

RIETI Policy Analysis Paper No.7

金融サービス貿易の自由化が 中国銀行部門へ与える影響

はじめに

中国の金融サービス貿易自由化の WTO コミットメントと
その意味

1. 中国における外資系銀行の特徴
2. 外資系銀行のプレゼンスが中国の国内金融自由化に及ぼす影響
3. 外資系銀行のプレゼンスが中国の国際資本移動に及ぼす影響

金融サービス貿易自由化が新興市場経済への銀行融資に
与える影響 - グラビティモデルによる実証分析

結論と政策含意

平成17年9月
独立行政法人
経済産業研究所
前上席研究員 Li-Gang LIU

(研究所長 吉富 勝 責任編集)

本ペーパーは必ずしも経済産業研究所としての見解を示すものではありません。

要 旨

中国は2001年末のWTO加盟時に「サービスの貿易に関する一般協定(GATS)」に署名した。これにより中国は、2006年末までにGATSにコミットメントしている金融サービス貿易の自由化を完全に実現しなければならない。

通常金融サービス貿易の自由化は、外資系金融機関の自由な市場参加と外国からの資本流入を伴うため、当然ながら新興市場経済における国内金融及び資本勘定の自由化のプロセスを複雑にする。そこで次のような仮説、つまり金融サービス貿易の自由化による外資系銀行の参加は、国内金融及び資本勘定の自由化を加速させ、その結果、特に国際資本の流出入規制を徐々に無効にし、事実上の資本勘定の全面的な自由化につながる、という仮説を立てることができる。本稿では、中国の金融サービス貿易の自由化が実際に外資系銀行による人民元建てでの金融サービスへの参入を促進し、それが中国の国内金融及び資本勘定の自由化を加速しているかどうかを明らかにし、そして特に金融サービス貿易の自由化が新興経済国への銀行融資を促進するかどうか、に光を当てる。

中国における外資系銀行のプレゼンスは今のところ比較的小さい。その総資産規模は国内銀行資産のわずか1.4%である。しかし、外資系銀行による中国国内への融資の60%以上は米ドルで行われており、その資金の多くを本社からの直接借入に依存している。こうした本社からの借入は外資系銀行が中国の対外資本取引に影響を及ぼしうる最重要チャネルの一つである。

また、外資系銀行の参入は、金利自由化、参入障壁の撤廃、業務範囲の見直し、金融セクターへの国の関与の縮小といった分野での自由化と改革を促進しており、すでに影響を及ぼし始めている。例えば外資系銀行は人民元の預金ベースが小さいため、1998年以来常にインターバンク市場に積極的に参加しており、深圳の銀行協会が外資系銀行に対するインターバンク市場の人民元貸出金利は平均基準貸出金利から20%以上下回ってはならないことを取り決めた際、外資系銀行はこうした反競争的な慣行がない上海市場での借入を積極的に行い、その結果、深圳の銀行協会の取り決めは廃止となった。

さらに、中国に進出した外資系銀行の手によって国際的な資本移動のチャネルが増えたのは確実で、そのため中国の資本移動規制はより抜け穴が多いものとなっている。すでに外資系銀行は中国への短期銀行貸付の仲介において、積極的な役割を果たしている。LIBOR（ロンドンインターバンク取引公式レート）と中国の6ヶ月未満の人民元短期貸出金利の間の外資系銀行による裁定取引は、中国の短期借入が1999年末には約200億米ドルだったのが2004年には380億米ドルまで急速に増加する一因となった。これを機に、国家外貨管理局は2004年6月、外資系銀行と国内銀行双方に対して短期対外債務の額を経営資本の5倍以下に制限する規制を発令した。

また、本稿では、中国を含む新興経済国における金融サービス貿易自由化が資本移動等に与える影響、特にこうした国への銀行融資を促進するかどうかについてグラビティモデルによる分析を示す。この結果、国、地域によって金融サービス貿易の自由化が外国からの銀行融資を促進する効果は異なっていることが示された。すなわち、一つの分析では、中国については銀行融資を増やす効果があるが、ラテンアメリカ諸国、ASEAN諸国プラス韓国には

ほとんど効果がないという結果になった。

以上の分析から分かるとおり、中国の金融サービス貿易の自由化は、国内の急速な金融自由化への誘発剤となってきた。外資系銀行は、未だその規模は比較的小さいものの、支店と本社間の資本移動や国内市場と海外市場間の取引などを通じて、すでに中国の資本流出入に大きな影響を及ぼしている。今後参入障壁がさらに引き下げられ、外資系銀行の総資産規模が拡大するにつれ、外資系銀行が果たす資本移動の仲介的機能はさらに重要性を増していくであろう。

加えて、より多くの資本移動が生じてくるので、既存の資本規制体制の有効性が損なわれるおそれがある。固定為替レート制の下では、国際的な裁定取引が大規模に行われれば、内外の金利差が消滅し、国として独立した金融政策を維持することができなくなってしまう。資本移動の自由度を拡大しながら、同時に独立した金融政策の維持を目指すのであれば、為替レート体制をより柔軟なものにすることが必要になる。中国の場合、金融サービス貿易自由化が一層加速するので、それが国際資本の流出入を活発化し、中国の資本規制を将来、より危うくし、資本勘定自由化のテンポは予想以上に速くなるであろう。2007年以後は外資系銀行のプレゼンスの大幅な増大が予想されるから、今後の国際的な資本移動の拡大を見越して今から柔軟な為替レート体制へ移行していくことこそが、中国の利益につながるものと考えられる。

はじめに

中国では、一連の国内金融及び資本勘定の自由化が徐々にではあるが同時並行的に進められている。自由化政策の進展とともに、国内金融セクターの外国勢との競争は厳しさを増している。2006 年末までに中国は、世界貿易機関 (WTO) にコミットメントしている金融サービス貿易の自由化を完全に実現しなければならない。そのため、2007 年は、中国にとって大きな転機となる重要な年となるだろう。

一般に、新興市場経済に外資系銀行が参入すると、競争が活発となり技術やノウハウが移転され効率化が促進される (Claessens, et. al. (2001), Committee on the Global Financial System (2004))。だが、こうした中で、政策当局は、(i)自由化のペースをどのように管理するか、(ii)監督能力をいかに高度化していくか、(iii)金融政策をいかに運営するかといった課題に直面する。過去の実証分析によれば、金融危機のリスクは金融自由化を進めている国でより高くなる傾向が指摘されている。1980 年代以降、IMF 加盟国の 3 分の 2 以上で、銀行セクターが何らかの重大な問題を経験したとの報告もある (Lindgren, et. al. (1996))。金融自由化と銀行危機の関係に関する研究によっても、自由化が銀行危機の確率を高めることが示されている (Demirguc-Kunt & Detragiache (1998))。さらに、新興市場経済では、銀行危機は通常、その国の資本収支が開放されている下で、国際収支上の危機と連動して発生すると指摘されている (Kaminsky & Reinhart (2000))。

通常金融サービス貿易の自由化は外国からの資本流入を伴うため、この自由化による外資系金融機関の市場参加は、当然ながら新興市場経済における国内金融及び資本勘定の自由化のプロセスを複雑化する。そこで外資系銀行の参加は、国内金融及び資本勘定の自由化を加速させ、その結果、特に国際資本の流出入規制の仕組みを徐々に無効にしていくことを通じ、事実上の資本勘定の全面的な自由化につながる、という仮説を立てることができる。新興市場経済においては、国内金融及び資本勘定の自由化に歩調を合わせる形で、適切な外国為替制度の選択や金融政策の運営が行われないと、必然的に一貫性のない政策の採用につながり、それが資本収支危機を起こしかねない。

本稿では、中国のケースについて上記の仮説を検証し、金融サービス貿易の自由化によって促進される外資系銀行の人民元建てでの金融サービスへの参入が中国の国内金融及び資本勘定の自由化を加速しているかどうか、そして特に金融サービス貿易の自由化が新興経済国への銀行融資を促進するかどうか、に光を当てる。そしていくつかの政策提言を導き出す。

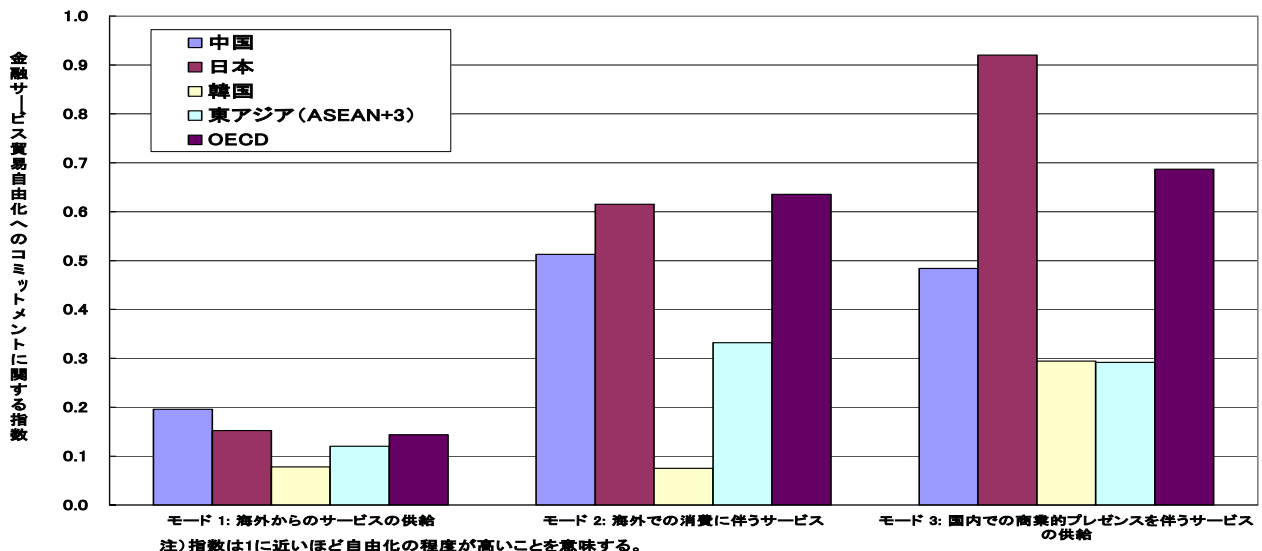
中国の金融サービス貿易自由化の WTO コミットメントとその意味

「サービスの貿易に関する一般協定(GATS)¹」の下での金融サービス貿易自由化交渉は、受入れ国において外資系金融機関が保険、銀行、証券及びその他の関連する金融サービスセクターに参入し、内国民待遇を享受することを認めることによって、金融サービスセクターにおける全ての貿易障壁を縮減、あるいは撤廃することを目的にしている。

GATS の下での金融サービス貿易の自由化は一定の限界はあるものの、外資系金融機関に内国民待遇を提供し、金融規制の透明性を向上させ、金融サービスの更なる自由化を促進することにより、世界大で金融サービス貿易の自由化を進める重要なステップであると位置付けることができる。工業分野における直接投資と同様、外資系金融機関の受入れ国への参入は、既存の WTO ルールや規制のみで実現しうる以上の大きな成果をもたらす可能性がある。

中国は 2001 年末の WTO 加盟時に GATS に署名した。外資系銀行の業務範囲（現地通貨業務／外国為替銀行業務）、顧客（居住者／非居住者、消費者／企業）、地理的条件については 5 年の段階的移行期間がある²が、コミットメント全体でみると、東アジア諸国や他の発展途上国の場合と比べ相対的に自由化の程度が大きい内容となっている（図 1）。

図 1: 外資系銀行による金融サービスの供給の態様別にみた金融サービス貿易の自由化への各国・地域のコミットメントの比較



¹ GATS に関する詳しい分析については、Kono et. al. (1997) 及び Key (2003) を参照。

² 世界貿易機関「中国の加盟に関する作業部会報告書」(World Trade Organization (2001)) の付録を参照。

WTO コミットメント以前にも外資系銀行は一定の地域で既に操業を認められてきており、銀行業務範囲も漸進的に自由化されてきていた。しかし、こうした自由化は相手国の個別の必要性に応じ二国間交渉を通じて実現されてきたことから比較的規模や範囲の小さい、軽微なものであった。したがって、WTO の全ての加盟国に適用される透明性の高い GATS の下での多角的でルールに基礎を置く金融サービス貿易の自由化は、これまでの自由化と全く違う意味を持つといっても過言ではない。

1 . 中国における外資系銀行のプレゼンス

規模、参入形態、地域

どの基準で見ても、中国における外資系銀行のプレゼンスは今のところ比較的小さい。その総資産規模は国内銀行資産のわずか 1.4% で (表 1) ³、主な参入形態は支店の設置を通じるものである。2004 年 6 月末の時点では、外資系銀行の支店数 162 であるのに対し、外資系子会社による進出は 14 社のみである。中国における外国保有資産のうち外資系銀行子会社が保有するのは支店の保有する資産の 6% 足らずである。進出地域については、上海と深圳という沿岸の 2 都市に集中している (図 2)。

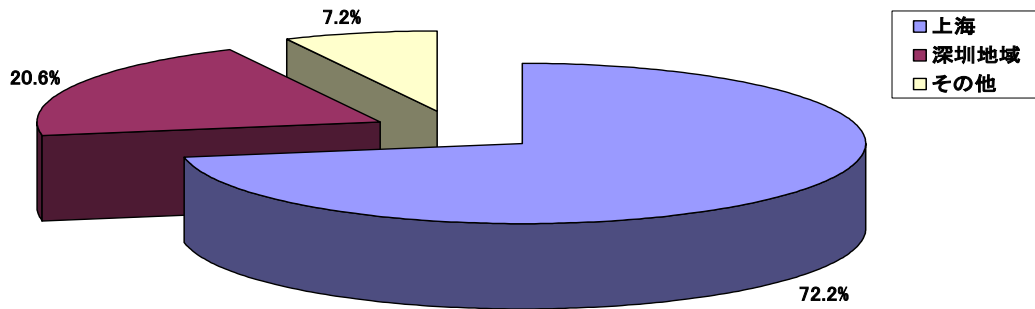
表 1: 中国における外資系銀行のプレゼンス(総資産(100万米\$)上位10行)

ランク	銀行名	総資産
1	HSBC	7570.83
2	Citibank	6700.93
3	東京三菱	3333.36
4	Standard Chartered	3032.45
5	みずほ	2923.57
6	UFJ	2858.42
7	三井住友	2463.76
8	Bank of East Asia	2121.63
9	Deutsch Bank	677.57
10	Dutch Commercial Bank	627.62
	外資系銀行総資産計	48050.85
メモ	中国国内の銀行の総資産に占める外資系銀行の比率	1.40%

出所: 中国銀行業監督管理委員会(CBRC) (2003)

³ これは相対的な意味で解釈すべきである。外資系銀行の中国でのプレゼンスは増大しているものの、近年、中国の銀行が不良債権比率を削減しようと急速に融資額を拡大しているためである。

図 2: 外資系銀行の地域別集中度

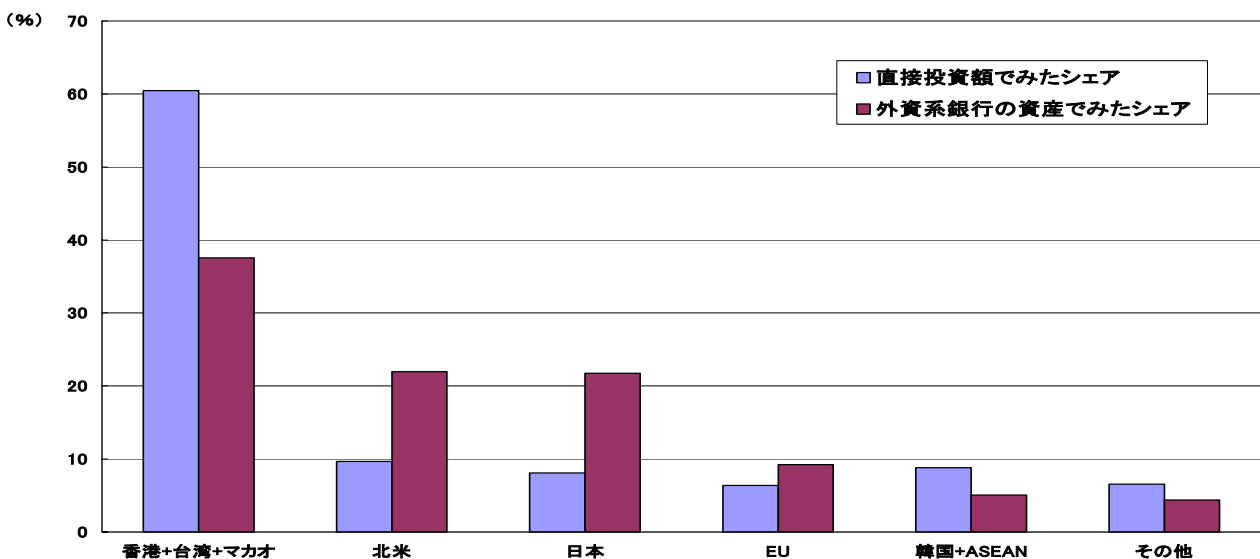


出所: 中国銀行業監督管理委員会 (CBRC) (2003)

参入の動機と顧客

外資系銀行の中国市場参入の動機は、他の多くの国と同じく、顧客の対外直接投資 (FDI) 活動に対するフォローである。図 3 が示すように、外資系銀行の中国における国別資産をみると、その銀行の本国 (出身地域) の対中直接投資の動きと密接に対応しており、その相関係数も 0.8 とかなり高い。当然ながら、これら外資系銀行の主な貸付先は中国に直接投資を行っている自国製造業企業である (表 2)。

図 3: 外資系銀行が中国に直接投資を行っている自国顧客に追随する形で中国に進出している状況



出所: 各種資料より筆者が集計。

表 2: 外資系銀行の業種別貸付 (単位:100万人民元)

業種	融資残高	比率 (%)
製造業	119,283	55.8
機械	12,539	5.9
電子	25,969	12.1
化学	26,316	12.3
軽工業	26,622	12.4
その他	27,836	13.0
不動産業	27,324	12.8
小売業	8,929	4.2
その他	58,316	27.3
合計	213,851	100.0

出所: 中国銀行業監督管理委員会 (CBRC) (2004年6月)

資金源

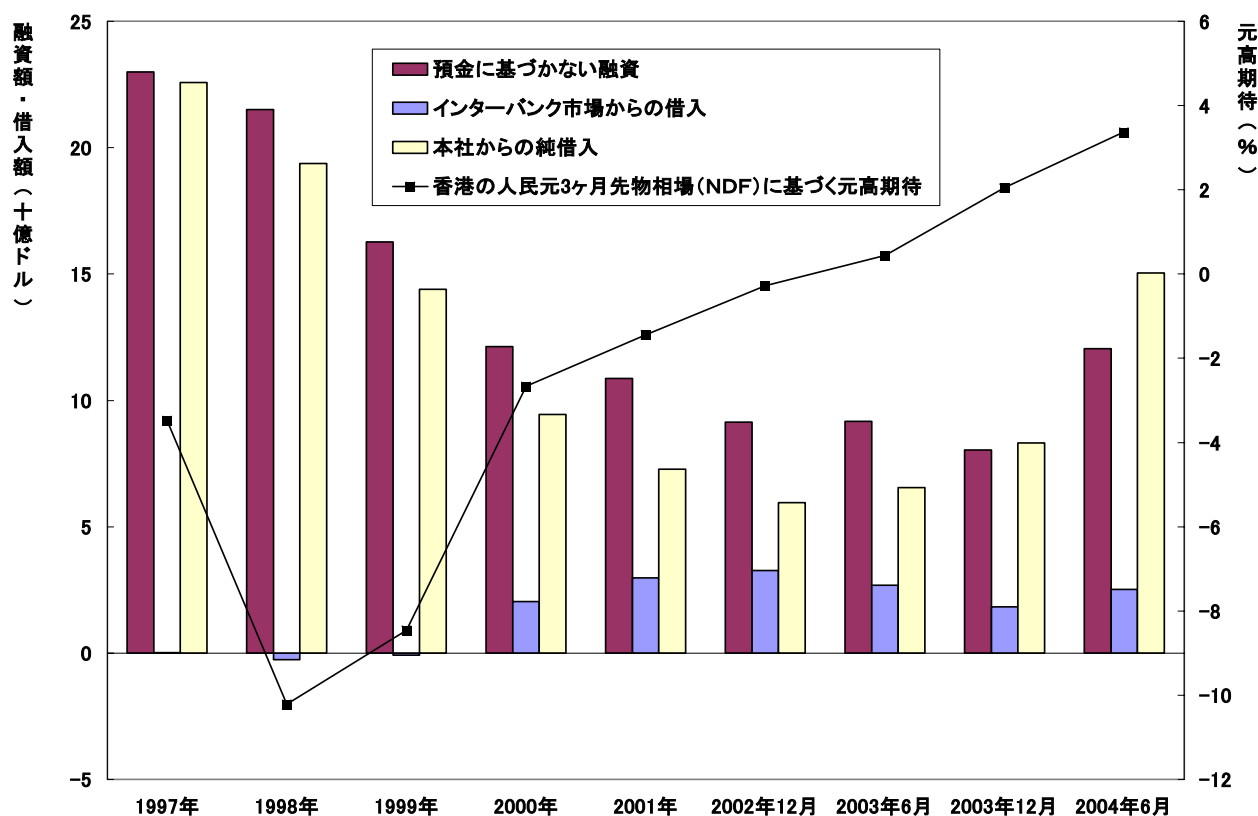
外資系銀行による融資の 60%以上は米ドルで行われている。人民元の預金の増加と中国国内インターバンク市場にアクセスすることによって、人民元による融資も近年急成長しているものの、各種規制によって妨げられている。例えば外資系銀行の人民元取引は、いくつかの特定の地域での対外資系企業に制限されており、中国企業との取引が認められたのはつい最近のことである⁴。各行はこれまで、人民元融資の資金については主にインターバンク市場に依存していたが、企業との人民元取引の規制が撤廃されてからは、企業からの人民元預金が主な資金源となっており、インターバンク市場への依存度は次第に低下しつつある。

貸付の資金を、インターバンク市場によらないとすれば、預金によって足りない場合は本社からの借入で賄うことになる。1998 年まではインターバンク市場からの借入にも制限があったため、預金ベースが限られている外資系銀行は、2000 年までの融資はほぼ全額を本社資金に依存していた (図 4)。中国のインターバンク市場にアクセスできるようになった後も、2003 年 6 月までは本社からの借入資金だけで融資のニーズを満たしていた。また、本社からの純借入額は人民元為替相場の予想ともかなり連動しているようだ。例えば、1997~98 年のアジア金融危機の時は人民元の下落が予想されたため、1997 年に 220 億米ドルを超えていた外資系銀行の本社からの純借入額は急速に落ち

⁴ 外資系銀行の人民元取引は、18 都市で外国法人と中国企業双方との間で認められている。中国企業の預金の取扱いについては現在も規制があるが、2006 年末までに撤廃される予定である。

込み、2002年にはわずか60億米ドルになった。しかし2002年末以降は、主に人民元価値の上昇期待を受けて、本社からの借入額は増加に転じ、融資ニーズを上回るほどになった。本社からの直接借入は、外資系銀行が中国の対外資本取引に影響を及ぼしうる最重要チャネルの一つである⁵。

図4:外資系銀行の中国における融資の原資



2. 外資系銀行のプレゼンスが中国の国内金融自由化に及ぼす影響

このように、外資系銀行のプレゼンスはいまだ大きなものではないが、国内金融自由化を加速化させ、金利自由化、参入障壁の撤廃、業務範囲の見直し、金融セクターへの国の関与の縮小といった分野での自由化と改革を促進する上で、すでに影響を及ぼし始めている。

中国の金利自由化に対する外資系銀行の影響

中国の金利自由化は、基本的に標準的な教科書に示された順序 (sequencing) に従っている。すなわち、短期金利は長期金利に先立って自

⁵ 国家外貨管理局 (SAFE) はこの傾向を認識し、2004年6月に、外資系銀行の短期借入金総額を当該支店または子会社の経営資本の5倍以下に制限する新たな規制を定めた。

由化され、貸出金利は預金金利の前に自由化され、外国通貨の貸付及び預金金利が自国通貨の貸出・預金金利の前に自由化されるという順番である。現時点では、インターバンク金利と国債金利は完全に市場原理で決定されている。2004年1月1日より、銀行貸出金利の変動幅が、中央銀行が設定した年間基準貸出金利のマイナス10%からプラス170%まで認められることになったほか、同年10月29日には貸出金利の上限も撤廃された。預金金利はまだ完全には自由化されていないが、大口預金金利は預金者と銀行の間で交渉可能になっている。こうした一定の順序に従う戦略は、銀行のフランチャイズ価値を保護し、銀行同士の過度の預金獲得競争を回避するという観点から正当化できよう。

外資系銀行は人民元の預金ベースが小さいため、1998年以来常にインターバンク市場に積極的に参加しており⁶、そのことが地域ごとの縦割りをなくし、国内インターバンク市場の統合を進める要因となってきた。例えば、上海と深圳は共にインターバンク市場の中心地だが、そのインターバンク人民元市場に外資系銀行が参入しはじめた当初、深圳の銀行協会は外資系企業の取引が過度な競争につながることを防ぐため、外資系銀行に対する人民元貸出金利は平均基準貸出金利から20%以上下回ってはならないことを取り決めた。これに対し上海のインターバンク市場センターには、こうした反競争的な慣行がなかった。そのため、入手できるデータを見る限り、上海のインターバンク金利は2001年には36%も下落し、その結果、外資系銀行は借入の大半を上海市場で行うようになった。上海に市場占有率を奪われることをおそれた深圳の銀行協会は、結局2002年に取り決めに廃止したのである。

手数料ベースの業務

中国が2001年末にWTOに加盟した直後から、中国で操業する外資系銀行は中国人預金者に対する外国為替業務を行えるようになった。外資系銀行の場合、サービスの質は高いが、その分手数料を支払わなくてはならない。これは中国人の顧客にとってはまったく予想外のことだった。例えば、シティバンクは2002年、月間平均預金残高が5000米ドルを下回った預金者に月額6米ドルまたは50人民元の手数料を課した。HSBCやバンク・オブ・イースト・アジアといった他の外資系銀行にも、形は様々だが預金手数料があった。すると、ほどなく国内銀行が外資系銀行に倣って外貨預金に手数料を課しはじめ、さら

⁶ 2004年6月末の時点での外資系銀行のインターバンク市場からの純借入額は、銀行間取引高の約8.2%を占める。

に別の銀行グループとの ATM 取引からも手数料をとるようになったのである。人民元関連業務に関しては、国内銀行も大口預金者を対象に差別化されたサービスを提供するという形でいろいろなイノベーションを生み出している。

銀行の業務範囲への影響

中国の金融サービス貿易の自由化協定が持つ重要な特徴の 1 つは、中国の金融セクターでの操業の認可基準が、金融機関の経営健全性を確保するためのプルーデンシャル規制に関連する事項のみであり、経済的ニーズテストや認可の数量的制限に関する基準がないことである⁷。その結果、協定受入れ後に規制をそれに対応して変更する必要があった。2002 年から 03 年にかけて、銀行監督当局は、認可を要する銀行業務リストから 26 業務を削除した。一定の業務については一旦認可されれば、自行の支店にその業務を行わせるかどうかは、当局にあらためて承認を得ずとも本社が決定できるようになったのである。当局の承認が必要な新たなカテゴリーの銀行業務についても、申請が一旦受理されれば 10 営業日以内に決定が下される。実際、WTO 加盟により中国の規制慣行を国際基準に近づけるプロセスは加速した。透明性や効率も向上している。

金融規制への影響 - 金融持株会社の場合

2003 年に改正された中国の商業銀行法により、中国で操業する商業銀行は、信託・証券業務、自社使用でない不動産事業への投資、ごく一部の例外を除いたノンバンクの金融機関や企業への投資は、いずれも禁止されている⁸。しかし、中国で操業する大手の外資系銀行は通常なんらかの金融持株グループに属しており、中国国内銀行に対して不当に有利な立場にあると認識されている⁹。そのため、金融持株グループに関する新たな法律が現在検討されている。また、外資系銀行の参入とその金融持株グループのプレゼンスを理由に、中国は中央銀行法及び商業銀行法を、機関間調整と情報共有に重きを置いた内容に修正した。中央銀行に新たに設置された金融安定局が、こうした調整を担当することとなると考えられる。

金融セクターへの国内からの新規参入と国有商業銀行の民営化への影響

⁷ 世界貿易機関「中国の加盟に関する作業部会報告書」(WTO (2001)) を参照。

⁸ 2003 年中華人民共和国商業銀行法第 35 条 2 項。

⁹ 例えば、外国の金融持株会社が「スーパーマーケット」なら、中国の商業銀行は「専門店」で、外国法人と競争できるだけの“規模の経済”に欠けると見られている。

中国が WTO の義務に基づき外資系銀行に内国民待遇を保障するなら、中国国内で新設される民間銀行の参入はどのように扱うべきかという議論が、近年強い関心を呼んでいる。銀行規制委員会がとった方法は、国内の新規参入を認める新たな銀行業免許を発給するかわりに、民間投資家に既存の銀行の株主になるよう奨励することだった。仮に民間の国内銀行が新たに認可申請をしても、申請者は外国の投資家を戦略的パートナーとして持っていることが求められることになっている。新興市場経済や移行経済から得られた経験や教訓からみると、金融自由化後に急増した民間銀行は大半が失敗し、結局納税者がそのツケを負わされることになる。その意味で、現在の規制は用心深い (prudent) ものである。しかし、商業都市銀行と国有銀行は財務状況に透明性が欠けていたことから、民間投資家は株主になることにはかなり消極的だった。自分たちの投資が、不良債権の穴埋めに使われるだけでなく、国が主要な株主で自分たちは少数株主であるために意思決定プロセスに事実上参加できないのではないかと懸念したからだ。四大国有商業銀行の民営化プロセスも、政府がこれらの銀行に対する過半数支配の放棄を渋るようであると、同様のジレンマに陥るだろう。

3 . 外資系銀行のプレゼンスが中国の国際資本移動に及ぼす影響

一般的な基準で見れば、中国経済はすでにかかなり開放が進んでおり、貿易総額は GDP の 60% に迫っている。貿易のリーズ・アンド・ラグズ (Leads and Lags) ¹⁰ からの資本移動だけで、1700 億米ドルに上ると推定される (Ma & McCauley (2004))。外資系銀行はすでに合弁企業、外資系企業、中国企業のいずれとも取引できるようになっていることから、中国の対外資本移動の仲介においても積極的な役割を果たしている。表 3 に示す通り、2003 年における外資系企業と外資系銀行の借入総額は 585 億米ドルに達し、これは同年の中国の対外債務総額の 20% に当たる。

中国に進出した外資系銀行の手によって国際的な資本移動のチャンネルが増えたのは確実で、そのため中国の資本移動規制はより抜け穴が多いものとなっている。すでに外資系銀行は中国への短期銀行貸付の仲介において、積極的な役割を果たしている。

¹⁰リーズとは外貨建て債権の回収を早める行為。ラグズは外貨建て債務の返済を遅らせる行為。国際間の金利差や為替相場の動向を見越して、輸出入業者などが外国為替取引の決済を早めたり遅らせたりすること。

表 3: 借入を行っている機関別の中国の対外債務(単位:10億 \$)

	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年
中央政府	41.6	47.3	49.0	49.8	50.5	52.8
銀行	34.0	34.4	29.8	30.0	29.1	33.3
銀行以外の金融機関	8.0	6.5	5.7	4.4	4.4	4.3
企業	15.5	14.7	13.5	11.2	10.0	7.6
外資系企業	45.2	47.3	46.5	35.2	33.2	37.8
外資系銀行	17.0	14.5	20.7
貿易信用				21.6	26.3	36.8
その他	1.8	1.6	1.2	0.9	0.5	0.3
合計	146.0	151.8	145.7	170.1	168.5	193.6

出所: SAFE website

注) 中国の対外負債は2001年に国際基準にしたがって以下のように再分類された。

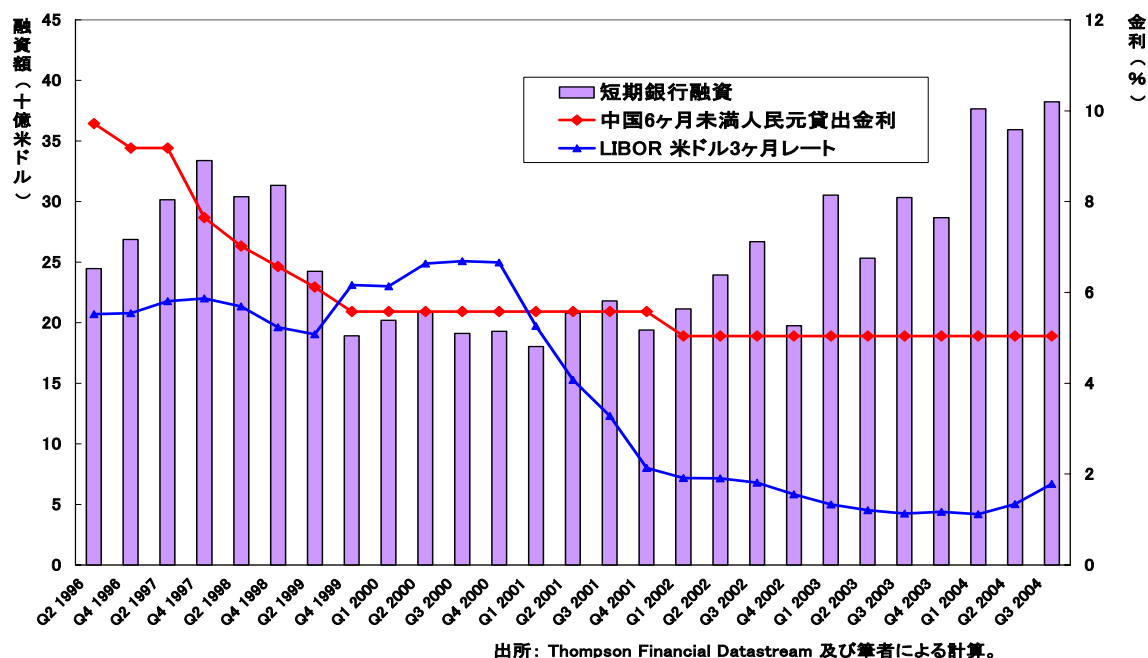
- 1) 外資系金融機関の負債は国内負債に含めることとし、同時に外資系金融機関の中国の借入れ主体に対する外貨融資は全対外負債から差し引かれる。
- 2) 全ての貿易信用(1から3ヶ月のものを含む)は、全対外負債に含める。
- 3) 1年以内に返済が予想される長期負債は短期負債に含める。

2000年の自由化以後の中国での外貨貸付と大口預金の金利は、通常 LIBOR (ロンドンインターバンク取引公式レート) または HIBOR (香港インターバンク取引公式レート) プラス 1~2% に設定されている。2000年第4四半期以降、主に米連邦準備制度理事会の積極的な金融緩和を反映して、3ヶ月 LIBOR レートは急速に落ち込んだ。一方、中国の6ヶ月未満の人民元短期貸出金利は5%をやや超えたあたりで推移していたため、外資系銀行は裁定取引の機会を得ることとなった。ロンドン市場から金利2%以下で借り入れた資金を中国内の外資系企業や合弁企業(あるいは2002年以降貸付可能となった中国企業)に対して LIBOR+1~2%で貸せば、最低1~2%の利ザヤを得ることができるということになる。こうした融資は企業側にも好都合である。なぜなら、米ドルで借り入れてすぐ人民元に交換すれば、人民元で借り入れる場合より最低1~2%の金利分を節約できるからだ。実際、中国の短期借入が1999年末には約200億米ドルだったのが2004年には380億米ドルまで急速に増加した(図5)のは、これが理由と考えられる。これを機に、国家外貨管理局は2004年6月21日、外資系銀行と国内銀行双方に対して短期対外債務の額を経営資本の5倍以下に制限する規制を発令した。2004年末時点で外銀の経営資本規模は52億米ドルであるため、この規制により、可能な年間対外短期債務額は最大で約260億米ドルとなる。

中国に流入または中国から流出する資本移動のもう1つのチャネルは、外資系銀行の支店が行う本社との間での貸借である。外資系銀行の本社からの純借入額の増減を決定づける要素は主に2つある(図4)。1つは現地通貨による貸付業務に必要な現地市場で調達できる現地通貨量であり、もう1つの要素は為替リスクに関連するものである。図からも明らかのように、人民元に増

価値圧力が生じているときは外資系銀行の支店は本社から借入を行い中国国内の顧客へ貸付を増やす傾向にあるが、減価の圧力があるときは本社からの借入額を減少させる傾向にあることがわかる。

図 5: 金利差とその裁定による短期資本移動



金融サービス貿易自由化が新興市場経済への銀行融資に与える影響 - グラビティモデルによる実証分析

ここでは、計量分析手法の一つであるグラビティモデル分析により、中国を含む新興市場経済、あるいはより広く発展途上国における金融サービス貿易自由化が資本移動等に与える影響についての分析を紹介する。

金融セクターの発展と安定に対する金融サービス貿易自由化の効果は、新しい、日々進化しつつある研究分野である。27 の新興市場経済のデータを用いた研究 (Kono & Schuknecht (2000)) は、金融サービス貿易の自由化は発展途上国への資本流入の歪みや不安定性を削減することを示している。しかし、別の研究 (Volckx (2002)) は金融サービス貿易の自由化は金融の安定性とは弱い関係しかないとし、加えてより一層の自由化のコミットメントは、ホスト国の金融サービス市場での外資系銀行との競争の増加を通じた短期の負の効果を中心に反映して、銀行危機の発生の可能性をシステマティックに高めていると指摘している。一方、海外からの金融サービスの供給に偏った金融市場の発展は、資本移動の不安定性の拡大に伴い通貨危機の確率を高めているともし

ている。こうした既存研究の発見は対照的な実証結果、すなわち一方で金融サービス貿易の自由化は金融の安定性を高める、他方では金融上の脆弱性につながるという結果を示している。

しかしながら、既存の外資系銀行に関する文献は GATS の下での発展途上経済に対する国際的な銀行融資の側面にあまり注意を払ってこなかった。この節では、金融サービス貿易の自由化が発展途上経済への銀行融資を促進するかどうかをグラビティモデルを用いて分析する。ここでは、マクロ経済状況、経済的相互依存関係、制度の質といった変数に加え、市場の大きさ（GDP）、経済発展度（一人当たり GDP）、情報の非対称性（貸付国と借入国の距離）といったグラビティモデルにつきものの変数をコントロールした上で、分析を行う。

グラビティモデルによるアプローチは、いくつかの点から正当化することができる。第 1 に、大きな経済規模を有する国はお互いにより多く貿易するというよく指摘される事実は、経済規模が銀行を通じた貿易信用や貿易金融の重要な決定因であることを示している。第 2 に、一人当たり国民所得が高いほどその国の金融市場が深化しており、より大きな銀行貸付につながる可能性がある。第 3 に、貸付国と借入国の距離が大きくなるにしたがい情報の非対称性が増すことから、モニタリングコストがかさみ、国境を越えた銀行貸付に負の影響を及ぼすと考えられる。加えて、貸付国が借入国と経済的、政治的、歴史的結びつきが緊密である程度に応じて、借入国への国際的銀行貸付は多くなる傾向がある。こうした関係はいずれも情報の非対称性を少なくする効果があり、国境を越えた銀行取引を促進する。最後に、マクロ経済変数、制度的変数、そして過去のデフォルトといった借入国の変数は、どうして一定の国が他の国よりもより多く銀行融資を引き寄せるかを説明することができる。こうした要因をコントロールした上で、我々の関心の対象である次の二つの特定の問題に関するインパクトを推計することができる。

- (1) GATS の下での金融サービス貿易の自由化にサインした新興市場経済はそうしたコミットをしていない国に比べて先進国からの銀行融資をより多くひきつけられるかどうか。
- (2) 既に自由化に対するコミットメントをした新興市場経済にとって、自由化のコミットメントの程度が先進国からの銀行融資をより多くひきつけるのに役立つかどうか。

表 4 は世界中の先進国、途上国の国別データを用いたグラビティモデルの回帰分析の実証結果を示している。我々は、金融サービス貿易自由化のコミットメントについて二つの指標を用いている。一つは、全ての金融セクター（保

険、銀行、証券) をカバーする指標であり、表の中で “WTO score total” と表記してある。もう一つは、銀行セクターのコミットメントのみの指標であり、“WTO score banking” である。

以下推計式(1)から(4)のパネルデータを用いた分析の主要な結果を示す¹¹。

グラビティ変数

国あるいは市場の規模を測る指標である貸付国と借入国の GDP の対数値は、統計的に有意で符号条件も予想通りとなっており、貸付国の規模が大きいほどより多くの貸付がなされ、借入国の規模が小さいほど相対的に貸付が小さくなることを示している。一人当たり GDP (平均所得水準) で示される経済発展度が高い貸付国はより多くの貸付を行う傾向があるものの、経済発展度の高い借入国は必ずしも貸付国からより多くの貸付を受けられないという結果になっている。情報の非対称性を示す、貸付国と借入国の距離は、負の符号で統計的に有意であり、貸付国と借入国の距離が離れるほど情報の流れが少なくなり、その結果銀行貸付が少なくなっていることを示している。

経済的相互依存関係

二国間貿易量については、それが多くなるほど発展途上国への銀行融資の大きさに対して正で統計的に有意である。この結果は、貿易金融と貿易信用は国際貿易を促進するという経験的観察を支持するものでもある。政府開発援助 (ODA) は、発展途上経済への商業的銀行貸付を促進する役割を果たしている。同様に、国境を接している、共通の言語を有する、借入国が貸付国のかつての植民地であるかどうかといった他の経済的依存関係に関する変数は全て発展途上経済への銀行貸付を促進に寄与している。

カントリーリスク指標

¹¹ 詳しい分析結果については、Liu(2005)を参照。最近の貿易理論の発展において注目されている概念として、“multilateral resistance” factor (あるいはmeasures) というものがある。これは、各国の全ての貿易相手国に対する貿易障壁の度をあらわす指標である。近年、自由貿易協定 (FTA) 締結の動きが活発化しており、二国間の貿易障壁削減は「貿易転換効果」という形でそれ以外の国との貿易量に影響を与える。したがって、その国の “multilateral resistance” の程度は、それが無い場合には生じなかった貿易転換効果の大きさを規定する重要な要素となる。ここでのグラビティモデルによる分析では、銀行融資受入れ国の “multilateral resistance” factor をはじめとする国固有の特徴を考慮するため、国毎に時間を通じて変わらないという意味で固定効果 (country fixed effect) と呼ばれる効果を測定する国別のダミー変数を入れた推計式による分析を行っている。

このモデルでは、為替レートや GDP の不安定性や財政部門の維持可能性、及び外貨準備に占める短期債務の割合で測られるカントリーリスクが、貸付国から借入国への銀行貸付にどのように影響するかについても分析した。しかし、これらの指標は、統計的に有意とはいえない結果となった。

制度の質と過去のデフォルト経験

同様に、明示的な預金保険システムが存在するかといった銀行システムに対する制度的な支持や保証、金融セクターの質と発展の程度、汚職指標で示される法治の質、IMF 貸付のダミー変数で測った過去のデフォルト経験などの変数については、いずれも関連性は立証されなかった。興味深いことに、資本規制の程度が強いか弱いかについては全く効いていないという結果になった。発展途上経済への商業貸付にとって資本規制は重要なファクターでないことを示唆しているものと思われる。

金融サービス貿易自由化のコミットメントに関する指標

本稿の中心的関心は、GATS の下で金融サービス貿易自由化のコミットメントが国際的商業貸付を引きつけることに寄与するかどうかにある。回帰の結果は、一般的に寄与していないというものである。これは、金融サービス全般の自由化の指標、銀行セクターに限った自由化の指標のいずれについてもあてはまる。

ある程度、こうした結果が出ることは無理もない。我々の指標は金融サービス貿易の自由化に関するコミットメントは、一人当たり GDP の変数と必ずしも相関関係がないことを示している。規模の小さい、低所得の移行経済やアフリカ経済はかなり大幅な自由化にコミットする傾向があるが、こうした国は、経済規模、市場の潜在性、経済の発展の程度をコントロールして計測すると、国際的な銀行貸付の受入れに必ずしも成功していない。

しかし、これは全ての発展途上経済にあてはまるわけではない。発展途上国のグループを 1) ラテンアメリカ、2) ASEAN プラス韓国、3) 中国、4) オフショア金融センターといったいくつかの地域に分けてみると、結果は全く異なったものとなる。より自由なコミットメントを行うことは、中国とオフショア金融センターへの融資を増やす効果がある。しかし、ラテンアメリカ諸国全体、ASEAN 諸国プラス韓国はほとんど効果がないという結果になった。しかし、パネルデータでなく、5 年平均を用いた回帰の結果では、逆にラテンアメリカや ASEAN プラス韓国が極めて強く有意となり、他方金融サービス全般の自由化指標で測った中国についてはもはや有意でなかった。このように今回の推計結果はさらなる頑健性の検証が必要と考えられるが、国、地域によって金融サービ

ス貿易の自由化が外国からの銀行融資を促進する効果は異なっているということとは言えそうである。

結論と政策含意

以上見てきたように、中国の金融サービス貿易の自由化は、国内の急速な金融自由化への誘発剤となってきた。外資系銀行は、未だその規模は比較的小さいものの、支店と本社間の資本移動や国内市場と海外市場間の取引などを通じて、すでに中国の資本流出入に大きな影響を及ぼしている。今後参入障壁がさらに引き下げられ、外資系銀行の総資産規模が拡大するにつれ、外資系銀行が果たす資本移動の仲介的機能はさらに重要性を増していくであろう。

最後に、重要な政策的インプリケーションをいくつか提示したい。まず、この中国のケーススタディーが示す通り、外資系銀行のプレゼンスは国内の金融機関に対してスピルオーバー効果、またはデモンストレーション効果をもたらし、金融セクターの効率性を高めることにつながっている。また、中国経済に必要な人的資源と技術を持ち込むことを通じて、国内の各種制度の整備を加速させる働きもしている。この点で、外資系銀行の国内金融セクターへの参加は歓迎されるべきだといえよう。

しかし一方で、金融サービス貿易を一旦外国との競争に開放すれば、中国経済により多くの対外資本移動を生じさせ、既存の資本規制体制の有効性が損なわれるおそれがあることも、政策当局は認識する必要がある。固定為替レート制の下では、国際的な裁定取引が大規模に行われれば、内外の金利差が消滅し、国として独立した金融政策を維持することができなくなってしまう。資本移動の自由度を拡大しながら、同時に独立した金融政策の維持を目指すのであれば、外国為替レート体制をより柔軟なものにすることが必要になる。中国の場合、金融サービス貿易自由化が加速することが期待されるので、それが中国の国際資本の流出入に及ぼす影響は重要になる。そのことは中国の資本規制が将来、より危うくなることを意味する。したがって、中国の資本勘定自由化のテンポは予想以上に速くなるであろう。2007年以後は外資系銀行のプレゼンスの大幅な増大が予想されることから、今後の国際的な資本移動の拡大を見越して今から柔軟な為替レート体制へ移行していくことこそが、中国の利益につながるものと考えられる。

(参考文献)

- Committee on the Global Financial System, 2004, "Foreign Direct Investment in the Financial Sector of Emerging Market Economies," Bank for International Settlement, March.
- Claessens, S., A. Demirguc-Kunt, and H. Huizinga, (1998), "How Does Foreign Entry Affect the Domestic Banking Market?" World Bank Working Paper.
- Demirguc-Kunt, A. and E. Detragiache, (1998), "Financial Liberalization and Financial Fragility," IMF Working Paper 98/83.
- Demirguc-Kunt, A., R. Levin and H. G. Min (1998), "Opening to Foreign Banks: Issues of Stability, efficiency, and Growth," in *The Implication of the World Financial Market*, ed. by S. Lee (Seoul).
- Kaminisky, G. and C. Reinhart, (2000), "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems," *American Economic Review*, 89(3), pp. 473-500 (June).
- Key, S. J., (2003), *The Doha Round and Financial Services Negotiations*, (Washington DC: The American Enterprise Institute Press).
- Kireyev, A., 2002, "Liberalization of Financial Services Trade and Financial Stability: An Analytical Approach," IMF Working Paper, WP/02/138.
- Kono, M., P. Low, M. Luanga, A. Mattoo, M. Oshikawa, L. Schuknecht, 1997, "Opening Market in Financial Services and the Role of the GATS," WTO Special Report.
- Kono, M. and L. Schuknecht, (2000), "How Does Financial Services Trade Affect Capital Flows and Financial Stability," in *Internationalization of Financial Services* ed. by S. Claessens and M. Jansen, (London) Kluwer Law International, pp.139-176.
- Levin, R., (1997), "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda," *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXV (June), pp.688-726.
- Lindgren, C-J., G. Garcia, M. I. Saal, (1996), *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*. Washington DC International Monetary Fund.
- Liu, Li-Gang, (2005), "The Impact of Financial Services Trade Liberalization on China," RIETI Discussion Paper Series 05-E-024.
- Ma, G. and R. McCauley, (2004), "Capital Account Liberalization, Monetary Policy and Exchange Rate Regime," Mimeo, KIEP-PRI seminar on financial interdependence and exchange rate regimes in East Asia, Tokyo.
- Volckx, N., "WTO Financial Services Trade Liberalization: Measurement, Choice, and Impact on Financial Stability," Research Memo, WO No. 705. October.
- World Trade Organization, 2001, "Report of the Working Party on the Accession of China," Addendum, October, Geneva

表 4.: 主な回帰分析結果 (Panel and 5-year Average, 1998-2002)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Log distance	-1.191 *** 0.066	-1.191 *** 0.066	-1.192 *** 0.066	-1.192 *** 0.066	-0.111 0.084	-0.126 0.084	-0.493 *** 0.092	-0.403 *** 0.091
Log GDP lender	0.561 *** 0.034	0.561 *** 0.034	0.560 *** 0.034	0.560 *** 0.034	0.254 *** 0.059	0.256 *** 0.059	0.323 *** 0.059	0.329 *** 0.060
Log GDP borrower	-1.198 *** 0.127	-1.196 *** 0.127	-1.192 *** 0.127	-1.192 *** 0.127	0.349 *** 0.055	0.363 *** 0.056	0.382 *** 0.054	0.357 *** 0.055
Log GDP per capita lender	1.005 *** 0.080	1.005 *** 0.080	1.005 *** 0.080	1.005 *** 0.080	0.533 *** 0.144	0.537 *** 0.145	0.666 *** 0.141	0.599 *** 0.142
Log GDP per capita borrower	1.606 *** 0.319	1.605 *** 0.319	1.573 *** 0.319	1.573 *** 0.319	0.331 *** 0.064	0.346 *** 0.063	0.082 0.068	0.186 0.066
Common border	0.330 0.227	0.330 0.227	0.328 0.227	0.328 0.227	0.365 0.431	0.337 0.431	0.067 0.418	0.136 0.423
Common language	0.347 *** 0.084	0.347 *** 0.084	0.347 *** 0.084	0.347 *** 0.084	0.418 *** 0.153	0.406 *** 0.154	0.348 *** 0.149	0.380 *** 0.150
Colonial past	1.791 *** 0.115	1.791 *** 0.115	1.792 *** 0.115	1.792 *** 0.115	1.445 *** 0.244	1.443 *** 0.244	1.474 *** 0.236	1.502 *** 0.239
Bilateral trade	0.229 *** 0.028	0.229 *** 0.028	0.229 *** 0.028	0.229 *** 0.028	0.506 *** 0.048	0.505 *** 0.048	0.469 *** 0.048	0.449 *** 0.048
Exchange rate volatility	0.013 0.037	0.013 0.037	0.016 0.038	0.016 0.038	0.013 0.023	0.012 0.023	0.002 0.023	-0.001 0.023
IMF loan dummy	-0.060 0.107	-0.060 0.107	-0.055 0.108	-0.055 0.108	0.169 0.119	0.183 0.121	0.058 0.119	-0.030 0.123
Capital account restrictions	-0.091 0.150	-0.090 0.150	-0.122 0.145	-0.122 0.145	-0.088 0.067	-0.093 0.067	0.127 * 0.072	0.089 0.075
Deposit insurance	0.096 0.250	0.096 0.250	0.112 0.250	0.112 0.250	-0.198 * 0.112	-0.204 * 0.113	-0.155 0.117	-0.105 0.118
Country risk	-0.282 0.354	-0.283 0.354	-0.290 0.355	-0.290 0.355	-0.428 0.349	-0.431 0.349	-0.428 0.364	-0.596 * 0.368
WTO score total	-0.042 0.046				0.026 0.026			
WTO score banking		-0.043 0.046				-0.003 0.023		
WTO score total - Latin America			0.387 *** 0.130				0.221 *** 0.030	
WTO score total - ASEAN+Korea			3.483 6.079				0.176 *** 0.040	
WTO score total - China			2.096 *** 0.183				-0.049 0.073	
WTO score total - offshore			0.968 *** 0.121				0.342 *** 0.051	
WTO score banking - Latin America				-0.113 0.081				0.162 *** 0.031
WTO score banking - ASEAN+Korea				3.323 5.799				0.166 *** 0.041
WTO score banking - China				2.008 *** 0.176				-0.036 0.071
WTO score banking - offshore				0.268 *** 0.086				0.289 *** 0.052
Constant					-19.959 *** 2.261	-20.219 *** 2.259	-19.947 *** 2.183	-19.728 *** 2.210
Borrower fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes				
Time effects	Yes	Yes	Yes	Yes				
Number of observations	3900	3900	3900	3900	1053	1053	1053	1053
Sample	Panel	Panel	Panel	Panel	5-yr aver	5-yr aver	5-yr aver	5-yr aver
R-square	0.925	0.925	0.925	0.925	0.610	0.609	0.637	0.628
Root mean square error	1.392	1.392	1.392	1.392	1.585	1.586	1.531	1.550