



# 世界的金融危機の中の 中国の新しい国際金融戦略<sup>1</sup>

張 明<sup>※</sup>

## 要 約

1. サブプライム危機の勃発が米国金融商品に対する世界の投資家の信頼を揺るがした。そして危機以降の米国政府が採ってきた救済措置は、投資家に中長期的なドル安に対する懸念をもたらしている。将来、ドルがいったん大幅に下落すると、大量の米国債を抱え、米国の最大の債権者である中国は大きな損失を被ることになる。
2. このようなリスクを回避するために、中国政府は 2008 年末以降、国際金融の分野において人民元の国際化、地域通貨・金融協力、国際通貨システムの再構築という三つのレベルからなる国際金融戦略を模索し始めている。これを通じて、国際通貨としての人民元の役割を強化し、中国のドルに対する依存度を低下させることを目指している。

## 1. はじめに

米国のサブプライム危機に端を発した世界的金融危機は、中国政府に多くの教訓と啓示を与えた。米国政府は金融システムを安定化するために極めて緩和的な財政・金融政策を採用し、これらの政策のマイナス面の影響を考慮せず、インフレとドル安の種を蒔いた。これがきっかけとなって、米国の最大の政府債権者である中国政府は、国際貿易、国際資本移動、外貨準備の管理などの面でドルに過度に依存すると、大きなリスクを抱えることになること気づいた。サブプライム危機は米国に大きなダメージを与えたが、ドルが基軸通貨という地位にあり、米国債市場が「資金の避難所」と見なされることにより、昨年第3四半期以降、ドルの対ユーロレートは下落するどころか上昇している。現在、大量の資金の流入は、米国政府の市場救済策に低金利の資金を提供することになっているが、中長期的には、むしろ資金の流出とそれに伴うドル安と米国債安が懸念される。

世界的金融危機の勃発後、国際通貨システムの外にいる中国は、国際通貨システムの中心にいる米国に比べ、より受身的な立場に置かれている。中国は、このまま米国に資金を提供し続ければ、将来ドルの大幅安という潜在リスクを負うことになる恐れがあると強く認識するようになっ

<sup>1</sup> 本稿は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Policy Brief No. 09028 (2009年4月16日)「世界的金融危機の中の中国の新しい国際金融戦略」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。

<sup>※</sup> 張 明 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

た。このようなリスクを回避するため、中国政府は 2008 年末以降、国際金融の分野においてさまざまな対策に取り組んでいる。これらの対策は、その対象となる範囲が中国から世界へ広がるという順で分類すると、人民元の国際化、地域通貨・金融協力、国際通貨システムの再構築という三つのレベルに分けられる。こうした対策は、世界的金融危機の下で中国政府が国際金融戦略の見直しを始めていることを示している。その目的は国際通貨としての人民元の役割を強化し、中国のドルに対する依存度を低下させることである。

## II、人民元の国際化

人民元の国際化の進展を制約している要因は四つある。第一に、中国はまだ資本取引の全面的な自由化を実施しておらず、人民元は完全に兌換性のある通貨になっていない。第二に、人民元レートは自由変動ではなく、政府介入の度合いが強く、これが国内外の人民元フォワード市場の育成を阻み、ひいては海外の個人と企業の人民元保有を制約している。第三に、B 株市場と QFII（適格外国機関投資家）を除けば、外国投資家は直接に中国資本市場に投資することができず、海外にも人民元建ての金融商品がないことは、人民元が基軸通貨になることを制約している。最後に、中国政府は人民元の国際化に関してこれまで控え目な戦略を採っており、自国通貨の国際化を推進する強い意欲がなかった。

しかし、2008 年 9 月に発生した米国サブプライム問題が世界的金融危機へと拡大した後、人民元の国際化に対する中国政府の姿勢は消極的から積極的へと変わった。2008 年末以降、中国政府は二つの面で大きな成果を上げている。一つは、中国は韓国、香港、マレーシア、ベラルーシ、インドネシア、アルゼンチンの 6 カ国・地域と総額 6,500 億人民元の二国間通貨スワップ協定を締結したことである。もう一つは、人民元による貿易決済の試みを加速したことである。2008 年 12 月に国務院常務会議は、広東および長江デルタと香港・マカオとの間、また、広西および雲南とアセアン諸国との間の財貿易について、人民元による決済を実験的に実施すると発表した。2009 年 3 月の全国人民代表大会と全国政治協商会議の開催期間中に、中央銀行の幹部が、国務院は人民元による対外取引の決済を香港で実験することを決定し、3 月末にも珠江デルタと香港の間で人民元による貿易決済制度を実施する可能性があることを発表した。4 月 8 日に、国務院常務会議が発表した対外貿易における人民元決済の初回の実験都市は、上海市および、広東省の広州、深圳、珠海、東莞の 4 都市である。

二国間通貨スワップと人民元による貿易決済は互いに補い合う関係にある。例えば、アルゼンチンの輸入業者が中国製品を輸入し、人民元建てで代金を支払わなければならない時、商業銀行に人民元借り入れを申し入れる。アルゼンチンの商業銀行は自国の中央銀行から人民元資金を借り入れることになるが、その人民元はアルゼンチンの中央銀行と中国の中央銀行との通貨スワップを利用して調達される。このように、二国間通貨スワップは、中国政府が危機のインパクトに対応するために各国政府と協力して採った措置というよりも、人民元による貿易決済の実験の布石である。もし、他の国が金融危機に陥ったときに援助したいのであれば、中国政府はその国と二国間ドル・スワップ協定を結ぶ方が有効である。なぜなら、他の国は人民元を外為市場の介入に使用することができないからだ。

中国政府は今後も引き続き人民元の国際化を加速させると予想される。まず、中国はさらに多くの国、特に、タイ、フィリピン、ベトナムなどのアセアン諸国、台湾、ロシアなどの重要な貿

易パートナーと、人民元と相手国通貨のスワップ協定を結ぶだろう。また、中国は人民元による貿易決済の実験都市を、アセアン諸国と緊密な関係をもつ昆明、南寧や、政府が金融センターとして重点的に育成していく天津市などに広げていくだろう。

香港は人民元の国際化の過程の中で最大の勝ち組になる可能性が高い。第一に、広東の四つの実験都市の選定は、強くこれらの地域と香港の関係を意識している。第二に、香港自身は東南アジア地域の重要な自由港と貿易の集積地である。第三に、香港は、中国大陸以外で最も人民元が流通している場所であり、また中国と東南アジアの貿易の重要な中継地でもある。第四に、前述の優位性に加え、香港は人民元のオフショア決済センター、海外の人民元フォワード市場、海外の人民元建て金融商品市場になる可能性がある。人民元のオフショア決済センターを作ることにより、海外の人民元は他の通貨と自由に交換できるようになる。海外で人民元フォワード市場を作ることにより、人民元保有者は人民元の為替リスクを回避することができる。海外の人民元建て金融商品市場を作ることにより、人民元保有者はより多くの投資機会を得ることができ、また人民元が地域基軸通貨になることを最大限に促進することができる。このため、この三つの市場ができることは、人民元の国際化が新たな段階に入ることを意味する。

むろん、人民元の国際化の大きな目標は、中国大陸、香港、マカオ、台湾からなる「大中華圏」において人民元が自由に流通し共通の通貨になることである。この目標の達成には、これらの経済のより緊密な結びつきが必要なだけでなく、兩岸（台湾海峡）の指導者の政治的な知恵と長い時間が必要である。

### Ⅲ、地域通貨金融協力

欧州に比べ、アジア諸国の間では景気サイクルの連動性が薄く、経済構造も大きく異なる。また、歴史、文化、宗教、政治などの問題を巡る対立もあり、平時では通貨・金融分野で集団的な行動を採るのは難しく、危機があつて初めて共通認識を得ることができる。実際、1997～98年のアジア通貨危機の勃発がチェンマイ・イニシアティブの誕生を直接促した。同じように、2008～09年の世界的金融危機は東アジアの通貨・金融協力を新たな段階に押し上げるものと期待される。

チェンマイ・イニシアティブは、ASEAN+3（日中韓）の枠組みの中で作られた二国間通貨スワップの取極で、その目的は域内の短期流動性を調整し、ほかの国際金融分野の取極または組織機関の業務を支援することである。しかし、チェンマイ・イニシアティブは、金融危機への対応に関する域内各国の協力を強化したものの、二つの大きな欠点が残った。ひとつは、通貨スワップは二国間であり、多国間でないという点である。これは通貨スワップの資金がより有効に使用されていないことを意味する。もうひとつは、東アジア地域には、独立したマクロ経済の監視機関がないため、チェンマイ・イニシアティブに基づいた二国間通貨スワップに使用される資金の80%は、IMFの融資条件にリンクされている。これは、通貨スワップ資金の使用の自由度を大きく制限してしまう。

2007年5月5日に開催された第10回ASEAN+3財務大臣会議では、東アジア各国自身が運用し、通貨危機に見舞われた時に加盟国が使用できる800億ドルに上る外貨準備プールを作ることが発表された。この発表はチェンマイ・イニシアティブが進展したことを意味する。しかし、東アジアの外貨準備プールはいまだに実現されておらず、特にマクロ経済を監視し、外貨準備を管

理する独立した地域的機関ができていない。

今回の世界的金融危機の勃発以降、東アジアの通貨・金融協力の進展は明らかに加速している。2009年2月22日に、ASEAN+3財務大臣会議はタイのプーケットで「アジア地域における経済・金融の安定回復のための行動計画」と題する共同声明を発表した。これによると、チェンマイ・イニシアティブのマルチ化（東アジアの外貨準備プール）の規模を800億ドルから1,200億ドルに増額し、このうち80%は日中韓が拠出する。このほか、共同準備基金が有効に管理、使用されるように、独立した域内サーベイランス・ユニット（監視機関）を設立し、IMFの融資条件にリンクする資金使用の比率を引き下げられるように取り組む。実際、この独立した地域サーベイランス・ユニットと東アジアの外貨準備プールの取り決めは、アジア通貨基金（Asian Monetary Fund, AMF）の雛形になっている。

東アジア通貨・金融協力が中国の国益に合致することは疑いない。しかし、これについて、中国と日本は主導権を巡って争っている。例えば、東アジアの外貨準備プールの拠出額と議決権について、中国と日本は共に主導的な役割を果たせる立場にある。東アジアの外貨準備プールおよび、将来のアジア通貨基金の拠出割合と投票権のメカニズムをどのように設計するかは、今後の東アジア通貨・金融協力の円滑な推進のカギを握る。

#### IV. 国際通貨システムの再構築

現行の実質上のドル体制の最大の欠点は、基軸通貨の発行国の通貨発行量に対する制度的制約を欠いていることである。金本位制の下では、ドル発行を制約するのは金とドルのリンクであり、ドルが過度に発行されると、他国の政府は米通貨当局に対しドルと金の交換を求めることができた。しかし、この制約は、個別の国の信用通貨が基軸通貨になる現体制の下では機能しなくなった。この体制の下では、通貨の過度な発行に対する有効な制約がないため、世界の通貨体制における流動性の過剰および資産価格の周期的な膨張と崩壊が常態化してしまうのである。

これまでの十数年間、米国の持続的な経常収支赤字と東アジア諸国と資源輸出国の持続的な経常収支黒字を中心に、世界的に国際収支の不均衡が深刻化している。米国の持続的な経常赤字はネットの対外債務の持続的な増加をもたらしたが、ドル資産が全世界の投資家の資産ポートフォリオにおいて重要な地位を占めているため、世界の外貨準備の資金が米国の金融商品を購入する形で米国に還流され、米国の経常収支の不均衡の調整を遅らせた。

しかし、サブプライム危機の勃発が米国金融商品に対する世界の投資家の信頼を揺るがした。そして危機以降の米国政府の救済措置は、投資家に中長期的なドル安に対する懸念をもたらしている。将来、ドルがいったん大幅に下落すると、大量の米国債を外貨準備として抱え、米国の最大の債権者である中国は大きな損失を被ることになる。

このような背景により、中国人民銀行の周小川総裁は4月2日にロンドンで開催された第二回金融・世界経済に関する首脳会合（G20 ロンドンサミット）の直前に、「国際通貨制度改革に関する考察」と題する文章を発表した。この文章は、中国政府の指導者が初めて国際通貨システムの進展方向に対する姿勢を示したもので、国際社会から大きく注目された。

周小川総裁が国際通貨システムの改革に関する提案を発表する狙いは、短期的に見ると、G20 ロンドン・サミットにおける中国代表団の主導権と発言力を強め、また、中期的に見ると、最近の米国の量的緩和策に対する中国政府の憂慮を示すことにある。特に、米連邦準備制度による米

国債の直接の買い入れは、中長期的にインフレとドル安の可能性を高め、これが中国の巨額な外貨準備の価値を低下させかねない。さらに、新興国と途上国の重要な代表として中国政府は、国際通貨システムの今後のひとつの長期的発展方向を示し、それに向けた実現可能性のある政策を提案したのである。

周小川案の最も重要な論点は、個別国の通貨を基軸通貨とすると、発行国の国内政策と世界経済の発展のための政策との間に矛盾が生じる可能性がある、という点である。この「トリフィン・ジレンマ」を抜本的に解決すべく、周小川総裁は、ドルに取って代わる主権国家の枠を超えた基軸通貨を創設し、それに向けて SDR の発行と使用の範囲を拡大し、ドルに対する世界経済の依存度を引き下げることがを提案した。

むろん、ドルに取って代わる主権国家の枠を超えた基軸通貨を創設するには長い時間が必要である。たとえ SDR を基礎に基軸通貨を創設しても同じことである。サブプライム危機はドルを弱めたが、同時にドルの主要競争相手も弱めた。このため、基軸通貨としてのドルの地位の凋落は緩慢かつ長期的なものになる。しかし、そうであっても、中国が世界最大の新興国として、今後の国際通貨システムの発展方向を提示したことは評価に値する。

筆者は、将来の国際通貨システムの進展方向は多極化、つまり米ドル、ユーロ、ACU（アジア通貨単位）が世界の基軸通貨の役割を共同で担う可能性があると考えます。基軸通貨の多極化は、実質的に、通貨発行に競争メカニズムを導入することである。米ドルが超過発行されると、世界の投資家はユーロと ACU を選択し、ドルの地位が低下してしまう。このような競争メカニズムの導入は、基軸通貨の発行国の政策を律する新たな制約になる。また、基軸通貨の多極化は、世界経済と国際貿易の発展方向とも一致するものである。

## V. 補完し合う三つのレベルの国際金融戦略

現在、中国政府は、人民元の国際化、地域通貨・金融協力、国際通貨システムの三つのレベルで国際金融戦略を同時に推し進め、それぞれ成果を上げている。しかし、異なるレベルでの国際金融戦略は必要とする意思疎通、協調、駆け引き、協力の度合いが異なるため、それぞれを遂行するにあたり、中国政府が持っている自由度も異なる。国際通貨システムの再構築はグローバルな共通認識が必要で、地域通貨・金融協力は東アジア域内で協調する必要があるのに対し、人民元の国際化は、中国政府が直接推進することができ、貿易パートナーと調整し、意思を疎通すれば可能になる。また、中国は東アジア地域に対し貿易赤字になっており、これによって相手国に人民元が供給されることは、人民元の国際化にとって有利な条件となる。実際、人民元の国際化は、最近中国政府が重点的に推し進める分野になっている。海外メディアは、中国がグローバルな基軸通貨の発行を提案したのは表向きにすぎず、人民元の国際化が本当の狙いだと評論したのも無理はない。

人民元の国際化と地域通貨・金融協力との間に矛盾があるという見方がある。人民元の国際化は、単独行動を意味するが、地域通貨・金融協力は日本のような先進国と協力しなければならないことを意味するからだという。この見方によれば、中国は将来、人民元の国際化と地域通貨・金融協力への参加の二者の間に道を探るしかない。しかし実際、人民元がある段階にまで発展すれば、人民元の国際化と地域通貨・金融協力は矛盾するどころか、むしろ互いに促進し合うことができるのではないかと筆者は考える。人民元が東アジア域内の貿易決済通貨になることは、東

アジアの域内通貨・金融協力における人民元の地位を高める。そして、中国が地域通貨・金融協力へ参加することは、人民元のオフショア決済センターおよび海外の人民元建て債券市場の創設に一役買う。人民元の国際化については、三つの道が参考できる。米ドルの道（単独の国際化）、マルクの道（地域通貨・金融協力に参加し最終的に消滅する）、イギリス・ポンドの道（まず欧州通貨協力に参加し、その後欧州為替相場メカニズムを脱退する）、である。現段階では、最終選択を急ぐ必要は全くない。

## 著者紹介

張 明 (Zhang Ming)

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

1999年北京師範大学経済学院経済学部卒、2002年同大学修士課程修了。2007年中国社会科学院大学院経済学博士号取得。畢馬威華振会計師事務所（KPMG）、北京師範大学金融研究所などを経て、2007年7月より現職。主要論文・著書に「1990年代以降の貯蓄率に関する研究の最新動向」、『資産の証券化ハンドブック』（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