



膨大な外貨準備をいかに運用するか¹

張 燕生※、張 岸元※※、姚 淑梅※※※

要 約

1. 巨額の外貨準備は、国の信用格付けを大幅に向上させるとともに、政府や企業が国際市場で資金調達するためのコスト抑制につながり、中国の金融体制改革や人民元の自由兌換に向けた条件にもなる。その一方で、金融政策の独立性を奪ってしまうだけでなく、その保有によって得られる収益は、国内投資よりはるかに低くなっている。
2. 国全体の外貨資産は、中央銀行が保有する外貨準備、他の政府機関が保有する外貨資産、民間が保有する外貨資産の3種からなるが、それぞれ異なる役割を持つため、安全性・流動性・収益性に対するさまざまなニーズに合わせ、資産構成の調整を図っていくべきである。
3. 中国の外貨準備はすでに適正と思われる水準を超えており、その一部を中央銀行から分離させ、別組織として設立される国家外貨資産投資会社にその運用を委ねることが望まれる。このような資金は、企業の対外投資や、国内の経済構造調整を支援するために活かされるべきである。
4. 資本取引の段階的自由化を通じて、民間の外貨保有を促進するべきである。人民元改革を経て人民元の切り上げ期待が収まれば、個人と企業の海外への投資意欲も高まるだろう。

1. はじめに

外貨準備が巨額になった背景には、中国の経済成長と資産の蓄積がある。同時に、世界経済における不均衡の拡大、先進国主導の国際通貨システム、国内の過剰貯蓄、輸出および海外直接投資の奨励とも密接に関係している。

外貨準備の急速な膨張は通貨システムの矛盾を反映したものであるが、これは実体経済における歪みの現れでもある。このことは、外貨準備の管理体制の改革や、外貨準備の調整が必要であることと同時に、国内経済の構造調整を急ぎ、国際収支の均衡を促すことで、巨額に上る外貨準備

¹ 本稿は中国社会科学院世界政治研究所編『世界経済』2007年第7期掲載の「現在の外貨準備の転化と投資戦略の研究」を邦訳したものである。中国で初めての政府系ファンドである「中国投資公司」(CIC)が設立される前に発表されたものだが、多くの提案は、その後当局の政策に反映されている。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。

※ 張 燕生 国家発展改革委員会マクロ経済研究院対外経済研究所 所長

※※ 張 岸元 国家発展改革委員会マクロ経済研究院対外経済研究所 研究員

※※※ 姚 淑梅 国家発展改革委員会マクロ経済研究院対外経済研究所 研究員

備のさらなる拡大を根本から抑える必要があることを示している。

為替制度の改革が緩やかにしか進まない一方、産業構造の改革は効果が上がらず、当面は「双子の黒字」（経常収支および資本収支の黒字）が続くと見込まれる中、外貨準備問題の研究は、次のいくつかの点に重点が置かれることになる。①金融政策の独立性を維持し、外貨流入に伴う流動性の膨張の問題を解決する。②明確なルールの下で、一部の外貨準備を中央銀行の資産負債項目から政府の資産負債項目へと繰り入れ、外貨資産運用の多元化を図る。③政府の外貨資産を民間保有の外貨資産に変え、世界の多様な資産に配分することで、国の長期的発展の中で外貨資産がより積極的な役割を果たせるように取りはからう。

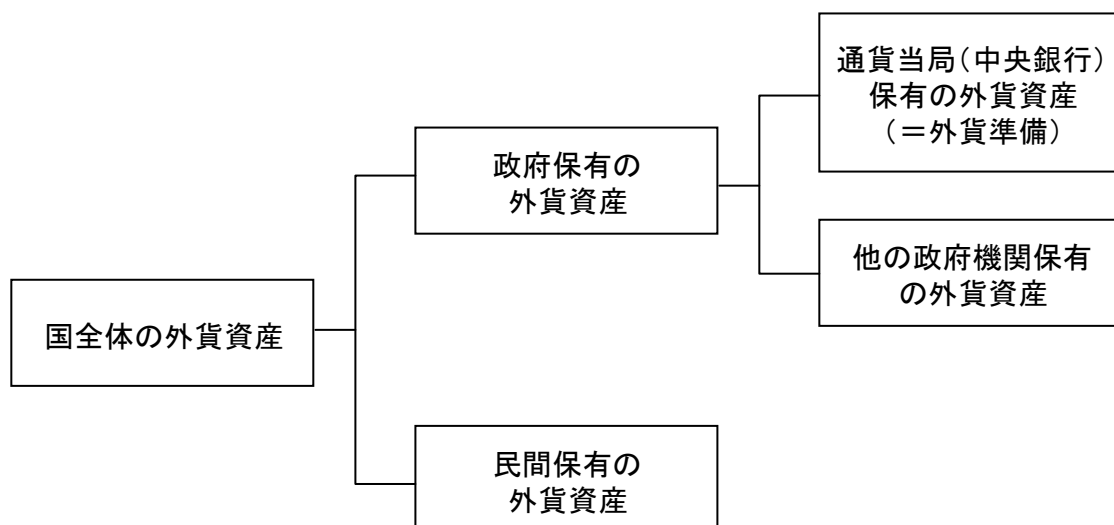
Ⅱ、外貨資産の保有主体：中央銀行、他の政府機関、民間

外貨準備とは、通貨当局が支配し、随時運用することのできる外貨資産を指している。中国では外貨準備の概念として、国際通貨基金（IMF）の定義を忠実に適用している。IMF は近年、国全体の外貨資産、政府保有の外貨資産、外貨準備を厳密に区別するよう強調している（図表 1）。

国全体の外貨資産とは、政府（中央銀行とその他の政府機関）と民間（企業、個人）が保有する外貨資産の合計である。政府の外貨資産とは、通貨当局や他の政府機関が保有する外貨資産の総額である。

1994 年の為替制度改革（為替相場の統一、兌換券の廃止）の一環として、強制外貨集中制（受取外貨の銀行への売渡し義務）や銀行の外貨持高規制が実施されるようになった。この制度のもとでは、民間や通貨当局以外の政府機関が持つ外貨資産の大半は中央銀行に集まり、外貨準備として蓄積される。近年、政府機関と民間の外貨保有に関する制限は漸次に緩和されてきたが、人民元の切り上げ期待が根強いいため、民間の外貨保有志向が減退しており、政府保有の外貨資産が外貨資産全体に占める比率が高まっている。

図表 1 保有者による外貨資産の分類



Ⅲ、世界の外貨準備状況と管理ノウハウ

1. 世界の外貨準備状況

2000 年から 2006 年の 6 年間で、世界の外貨準備の総額は倍増し、現在では 6 兆ドル近くに達している。図表 2 は、外貨準備保有額の多い中央銀行上位 10 行を示している。

世界の外貨準備保有額の増加は、東アジアと石油輸出国に集中している。東アジア金融危機の後、東アジア各国および地域は、国の経済危機に対応するための重要手段として、巨額の外貨準備を蓄えてきた。これらの国や地域が外為市場に関与する主な政策的動機は、自国通貨とドルとの為替レート安定である。この過程で、それぞれの国や地域はいずれも巨額の外貨準備を蓄積している。東アジアの主要な国や地域における外貨準備の増加と、政府介入および為替相場の上昇圧力は明らかに関連性がある。

近年、国際原油価格が急騰し、湾岸の石油輸出国やロシア、ノルウェーなどで外貨準備が激増している。オイルマネーは再び、国際金融市場に影響を及ぼす重要な要素となりつつある。

一方、世界の外貨準備における通貨構成は若干変化しているが、全体としては安定的であり、依然として米ドル建てが中心である。2005 年末現在、世界の外貨準備に占める米ドルの比重は 66.5%、ユーロは 24.4%、日本円は 3.6%、英ポンドは 3.7%、スイスフランは 0.1%であった。先進国においては外貨準備に占める米ドルの地位がやや強化された。一方、発展途上国の外貨準備は依然として米ドル中心であるものの、ドルの比重は若干低下しており、英ポンドやユーロの比重が高まっている。日本円が世界の外貨準備に占める比重は小幅ではあるが低下している。

2. 外貨準備の管理をめぐる国外の経験

中国は外貨準備を運用する際、諸外国の経験から、次のような点を学ぶべきである。

- ① 外貨準備の役割はやや変化している。固定相場制のもとでは、外貨準備の役割の中でも「三つの主要な役割」として、非常時の「輸入、債務支払い、相場介入への対応」が強調されていた。現在では、外貨準備の多い国であっても名目上は変動為替相場制を採用しており、外貨準備はむしろ一方向的な相場安定措置（自国通貨の上昇抑制）を余儀なくされた結果であり、危機対応への準備という意味合いは大幅に薄れている。
- ② 国家戦略との連携により収益性を拡大している。多くの国では、外貨準備の管理において

図表 2 外貨準備保有額の多い中央銀行上位 10 行（2006 年 9 月）

(単位:10億ドル)					
順位	国・地域	金額	順位	国・地域	金額
1	中国	987.9	6	インド	165.3
2	日本	881.3	7	香港	130.3
3	ロシア	266.6	8	シンガポール	129.4
4	台湾	261.6	9	ドイツ	108.7
5	韓国	228.2	10	フランス	90.9

(出所) IMF, *International Financial Statistics*, 2006

「安全性・流動性・収益性のバランス」という要件がさほど重視されなくなり、国家戦略との連携、収益性の向上、国家資産の拡大へと関心が移りつつある。例えば、石油輸出国の場合、石油資源が枯渇した後の正常な経済運営を維持するために外貨準備が必要であると考えられている。一方、シンガポールなどでは、自国の人口や資源などの現状を踏まえ、長期的かつ安定した海外での収益源を確保するために外貨準備が必要であると捉えられている。

- ③ 分割管理を行うことでさまざまなニーズに対応している。分割管理とは、基本的には、外貨準備を分割管理することで必要な流動性を確保しつつ、一部を収益性のより高い分野へと投資する手法である。通常は外貨準備の管理当局内にそれぞれ独立した資産会計を設けるか、あるいは通貨当局の外に新たな投資機関を設けるという、二種類のモデルで運営が行われる。
- ④ 政府当局が政策決定を担い、中央銀行が運営を担う。米国の外貨準備は財務省と米連邦準備理事会（FRB）が協力して管理しているが、政策決定は財務省が担当する。日本の場合、外貨準備は日銀の外国為替資金特別会計という勘定に蓄えられ、財務省の政策決定を受けて、日本銀行が政策を実行することになっている。欧州連合（EU）には財務省がなく、欧州中央銀行に外貨準備の運用が委ねられている。先進国の中央銀行は、政府外の独立した組織であることが多く、独自に金融政策の制定と実行を担っている。一方、財政政策は政府が管轄している。これによって、通貨当局が金融政策、為替政策、外貨準備の運用などを同時に主導することで生じる、内外バランスの矛盾が回避できているようである。
- ⑤ 法律・制度システムを整備し、リスクを厳として抑える。多くの国や地域では、いずれも外貨準備の管理や外国為替市場への介入について、具体的な規定を設けている。リスク管理の面では、幹部が直接リスク抑制に介入し、計量経済モデルを活用した資産配分やリスク評価に重点を置く。市場原理に従って投資責任者の選定、収益率のベンチマークの設定、修正プランの策定を行う。定期的に外貨準備のリスク状況について点検し、資産の安全性を確保している。

IV、急増する中国における外貨準備

1. 外貨準備の増加プロセス

中国の外貨準備の増加プロセスは、大まかに五つの段階に分けられる。1982～1984年には、観光などの非貿易収支の黒字が、経常収支の黒字の中でも重要な地位を占めるようになり、小幅ながら外貨準備の伸びにも反映された。1985～1989年には、輸入が急増して深刻な貿易赤字となり、非貿易収入や純資本流入も貿易赤字を埋めるには至らず、外貨準備は大幅に減少した。1990～1994年には、経常収支、資本収支ともに黒字が大幅に拡大し、外貨準備も大きく増えた。1994～2000年には、為替相場の一本化に伴い輸出が促され、大量の外資が流入した。1997年の金融危機後は外貨準備の増加率が一時激減したが、その後の2年間でやや緩やかに回復した。2001年から現在までは、経常収支と資本収支がともに黒字となり、外貨準備の急増に寄与している。

2. 外貨準備の内訳

貿易黒字や直接投資の純流入が、中国の外貨準備を押し上げる最も重要な原因であり、両者はそれぞれ外貨準備増加額の40%前後を占める。為替制度の改革（2005年7月のドルペッグ制廃

止)以降、人民元の切り上げ期待が高まる中で、取引額の虚偽申告や水増し申告、経常取引や直接投資の偽装、地下金融による取引など、さまざまな形でホットマネーが国内に流入するようになった。人民元相場の上昇は小幅で、長期化するとみられるため、一部のホットマネーが蓄積され、中長期資金に転じつつある。一方で、国内に流動性の高いホットマネーも、1000億ドルを超えていると見られる。人民元の切り上げ期待により、住民の間では外貨建て貯蓄を人民元建て資産に切り替える動きが出ており、その結果銀行の外貨保有額が増し、ひいては外貨準備の増加につながっている。また、外貨準備の投資収益も、外貨準備を押し上げており、国際収支勘定では「投資収益」の主体となっている。

3. 外貨準備の急速な膨張の原因

中国の国際収支は、長期にわたり歪められた対外経済貿易制度により、巨額な双子の黒字を計上してきた。国際間の産業移転や世界的なサプライチェーンの変化に伴い、日本、韓国、台湾などの国や地域は、労働集約型の組み立て工程を国外へ大量に移転させており、これらの東アジア諸国や地域が抱えていた対米貿易黒字が、次第に中国の対米貿易黒字に置き換えられている。加工貿易政策や輸出品への税還付措置などは、大きな利益につながることもあり、政策調整が遅れている。同時に、四大要素——つまり国内市場の規模、安価で潤沢な労働力、安定した経済・社会環境および海外直接投資に対する優遇政策により、大量の直接投資が流入している。中国では直接投資の伸びが反映されるのは輸入ではなく輸出である。巨額の直接投資と輸出との連動が、「双子の黒字」につながっている。

「双子の黒字」が外貨準備として蓄えられることは、為替相場形成メカニズムや資本項目への規制に原因がある。為替相場形成メカニズムは、企業からの外貨買い取り、銀行の外貨持高規制、中央銀行の介入という三者によって構成される。民間や通貨当局以外の政府機関が保有する外貨建て資産の大部分は、外貨集中制により、外貨取扱い指定銀行に売り渡さなければならない。そして、外貨持高規制により、外貨取扱い指定銀行は、限度額を超えた外貨をインターバンク市場へ売り出さなければならない。中央銀行は、為替相場の安定を維持させるため供給過剰の外貨をすべて買い取り、政府の外貨準備として蓄えていくのである。一方で、企業は外貨口座の限度額以内の外貨しか持つことができない。中央銀行は、取引の裏付けのある経常項目については外貨の使用を認めているが、資本項目での外貨への需要に対してはさまざまな規制を設けている。資本項目の規制は、資本流出や決済の危機を防ぐための措置であり、簡単に緩和するわけにはいかない。「民間による外貨保有を奨励する」という政策を打ち出したものの、外国通貨の相場は今後下がると予想されているため、住民にとって外貨資産を持つことの魅力は小さい。

外貨準備の問題と米ドルの覇権、人民元の国際化の遅れは、それぞれ複雑に絡み合っている。通貨(人民元)の国際化はもちろん「双子の黒字」の解消には役立たない。しかし、米ドルが強い立場にあり、かつ人民元と外貨との差が歴然としていたからこそ、外貨準備が増え始めた当初、通貨の弱い中国は米ドル資産の蓄積に走り、為替制度の調整では米ドルを主要な基準にしつつ、輸出競争力を過剰に考慮したのである。その結果、中国は膨大な外貨準備を蓄積するという形で、世界経済の不均衡の調整責任を引き受けることになった。つまり、外貨準備の本来の意義を考えた場合、人民元が国際準備通貨になれば、中国は国際収支が赤字になっても、これを自国通貨でファイナンスできるため、外貨準備を保有する必要がなくなる。

V、過剰な外貨準備の影響と適正水準の試算

1. 好影響

中国の巨額の外貨準備やその急増は、改革開放政策による成功の証である。外貨準備は一種の資産であり、国の信用力を強めるものであり、自国通貨の相場を安定させる重要な裏付けでもある。巨額の外貨準備は、国の信用格付けを大幅に向上させるとともに、政府や企業が国際市場で資金調達するためのコスト抑制につながり、中国の金融体制改革や人民元の自由兌換に向けた条件にもなる。

2. 悪影響

- ① 金融政策の独立性の維持が困難になる。中央銀行のマネタリーベースは、主に人民銀行が貿易黒字などによって流入した外貨を買い取ることを通じて投入され、銀行の流動性増加の主因になっている。マネタリーベース投入の影響を相殺するために、中国人民銀行（中央銀行）は、主に中央銀行手形の発行で通貨の吸収を図っているが、償還や利払いの負担がますます重くのしかかっている。
- ② 人民銀行による外貨の買い取り、そしてそれに伴う中国国内へのマネタリーベースの増加は構造上、マクロ調整の効果を削いでしまう。輸出や外資の導入の多い地域や業種では人民元資金が潤沢であるものの、外貨収入の少ない地域や業種では人民元資金が不足しており、業種間や地域間の資金分配の格差が開いてしまう。
- ③ 巨額に上る外貨建て資産を保有するリスクが増大している。中国の政府保有の外貨資産のうち、外貨準備が大部分を占めており、残りは特別引出権（SDR）、IMF リザーブポジションおよび金である。推計では、中国の外貨準備の 70%以上がドル建て資産であり、うち米国の国債や公債が 70%を占める。一般的には、外貨資産の名目収益率は 4%前後である。中長期的にみれば、米ドル相場はユーロや日本円に対し、下落の傾向にある。為替相場は中国を含むアジア諸国の中央銀行による米国債の取引に対して極めて敏感である。米国債の保有額を落とせば、国債価格の下落につながりかねず、逆に中国の米ドル建て資産の価値が下がる。世界経済のアンバランスが激化するにつれ、こうした問題は国際経済の矛盾を引き起こしやすくなっている。
- ④ 機会費用が大きい。外貨準備の保有にかかる機会費用は、国内資本の収益率から外貨準備による収益率を差し引いた額に等しい。中国の米国債投資による収益率は 3%前後であるが、一方、国内投資に回した場合の収益率は 12%前後である。このため、外貨準備による機会コストは約 9%にも上ることになる。
- ⑤ 巨額の外貨準備が他国にとって人民元相場の切り上げを求める口実となり、実際にそのような海外からの圧力が高まっている。一部の発展途上国や国際組織は、中国がより多くの責任を果たすように要求している。

3. 適正水準の試算

外貨準備の適正額という概念は、一定の範囲を用いて示される。上限値は、大きなリスクに対応するための適正值であり、下限値は小さなリスクに対応するための値である。中国の適正な外貨準備額については、これまでも激しい議論が展開されてきた。ここでは、緊急時への対応とい

う角度から、2005 年の外貨準備額の適正水準について次の通り試算した。

- ① 輸入取引に使用する外貨：外貨準備は輸入額に比例すべきであるという前提に基づき、外貨準備の適正範囲を 1600 億から 3300 億ドルと算出した。
- ② 外債償還の必要額：中国の短期外債と長期外債の特徴を踏まえると、適正範囲の上限値は短期外債残高と等しくなるべきである。短期外債は為替相場の期待にかなり敏感であるため、残高の 50% を適正範囲の下限とすべきであろう。これをもとに、外債の償還のために必要な外貨準備の範囲は 600 億から 1200 億ドルと推計される。
- ③ 外国資本による利益の送金：中国への海外直接投資総額は 2700 億から 3000 億ドルに上り、外国資本が上げる収益率は 10～15% 程度である。このため、外国資本の利益を本国へ送金するために必要な準備額は 300 億から 450 億ドルと算出した。
- ④ 外国為替市場への介入：金融機関による外貨取引額を目安に、市場介入に必要な資金の規模を推定した。現在の為替相場が維持された場合、3～6 カ月分の外貨取引を支えるために必要な外貨は、350 億から 750 億ドルとなる。

2005 年時点における中国のマクロ経済のリスクは、低水準から中水準にあるとみられる。このため、中国にとって適正な外貨準備は 3000 億～4000 億ドルという試算結果になった。

VI. 全体的構想

1. 基本原則

中国における外貨準備の管理は、国務院が統括し、関連部門が共同して参画し、法律や制度が定めるルールの範囲内で行うべきである。外貨準備の構成を調整すると同時に、増加の抑制も進める。発展途上の大国である中国の実情をふまえ、国際ルールを尊重し、国外の成熟したノウハウを参考に、体制やメカニズムの抱える矛盾を解決することに重点を置きつつ、金融政策の独立性の維持を図る。政府保有の外貨資産の中から、外貨準備と他の外貨資産を適正に区分し、それぞれ個別に運用する。外貨準備の運用は、引き続き「安全性、流動性、収益性のバランス」という原則に基づいて行われる。他の外貨資産の運用は、「安全性の確保、流動性の維持、収益性の拡大」を原則に、調和のとれた社会の構築や、国の発展・改革のために行われる。政府の指導や、市場の選択、企業の運用を有機的に連携させ、各種の海外投資の積極的拡大や、対外交流の拡大の支援、適正な手法による国内経済の構造調整を図り、その価値の保全または増加を図る。

外貨準備の管理や運用を多元化するにあたっては、国際収支の管理と、人民元為替相場形成メカニズムの改革との両方に配慮していく必要がある。

2. 戦略目標

- ① 中央銀行が保有する外貨準備、他の政府機関が保有する外貨資産、民間が保有する外貨資産の 3 種からなる外貨資産は、それぞれ異なる役割を持つため、安全性・流動性・収益性に対するさまざまなニーズに合わせ、資産構成の調整を図っていく。
- ② 外貨準備の増加とマネタリーベースとの関連性を断ち切り、金融政策の独立性を守り、開かれた大国として、国内・国外のバランスを調整するための体制の確立を模索する。

- ③ 中国が国際資本の純輸出国になったことをふまえ、特定の通貨や商品に頼りすぎている外貨資産運用を改め、中国が国際資本の循環に参加する新たなモデルをつくる。
- ④ 国内の構造調整や国際収支の均衡という目標をふまえ、戦略的産業の発展を支え、実際の資源の増加や生産要素の輸入、海外進出戦略の支援を図り、世界レベルでの資源配分能力を強化する。
- ⑤ 人民元為替相場形成メカニズムや国際収支規制の改革に合わせ、企業向けに外貨を提供する方法を開拓し、企業の国内外での外貨投融资に対応する。
- ⑥ 世界金融や地域金融の情勢に関心を払い、外貨準備の増加と人民元切り上げ期待との関係を把握し、香港では国際金融センターとしての役割を発揮し、人民元を地域通貨とするための基礎づくりを進める。

3. 制度構築の要点

制度づくりは、3 つに分けて進める。①外貨準備とマネー・サプライのリンクを断ち切り、金融政策の独立性を維持する、②明確なルールの下で、一部の外貨準備を中央銀行から分離させ政府が直接運用できる外貨資産に変える、③同部分の外貨資産を国や国民の利益に資する他の資産へ変える。

Ⅶ. 政策提案

1. 為替介入と外貨準備運用の体制の再構築

国外の為替安定化基金のモデルを参考に、財政部が「為替基金証券」を発行して、人民元資金を調達した上で、人民銀行に外為市場への介入を委託する。外国為替市場への介入をめぐる政策的目標、重要な介入措置は、国家发展改革委員会、財政部、人民銀行が共同で策定する。市場プロセスを通じて形成された外貨資産は、人民元負債と厳密に対応させるものとし、この部分の外貨資産については当面、引き続き（中央銀行の管轄下にある）国家外貨管理局が管理する。

2. 外貨準備の一部を中央銀行から他の政府機関に移管

財政部が余剰財政資金や国債発行、財政短期融資証券などを用いて資金を調達し、複数回もしくは期間に分けて外貨準備の一部を中央銀行から購入した上で、他の政府機関保有の外貨資産に組み入れる。購入のスケジュール、金額、国債や財政短期融資債券の金利は、発行済み中央銀行手形の償還・利払いのスケジュールや額面金利によって決める。外貨準備は、引き続き国家外貨管理局が担当するが、他の政府保有外貨資産は新機関が運営する。

3. 国家外貨資産管理委員会と国家外貨投資会社の設立

国務院の下部機関として、国家外貨資産管理委員会を設立する。同委員会は、当局の指導を受けるものとする。一部中央企業（国務院国有資産監督管理委員会に直属する国有企業）の経営者や経済・金融の専門家を構成員に迎え、国の外貨資産に関する重要政策を決定させる。また、国家外貨資産管理委員会に責任を負う機関として国家外貨投資会社を設立し、具体的な業務を担当させる。これまで中央匯金投資有限公司（中央銀行が出資した国有商業銀行の持ち株会社）が担ってきた業務や権限、資産、負債は、子会社の形ですべて新会社へ移転できるものとする〔訳

注：2007年9月に国家外貨投資会社に当たる「中国投資公司」（CIC）が設立され、中央匯金投資有限公司はその傘下に置かれるようになった。

4. 国家外貨資産投資会社の職務と評価基準の明確化

新会社の設立以降、為替安定化基金の資金と財政当局が調達した資金で購入された一部の外貨準備は、国家外貨資産投資会社に移管させる。人民銀行と国家外貨資産投資会社はこれに合わせ、新しいバランスシートを作成する。国家外貨資産管理委員会は、外国通貨、米国債金利、LIBOR（ロンドン銀行間取引金利）、SHIBOR（上海銀行間取引金利）などをベンチマークに、外貨資産価値の維持・向上を図る、また、あわせて、業績評定も行い、定期的に全国人民代表大会（全人代）に報告する。

5. 企業の対外投資を積極的に支持

企業の対外投資への支援が、国家外貨投資会社の主な投資活動となる。支援の重点となる対象は次に挙げる3種類の企業である。①国有のエネルギー・資源企業：米国債金利、LIBORに近い金利水準とする。②ハイテク企業：資金支援の多くを直接融資の形で実施する。③成熟した技術を持つ従来産業の海外投資活動：企業の外貨調達をしやすくし、外貨の購入・投資に伴う人民元相場の上昇リスクを回避することが主目的とし、市場より若干低い金利を適用する。

6. 国内の経済構造調整への支援と「調和社会」の推進

①中央匯金投資有限公司の資金注入モデルを参考に、国家外貨投資会社が資金注入などの形で、農業銀行や政策銀行、基幹業界の主要な企業に、低コストの外貨資金を提供する。②国家外貨投資会社を通じて、戦略的資源の輸入を拡大し、国内資源の過度な開発を抑え、戦略物資の備蓄を増やし、国内で早急に必要な重要技術や重要設備を導入する。③人民元為替相場形成メカニズムの改革改善や市場の人民元の切り上げ期待が収まるのを待ち、国家外貨投資会社の収益を自国通貨に戻し、「調和社会」推進事業へ使用する。

7. 対外交流の拡大と対外貿易や投資活動への環境整備

①発展途上国への有償借款を増やし、「アンゴラモデル」、「スーダンモデル」を参考に、アフリカや中南米といった資源が豊富な国に対する借款提供の規模や範囲を拡大する。②協力基金を設立し、債務不履行のリスクの高い国・地域に対する中国企業の投資を、一つの基金プロジェクトにまとめる。これは中国企業が単独で活動すれば割高になるプロジェクトのコストを引き下げ、政治や政策によるリスクを回避する狙いである。③国外に各種工業団地などを建設し、広大な土地を一括開発し、集団で拠点を置く。中国企業の海外展開におけるコストやリスクの減少を図り、長期的に根付くようにサポートする。④医療、教育、インフラなどの具体的なプロジェクトについて、発展途上国に対する無償援助の規模を適度に拡大する。

8. 引き続き「民間の外貨保有」を奨励

人民元為替相場形成メカニズムの改革を進めることで、人民元相場が短期間の内に大幅に変動するとの期待を沈静化させる。世界の主要通貨の金利水準を参考に自国の金利を調整し、裁定機会を減らすほかに、最も重要なことは、ホットマネーが中国で短期的利益を得る機会を減らすこ

とである。さまざまな海外投資の手段を開拓し、住民や企業の外貨保有志向を刺激する。国内市場ではリスクの制御が可能な人民元の先物・オプション取引市場を設け、企業や住民が外貨資産の為替リスクに対応できるようにする。

9. 国際収支の均衡を促進

輸出品に対する税の還付率をさらに引き下げ、還付対象商品の品目を減らし、エネルギー・資源消費や汚染の大きな産業に対する輸出関税システムを確立し、貿易黒字を減らす。国内企業・外資系企業に対する所得税制度の一本化を進めるとともに、土地供給を抑制することで、国内における生産要素のコストを引き上げ、外国資本による M&A への規制を強化し、直接投資の流入を安定化させる。資本項目の規制を強化かつ改善し、短期外債に対する無利息での預金準備金制度や、その他「トービン税」（ノーベル経済学賞を受賞したジェームズ・トービン教授が提唱する、投機的な短期資金の移動を抑制するための税制）に類した措置を検討する。

10. 人民元の国際化と人民元経済圏の形成へのアプローチを積極的に模索

対中貿易収支が黒字の周辺国との間で、経常項目の取引を人民元で決済すれば、人民元の流動性が国外に放出される。台湾、韓国、香港、東南アジア諸国連合（ASEAN）などの国や地域に対し、対中貿易黒字によって蓄積された人民元で国内への直接投資を行わせることで、周辺地域における人民元建てによる貿易・資本の循環を形成する。香港は人民元経済圏の形成において積極的な役割を果たすべきであり、香港での各種人民元建てオフショア業務の取扱いを認め、香港を海外の人民元投融资センターとする。香港で人民元建て債券市場を発展させ、人民元の流動性を吸収させるとともに、香港との取引では人民元決済も検討し、人民元の流動性を香港に振り向ける。

Ⅵ. リスク制御の初歩的構想

一般の国有資産管理に比べ、外貨資産価値を維持、向上させることは難しい。検討中の国家外貨投資会社をめぐる動きには、世界の資本市場の関心が集まっている。このため、会社の成立に先立ち、企業統治機構のルール化を図る必要がある。重要プロジェクトや資産価値の向上目標といった意思決定は、国家外貨資産管理委員会に政策決定権を委ねる一方、投資運営の主体については市場を通して行い、リスクを抑える必要がある。

1. 全体的視点から、外貨準備の構造変化が米国にもたらす影響に強く注目

中・米二国間の関係に注目すると、中国は国際収支のバランスシートの一要素である外貨準備を、米国債などの金融商品への投資に振り向けることで、米国が貿易での赤字分を支払うための資金を調達していると言える。つまり、高リスク・高収益で流動性の低い直接投資の代わりに、低リスク・低収益で流動性の高い米国債を購入しているとみなせる。中国の外貨準備が米国に戻っていることが、両国の経済貿易関係を安定させる中で、ますます重要な潜在要素となりつつある。もし、中国が外貨準備の大量の米ドル資産を他通貨あるいは現実資産に換えてしまった場合、市場に動揺をもたらすことは必至である。米ドルに大きな動揺が走れば、世界経済の綱渡りのような均衡が崩れるおそれがある。このため、外貨管理当局は米国債への投資規模の安定を図る必要がある。

2. 適正な分業によって国家外貨投資会社と国家外貨管理局、政策金融機関の競合を回避

国家外貨管理局は、外貨準備の運用や、国際金融市場での分散投資の面では、すでにある程度のノウハウを蓄積しており、手段も開拓されている。国家外貨管理局と国家外貨投資会社の投資分野、商品類別は適正に区分し、競合を回避する必要がある。国家外貨投資会社は原則として、具体的項目に対してグリーンフィールド投資を直接に行わず、主に政策銀行が確立した投融資メカニズムを通じて企業の国外活動を支援する。国家外貨投資会社は、企業に対する直接の投融資を手がけ、中長期投資を柱に据え、短期投資は補助的なものとする。さまざまな直接投融資の手段を用いることで、政策金融機関との競合を避ける。

3. 外貨資産の国内への還流を厳格に規制

当面、国家外貨投資会社は厳しい規制により、外貨資産は主に国外での使用のみを認め、利ざや目的の人民元への交換を厳しく禁じている。今後、為替相場形成メカニズムの改革完了後、国家外貨投資会社は海外を中心に、国内を補助的なものとして投資活動を行うが、自国通貨・外貨資産の間の交換については国家外貨資産管理委員会の承認を必要とする。

4. 活かすべき香港市場の戦略的地位

従来からの資本輸出国が、後発者の参入を阻もうとしている。一部の国際金融組織は、中国がアフリカへ無条件に借款を提供していることを非難しているが、このことは中国資本の対外進出に対する諸国の姿勢を端的に示している。国家外貨投資会社は、国際金融センターである香港の地位や役割を十分に活かし、より多くの外貨を香港市場での株投資に導くべきだろう。香港に基金を設け、海外でのエネルギー・資源プロジェクトへの投資を委ねれば、国有企業による投資活動に対する国際規制を回避できる。香港特別行政区の本土系銀行、本土系機関は、国際市場でのノウハウやガバナンスがかなり成熟しているため、なるべくこれらの機関を通じて運営することが望ましい。

当面は慎重な運営を図り、国の外貨資産を国家戦略に役立て、価値の維持や向上を図るため、有効な手段を模索する。より高次元かつ広範囲の、多様な運用を行うために、強固な基礎をつくる。

著者紹介

張 燕生 (Zhang Yansheng)

国家発展改革委員会マクロ経済研究院対外経済研究所 所長

1955 年生まれ。華中理工大学卒。中央財経大学副教授、国家発展改革委員会対外経済研究所副所長などを経て現職。

張 岸元 (Zhang Anyuan)

国家発展改革委員会マクロ経済研究院対外経済研究所 研究員

姚 淑梅 (Yao Shumei)

国家発展改革委員会マクロ経済研究院対外経済研究所 研究員



Chinese Capital Markets Research