



——「熱点」とは中国語で、今注目のホットな話題、という意味である

第5回米中戦略・経済対話から見る 中国の金融改革に向けた展望

I. 第5回米中戦略・経済対話の開催

2013年7月11日から12日の2日間、米国の首都ワシントンで、第5回米中戦略・経済対話（U.S.-China Strategic and Economic Dialogue、略称S&ED）が開催された。米国側はオバマ大統領の特別代表としてケリー国務長官とルー財務長官が、中国側は習近平国家主席の特別代表として汪洋副総理と楊潔チ国務委員が出席した。

今回の第5回対話は、タイミング上、両国にとって大きな意味があった。米国側にとっては、2期目に入ったオバマ政権がアジア回帰戦略を遂行していくに当たり、米中間の協力枠組みを再設定する機会となったという点である。一方、中国側にとっては、2012年11月の党大会で成立した習近平政権が初めて行う戦略・経済対話であり、「新型大国関係」（新しいタイプの大国関係）に向けて米中関係を再構築していく機会になったという点である。加えて、2013年3月の全国人民代表大会（全人代、国会に相当）で国家主席に就任したばかりの習近平氏が初めて外国要人と会ったのはルー財務長官（3月19日～20日の日程で訪中）で、今回の第5回対話を米中がハイレベルで準備してきた様子が伺える。

第5回対話の冒頭、バイデン米副大統領は、米中間には競争と協力が存在するが、対話・協力と相互信頼によって、良い競争を行うべきであると発言した。その意味で、米中関係は、一方的な対立関係でも無く、無条件の友好関係でも無く、第5回対話では、両国間で問題が存在することを認めた上で、管理・コントロールすることを前提に、経済面での実利を冷徹に追求したものとまとめることができよう。

第5回対話に基づく成果は、合計91項目の協力リストに及んだ¹。具体的には、両国首脳の特代表を結ぶホットラインの開設といった外交分野や、朝鮮半島問題など地域の安全保障問題や気候変動などグローバルな課題での協力、米中の地方政府間の協力、エネルギー・環境・科学技術・農業・衛生分野の協力に及んでいる。

II. 金融・資本市場分野の成果

第5回対話では、上記協力リストとは別に、米中両国政府は共同文書を発表し、経済政策の強化、貿易・投資の開放の促進、グローバルな協力と国際ルールのレベルアップ、金融安定・改革の支援の四つのテーマについて、米中両国の共通認識、米国の認識・公約、中国の認識・公約を示している。米国は財務省のサイトで²、中国は中国政府のサイトで³それぞれ発表している。次

¹ 2013年7月11日付新華社ワシントン電。

² <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/jl2010.aspx>

³ http://www.gov.cn/jrzq/2013-07/13/content_2447005.htm

に、この共同文書の中で、外国の金融機関や投資家にとっても関わりの深い中国の認識・公約を以下の通り抽出し、その意義について触れていくこととする。

1. 経済政策の強化

1) 為替の柔軟化

共同文書で、中国は、為替改革を継続して進め、人民元為替レートの柔軟性を高め、為替レート形成において市場に基礎的な役割を更に発揮させるとした。また、人民元が IMF（国際通貨基金）の合成通貨である特別引出権（Special Drawing Rights、略称 SDR）に将来採用されることを目指して、米中双方は中国が IMF の特別データ公表基準（Special Data Dissemination Standard、略称 SDDS）を採用する試みを促すとした。

これらにより、人民元為替レート形成の透明性が促進され、金融データの質も高まることで、貿易・投資や資本取引の人民元建て決済の環境が整備され、中国にとって人民元の国際化を有利に進めることにつながろう。

2) 金利の市場化（自由化）

共同文書で、中国は、金利の市場化（自由化）に向けた改革を推進するとした。具体的には、①市場をベースとしたベンチマーク金利体系の開発、②金融政策の伝播メカニズムの改善、③市場参加者のプライシング能力の強化、④貸付の配分において市場が重要な役割を發揮すること、を挙げた。

金利の自由化は、商業銀行の利ざやを縮小させるものの、借り手の信用力やプロジェクトの内容に応じた貸出金利の設定を促すこととなり、国民経済における資源の効率的配分を実現することとなる。また、金利の自由化は、債券市場、特に社債市場の発展とも結びついていくこととなる。共同文書では、預金保険制度や金融機関の破たん処理制度の構築について触れられていないが、中国政府は、こうした商業銀行の再編につながる金融セーフティネットの構築も同時に進めていくこととなる。

3) 国有企業改革

共同文書で、中国は、第一に、国有企業改革を加速させ、国有企業の（学校や病院といった）社会機能や退職者の福利機能を切り離していくとした。その上で、所得分配改革の必要性に従って、中央国有企業（中央政府に所属する国有企業）の配当上納比率を継続的に高め、社会保障など民生面の予算支出に充てる配当上納を増加させるとした。

第二に、中国は、「予算法」や公開された関連法令に基づき、年度ごとに、「国有資本経営予算」に関する情報を公開するとした。同時に、中国は、「国有資本経営予算」の情報公開の手順を改善し、予算配分を含め更に詳細な情報を公開するとした。

第三に、（公有制、非公有制を問わず）全ての所有形態の経済単位が、法に基づき平等に生産要素にアクセスし、公平に市場競争に参画し、等しく法の保護を受けることを中国は保証するとした。同時に、中国は、市場によって生産要素の価格が決定されるメカニズムを構築するとした。

そもそも国有企業改革は、株主、経営者、従業員にとって「痛みを伴う改革」である。また、

前述のうち、中央国有企業の配当上納を原資とする「国有資本経営予算」とは、2007年から中国財政部によって導入された特別会計制度で、日本の産業投資特別会計（現在の財政融資資金特別会計）をモデルとしたものである。2013年度の予算規模は1,083億元で、中央国有企業の再編・研究開発・海外投資等に対して支出されている。第5回対話では、米国が、国有資本経営予算の編成プロセスや使途の透明化を求めた格好で、中国国内の政策決定プロセスにも干渉しかねない、難易度の高い改革と言える。一方、国有企業改革は、後述の米中投資協定の実質交渉開始の条件として、中国が米国に対してコミットしたものと推察される。中国は、国有企業改革に伴うコストと、米中投資協定によって両国企業の相互投資が促進されることとの利益を比較考量し、共同文書でコミットしたのであろう。

2. 貿易・投資の開放の促進

1) 米中投資協定の実質交渉開始

共同文書で、中国は、計9回に及ぶ技術的討論を経て、米国と投資協定の実質交渉に入ることに同意するとした。米中投資協定は、市場アクセスを含む投資の各段階で内国民待遇を提供し、ネガティブリスト方式で交渉を行うとした。

米中投資協定は、2008年9月から2013年6月まで計9回にわたり交渉が行われてきたが、規制される産業を除き、全ての産業を対象に投資協定の交渉に入るのは、中国にとってこれが初めてとなった。6月7日～8日の米中首脳会談を前にした5月30日、中国商務部は「環太平洋経済連携協定（TPP）に参加するメリット・デメリット及び参加の可能性を分析する」と突然表明し⁴、その外交意図を測りかねる展開が見られたが、TPP交渉に参加していない中国にとって、米中投資協定は、米国との貿易・投資の枠組み作りに参加するための布石であると考えられる。また、米国にとっては、日中韓自由貿易協定（FTA）や東アジア地域包括経済連携協定（RCEP）といった米国抜きのアジアでの貿易・投資の枠組み作り、米中投資協定を通じて影響力を行使していく意図があろう。米中投資協定は、米中企業間のクロスボーダーM&Aの進展を促す可能性があり、その交渉の進展が注目される。

2) サービス業の開放

共同文書で、中国は、現在、サービス業の更なる積極的な開放に向けた措置を、実際に検討しているとした。その中には、上海自由貿易試験区（Pilot Free Trade Zone in Shanghai）⁵も含まれ、同試験区では新たな外資の管理モデルが試行され、同時に国内・海外の全ての企業が等しく市場に参入できる環境を構築するとした。

2013年3月の全人代終了後、李克強総理は上海を訪問し、上海経済のグレードアップに取り組む方針を明らかにしている。その後、同年7月3日の国務院常務会議（閣議）で、「中国（上海）自由貿易試験区総合案」が承認された⁶。同試験区は、上海外高橋保税區等四つの税関管理監督区域内で設立するとされ、貿易・投資の利便性を高め、サービス業の開放の拡大を促進するとしている。同試験区では、人民元建て資本項目の先行テストが行われるとの報道も

⁴ <http://www.mofcom.gov.cn/article/ae/ag/201305/20130500146218.shtml>

⁵ 英文表記は米財務省に基づく。

⁶ http://www.gov.cn/ldhd/2013-07/03/content_2439909.htm

あり、金融サービス業の進出機会につながることも予想される。

3) 中国の対米投資機会の保証

共同文書で、米国は、第一に、中国を含む全ての国・地域からの投資を歓迎するとした。同時に国有企業を含む中国の投資家に対しても、他国・地域の投資家と同様、開放的な投資環境を維持するとした。

第二に、米国は、2008年6月のOECD宣言に基づき、政府系ファンドに対するオープンかつ内外無差別の原則を遵守することを再表明した。一方、中国は、政府系ファンドの行動規範（サンチアゴ原則）を遵守することを再表明した。

これらの米中両国の再表明には、一部の中国企業による対米投資摩擦が背景にある。中国としても、国有企業やCIC（中国投資有限責任公司）による対米投資を継続するために、米国にこうした再表明の機会を求めたものといえよう。中国商務部によれば、2013年5月末時点で、米国の対中直接投資累計額は700億ドル超、中国の対米直接投資累計額は200億ドル近くとなっており、相互投資のトレンドを背景に、前述の米中投資協定の交渉が進められていくこととなる。

4) インフラファイナンス

共同文書で、米中双方は、両国企業が自国におけるインフラファイナンスにおいて積極的な役割を果たす潜在性を認識し、米中投資フォーラム（U.S.-China Investment Forum）等を通じて協力の深化の機会を探ることを確認した。

米中投資フォーラムとは、米中双方の経済界が組織し、毎年一回、米中持ち回りで開催している商談を兼ねたセミナーである。中国の新政権は「都市化」を進めることを公約しており、今後、同フォーラムを通じ、都市化に伴うインフラファイナンスに向けた米中の企業や金融機関・投資家の共同プロジェクトが始動して行く可能性がある。

3. グローバルな協力と国際ルールのレベルアップ

1) 国際協調

共同文書で、米中双方は、G20の下での協調と協力により、更に多くの分野での共通利益を求め、G20を国際的な経済協力の主要なプラットフォームとして形成することを確認した。また、米中双方は、APEC（アジア太平洋地域協力）の下での協調と協力により、アジア太平洋地域の経済成長と繁栄を共同で推進することを確認した。

共同文書では、他に、IMFや世界銀行、地域開発金融機関のガバナンス改革を進めることで米中双方の認識が一致しており、今後、国際開発金融機関における中国の発言権の強化や主要ポストの獲得に向けた動きが活発化するものと思われる。また、2014年は、中国はAPEC首脳会議のホスト国に当たり、開催国としても脚光を浴びることが予想される。

2) 輸出信用での協調

共同文書で、米中双方は、輸出信用における国際的なワーキンググループによる船舶及び医療設備向けの国際的な輸出信用ガイドライン原則の交渉を支援することを確認した。

米国の輸出企業の意向を踏まえ、中国側を巻き込んだ動きとなったものと思われる。交渉期限は 2014 年中となっている。第 5 回対話では、米中の輸出入銀行間の協力を進めることでも合意している。

4. 金融安定・改革の支援

1) 証券市場の監督に関する協力

共同文書で、米中双方は、米国公開企業会計監視委員会（PCAOB）と中国の関係当局が、両国の公開企業の監査法人の問題について対話を行うことを歓迎するとした。また、米中双方は、国際的な協力枠組みに基づく情報共有システムを通じ、両国の関係機関が証券法の執行状況の調査の面で協力を行うことを確認した。

米中間では、米証券取引委員会（SEC）が米国に上場する中国企業の会計詐欺調査を進めるに当たり、四大国際会計事務所の中国での関連会社が協力を拒んでいることが懸案となっていた。この問題については、2013 年 5 月 7 日、中国証券監督管理委員会（証監会）・中国財政部と PCAOB との間で協力覚書が交わされ、米中間でクロスボーダーの会計監査協力を行うことが可能となった。同覚書に基づき、中国の関係当局は、米国に上場している中国企業の監査書類の一部を提出する意向を示しており、問題解決に向けて動き出している。

2) シャドーバンキング（影の銀行）対策

シャドーバンキング（影の銀行）に関し、共同文書で、米中双方は、①シャドーバンキングシステムに対する理解を深めること、②両国のシャドーバンキングに対する情報を共有すること、③シャドーバンキングのリスクを軽減するための政策手段を検討すること、④金融安定理事會（FSB）の最終勧告に基づく再調査を進めることについて、協力を強化していくことで一致した。うち、中国のシャドーバンキングについては、中国は、現在、シャドーバンキングに関する情報開示、透明性、金融統計業務を強化しているとの説明があった。

また、共同文書で、米国は、（中国版シャドーバンキングを念頭に）中国資本の銀行・証券会社及びその他の外国金融機関に対して同一のプルーデントな管理監督基準を適用しているとの説明があった。米国は、外国の金融機関に対するルールや規制の変更を提案する際に、適切な法に基づき、適時に公告を行うことを提案しており、米国の関係当局はかかる提案について中国の関係当局との対話を継続していく意向を示した。

中国版シャドーバンキングのうち、銀行の理財商品の発行残高は 2013 年 6 月末時点で 9.08 兆元に達しており、期間のミスマッチリスク、クレジットリスク、米国 SIV に類似した資金プールの仕組み、ロールオーバーに関する流動性リスクの問題が既に中国の金融当局自身から指摘されている⁷。中国資本の銀行や証券会社も、既に米国で営業ライセンスを取得して業務を展開している中で、中国の金融機関もシャドーバンキングの問題を抱えているからこそ、米中間の管理監督面での協力は、米国にとっても重要なものとなっている。第 5 回対話では、米中は、銀行管理監督当局間の対話の枠組みを設定することでも合意している。2013 年 7 月 17 日には、IMF が発表した中国経済に関する年次審査報告書の中で、足元の課題として、シャ

⁷ 中国の銀行理財商品の問題については、関根栄一「中国の銀行理財商品に対する規制強化・改革の動き」『季刊中国資本市場研究』2013 年夏号参照。

ドーバンキングを念頭に金融安定を脅かすリスクの封じ込めを指摘し、金融改革と地方政府を含む財政の健全化が必要と提言した。今後、米中間で、こうした国際機関の審査報告書をベースに、銀行の管理監督のあり方について議論が行われていくものと思われる。

3) 金融業の対外開放

共同文書で、中国は、現在、金融業の対外開放政策の評価を行っているところで、関連規制やプルーデントな管理監督基準の整備を継続するとした。その上で、中国は、金融業の更なる対外開放を継続するとした。

これに対し、共同文書で、米国は、金融分野を含め海外からの投資を歓迎するとした。米国はまた、中国資本の金融機関を含め、プルーデントな基準を満たした外国金融機関が認可された地域で支店を設立することも歓迎するとした。連邦レベルの関係当局が審査中の中国資本の銀行・証券会社等の金融機関の米国ビジネスの申請案件については、関係当局が速やかに処理するよう努力するとした。

米中間での金融機関の相互進出は、前述の米中投資協定が締結されれば、更に後押しされよう。なお、対中証券投資については、証监会・中国人民銀行・国家外為管理局は、2013年7月12日、QFII（適格外国機関投資家）の運用枠を800億ドルから1,500億ドルまで上げると発表した⁸。同時に、2013年3月に始まったRQFII（人民元建て適格外国機関投資家）試験対象国・地域を、香港以外の台湾、シンガポール、ロンドン等にまで拡大すると発表した。A株（人民元建て株式）流通時価総額におけるQFII・RQFIIといった外国人投資家の保有割合は約1.6%に過ぎず、他国・地域の外国人投資家の保有割合と比較して、更なる潜在性があると証监会は評価している。

4) 銀行間債券市場での引受ライセンス取得

共同文書で、中国は、第一に、効率的で透明性のある債券市場の形成に向け、市場化改革を進め、建設的な制度環境を構築していくと表明した。こうした市場形成は、債券市場の運営の透明性を高め、（複数の）関係当局の間で参入・監督基準に対する共通認識を得ることによっても行われる。

第二に、関係当局のうち、中国人民銀行は、金融債券の引受方法を改善し、銀行間債券市場の健全な発展を促すとした。中国は、条件を満たした外国金融機関が、（銀行間債券市場で発行される）非金融企業の債務調達手段（いわゆる債券）の引受業務に参入することを歓迎する。（自主規制機関である）中国銀行間市場取引商協会は、公平かつ公開された手順で、引受業者の評価を継続する。また中国は、場内（証券取引所）と場外（銀行間債券市場）の債券市場間の接続を促進する。

第三に、中国は、条件を満たした外国機関の中国本土での人民元建て債券（パンダ債）の発行の促進に向けて検討すると表明した。

中国の債券市場は、証券取引所と銀行間債券市場に分かれ、関係当局も複数存在するが、第5回対話では、米国は、銀行間債券市場に焦点を絞り、外国金融機関への引受ライセンス付与を狙ったものと思われる。外国機関によるパンダ債の引受も、視野に入っているのであろう。

⁸ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/bgt/xwdd/201307/t20130712_230675.htm

5) 国債先物の導入と外国銀行（現地法人）・外国人投資家の取引参加

共同文書で、中国は、金利の市場化を促進し、債券保有者のリスク管理のニーズを満たすため、国債先物を導入すると表明した。中国は、条件を満たした外国銀行（現地法人）や、国内の銀行・証券会社に中国金融先物取引所で国債先物取引を認可する計画であることを表明した。国債市場の流動性を支えるために、中国は、国内・海外の機関投資家に国債及び国債先物への投資を奨励する。

証監会は、第5回対話直前の2013年7月4日、中国金融先物取引所での国債先物の上場を認可した⁹。続いて7月8日、中国金融先物取引所は、「5年物国債先物契約」及び関連細則、「中国金融先物取引規則」及び実施細則修正版の各案を公表してパブリックコメントの募集を開始した。更に7月12日、「証券会社の株価指数先物・国債先物取引参入手引き」及び「公募投信の国債先物取引参入手引き」の各案を公表してパブリックコメントの募集を開始した。その後、9月6日、5年物国債先物の上場が実現した。中国では、1992年12月に国債先物取引が導入されたものの、レバレッジを効かした取引スキャンダルが1995年2月に発生し、同年5月に証監会が国債先物取引を停止していた。国債先物取引の再開に向けた動きは、証監会・郭樹清主席（2011年10月～2013年3月）の下で加速し、2012年2月から5年物国債先物の模擬取引が行われている。第5回対話を通じ、国債先物取引の開始に当たっては、日本の銀行を含む外国銀行（現地法人）や外国人投資家（前述のQFII、RQFII）による参画も期待できよう。なお、先物商品では、第5回対話で、米中が原油先物市場の構築を共同で検討することとなっている。

6) 消費者金融会社の試験対象機関・地域の拡大

共同文書で、中国は、消費者金融会社の試験的営業の経験を総括し、更に規制を整備して、中国の家計に提供する消費者金融サービスの利用可能性を増加させるとした。また、中国は、試験対象を更に多くの条件を満たした国内・海外の金融機関や地域に拡大する意向を表明した。

中国では、2009年7月に「消費者金融会社施行管理弁法」が施行され、上海市、北京市、成都市で、それぞれ中国銀行、北京銀行、成都銀行に消費者金融会社の設立が認可されたのみである（計3社）。試験対象機関・地域の拡大は、外国の消費者金融会社にとっても、拡大する中国の消費者金融市場に参入する商機となる。

7) 人民元建て決済ライセンス付与の加速化

共同文書で、中国は、条件を満たした外国銀行がクロスボーダーの貿易・投資に関する人民元建て決済業務に参入することを歓迎するとした。また、中国は、外国銀行の支店が申請した人民元業務のライセンス審査の待ち期間を短縮することを積極的に検討しているとした。

第5回対話の直前の2013年7月5日、中国人民銀行は、「クロスボーダー人民元業務フローと関連政策の整備に関する通知」を公布し、同業務の簡素化、関連政策の整備等を明確にした。同時に、中国本土内の非金融機関による人民元建て対外貸付および中国本土外での人民元建て債券発行などの業務も明文化され、中国本土外と本土内との間で還流する人民元建て資本移動がより柔軟化されるようになった。クロスボーダーの人民元建て資本移動は、外国銀行

⁹ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/bgt/xwdd/201307/t20130705_230359.htm

にとっても顧客を取り込む商機となる。

8) 企業年金・年金保険

共同文書で、中国は、第一に、企業年金を更に発展させ、企業年金の市場規模に基づき、適時に管理人資格を増加させるとした。また、中国は、申請条件を満たした全ての外国・国内金融機関を、関連法令に基づき等しく取扱うことを表明した。

第二に、中国が、所得税課税繰延型年金保険の（特定地域での）試験導入に基づき、同保険の発展を積極的に推進し、更に多くの省・市に試験範囲を拡大し、外国企業と中国企業を平等に取り扱う方針を示した。

中国では、2004年から確定拠出型企業年金制度が試行され、ライセンスを取得した金融機関が年金業務に当たっているものの、外国金融機関の参入実績はまだない。中国の企業年金は2012年末時点で4,821億元に達しており、今後も増加が見込まれる中で、外国金融機関にとっても商機として期待されている。なお、所得課税繰延型年金保険は、現在、上海でのテストが進められている。

9) 規制

共同文書で、米中は、システムリスクを軽減させ、透明性を高め、市場の乱用から金融システムを守るために、全ての標準化されたデリバティブ商品を集中清算するというG20のコミットメントを履行することを確認した。うち、中国は、標準化されたOTCデリバティブの強制的な集中決済に向けた制度構築を迅速に行い、市場参加者の取引情報のやり取りに関する障害を取り除くことを表明した。

中国では2009年11月に上海清算所（Shanghai Clearing House、略称SHCH）が設立され、現物債券やレポ取引のクリアリング・決済業務が行われているが、OTCデリバティブについても、上海清算所を使ったクリアリング・決済業務が行われていくこととなる。

III. 中国の金融当局もコミット

1. 中国の金融当局トップクラスも参加

第5回対話では、以上の通り、金融・資本市場に関する広範なテーマについて議論され、米中両国の政策姿勢が示された。実際、第5回対話には、中国の金融当局からは、中国人民銀行・周小川総裁、国家外為管理局・易綱局長、中国銀行業監督管理委員会・王兆星副主席、中国保険監督管理委員会・項俊波主席、証监会・劉新華主席が出席しており、また、経済対話の事務局である中国財政部からは、楼継偉部長、朱光耀副部長が出席している。

今回議論された内容の一部は、前述の通り、既に第5回対話の前後で中国政府から政策化される動きが出ている。金利の市場化（自由化）など、2013年5月以降、李克強総理が主催する国務院常務会議で決定された改革の方向性が共同文書にも盛り込まれており、内政と外交を矛盾なく進めようとしている様子が分かる。中国国内では、この李克強総理による安定成長及び構造調整路線を「李克強（Li Keqiang）経済学」、海外では英語で“Likonomics”（リコノミクス）と呼び、新語として浸透し始めている。

2. 米中両国は米国経済や日本経済についても議論

また、今回の共同文書では、米中両国が米国経済や日本経済について議論したことも盛り込まれている。

うち、米国経済については、米国が自国の金融政策の国際金融システムへの影響について留意すること、2023年までに財政赤字のGDP比を約2%まで引き下げることが共同文書に盛り込まれた。日本経済については、「米中はまた、日本経済に対する意見交換を行い、日本が内需を通じて、成長に活力を取り戻し、デフレを回避することの重要性を認識すると同時に、構造改革が当該プロセスにおいて鍵となることを強調した」ことが共同文書に記載された。世界のGDPで第1位から第3位のシェアを占める米国、中国、日本との間で、マルチ（多国間）でもバイ（二国間）でも経済対話が進められていくことは、アジア太平洋地域の経済成長の促進に貢献するだけでなく、三カ国の企業や金融機関にとっても新たな商機を生み出すことにつながろう。

第5回対話の経済分野での米中合意は、最終的には内外無差別で適用されていくものである。特に今回多くの記述が割かれた金融・資本市場分野では、いずれ、外国の金融機関や投資家が実際のビジネスの場面で合意内容を活用していく段階に移っていこう。引続き、第5回対話の経済分野の合意内容の履行状況が注目される。

（株）野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表
関根 栄一