分野における中国の対外投資は、投資先国の関連政策の制約により、主にクロスボーダーM&Aである。例えば、宝鋼集団が2007年にブラジルと合併会社の宝鋼 CSV 鉄鋼公司を設立した。中国石油天然ガス集団はインドネシア、スーダン、カザフスタン、ベネズエラなどで油田の買収あるいは合併事業を手掛けた。世界的金融危機の後、一部製造業はチャンスをつかみ、海外での合併・買収を加速させた。吉利はフォード社とクロスボーダーM&Aについて合意し、高級車ブランド「ボルボ」を獲得した。事業会社の対外直接投資のほか、中国の金融機関も近年、「走出去」を試み始めた。特に世界的金融危機の後、中国の一部金融機関は時機を見計らってグローバル展開の重要なステップを完了させた。金融機関の対外投資も合併・買収という形態を採用するものが多い。

中国企業による海外のエネルギー・資源分野への投資は、国際社会から大きな注目を集めている。中国による海外のエネルギー・資源分野への投資は、1990年代から始まったが、21世紀になって初めて国際社会の関心を引き寄せた。特に2005年以降、海外のエネルギー・資源分野への中国の投資は急速に増えており、その規模も大きい。2005年の中国海洋石油による米ユノカル（Unocal）の185億ドル規模の買収計画や、2009年の中国アルミ（チャイナルコ、Chinalco）

によるリオ・ティントへの 195 億ドルの出資計画は、いずれも実現しなかった。現在、エネルギー・資源分野の中国の対外投資は、すでに西南アジア、北アフリカ、東南アジア、中央アジアにまで及んでいる。海外の原油への投資により、中国は毎年 2,000 万トンの原油生産の持分権益を手に入れる。海外での原油投資は、北アフリカではスーダンを中心に、アルジェリア、ナイジェリアにまで及んでおり、中東ではイラン、イエメンが中心で、クウェート、カタール、サウジアラビアへの投資も増えている。また、中央アジアでは、カザフスタンとロシアをはじめ、ウズベキスタン、キルギス、アゼルバイジャン、南米ではベネズエラ、ペルー、エクアドル、コロンビアに投資している。中国の海外鉄鉱石資源の持分権益は約 8,000 万トンで、鉄鉱石輸入量全体の約 20%に相当する。海外のエネルギー・資源に対する中国の投資は、海外の埋蔵量の権益に注目しているだけでなく、川上と川下の関連産業への展開も積極的に進めている。例えば、石油投資は、探査・開発、パイプライン輸送、精製・化学工業、石油販売などの分野も対象である。しかし、海外のエネルギー・資源に対する中国の投資は、国有企業が中心となっているため、それに対する抵抗も大きい。エネルギー産業関連の合併・買収案件に対する各国の審査・批准が非常に厳しく、中国企業による海外のエネルギー・資源への投資は常に政治色に染められ、マスコミに大々的に取り上げられる。海外のエネルギー・資源への投資の政治リスクもほかの分野よりも高い。中国のエネルギー・資源企業自身も、グローバル化が進んでおらず、グローバル人材の不足、一部企業の社会的責任の欠如などの問題を抱えている。

中国の対外直接投資は、世界にあまねく及んでいるが、アフリカへの投資が特に世界から注目されている。しかし、実際には、中国の地域別対外投資のうち、アフリカの割合は僅か 4.1%で、アジアの 71.9%、南米の 13.8%、欧州の 5%よりも低い。ただ、中国の対アフリカ投資は、伸び率が高く、しかも欧米諸国のアフリカへの援助と投資が伸び悩んだ時期に行われただけに、人目を引く。西側諸国は自らの歴史と伝統に基づき、アフリカに対する中国の援助と投資が「新植民地主義」だと考えている。アフリカ側も中国の投資に対し、喜びと憂慮が半々という複雑な気持ちを抱いている。中国の発展戦略面から見ると、アフリカを含めた途上国は今後の経済成長が期待されており、エネルギー・資源の供給地だけでなく、潜在的な市場でもあり、アフリカ諸国との協力を強化することは経済的にも政治的にも非常に重要である。しかし、現在の中国の対アフリカ投資は計画性を欠いている。第一に、援助と対外投資は別々に行われており、互いに結びつきがない。第二に、インフラ施設や農業などアフリカの国民生活の改善に役立つ分野への投資が十分に重視されていない。第三に、一部中小企業のアフリカでの経営が乱れていることも悪い影響を招いている。

中国の対外直接投資は始まったばかりで、多くの成功した経験がある一方、痛い教訓も多い。資源企業を例に挙げると、一つの代表的な成功例は、2008 年に中国アルミが、米アルコアと共同でリオ・ティントの株式 12%を約 140.5 億ドルで取得した後、アルコアが保有する株式を中国アルミに売却した案件である。これは「夜明けの急襲」と呼ばれている。しかし、五鉱集団によるカナダ非鉄大手ノランダ（Noranda）社の買収案件については、最終段階で独占交渉権を獲得した後に破談となった。製造業では、レノボ・グループ（联想集团）による IBM の PC 部門の買収は、様々な議論が呼んだものの、全般的に成功したと言える。レノボは財務面で IBM の PC 部門を赤字から黒字に転換させただけでなく、Thinkpad というブランドを手に入れ、これを基に新しいサブブランド「Ideal シリーズ」を開発した。しかし、TCL による仏トムソンのテレビ部門の買収は成功しなかっただけでなく、TCL の社史に残る「ワーテルロー戦い」となった。

結局、赤字が続いていたため、TCL は最終的に欧州事業からの撤退を余儀なくされた。格力電器のブラジルでの投資・工場設立、上海汽車による韓国双龍自動車の買収もいずれも当初期待されていた成果を上げることができず、予想外の苦境に陥った。これらの成功と失敗例の総括は、中国企業の今後の対外投資の参考となり、企業がより冷静に、より慎重に判断し、より安定的に成長するための助けになる。

V、中国の対外投資管理体制改革

中国の対外投資管理体制には、外為管理体制、行政審査・批准体制、資金調達体制、政策支援体制などがある。

第一に、外為管理体制を見てみる。1978 年以前、中国には厳格な外国為替管理が敷かれていたが、改革開放以降、外為管理体制改革が徐々に実施された。1990 年代末まで、中国の主な関心事は外資誘致であったため、外為管理体制の特徴は「寛進厳出」（流入を緩和し、流出を厳しくする）である。1996 年 12 月に、中国は IMF（国際通貨基金）協定第 8 条を受け入れたことに伴い、經常取引における人民元の交換を自由化した。1997 年から 1998 年のアジア金融危機を受け、中国は資本規制、特に資本流出に対する規制を強化した。その後、経済情勢が好転し、企業の対外投資の意欲が高まったことに伴い、中国は外為管理を緩和し、制度を整備した。とりわけ、2005 年には、市場需給に基づき、通貨バスケットを参照する管理変動相場制が導入されたことにより、人民元レートの弾力性と柔軟性が著しく高まり、外為市場が急速に発展してきた。外貨資金の流入・流出の均衡管理に関する原則と制度が徐々に確立され、資本取引における人民元の自由交換が着実に進展し、貿易・投資関連の外為管理もますます簡素化されている。2009 年以降、中国は人民元の国際化を推進しており、人民元建て貿易・投資決済を奨励している。

対外投資の外為管理については、主管部門は以下の点に特に興味をもつ。一つ目は、資金源の審査である。1990 年代には、企業の対外投資の資金源に対する審査が厳しかった。外貨獲得能力のある国内投資家のみが審査手続きを申請することができ、しかも対外投資用の外貨総額は前 3 年に獲得した外貨の平均額の 1%を超えてはならないという要件が付けられていた。21 世紀に入り、資金源の審査は徐々に緩和された。国家外為管理局が 2009 年に発表した「国内機関の対外直接投資に関する外貨管理規定」では、「中国国内機関は、外貨自己資金や、規定を満たした国内の外貨融資、人民元から両替した外貨または実物、無形資産、外為管理局が認めたその他の外貨資金などをもって、対外直接投資を行うことができる」と緩和された。資金源の審査権の分権化も進められている。現在、1,000 万ドル以下の投資案件は、国家外為管理局の地方分局が、1,000 万ドル以上の案件は国家外為管理局が審査・批准することになっている。二つ目は、中国への利益送金保証金と利益預かり制度である。2002 年まで、対外投資企業の利益が中国に送金されることを確保するため、対外投資企業は海外への外貨送金額の 5%に相当する金額を保証金として預けなければならなかったが、この制度は 2002 年に廃止された。2007 年までは、外貨創出留保制度も実施されていた。これは、中国国内投資家が投資した海外企業からの利益またはその他の外貨収益は、当該海外企業の設立日から 5 年間全額留保し、5 年後には 20%を国に上納し、80%を国内投資家に留保するというものである。この制度は 2007 年に廃止された。三つ目は、対外非直接投資である。1990 年代に、中国は外国為替のスポット取引・フォワード取引、証券投資を開放したが、金融派生商品への投資については引き続き厳しく監督・管理している。2007

年に中国は国内資本の流出を奨励するため、運用会社と証券会社による対外証券投資、すなわち QDII（国内適格機関投資家）制度を導入したが、その進展が遅い。四つ目は、事前報告と年度検査制度である。商務部と国家外為管理局が 2005 年に発表した共同文書によると、企業は海外での合併・買収の意向を確定した後、商務部及び省レベルの商務主管部門、国家外為管理局及び省レベルの外為管理部門に報告しなければならない。さらに、2002 年より、対外投資を行う国内投資家に対し、商務部と国家外為管理局による年度検査制度が導入された。検査後、関連企業のレーティングが行われる。レーティングが高い企業は優遇政策を享受することができるが、レーティングが低い企業は 1 年間新たな対外投資を行ってはならない。

第二に、行政審査・批准体制である。対外投資案件は関連する主管部門の審査・批准が必要である。企業が対外投資を行う際、商務部及び省レベルの商務部門の審査・批准が必要である。対外投資の経済・技術面の実行可能性は企業自身が責任を持って判断するが、商務部は、特殊な場合、企業の対外投資を認可しないことがある。特殊な場合とは、国家主権や安全、社会公共利益を害する、中国と関連国・地域との関係を損なう、中国が締結した国際条約に違反する、輸出禁止対象の技術と財貨に関わる、などである。国家発展改革委員会は 2006 年に「対外投資産業指導政策」、「対外投資産業指導目録」を発表した。また、国有資産財産権管理に関わる投資案件は、財政部門と国有資産管理部門の審査・批准が必要である。金融機関の場合、中国保険監督管理委員会、中国銀行業監督管理委員会、中国証券監督管理委員会の審査・批准を受けなければならない。

第三に、資金調達体制である。国が奨励している対外投資は、自己資金や融資などの資金調達方法を利用することができる。2008 年に国务院弁公室は「現状の金融による経済発展の促進に関する若干の意見」を発表した。「意見」では、資金調達方法の革新と、商業銀行による国内外企業向け合併・買収の融資の提供について言及した。2009 年に国家外為管理局は、条件を満たした国内企業はその海外の機関に融資することができるとの規定を発表した。2012 年には、外為管理局はさらに海外向け融資の審査・批准を緩和した。

第四に、政府支援体制である。「走出去」戦略が実施されて以来、中国は企業の対外投資、特に対外直接投資に多くの政策支援を提供している。「走出去」戦略は 1990 年代半ばから始まったが、2000 年 3 月の第 9 期全国人民代表大会で国家戦略として正式に提出された。各政府部門・委員会は、「走出去」戦略の方針に沿って、多くの政策を打ち出した。

政府は、対外投資を促進するため 4 種類の専用資金を設けた。一つ目は、中小企業を対象とする市場開拓専用資金である。二つ目は、企業の対外投資に関わる法律、技術、ビジネス・コンサルティング費用、フィジビリティ・スタディ（実行可能性調査）報告作成費、翻訳費用、資料費などに使用できる対外経済技術協力専用資金である。三つ目は、資源関連の対外投資の鉱物資源リスク探査専用資金である。四つ目は、紡織業を対象とする「走出去」専用資金である。

財政の各種資金のほか、国家開発銀行は 1998 年以降、他の国内外機関と共同で 3 つの産業投資ファンドを設立した。「中国・スイス協力ファンド」、「中国・アセアン中小企業投資ファンド」、「中国・ベルギー直接エクイティ投資ファンド」である。また、2006 年の中国・アフリカ協力フォーラム及び北京サミットの開催後、国家開発銀行は中国・アフリカ開発ファンドを設立し、当初の規模は 10 億ドルで、将来的に 50 億ドルに増額する。国家発展改革委員会と中国輸出入銀行は、国が奨励する対外投資の重点プロジェクトを支援するとの通達を出し、同プロジェクトが輸出信用を受けられるように、毎年「対外投資専用貸出」を用意する。

これまでの20数年間、とりわけ直近の5年間、中国の対外投資管理体制は、権限の委譲、規制の削減、審査・批准期間の短縮など改革が進んでいるが、依然大きな欠陥を抱えており、中国の対外投資の一層の発展の足枷となっている。

まず、行政審査・批准体制は複雑で、効率性と透明性に欠ける。世界銀行傘下の国際金融公社（IFC）、外国投資助言サービス（FIAS）、多数国間投資保証機関（MIGA）が2006年に共同発表した「中国対外直接投資企業調査」（China's Outward Foreign Direct Investment FIAS/MIGA Firm Survey）によると、調査対象企業は、外貨獲得の制限、行政手続きの量、手続きに費やされる時間、限られた資金源、合法の資本などを対外投資を阻害する主因として挙げた。企業が対外投資を行う際、少なくとも3つの部門の審査・批准を経なければならない。国有企業や保険会社であれば、審査・批准の部門はさらに増える。商務部だけが3~40日の審査・批准期限を明示しているが、それ以外の部門は審査・批准期限を明示していない。審査・批准の基準も不明確かつ不透明であり、多くの法律・規定の中に「その他審査・批准しない場合」という非常にあいまいな文言が盛り込まれている。さらに、審査・批准を通らない理由と結果も公表されておらず、多くの企業は、政策が具体的に何を求めているかが分からない。

次に、資金面の支援が不十分で、対外投資のボトルネックになっている点である。外為管理体制は徐々に整備されてきているが、市場化のルートを通じて、対外投資に必要な資金を獲得することは企業にとってなお難題である。対外投資を行う企業の大半は、主に自己資金に頼っている。対外投資において、ある二極化の現象が見られる。資金力のある中央企業は銀行融資を受けやすく、資金支援を必要とする地方企業や民間企業は逆に融資を受けられない。

さらに、対外投資に関するサービスも不完全である。現行制度は、企業の対外投資に伴うサービスの需要に十分に対応できていない。商務部は各地に駐在する経済商務室を設置したが、その主な役割は行政機能を担うことであり、サービス機能が弱く、企業の多様化・専門化した需要を満たすことができない。

最後に、国際協調が行き届いておらず、海外の中国企業の利益が有効に守られていない点である。対外投資を行う企業は、外国政府の審査段階で阻まれることがある。また、地元のコミュニティや民衆、会社経営に関わる様々な問題にも対応しなければならない。中国には貿易紛争を解決するための制度ができたが、対外投資に関わる紛争に対応する制度はない。

VI. 中国の対外投資を取り巻く国際環境と国際協力

中国の対外投資の急増は、国際社会に広く注目されている。中国の対外投資に対する懸念もあり、各国政府は相次いで関連政策を見直し、外国からの投資に対する審査と管理・管理を強化した。これは中国の対外投資を妨げる要因となっている。このような状況を招いた原因は様々である。ひとつは、外国の政府と一般大衆が、中国の対外投資の増加速度が速すぎると考え、また、中国企業の投資の動機や経営理念を誤解していることがある。もうひとつは、中国企業が海外進出の経験が乏しく、外国の政府・マスコミ・国民との付き合い方に疎く、このことも投資へのマイナスの影響をもたらした。

具体的に、中国企業の対外投資は、次のような障害に直面している。

第一に、中国企業の対外投資に最も影響を与えるのは各国の安全保障審査政策である。中国企業の大規模な対外投資を受け、米国、オーストラリア、一部の途上国は、外国投資の安全保障審

査政策を強化した。

一般的に、外国からの対米投資は通常の審査のみで、安全保障審査の対象にならない。しかし、関係する利益集団に目を付けられると、米国の安全保障審査にかけられる可能性がある。米国の「外国投資委員会」(CFIUS)は、買収する側と買収される側の資産、資金調達、買収形態、センシティブな技術との関連、米国の国家安全及びその他米国企業の利益に与える影響などについて審査する。安全保障審査の手順に入るということは、政治的な反応がすでに現れたことを意味し、関連する利益集団は激しい反対意見を出し、国会や、マスコミ、一般大衆まで論争に参加することもある。このような状況になると、本来、商業行為である対外投資は政治問題となり、ひいては否決される。実際、米国の安全保障審査は、中国の対米投資に与えるマイナスの影響が大きく、多くの中国企業による米国企業の買収案件は失敗に終わった。中国海洋石油によるユノカル(Unocal)の買収、ハイアールによる家電大手メイタグ(Maytag Corp.)の買収、西北有色によるファーストゴールド(Firstgold)の買収に加え、最近話題の華為技術の案件などがその例である。

オーストラリアは外国投資家に相対的に開放的な態度を抱いているが、最近になって鉱業への投資を厳格化した。2008年に中国アルミがアルコアと共同でリオ・ティントの12%の株式を取得してから、オーストラリアは外国投資の審査を強化し、「6項目の原則」を公布した。その内容は、投資家の経営には政府の背景があってはならない、競争相手を妨害することや独占につながるようなことをしてはならない、オーストラリアの国家安全に影響を与えてはならない、などである。また、オーストラリアは外資の持ち株比率の低下を望んでおり、オーストラリアの主要鉱業会社に占める外資の比率は15%未満、新しい鉱業投資プロジェクトに関しては50%を超えてはならないと定めている。

途上国では、ブラジルは外資による土地投資に制限を設けた。ポルトガル、日本、イタリア、スペイン、ドイツなど、外資がブラジルで購入した土地の面積は450万ヘクタールにのぼっている。最近になって、中国が現地を視察し、土地購入を計画すると、ブラジルはすぐに土地投資に関する規定を厳格化した。2010年に、ブラジルは、外国人・外国企業・外国人支配のブラジル企業が250ヘクタール以上の土地を購入または5,000ヘクタール以上の土地を賃貸することができないと定め、その後、土地所有権を持つブラジル企業を購入あるいは買収することができないと定めた。

第二に、対外投資を行う中国企業にとって、企業の社会的責任(CSR)のプレッシャーが益々強まっている。企業の社会的責任という概念は、西側の多国籍企業が投資先国の従業員組合のストライキに対応するため導入されたものである。現在、企業の社会的責任に関する制限の多くは、強制的な色彩がない。例えば、国連が提唱する「トリプル・ボトムライン」では、企業の経営活動において、経済、環境、社会の3つの発展を果たすべきだとされている。国際標準化機構は2010年にISO26000を発行し、企業の社会的責任を強調したが、これは指針であり、認証を目的とした規格ではない。企業の社会的責任に最も影響力があるのはOECDの「多国籍企業行動指針」である。この指針は、1976年に発表されて以来、数回改正されたが、その内容は情報開示、人権、雇用・労使関係、環境保護、汚職防止などに関するものである。指針は、法的効力がないが、その影響力が大きい。対外投資を行う中国企業は、現地の経営環境を熟知しないため、社会責任を巡って困惑することが多い。首鋼集団のペルー法人は、工場建設の当初からストライキ問題にぶつかっただけでなく、買収価格が低い問題や、投資に関する約束を履行していないとの指

摘を巡って、調査され、罰金を課された。

第三に、国有化も対外投資を行う企業にとっては留意すべきリスクである。現状を見ると、国有化は、途上国が西側の多国籍企業に対応するため取った措置であり、中国は国有化問題に悩まされるリスクが比較的小さい。1950～1970年代の国有化の動きはすでに過ぎ去り、また、国有化が最も一般的な南米諸国における中国の投資も少なく、投資先も外交関係が良好な国を選んでいる。しかし、世界的金融危機以降、保護貿易と投資保護の動きが強まり、今後、より多くの国有化政策が採られる可能性がある。中国経済が台頭する中、中国を取り巻く外部環境も悪化しており、途上国との外交関係は変化する可能性がある。中国の対外投資の対象と規模が拡大している上、一部地域において安全面の懸念も大きく、個別国の政治リスクが高い。これらは中国の対外投資にとって潜在的な脅威である。

第四に、「競争上の中立性」は中国企業、特に国有企業の対外投資に与える影響が比較的大きい。「競争上の中立性」は、最初、オーストラリアが提起したもので、2011年に米 국무長官ヒラリー・クリントンが強調し、2012年には、すべての20か国・地域（G20）のメンバーがコミットしなければならないと再度言明した。その後、OECDは「競争上の中立性」に関する研究をスタートさせ、関連指針をまとめた。この原則はまだ議論されている最中だが、将来、より広範囲に推進される可能性が高い。「競争上の中立性」は、国有企業を直接の対象としており、国際貿易・投資も含まれる可能性があるため、グローバル投資ルールに大きな影響を与える。

このほか、ソブリン・ファンドに対する監督・管理も今後、厳しくなるろう。

現状から見て、中国の対外投資は益々厳しく制約され、様々な新しい障害に遭遇することになるろう。このため、中国は、国際協力を強化し、海外における中国企業の利益保護を強化する必要がある。また、生産ネットワークが世界的規模で展開されている今、国際投資の協議は見直しを迫られており、新しいルールは作られている最中である。中国は、中国の対外投資の長期的利益をよりしっかりと守るため、有利な時機を見極め、グローバルな投資ルールの制定に積極的に参加しなければならない。

1980年代まで、国際投資に関わる協定が少なく、しかも投資保護的なものが多かった。1980年代以降、「貿易に関連する投資措置」がWTO（世界貿易機関）ウルグアイ・ラウンドの交渉対象となり、最終的に「貿易に関連する投資措置に関する協定」（TRIMs）として調印された。また、知的財産権、サービス業の国際投資についてもそれぞれの協定が成立した。すなわち、「知的所有権の貿易関連の側面に関する協定」（TRIPs）、「サービスの貿易に関する一般協定」（GATS）である。21世紀以降、国際投資を巡る交渉はさらに深まっている。まず、投資の保護対象は、有形資産にとどまらず、知的財産権に対する保護が増えた。次に、新しい国際投資協定は、投資自由化を強調しており、ある国の投資家が別の国で自由に投資する権利に対する保証を求めるほか、サービス業の投資に関する内容も増えた。最後に、新しい国際投資協定は、投資紛争の解決メカニズムの改善、国際投資紛争の解決メカニズムの多様化につながる。「国際投資紛争解決センター」、「国連国際商取引法委員会」、各国の商会・企業家連合会などは、国際投資紛争の調停に利便性を提供する。投資紛争の内容も、健康、安全、環境、労働者の権利などの問題にまで広がっている。

注意すべき点は、統一的なグローバル投資システムがまだ構築されていないことである。現在の投資協定は、決して変化しないグローバル・スタンダードではなく、調整・交渉中の新しいルールである。今後しばらくの間、グローバル投資システムは重大な変革期を迎える一方、中国

の対外投資が急増する時期であり、中国の国力が強大になり、より全面的な対外開放が実施される時期でもある。中国は、グローバル投資協定の交渉においてより積極的に働きかけ、議題の提案力や交渉力を高めていかなければならない。また、中国の対外投資の短期的利益を守るだけでなく、中国にとって有利な投資ルールを計画の策定を通じて、発展の長期的利益を確保しなければならない。

著者紹介

何 帆 (He Fan)

中国社会科学院世界経済政治研究所 副所長

1971年、河南省生まれ。2000年中国社会科学院大学院経済学博士。中国社会科学院世界経済政治研究所ポスドクフェローなどを経て現職。同研究所が発行している専門誌『世界経済』、『国際経済評論』の副編集長を務める。主要著書に『経済グローバル化時代の対外政策』（単著）『人民元レート改革の経済学分析』（共著）などがある。

- ・中国社会科学院世界経済政治研究所は、中国における世界経済と国際政治問題に関する研究をリードする政府系のシンクタンクで、この分野の権威的学術誌である『国際経済評論』を発行している。



Chinese Capital Markets Research