



2020年までの中国の金融戦略への提案¹

夏 斌[※]

要 約

1. 金融の全面的対外開放に向けて、2020年ごろまでの準備期間において、中国は金融全体に関する戦略の方向として、国内金融の十分な市場化と国際金融の限定的なグローバル化を進めるべきである。国内金融の十分な市場化とは、中国経済が安定成長という課題に直面する中で、できる限り短期間で、市場参入の許可、資金調達コスト、ミクロ政策、金融運営などについて、市場原理に基づいた資源配分を実現しなければならないことを指している。国際金融の限定的なグローバル化とは、為替相場、資本管理、通貨の国際化といった核心的な問題について、成熟した先進国の慣例や、先進国が主導している制度を一挙に受け入れるべきではないことを指している。金融の門戸を開き、全面的なグローバル化に移行する時期が早過ぎれば、方向を見誤るばかりでなく危険ですらある。
2. 中国が取るべき金融戦略は、人民元為替相場の弾力化、資本勘定項目規制の緩和、人民元の国際化、国内金融改革によって構成される。これら四つのうち、国内金融改革は残り三つの前提条件であり、国内金融（経済を含む）の一層の改革がなされなければ、金融の対外開放に困難を来す。この四つの政策は、互いに関連し合っており、金融に関する戦略の実施においては、それぞれの実行のペースと全体の優先順位を適切に調整することが極めて重要である。中国にとって、自ら対処できるこれらの課題に加え、他国との協力を通じて、国際通貨システムの欠陥を改革し、世界経済・金融の不確実性を減ずることも重要なテーマとなる。

I、はじめに

現在、世界は大国の盛衰や交替という歴史の節目を迎えている。その中で各国の経済力の急激な変化を最終的に決定づけるのは経済要因であるにしても、基本的な経済原則ばかりが各国の経済発展を左右するわけではなく、個別の事件や偶発的要素の蓄積も無視してはならない。外部環境が安定しない中では、各国政府、特に大国政府がどのような政策を取るかが今後の歴史の行く末を左右していくことになるだろう。更には、民主主義の性質や政治の民主化のレベルは国によって異なり、政策が経済原則からの乖離を見せる可能性もあるなど不確定要素も増えている。

¹ 本稿は、中国社会科学院世界经济政治研究所『国際経済評論』2011年第2号掲載の「2020：中国の金融に関する戦略にかかる主な考察」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。

[※] 夏 斌 国務院発展研究センター金融研究所 所長

こうした意味から言えば、ある国の金融戦略について研究することは、政策を巡る各国政府間の駆け引きについて研究することでもある。このため、世界で各国間の力関係の激変や国際関係の再編が進む大変革期において、現代の経済学を反映した主流の理論ばかりでなく、世界経済における力関係の変化に即した世界経済秩序を見いだすための理論が強く求められている。つまり、大国の盛衰や交代を反映する政治経済学が必要となる。

また、体制移行期にあり、経済面での台頭を見せつつある大国の金融戦略を考える際、その特殊性や政策のあり方を踏まえた答えを導き出さなければならない。すなわち、自国の経済的利益の最大化を追求すると同時に、いかにして世界経済における力関係や枠組みの変化に順応し、世界経済の成長を促してきたグローバル化の流れを保つかを考えていかなければならない。戦略とは相手を打ち負かすものばかりではない。策定者が何らかの利益を得るための計画が戦略であり、他者をほとんど傷つけずに協調しながら目的を実現することも可能である。例えば、かつての英国や1970年代の米国は、自国の経済発展を実現しただけではなく、世界の経済発展にも寄与した。21世紀半ばには中国が世界一の大国になろうとしているものの、世界は中国が取る政策の現状や意図が判然としないことに対して、そしてその中国が大国となることの危険性に対して多くの不安を抱いている。したがって、中国は明確かつ協調的な金融政策を世界に示すことで、グローバル化の流れを維持し、世界が揃って経済成長を進めていくという立場を見せる必要がある。

II. 将来に向けて求められる中国金融のあり方に関する矛盾

未来の中国における成長がもたらされる理由としては、①高い貯蓄率、②工業化と都市化、③グローバル化、④体制改革の可能性が挙げられる。一方で、厳しい課題も多方面に及び、その中には大国間の地政学的問題、領土の統一や主権の保全、気候変動とCO₂排出、所得格差や腐敗、政治の民主化やソフトパワー、国内外のさまざまな経済、政治、社会問題などが含まれる。純粋に経済成長動向のみを分析する場合は、重要な課題として①高齢化、②資源・環境による成長制約、③経済構造の不均衡、④国際金融秩序の再構築に伴う動揺を挙げることができる。

これらの成長要因と課題は、金融にとって何を意味するのだろうか。成長要因を活かすためにも、課題を克服するためにも、中国における金融のグローバル化を急ぐことが求められる。その一方で、中国は金融について外部環境が安定しているとは言えないため、グローバル化を拙速に進めることは禁物であり、必要に応じて「リスクの排除」や「衝撃の緩和」の仕組みを維持することが求められている。すなわち、金融のグローバル化に対して慎重に臨む必要もある。つまり、今後のさまざまな外的要因を合わせて考えると、中国の金融に求められる姿は矛盾していると言わざるを得ない。金融のグローバル化は必要であるが、金融に関するすべての事項をグローバル化しないことが求められる。

III. 中国金融の現状：「金融発展の遅れ」と「金融弱国」

予想される金融を取り巻くこのような環境の変化に中国は対応できるかどうかを検討するために、まず中国における金融に関する実際の状況と特徴を確認しておきたい。筆者は中国の金融に関する現状を「金融発展の遅れ」と「金融弱国」という二つの概念にまとめている。前者は受け入れやすいが、後者については賛成できない人もいるかもしれない。

筆者は 2007 年に「金融弱国」の考えを提起した。これは主として国際的な比較において、ある国の金融制度やその運用メカニズムが、国際金融市場をリードする立場になく、他国の影響下にある状況についての考察である。こうした視点から見ると、中国における金融の現状について以下の特徴的な事象を挙げることができる。

- 中国は人民元の相場を自由化するわけにいかず、人民元は自由兌換が可能な国際通貨ではない。これは、「金融弱国」であることの主たる証である。
- これによって生じる問題としては、例えば国のマクロ経済政策が他国の「原罪」の悪影響（訳注：米国において過剰消費の調整がなされていないことが中国の外貨準備高の増大とそれに伴う流動性の膨張につながっていることを指している）を受けるといった制度的な弱点がある。
- 国レベルで国内外の資産・債務における重大な「通貨ミスマッチ」が存在する。
- 取引規模の大きな原材料やエネルギーの価格に対する発言権が弱く、中国は「足の不自由な巨人」に甘んじている。
- 金融市場の国際化はまだ初期段階にあり、国際化が進んだ範囲も狭く、国際化の程度も限られている。海外資金の自由な出入りはまだ認められていない。
- 国内金融をめぐる行政によるさまざまな規制が存在しており、表向きは「金融の発展」、「誇るべき成果」と言って胸を張っているものの、実際、中国の金融は初歩的で底の浅い「自己満足」の段階にとどまっている。

Ⅳ、国内金融の十分な市場化と国際金融の限定的なグローバル化

上述した四つの成長要因と課題を基に金融制度が今後求められる形（第Ⅱ節）と「金融発展の遅れ」や「金融弱国」の観点から金融の将来のあり方（第Ⅲ節）を踏まえて分析すると、現在の中国が取るべき選択は一つしかない。金融の全面的対外開放に向けた 2020 年ごろまでの準備期間において、金融全体に関する戦略の方向としては、国内金融の十分な市場化と国際金融の限定的なグローバル化以外に道はない。

国内金融の十分な市場化とは、中国経済が安定成長という課題に直面する中で、できる限り短期間で、市場参入の許可、資金調達コスト、ミクロ政策、金融運営などについて、市場原理に基づいた資源配分を実現しなければならないことを指している。国際金融の限定的なグローバル化とは、為替相場、資本管理、通貨の国際化といった核心的な問題について、成熟した先進国の慣例や、先進国が主導している制度を一律に受け入れるべきではないことを指している。金融の門戸を開き、全面的なグローバル化に移行する時期が早過ぎれば、方向を見誤るばかりでなく危険ですらある。

具体的には、中国が取るべき金融戦略は、人民元為替相場の弾力化、国境を越える資金の移動にかかわる資本勘定項目規制の緩和、人民元の国際化、国内金融改革によって構成される。これら四つのうち、国内金融改革は残り三つの前提条件であり、国内金融（経済を含む）の一層の改革がなされなければ、金融の対外開放に困難を来す。なぜならば、グローバル化された金融システムに適応するためには国内金融の十分な市場化が前提条件となるからである。人民元の国際化は経済大国としての中国の台頭を示す証であり、中国の金融戦略が目指す最も大きな目標でもある。人民元の国際化が進んでこそ、人民元為替相場の弾力化や資本勘定項目規制の緩和も進み、

中国は経済的利益を得るという最終目標へと進めるのである。人民元の国際化には、資本勘定項目の自由化が前提となる。しかし、資本勘定項目の規制は、為替政策に合わせなければならない。為替政策は国内経済構造の改革や安定的な発展を促すテコである。その一方で、経済発展に合わせて為替政策も変えていかなければならない。また為替政策は状況に応じた変化とそれに対する適応を繰り返すことになるとともに、他の三つの要因にも左右される。このため、金融に関する戦略の実施においては、上述した四つの政策について、それぞれの実行のペースと全体の優先順位を適切に調整することが極めて重要である。例えば、人民元の国際化の推進に際しては、為替相場の弾力化や資本勘定項目規制の緩和との連携を必要とするが、同時に人民元の国際化の加速により為替相場の弾力化を求める圧力を緩和できる。為替相場の弾力性を高めるには国内改革との連携が必要であるが、為替相場の弾力化によって資本勘定項目規制の緩和への圧力を和らげ、人民元の更なる国際化に向けた条件を整えることができる。つまり、「限定的なグローバル化」とは、為替相場の弾力化、資本勘定項目規制の緩和、人民元の国際化、国内金融改革について、それぞれ段階的に相互連携させながら進めていくものであり、金融グローバル化への全面的な参加に向けたプロセスである。

「『一歩譲る』ことは、『二歩進む』ための布石である」：「限定的なグローバル化」は、金融の全面的開放に向けた準備期間における苦肉の策であり、利益を確保しつつ弊害を避け、自身を守りながら発展を図り、金融強国への礎を固め、金融の更なる開放に向けて入念な準備を整える狙いがある。漢方医学で言えば、「十分な市場化と限定的なグローバル化」という戦略の真髄は、「虚を与えて邪を避け、虚を以って本を固め、本を固めて虚を扶（たす）け、虚を以って虚を制する」ことである。ここで言う「虚」は「金融」の、「本」は「実体経済」の寓意となっている。

「虚（金融）を与えて邪を避ける」：中国は過去 30 年間、経済のグローバル化への参加者、推進者であるとともに、受益者でもあった。中国が今後、経済のグローバル化による恩恵を更に享受するには、金融のグローバル化にも参加していかなければならない。但し、米ドル主導の国際通貨システムには欠陥があり、国際金融市場には多くのリスクがあるため、金融グローバル化への参加過程では、市場の動揺が中国金融の安定にもたらす衝撃を、最大限回避しなければならない。つまり、金融グローバル化への参加は、「ファイアウォール」を伴った、限られたグローバル化なのである。

「虚（金融）を以って本（実体経済）を固める」：金融の限定的なグローバル化によって中国の金融システムの効率化を図り、経済の構造調整を下支えし、実体経済の実力や競争力を高めることである。

「本（実体経済）を固めて虚（金融）を扶ける」：実体経済の実力や競争力が向上するのにあわせて、金融システムを発展させる必要が高まるため、金融システムへの発展に対する支持を高めることで、金融システムの全体的な競争力を培うことも可能である。

「虚（金融）を以って虚（金融）を制する」：金融のグローバル化に参加し、中国の実体経済の発展を促進する中で、金融システム全体の競争力も高まり、より広範囲における金融開放が実現し、「金融強国」としての実力を徐々に備え、更に積極的な姿勢で国際的な経済・金融秩序の改善に参加することもできる。

V. 西側の一般的な理論では説明できない現実の金融世界

歴史的な観点からであれ、現実的な観点からであれ、金融問題を分析する場合、常にその本質または経済システムを構成する他の要素と比較した上で、金融システムの機能的本質を把握しておく必要がある。踏まえて置くべき点として、次の四つを挙げる。

1. 金融システムそのものは一つの大きなシステムである

通貨から派生する一連の金融商品は、その形態や機能がいかに複雑であっても、その本質はある種の「人間同士の信用」である。その「信用」の存在または機能の実現は、まずはそれ自体の大きなシステムによって成立するものである。そのシステムの具体的な特徴とは次の通りである。

第一に、金融システムは四次元的なシステムである。金融システムが安定的、健全であるかどうかは、①金融政策、②金融に関する監督、③ミクロ的な金融行動、④金融開放（為替制度、資本流動など国際金融を含む）という四つの要素と密接に関連している。一国の金融システムの具体的な状態は、これら四つの要素が影響を及ぼし合った結果である。四つの要素の影響力は異なるため影響のパターンは複雑であり、金融システムの不安定性としてさまざまな事象に反映される。

第二に、金融システムの機能が正常な形で効果的に発揮されるためには、実体経済との適切な連携が必要になる。特に、次の三点を明確にする必要がある。①「金融の抑制」や「過度の拡張」といった指摘はいずれも不適切である。客観的に見て一国の経済はさまざまな発展段階をたどる。そのため、金融運営の形態には段階に応じて様々なあり方が求められる。特定の発展段階にある経済にとって最適な金融システムがほかの経済にとっても最善となるような普遍的かつ唯一の金融システムであるとは限らない。②一国の金融システムが金融市場（直接金融）を柱とするか、それとも仲介者である銀行（間接金融）を柱とするかについては、これまでの経緯や国の経済構造に左右される部分もあるため、絶対的な優劣は存在しない。過去の通貨覇権国を見ると、金融市場を柱としている場合が多い。一国の金融システムを安定的に運営するためには、19世紀の英国や、20世紀の米国のように、自らが主導する市場システムに他国を最大限受け入れていく必要がある。その後のドイツや日本は、先進国の仲間入りはしたものの、国際金融市場の既存の道筋を踏襲することを選び、米ドル主導の国際通貨システムやニューヨーク金融市場の影響下から脱することなく、銀行による仲介的事業の発展を柱に据えた。しかし、これは決して日独両国に自国金融市場や自国通貨の国際化を急ぐ意志がなかったことを示すわけではない。同じように、混業型経営（ユニバーサル・バンキング）と分業型経営の間にも、絶対的な優劣はない。合理的な対応を行うに当たっては、その時の経済発展段階における金融の四つの要素のバランスを見極め、何が必要かを判断しなければならない。一方で、時期によって分業型と混業型を使い分けることも考えられる。米国の金融に関する法制度は1933年の「グラス＝スティーガル法」から1999年の「金融サービス近代化法（グラム・リーチ・ブライリー法）」を経て、更に2010年の「ドッド＝フランク法（金融規制改革法）」へと変遷している。このように、混業型・分業型経営のいずれが絶対的に優位であるかについては米国においても明確な結論は出ていない。

第三に、一般の経済学者にとっては信じがたい、あるいは認めたくないことではあるが、数百年にわたって各国の金融の歴史を振り返ると、金融システムの機能が正常に発揮されるかどうかは、その国の政策決定の枠組みや民主化の進展に左右される部分がかかなりあることが分かる。つ

まり、金融に関する政策という単一の政策が経済発展の安定化において果たす役割を過剰に評価してはならない。

第四に、こうしたロジックから推測すると、金融そのものが一つの有機的なシステムであり、金融システムに現われるいかなるシグナルも、システムの全体を反映したものとなっている。ただ、異なるシグナルがそれぞれ別の時期に人々の注目や関心の的となるに過ぎない。

2. 金融システムは「先天的に」不安定要因と、膨張の危険性を抱えている

こうした特質を生み出す原因として、①金融・通貨システムが「公共財」である一方、それを個人が利用することには「私的財」としての性格があるため、両者が重なると必ず「共有地の悲劇」が生まれ、望まれない形で人々に利用されてしまう、②金融・通貨システムの「公共財」としての性格は、形の存在しない「信用」という心理的要素を土台にしており、リスクとリターンのバランスは脆弱な土台の上でどうにか保たれている、③責任と義務が非対称になっているため、信用の行き過ぎた膨張が起きやすい、④金融システムのサービス対象である実体経済そのものに内在的な周期的変動と、構造的なねじれが存在する、などが挙げられる。このため、国や時期によっては、金融の不安定化や膨張が生じやすい。

3. 金融システムは進化し続けるシステムである

こうした判断は、哲学の「万物は流転する」という考え方を述べたものでなく、金融システムに「先天的に」内在する不安定性や膨張の危険性に即した理解である。なぜなら、「先天的」な不安定性や膨張の危険性は当然の結果として経済に動揺をもたらすため、金融システム改善の方法を絶えず探り、経済の変動を抑えていかなければならない。この考え方は、システムの変革（改革）と既定のマクロ政策との関係を理解するための一助となる。中でも、体制移行の途上にある国では、金融の分野においても、他の分野と同じように、改革や開放に関するすべての措置がゼロからのスタートではないことを、特に強調しておきたい。このため、システムの改革や開放にあたっては、既存のシステムにおける漸進的な変化から質的変容へと進む過程で起きた軽微な変化を見逃してはならないし、それがシステム内の相互依存関係の「本質」に対して与える影響も無視してはならない。つまり、新たな制度への移行過程とは、実際のところ、これまであったシステムの中での均衡を突き破って新たな均衡へと移行する過程であり、新旧の要素を統合してモデルを再構築することである。「再構築」の中で人々は新たな要素を重視するが、一方で古い要素が依然として機能しているかどうか、あるいはどのように機能しているかには無関心である。より注意すべきは、改革開放を主導する者も所詮は人間だということである。人の認識には必ず「偏見」が付きまとう。ジョージ・ソロスの「反射理論」によれば、歴史的事実そのものに人の認識の「偏見」による影響が存在する。このため、現時点における恒久的理論とは歴史的な本質や実践を近似的かつ不正確に反映したものに過ぎない。これら全てが原因となり、金融システムは変化し続けるシステムであることを余儀なくされるのである。

4. 国際通貨・金融システムにおいて国と国の関係は不平等である

世界の金融システムには、各国の多様な通貨と金融システムが共存する。この大きなシステムにおいて、各国の通貨や金融システムはそれぞれ異なる立場にあり、異なる役割を果たしている。金融システムには、規模の経済、範囲の経済、あるいはネットワーク外部性といった自己強化

(あるいは自己弱体化)の特性が存在する。当然ながら、「基軸通貨」や「基軸通貨国」の金融には、リーダーとしての利点や大国としての優位性が存在する。こうした「基軸通貨」はしばしば、自国の金融機関の海外進出に有利な条件を与えているだけでなく、「非基軸通貨」国の通貨や金融の制度・動向をも左右している。これは金本位制の時代でも同じであった。ここで敢えて指摘したのは、「陰謀論」に対して理論的な根拠を与えるためではなく、移行期にある「非基軸通貨」発行国が金融システムや対外開放戦略(主に為替相場、資本管理政策)を策定する場合、こうした特質に特に関心や注意を払わなければならないためである。

Ⅵ. 移行期の為替制度としての管理された変動相場制

為替制度の選択に当たっては、大国、小国、先進国、発展途上国で利益の視点が異なるため、絶対唯一の基準は存在しない。国の経済の規模によって、世界全体の需給への影響は全く異なる。大国の場合、ほかの大国と同一通貨圏内に所属することによる「便乗」は不可能である。歴史的に見ると、大国においても通貨制度選択の問題は存在する。この場合、発展段階に合わせて、国内・国外とのバランスをどのように取るかを考えて為替制度を選択し、これにより、国際通貨システムの大枠も決められるのである。金本位制の時代であれ、ブレトン・ウッズ体制の時期であれ、更には現在の変動相場制の時期であれ、大国は通貨を安定させるための多くの手段を持っている。逆に、通貨のネットワークや規模が小さい国、特に経済開放の進んでいる小国は、為替制度を選択する余地は小さく、大国の定めた国際通貨・為替システムに身を置かざるを得ず、限りある選択肢の中から自国の状況に比較的適した通貨制度を選ぶことになる。しかも、通常、為替投機と国際協調は「基軸通貨」の安定に寄与する。これに対して、「ローカル通貨」を持つ小国の場合、外国との通貨面での協力を取付けることが難しいばかりか、投機的な活動は景気循環を増幅させる恐れがある。このため小国は、為替相場のほかにも、資本勘定項目の規制を設けることなどを通じて、マクロ経済システムの安定化を図る必要が出てくる。先進国に比べ、発展途上国は国際的な経済分業システムにおいて不利な立場にある上、自身の市場も未整備であり、通貨配分のミスマッチや「弱小通貨」という立場もあるため、為替相場の選択はより難しくなる。為替制度の補完的措置として、やむを得ず資本勘定項目にある程度の規制を設けることが多い。

固定相場制、変動相場制の選択を決める理由をめぐって、過去にはキンドルバーガーとフリードマンに代表される二派の論争があった。両派の理論は世界のさまざまな国で採用されたが、それぞれ一長一短があり、条件に合わせてバランスを調整する必要がある。実際のところ、世界には固定相場制と変動相場制を組み合わせた中間的な為替制度が多く存在している。為替制度については様々な理論が存在するが、いずれの理論も国の適正な為替相場の範囲を実現する為替制度の構築が不可能である点是否定することができない。また、特定の為替制度があらゆる国・時期に適用できることを裏付ける理論も存在しない。ウィリアムソンの研究によると、「両極の解」(two corner solutions、つまり完全変動相場制と厳格な固定相場制)のいずれを選んでも危機の回避は不可能であることが示されている。

中国は今後の5年ないし10年間、どのような為替制度を採用するのだろうか。基本的には、台頭しつつある大国が安定的な経済発展を維持できるような金融政策の枠組みを選ぶべきである。特定の通貨と完全に連動する固定相場制を選択したり、完全な変動相場制を選択したりすることは、いずれも中国の利益にならない。特定の通貨に連動する固定相場制は、大国の台頭に向けた

戦略上のニーズを満たすものではない。長期的に見れば、中国に類似した経済規模・経済構造を持つ国はないと言って良い。人民元は特定の既存通貨圏に完全に合流すべきではない。1990年代以降、中国经济の変化の独自性が強まり、外的な変化による影響が小さくなったため、他国の金融政策を中国の金融政策の名目アンカー(nominal anchor)とすることは、経済安定のためには不利となった。一方、中国のマクロ経済調整能力や、市場がどれだけ成熟しているかを考えれば、中国が完全な変動相場制を維持することはできない。同時に、海外で発表された多くの研究論文が示す通り、アジア諸国の貿易面でのつながりや経済成長サイクルの相似性を考えると、アジアにおける独立した通貨圏の設置は、中長期的に見て利点があり、人民元は其中で重要な役割を果たすとみられる。ただし、現段階では人民元をそのままアジアの基軸通貨とする条件はまだ整っていない。

このため、金融の全面的開放に向けた準備期間においては、「管理された変動相場制」が中国にとって有益と考えられる。その利点を次に挙げる。

- ① 米ドルは決して完全無欠の通貨ではなく、危機からの回復にあたって短期的な下落リスクはあるものの国際的な信用性の高さは他の通貨とは比較にならない。人民元と米ドルが相対的な安定（あくまで相対的、である）を保てば、米ドル圏に対する信用に「便乗」できるだけでなく、人民元に対する国際的な認知度を高め、使用を促すことができる。そのうちに、人民元を米ドルから徐々に切り離し、世界に認められる独立通貨とすることができるだろう。
- ② 中国经济が今後も高い潜在成長力を保っている中で、為替相場の上昇が避けられないことを踏まえると、「管理された変動相場制」を採用することは自然な流れである。
- ③ こうした為替制度を選択することで、中国国内における経済構造の調整やモデルの転換のために必要となる条件を整備するための時間を稼ぐことができる。特に、複雑な移行期にある中国のような大国にとって、為替制度の選択にあたっては、慎重さと漸進的姿勢がことのほか重要である。

上述した制度を選択した場合も、ポスト金融危機の時期において、中国の為替制度の改革に必要な関連政策について明確な認識を持ち、迅速な制度設計を進めなければならない。

当然ながら、筆者の示した「管理された変動相場制」の具体的なあり方は、現行の政策内容と似ているものの、若干異なっている。以下で相違点を挙げることにする。

- ① 一定の期間、為替相場の「変動可能範囲」を設定する必要があるが、その範囲は非公開で構わない。また、適切な時期を選んで、切り上げ（切り下げ）を行う可能性も排除しない。
- ② 「通貨バスケット」は、当初は米ドルを柱とするものの、状況に応じてバスケット内の比重を調整することも考えられる。時間の経過に伴って調整がある程度実現した後は、「変動可能範囲」をなくし、実勢相場に近づけることになる。
- ③ 「変動可能範囲」制度を実行するに当たっては、時期を選んで、為替相場の変動可能な範囲を徐々に拡大し、「変動可能範囲」の切り上げ・切り下げの頻度を少なくしていく必要がある。
- ④ 上述した制度の運用は、人民元の地域通貨化へのプロセスと連携して進めなければならない。この連携があつてこそ、資本勘定項目の規制緩和を早め、為替相場の弾力性を高めることができる。
- ⑤ 弾力的な変動相場制に移行するプロセスにおいて、常に弱い上昇圧力を受けている状態、もしくは安定した上昇基調を維持すべきである。

Ⅵ. 中国が守るべき資本勘定項目の漸進的自由化の原則

中国国内の経済学者以上に、多くの海外の経済学者は、資本勘定項目の開放が経済発展を促すと確信している。しかし、これには前提となる条件があり、それが成立しない限り、期待される経済成長への効果が発揮されないだけでなく、金融危機を招く恐れさえある。

長期的目標として、中国は、資本勘定項目の規制緩和を進めるべきである。その理由として、以下の問題を挙げることができる。

- ① 中国経済のグローバル化は、金融のグローバル化と連携して進める必要がある。
- ② 中国が今後直面すると見られる経済・金融発展に関する重大な試練、例えば環境問題、資源の枯渇、あるいは蓄積の進んだ住民資産の投資収益の確保などは、国際金融市場の中で解決されるべきである。
- ③ 人民元の国際化を進めるためには、資本勘定項目の更なる規制緩和が必要である。
- ④ 市場開放が進むにつれて資本勘定項目規制の有効性が失われていくと、規制の緩和は避けられない。

しかし、中国の資本勘定項目の自由化のために必要な条件はまだ揃っておらず、単に市場の境界線を広げるだけでは、自国市場の効率化には必ずしもつながらない。もし、「自主性」の原則が維持できなければ、他市場との融合を余儀なくされて自国市場の効率化につながらないばかりか、ダメージを受ける恐れもある。

このため、資本勘定項目の自由化のプロセスを主体的かつ漸進的に進め、主導権を握ることが中国の資本勘定項目の自由化を進める上での中心となる原則である。この中心的原則の内容は主に次の五点にまとめられる。

- ① 人民元相場の変動範囲が一定の水準に達し、かつ市場の均衡を反映するレベルに達するまでには資本移動に対する一定の規制を維持すべきである。
- ② 資本勘定項目の自由化は、国内の市場化改革と連携させていく必要がある。具体的には、生産要素の価格決定メカニズムの改革、サービス業分野の改革、政府の役割転換、税制改革、金融業の十分な市場化が含まれる。これらの改革により、金融市場などにおける情報格差による外部からの影響をできる限り市場が許容できる範囲内に抑える狙いがある。
- ③ 資本勘定項目の自由化は、人民元の地域通貨化のプロセスと連携して進める必要がある。資本勘定項目の自由化は、人民元の地域通貨化を唯一の目標としているわけではないが、地域通貨化を基調路線として徐々に進めるべきである。今後数年間、資本勘定項目の自由化は、外貨が主導する環境で進められつつも、徐々に人民元に軸足を移していくことになるだろう。このことは、中国における資本勘定項目の自由化に特有の動きと言えよう。原則として、外貨建てで行われてきた資本の国際移動を、今後はすべて人民元でも行えるようにしていく。
- ④ 資本勘定項目の開放は、マクロ・プルーデンス政策に基づく金融監督やマクロ経済調整の柔軟性の強化に合わせて進めるべきである。具体的には、資本取引の自由化が進むにつれて、金利裁定や投機などに伴う資本移動の規模が巨大化するため、これまで量的規制や行政措置が主体だったマクロ調整政策の有効性が急降下しかねない。このため、マクロ調整の柱を金利政策など間接的なツール切り替える必要がある。
- ⑤ 資本の国際移動に対しては、時期や状況に応じて異なる監督方針を取る必要がある。不法な、あるいは政治的要素による資金の移動については、通常の資本移動に対する監督措置ではな

く、マネーロンダリング対策の枠組みで対応すべきである。

Ⅵ、中国の台頭に伴って求められる人民元の地域通貨化

もし世界に平等かつ安定的な国際通貨システムがあれば、中国の台頭に当たって、人民元という主権通貨の国際化をことさら追求する必要はない。問題は、昨今の金融をめぐる状況が平穏ではなく、多くの問題を抱えていることである。現実の金融をめぐる状況が中国の発展にもたらす悪影響を避けるためには、人民元の国際化が避けられない。もちろん、人民元が完全な国際化を果たして世界の主要準備通貨となるまでには長い道のりが必要になる。ただし、国内外における経済発展に関する長期的見通しを考えると、現時点で人民元の国際化に着手することは、今後10年間の金融に関する戦略の進展に大きく貢献するだろう。その意義は次の通りである。

第一に、人民元の国際化を進めることは、経済のグローバル化を進め、世界や中国の経済成長を図る上で必要となる。経済のグローバル化を維持するためには、各通貨間の為替相場が安定していることが前提条件となる。米国経済が抱える重大な問題や、国際通貨システムの欠陥に対し、各国は国際通貨システムの改革を呼び掛けている。米ドルの覇権という現状を維持したままでの改革では、最善の答えは見つからないだろう。このため、今後かなり長い期間にわたって、多様な国際準備通貨システムを模索することが世界経済にとっての次善の選択となる。こうした声のある中、中国は世界第二位のGDP大国となり、なお急成長を続けている。中国の貿易額は世界最大で、世界経済の「メインエンジン」となりつつあるアジアの中でも驚くべき発展を遂げており、人民元の為替相場も安定的な上昇基調にある。人民元の国際化が実現すれば、経済のグローバル化を安定的に進める上で希望が生まれる。それはアジア経済にとっての福音であり、世界経済の利益の拠り所でもある。これこそ、人民元の国際化を進めるに当たって世界に示すべき最も重要な意義である。

第二に、中国経済にとって均衡の維持や成長持続が必要であるのと同様、人民元の国際化も必要である。1980年代以降、資金が不足していたため、中国は輸出主導で外貨を蓄積することが経済の向上のために必要だった。その後、国力の拡大に対する興奮や、成長に対する乏しい経験、更には成長軌道が惰性となってしまった中で、中国経済は政策的なミスを犯したり、無意識のうちに米政府の誤った政策に巻き込まれたりした。その結果、20年間にわたる世界経済の「過度の繁栄」期に大量の米ドルを蓄積してしまったため、構造的なバランスにねじれを来し、大きなリスクに直面している。その上、中国は膨大な生産能力を抱えている一方で、米国は過剰となった消費を抑えなければならない。こうした中で、中国が高い成長率を維持し、経済の潜在的な成長性を最大限に引き出し、世界の経済成長に大きな貢献を果たすためには、人民元の対外投資、バイヤーズ・クレジット（Buyer's Credit）、人民元決済などの方法を駆使して、世界的な範囲での政策調整に対する中国政府の影響力を拡大することが不可欠になる。巨大な生産能力をアジア、アフリカなどの新興国へ移転させ、これらの国における新規投資や購買力を育成してこそ、アジアや世界の経済成長の安定化が実現する。こうした役割は第二次世界大戦後における米国や米ドル経済に類似しており、世界の経済発展にとって必要な役回りである。

第三に、人民元の国際化の推進によって中国の金融システムの全面的な効率化が可能になる。人民元の国際化により、中国の金融は更なる対外開放を迫られることになり、「金融発展の遅れ」や「金融弱国」の現状の打破につながる。

第四に、金融についての歴史を見ると、大国の経済的台頭そのものが、自国経済の開放度や、国際的影響力に見合った国際通貨によるバックアップを強く必要としている。経済大国が台頭する際に、その通貨が国際通貨となることがしばしばあった。特に、信用通貨の時代においては、自国通貨の国際化なくして大国の台頭は不可能、あるいは不完全なものになってしまう。

第五に、人民元の国際化は、経済運営リスクを防ぐためにも急がれる。米ドル主導の国際通貨システムは大きな欠陥を抱えており、人民元の国際化は少なくとも大国の経済運営をめぐる三つのリスク回避に役立つ。

- ① 流動性リスク。中国政府はつまり、人民元の「最後の貸し手」であるためである。
- ② 通貨配分のミスマッチがもたらす市場価値の変動リスク。外貨建ての資産を保有することは、本質的には自国の金融市場における政策当局の主導権の一部を他国政府に譲っていることになる。
- ③ 価格決定権に関するリスク。基本的に通貨発行に関して制約を受けない発行国は、資金の所有について相対的に有利な立場にあり、短期的には世界での取引において他者に価格決定権を掌握されるリスクを相当程度回避できる。

第六に、人民元の国際化は、昨今の国際通貨システムの欠陥に対応するための効果的な手段である。現在、米ドルの発行は制約を受けておらず、米ドルが主導する国際通貨システムには多くの欠陥が存在する。このため、世界各国は国際通貨システムの改革を求めている。今後の世界の通貨システムの変化から見れば、「超主権的な基軸通貨」を打ち出すことが最も理想的である。しかし、国際協調の難しさを考えれば、永久にあこがれや理想で終わるかもしれない。仮に実現されても、おそらく非常に長い道のりが必要だろう。「通貨の歴史全体を貫くテーゼであるが、最も重要な金融大国は国際通貨の改革を拒む。その方が自らにとって利点があるからで、なぜなら改革によって自国通貨の独占力が低下してしまうためである」（ロバート・マンデル）と言われた通りである。このため、現実的な選択としては、実力の拮抗する複数の国際通貨の相互競争を通じて互いが制約し合い均衡を保つ局面を形成する程度で精一杯であろう。人民元はすでに世界に関連する国際組織や専門家が期待を寄せる均衡形成要因の一つと見なされている。

人民元の国際化は客観的事実として必要であり、潜在的には大きな可能性を秘めている。一気呵成に国際化を進めるわけにはいかないが、人民元の世界通貨化については現時点ですでに一部の条件が整っている。2020年までの間は、人民元の国際化の目標として、まずは地域通貨化を進めることになるだろう。地域通貨化は、地域的な制約はあるものの、国際通貨としての機能そのものに質的な違いがあるわけではない。

地域通貨化を進める際、次の三つの方針を貫徹しなければならない。

一つ目は、手を尽くして国際市場における人民元の供給を増やさなければならない。これには、人民元による国外投資やバイヤーズ・クレジット、対外支援、中央銀行による通貨スワップ協定、適格国内機関投資家（QDII）による人民元投資枠の拡大が考えられる。

二つ目は、中国の資本勘定項目がまだ完全には自由化されていないことを踏まえ、まず海外で他の自由兌換通貨と同様なサービス、つまり預金、融資、決済、資産管理、為替リスク回避などの全方位的な業務を人民元建てで展開し、大量の人民元を海外で循環させることのできる仕組みを作る。

三つ目は、海外の投資機関や個人投資家による人民元への投資意欲を促し、海外の資産保有者が中国経済の急成長による収益を得られるようにする。このためには、国内金融市場と国外金融

市場を結ぶ、「管理されたパイプ」作りが必要になる。これには国内機関・企業に対して海外での債券発行を認めたり、適格海外機関投資家（QFII）の人民元投資枠を拡大したり、海外の人民元建てファンドによる国内の実体経済における活動や債券市場への投資を認めることなどが考えられる。人民元を地域通貨に育てながらも、資本勘定項目の完全な自由化は行わない事を踏まえれば、国内外市場をつなぐ「パイプ」は、限定的かつ段階的に築いていくしかない。これは次善の策であるが、「限られたグローバル化」という金融戦略方針においてやむを得ず取った選択でもある。

また、同様に注目しておくべき点として、人民元の国際化は現在の国際通貨システムを補完する措置の一つであることが挙げられる。このため、この目的に役立つ世界の他の動き、つまり、IMFの改革や、IMFの特別引出権（SDR）における人民元シェアの拡大、他地域における「地域通貨」化や「通貨同盟」に向けた模索、アジアの各金融分野での協力、などについても同様の戦略的観点から、十分な関心を払って支持していくべきである。

Ⅸ、急がれる外貨運用原則の修正

西側の中心的な理論や、中国が長く外貨不足に悩まされてきた過去の経緯から、外貨準備の運用においては、「安全性、流動性、価値保全」の原則が長期に亘って強調されてきた。ある段階においてはこの方針は確かに正しいだろう。しかし、中国が巨額の外貨準備を保有するようになった今、こうした方針はなおも通用するのだろうか。修正が必要ではないのだろうか。国民全体の福祉という角度から考えると、次の問いに対して答えを出す必要があるだろう。

- ① 中国の外貨準備が「適切な水準を超えている」という問題は存在しないのか。
- ② こうした「適切な水準を超えている」外貨準備を、安全性、流動性、価値保全という従来の外貨準備資産の運用先に関する原則は満たさないものの、国家戦略に利益をもたらす分野に振り向けることは可能か。
- ③ 可能であれば、何を戦略的利益と考えるのか、また運用はどのように実現するのか。関連の監督体制との連携が必要ではないか。

①の問いに対しては、米国の金融危機、米ドルの下落リスクが存在している今、異論はないだろう。

②の問いに対しては、中国政府はすでに一部で実践できないかどうか模索を進めているものの、相当数の人が懸念あるいは反対を表明している。外貨準備資産はそもそも中央銀行が市場に通貨を投じて購入したものであり、中央銀行の資産である以上、「手をつけてはならない」と考えられている。しかし、中央銀行が通貨を投入して購入したものであれば、市場（政府を含む）が人民元（債券発行により得た人民元を含む）を使って中央銀行から買い戻せばよいのではないだろうか。それは合理的な市場行為とは言えないだろうか。市場の参加者が人民元を使って中央銀行から外貨を買い取り、輸入や対外投資に使用することができれば、国内における市中通貨の過剰という圧力も緩和できて国民の福祉水準や企業の競争力向上にも役立つ。しかも中央銀行のバランスシート上のリスクを高めることはない。中には、国の外貨資産を使用すると、国の金融の安全にかかわると言う意見もある。しかし、金融の安全とはいったいなんだろうか。実のところ、「適切な水準を超えている」外貨準備を合理的かつ戦略的に活用することは、金融の安全を脅かさないばかりか、運用が適切であれば、マクロ経済構造における均衡や実体市場の競争力向上に

もつながり、中国全体の金融の安全を強化することにつながる。しかも、戦略上の目的での外貨使用にあたっては、十分な流動性がすでに確保できていることが前提となっており、過剰となった外貨準備の一部分のみが対象となる。

中国の外貨管理制度を修正するためには、外貨運用に関連する具体的な手順を改めて明確にする必要がある。つまり、①国際収支の均衡を維持するための必要分を確保する、②一定量の外貨を外国為替市場への介入に用いて為替相場を調整するための必要性に応える、③国家経済の持続的発展のために活用し、国民の福祉水準の向上を含む戦略上の利益を得る、④余剰となっている外貨準備資産を比較的収益性の高い金融資産への投資に振り向ける、という手順である。④については、現在の中国投資有限責任公司による資産価値拡大のための投資事業を参考にしたい。この項目を最後に挙げたのは、①～③の用途は中国の持続可能な経済成長にとって重要で、戦略性が認められるためである。もちろん、中国投資有限責任公司の現在の投資プロジェクトには、①～③の目的と重なる部分もある。だからこそ中国の外貨準備資産の管理体制を改め、再度明確にしておくことが必要なのである。

外貨準備の運用による戦略上の利益とは何だろうか。中国経済の長期的かつ安定的な成長や国民の福祉向上に役立つ中心的、長期的かつ重要な要素はいずれも戦略上の利益と見なされるだろう。具体的には、次の内容が考えられる。

第一に、国民経済の中に長年蓄積されてきた構造問題の解決に役立つ。例えば、外貨資産によって国外の進んだ技術や重要設備を購入するなどの方法が挙げられる。

第二に、中国を悩ませる環境・資源問題の解決に役立つ。例えば、重要資源の購入などが挙げられる。また、国内企業による海外のエネルギー企業や重要な原材料を生産する企業への資本参加や買収を支援したり、環境汚染の対策に使用する重要な設備・技術を輸入したり、汚染の処理や砂漠化対策など公共の利益に役立つ製品を提供することも考えられる。

第三に、中国経済の更なる台頭や、金融強国への基礎づくりのため役立つ。例えば、グローバル金融機関の育成や、これら金融機関による国内外での企業買収、現地機関設立への支援が考えられる。人民元の国際化という長期的な戦略から考えると、時期を見て金の備蓄を増やしていくことも望ましい。

第四に、外部の混乱が中国経済にもたらす想定外の悪影響を防げる。アジア地域における金融協力の仕組みを通じて、国際準備通貨システムの改革における国家戦略上の利益が得られるかどうかを模索する。これには、通貨スワップなどを通じて、アジアやアフリカ諸国や上海協力機構（SCO）加盟国を支援し、経済状況や為替相場の安定を守ることが含まれる。起こり得るリスクを中国に波及させないばかりでなく、これら諸国と一体化した経済貿易活動を通じて安定的な収益を実現することにもつながる。国家戦略上の利益としては、米ドル準備資金を活用してアジアの資本調達市場やアジアにおける実体経済の発展を支えることが挙げられる。これによってアジアによる米国債購入などの対米投資という形でのアジアや中国が保有する米ドル建て準備資産の米国回帰を抑える一方で、米国の国際短期資金によって行われる対アジア投資の頻度を減らし、資産バブル形成の圧力を下げ、米国の「双子の赤字」下での資産の膨張が世界経済にもたらす不安定要因の影響を減らすことができる。更には、外貨準備資産を活用して、国際通貨システム改革へ参加することによる戦略上の利益も考えられる。もし、IMFの債務を購入すれば、IMFの資金調達力が改善され、中国の対IMF出資比率が拡大して人民元をSDRバスケットに加える上でもプラスになる。これらすべてが中国経済の更なる台頭に必要な為替相場の安定をもたらし、維

持することにつながるのである。

第五に、国民の福祉水準向上に役立つ。すでに提案した通り、ごく一部の外貨資産を社会保障システムの構築に活用したり、住民の医療水準向上に直接役立つ重要医療設備の輸入に充てたり、資本参加や株式取得などの形で関連機関を支配下に置き、有償で経営することなどが考えられる。

外貨準備資産の運用には戦略上の利益がある一方、問題点もあることを強調しておきたい。ここでは以下の二点を挙げることにする。

第一に、政府が所有する巨額の外貨と、民間による外貨保有との関係を、適切に調整しなければならない。中国政府の外貨準備高はここ数年、世界トップを保っているが、輸出大国である日本やドイツとは状況が異なる。2007年末時点で、対外純資産に占める政府資産（主に外貨準備）の割合は、日本が44%、ドイツが14%だったのに対し、中国は150%にも達した。その結果、中央銀行による大量の外貨購入により、国内では巨大な通貨供給圧力が生じた、国が集中的に外貨資産を保有することによるリスクが増大した、という二つの問題が生じた。このため、中国における政府主導型の外貨準備構造を改め、国内金融市場の発展と多様化を図り、「民間による外貨保有」や「民間による外貨使用」を促すことは、中国の外貨管理原則を修正し、戦略上の利益を求めると、あるいはその準備段階において解決すべき重大な政策課題となっている。国内の金融市場を発展させ、多様化させる方法については、「政府による外貨保有」から「民間による外貨保有」への一部移行が考えられるが、具体的な措置について筆者はこれまで詳述したことがある。こうした政策の調整に当たって、長年の市場化プロセスに鍛えられた民間の力が外貨投資による収益力の面で政府に劣らないことを政策決定者は信じるべきである。これは歴史的な一歩であり、遅かれ早かれ必ず踏み出すべき道である。同時に、民間における外貨活用は、通貨の需給や国際収支の均衡改善にも貢献する。外貨準備のリスクを多様な経済主体に分散することは、国に集中するリスク負担の軽減にも役立つ。

第二に、中国の台頭にあたって、金を準備資産として買い増すことの戦略上の意義を真剣に考える必要がある。単なる金本位制度への回帰が不可能で短絡的な道であることは、周知の通りである。地球上の金埋蔵量はわずか16万3,000トン程度であり、うち取引可能なものはわずか17%であり、現在の世界貿易における金融取引をまかなうことはできない。金を買い増しする真意は、米ドルやユーロといった信用紙幣に比べて資産価値が上がる、または下がるといった相対的な利益を考えるためでもない。主として、人民元の国際化という長期的な戦略に基づく思考である。長い国際化のプロセスにおいて、ある国の信用通貨が国内通貨から国際通貨へ変化するに当たって、生産能力や貿易規模、金融市場で取り扱われている資産の多さや取引の自由度、そして通貨価値の安定といった要素はもちろん重要だが、その国が相応の「最終的な償還能力」を持っているかどうかは無視できない基礎的条件であり、不可欠となる裏付けである。大国における通貨の盛衰を振り返れば、かつての英ポンドであれ、現在の米ドルであれ、台頭の初期には最終的な償還能力を裏付ける金資産の形成が重視されていた。英ポンドの衰退に伴い、イングランド銀行の発行したポンド紙幣に対する金資産の比率は急落し、1914年の148%から1919年の21%へ下降した。米ドルの台頭に伴い、米国の金資産保有量の発行紙幣総額に対する比率は、逆に急激に上昇し、1914年に0.59%であったものが1939年には278%へと伸びた。米国で「100年に一度」というほどの金融危機が発生した現在、財政は大きな困難に陥っているものの、米国政府は1オンスたりとも金を手放そうとしていない。逆に、紙幣を絶えず発行することで、全地球を巻き込んで活路を見出そうとしている。このことから、金は戦略を裏付ける重要な意味合い

を持っていることが分かる。中国政府は金などの貴金属に対しては、決して短期的な視点に立つべきではなく、3年、5年程度の目先の利益に囚われてはならない。

上述した外貨準備資産による戦略上の利益や、真の意味での多様な運用を実現するためには、中国の現在の外貨管理体制を調整することが不可欠となる。長期にわたる外貨不足のため、中央銀行（外貨管理局）を唯一の外貨管理機関とすることにいかなる不合理もなかったが、外貨準備資産が増え続ける中で、国内での通貨調整が困難を増しているといった問題がある。全体的な国益や戦略上の利益に基づいて上述した外貨運用の四つの手順を進めるのであれば、中央銀行（外貨管理局）がマクロ経済の調整を一手に引き受け、同時に日常的な一般投資や戦略的運用などの複雑な役割をこなしていくことは明らかに困難である。外貨の多様な運用という観点からは、2007年に中国投資有限責任会社が設立された後における、同社の大胆な運用は評価されるべきである。しかし、上述した四つの手順のうち、国家の戦略に沿った運用は、石油や資源、重要設備、技術などの国民経済における多くの業界、分野、管理部門にも関係する。外貨がもし一つの行政部門だけで運用された場合、国家戦略の布陣や計画、具体的な政策実行を進めることは難しい。なぜなら、中国投資有限責任会社の人員の多くは金融、投資分野の人材であり、人材の幅が狭く経験が不足しており意欲はあっても力が伴わない、多様な運用を行うに当たっても部門間の連携に乏しく非効率的で好機を逃す恐れがある、といった問題を抱える。このため、国務院の下に国家海外資源投資委員会（エネルギーに特化した2009年発足の国家エネルギー委員会とは異なる）を早期のうちに発足させ、国務院の下部機関を参加させることが望まれる。ここで巨額の外貨準備資産を③の運用に充てる場合の上限額を共同で検討した上で、石油やその他鉱産資源、重要設備、重要技術などの各分野の分配額や調整に関連する原則を定める必要がある。委員会内では業界ごとに業界投資チームを設け、関連企業・機関の参加を募り、情報収集や分析、計画調整の事前準備段階での投資や、外貨資金の具体的な調達を担当させる。

外貨準備資産全体で、順次①～③の目的が達成された場合、残った外貨を④の目的、つまり中国投資有限責任会社などを通じた金融投資に充て、より高い収益を求めることになる。

X、国際通貨・金融システムの改革

中国の金融戦略の方向性を分析する上では、為替相場、資本管理、人民元の国際化など、自ら対処できる課題に加え、他国との協力を通じて、国際通貨システムの欠陥を改革し、世界経済・金融の不確実性を減ずることも重要なテーマである。この問題を解決することは、中国に対する金融自由化を求める外圧を弱め、金融戦略をスムーズに進める上で非常に有利にはたらくが、これは過去30年間の改革開放で経験したことの無い試練であり、長い時間が必要となる。その上、中国の経済成長は、2011年以降の10年間、大きく鈍化するとみられる。そのため、中国はこれまでにない注意を払って、国内・国外の二つの金融市場における資金配分を注視する必要がある。対外開放の目標について、資本導入や西側諸国の金融市場における運用手法の吸収などの従来の低いレベルの思考を捨て、歴史的な流れを踏まえて対応策を打ち出し、リスクを未然に防ぐ一方、主体的に攻勢をかけ、国際経済・金融における協力を積極的に参加することを通じて、ウィン・ウィンの外部環境づくりに努めなければならない。

主体的かつ積極的な態度とは、G2メカニズムのイニシアチブを認め、中国が世界経済を主導することではない。グローバル化の流れを維持し、国際通貨システムや国際金融監督体制の改革

を通じて、発展途上国や新興国の利益を代弁し、世界経済の安定的な成長を促すことである。もし、主体的かつ積極的な姿勢を取らなければ、逆に中国の金融戦略の実施にも影響を来たすことになるだろう。

中国にとっての「もう一つの戦線」をなす国際通貨・金融システム改革の内容として、以下のものが想定される。

- ① 終始一貫して IMF の改革を支持し、人民元を SDR バスケットに含まれる通貨の一つとすることを旨とし、国際通貨システム改革にあたって、IMF や国連による新たな SDR 案などの議案を支持していく。
- ② 各地域通貨や「通貨同盟」に関連する研究や開発を支持する。
- ③ さまざまな方法を用い、SCO を含むアジア地域における金融協力を支持し、地域的リスクに対する救済の枠組みを構築する。
- ④ 人民元建てによる貿易決済と人民元の国際化を進め、中国人民銀行と各国、各地域の中央銀行との通貨スワップ提携を通じて、中国の経済力を活用し、世界の経済の安定的発展に向けた様々な道を探る。
- ⑤ 中国政府の関連部門は、先頭に立ってアジアの債券市場を推進していくことに、より力を注ぐべきである。アジアは世界で最も潜在成長性の高い地域であり、アジアは貯蓄率が高く、外貨準備高が最も多い地域である。アジアにおける米ドル建てによる債券市場の発展を通じて、アジア経済の発展を推進することは、アジア経済のみならず、中国の経済・金融戦略の実現にも役立ち、しかも主要国による通貨の乱発を間接的に抑えることができる。
- ⑥ 人民元の海外進出プロセスに合わせ、米ドル建てによる対外援助、米ドル建てによる融資、米ドル建てによるアジア債券購入などの手段を駆使して、発展途上国や ASEAN 諸国の発展を促す。これにより、経済のグローバル化やアジア経済一体化を更に推進し、中国としての利益を図る。
- ⑦ 世界的な「マクロ・プルーデンス政策に基づく金融監督」や「世界の金融監督対策」について、国際組織が打ち出す制度措置を支持し、レバレッジ効果を抑え、世界の金融システムや経済発展の安定化を図る。同時に「自主性」を貫き、中国の経済発展の「余地」をより多く残す。国際的な金融監督のリーダーという虚名は不要である。

つまり、国際通貨・金融システム改革に向けて、中国はもはや受け身の立場を捨て、主体的に局面を動かすための「アイデアの提供者」となるべきである。また、目の前の問題にあたふたと答える「受験者」でなく、深慮遠謀をめぐらした「出題者」になるべきである。国際通貨・金融システム改革は政府の国際担当部局の専売特許ではない。国全体の利益がかかっているだけに、真剣な対応と関連部門による緊密な連携が必須となる。

Ⅺ、重視すべき市場主導の原則と外部リスクへの対応

中国国内における金融改革は、非常に幅広く、多くの内容を含む問題である。金融は「四次元」型の「一つの大きなシステム」であるという筆者がここまで述べてきた視点からではなく、一般的な理論である「金融システム」の概念のみに基づき論じる場合でも、金融という概念は、各種金融機関によって構成される金融機関のシステム、各種の金融商品をツールとして運用される金融市場のシステム、主として各種の法律制度に体现される金融政策や監督のシステムから構

成される。更に踏み込んでいずれかのサブシステムの内容を改めて個別に論じれば、より多くの問題に触れなければならないだろう。このため、本文では内容を割愛し、重要性の高い事項について重点的に答えを示すことにする。戦略的な角度から見て、中国における金融が改革を経てどのような状態になるべきなのかを柱に据えて考察したい。

現実の中国における金融を取り巻く問題は、純粋な国内問題として見た場合、金融機関や金融商品の参入許可規制の市場化、中国の金融市場システムの統一と改善、中小企業の資本システム整備、政策金融（農村・農民・農業向けの金融など）の支援、国有金融資産の管理、市場が開放される条件下での金融政策の調整システム、マクロ・プルーデンス政策に基づく金融監督の枠組みの整備、各金融当局間の連携など、多岐にわたる。率直に言って、現在の「金融発展の遅れ」という状態を解決するには、様々な改革を合わせて進める必要がある。過去 30 年間の改革の経験から考えると、これら一連の改革は政治・社会・経済の複雑かつ矛盾を含んだ関係の中で包括的に考え、穏やかに進めなければならない、社会全体としての安定性を重視する必要がある。しかし、今後の中国経済がグローバル化の恩恵を受け続ける中で、商品・資本の自由な国境移動や為替相場の自由変動を認め、十分に市場化されたグローバル経済に溶け込むことが強く求められるだろう。これをなくして、中国経済の台頭はあり得ない。このため、今後の中国の金融改革の柱として、最も難しいことではあるが、国内の複雑かつ矛盾を含んだ関係の中で、終始一貫して市場主導の原則を維持していくことが不可欠である。これは、中国の金融改革において回避できない最も重要な原則であり、核心的なルールであり、中国経済が真の意味で「歴史的な偉大なる復興」を果たす上で重要なことである。金融の全面開放に向けた準備期間において、一部の政策措置に行政主導、政策主導が残ることは仕方ないが、あくまで一時的な、やむを得ない過渡的な措置であることを十分認識しておく必要がある。中国の金融改革は、あくまで市場主導で進めなければならない。

今後の世界経済・金融の不確実性や急激な混乱の再発に対応するためには、中国は、為替相場の更なる柔軟化、資本勘定項目への規制緩和、人民元の地域通貨化などの改革開放を進める上で終始外部の経済・金融環境の変化を注視し、新たな環境に適応し続ける必要がある。また、外的な影響に対応するためのセーフティーネットの構築も忘れてはならない。なぜなら、中国が「金融強国」になるまでの間、外部リスクは金融政策などを通じて国内金融システムへ波及しやすいからである。このセーフティーネットは、（新バーゼル合意など）現在の西側金融強国において議論されている「マクロ・プルーデンス政策に基づく金融監督」の枠組みに似ているが、その内容をすべて満たした水準とは程遠く、この点をはっきりと認識すべきである。前述した通り、西側の金融理論では現在のグローバル金融システムが不平等な土台に根付いていることを認めていない。しかし、国際金融システムに不平等が存在することの裏付けがある。つまり、世界の基軸通貨国に金融危機が起こった時、必ず非基軸通貨国に影響が及ぶが、一方で後者を危機が襲った場合は、それが前者に波及するとは限らないことである。揺れ動く現在の世界経済において、非基軸通貨国の政策にいささかでもミスがあり、その政策リスクが世界の金融市場に知れ渡れば、たちまち重大な災難に見舞われることだろう。一方、世界の基軸通貨国の「小さなミス」は、為替相場やその他マクロ経済指標の変動、問題の蓄積にはつながるものの、危機的な状況をもたらすことはない。このため、移行期にあり、途上国である中国にとって、国内の改革措置であれ、対外的な開放措置（国内の改革措置も、同様に対外的な開放措置の効果に影響する）であれ、実行する時期と程度に常に注意を払い、外部リスクをさえぎる防波堤の構築に役立つかどうか注視

する必要がある。

Ⅺ、政府の政策決定の能力は、金融発展の不足を改めるカギ

なぜ、中国の金融は長きにわたり「金融発展の遅れ」や「金融弱国」から抜け出せないのだろうか。なぜ長く叫ばれてきた問題を一向に解決できないのだろうか、そしてその根本的な原因は何だろうか。純粋な金融分野の分析に基づいて「政府による規制と介入のせいである」と答える人もいる。現象としては確かに正しい。更に踏み込んで、①政府はなぜある時期には規制や介入を一部緩和し、別の時期には強化するのだろうか、②ここで言う政府とは最高政策決定者か、それとも政府の当局担当者のことを指すのか、など、各原因を突き詰めて一つ一つ因果関係を分析すると、過去の金融改革はトップダウン型であることが多く、現在はボトムアップ型であることが多いものの、すべては政府が相対的には主導権を握りながら進めてきたことが分かる。では政府とは何だろうか。多くの異なる行政レベルの人員が集まって構成され、既定の規則に従って管理を行う組織である。つまり、一義的には政府の金融改革に対する認識や態度が、改革の進展を直接左右すると言える。政府は部門間の利害関係にこだわっているという人もいるが、実のところ、中国ではどうしても解決できないような部門間の利害問題は存在しない。現行の行政体制において、最高政策決定者が力を入れている政策を、執行部門が妨害することはできない。残念ながら、最高政策決定者が市場改革のニーズを知る上で、意思疎通の不足や情報格差の問題が積みまとうため、執行部門に対する監督の有効性は不十分である。もちろん、政府の関連部門による改革に対する認識の不足、行政的な問題が存在することも考えられる。

認識や姿勢に影響する主な要因として、三つを挙げることができる。

まず、金融システムの安定性が過剰的に、あるいは一方的に強調されていることである。改革そのものが学習過程であるため、政府は中国における金融を発展させようとしても、ノウハウが乏しい上、他国における自由化のプロセスの失敗例を見聞きしている。このため、自由化に際しては慎重を期せざるを得ないが、慎重になりすぎると、全く実行できないという状況に陥ってしまう。これは、中国の過去30年における金融改革が断続的なものに留まり、常に「遅れ」が生じていることの根本的な原因の一つである。

次に、いわゆる「現代型金融」を単純に模倣する人、盲目的に信じる人が存在することである。中国の状況を十分に考慮せず、金融部門の改革を推し進める結果、経済全体が不安定になってしまうことがある。その反動で改革に対してより慎重な態度を取るようになった。

最後に、部門の間では利益の対立などから連携が不十分なことである。この問題を解決し、中国の金融発展を促すために、均衡の取れた科学的合理性や民主的な政策決定を体現するメカニズムの構築が重要である。それによってこそ、「金融発展の遅れ」や「金融弱国」という問題が解決できるのである。

Ⅻ、金融戦略の視点から見る上海・香港両国際金融センターのあり方

国内金融市場の一部を開放しつつ、人民元のオフショア市場を創設することで人民元の地域通貨化に伴うリスクを遠ざけ、更にオンショア・オフショアという二つの市場をつなぐチャンネルの調整や拡大を進めることを通じて、中国の金融自由化を促すことは可能だろうか。オフショア

市場をつなぐチャンネルの整備は、金融戦略の重要な構想・ステップの一環である。ではこれをいかにして整備すべきだろうか。

香港は、「一国二制度」、「国内であって域外である」という特殊な立場にある都市である。中国をバックに形成されてきた国際金融センターであり、アジアの、また中国の端に位置する典型的な米ドル圏である。現時点では、上海、深圳とは比べ物にならないほど、国際金融市場としての優位性があり、主権、文化、地理、及び特殊な経済関係などで中国本土との強い絆を持ち、この優位性はニューヨークやロンドンを凌駕している。このため、香港は中国政府にとって、金融自由化に際してリスク制御が行いやすく、国外からのリスク波及をさえぎることのできる便利な場であり、人民元建てによるオフショア市場を整備する恰好の場所である。

香港にとっても、人民元オフショアセンターとしての特殊な役割を担うことで、経済の繁栄を維持できるばかりか、将来に向けた経済構造の転換までの時間稼ぎにもなる。もし、香港が拡大し続ける中国本土の経済的影響力に頼らず、秩序ある対外開放をめざす中国本土の金融戦略と連携せず、従来の体制で孤軍奮闘を続け、過去の発展モデルを踏襲し、資本市場の「内地化」（中国企業への依存度がますます高まること）の進むままに任せれば、経済の持続的な繁栄が損なわれるばかりか、将来の経済モデル転換に際しての潜在力を失い、更には主導権を握ることもできなくなるだろう。

上海では、その発展のスピードや規模は、中国における資本勘定項目の自由化による恩恵を受ける一方、自由化が漸進的であることが発展の足かせにもなっている。上海の人民元国際金融センターの形成プロセスは、本質的には、人民元の国際通貨化のプロセスであり、つまり国の金融市場を国際化するプロセスである。また、上海の人民元国際金融センターの形成は、国家戦略の下での政策調整、変化による成果であり、中国全体で市場システムの形成が達成されたことを示す重要な証である。ただし、資本勘定項目の規制を完全に自由化するまで、上海の人民元市場は世界の主要国際金融センターになることができない。「橋頭堡」あるいは「リスク緩衝地帯」である香港人民元オフショアセンターの力を借りることは、上海の人民元国際金融センターとしての将来における位置付けを弱めるものではなく、逆にその地位固めを加速するものになるだろう。特に、米国の金融危機後、香港の特殊な位置付けを利用しつつ、国家戦略と足並みを揃えて人民元の地域通貨化を進めないかぎり、上海は金融危機という中国にとっての得がたいチャンス逃してしまう恐れがある。その結果、人民元の国際化を実現するために長い時間がかかり、また、上海の国際金融センター形成も遅れるだろう。

国家戦略構想下における上海・香港の金融の枠組みは、「過渡期」に限定されたものとなるだろう。2020年までの間、上海国際金融センターは主に本土の各人民元資産の取引を手掛け、香港は主として従来の金融取引事業に加え、海外における人民元建てによる資産取引の場となるだろう。つまり、本土・海外の人民元市場をそれぞれ上海、香港で担当するのである。資本勘定項目の自由化が進むにつれ、国境を越えた人民元取引が拡大し、両者の位置付けの差は曖昧になるだろう。2020年頃には、国内での人民元の自由兌換が実現し、香港の人民元のみならず世界各地の人民元が国内での金融取引に参加できるようになる。これは、中国の金融大開放時代の始まりを意味する。その頃には、現在のような両地域での役割分担は消滅するだろう。

Ⅳ 戦略の実施に必要な原則

戦略とは机上の空論ではなく、最終目標の達成に向けた一連の行動計画でなければならない。行動計画については、政府による活動という視点から、戦略的方向性に関連する四大目標、八大重要課題を挙げ、課題を達成するためには一連の具体策や措置が必要であることも述べた。これらの目標や課題、政策、措置は、ただ細かい文書を集めたものではなく、終始一貫した戦略の軸、つまり、国内金融の十分な自由化、国際金融取引の限定的なグローバル化という方針に沿っている。これを通じて、制度が進化していくのである。

進化を続けるプロセスについて初めに指摘すべきこととして、「机上の空論」ともみられる戦略が最終的に現実になるかどうかは、中国の現状や展望に対して判断が正確に行われているか、世界経済の発展の方向性に沿った制度の選択がなされているか、そのほか、具体的なプロセスにおいて戦略や方法は正しく選ばれているかにも左右される。特に、戦略遂行のための方法や原則は、いずれも非常に重要である。筆者は以下のように将来の金融戦略において遵守すべき四つの重要原則を示している。これは、根拠のない抽象的な思考ではなく、中国の金融が30年にわたるモデル転換の中で蓄積してきた貴重な経験や、重い教訓に基づくもので、現段階の中国の「金融発展の目的（経済主体）」、「金融の性質（拡大機能）」、「金融モデル転換の本質（関連制度の構築）」、中国金融の「当面の間直面する矛盾した現状（内外の自由化に関連する関係）」という四つの階層で構築される論理的関係を土台に、重要な矛盾関係について、順を追ってその本質を抽象化したものである。この考え方はある程度の独創性と独自性を備えたものであると言える。

まず、経済中心の姿勢で金融の発展を目指すべきである。なぜ金融を発展させるのだろうか。金融の改革と開放を加速させることは、経済発展を促進することができるが、その一方でリスクもある。国内外の複雑な経済環境下において、対応を誤れば、国内経済の安定にも衝撃をもたらしかねない。金融の発展を推進するに当たり、自由化のための自由化、改革のための改革は厳に慎むべきであり、この点は最も重要な原則である。つまり具体的な業務において、経済発展の必要性から逸脱した金融改革・開放目標は望ましくない。

金融を発展させる目的は、主として実体経済に役立てるためであり、自立性の高い発展を推進するためでもある。また、金融の発展は国の経済成長の重要な一部でもある。このため、金融の全面開放に向けた準備期間においては、実体経済に貢献する金融発展という原則を堅持しなければならない。具体的には、中国の金融が全体としての発展が不十分、あるいは遅れていることを考えれば、他の金融センターにむやみに追随したり、国外の最先端の新しい金融商品や技術を導入するなど、実体経済のニーズを無視した模倣や踏襲は、極力避けるべきである。例えば、融資に対する行政によるコントロールが困難である段階で、条件を顧みずに高いレバレッジの商品を開発することを制限すべきである。

第二に、「高いレバレッジの商品」の導入には慎重になるべきである。金融システムそのものには、常に膨張の危険性と不安定性という特徴が付きまとう。多くの国における金融改革や開放の教訓が証明している通り、体制移行期においては、金融開放のペースや順序はつかみにくく、政策措置の連携が的確に行われにくいため、新たな金融商品や金融技術を導入することで、逆に通貨の量をコントロールできなくなり、マクロ経済が不安定になってしまう。新たな金融商品・金融技術そのものに問題があるのではなく、政府の体制移行や、漸進的な改革の複雑性に対する

認識が不足しがちであることが理由であり、政策措置の連携が十分になされていないためである。

米国の金融危機を受けて、次の問題について強く考えさせられた。つまり、市場経済が高度に成熟した国はマクロ経済の調整技術が優れているということだ。しかし、大量の「高いレバレッジの商品」が放置されているため、結局は同じように大きな災いを招いてしまった。このため、「高いレバレッジの商品」や各種デリバティブの導入に一律で反対するのではなく、導入に当たっては、目的や時期に加え、国内にふさわしい環境や土壌が備わっているかどうかを重視すべきである。すでに知られている通り、同じ金融商品や技術を導入するとしても、中国の過去 30 年間のうち、最初の 10 年と、最後の 10 年とでは、マクロ経済にもたらす効果は異なってくる。レバレッジを拡大する効果を持つ金融商品は、成熟した市場では当たり前になっているが、マクロ経済の調整技術も金融市場も未熟で、経済が制御不能に陥っている国において導入可能であるかどうかは、おのずと明らかである。特に、国の通貨量の調整が行政による融資のコントロールに依存している場合、他の原因によって通貨量や融資のコントロールができなくなったときに銀行による資産の証券化を急いで進めれば、当然ながら通貨量のコントロールはますます困難になる。

第三に、金融のモデル転換においては、ペースや順序、政策措置の連携にも気を配る必要がある。過去 30 年の改革開放を経たとは言え、中国経済は、依然として体制移行の最中であり、計画経済の痕跡を残しつつ、市場経済としての新たな特徴を保持している。経済全体としては、不完全な市場経済であり、移行型、漸進型という経済的特徴を持つ。体制移行や漸進的な変化は矛盾や複雑性をもたらすため、新たに市場化政策措置を進めることは、政策単独として見ても方向として捉えても間違いなく正しい。ただし、複雑な経済システムにおいて、一部の分野では改革が速い進展を見せているが、ある分野では進展が遅れているため、分野によって市場化措置と非市場化措置を組み合わせ、行政的措置として融合させる必要がある。この過程で対応を誤ると経済全体での均衡が失われかねない。このほか、市場化を十分に反映した金融改革措置を推進するにあたっては、金融市場全体の構造や金融システムそのものが合理性を欠く場合、他の経済分野に問題がなくとも、マクロ経済の安定に悪影響をもたらしかねない。このため、金融の改革開放においては、そのペースや順序の合理性、政策措置の連携に気を配ることが、転換期の経済にとって必須となる。

金融の改革開放において合理的なペース、順序や政策措置の連携をしっかりと把握する上でカギとなるのは、金融のどの部分を発展させるかを決定する際に、その時期の経済的矛盾を解決することを優先するということである。経済の改革・開放において様々な矛盾が噴出し、金融システムに対して課題を突きつけているが、これらの課題は現段階で発展すべき方向性を最も明確に示していることが多い。中国での現状を踏まえて、国外の金融手段の特徴を参考に独自の金融手段を設計することを通じて、金融市場に活力をもたらすことができる。改革や発展に伴って噴出した問題点を直視せず、既存の経済・金融の矛盾を顧みず、「孤軍奮闘」を続けても市場での持続的発展は見込めない。筆者は 1980 年代末に改革者のスローガンとして「何をすべきかではなく、今何ができるのか」という言葉を提案した。

計画経済の運営メカニズムと市場経済の運営メカニズムは、矛盾なしに併用することが難しいものであり、それぞれ異なる制御手段や、フィードバックシステム、そして制約がある。改革は必然的に、当初の計画経済の運営メカニズムの機能を阻害することになるが、新たな市場システムのあるべき姿を失わせる可能性もある。当然のことながら改革を行うこと自体に良いとか悪いとか言った区別があるわけではない。ただ、真剣に計画経済の運営メカニズムと市場経済の運営

メカニズムの接点と矛盾を充分検討することで、経済発展に影響を来さずに改革を推進することが可能であり、改革を通じて経済発展を実現することができることをマクロ経済政策の決定者ははっきりと認識すべきである。

このため、転換期に市場経済において効果を発揮する金融手段を導入する場合、同時に旧体制との相性を考慮して修正を加える、あるいは臨時的、補助的な制限措置を提案することになる。これは、新たな金融手段が特定の金融政策の運営システムにおいて有効に運用されるための措置であり、この時点では市場オブザーバーの意見を気にする必要はない。中国は市場の環境を整理しつつ金融市場の発展を絶えず推進する段階にある。そのため、中国の金融市場を発展させるに当たっては、市場の環境に配慮しつつ市場経済という機械の「部品」を適度に改造し、適切なタイミングで中国というモデル転換型経済の機械に装着したり、あるいは「部品」を改造すると同時に本来の機械の構造を調整することが重要となる。いずれの条件の改善が滞っても機械の正常な運転は困難になる。

今後 10 年間にわたる過渡期においては、金融の改革開放における合理的なペース、順序及び政策措置の連携とはどのようなものであるか把握する必要がある。金融開放に関する三つの中心的要素（人民元相場の弾力化、資本勘定項目の自由化、人民元の国際化）のそれぞれの関連とその時々状況に特に注意を払い、発展の度合いを確かめていかなければならない。具体的には次の通りである。

まず、貿易相手国の通貨を主とした通貨バスケットを対象にした、市場からの信頼性の高い、管理された変動相場制の真の意味での実現を、為替制度改革の方針とする。ただし、長期的には小さな変動幅の中で人民元が若干の上昇圧力を保ち続けることが人民元の地域通貨化の早期推進に役立つと思われる。また、これによって企業は、地域内貿易で人民元を価格表示あるいは決済に用いる通貨として採用することを通じて為替リスクを減らすことができる。人民元が徐々に東アジア地域の通貨の「名目アンカー」として、地域の基軸通貨となり、次第に世界でも価値のある準備通貨の役割を担っていく上でもプラスになる。

第二に、各国の経験から、弾力的な為替制度を先に実行すれば、資本勘定項目の自由化は中期的には良い結果をもたらすが、為替相場が歪められた場合、資本勘定項目の規制による効果はかなり小さくなる。これらの点を考慮して、為替相場の変動を小幅に抑えつつ、変動可能な範囲は段階的に拡大していくべきであり、経済発展の状況によっては、必要に応じて大幅な通貨切り上げ・切り下げを選ぶことも考えられる。つまり、為替相場が実体経済の発展状況を十分に反映するようにすべきである。

第三に、人民元の全面国際化は、通貨の完全な自由兌換が前提となるが、当初のうちは人民元の国際化と資本勘定項目の自由化を並行して、あるいは順々に進展させ、その過程を通じて双方の効果が発揮されるように相互促進することが考えられる。つまり、資本勘定項目に一定の規制がある以上、人民元の国際化を進めても人民元の地域通貨化へのプロセスには影響を及ぼさない。また、人民元の地域通貨化が進むにつれて、資本勘定項目下の資金移動についての条件を緩和する道が開けてくる。さらに、資本勘定項目の幅や規制を調整することは、為替政策の一環であり、為替制度に対する一つの補完措置である。また、比較的安定した為替相場であることによって資本勘定項目への規制に対する圧力がある程度軽減することもできる。

第四に、金融の対内開放は、対外開放よりも優先して進める必要がある。良好かつ穏やかに発展し、実体経済の発展に役立つ金融制度の枠組みを構築するためには、国内金融市場における市

場化が十分に進み、金融市場における矛盾が是正されていることが前提となる。中国において経済発展を妨げている重要な問題は国内の金融に対する抑圧であって、金融の対外開放ではない。不適切な金融の抑圧こそ資源配分のねじれを生む元凶であり、国内のバブル形成及び崩壊を引き起こすものであり、経済の安定的な成長にはマイナスである。しかも、国内金融業の「遅れ」、あるいは発展の不足は、中国金融の更なる対外開放を阻む主要因となっている。為替制度の改革にせよ、資本移動の自由化にせよ、改革の推進が迅速に行えない理由は主に国内経済と金融構造のミスマッチにある。このため、中国の金融改革のプロセスにおいて、金融の対内開放を対外開放より優先させるべきであることを強調しなければならない。

また、更なる対外開放を進めるためには、現在の国際金融市場のルールは基本的には、国際主要準備通貨の発行国によって左右されることを明確に認識しておかなければならない。通貨と金融部門の運営には、規模の経済、ネットワーク外部性、あるいは惰性が働く。国内金融の開放水準を改革することなしに、やみくもにスピードを追求して慣例化した国際市場の運営ルールをそのまま受け入れた場合、金融弱国である中国が金融のグローバル化を進めながら金融強国に追いつくことは難しい。更には、資本勘定項目への規制が現在でも続いているため、人民元の国際化を目指すとは言え、米ドル主導の局面を打破することの難しさを認識する必要がある。その上、中国にはまだ大量の金融規制やねじれが存在し、ルール面での調整を絶えず行う必要があるため、米ドル主導の枠から脱出することは更に難しい。このため、中国の金融の競争力は西側諸国のレベルには達していない。もし金融開放において、対内開放、対外開放の優先度の問題を無視してやみくもに対外開放を進めた場合、中国の利益に反する効果を生むだけである。つまり、金融開放の手順は中国の経済的利益や先を見越した戦略的利益に即して順序を決められるべきであり、国際金融市場からの要望や圧力に左右されることなく、大国経済の復興という意志を反映させていく必要がある。

著者紹介

夏 斌 (Xia Bin)

国務院発展研究センター金融研究所 所長

1951年生まれ。1984年人民銀行研究生院（大学院）卒業、修士。

中国人民銀行政策研究室副主任、非銀行金融機構監督司司長などを経て、2002年9月より現職。主要著書に『中国九十年代的貨幣政策』、『中国貨幣供給理論的実証研究』などがある。

- ・ 国務院発展研究センター（DRC）は国務院直属事業単位で、総合的な政策研究に従事する政策決定の諮問機関である。マクロ経済政策、発展戦略と地域経済政策、産業経済と産業政策、農村経済、技術経済、対外経済関係、社会発展、市場流通、企業改革と発展、金融、国際経済などの分野で著名な経済学者、専門家及び研究者を多数有する。



Chinese Capital Markets Research