



米中金融協力

— 進展、特徴、挑戦、戦略 —¹

劉 東民^{*}

何 帆^{**}

要 約

1. 2008 年の世界金融危機以降、金融協力は急速に米中戦略・経済対話の重要な内容の一つに浮上し、大きな成果が得られた。米中金融協力は、双方の市場アクセスを主としているが、大きな非対称性がある。
2. 米中金融協力は、両国のそれぞれの国内ニーズが明確かつ顕著であるため、今後の発展の前途は洋々たるものである。中国政府は、より積極的な姿勢と革新的な戦略で米中の二国間金融協力を推進することを通じ、米中両国の戦略的相互信頼を著しく高め、新しい形の大国関係の構築を支援すると共に、グローバル金融ガバナンスに貢献することができる。

I. はじめに

中国の 30 数年間の改革開放において、米中金融協力は間断なく進められてきた。しかし、この協力が両国の経済・外交の重要な構成要素となり、急速な発展を遂げたのは 2008 年以降のことである。世界金融危機の勃発をきっかけに、金融安定と経済回復の実現が国際社会の最重要課題となった。世界で最もシステムチックな重要性を持つ二つの大国として、米中間の金融協力は両国の経済協力の重要な推進力であるだけでなく、グローバル金融ガバナンスを実現する基礎でもある。このため、金融協力は近年、米中戦略・経済対話の重要な内容の一つとなった。別の観点から見ると、中国はいま、経済転換の重要な時期にあり、米中金融協力の推進を通じてどのように中国の金融改革・開放を後押しし、国際金融システムの改革を一層進め、グローバル金融ガバナンスにおける中国の影響力を高めるかが、中国政府の重要な責務の一つとなっている。

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』2014 年第 2 期掲載の「中米金融合作：進展、特徴、挑戦と戦略」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。

^{*} 劉 東民 中国社会科学院世界経済政治研究所国際金融研究室 副主任

^{**} 何 帆 中国社会科学院世界経済政治研究所国際金融研究センター 副主任

Ⅱ. 世界金融危機後の米中金融協力の進展状況

2008年以降、米中戦略・経済対話を通じ、両国は金融分野における協力で多くの進展が見られ、特に、中国の国内金融市場開放において多くの実質的な成果が得られた。実際、金融協力は米中戦略・経済対話の中で最も進展し、最も成果が豊富な分野となった（図表1）。

図表1 2008年以降の米中金融協力の重要分野と進捗状況

中国側		米国側	
承諾事項	進捗状況	承諾事項	進捗状況
適格外国機関投資家(QFII)の投資枠を引き上げる。	実施済み	中国系商業銀行に内国民待遇を付与すると共に、関連するプルーデシヤル規制と手順に基づき、中国系銀行の米国拠点開設の申請を不当な遅延なく迅速に処理する。	実施済み
QFIIの投資元本のロックアップ期間を1年から3か月に短縮。	実施済み	中国側と農村保険に関する一層の協力方法を研究することに同意する。	進捗中
既存の合弁格付け機関が、外資の出資比率を引き下げない状況下で証券信用格付け業務の資格を申請することを認可する。	実施済み	人民元が特別引出権(SDR)バスケットに採用されることを支持する。	進捗中
条件を満たした外資系銀行による人民元建て劣後債の発行を認可する。	実施済み	中国工商銀行による香港の東亜銀行の米国法人の買収を認可する。	実施済み
条件を満たした米国会社の中国の取引所への上場を認可する。	進捗中	中国銀行と中国農業銀行の米国支店開設を認可する。	実施済み
外国非預金取扱機関のテスト地域で個人向け消費者金融サービスの提供を認可する。	実施済み	2010年のIMF出資比率とガバナンス改革案の実施を承諾する。	進捗中
外資系保険会社の二重投資問題すなわち、外資系保険会社が同時に2社の中国系保険会社へ投資することについて検討することに同意する。	進捗中		
外国投資家が合併証券会社への出資比率を33%から49%に引き上げることを認可する。	実施済み		
外国投資家による合併先物仲介会社の49%を超えない株式の保有を認可する。	実施済み		
条件を満たした外資系銀行と証券会社による中国の国債先物取引への参加を認可する。	進捗中		
消費者金融会社のテスト対象をより多くの適格の中国資本・外資の金融機関と地域に拡大する。	進捗中		
外資系銀行支店の人民元業務ライセンスの申請の待ち期間を短縮する。	進捗中		
企業年金の適格運用者を適宜増やし、申請条件を満たしたすべての外資と中国資本の金融機関を公平に扱う。	進捗中		
テスト実施の上、所得税の課税繰延型年金保険の発展を積極的に推進し、テスト範囲をより多くの省・市に拡大すると共に、外資系企業と中国企業を平等に取り扱う。	進捗中		
双方は、船舶・医療設備業で強力な国際輸出信用指導原則の導入に同意する。			
双方は、国際開発金融機関がその財務安全性を損なわない状況下で、財務レバレッジを高め、貸出能力を増強することを提唱・主導する。			
双方は、監査・監督のクロスボーダー協力について協議すると共に、適用する法律・法規に見合った監督協力メカニズムを早急に構築することに同意する。			
双方は、現行の国際協力体制下での情報共有メカニズムを通じ、両国の関連機関が証券業に関する法の執行と調査分野で協力することを承諾する。			
双方は、シャドーバンキングの監督に関する協力を強化し、シャドーバンキングのリスクを解消する政策ツールを制定し、金融安定理事会(FSB)のシャドーバンキングに関する最終勧告に基づく評価を進めることを承諾する。			
双方は、システミック・リスクを軽減させ、透明性を高め、市場の乱用を防ぐために、すべ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迅速に履行することを承諾する。			

(出所) 中国政府の公式公開資料より筆者整理・作成

Ⅲ. 米中金融協力の特徴

1. 両国の交渉の焦点となった金融業への市場アクセス

図表 1 の 26 項目の協力内容のうち、20 項目は金融業の市場アクセスに関するものである。そのうち 10 項目についてはすでに交渉が終了し、当初目標通り市場アクセスが実施された。残りの 10 項目も大半は進捗中のものであり、近い将来、協議が成立すると予想される。金融業の市場アクセス以外の 6 項目の議題は、金融監督協力、輸出信用の基準制定、多国間開発機関の業務原則であり、内容が幅広く、実施の難度が高く、実際の成果を定量化することが難しく、抽象的なものが多い。このため、米中両国が短期的に現実的な利益を求めるのは金融分野の市場アクセスに集中している。

2. 金融業の市場アクセスにおいて鮮明な非対称性がある米中

米国の市場開放の度合いと金融業の競争力はいずれも中国より高く、金融監督体制も整っている。このため、市場の相互アクセスにおいて、米国が中国に要求するという場合が多く、逆のパターンではない。前述の 20 項目の金融業の市場アクセスに関する交渉議題のうち、14 項目は中国の米国（およびその他の国）に対する市場開放であるのに対し、米国の中国に対する市場開放は 6 項目だけである。すでに承諾された 10 議題も、7 項目が中国の米国（およびその他の国）に対する開放である。このような非対称性は正常である。中国の市場化改革は進行中であり、過去数 10 年間、金融業の改革開放は製造業に比べ緩慢であったが、現在は加速期にあり、米中金融協力を通じ、一層の推進が可能である。市場アクセスの非対称性は、中国が金融協力分野で大きな損失を被ることを意味しない。2008 年の金融危機の洗礼を受けた後、中国の銀行業は世界で最も利益率が高く、最も資産規模が大きい金融産業となり、金融業に従事する人員の質も世界一流の水準に近づいており、金融監督体制も絶えず改善している。これらの要素により、中国の金融業はすでに比較的強い国際競争力と金融リスクに対する防御能力を備えるようになった。国際金融業に対し、国内市場を開放することは、中国の金融・経済改革を後押しする有効な手段であり、長い目で見て中国にとって大きなメリットになる。

3. 望まれるほど進展していない米中金融協力

2008 年の金融危機以降、米中戦略・経済対話において、両国の金融協力は最も多くの成果を上げた分野ではあるが、一般的に実質的な進展よりも協力の願望の方が大きい。金融業の市場アクセスにおいて、両国の多くの要望がまだ実現されていない。特に、金融監督、国際通貨・金融システム改革、金融を活用した両国および世界のインフラ投資の促進などの分野においては、米中の協力の願望が強く、実体面のニーズも大きいものの、実際の進展が非常に限られている。このことは、米中金融協力が両国の重要な利益に深く触れておらず、グローバル経済ガバナンスの推進と改革は言うまでもなく、両国の経済成長と金融の発展の促進にとっての明確なインセンティブにもなっておらず、大規模で戦略的かつ実質的な協力が欠けていることを反映している。世界経済・金融における両国の影響力を考えると、米中金融協力はより幅広く展開されるべきである。さらに、大規模で実質的な金融協力は、米中両国の戦略的相互信頼を著しく強化し、新しい形の大国関係の構築を促す。このため、今後の米中金融協力の余地は大きい。

IV. 米中金融協力の国内ニーズと今後の見通し

米中金融協力における両国の国内ニーズは長期にわたって存在してきた。そして、2008年の金融危機は、両国の実質的な金融協力の緊急性と重要性を増幅させたほか、国際社会においてグローバル金融ガバナンスに対するニーズも大幅に高めた。これらは、危機後、米中金融協力が加速した根本的な要因である。

1. 国内ニーズ

1) 米国側の国内ニーズ

中国に金融市場の開放を求めることは、米国の核心的経済利益に合致するものである。30数年間の改革開放を経て、中国の製造業は全面的に台頭した。米中両国の製造業の格差は縮小し続けており、この流れはもはや逆転できない。しかし、中国の金融業の発展は相対的に遅れており、米国との格差がなお大きく、さらに中国の金融開放の度合いが低いため、今後開放が進めば米国金融業が参入する余地が大きい。

2008年以前、米国の金融業は世界で最高のレベルにあり、グローバル化時代における米国の核心的競争力の象徴であった。金融危機により米国金融業は大きな打撃を受けたが、依然として米国の主要産業である。これは、米国の経済発展段階および世界の産業チェーンにおける米国の位置づけを反映したものであり、1回の危機で変わるものではない。さらに、危機後、米国の金融業と関連監督当局の調整、回復、変革の速度は、先進国の中で最も速かった。このことは、米国金融業が依然として最も強いグローバル競争力を持っていることを示している。金融業の観点から見ると、2012年半ばに、米国金融機関のデレバレッジはほぼ完了し、大手銀行の自己資本比率もバーゼル新規制を満たした。これに対し、欧州銀行業のデレバレッジはなお苦しい時期にある²。政府による金融監督改革の推進という観点から見ると、オバマ政権は2010年7月21日に「ドッド=フランク・ウォール街改革・消費者保護法」を成立させた。これは20世紀の大恐慌後、最も厳しく最も全面的な金融監督改革法である。2008年の世界金融危機以降、米国は先進国の中で最初に重要な監督制度改革を遂げた国となった。2013年7月2日に米連邦準備制度理事会（FRB）は7対0の投票結果で「バーゼルⅢ」を全会一致で承認した。2013年12月10日、米国の金融監督当局の5機関は、「ボルカー・ルール」の最終案を承認し、最も厳格な新規制が誕生した。これらの監督措置の実施は、短期的には米国金融業の発展に一定のプレッシャーを与えるにもかかわらず、米国政府は揺るがずに金融監督の改革を進めている。これは、米国政府とウォール街が米国金融業の国際競争力に自信を持っていることを反映している。

米中の金融業への市場アクセスを巡る交渉議題の中、中国に対する米国の要求は、対米国の市場開放ではなく、世界に対する開放である。これも、米国が自身の金融業の競争力に自信を持っていることの表れである。欧州諸国は債務危機に陥り、日本の金融業の競争力は米国はもとより、欧州にも及ばない。このため、中国の金融市場開放の過程において、外部の最大の勝者は必然的に米国になる。自身の明確な経済利益のため、中国の金融市場開放を後押しすることは自ずと米国の経済外交上の重要な要請となった。2008年の大きな衝撃を受け、米国の多

² IMF “Global Financial Stability Report - Restoring Confidence and Progressing on Reforms”, October 2012.

国籍金融機関は業務モデルを調整し、海外市場を新たに開拓する必要性ができてきたため、中国市場を一層必要としている。これは、危機後に、米国側が米中両国の金融協力をより重視する理由の一つでもある。

2) 中国側の国内ニーズ

まず、経済力の急速な台頭に伴い、中国金融業は徐々に海外展開の実力を備えるようになり、国際市場に進出するという強いニーズが生まれた。2008年の世界金融危機以降、中国の銀行業は世界で最も規模が大きく、利益が最も潤沢な銀行システムに躍進した。一方、西側諸国の金融システムは深刻な打撃を受けた。このような状況下で、世界で最も発達し、最も活力を持つ米国市場に参入することは、中国金融業の発展の戦略的目標となり、また、中国が金融台頭を通じ世界一流の強国になるための必要なステップでもある。これが、危機後、中国が米中金融協力を大いに推進する内在的な原動力の一つとなった。

次に、中国では危機を経て、金融改革が重要な政策課題となった。金融開放で国内金融改革を促すことは、実行可能性のある選択肢である。2008年の危機により、中国政府は、従来の経済発展モデルは持続不可能であり、中国はもはや投資と貿易黒字だけで経済成長を押し上げることができず、一層の市場化改革が必要であることを認識した。その中で金融改革は重要な部分である。しかし、現在の金融改革は多くの障害に見舞われており、中国政府は、外圧を借りなければ、改革の最も難しい部分をやり遂げることができない。かつて中国は外圧を利用し、国内の市場化改革の推進に成功したことがある。2001年の世界貿易機関（WTO）への加盟である。当時、WTO加盟により、外国企業が国内企業に大きな打撃を与え、外国製品が国内市場に衝撃を与えると、多くの人が心配していた。しかし、10数年経った現在、中国の製造業は全面的に台頭し、「メイド・イン・チャイナ」の製品が世界中に広まった。WTO加盟と同じように、現在の中国の金融改革も多くの不確実性に直面している。WTO加盟と違う点は、これまでの改革開放に伴う豊富な成果が生み出した、WTO加盟前よりも多い既得権益集団が、中国の更なる改革の大きな障害になっていることである。制度経済学者マンサー・オルソン（Mancur Olson）が論じたように、いかなる国家も、安定発展の時期が十分に長ければ、大量の既得権益集団が生まれ、彼らのレントシーキング行為は経済効率と生産水準の低下をもたらし、政府の分裂と制度の硬直化を深刻化させ、既得権益集団のレントシーキング行為を有効に防ぐことができなければ、国の衰退は避けられない³。制度経済学の理論では、既得権益集団の妨害を突破することの緊急性が明確に示されており、中国のWTO加盟に伴う大きな成果は、外圧の利用の成功例である。このような背景から、積極的に米中金融協力という契機を活用し、国内の金融市場化を推進することは、中国政府にとって重要かつ現実的な改革戦略である。

3) グローバル金融ガバナンスの必要性

中国と米国という二つの大国の間の金融協力は互いにとって経済交流の核心的な戦略であるのみならず、グローバル金融ガバナンスを推進する大きな力でもある。2008年の金融危機により、国際社会では、米中金融協力に対する実質的かつ明確なニーズが生まれた。一方、米中

³ マンサー・オルソン『国家的興衰』、上海人民出版社、2007年。（原著はMancur Olson, *The Rise and Decline of Nations: Economic Growth, Stagflation, and Social Rigidities*, Yale University Press, 1982.）

両国は、これを契機に、国際通貨金融システムの改革において主導権を握ることを望んでいる。これは、危機後、米中金融協力が加速した重要な外部要因である。

1990年以降、グローバル化は阻むことができない力として国際社会を席卷し、特に金融のグローバル化の広さと深さは大方の予想を超えた。巨額の資本が国を跨いで移動し、金融機関が業種を跨いで経営され、金融ツールが国境を跨いで使用されることにより、グローバル金融市場はすでに一体化している。このような背景から、国境を越えた裁定メカニズムが働くため、一つの大国のマクロ経済と金融政策の調整は、必然的にスピルオーバー効果をもたらし、他の国が経済政策の独立性を維持し難くなる。一方、金融一体化により各国の金融システムが深く関わり合っているため、ある国で危機が発生すれば、他の国に急速に伝播し、ひいては世界金融危機を引き起こす。2008年の危機を経験した国際社会は、既存の国際通貨・金融システムの改革、グローバル金融ガバナンスの実現は焦眉の急の課題であると深く認識した。

グローバル金融ガバナンスの核心は、国際通貨システムとグローバル金融監督の分野で通用する国際ルールを作り、主要国はこのルールを遵守あるいは概ね追随することにある。米中両国はそれぞれ世界最大と第二位の経済大国である。両国のうちの一つがある項目のルールを遵守しなければ、このルールはグローバル金融ガバナンスの有効なルールになることができない。言い換えれば、米中両国は、グローバル金融ガバナンスに対し「1票の拒否権」を持つことを意味する。この意味から、米中両国は、グローバル金融ガバナンスを推進する最も重要な国であり、積極的に取り組む責任を負っている。別の観点から見ると、いかなる国際ルールの推進にしても、その効果は中立的ではなく、一部の国と機関がより多くの利益を享受することになる。このため、米中両国は、二国間金融協力を通じ、グローバル金融ガバナンスを推進することは、自身の利益を守る有効な手段であり、両国の根本的なニーズに合っている。

2. 今後の見通し

前述したように、近年の米中金融協力が多くの成果を上げることができたのは、2008年の金融危機をきっかけとした、米中両国の国内経済の構造的変化と二者の力関係の変化、グローバル金融ガバナンスに対する国際社会の実際のニーズによる。これに基づき、今後の米中金融協力の先行きについて次のように判断することができる。すなわち、発展の前途が洋々たるものであり、協力の持続可能性が強く、今後数年間で多くの議題において突破が予想される。

中国側から見ると、2013年の経済改革・開放は3つの象徴的な出来事があった。2013年7月の米中二国間投資協定の交渉で大きな進展があり、中国側は投資前の内国民待遇とネガティブリストを基礎に、米国と投資協定の実質的な交渉に臨んだ。同年9月に中国（上海）自由貿易試験区（FTZ）が設立された。同年11月の中国共産党第18期中央委員会第三回全体会議（三中全会）のコミュニケでは、「開放で改革を促す」方針が打ち出された。開放という外圧で市場化改革を促進することは、中央政府の非常に明確な戦略手段になっている。このような背景の下、米中金融協力は発展の余地が大きい。中国は、より開放的なスタンスで米国と金融分野の市場アクセスについて交渉するほか、より強い自信を持って米中協力を通じて国際通貨金融システムの改革を推進することができる。

米国側から見ると、米国経済は2008年の深い傷からほぼ抜け出し、堅調に回復しており、金融業の調整も完了し、金融監督改革において大きな進展が見られた。国内経済の活力が良い方向に向かっている中、米国の金融機関は、中国金融市場への進出に一層注力し、米国政府も相対的

に落ち着いた気持ちで本国企業の中国金融業へのアクセスを見守ることができるようになるだろう。このため、米国もより積極的な姿勢で二国間金融協力を推進する可能性がある。

米中が共同でグローバル金融ガバナンスを推進するという観点から見ると、米中二大国の総合的な実力により、グローバル金融ガバナンスは米中が制定した二国間ルールに対する参照の度合いを強めるだろう。これが、米中金融協力を更なる発展の余地とインセンティブをもたらす。ポスト危機時代に、米中二極という局面が形成されつつある⁴。先進国陣営では、米国の優位は揺るぎ難い。欧州の一体化は、各国の政治・政治・文化など多くの要因に制約され、困難を伴いながら前進するしかなく、さらに欧州の高福祉の弊害は大衆民主制度の制約を受け、変えることもできない。日本では、深刻な高齢化の影響を受け、経済が持続的高成長の局面に戻ることは難しい。新興国陣営では、中国の先導的な地位は引き続き保たれる。BRICsのほかの4カ国は製造業の基盤が弱いと見られ、経済成長の持続力が疑われている。米国ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントの元会長で BRICs という概念を生み出したジム・オニール (Jim O'Neill) は2013年8月に、BRICs 諸国について「修正することが可能ならば、C (中国) だけ残す」、と述べた⁵。米中二極の局面において、米中の二国間金融協力は、グローバル金融ガバナンスに持続的かつ鮮明な影響力を与え、そしてそれが二国間協力への期待を強める。

V. 具体的な協力分野において直面する課題

1. 双方の金融業への市場アクセスの一層の推進

中国にとって、金融業の秩序のある市場開放を推進することは、金融市場化改革の加速、中国経済転換の促進の手掛かりである。米国にとって、金融業のグローバル化を促進することは本国の経済利益を守る最優先事項である。このため、中国金融市場へのアクセスは、現在および今後しばらくの間、米中金融協力の主要テーマになる。具体的な内容は、①外資系金融機関の中国金融機関への出資比率の一層の引き上げ、②外資系金融機関（合弁金融機関を含む）の中国における業務範囲の一層の拡大、③より多くの金融商品と金融業務の中国市場への参入の認可、④より多くの外資が中国資本市場へ参入出来るよう、条件の一層の緩和、⑤外国金融資本の中国市場からのエグジット基準の一層の緩和、の5点である。

中国金融業の競争力の向上に伴い、中国は金融安定と金融競争力を維持しながら、市場アクセスの規制を絶えず緩和する能力を持つようになった。このため、本稿では、上記の5点のうち最初の3点について、中国は比較的大幅な開放を実施できると考える。例えば、合弁証券会社における外資の出資比率が50%を超えない制限については緩和することが可能であろう。また、外資系消費者金融会社の参入についても、より大きな自由度を与えることができ、これが中国の個人消費の促進、国内の金融イノベーションの刺激の後押しにもなる。

しかし、外国金融資本の中国資本市場への流出入に関する規制の緩和については、クロスボーダーの短期資本移動の管理と資本勘定の開放といった問題にかかわるため、現在のように世界的な量的金融緩和政策が実施されている状況においては、中国の監督当局は慎重に見極めるべきである。海外の経験を見ると、ある国の証券市場に投資する外国金融資本は、投機の色合いが比較

⁴ 閻学通『歴史的慣性：未来10年の中国与世界』、中信出版社、2013年。

⁵ “China Only BRIC Country Currently Worthy of the Title –O’Neill”, The Wall Street Journal, Aug 23, 2013, <http://blogs.wsj.com/moneybeat/2013/08/23/china-only-bric-country-currently-worthy-of-the-title-oneill/>.

的濃く、特に国際経済と金融環境に大きな変化があった時、急速に入って急速に出ていくという特徴があり、投資先国の証券市場の変動を加速させ、場合によっては金融危機を引き起こす。米国の量的金融緩和は早晚終了することになり、これによって大量の資本が新興国から流出する可能性は高い。これに鑑みると、中国金融市場へのアクセスを緩和する際、短期資本移動に対して管理監督を慎重に行う必要がある。中国は、QFIIの投資枠の審査・認可においてすでに大幅に緩和しており、投資元本のロックアップ期間も3ヵ月に短縮した。これは比較的合理的で穏健的なモデルであり、今後も継続すべきである。同時に、中国銀行業の外資からの短期借入れの行為を引き続き厳しく監督する必要がある。

米国金融市場へのアクセスについては、中国系金融機関が米国市場へ参入する際の条件を緩和することが、中国側の対米交渉において重要な要請でなければならない。現状では、米国監督当局は、中国系銀行の業務展開について多くの規制を講じている。在米中国系銀行による預金リテール業務の取り扱いが認可されていない、中国系銀行による米国支店開設や米系銀行の合併・買収に関する審査が非常に厳しく手続きが複雑である、などである。2012年に米国が中国工商银行による米国東亜銀行の80%株式の買収を認可したことは、米中金融協力の大きな進展である。しかし、中国系金融機関による米系機関への出資あるいは買収案件が増えるかについては、現状では楽観視できない。このため、米中政府は協議と交渉に注力しなければならない。また、中国系銀行がより迅速に米国拠点を設立することができるかどうか、中国政府の力強い推進が必要である。さらに、中国の上場投資信託(ETF)など、中国系金融機関が開発した金融商品の米国上場も、直近の交渉の重点の一つとすることができる。

2. グローバル金融システム改革と金融監督分野における実質的な協力の方法

金融監督改革と国際金融システム改革は、危機後の各国政府が直面した重要な課題である。世界最大の二つの経済大国として、これら分野での米中協力は、国際社会を先導し、手本を示すことができる。いかなる国際ルールの制定においても、中立的でない効果を生み出す。米中金融協力を契機に、中国が国際ルールの制定において、より積極的な役割を果たすことができれば、中国自身の利益をしっかりと守ることができる。

米中両国は金融協力を通じて、マクロ・プルーデンスな監督、金融分野の課税と法の執行、金融市場のインフラなどの分野における情報の共有と協力を強化してきた。しかし、これまでの協力は抽象的なものが多く、実質的な成果が得られていない。中国政府は、新しい考え方を開拓し、長期的な視野と自信を以て、自ら建設的かつ実行可能な革新的な案を提出し、米中金融協力を国際的な側面で前進させなければならない。

VI. 米中金融協力の新しい分野

1. 米中による新しい多国間開発金融機関の創設

2008年の金融危機以降、国際社会ではあるコンセンサスができた。すなわち、インフラ投資は将来のグローバル経済成長を促進する力強い後ろ盾である。実際、先進国にしても途上国にしても、多くの国はインフラ投資不足の問題に直面している。特に多くのクロスボーダーのインフラ投資は、多国間協力の問題にかかわるため、継続的な資金支援を欠く。2013年の直近の米中戦略・経済対話において、米中は多国間開発銀行がその財務安全性を損なわない状況下で、財務

レバレッジ率を高め、貸出能力を増強することを推進することについて共同で提唱した。多国間開発機関はグローバル的に希少資源であると言える。

GDP 総量と外貨準備規模から見ると、中国はグローバルの開発的な資金調達において主導的な役割を果たす経済実力を持っている。しかし、現状の国際政治の構図により、中国は既存の国際開発金融機関（世界銀行、アジア開発銀行など）で主導的な地位を獲得することができない。中国が自ら米国と共同で新しい国際開発金融機関（例えばアジアインフラ投資銀行、国際海洋開発銀行など）を創設することができれば、ほかの国の疑念を軽減、払拭し、米中両国が新しい国際開発金融機関の運営を共同で主導することを実現できる。これは、中国が国際金融システムの変革を推進する有効な手段となるだけでなく、米中両国の戦略的相互信頼の増強、新しい形の大国関係の構築の一里塚になる。

アジア地域で新しい国際開発金融機関を創設することは、アジア諸国の議論の注目点である。新しい機関の創設は、3つのモデルがある。中国—日本モデル、中国—ASEANモデル、中国—米国モデルである。日中両国の外交関係と国民の心情から、中国—日本モデルの実現可能性は低い。中国—ASEANモデルは、日本と米国の本当の支持が得られ難く、このモデルによる創設は挑戦的な課題であり、設立後にアジア太平洋地域に与える影響力も限られる。

本稿では、中国—米国モデルは相対的に理想的な選択肢であると考え、アジア開発銀行の創設と運営は、事実上、米国—日本モデルである。すなわち、日米両国は同時にアジア開発銀行の最大株主であり、同行の業務運営を共同で主導する。このモデルを通じ、米国はその経済理念をアジア諸国に導入し、アジア市場を開拓する一方、日本は米国の影響力を借り、アジア諸国の日本に対する懸念を打消し、同行の主導に成功した。実際、同行の8名の歴代総裁はすべて日本人が務めている。アジアの新しい地域開発銀行の創設モデルについて、中国が自ら米国との協力に動き、中国—米国モデルとなれば、日本を含むアジア諸国の参加を促すことができ、アジア経済協力における中国の主導権が得られるだけでなく、米中両国の戦略的相互信頼を強化し、グローバル金融ガバナンスにおける米中の深い協力の旗印になる。

2. 米中が共同で国際格付け監督機関と新しい格付け会社を設立

世界金融危機の勃発後、既存の格付けシステムは益々多くの批判を受け、格付けのプロシクリカリティ（景気循環増幅効果）、格付け機関に対する監督の不在、三大格付け会社による世界の格付け業の独占などの問題は広く認識されるようになった。しかし、これまで、国際金融監督体制の改革は格付け業の現実的な問題に触れていない。その根本的な要因は2点ある。一つは、信用格付けの複雑性により、格付け問題に対する批判は多いが、建設的な提案を欠き、国際社会が共同歩調をとることができず、グローバル金融市場に大きな影響力を与える新しい形の格付けルールを作ることができない。もう一つは、欧州では、自らの公的規制を受ける格付けシステムの構築を試みているが、米国は依然世界の信用格付けの独占者であるため、米国を除いた単独行動は国際社会に十分な影響力を持つことが難しい。

中国金融市場は急速に発展しており、特に債券市場は計り知れない発展の前途がある。これが将来、巨大な中国信用格付け市場を生み出し、国際格付けシステムにおける中国の発言権を大きく強める。このため、中国は、格付け産業の発展と格付けの監督改革の面で欧州と異なる道を歩むことができる。すなわち、米国と連携して新しい形の国際格付け機関を設立し、一元化された格付け監督ルールを制定した上で、バーゼル合意に似たグローバルな一元化された格付け監督シ

システムを構築する。また、米中両国は、新しい形の格付け機関の発展を共同で推進することができる。これらの措置は、米国の利益も考慮しているため、米国政府に認められる可能性が高い。実際、米国政府も現行の格付けシステムの欠点をはっきりと意識しており、格付け機関の監督体制の改革を推進している。また、米国内の多くの中小格付け機関は既存の三大格付け機関の独占について不満を抱いており、改革に対する動機が強く、格付けに関する革新的な考え方も持っている。米中協力を通じ、現行の国際格付け改革の難局を打開し、国際格付け業界における中国の発言権を大きく強めることができる。

3. 外資私募基金への参入方式の開拓とイノベーション

中国の私募基金（プライベート・エクイティ・ファンド、ヘッジファンド）業は、21世紀以降、急速な発展を遂げているが、世界の先進レベルとは大きな差がある。プライベート・エクイティ・ファンド（以下 PE とする、外資 PE と中国国内 PE を含む）の場合、2011年の中国における PE 投資額の対 GDP 比は僅か 0.16% で、イギリスの 1.13%、米国の 0.90% より低だけでなく、ブラジルの 0.44%、インドの 0.23% などにも及ばない。この比率は「浸透率」と呼ばれ、ある国の PE 業の発展の度合いを測る指標である。浸透率を見ると、中国の PE 業は急速に発展しているが、現状ではその規模が小さく、今後の発展の余地が大きい。ここ数年間、中国における PE の発展のスピードはやや緩んだ。その要因は、グローバル経済および中国経済の不景気が PE の発展の足を引っ張った一方、外資 PE の中国での業務展開が制限を受けており、一部業種（エネルギー・鉱業、メディア、通信など）に参入することができないことにある。PE は、中国の技術革新および中小企業の発展を促進する役割が大きく、また外資 PE は国際資源の再編、資産管理、投資の長期的視野などの面で一定の優位性を持っている。中国政府は米中金融協力の交渉において、外資 PE にかかわる一部の規制を適度に緩和することができる。例えば中国国内のエネルギー・鉱業への投資の認可を交換条件として、中国のソブリンファンドやほかの国有金融機関の対米投資制限を軽減するように米国を説得することである。

人民元の国際化の推進と資本勘定の対外開放の観点から見ると、中国は米中金融協力を通じ、外資私募基金が中国で人民元を調達し、海外に投資するチャネルを開放することができる。その際、PE、ヘッジファンドなどは、中国国内で登記し、中央政府の審査を受けなければならない。また、中国資本の私募基金に対し同様の業務を認可すべきである。これら外資私募基金は、調達された人民元資金を直接海外企業あるいはオフショア人民元市場の人民元建て金融商品（点心債など）に投資するほか、オフショア人民元市場ではほかの通貨に交換してから投資することができる⁶。

人民元の国際化が実現していない短中期において、これらの人民元資金による直接の大規模な対外投資の実現は難しい。このため、前述の措置の重点は、オフショア市場での人民元取引あるいは米ドルやユーロへの交換後の投資の増加を促進することにある。その真意は、オフショア市場における人民元の資産プールの規模を拡大させ、流動性を高めることである。2009年7月～2011年11月の間、香港のオフショア人民元市場の人民元預金残高は 559 億元から 6,273 億元へと大幅に増加した。しかし、2011年12月～2013年9月の間、人民元安の予想と還流チャネルの多様化の二重の影響を受け、オフショア人民元の預金残高は 7,300 億元と、伸びが鈍化した。オ

⁶ 馬駿は似たような観点を提起している。本稿は馬氏の考え方を参考にしている。「徳意志銀行馬駿建議在前海推 QDII3」〔ドイツ銀行馬駿氏が前海での QDII3 推進を提案する〕を参照。

http://epaper.stcn.com/paper/zqsb/html/epaper/index/content_484234.htm.

フシヨア人民元の資産プールの規模はオフシヨア金融市場の発展に直接影響を与え、さらに人民元の国際化の進展にも影響する。前述の私募基金の対外開放モデルにより、人民元のクロスボーダー移動の規模を大幅に増やすと同時に、オフシヨア人民元金融センターの設立を推進することができる。また、この措置は、中国の私募基金業の国際化を促進するだけでなく、海外の私募基金が中国で資金調達を行い、更なる発展を遂げることに繋がる。

リスクをコントロールするため、中央の監督当局は、私募基金の国内市場での人民元の資金調達額について年度の上限額を設定し、基金の投資行為について監督権を行使し、大規模な資産移転やその他の違法行為の発生を防ぐ。むろん、オフシヨア市場における人民元と外貨の交換コストと規模を予測することが難しいため、この政策の効力は、実際の運営が開始されてから初めて分かる。このため、本稿では、国有金融機関でなく、市場化の度合いが最も高い私募基金が運営に参加することを提案する。なぜなら、国有金融機関の場合、政策に過度に反応し、コストを惜しまない行動を採り、過大なリスクと損失をもたらす可能性が高いからである。米中金融協力というルートを通じ、私募基金で対外開放を進めるモデルを用い、人民元の国際化と資本勘定の開放を促進することは、ウィンウィンの選択肢になるだろう。

著者紹介

劉 東民 (Liu Dongmin)

中国社会科学院世界経済政治研究所 副研究員、国際金融研究室 副主任

2009年中国社会科学院大学院経済学博士。レノボ、清華紫光、北京尚勤科技などを経て、2009年より現職。国家自然科学基金会、財政部国際司などの研究プロジェクトに参加している。主要論文に「人類に挑む気候変動」（『2010年世界経済イエローブック』、2009年）などがある。

何 帆 (He Fan)

中国社会科学院世界経済政治研究所 研究員、国際金融センター 副主任

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