



中国人民銀行による人民元資本取引自由化に関する報告書

公益財団法人 国際通貨研究所
開発経済調査部 上席研究員 植田 賢司

ueda@iima.or.jp

総務部 五味 佑子

yuko_gomi@iima.or.jp

2012年2月末に中国人民銀行調査統計局のプロジェクトチームが「わが国が資本勘定を加速する条件は基本的に整った」と題する報告書を作成し、その全文が「中国証券報」に掲載された。

報告書は、これまで中国当局が言及してこなかった人民元資本取引の自由化に関わる具体的なタイムスケジュールについて初めて言及している点で注目される。すなわち、①短期的（1-3年）には直接投資への規制を緩和し、中国企業の海外投資戦略を奨励する。②中期的（3-5年）には貿易などの実体経済の裏付けのある商業貸付への規制を緩和し、人民元国際化を後押しする。③長期的（5-10年）には金融市場の整備を促進し、慎重なペースで不動産、株式、債券取引を開放する。投機性が強い短期の対外債務は長期にわたり開放すべきではない、としている。それ以外の内容についても、必ずしも目新しいものではないが、資本勘定の自由化の論理・工程の前提となる中国金融資本市場のマクロの姿が、概括的に纏められている点で参考になるとと思われる。

中国当局は人民元資本取引について、徐々に規制を緩和する方向性を示しており、最近の主な動きは下表のとおりとなっている。一方で、中国当局は、金融の自由化による混乱には神経を尖らせており、通貨政策を実施するに当り3原則、すなわち、主体性の確保（中国自身のペースでの意）、管理可能性、漸進性に基づくことを強調している。このため資本規制については今後も段階的かつ慎重に推進されることが推測される。

表：人民元資本取引に関する最近の主な動き

2009年7月	クロスボーダーの財貿易の人民元決済を試行開始
2010年6月	クロスボーダーのサービス貿易を含む経常取引全体に人民元決済を拡大
2010年8月	海外の中央銀行や人民元決済参加銀行に対して、中国国内の銀行間債券市場において人民元で債券を購入することを認める
2011年1月	人民元による対外直接投資や直接投資企業に対する中国本土からのクロスボーダー貸付を認める
2011年2月	人民元による対内直接投資と対外借入の試行を開始

本報告書は、人民銀行の総裁・副総裁レベルによるものではなく、また、人民銀行のホームページ上に掲載されていないことから、当局の政策を示すというよりも世論や周りの反応を探るための観測気球的な意味合いが強いかもしれない。人民元の改革や資本取引の自由化は、国内の声を聞きながら進めるというのが大原則であり、人民銀行が大きく旗を振って進めてゆくわけにはいかないという中国の事情を考える必要がある。他方で、この秋の政権交代を控え政権内部で政策論争が激化していることも伺われ、本報告書の内容が今後の中国の資本取引自由化議論の中で中心的な見解になってゆく可能性もある。奇しくも同時期に世銀、国務院発展研究センターの連名で“China 2030”レポートが公表され、なかなか目立った進展が見られない国内の金融改革などについて改革の必要性を説いている。本稿では、今後の中国資本取引自由化の方向性を探るための参考に供すべく、報告書全文の日本語仮訳を以下に紹介したい。

中国語原文	日本語仮訳
<p>我国加快资本账户开放条件基本成熟</p> <p>作者：中国人民银行调查统计司课题组</p>	<p>我が国が資本勘定の自由化を加速する条件はほぼ整った</p> <p>中国人民銀行調査統計局プロジェクトチーム</p>
<p>资本账户开放过程，是一个逐渐放松资本管制，允许居民与非居民持有跨境资产及从事跨境资产交易，实现货币自由兑换的过程。资本账户开放的标准本身也在不断放宽。由于国际货币基金组织在这方面的研究最早最深入，其界定的资本账户开放标准基本得到各国的认可。在 1996 年之前，按照国际货币基金组织《汇兑安排与汇率限制年报》的定义标准，只</p>	<p>資本勘定の自由化は、段階的に手順を追って進められるべきものであって、居住者並びに非居住者がクロスボーダー資産を持ち、クロスボーダー資産取引に従事することを許可し、通貨の自由兌換を達成するプロセスである。資本勘定の適切さのレベル感は、国際通貨基金(IMF)を中心に絶えず見直されてきた。1996年以前においては、IMFの”Annual Report</p>

<p>要没有“对资本交易施加支付约束”，就表示该国基本实现了资本账户开放。1997年亚洲金融危机爆发后，国际货币基金组织将原先对成员国资本账户开放的单项认定，细分为11项。如果一国开放信贷工具交易，且开放项目在6项以上，则可视为基本实现资本账户开放。2007年国际金融危机爆发后，资本账户开放标准进一步放宽。可见，资本账户的开放并不是完全放任跨境资本的自由兑换与流动，而是一种有管理的资本兑换与流动。</p>	<p>on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions”の定義する基準に基づき、資本取引の支払側に制限を加えなければ、当該国は基本的に資本勘定の自由化が実現しているとされた。しかし、1997年のアジア金融危機勃発後、IMFは、開放の認定を11項目に細分し、もし、一国が貸付取引を開放しかつ開放項目が11のうち6項目以上であれば、基本的に資本勘定の自由化を実現しているとみなした。2007年の国際金融危機勃発後、資本開放基準はさらに緩和された。以上のことから、資本勘定の開放というのは、決してクロスボーダー資本の流出入と自由兌換の放任を目指すものではなく、一種の管理された資本兌換と流出入の実現を目指すものである。</p>
<p>一、国际经验表明资本账户开放总体利大于弊</p>	<p>一、これまでの諸外国の経験に照らせば、資本勘定の自由化は全体として弊害よりも利益が大きいことが明らか</p>
<p>资本账户开放有利于经济发展。根据比较优势理论，资本在全球范围内自由流动和优化配置，能提高资本效率，并产生最大的经济效益。资本账户开放也能使资本在全球范围分散风险，而不把“所有鸡蛋放在同一个篮子”。资本账户开放还能促进对外贸易发展。而且，由于各国人口年龄结构不同，人口抚养比低的国家往往储蓄率较高，资本账户开放能使这些国家将盈余的储蓄资金贷给资金缺乏的国家，而待人口抚养比提高时不降低消费水平。尽管在实证方法、实证数据以及变量选择等方面有所差异，但绝大部分实证结果表明，资本账户开放能显著促进经济增长。</p>	<p>資本勘定の自由化は、経済の発展に有利である。比較優位理論に基づくと、資本の自由な流出入と経済合理的な配分により、資本効率を高めることができ、経済効果が最大化される。また資本勘定の自由化は資本を全世界にリスク分散させることができ、「すべての鶏卵を一つのかごに入れておく」ことにはならない。しかも、各国の人口・年齢構造は異なるので、人口扶養率が低い国家は往々にして貯蓄率が比較的高く、資本勘定の自由化はこのような国家では黒字となっている貯蓄資金を、資金が不足している国家に貸し付けることができるうえ、人口扶養率が高くなった時でも消費水準は下がらない。実証分析においても、資本勘定の自由化は経済成長を促進できることが明らかにされている。</p>

<p>相反，資本管制会扭曲市場行為，並且管制效果有限。資本管制實質是政府干預市場，是一種變相的金融保護主義，容易產生道德風險。管制的結果或者是國內金融市場競爭過度，或者是國際金融市場競爭不足，或者兩者兼而有之。資本管制常與固定匯率政策搭配，常常導致“輸入型”通貨膨脹或通貨緊縮。資本管制也人為割裂國內、外資金流動，使資金使用效率低下，資金成本提高，資金市場風險增加。</p>	<p>これに対し、資本規制はこうした合理的な市場行動を歪めることになり、かつ規制効果には限界がある。資本規制の本質は政府の市場干渉であり、一種の形を変えた金融保護主義であって道徳的なリスクが生じやすい。規制は結果として過剰な国内の金融市場競争を引き起こしたり、十分な国際金融市場競争にならなかつたり、あるいは両方が同時に起こることもある。資本規制は常に固定為替政策と抱き合わせであり、常に輸入型のインフレあるいはデフレをもたらす。また資本規制は、人為的に国内外の資金フローを分断し、資金の利用効率を低下させ、資金コストを引き上げさせてしまう。</p>
<p>美国、德国的经验教训表明，资本管制的效果有限。上世纪六十年代末，由于越战升级和实施“伟大社会计划”（包括增加公共教育和城市基础设施投资），美国政府开支增加远超过其收入增长，经常账户由盈余转为赤字，大量资金由美国流向德国。为维持布雷顿森林体系下的固定汇率制，美联储一方面紧缩货币，提高利率，导致国内利率高于《Q 条例》的存款利率上限，引发“金融脱媒”现象和金融创新浪潮；另一方面实施资本管制，导致美国银行通过欧洲分行借入美元存款，刺激欧洲美元市场加速发展。联邦德国则通过资本管制阻碍资本的大幅流入，但效果也不理想。据 Koffergesch 估计，1973 年跨境非法实物交易和海外非法借贷分别达 40 亿和 70 亿德国马克，合计占同期德国 GDP 的 1.2%，高于其经常账户顺差规模（同期经常账户顺差/GDP 比例约为 1%）。</p>	<p>アメリカ、ドイツの経験・教訓から明らかのように、資本規制の効果には限界がある。1960 年代末、ベトナム戦争拡大および「偉大な社会 (great society)」という公共教育の増強と都市インフラ整備を同時に進めようとしたアメリカ政府は歳入を大幅に超過した状態で歳出を増やし、経常黒字から経常赤字へと転落し、大量の資金がアメリカからドイツへと流れた。ブレトンウッズ体制の下で固定為替制を維持するため、アメリカの連邦準備理事会 (FRB) は一方で金融引締めを実施し、金利を引き上げ、レギュレーション Q の預金利率上限以上に国内金利の上昇を誘導し、銀行預金離れ現象と金融イノベーションの波を誘発した。一方で資本規制¹の実施により、アメリカの銀行の（本国内ではなく）欧州の支店に米ドル預金が集まり、ユーロダラー市場の発展が加速した。西ドイツは、資本規制を通じて資本の大幅な流入を阻止したが、効果は期</p>

¹ 訳者注：ここでいう資本規制とは、今日の流出入を制限する規制と同じ意味ではなく、冷戦下での共産圏諸国のドル資金に対する様々な制限の意味と思われる。

	<p>待したほどではなかった。Koffergeschの推計によれば、1973年のクロスボーダーの非合法な実物取引と海外の非合法借入はそれぞれ40億ドイツマルク、70億ドイツマルクに達し、合計すると同時期のドイツGDPの1.2%に達し、経常黒字の規模よりも大きかった（同時期の経常黒字はGDP比で約1%）。</p>
<p>資本規制可能在短期内约束资本流动，但不能从根本上改变因经济失衡带来的资本流动。而且随着金融市场发展，金融产品创新，市场之间、国别之间的限制不再严格，绕开管制的渠道越来越多。同样，宏观调控当局也可创新调控工具，来替代资本管制。上世纪80年代，欧洲国家采用三岔式方法应对汇率波动，阻止外汇投机，效果明显优于资本管制。</p>	<p>資本規制は、短期的には資本移動を制限することができるが、経済不均衡がもたらす根本的な資本移動を変えることはできない。しかも、金融市場の発展、金融商品のイノベーションが進むにしたがって、市場間・国別間の規制はもはや厳格ではなく、規制の抜け道は次第に多くなっている。同様に、マクロ調整当局もまたコントロール手段を新しくし、資本規制を変えてきている。1980年代、欧州は為替レート変動の対策として3つの方法を採用し、外貨投機を阻止したが、効果は明らかに資本規制よりも優れていた。</p>
<p>二、积极推进资本账户开放是我国经济发展的内在要求</p>	<p>二、積極的な資本勘定の自由化推進は、我が国の経済発展の内在的要求だ</p>
<p>一是我国资本账户开放已取得较大进展。改革开放以来，我国渐进式推进资本账户开放。1993年，我国明确提出，“中国外汇管理体制改革的长远目标是实现人民币可自由兑换”。2003年，党的十六届三中全会通过《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》，进一步明确，“在有效防范风险的前提下，有选择、分步骤放宽对跨境资本交易活动的限制，逐步实现资本项目可兑换”。2010年10月，十七届五中全会决定，将“逐步实现资本项目可兑换”目标写入“十二五”发展规划。2012年，央行行长周小川撰文进一步解释，“中国尚未实现但不拒绝资本项目可兑换”。</p>	<p>第一に、我が国の資本勘定の自由化はすでに大きな進展を遂げている。改革開放以来、我が国は徐々に資本勘定の自由化を推進してきた。1993年、我が国は「中国の外貨管理体制改革的長期的な目標は人民元の自由兌換を実現することだ」とはっきりと示した。2003年、共産党第16期三中全会は「中国共産党中央委員会の社会主義市場經濟体制を完成させることに関する若干の問題についての決定」を通じて、さらに一方踏み込んで以下に明らかにした。すなわち、「有効にリスクを予防するという前提で、選択的・段階的に、クロスボーダーの資本取引活動の規制を緩和し、徐々に資本項目の兌換を実現する」というも</p>

	<p>のだ。2010年10月、第17期五中全会は「徐々に資本項目の兌換を実現する」という目標を、「第12次五カ年計画」に書き加えた。2012年、中国人民銀行頭取の周小川論文ではさらに踏み込んで解釈し、「中国はいまだ実現するに至っていないが、資本項目の兌換を拒絶できない」とした。</p>
<p>近年来，我国资本账户开放步伐明显加快。2002-2009年，我国共出台资本账户改革措施42项。外汇管理已由“宽进严出”向“双向均衡管理”转变，逐步减少行政管制，逐步取消内资与外资企业之间、国有与民营企业之间、机构与个人之间的差别待遇。</p>	<p>近年、我が国の資本勘定の自由化の歩調は明らかに速まっている。2002年から2009年、我が国が打ち出した資本勘定改革の施策は42項に及ぶ。外貨管理はすでに「流入を緩和し、流出を厳格にする」から「双方向のバランスのとれた管理」へと変化しており、行政規制は次第に減少し、徐々に国内企業と外資企業間、国有企業と民間企業間、組織と個人との間の差別待遇を取りやめるようになってきている。</p>
<p>分结构看，按照国际货币基金组织2011年《汇兑安排与汇兑限制年报》，目前我国不可兑换项目有4项，占比10%，主要是非居民参与国内货币市场、基金信托市场以及买卖衍生工具。部分可兑换项目有22项，占比55%，主要集中在债券市场交易、股票市场交易、房地产交易和个人资本交易四大类。基本可兑换项目14项，主要集中在信贷工具交易、直接投资、直接投资清盘等方面。总体看，目前我国资本管制程度仍较高，与资本账户开放还有较大距离。</p>	<p>IMFの2011年の”Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions”に基づいて構成をみると、現在我が国では兌換できない項目は4項目あり、全体の10%程度を占めている。兌換できない項目は、主に非居住者に国内金融市場、基金信託市場およびデリバティブ取引に参加させることである。部分的に兌換できる項目は22項目で、55%を占め、主に債券市場取引、株式市場取引、不動産取引および個人資本取引の4分類に集中している。基本的に兌換できる項目は14項目で、貸付取引、直接投資、直接投資の決済などに集中している。全体を見ると、現在我が国の資本規制の程度はやはり比較的高く、資本勘定の自由化までにはまだ長い道のりがある。</p>
<p>二是当前我国正处于资本账户开放战略机遇期。开放资本账户有利于我国企业对外投资，也有利于购并国外企业，获取技术、市场</p>	<p>第二に、我が国には、まさに資本勘定の自由化戦略の好機が訪れている。資本勘定の自由化は、外資に対して中国企業が有利である</p>

<p>和资源便利，提高我国企业可持续竞争能力。此次金融危机重创了西方金融机构和企业，使西方国家经济衰退，失业增加，财政困难。当前西方企业的估值水平较低，道琼斯指数平均静态市盈率约 14 倍，欧洲主流股票指数市盈率均在 10 倍左右，远低于我国沪、深两市平均市盈率（2011 年分别为 17.6 倍和 31.8 倍），为我国企业提供了难得的市场机会。</p>	<p>し、国外企業買収にも有利であり、生産設備、市場と資源を有効に獲得し、中国企業の持続的な競争能力を高めることができる。今回の金融危機は、欧米の金融機関および企業に大きなダメージを与え、西側諸国の経済を衰退させ、失業率を増加させ、財政困難に陥れた。目下、欧米企業の評価レベルは比較的 low、ダウ平均の株価収益率は約 14 倍、欧州の主要株式指数の株価収益率は平均して 10 倍程度であり、我が国の上海、深セン両市場の平均株価収益率よりもはるかに低く（2011 年はそれぞれ 17.6 倍と 31.8 倍）、中国企業に得難い市場機会を与えた。</p>
<p>开放资本账户有利于推动跨境人民币使用和香港人民币离岸中心建设，推进人民币国际化。2009 年 7 月起，跨境贸易人民币使用从无到有，试点范围不断扩大，跨境贸易人民币结算量迅猛发展。2011 年全年，银行累计办理跨境贸易人民币结算金额 2.08 万亿元，比上年增长 3.1 倍。</p>	<p>資本勘定の開放は、クロスボーダーでの人民元使用促進と、香港人民元のオフショアセンター構築に有利であり、人民元の国際化を推進するものである。2009 年 7 月から、クロスボーダー貿易での人民元の使用はまったくのゼロから発展してきたが、試行地区範囲は絶えず拡大しており、クロスボーダー貿易の人民元の決済高はすさまじく発展している。2011 年年間では、銀行が処理した累計のクロスボーダー貿易の人民元決済金額は 2.08 兆元であり、2010 年の 3.1 倍の増加となった。</p>
<p>同期，香港人民币离岸中心建设也卓有成效。截至 2011 年末，香港地区人民币实际收付累计结算 1.58 万亿元，占境外人民币实际收付累计结算量的 63.7%。香港人民币存款 6273 亿元，占香港金融机构各项存款和外币存款的比例分别为 10.2% 和 20.2%。香港也已成为海外人民币资本市场的定价和交易中心，主导了 CNH 汇率和人民币债券的定价。</p>	<p>同時に、香港人民币オフショアセンターの構築でも成果が著しい。2011 年末までで、香港地区の人民元の実際受取支払累計決済量は 1.58 兆元で、国外の人民元の実際受取支払累計決済量の 63.7% を占めた。香港の人民元預金は 6,273 億元で、香港の金融機関の各種預金と外貨預金に占める比率はそれぞれ 10.2% と 20.2% となっている。また香港は、すでに海外人民元資本市場の価格決定および取引の中心となっており、CNH（オフショア人民元）為替レートと人民元債券の価格決定を</p>

	<p>主導している。</p>
<p>开放资本账户，拓宽人民币流入、流出渠道，将进一步提高人民币在国际贸易结算及国际投资中的地位，也将进一步促进香港离岸市场建设，加快离岸人民币金融工具创新。可以设想，随着人民币国际计价、国际支付以及国际投资等职能逐步实现，人民币成为国际储备货币将为时不远。目前，已有 14 个国家和地区管理当局与中国人民银行签署了双边本币结算协议，涉及金额 1.3 万亿元人民币。</p>	<p>資本勘定の自由化は、人民元流入・流出ルートを拡張し、さらに一歩人民元の国際貿易決済および国際投資における地位を高め、香港オフショア市場の構築を促進し、オフショア人民元金融商品イノベーションを加速させる。人民元が国際計算、国際支払および国際投資などの機能が次第に実現するのに従い、人民元が国際準備通貨になる時は遠くないことが想像できる。現在、すでに 14 の国家および地域の管理当局が、中国人民銀行との間で二者間の自国通貨スワップ協定に署名し、金額は 1.3 兆元に及ぶ。</p>
<p>开放资本账户有利于我国经济结构调整。当前我国经济运行中的一个突出矛盾是，高储蓄，高投资，产能过剩，以及消费水平偏低。随着我国劳动力成本上升，劳动密集型产业竞争力下降。开放资本账户有助于将部分低附加值的产能转移到劳动力更具比较优势的国家地区，以提升我国产业的整体附加值水平。其次，我国家庭投资渠道相对缺乏，大量储蓄资金不能保值增值。开放资本账户，拓宽家庭海外投资渠道，可促进家庭财富积累，提高我国消费水平。</p>	<p>資本勘定の自由化は、我が国経済の構造調整にも役立つ。現在、我が国の経済運営で突出している矛盾は、高貯蓄、高投資、過剰生産、それに消費水準が低すぎることだ。我が国の労働コストが上昇するに従って、労働集約型産業の競争力は低下している。資本勘定の自由化は、より比較優位な労働力を持つ国家や地域に付加価値の低い生産能力を移転させる助けとなり、もって我が国の産業全体の付加価値のレベルを上げることになる。次に、我が国の家計の投資ルートは相対的に不足しており、大量の貯蓄資金が収益を上げることができない。資本勘定の自由化は、家計の海外投資ルートを拡張し、家計の財産蓄積を促進することができ、我が国の消費水準を上げることができる。</p>
<p>三是资本管制效力不断下降，扩大开放可能是最终选择。一是非法逃避管制，如低报出口、高报进口，或转移价格利润，或改变交易时间和交易条件。二是通过经常账户逃避管制。事实上，国际收支中许多项目同时具备了经常账户和资本账户的特性，很难严格区分，资本账</p>	<p>第三に、資本規制の効力は絶えず下降しており、資本開放の拡大はラストチョイスかもしれない。一つ目は、規制の非合法的なかくぐりである。例えば輸出を少なく伝え、輸入を多く伝える者がある。ある者は価格利ざやを移転し、ある者は取引時間と取引条件を</p>

<p>户资金往往混入经常账户以逃避管制。三是通过其他资本账户逃避管制。对有些资本进行管制而对另一些不管制，容易出现资本管制漏洞。</p>	<p>変えている。二つ目は、經常勘定を通して規制をかいくぐる者がいる。事実上、国際収支において多くの項目が同時に經常勘定と資本勘定の特性を備えており、その区分を厳格にするのは大変難しく、資本勘定資金は經常勘定に混入することで規制を逃れている。三つ目は、その他の資本勘定の自由化を通じて規制を回避する方法がある。一方で資本規制が進行し、また一方で別に規制逃れが起きていて、資本規制の漏れが起りやすい。</p>
<p>近年来，我国资本管制的效率不断下降。2006年净误差和遗漏项为流出6亿美元，2007年转为流入116亿美元，2010年流出提高到597亿美元，占当年储备资产变化的12.7%，不排除部分资金可能绕过资本管制，流出境外。主要原因在于，一是规避管制的金融工具增多，如贸易品和服务价格转移，境外设立公司对倒，境内外货币互换，全球第三方支付网络，在境外买卖国内资产等金融工具创新。二是国际收支统计方法滞后、统计力量不足，难以对个人跨境金融资产买卖进行全面统计。三是境内外资金联动加强。从近期香港金融市场人民币兑美元汇率的波动就可见一斑。</p>	<p>近年、我が国の資本規制の効率は絶えず下降している。2006年ネットの誤差脱漏項目は6億米ドルの流出で、2007年は116億米ドルの流入、2010年は597億米ドルまで流出幅が拡大し、同年の外貨準備資産の変動の12.7%を占め、一部の資金が資本規制をかいくぐり、国外に流出してしまう可能性は排除できない。主要な原因は、一つには規制を逃れようとする金融商品が増えてきていて、例えば、貿易とサービス価格の移転、国外に投機的会社を設立し、クロスボーダーでの通貨スワップ、グローバルな第三者支払ネットワーク、国外における国内資産の売買などの金融ツールのイノベーションである。次に、国際収支統計の方法が遅れをとっており、統計能力が不足しているため、個人のクロスボーダーの金融資産売買を漏らさず統計でつかむことは難しい。また、国内外の資金の連動が強まっている。最近の香港金融市場における人民元の対米ドル為替レートの変動からも、その一端がうかがえる。</p>

<p>三、資本账户开放的风险基本可控</p>	<p>三、資本勘定の自由化のリスクは基本的にコントロールできる</p>
<p>資本账户开放的前提条件非常重要，但并不是决定资本账户开放成败的绝对因素。一般认为，资本账户开放需要四项基本条件，即宏观经济稳定、金融监管完善、外汇储备充足及金融机构稳健。但这些条件并不是决定资本账户开放成败的绝对因素。数据显示，西班牙在资本账户开放前的财政收支差额占 GDP 比重为 -30.5%，秘鲁、哥伦比亚以及法国的平均通货膨胀率分别为 48.6%、25.7% 和 10.9%，但这些国家资本账户开放均取得了成功。而泰国经济条件较好（经济增长 8%，平均财政收支差额/GDP 为 2.3%，平均通货膨胀率 5.6%），但资本账户开放却失败了（1997 年亚洲金融危机）。显然，资本账户开放的所谓前提条件是相对的，而不是绝对的。</p>	<p>資本勘定の自由化の前提条件は非常に重要だが、資本勘定の自由化の成否がこれだけで決定されるものではない。一般的に、資本勘定の自由化は経済の安定の実現、金融監督管理体制の完備、外貨準備の充足、および金融機関が健全であるという 4 項目の基本条件を必要としているといわれている。しかし、これらの条件が揃っていてもだめな時もある。スペインは資本勘定の自由化以前の財政赤字は GDP 比約 30.5%、ペルー、コロンビア並びにフランスの平均インフレ率はそれぞれ 48.6%、25.7%、10.9% だが、これらの国はいずれも資本勘定の自由化に成功している。また、タイでは経済成長率 8%、平均財政赤字対 GDP 比約 2.3%、平均インフレ率 5.6% と経済条件が比較的良かったにも関わらず、資本勘定の自由化は失敗した（1997 年のアジア金融危機）。明らかに、資本勘定の自由化の前提条件というものは相対的なものであり、絶対的なものではない。</p>

<p>当前,我国资本账户开放的风险主要来源于四个方面,但风险都不大。一是商业银行的资产负债绝大部分以本币计价,货币错配风险不大。2012年1月末,银行体系各项存款79.5万亿元,其中97.7%以人民币计价,各项贷款58.4万亿元,其中94.3%以人民币计价。二是我国外汇储备资产以债券为主,市场价格波动不影响外汇资产的本息支付。2011年末,我国外汇储备3.18万亿美元,足够抵御资本账户开放后资金流出的冲击。三是短期外债余额占比较低。2011年9月末,我国外债余额6972亿美元,其中短期外债余额5076亿美元,占外汇储备比例15.9%,处于安全水平。四是房地产市场和资本市场风险基本可控。2010年,投向房地产业和租赁、商务服务业的外商直接投资分别为240亿美元和71亿美元,合计311亿美元,只占当年国际收支顺差的6.6%。资本市场的国外投资更少,截至2012年1月20日,117家QFII额度222.4亿美元,17家RQFII额度200亿元人民币。</p>	<p>現在、我が国の資本勘定の自由化のリスクは主に4つの面から見なければならないが、どれも深刻なものはない。第一に、商業銀行の資産負債の大部分は自国通貨建てであり、通貨ミスマッチのリスクは大きくない。2012年1月末、銀行システムの各種預金は79.5兆円で、そのうち97.7%は人民元建て、貸付金は58.4兆円、そのうち94.3%は人民元建てであった。第二に、我が国の外貨準備資産は債券が主となっており、(満期まで保有する限り)市場価格の変動は外貨資産の元利支払に影響しない。2011年末、我が国の外貨準備は3.18兆米ドルで、資本勘定の自由化後の資金流出ショックを防ぐのに十分である。第三に、短期外債残高の割合が比較的低い。2011年9月末、我が国の外債残高は6,972億米ドルで、そのうち短期外債残高は5,076億米ドル、外貨準備に占める比率は15.9%であり、安全な水準にある。第四に、不動産市場と資本市場のリスクは基本的に制御可能である。2010年、不動産業・賃貸業、商業・サービス業への外国直接投資は、それぞれ約240億米ドルと71億米ドルで、合計で311億米ドルと同年の国際収支黒字額の6.6%にすぎない。資本市場の外国投資はさらに少なく、2012年1月20日現在で、117のQFII(適格外国機関投資家)の投資枠は222.4億米ドル、17のRQFII(人民元適格外国機関投資家)の投資枠は200億元となっている。</p>
<p>我国经济部门资产负债表健康,金融体系稳健。资金存量核算数据表明,2010年住户金融资产和金融负债分别为49.5万亿元和11.7万亿元,资产负债比例23.6%,年本息支出为可支配收入9.9%左右,均处于较低水平。企业金融资产负债比例151.3%,与上年末基本</p>	<p>我が国の経済部門のバランスシートは健全で、金融システムはしっかりしている。資金ストックデータで明らかのように、2010年の世帯金融資産と金融負債はそれぞれ約49.5兆円と11.7兆円で、資産負債比率は23.6%、年間の元利支払は可処分収入の9.9%程度といずれも比較的低い水準にある。企業の金融資産</p>

<p>持平，负债结构有所优化，其中贷款和国外负债占比分别下降 2.8 和 0.3 个百分点。2011 年，我国财政收入大幅增长，财政收入 10.4 万亿元，财政收支差额 5190 亿元，比上年减少 1305 亿元，预计财政赤字占 GDP 比重低于 2%，比上年下降 0.5 个百分点。</p>	<p>負債比率は 151.3%と、2009 年末と基本的には変わらず、負債構造はやや改善しており、その中で貸付金と国外負債の占める割合はそれぞれ 2.8 ポイントと 0.3 ポイント低下している。2011 年、我が国の財政収入は大幅に増え、財政収入は 10.4 兆元、財政赤字は 5,190 億元と 2010 年より 1,305 億元減少した。2011 年の財政赤字の GDP に占める割合は 2%より低く、2010 年より 0.5%ポイント低下する見通しだ。</p>
<p>截至 2011 年末，我国银行业不良贷款率 1.0%，拨备覆盖率 278.1%，资本充足率 12.7%。总体看，我国银行业资产质量处于全球银行业较高水平，远高于 Basel III 标准，远好于一些已经实现资本账户开放的国家（如俄罗斯、巴西、印度等）。</p>	<p>2011 年末までで、我が国の銀行業の不良債権比率は 1%、貸倒引当金カバー率 278.1%、自己資本比率 12.7%となっている。全体的には、我が国の銀行業は資産の質が全世界の銀行と比較しても高い水準にあり、バーゼルⅢ基準よりも高く、すでに資本勘定の自由化を実現した一部の国家（ロシア、ブラジル、インドなど）よりも良い。</p>
<p>资本账户开放与金融稳定并没有明显相关性。首先，不能因为有可能发生热钱流动和资本外逃就放弃资本账户开放。有观点认为，开放资本账户将引发热钱流入或资本外逃，因此“资本管制是维护我国金融安全的最后一道屏障”。应该明确的是，资本管制是一项长期性制度安排，不宜作为热钱流动、资本外逃等临时性冲击的应对措施。其次，国际上防范热钱流动和资本外逃的方法很多，价格型管理可能比数量型管制更为有效。比如智利央行对非居民存款的 20%无息准备金要求就收到了较好的效果。</p>	<p>資本勘定の自由化を進めれば進めるほど、金融市場の安定性が損なわれるという明らかな相関性があるわけではない。第一に、投機マネーの激しい流入流出が発生するかもしれないからといって、資本勘定の自由化を放棄することはできない。資本勘定の自由化は、投機マネーの流入あるいは資本の国外流出を引き起こすので、「資本規制は我が国の金融安全を保全する最後のとりでだ」という主張もあることは確かだ。しかし明確にしなければならないのは、資本規制は長期的な制度の変遷の中での 1 フェーズであって、投機マネーの流動、資本の国外流出など突発的なショックに対応する施策とすべきではないということだ。次に、国際的には投機マネーの流動と資本の国外流出を予防する手段は多くあり、「価格型管理」は「数量型規制」よりもさらに効</p>

	<p>果的かもしれない。例えば、チリの中央銀行は非居住者預金の 20%を無利息準備金として要求し、比較的良い効果を上げている。</p>
<p>历史经验证明，金融机构和金融市场的稳定与否，主要取决于国内的经济金融运行和金融监管状况，而与资本账户开放关系不大。上世纪 90 年代，我国资本账户没有开放，但一些信托投资公司、城市信用社、证券公司、甚至个别银行都陷入了困境，有的破产清算。此次国际金融危机中，我国资本账户开放程度已有较大提高，但金融机构损失反倒很小。此外，新加坡、香港和台湾等国家和地区，尽管市场狭小，但资本账户开放并没有影响这些市场的金融稳定。国际经验表明，加强金融监管水平，提高金融机构管理能力，是维持金融稳定的关键要素之一。</p>	<p>歴史が証明しているように、金融機関と金融市場が安定しているかどうかは、主に国内経済金融の動向と金融監督・管理の状況にかかっていて、資本勘定の自由化との関係は大きくはない。1990 年代、我が国の資本勘定は自由化していなかったが、一部の信託投資会社、都市信用社、証券会社、一部の銀行でさえ皆苦境に陥り、破産や清算に追い込まれたものもあった。反対に今回の国際金融危機では、我が国の資本勘定の自由化はすでに比較的高い水準まで進んでいたが、金融機関の損失はとても小さかった。このほか、シンガポール、香港・台湾では、市場が狭くて小さいものの資本勘定の自由化はこれらの市場の金融安定に決して影響していない。こうした諸外国の経験から明らかのように、金融監督レベルを強化し、金融機関の管理能力を上げることは、金融安定を維持するキーとなる要素の一つである。</p>
<p>资本账户开放应审慎操作，但也要积极推进。资本账户开放应是一个渐进的过程。我国 1979 年改革外汇留成制度，1994 年人民币汇率并轨、取消贸易用汇限制，至 1996 年接受 IMF 第八款义务，实现经常账户可兑换，历经 17 年时间。德国早在 1958 年即开始放松对资本流出的限制，但对流入限制直到 1981 年才完全取消。英国、日本等发达国家大多在上世纪 70 年代初开始资本账户改革，几乎迟至 80 年代甚至 90 年代才完全开放。</p>	<p>資本勘定の自由化は周到かつ慎重であるべきだが、それでも積極的に推進しなければならない。資本勘定の自由化は漸進的なプロセスである。我が国は 1979 年に外貨留保制度を改革、1994 年に人民元の二重為替レートを統一、貿易用為替規制を撤廃、1996 年には IMF 第 8 条の義務を負い、經常勘定の兌換を実現し、17 年間が経過した。ドイツは早くも 1958 年から資本流出の規制を軽減したが、資本流入の規制は 1981 年になってようやく完全に撤廃した。イギリス、日本など先進国の大部分は 1970 年代初頭に資本勘定改革をスタートし、ほぼ 80 年代終わりから 90 年代になって</p>

	完全に開放した。
<p>但资本账户开放审慎操作，并不意味持续等待。1993年，我国面临通胀高企、金融秩序不稳、外汇储备不足等不利因素，宏观调控当局仍坚定实施人民币汇率并轨操作。1996年，我国宣布实现经常账户可兑换，承诺履行IMF章程第8条款。这些改革都大大促进了我国经济的稳定和发展。阿根廷等国积极推进资本账户开放的成功经验也值得借鉴。</p>	<p>資本勘定の自由化は周到かつ慎重であるべきだが、それは常に待機するという意味ではまったくない。1993年、我が国は高インフレ、金融秩序の不安定、外貨準備不足など不利な要素に直面したが、マクロ経済調整の当局は、それでも人民元二重為替レートの統一を確固たる決意で実施した。1996年、我が国は經常勘定の自由兌換実現を宣言し、IMF規定の第8条を履行することを承諾した。こういった諸改革は、我が国の経済の安定と発展を大いに促進した。アルゼンチンなどの国が積極的に資本勘定の自由化を促進し成功した経験も参考になった。</p>
<p>目前，我国已经是世界第二大经济体和第二大贸易国。若要等待利率市场化、汇率自由化或者人民币国际化条件完全成熟，资本账户开放可能永远也找不到合适的时机。过分强调前提条件，容易使渐进模式异化为消极、静止的模式，从而延误改革的时机。资本账户开放与其“前提条件”并不是简单的先后关系，在很大程度上是可以互相促进的。我们应抓住有利时机，积极推进资本账户基本开放，并以此促进经济发展方式的转变和经济运行效率的提高。监管当局可以通过综合运用各种宏观审慎工具和货币政策工具，在资本账户开放的同时，积极防范系统性金融风险，实现金融体系的总体稳定。</p>	<p>現在、我が国はすでに世界第二位の経済大国、第二位の貿易国である。もし金利自由化、為替レート自由化あるいは人民元国際化の条件が完全に整うのを待っていたら、資本勘定の自由化は永久に適切な時機を見付けられないかもしれない。前提条件を強調しすぎることは、積極的なモデルを消極的・静止的モデルに変えてしまい、それによって改革の時期が延びて時機を逃してしまいやすい。資本勘定の自由化とその「前提条件」は簡単な前後関係ではなく、大部分において相互に促進的なものなのだ。我々はこの好機をしっかりつかみ、資本勘定の基本的な開放を積極的に推進し、経済の効率の向上を促進していかなければならない。監督当局は、各種マクロプルーデンス政策ツールと金融政策ツールを総合的に運用することを通じて、資本勘定を開放するのと同時に、積極的に金融システム・リスクを予防し、金融システムの全体的な安定を実現できるのである。</p>

<p>四、优化资本账户开放路径 降低开放风险</p>	<p>四、資本勘定の自由化手段の最適化 開放リスクの低減</p>
<p>优化资本账户各子项目的开放次序，是资本账户开放成功的基本条件。一般原则是“先流入后流出、先长期后短期、先直接后间接、先机构后个人”。具体步骤是先推行预期收益最大的改革，后推行最具风险的改革；先推进增量改革，渐进推进存量改革。</p>	<p>資本勘定の各小項目の開放順序を誤らないことは、資本勘定の自由化を成功させる基本条件だ。一般的な原則は、「まず流入その後に流出、まず長期その後に短期、まず直接その後に間接、まず機関その後に個人」である。具体的な手順は、まず最大の収益の最大化が期待できる改革を推進し、その後最もリスクのある改革を推進する。すなわち、まずは国有企業に代表される計画経済セクターの改革には手をつけずそれ以外のセクターの改革（增量改革）を推進し、計画経済部門の改革（存量改革）は徐々に進めていくということだ。</p>
<p>短期安排（1-3年），放松有真实交易背景的直接投资管制，鼓励企业“走出去”</p>	<p>短期的なスパン（1-3年）：実体経済の裏付けがある直接投資への規制を緩和し、企業の海外投資戦略（走出去）を奨励する</p>
<p>直接投資本身较为稳定，受经济波动的影响较小。实证表明，放松直接投资管制的风险最小。当前我国推进海外直接投资已进入战略机遇期。过剩的产能对对外直接投资提出了要求，雄厚的外汇储备为对外直接投资提供了充足的外汇资金，看涨的人民币汇率为对外直接投资提供了成本的优势，西方金融机构和企业的收缩为中国投资腾出了空间。</p>	<p>直接投資それ自体は比較的安定しており、経済動向から受ける影響は比較的小さい。経験的にも、直接投資の規制を緩和するリスクが最も小さいことが分かっている。目下、我が国は戦略的なチャンス拡大を目的とした対外直接投資を推進する時期に入っている。国内の過剰生産を回避するために企業は対外直接投資を求めている。また国は外貨準備を豊富に抱えており、こうした企業の対外投資需要に応えることができる。強い人民元レートは対外直接投資にコスト優位を与え、欧米金融機関と欧米企業の資産圧縮は中国の投資に対する場を提供する結果となった。</p>
<p>中期安排（3-5年），放松有真实贸易背景的商业信贷管制，助推人民币国际化</p>	<p>中期的なスパン（3-5年）：貿易取引の裏付けのある貸付への規制を緩和し、人民元国際化を後押しする</p>

<p>有真实贸易背景的商业信贷与经常账户密切相关，稳定性较强，风险相对较小。随着我国企业在国际贸易、投资、生产和金融活动中逐步取得主导权，商业信贷管制也应逐步放开。目前，我国进出口贸易占全球贸易量约10%，贷款占全球的四分之一以上。放宽商业信贷管制，有助于进出口贸易发展，也能为人民币跨境结算和香港离岸市场建设拓宽人民币回流渠道。同时，适度放松商业信贷管制，有利于促进国内银行业竞争，改善企业、特别是中小企业融资状况。</p>	<p>貿易取引の裏付けのある貸付は經常勘定と緊密に關係しており、安定性は比較的強く、リスクは相對的に小さい。我が国の企業が貿易、投資、生産および金融活動の中で次第に主導権を獲得するに従って、商業貸付規制も徐々に開放すべきである。現在、我が国の輸出入は世界貿易量の約10%を占めており、貸付金は世界の4分の1以上を占める。商業貸付規制を緩和することは、輸出入貿易の発展を助け、人民元のクロスボーダー決済および香港オフショア市場発展に向けて人民元の還流ルートを拡張することができる。同時に、貸付の緩和は国内銀行業の競争を促進させ、企業、特に中小企業向け融資の改善が期待できる。</p>
<p>长期安排（5-10年），加强金融市场建设，先开放流入后开放流出，依次审慎开放不动产、股票及债券交易，逐步以价格型管理替代数量型管制</p>	<p>長期的なスパン（5 - 10年）：金融市場の構築は、まず流入を開放した後で流出を開放、漸進的かつ慎重に不動産、株・債券取引を開放、そして徐々に数量型管理から価格型管理へ替えるという順序をたどる</p>
<p>不动产、股票及债券交易与真实经济需求有一定联系，但往往难以区分投资性需求和投机性需求。一般开放原则是，按照市场完善程度“先高后低”，降低开放风险。当前，房地产市场价易涨难跌，向合理价格水平回归尚需时日。境内股市“重融资轻投资”，价格发现机制还有待完善。债券类市场发育很大程度与利率市场化有关，市场规模不大，且企业债券没有形成统一规范的市场，政府债券市场还有待发展。总体看，市场完善程度从高到低依次为房地产市场、股票市场和债券市场。</p>	<p>不動産、株・債券取引の拡大と実体経済の成長は一定の連関があるが、ややもすれば実体の裏付けのある「投資」と単に金融的な利回りを追求するだけの「投機」は区分しがたい。一般に開放の原則は国内市場の整備状況が進んだものから順に勧められるべきであり、それによって開放に伴う様々なリスクを抑えることができる。目下、不動産市場価格は上昇しやすく下落しづらい状況で、合理的な価格水準に戻るまではなお長い時間が必要である。国内株式市場は、「負債を重視し、資本を軽視」しており、その価格決定メカニズムは依然として改善が必要とされる。債券市場の発達には、金利の自由化と密接につながっているが、中国の現在の債券市場の規模は小さく、かつ企業債市場は統一的な価格形成メ</p>

	<p>カニズムを持たず、政府債券市場は依然として発展を要する。全体として市場の成熟度が高いものから低いものへと並べると、不動産市場、株式市場そして債券市場といった順となる。</p>
<p>在开放的过程中，一是要加强金融市场建设，增强市场活力，夯实不动产、股票及债券市场开放的基础。二是要按照“先一级市场后二级市场”、“先非居民的国内交易后居民的国外交易”的开放原则，降低开放风险。三是谨慎推进，相机决策，遇险即收，逐步以价格型管理替代数量型管制。</p>	<p>開放のプロセスの中では、まず金融市場構築を促進し、市場の活力を増強し、不動産、株式および債券市場の基盤を固めなければならない。第二に、「まず発行市場その後に流通市場」、「まず非居住者の国内取引、その後、に居住者の国外取引」の開放原則に基づいて、開放リスクを低減しなければならない。第三に、慎重に推進し、状況に応じて柔軟に政策の微調整を行うべきである。そして次第に価格型管理を数量型規制に変えていくことで必要がある。</p>
<p>至此，以不影响国家间合理资本交易需求原则来衡量，我国已经基本实现资本账户开放。剩下的项目按照风险程度依次为，个人资本交易、与资本交易无关的金融机构信贷、货币市场工具、集合投资类证券、担保保证等融资便利、衍生工具等资本账户子项，可以择机开放。与资本交易无关的外汇兑换交易自由化应放在最后。投机性很强的短期外债项目可以长期不开放。</p>	<p>規制が国家間の合理的な資本取引の障害にならないという観点から評価すると、我が国はすでに基本的に資本勘定の自由化を実現している。残りの項目はリスクの程度に基づいて、順に、個人資本取引、資本取引と関係しない金融機関の貸付取引、証券化商品、担保・保証などの融資を円滑にするもの、デリバティブなどの資本勘定の小項目は、時機をみて開放できる。金融取引と無関係の資本取引の完全自由化は最後にすべきだ。投機性が強い短期の対外借入は、長期にわたって開放すべきでない。</p>

※ 日本語仮訳はあくまでも参考に過ぎず、中国語原文が基準となりますのでご注意ください。なお、仮訳作成に当っては中国人民銀行の了解を取得しております。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2012 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>