

氏名	馮 俊
学位授与年月日	2010（平成 22）年 3 月 19 日
学位論文題名	中国の資本取引自由化に関する研究 －中日両国の比較分析を中心に
論文審査委員	主査 岩 林 彪 教授

論 文 内 容 の 要 旨

（1）論文の方法と構成

資本取引自由化のプロセスは当該国の具体的な状況と条件に応じて試行錯誤を繰り返しながら発見していかざるをえないが、その際、必要以上の紆余曲折を避けるためには、外国での経験や教訓を適切に参考にすることが重要となる。問題は、中国にとってどの国が参考になるのかという点にある。アジア通貨危機を経験したタイ、フィリピン、韓国、インドネシアなどの教訓を敷衍するという方法を採用した高（2000）、劉（2004）とは異なり、馮氏は中国と同様に漸進的方式に基づいて自由化を推し進めてきた日本の経験を参考にすることが適切だと判断した。これは、経済の高度成長、国際収支の著しい改善と外貨準備の累積、自国通貨にかかる切り上げ圧力、外国からの不断の自由化要請（外圧）、政府による経済介入などの面において、中日両国が多く共通点を有していること、資本取引自由化の基本的なシーケンス、すなわち対内投資から対外投資へ、直接投資から証券投資へという点においても共通していることなどに注目したからである。そして、国際金融環境の変貌（環境）と両国の相違点（経路依存性）を十分に意識しながらも、日本の経験を研究し、そこから中国にとっての示唆を引き出しつつ、今後の中国の資本取引自由化の具体的な方策を探求するという比較制度分析の方法が採られたのは、まさにこの判断にもとづくものであった。なお、同様の方法を採用した先行研究に荒巻（2004）がある。

論文「中国の資本取引自由化に関する研究－中日両国の比較分析を中心に」の構成は以下のとおりである。

序 章

第 1 部 中国の資本取引自由化に関する規制改革

第 1 章 中国の国際収支の推移

第 2 章 対内直接投資に関する規制改革

第 3 章 対内証券投資に関する規制改革

第 4 章 対外直接投資に関する規制改革

第 5 章 対外証券投資に関する規制改革

第 6 章 その他の投資に関する規制改革

第 7 章 現行規制の実効性

第 2 部 日本の資本取引自由化のプロセス

- 第1章 日本の国際収支の推移
- 第2章 対内直接投資と対内証券投資の自由化
- 第3章 対外直接投資の自由化
- 第4章 対外証券投資の自由化
- 第5章 日本の短期資本規制
- 第3部 中国の資本取引自由化のロードマップと外国為替管理の在り方
 - 第1章 中日両国の異同点
 - 第2章 日本の経験の中国への示唆と中国の今後の自由化
 - 第3章 資本取引自由化に関連する課題：外国為替管理の在り方

おわりに

参考文献一覧

なお、論文の分量（40字×30行／ページ）は、227ページ（序章8ページ、本文214ページ、おわりに5ページ）に上る。

（2）論文の内容

中国経済は、改革開放政策の採択（1978年）によって市場経済化へと舵を切り、「社会主義市場経済」路線（1992年）を通じてその動きを加速させつつ、高度成長を持続的に達成している。中国の経済発展の特徴は、1996年のIMF8条国への移行、2001年のWTO加盟に見られるように、アメリカの主導するグローバリゼーションの流れに積極的に身を委ねる形で市場経済への転換を推進してきたところにある。実際、中国の経済発展が先進諸国からの大量の資本や技術の導入を通じて実現されたことは否定しえないところであり、この意味で、資本取引の自由化に関する問題は、中国の経済発展にとって極めて重要な意義を有する問題の一つであるといえよう。本論文は、中国の資本取引の規制体系とその自由化プロセスを検証し、資本取引のより高度な自由化に向かって中国がどのような道を進むべきかを、日本の資本取引自由化プロセスから引き出された教訓を踏まえて明らかにすることを目的とする。

第1部「中国の資本取引に関する規制改革」は、資本取引自由化の重要な背景をなす中国の国際収支の態様を考察した上で、資本取引の項目毎に規制体系の変遷と現状を詳細に分析しつつ、現行規制の実効性の検証を通じてその問題点を析出している。中国では、今日に至るまで規制改革の推移に関する詳細な資料が欠如しており、このため筆者は大量の法律、条例、通達等を関係諸機関のインターネットサイトから丹念に掘り起こす作業を行っている。

第1章「中国の国際収支の推移」は、通常外貨準備残高の適正水準を判断する際に用いられる2つの指標、すなわち外貨準備残高÷輸入額 $\geq 25\%$ 、外貨準備残高÷短期対外債務残高 $\geq 100\%$ 、という2つの指標を用いて外貨準備残高の適正水準の確認作業を行い、中国は1994年以降、国際収支に関わるリスクに対応する能力が著しく高まった上に、資本不足

の状況から脱却できたとの結論をうるとともに、このことが1994年から段階的に実施されてきた外国為替管理や資本取引に関する様々な制度改革および1996年のIMF 8条国への移行（経常取引自由化）の背景をなしたと主張している。ここでは、中国の外貨準備残高が適正水準を大幅に超過することによって「保有コスト」の問題が生じていること、この問題への対処の一環として対外投資に関する規制緩和や政府系投資ファンドの設立等が実施されたこと、国際収支表上の誤差脱漏が巨大な規模に達し、資本逃避やホットマネー流入の問題が中国の経済発展の懸念材料となっていることなども適切に指摘されている。

第2章「対内直接投資に関する規制改革」は、改革開放路線の確立（1978年）以降、国内投資と雇用の拡大、技術進歩、輸出の増大をもたらす対内直接投資を奨励すべく、「合弁企業法」（1979年）、「外資企業法」（1986年）、「合作企業法」（1988年）等の制定による法制度の整備、経済特区の設置と開放地域の拡大、外資企業に対する一部徴収金の免除、土地の低価格での提供、短期融資の優先的提供、税金の減免期間の延長等の各種優遇政策の導入がなされたこと、また「社会主義市場経済」路線の採択以降、「外商投資産業指導目録」の制定（1995年）を通じて外資の参入に関する奨励分野、制限分野、禁止分野が明文化されるとともに、外資の参入可能な産業の拡大が行われたこと、WTOへの加盟（2001年）を契機として対内直接投資の自由化が加速することになったが、それに伴う輸出の増大がとりわけ中米間の貿易収支の不均衡問題を先鋭化させ、中国資本市場のより一層の開放が求められていること、この要請に応える形で一方では「外資による国内企業への吸収合併に関する規定」（2006年）の制定によって外資による中資企業の吸収合併が認められることになったが、他方では「企業所得税法」（2007年）の制定により外資企業と中資企業の税率が一本化されたこと、すなわち外資に対する租税面での優遇政策が撤廃されたことなどが考察されている。ここでは、中米間の貿易摩擦問題の先鋭化にともなって、それを解決するための枠組みとして開設された「中米戦略経済対話」が、中国の資本取引自由化を促すいわば「外圧」として機能していることにも言及されている。

第3章「対内証券投資に関する規制改革」は、1990年代に入って上海と深圳に相次いで証券取引所が開設され、外貨資金を調達するために中国企業が発行するB株（額面金額が人民元で表示され、人民元建てで評価されるが、外貨で売買される人民元特殊株）の外国人投資家による取引が行われるようになり、また香港やニューヨークの証券取引所で中国企業の株式（H株、N株）が上場されるようになったが、これらの仕組みを通じた対内証券投資は小規模なものに止まったこと、しかしWTOへの加盟はこの分野でも自由化を促し、「適格国外機関投資家による国内証券市場への投資に関する暫定管理方法」の公布（2002年）を通じて適格国外機関投資家（QFII）制度が導入され、外国の証券会社による合弁証券会社の設立を通じて外国の機関投資家による中国のA株市場と債券市場への直接的なアクセスが可能となり、これによって対内証券投資の規模が飛躍的に増大したことなどが考察されている。ここでは、資格取得条件や投資可能な金融商品および元利の海外送金等の面で残存していた多くの規制措置が「適格国外機関投資家による国内証券市場への投

資に関する管理方法」の公布（2006年）を通じて大幅に規制緩和され、デリバティブを含めたほとんどすべての金融商品が取引可能となったこと、ただし適格国外機関投資家制度は外国の機関投資家に対して自国の証券市場を条件付きで開放するという、資本取引自由化が実現するまでのいわば過渡的な措置であることなどにも言及されている。

第4章「対外直接投資に関する規制改革」は、中国企業の海外進出とグローバル経営の促進を目指して1998年に提起された「走出去」戦略が2001年採択の「第10次5ヵ年計画」に具体化されたこと、その後この計画に沿って対外投資の奨励、対外工事請負・労務協力の促進、海外での加工貿易・資源開発の奨励、実力のある企業の多国籍企業化の支持等が実施されていること、それまで厳格な許認可制の下に置かれていた対外直接投資が上海市や広東省等の実験指定地域6省市における投資用外貨資金の調達ルートに関する審査手続きの簡素化（2003年）、奨励する投資産業や投資先を詳細に指定した「対外投資国別産業別目録」の公布（2004年）、人民元建ての対隣国直接投資の緩和（2005年）、外国為替管理局各地方支局に対する投資用外貨資金調達の自主裁量限度額の完全撤廃（2006年）等を通じて大幅に規制緩和されたこと、この結果中国の対外直接投資の規模が拡大したことなどが考察されている。ここでは、1990年代に入って対外直接投資の規制緩和が行われた最も大きな要因として国際収支の著しい改善が挙げられること、香港やタックスヘイブン地域への直接投資が近年増大しているが、その多くはその地域で一旦法人を設立し、その後再び中国国内に「外国企業」として投資するいわゆる「迂回投資」であることなども適切に指摘されている。

第5章「対外証券投資に関する規制改革」は、「外国為替管理暫定条例」（1980年）、「銀行外国為替業務管理規定」・「非銀行金融機関外国為替業務管理規定」（1993年）などを通じて対外証券投資の厳格な規制が行われていたが、外貨準備残高が適正水準を超過するようになった1994年以降、厳格な規制にもかかわらず対外証券投資の規模が順調に拡大したこと、また2001年以降巨額の対中貿易赤字に見舞われた米国をはじめとする主要各国がWTO加盟国としての中国に対して人民元の過小評価を非難し、人民元切り上げと柔軟性のある外国為替制度の導入を強く求めたために、さらには外貨準備の累増の下で人民元の対ドル為替レートの安定を図ったことがマネーサプライの増大、国内経済の過熱化、人民元切り上げ期待と好調な景気を当て込んだホットマネーの流入を惹起し、金融政策の実効性を維持することが次第に困難となったために、適格国内機関投資家（QDII）制度が導入（2004年）され、「適格国内機関投資家」の条件を満たした保険会社に対外証券投資が解禁となり、以後順次銀行、ファンド会社、証券会社などが適格国内機関投資家の資格を得て対外証券投資に携わるようになったことなどが考察されている。ここでは、2005年、2006年の対外証券投資の増大について、対外投資の主力である大手銀行が海外市場での上場によって外貨資金を調達し、その一部を対外投資に向かわせたことがその原因であって、QDII制度が大きな効果をもたらしたわけではないこと、しかし国際収支不均衡の拡大と経済の過熱化に歯止めをかけるためには資本流出の一層の促進が不可避であり、このため

にはQ D I I資格の取得と投資活動に関わる規制を緩和して制度の充実を図る必要があることなどにも適切に言及されている。

第6章「その他の投資に関する規制改革」は、1990年代に入って、「国際機関からの借款の管理強化に関する通知」（1992年）、「国際コマーシャルローンの管理強化に関する通知」（1993年）、「対外債務計画に基づく管理の実施に関する通知」（1996年）等を通じて対外債務に関する制度の整備が進められ、対外債務の増大を抑制すべく中長期対外債務の厳重な管理が実施されたこと、2000年には四大国有銀行の中長期対外債務に対して残高規制が導入されたこと、2003年に「対外債務管理暫定方法」が制定され、以後対外債務の管理がこの法規の下に一元化されたことなどが考察され、1993年以降中国の対外債務残高は一貫して増大しており、しかもその8割以上はコマーシャルローンと貿易金融という非公的債務であるが、その増加率は抑制されており、外国為替管理局の規制強化は一定の効果を挙げているとの判断が示されている。ここでは、外国為替管理局が短期対外債務の個別残高規制を実施しているにもかかわらず、その残高が近年急増していることに関して、それが中国の国際収支の安定を脅かすことになっているのかどうかを、返済率（DSR）、負債率（LR）、債務率（FDR）、外貨準備残高・短期対外債務残高比率の4つの指標を用いて分析し、輸出額とGDPの増大および外貨準備の累積によって対外債務のリスクは低い水準に抑制されており、また国際的に見ても中国の対外債務のリスクはきわめて低いとの結論をえている。

第7章「現行規制の実効性」は、証券投資、直接投資、その他の投資の各取引項目について完全自由化、部分自由化、完全禁止の3つのレベルでそれぞれの自由化度を判定し、完全禁止レベルの「非居住者による中国国内での短期債、デリバティブ、集団投資スキームに関連する商品の販売」以外は、すべての取引について部分自由化が実現されていることを確認した上で、現行の規制政策が有効に機能しているかどうかを検証している。検証作業において、金融機関の貸出基準金利、預金準備率、政策金利が段階的に引き上げられたにもかかわらず、インフレの進行、株・不動産バブルの膨張を止めることができなかつたのは、国際収支の黒字基調の下で人民元の為替レートを一定水準に維持するために実施される中国人民銀行の買いオペがベースマネーの供給増を通じて過剰流動性をもたらしたことに起因し、これをさかのぼれば、恒常的かつ巨額の経常収支黒字に加えて、資本流出に対する規制の存在、香港やタックスヘイブン地域へ流出した資本の中国国内への「迂回投資」などが巨額の資本流入に結果したのであり、これはとりもなおさず現行の資本取引規制の実効性の低下を示すものであるとの結論に達している。これに関連して、近年の短期投機資本（ホットマネー）の流出の実態について考察し、それが巨額の規模に達していることから、外国為替管理局による経常取引の実体性と合法性に関する捜査を通じた規制が有効には機能していないとみなしている。

第2部「日本の資本取引自由化のプロセス」は、今後の中国の資本取引自由化の具体的な方策を採求するための示唆をうるために、外為法制定（1949年）から外為法改正（1979

年)までの30年間の日本の外資政策の転換、資本取引自由化のプロセスを考察した犬田(2000)、荒巻(2004)らの先行研究の成果を踏まえつつ、日本の国際収支の態様を考察した上で、対内直接投資、対内証券投資、対外直接投資、対外証券投資に関する自由化のプロセスを個別にレビューし、最後に、1960年代～70年代の短期資本の流出入への対策に焦点をあて、当時の規制体系の実効性を検証している。

第1章「日本の国際収支の推移」は、1950年代末の貿易収支の黒字化に伴って米国からGATTの場で貿易自由化要請を受けた日本は貿易と外国為替の規制緩和が早晚不可避になるとの判断の下で「貿易・外国為替自由化計画大綱」の制定(1960年)、IMF8条国への移行(1964年)を経て足早に自由化の道を歩み始めたこと、この背後には、外貨準備残高が大蔵省の設定した目標である30億ドルを超え、日本経済がいわゆる「国際収支の天井」を脱却するという現実があったこと、1970年代に入って変動相場制に移行するとともに、オイルショック後の国際収支の不安定が為替相場を円安と円高に交互にめまぐるしく変動させ、その都度為替相場の安定を目指して資本の流出入が繰り返されたが、実はこのことを予見していたかのように、1969年から対外直接投資に関する規制緩和が、そして1970年から対外証券投資に関する規制緩和が開始されていたことなどについて考察している。

第2章「対内直接投資と対内証券投資の自由化」は、「外資に関する法律」(1950年)が長期優良な外資に限って対日投資を許可し、元本・収益の本国への送金の自由を保障したが、直接投資に関しては業種・出資比率を制限し、証券投資に関しては持ち株比率等の規制を行っていたこと、しかし1964年のOECD加盟に伴って「資本移動の自由化に関する規約」を受諾した日本は、以後機会あるごとにOECDから対内直接投資と対内証券投資の自由化を要請され、その遅れが批判されていたこと、米国からも日米貿易経済合同委員会の場で資本取引自由化の遅れを厳しく批判されていたこと、これらの外圧に加えて、通産省に支持された自動車業界などの「鎖国論」に対して経団連首脳部を構成する鉄鋼業界などの「開国論」がいわゆる内圧を形成していたこと、そしてこれらの外圧・内圧の下で、対内直接投資等に関する基本方針が閣議決定され、1967年の第1次資本自由化措置の決定・実施以降、第2次資本自由化措置(1969年)、第3次資本自由化措置(1970年)、第4次資本自由化措置(1971年)、第5次資本自由化措置(1973年)と、5段階にわたる対内投資の自由化が推進されたこと、1975年には小売業も自由化されて、非自由化業種は4業種のみとなったこと、1980年から改正外為法が施行され、資本取引自由化は原則自由のレベルへと前進したことなどが考察されている。ここでは、指定会社制度等の規制が残存していたが、1983年の日米円ドル委員会での協議を通じて指定会社制度の廃止、外国人による日本の不動産取得に関わる審査義務の廃止等が行われたこと、さらには1989年の日米構造協議、1993年の日米包括経済協議等を経て、日本の資本市場のより一層の開放が求められてきたことなど、犬田(2000)、荒巻(2004)などの先行研究には見られない指摘がなされている。

第3章「対外直接投資の自由化」は、日本の対外直接投資は1969年10月までは大蔵省

による厳格な個別審査が行われていたが、1969年10月の第1次自由化で投資（証券または債権取得）残高20万ドル以下の案件は日銀の自動許可となり、以後第2次自由化（1970年）、第3次自由化（1971年）、第4次自由化（1972年）、第5次自由化（1978年）と進むにつれて、規制が大幅に緩和され、第2次自由化では実需に基づく不動産取得の日銀自動許可、第4次自由化では出資比率の如何を問わず原則自由化、さらに第5次自由化では

日銀許可制から届出制へと変更になったこと、この自由化の動きに呼応して、ドルショック後の1972年、さらにはプラザ合意後の1986年、いずれも輸出産業を中心に日本企業の対外進出が急増して対外直接投資ブームが生じたことなどが考察されている。ここでは、対外直接投資の規制緩和が貿易収支の黒字化を背景に、対外投資等の自由化を計画的に推進するための基本姿勢、計画、具体的施策に関する外資審議会の意見書にもとづいて大蔵省主導で進められたこと、日本の対外直接投資には投資対象地域の偏在という現象は存在せず、また投資産業の偏在という問題も見当たらないことなどの指摘がなされている。

第4章「対外証券投資の自由化」は、1969年のマルク切り上げを受けて、貿易収支の黒字が拡大する日本の円に対して切り上げ期待が高まり、海外から短期資本が日本に大量に流入したために、短資流入対策・円高対策を講じることが必要となり、これまで完全禁止となっていた対外証券投資が大蔵大臣許可制の下で規制緩和されることになったこと、その後海外金利の急低下（1970年）、欧州通貨不安の勃発（1971年）などを受けて、海外からの短期資本の流入がさらに加速したため、非居住者による円建て外債の発行、投信委託会社、生保および損保会社、さらには一般投資家による外国証券・債権の取引自由化に踏み切るなど、対外証券投資の一層の規制緩和が実施されていったことなどが考察されている。ここでは、対外証券投資の自由化を通じて資本流出を促す一方で、非居住者の自由円勘定、対内証券投資、為銀の対外債務残高、商社の貿易前受金等の規制を通じて資本流入を抑制するという措置も同時並行的に追求されたこと、また1970年代～80年代、対ドル相場が円安から円高へ、円高から円安へと交互にめまぐるしく変化し、その都度円安対策、あるいは円高対策が講じられたときに、対外証券投資の規制強化と規制緩和が為替安定化のためのいわば安全弁的な政策手段として活用されたこと、1980年の改正外為法によって対外証券投資は大蔵大臣許可制から事前届出制へ、つまり原則禁止から原則自由へと変更されたが、円建て外債に関する外国機関投資家の残高規制・純増規制などは残存していたこと、それらは日米円ドル協議やプラザ合意を経て、国際収支黒字の累増、円高の進行の中ではじめて撤廃されるどころとなり、かくして日本の対外証券投資は1970年代初めに自由化が開始されて以来15年余りの歳月を経てその高度な自由化が達成されたことなどが適切に言及されている。

第5章「日本の短期資本規制」は、ドルショック、変動相場制への移行、オイルショック、プラザ合意などによって混乱と動揺を繰り返した1970年代～80年代の国際金融市場にあって、その度に大量の短期資本の流出入に見舞われた日本がそれによどのように対処したのかを考察している。これは、90年代以降のグローバル金融市場の急速な形成・発展の

中で、躍進する中国経済への期待から大量の短期資本の流出入に見舞われている中国が、資本取引の自由化を推進する上で制約要因となっている短期資本の流出入にどのように対処していけばよいのか、このための教訓を日本の経験から引き出したいとの思いにもとづくものである。ここでは、国際金融市場の激動期に日本は、急激な円安・円高に際してきめ細かな為替管理を実施し、資本取引に関わる規制緩和と規制再強化を頻繁に繰り返したこと、規制の再強化に対してはとりわけ内外の批判が強かったために、国際金融不安に対応する能力が高まった 80 年代以降は規制の再強化は見られなくなったことなどが考察され、総じて日本は短期資本の流出入に対して有効に対処してきたと指摘している。

第 3 部「中国の資本取引自由化のロードマップと外国為替管理の在り方」は、第 1 章で、これまでの第 1 部、第 2 部の分析結果を総括する形で資本取引自由化に関する中日両国の異同点を明らかにしつつ、日本の経験から中国に与える示唆を抽出し、第 2 章で、国際金融環境の変化と中国の具体的な状況、条件に留意しながら、日本の経験と中国の実情を踏まえて、中国の資本取引自由化の 2020 年までのロードマップを描き、第 3 章では、資本取引自由化に関連する問題、すなわち変動相場制への移行や人民元の国際化等について一定の政策提言を行っている。

第 1 章「中日両国の異同点」は、資本取引自由化の背景、規制の基本的仕組みと規制内容、資本取引自由化の基本方針とシーケンスについて、中日両国の異同点を析出し、これによって中国の自由化プロセスの妥当性および問題点を明確にしようとしている。

第 1 節「資本取引自由化の背景」は、中日両国が資本取引の自由化を推進する金融市場環境について比較すると、今日のグローバル金融市場の規模は大膨張を遂げており、その中で中国が資本取引自由化を推進することはかつての日本と比べてはるかにハイリスクな作業となるであろうこと、国内経済的には、計画経済の残滓を引きずりつつ市場経済化を進めている中国は、資本市場の整備、国有企業改革、金融部門の経営基盤の強化、外国為替制度の改革などと同時並行的に資本取引の自由化を進めなければならず、この点では、一連の経済システム改革の中に位置づけられる中国の資本取引自由化はかつての日本に比べてはるかに困難かつ複雑な作業となるであろうこと、いわゆる「外圧」という点に関しては、中米間の貿易収支不均衡の拡大を背景に米国が中国に対して人民元の切り上げと外国為替制度の柔軟化を要求するとともに、2006 年からは中米戦略経済対話という枠組みが設置されたが、かつての日米円ドル委員会、日米構造協議、日米包括経済協議等の枠組みと同じように、外為管理の規制緩和や知的財産権の保護以上に中国金融市場のより一層の開放、いわば金融開国を中国に迫るものであることなどが考察されている。

第 2 節「規制の基本的仕組みと規制内容」は、中国では WTO 加盟後も、外国為替管理・資本移動規制の実効性を確保するために、外国為替管理局が經常取引と資本取引に関わる外貨資金の移動について為銀を介して監視を実施するといういわゆる為銀主義を採っており、これは 1998 年の「新改正外為法」施行以前の日本の規制体系とほぼ同じであること、また規制内容についても、中国は外貨集中制にもとづいて經常取引に関わる外貨流入を対

象に強制的元転換を行う一方で、資本逃避および大量のホットマネーの流入に対処するために、短期資本に対する流出入両面からの規制の再強化、規制内容の再調整を行っており、これも 70 年代の国際金融の激動期に日本が行った円転換規制、貿易前受金規制、インパクトローン規制、外貨準備率の調整等のいわゆるストップ・アンド・ゴー政策とほぼ同じであることなどを確認している。

第 3 節「資本取引自由化の基本方針とシークエンス」は、かつて日本が実施した資本取引自由化と現在の中国が取り組んでいる資本取引の規制緩和とは漸進的アプローチという点で共通点を有することを確認した上で、経済全体の自由化における中日両国の資本取引自由化のシークエンスも、貿易自由化（1960 年、「貿易為替自由化大綱」）から資本取引自由化（1967 年、第 1 次自由化開始）へ、そしてさらに金融自由化（1979 年、金利自由化開始）へという日本のシークエンスに対して、中国もまた貿易自由化（1986 年から G A T T 復帰への努力、W T O 加盟後一層の自由化）から資本取引自由化（1992 年から全面開放、W T O 加盟後一層の自由化）へ、そしてさらに金融自由化（1996 年、金利自由化開始）へというほぼ同じシークエンスをたどっていることを確認している。また資本取引自由化の項目別のシークエンスについても、ほぼ完全な自由化が実現された日本と異なり、中国の場合まだ多くの個別分野で規制が残存しているが、全体として見ると対内投資から対外投資へ、直接投資から証券投資へというパターンが共通していることを確認している。

以上から明らかなように、資本取引自由化の背景、規制の基本的仕組みとその具体的な内容、経済全体の自由化における資本取引自由化のシークエンス、資本取引自由化の項目別のシークエンスなどの面で中日両国は多くの共通点を有しており、したがって日本の資本取引自由化の経験は中国にとって十分に参考に値するものである、これが第 1 章の結論である。

第 2 章「日本の経験の中国への示唆と中国の今後の自由化」は、資本取引自由化の基本方針および資本取引の各項目について、第 1 章で明らかになった中国の自由化プロセスの問題点を解決するための一定の示唆を日本の経験から引き出した上で、中国の資本取引自由化の今後のロードマップを描いている。

第 1 節「日本の経験の中国への示唆（1）基本方針」は、漸進的自由化路線については、中国のこれまでの国際収支と人民元の為替レートの推移、国内金融資本市場の状況を考慮すると、かつての日本と同様にいわゆる漸進主義が有効であったと判断され、したがってこれからも資本取引自由化の基本方針として漸進主義を堅持することが妥当であるとしつつも、自由化実現のタイムフレームについては、巨額の短期資本の流入を阻止することができていないことに現れているように、資本取引の現行規制が十分有効には機能しておらず、この上規制が長期化することにもなれば、その実効性はますます低下するであろうから、完全な自由化の実現までに日本のように長い期間をかけるわけにはいかず、一定の制約されたタイムフレームの中で自由化のロードマップを描くべきであり、もし中国政府が「2020 年上海国際金融センター実現構想」をいわば国家目標として本格的に追求するの

であれば、その客観的実現可能性は別途検討されるべきであるとしても、自由化完了のタイムフレームを2020年に設定し、そのロードマップを描くことは、ロードマップどおりに自由化が完了しないと構想も実現しないという意味で、それなりに必要な作業であると主張している。

第2節「日本の経験の中国への示唆（2）項目別資本取引」は、資本取引の項目毎に日本の経験のうち中国にとって指針となりうる部分を拾い出す作業を行っている。まず、対内直接投資および対内証券投資については、外資による日本企業の買収が三角合併の解禁によって容易になり、敵対的買収の機会が増えたが、日本は被買収企業がさまざまな防衛策を講じる他に、政府も外国為替等審議会外資部会の中止勧告を「公の秩序の維持」という名目で受け入れて自国の企業秩序を防衛しており、中国もすでに外資による企業買収を自由化しているが、三角合併の解禁等、外資による敵対的買収を助長する政策の導入については慎重を期すべきであること、対外直接投資については、いずれ中国企業の大規模な対外進出が生じるであろうが、日本が第1次、第2次投資ブームの前にそうしたように、中国も国際収支が比較的良好な時期に一貫性を持って自由化を進め、ブーム到来以前に法整備を行っておくことが適切であること、対外証券投資については、中国の対外証券投資はすべて機関投資家に委ねられているが、比較的早い時期に一般投資家の直接的な対外証券投資を条件付きで規制緩和した日本のように、たとえ資本逃避の危険を伴うとしても、家計部門に滞留する巨額の外貨預金をある程度海外の証券市場に誘導する措置を採るべきであることなどが指摘されている。

第3節「中国の今後の自由化のロードマップ」は、第1節、第2節の考察結果を踏まえて、2020年までの資本取引自由化のロードマップを、第1段階と第2段階に分けて描いている。第1段階は、対内直接投資、対内証券投資、対外直接投資、対外証券投資、その他の投資のそれぞれについて現行規制の態様を確認しつつ、それらを許認可制の下で段階的に緩和する作業を行う段階、第2段階は、すべての取引項目について許認可制が届出制へと変更され、原則自由化が実現する段階、として位置づけられている。高(2000)、荒巻(2004)、劉(2004)などの先行研究においても一定のロードマップが描かれているが、本論文ほど詳細に描かれているものは存在しない。ところで、自由化プロセスはこの第2段階をもって終了するのであるが、これ以後の対応については、対内投資に関連して外資による中国企業の敵対的買収を制限するための措置を導入すること、資本逃避やホットマネー対策として、タックスヘイブン地域への投資に関する有効な監視体制を構築すること、国際収支が危機に瀕する際には、短期対外債務の残高、インパクトローンの新規借入、対外債務の元転換などに対する規制を再強化することなど、「公の秩序」を阻害する事態に対する防衛の権利の機動的な発動の必要性について適切な言及がなされている。

第3章「資本取引自由化に関連する課題：外国為替管理の在り方」は、資本取引自由化を促進するプロセスの中で、外国為替相場制度を見直し、人民元の為替相場決定メカニズムを変動相場制に移行させる必要があるのだが、そのためのいわば枠組となる外国為替管

理の在り方について考察している。これは、金融政策の独立性の堅持を前提すると、自由な資本移動に対応するのは変動相場制であるという国際金融のトリレンマ論にもとづく問題設定である。

第1節「〈暫定条例〉から〈管理条例〉へ」は、中国の外国為替管理は、管理の強化、外貨収入の増加および支出の抑制を目的として1980年に制定された「外国為替管理暫定条例」により、外貨資金は国家の集中管理・統一運用の下に置かれ、外貨の流出をもたらす行為に対して厳格な規制措置が採られるという状態が1996年まで続いたが、1996年に「外国為替管理条例」が制定され、引き続き外国為替管理の強化が謳われつつも、「外貨収入の増加および支出の抑制」の代わりに「国際収支の均衡の維持」という目的が新たに設定されたこと、この条例制定には、国際収支の大幅な改善が外貨不足状態からの脱却をもたらし、厳格な外国為替管理を徐々に緩和していく余裕が生まれたこと、1994年に外国為替市場が創設され、為銀と外国為替市場を介した外貨集中制（強制的元転換）が導入されたこと、さらには1996年にIMF8条国に移行し、經常取引に関わる外国為替取引が原則自由化されることになったことがその背景を成していること、などが考察されている。

第2節「〈管理条例〉改正の背景とその概要」は、貿易収支と資本収支の黒字が猛烈に積み上がって、国際収支不均衡が深刻化する中で、強制的元転換と為替介入を実施した結果、M2が増大し、中国人民銀行の不胎化介入が次第に困難になるにつれて、国内経済の過熱化が進行したこと、これと同時に外貨準備も急増し、その運用が重要な課題となったこと、国際収支不均衡を背景とした人民元の切り上げ観測や国内経済の過熱化が資産バブルをもたらすとともに海外から大量のホットマネーを呼び寄せ、より一層のバブルの膨張をもたらしたこと、このような事態を受けて中国政府は、2005年にドルペッグ制を離脱してバスケット制に移行するとともに、人民元の変動幅を拡大したこと、2007年には外国為替管理局による為銀の外貨ポジションの査定を廃止し、企業の經常取引を通じた外貨収入の全額留保を認め、かくして強制的元転換（外貨集中制）を完全に撤廃するに至ったこと、そして2008年、「国際収支の均衡の維持」を「国際収支の均衡の促進」という目的に差し替えた「改正管理条例」を制定したこと、などが考察されている。

第3節「残された課題と今後の改革」は、資本取引の完全自由化の実現と変動相場制の導入という最終目標からすると、「改正管理条例」は重要な一步を踏み出したとはいえ、いまだ解決されるべきいくつかの課題が残っているとして、4つの課題、すなわち対外投資に関する規制緩和が不十分であること、強制的元転換の撤廃は画期的な改革ではあったが、為替介入が放棄されていない以上、外貨準備とM2の増大を有効に抑制することができるかどうかは不明であること、外貨準備の運用については、安全性、流動性、収益性を重視するという3原則が確立されたが、具体的な方策はいまだ示されていないこと、ホットマネー対策として、外国為替管理局に經常取引の実体性と合法性に関する捜査の権限を与えることになったが、これが規制の実効性の向上につながるかどうかは疑問であること、について考察している。外国為替管理の今後の改革とは、まさにこれら4つの課題を解決する

ために実施される有効な措置のうちに現れる。

資本取引自由化のロードマップを描くにあたって、中国は外国為替相場制度の改革をどのように進めればよいのか、これが第3章のテーマであった。外国為替相場制度の改革を先行実施し、為替相場制度の変更の影響を見極めた上で資本取引規制の重要な自由化を実施すればよいという日本の経験を敷衍した荒巻（2004）のシークエンス論に対して、筆者は、資本取引の一層の自由化と対外決済における人民元の使用を推し進めつつ、適切な時期に最終的に「常態化した為替介入」慣行を停止し、変動相場制へ完全に移行するというプロセスを辿ることが妥当である、として本論文を締めくくっている。