



外貨準備急増への対応¹

夏 斌※

陳 道富※※

要 約

1. 中国の外貨準備高は現在 1 兆ドルを超え、中国は世界一の外貨準備保有国となった。一定の外貨準備の保有は、国家経済のリスク対応能力を強化するが、今後も外貨準備が増加し続けるならば、①中国の金融政策の独立性維持に不利である、②中国の経済・社会発展の効率を害する、③ドル下落による損失を被るリスクがある、④耐え難い外圧を受ける、といった悪影響が出ることになる。
2. 国際収支不均衡の主因は、国内外の実体経済における構造的不均衡である。人民元レート調整だけでは根本的に解決できない問題であり、人民元レート調整にばかり注目すべきでない。中国に関して言えば、経済構造改革の加速と国内不均衡の調整によって対外均衡を実現すべきであり、「改革・整理活用・管理・介入・内需」に集約される総合対策を速やかに採るべきである。
3. 中国は 7000～7400 億ドルの外貨準備を保有していれば、緊急事態発生の際、国際収支の一時的な不均衡に対応可能であり、安定した経済運営が保証される。この適正な外貨準備部分は、中央銀行が引き続き管理し、適正規模を超える外貨準備は、徐々に財政部や特別に設立される機構に移し、独自の戦略によって投資管理を行うのがよい。

1、巨額外貨準備の利害

中国の外貨準備高は、1979 年の 8 億 4000 万ドルから、その後 11 年間（1979～89 年）の平均 39 億ドルを経て、今日では 1 兆ドルに上り、中国は世界一の外貨準備保有国となった。しかも、今後 4～5 年間は、年間 1500～2000 億ドルのペースでの外貨準備増加が予測されている。

一定の外貨準備の保有は、中国の国際的な支払い能力と国際収支均衡の能力を保証し、人民元レート安定を確保し、国家経済のリスク対応能力を強化する。一国が相応の外貨準備を保有すること自体は、経済に直接的な不安定要素を持ち込むものではなく、巨額の外貨準備を過度に心配する必要はない。ただし、外貨準備が今後も増加し続けるならば、国内経済と社会発展に少なからぬマイナス影響が出ることになる。概略すれば、以下の 4 つの問題点が指摘できる。

¹ 本稿は「中国はいかに外貨準備の急激な増加に対応するか」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 國務院發展研究中心金融研究所 所長

※※ 陳 道富 國務院發展研究中心金融研究所綜合研究室 副主任

第一に、中国の金融政策の独立性維持に不利である。外貨が増えれば、人民元に交換されることによって、中国国内では受動的に人民元貨幣供給量が増える。中央銀行は、相殺的な操作（売りオペ介入、法定準備率引上げ）により、市中の余剰貨幣を回収できるが、一定の条件の下で介入量が不足する場合、国内のインフレを招きやすい。この影響は、現在、不動産価格の上昇に直接現れている。しかし、市場操作を急激に増やすと、政府の金利負担が増加する。また、市場金利が上昇して、人民元レート切上げの予測の下では、外貨の急速な流入を招き、介入効果は打ち消されてしまう。さらに、銀行の法定準備率をあまりに高く設定すると、商業銀行の利潤を損ない銀行改革の進捗に影響が出る。これらについては諸外国の経験が教訓となろう。

第二に、中国の経済・社会発展の効率を害する。巨額の外貨準備の存在は、それに対応する国民貯蓄が国民経済の中で埋没してしまい、国民経済に貢献しないことを意味する。その一方で中国国内では、「三農」問題、中小企業発展のための資金の逼迫、依然大きい金融機関の不良債権、社会保障制度の赤字など、改革の中でなお残る歴史的痼疾の解決に必要な資金が不足している。つまり高度成長期にある中国が、この時期に巨額の外貨準備を保有し、低金利で外国政府に貸し付けていることは、経済・社会全体の発展にとって一種の浪費であり、機会損失である。

第三に、ドル下落による損失を被るリスクがある。現在、中国の外貨準備は米ドルが中心である。今後 20～30 年、あるいはより長期間にわたって「ドル覇権」の地位は揺るがないだろう。過去を振り返ると、「ドル覇権」帝国が他国の利益を顧みることはまずなく、常にドルの切上げ・切下げという政策を使い分けながら米国国内の経済問題の解決を図ってきた。中国が長期にわたって巨額のドル外貨準備を保有するのであれば、時期によってはドル安政策に遭遇し、決して小さくない損失を被ることになる。今後、しばらくの間はドルの下落傾向は続くと思われる。産油国や一部の国がドル外貨準備を減らしている傾向には十分注意すべきである。

第四に、強烈な外圧に耐えるのが難しい。長期的な「貿易戦争」、「為替レート戦争」、各国がやむを得ず発動する様々な制裁措置により、中国が国際経済において平和的に台頭することが難しくなる。

したがって長期的に見れば、適正規模の外貨準備を保持しその使用効率を高めることは、国民経済の成長水準を引き上げ、国内の経済構造における不均衡要因を解消し、国際収支不均衡が発生する可能性を根本から低下させ、最終的に一国の経済運営の安全性を高める。短期的に見れば、一国の外貨準備に求められるのは、国際収支の不均衡から生じる通貨交換の需要に応え、為替レート安定を図ることのみである。それを超える外貨準備については、より良い用途を速やか探すべきである。

以上の分析から、巨額で適正な規模を超える外貨準備にマイナス面がある以上、外貨準備の急増は抑制せねばならない。単純化すれば、過去数年の中国の外貨準備急増は国際収支の不均衡から生じており、したがって、外貨準備急増の解決には、まず国際収支不均衡の原因を分析する必要がある。

Ⅱ、国際収支不均衡が発生する原因

中国への急速な外貨流入は、統計上は貿易黒字、特に加工貿易の黒字や直接投資（FDI）流入として現れるが、外貨流入を引き起こす要因としては以下の 4 点が考えられる。

第一に、実体経済における構造的な不均衡が、国際収支不均衡をもたらす最も重要な原因である。

中国の国際収支不均衡は、世界経済の不均衡、世界規模の過剰流動性、過去 20 年間における国際的な生産・貿易・投資の枠組みの変化がもたらしたものである。多国籍企業が主体になった、分業形式を主な特徴とする国際的な生産・貿易・投資の枠組みへの変化により、国家を統計対象とした現在の国際収支では、不均衡が継続している。世界規模での過剰流動性は、米国などで消費過熱を招く一方で、主要産油国や東アジア経済危機の教訓を学んだアジア諸国に対しては大量のドル蓄積と米国に対する投資を促し、世界経済の不均衡を一層強めている。

一方で、中国の国際収支不均衡は、現在の中国の人口構造、国内消費の低迷、労働生産性の上昇を下回る実質賃金の伸び、過小評価されている人民元実質レートなどの構造要因と関係している。さらに国際経済の成長と貿易の増加、中国のマクロコントロール、WTO 加盟、中国に対する差別的待遇の漸進的廃止などの循環的・偶発的な要因も、ここ 2 年ほど中国の国際収支不均衡に拍車を掛けている。

このように、中国の国際収支不均衡は、国内外の実体経済の不均衡の総合的な結果である。中国一国に限れば、不均衡の根本的な解決方法は、経済構造改革の加速と、国内の不均衡の調整による対外均衡の実現である。また、様々な政策立案にあたっては、中国の国際収支不均衡が、ある程度長期的な性格のものである点について周到な準備が必要となる。さらに、上述した循環的・偶発的な要因が中国の国際収支不均衡の重要な原因であるとはいえ、経済構造の不均衡が国際収支不均衡を引き起こしている点に注目することが重要である。つまり、我々は国際収支の長期的な均衡を目指すべきなのである。

第二に、国内企業と外資企業に対する政策の不一致も、国際収支不均衡を招く一誘因である。中国が長期的に外貨不足であった時期に「輸出主導」戦略の下で制定された外資・貿易優遇政策や、地方政府が様々な目的で採った土地政策などにおける過当競争を受けて、中国企業が外資を装い、迂回して自国へ直接投資することが恒常化した。また加工貿易における輸出税還付など政策上の不整合も、「国産品を輸出後に再輸入する」現象を招いている。

その結果、国際収支データの経済的な意義が歪められ、また、不必要な外貨資金の流入を招いている。さらに、資本勘定に計上されるべき一部の資金が簡単に経常勘定に計上できるため、資本管理の有効性は弱められ、マクロコントロールも困難になっている。

第三に、一部の資金流入は中国の金融市場機能を補強する一方、国際収支の不均衡に拍車を掛けている。現在の中国の経済発展スピードと主要マクロデータを見る限り、中国国内で建設資金は不足していない。ところが国内では、金融市場、特に直接金融が未発達であるために、貯蓄がスムーズに有効な投資に流れず、国際金融市場に頼って貯蓄と投資を結び付けざるを得ない状況になっている。つまり、大量の FDI は融資の性質を持ったものと言える。外資は取り入れられた後、人民元に兌換されて使用される傾向が明らかである。また、過去数年間、国内の株式市場が低迷し、多層化した資本市場も未だに構築されていない中で、多くの国内企業が海外で上場している。さらに一部の企業は、国境を越えた関連会社取引を通じて貿易勘定の下で融資を行っている。このようにして流入した大量の資金が、政府の外貨準備に形を変え、米国国債を柱とする海外資産の購入に充てられている。

第四に、人民元の切上げと資産価格再評価の観測が、裁定取引資金の流入を招いている。多くの資金が、貿易勘定下でなされる国境を越えた関連会社取引、FDI、QFII（適格外国機関投資家）などのルートで中国の資本市場と不動産市場に流入している。ただし、中国の金利やインフレ率と米国の関連指標との差が、人民元の実際の切り上げ幅に収まっているため、直接裁定取引

できる資金は少ない。大部分は資産市場に流入して中国の資産価格の再評価による収益を得るのみである。現在のところ、人民元切り上げや資産再評価の予測に基づく資金の流入は依然として企業と個人が主である。金融機関は厳しい規制を受けており、こうした資金流入の主要ルートにはなっていない。ただし、現在一部の国外資金は、A株とH株の間で徐々に強まりつつある連動性に目をつけ、QFII・中外合資基金・証券会社を利用してA株の株価をつり上げることでH株による利益を生み出す方法の下で、間接的に中国資本市場へ大規模に流入している。こうした現象には十分に注意すべきである。

Ⅲ、いかに外貨準備の急増局面を転換するか

外貨準備急増を是正する根本的方法は、国際収支不均衡の緩和である。そして、中国の国際収支不均衡の解決には、上述したように、まず世界経済の不均衡や世界的規模の過剰流動性という背景について分析しなければならない。

中国の為替レート改革自体から言えば、市場化という改革方針の堅持に疑問の余地はない。ただし、世界経済の不均衡という角度から見ると、米国の低貯蓄・高消費、中国の高貯蓄・低消費という発展モデルが、中国の外貨準備急増問題解決の鍵を握っており、人民元レートにのみ注目すべきでないことがわかる。実証分析から明らかのように、人民元の大幅な切り上げは、国内経済の観点から採用すべきでない愚策であるのみならず、世界経済の安定と発展の点から見ても、中国経済の突然の減速により、米国や日本の経済、ひいては世界経済に対して災難をもたらすものである。しかしながら、人民元の小幅切り上げでは、米中間の貿易不均衡解消には至らない。人民元レートが大国米国の巨大な「双子の赤字」を根本から解決できず、また、世界経済の不均衡問題も根本から解決できない以上、中国は、積極的に内需を拡大すると同時に、世界経済の不均衡の解決上、米国にさらに大きな責任を担うよう働きかけるべきである。

米国の巨大な「双子の赤字」と中国の内需問題を即時に解決することは不可能であり、また世界経済にとって受け入れ難い動揺を伴う。世界経済の不均衡の調整は半年や一年でできるものではなく、また中国一国の政策で左右できるものでもない。したがって、中国の国際収支不均衡の解決策も、為替レート政策の問題にとどまらない。中国は以上の分析を踏まえて、総合的対策を速やかに採るべきである。総合的政策は、短期的政策と中長期的政策から成り、また、効果が比較的早く現れる政策と比較的遅く現れる政策の組合せでもある。

この総合政策は、「改革・整理活用・管理・介入・内需」の五点に集約できる。

「改革」とは、為替レート形成メカニズムと外為市場自体のさらなる改革である。中国は様々な外圧によって為替レートを動かすべきではなく、外圧が無いからといって為替レートをそのままにしておくべきでもない。情勢の進展や必要に応じて、中国はタイミング良く能動的に人民元の変動幅を少しずつ広げ、管理フロート制の下で、切上げテンポを適度に加速すべきである。人民元の資本勘定における制限つき開放の大原則さえ堅持すれば、速やかに中国国内の外為市場という「プール」を「広く・深く」してよい。「広く」とはより多くの法人や個人が外為市場に参加して取引できるようにすることで、「深く」とはより多くの外為取引とリスクヘッジ商品を開放し、より多くの法人や個人を人民元レートの市場変動に適応させ、また、彼らに様々な為替リスクヘッジ商品を徐々に学習させることである。

「整理活用」とは、運用チャネルの多様化を図り、余剰外貨資金を積極運用することである。

現在の状況から推測すると、中国には 7000 億ドルの外貨準備があれば十分であり（詳細な分析は後述）、これを超える部分は「整理活用」する。具体的には「外貨を民間へ・外貨を企業へ」

（外貨の民間保有・企業保有）を一層推進する。中国政府の外貨準備は日本政府より多いが、日本の民間企業や一般市民が保有する外貨は、中国の民間外貨保有総額を大幅に上回っている。この点から、中国政府は巨額外貨準備の問題解決に向けて、多くの策を採用できると言える。例えば、為替管理制度改革により、中国国内の個人により多くの外貨を持たせ、海外旅行での消費や海外での投資に使わせる。また企業により多くの外貨を保有させ、輸入や海外での企業買収に使わせるといった方策が考えられる。

「管理」とは、外貨管理の一層の強化である。為替レート改革の進展に伴い、外貨管理も確実に難しくなっているものの、外貨管理は放棄できない。管理すべきものはやはり断固として管理すべきである。まず、様々な形の違法な外貨資金流入を断固として取り締まる必要がある。

ここで、速やかに中国の開放政策を適度に調整する必要もある。この 28 年間、中国経済は、開放政策を原動力に全世界の注目を集める成果を収めた。開放政策は現在そして将来においても中国経済が安定的に発展するための原動力であり、中国経済が市場化の方針を堅持する上で重要な政策である。ただし、現在の世界経済と中国経済は 28 年前からは大きく変化している。中国の外貨準備は 1979 年の 8 億 4000 万ドルから現在の 1 兆ドルへ増加し、世界第 1 位となったが、同時に多くの矛盾を生んでいる。こうした背景の下で開放政策をさらに推進し、中国経済の安定した高度成長を確保したいのであれば、いくつかの戦略を調整する必要があるだろう。かつて、開放政策のために設けられたいくつかの具体的措置に、適切な調整を加えるべきである。現在、マクロの観点から資金状況を見れば、中国経済の発展に必要な国内資金は不足していない。したがって、現在の開放政策は、海外からの技術・管理の導入に重点を置くべきであり、28 年前に打ち出された資金導入にとどまっているべきではない。今後も国際的な先進技術や管理手法を吸収するための資金は大胆に導入するが、そうでない資金についてはできるだけ「入場お断り」の方針を打ち出すべきである。

このため、多くの政策を整理し、戦略的に調整する必要がある。具体的には以下の通りである。

貿易政策については、エネルギー浪費や環境汚染につながる製品や資源の輸出を規制する一方で、先端的な技術・設備、重要な資源の輸入を加速する措置を講じる。同時に、技術革新に有利に働く会計制度や税制を研究・実施することで、産業構造の高度化を加速し、輸出構造のレベルアップを促す。要するに、貿易規模や貿易黒字の増加をむやみに追及したり、単に輸出拡大路線を奨励し続けたりしない。

外資誘致政策においては、各レベルの地方政府が、優遇・超優遇措置を採ったり、政策で定められた条件を無視したりして行っている外資誘致活動を迅速に抑制するよう措置を講ずるべきである。国家全体の発展戦略の観点から、内外資企業双方に適用される統一的な産業政策・地域政策を制定する。また、各地方が投資を誘致する際に、エネルギー・環境保護・土地・産業政策・労働基準などの問題を重視するように指導する。

企業の海外上場政策については、関係各部門が連絡を密にし、香港市場を除く海外上場のテンポを引続き緩める一方、優良企業や大企業の国内上場を奨励する。同時に「一国二制度」の強みを十分に活かし、関連する戦略を研究し、上海、深圳、香港市場の構成を按配し、中国の為替レート制度の転換期における経済発展と経済安全の問題を適切に処理する。また短期間で、社債市場や多層的な資本市場を含む国内金融市場の発展を加速し、国内資金の運用・調達のバランス

をできるだけ取るようにする。

海外企業の資金調達に関する政策は、海外企業の国内 A 株市場での上場を奨励すべく、研究と対策を急ぐ。また、国内金融機関の海外企業に対する人民元建て・外貨建て貸付を奨励する。国内海外企業の中国国内における人民元建て債券および外貨建債券の発行を奨励し、調達資金が国内購買以外に、海外からの設備・技術・生産ライン導入に使用されることも奨励する。

不動産政策については、海外資金の国内不動産市場への流入に対してほとんど制限が無い中国の現状を速やかに改善し、海外資金が大挙して中国の不動産市場へ流入することを抑制する。

外貨管理政策は、「外貨を民間へ・外貨を企業へ」の方針である。日本の外貨準備高は中国よりも少ないが、民間の外貨保有は中国を大きく上回る。中国もこれに倣い、外貨を民間が任意に決済できる制度に向かって大きく進むべきである。現状の「外貨流入を奨励・流出を制限する」策は「外貨流入出の均衡」策へ改める必要がある。また、QFII の発展速度を適度に抑制し、適格国内機関投資家 (QDII) の発展を加速して、民間の外貨での対外投資も奨励する。

M&A 政策については、海外のエネルギー関連企業や重要な原材料企業に対する、国内企業の M&A 活動をサポートすると同時に、既存の制度を速やかに改正し、一定の条件下で国内企業へ M&A のための融資を開放する。また、国内優良企業の M&A 活動を奨励し、豊富な国内資金があるにもかかわらず企業再編の資金が不足する矛盾を解決し、中国経済を力強く発展させる。

税収政策については、政府が過去に制定した関連政策を全面的に見直す。例えば、税制面での内資・外資企業の待遇の相違を速やかに解消することや輸出税還付政策を適宜調整する。

要するに、中国の国際収支問題の解決には、中国で外貨が不足していた 80 年代初頭以降に制定された一連の政策の再検討が必要で、新しい全方位的な思考が求められているのである。

「介入」は中央銀行の公開市場操作である。これについては、法定準備率政策と中央銀行手形発行による政策を必要に応じて適切に使い分けるなど、さらにきめ細かな取り組みが必要とされる。また国内の経済問題を解決する上で、市場に関して多くの基本的制度や参入制度などの整備に取り組むことも「介入」メカニズムを改善する一助となる。

「内需」は、中国における内需主導戦略の着実な実行である。内需拡大、とりわけ国内消費を増加させる各種政策を素早く充実させねばならない。これには、社会保険・医療・教育・就職・税収といった市民の消費に影響を与える制度・環境の改善が含まれる。まず、「新農村建設」を加速し、根本的に農民の収入増加を図る。また、政府の機能を転換して公共支出を増やす一方、税収を適度に抑制することで富を民間に残す。さらに、国有企業の利益からの配当を国家財政にきちんと上納させ、統一的に使用する政策を着実に推進する。現在、国家財政は良好な状態にある。この千載一遇のチャンスを逃さず、積極的な財政政策を行い、人民元切上げへの圧力を緩和すると同時に、速やかに社会のセーフティネットを構築し、消費・内需拡大に対する後顧の憂いを取り除くべきである。

IV、適正規模を超える外貨準備の利用についての基本原則

一般に、一国の外貨準備高の合理的な水準は、以下のいくつかの要素と関係する。(1)輸出入と対外債務の規模、(2)弾力的な為替レートの外貨準備に対する自動調整能力、(3)税収等の経済政策の国際収支に対する自動調整能力、(4)内外均衡を促すその他の経済政策の機動性と有効性、(5)チェンマイ・イニシアティブのような国際経済協力の影響度、などが挙げられる。ただし一

国の外貨準備が一体どのくらいあれば最適なのかについて、今のところ世界のどこにも基準となる算出方法は存在しない。

中国は現在、管理変動相場制を実行している。実質的には「上下両方向の小幅変動を許容しながら、穏やかに切り上げる」政策と理解される。したがって、為替レート変動が外貨準備を増減させる効果は、短期的には限られる。為替レートを調整するその他の経済政策の変更の程度も限られており、政策決定にも比較的長時間を要する。加えてアジア各国の国際資金協調政策には、既にチェンマイ・イニシアティブなどが存在しているものの、資金協力額はかなり限られており、いったん大規模な国際収支の不均衡が生じた場合、こうした協力も焼け石に水である。このため、適切な外貨準備高を算出する際、アジア各国による資金協調には、あまり大きな期待を寄せられない。また、中国の保有する外貨は、国家に集中しており、市民や企業が保有する各種の外貨資産はわずか 1400 億ドル、全体の 15%に過ぎない（金融機関は含まれていない）。日本のように外貨準備が大きく、しかも企業や家計部門にも大量の外貨資産がある状況とはほとんど比べものにならない。

こうした状況で中国の合理的な外貨準備高を算出する場合、広い視野から考える必要があろう。そこで、以下の三要素について再考する。

第一に、対外債務に対して、100%外貨準備でカバーするならば、約 3000 億ドルが必要になる。

第二に、政策調整や突発的事件が発生した際の、輸入のための外貨需要について考える。国際的な経験に基づけば、一国経済の安定的運営と成長の維持には、最低で輸入総額 3 ヶ月分の外貨準備を保有する必要がある。現在の中国の状況で、各経済主体が政策調整や突発事件に遭遇した際、輸入の加速、繰り上げ支払等の措置を講じることを前提にすれば、さらに輸入額 3 ヶ月分の外貨準備が必要である。このため、少なくとも輸入額 6 ヶ月分の外貨準備を維持しなければ、経済の安定成長が確保できない。足元の一ヶ月間の輸入額約 600 億ドルに基づいて計算すると、約 3600 億ドルの準備が必要となる。

第三に、緊急事態に遭遇して外資流入が急減し、極端な場合、ほとんどゼロになったとする。既に外国企業が中国国内へ 6000 億ドル余りを投資しているので、利益率を 10%とすれば、利益の国外送金は約 600 億ドルとなる。また、こうした事態では資本管理も必然的に大打撃を受けているはずであり、国際収支の「誤差脱漏」の金額も増加する。ここで、経済運営において最低限度の安定を維持しようとするれば、別に外貨準備が 800 億ドル必要になる。

したがって、現在の政策的な枠組みが変わらず、人民元の資本勘定の自由化に限度があるという前提での静態分析によれば、7000～7400 億ドルの外貨準備を維持すれば、一時的な国際収支の不均衡に完全に対応可能であり、安定した経済運営が保証される。換言すれば、緊急事態が発生した場合、約 7000 億ドルの外貨準備があれば、最低 3 ヶ月間の調整期間を確保できる。

ここで特に、以下の三点を指摘しておく。(1)一国の合理的な外貨準備高は絶対的なものではなく、様々な影響要因に応じて変化するものであり、市場環境の動態的变化に基づいて適時に調整すべきである。(2)以上は国家経済の安定的な運営という角度から、外貨準備の適正規模を概算したにすぎない。関連各部門は、国内外のマクロ的環境、外貨管理改革、企業や市民の為替利用に生じうる変化などを考慮し、異なるタイプの外貨需要を具体的に算出して、一層正確に外貨準備の適正規模を判断すべきである。(3)以上は経済的な観点からのみ分析したものである。一国における外貨準備の適正規模に関しては、さらに地政学や重要資源の価格などの要因も考慮する必要がある。

なお、適正規模を超えた外貨準備を積極的に運用する際に、ドルから人民元への兌換が二回生じるといふ問題に直面するのではないかと心配する向きもある。中央銀行がベースマネーを発行して外貨を獲得して外貨準備が形成されるが、外貨準備を再度使用する際、再び中央銀行に対してベースマネーと交換する要求が出る、つまり、ある外貨資産に対して国内で二回ベースマネーが放出されることになり、国内の過剰流動性問題を激化させインフレ圧力を増大させるのではないかと、という懸念である。こうした懸念に対しては、適正規模を超えた外貨準備の積極的な運用は、主に海外でなされるため、国内でインフレを引き起こすおそれは全くない点をはっきり述べておきたい。

V、適正規模を超える外貨準備の具体的な運用方法

原則として、適正規模を超えた外貨準備は積極的に運用してよい。国家経済や社会の発展にとって急を要する部分で運用する。これに関しては、国際的にも経験やルールは蓄積されていない。中国においては、国家の「持続可能な発展戦略」に沿う形で使ってもよいし、経済運営における短期的に差し迫った問題の解決に使ってもよい。また 28 年間の改革開放において、長年解決が望まれながら未解決の深刻な問題や、長年にわたり累積してきた歴史的な問題の解決に使うことも可能である。もちろんこうした運用は、現時点で適正規模を超えている外貨準備と今後も増え続ける外貨準備の部分のみである。具体的には、以下の用途が考えられる。

1. 海外の石油や中国で不足している資源を購入して備蓄する。あるいはこれに関連する海外企業への資本参加や M&A を行う。
2. 国外からコア技術を買収するのは難しいものの、外国では既にコア技術ではなくなっているが中国国内では技術革新を後押しできる先端技術や先進設備の導入は可能である。
3. 経済貿易立国という発展目標に照準を合わせ、国外に基金を設立し、世界トップレベルの人材を好待遇で招聘する。金融機関を含む重要分野の多国籍企業への資本参加や M&A を計画的に行い、中国の貿易黒字のうち商品貿易黒字の比率を徐々に減らし、サービス貿易など非商品貿易の黒字比率を高める。
4. 中央匯金投資有限責任会社が三大国有銀行へ資本注入した方法を参考にして、一回限りの資本注入によって、過去 6~7 年間遅々として改善が進んでいない、地方の高リスクの中小銀行を買収する（資本は、将来、適切なタイミングで引き上げる）。銀行の支配権を地方から中央へ移管し、不安定な国内金融システムを速やかに健全化する。
5. 成長する中国の地位に相応しいように、徐々にタイミングを選びながら金備蓄の比率を引上げる。
6. 為替の任意決済制度と外貨管理改革を引き続き加速し、条件を満たす国内企業の海外進出を後押しして国民の対外投資・利殖を奨励し、「外貨を民間へ・外貨を企業へ」を促進する。
7. 国内に進出している外国企業の A 株市場上場を奨励すると同時に、直接投資が 6000 億ドル余りに達している外国企業に対する国内金融機関の外貨建て貸付を奨励する。また、外国企業の国内での外貨建債券発行による資金調達を奨励する施策を検討する。これは、海外からの設備・技術・生産ライン導入を奨励するもので、単に外貨を使って経営資金の需要を満たすものではない。

8. 債務を抱えた国内企業や機関に対し、債務契約条項に違反しないという前提で、人民元や銀行貸付による外貨購入を許可し、対外債務の期限前償還を奨励する策を検討する。一方、国内企業・機関の海外での債券発行による資金調達は奨励しない。
9. 少量の外貨（少量とはいえ、実際の効果は決して軽視できない）を直接用いて、国内教育・医療設備・農村のインフラ建設を改善し、エネルギー・安全生産・環境保護などの発展に必要な各種設備・技術や様々な物資の海外での購入に充てる。これらについては、国家が投資し保有する形にした上で下級政府に供与してもよいし、国が海外で買い付けた後、優遇価格で国内の企業・事業単位に払い下げて人民元を回収してもよい。このように今までにない方策とスピードで、発展が遅れている事業を成長させ、「科学的発展観」と「調和の取れた社会」の建設を着実に加速させる。
10. 中国の社会保障基金における膨大な資金不足と、将来における多額の給付を考慮し、適切な金額の外貨準備を社会保障基金に組み入れる。中央銀行と社会保障基金の間で内部協定を締結し、平時における外貨資金の国外使用权と投資収益は社会保障組織のものとする。そして、国内金融に緊急事態が発生して外貨が必要になった場合は、社会保障組織に組み入れている全部あるいは一部の外貨資金を、中央銀行が一定の形式で回収する権利を有するものとする。

ここで提案したそれぞれの外貨の使用金額、使用のタイミング、具体的な手順については、関連部門のさらなる試算や準備が必要である。

上述の 1～4 項および 9～10 項の実行にあたって、国際的な外貨準備の管理方式を参考にしながら、中国の外為管理体制を大きく変更しないという前提の下で、小規模の改変を行える。つまり、財政部と中央銀行が共同で外貨準備の使用・管理する。

まずは小幅な改革を行う——つまり中国にとって適切な外貨準備高を大まかに試算した上で、金融危機発生防止と安定的為替レート管理機能に関連する適正な外貨準備部分は、中央銀行が引き続き管理する。一方、適正規模を超えた外貨は、徐々に財政部や特別に設立される機構に移し、独自の戦略による投資管理を行う。

具体的な方法としては、財政部が何回かに分けて 10 年物あるいはさらに長期の特別国債を発行して国内で人民元資金を調達した後、人民銀行から外貨を購入し、取得外貨を主に国家戦略投資のために使用することで国家の持続的な競争力を強化する。つまり、現在、市場金利の比較的低い時期に、市場化の手段を使って一部の外貨準備を中央銀行から財政部の帳簿に移すのである。また市場における貨幣供給を減らすことで、中央銀行の金融政策運営への圧力も軽減できる。

このためには、既存の中央匯金投資有限責任公司（匯金）の早急な整理を考慮すべきである。匯金を中央銀行から独立させ、外貨準備の戦略投資管理にふさわしい機構へと改編する。

外貨準備管理体制の小幅改革に関しては、以下の二つの問題について別途説明を要する。

- (1) 改革のプロセスは小幅にすべきである。国内外の戦略投資に関わる人材の育成と経験の蓄積に一定の期間が要することを考慮し、財政面で、まず 3000～4000 億元の債券（約 380～510 億ドル）を発行し、その大部分を海外で用いる。これは、現在の中央銀行の為替レート管理機能と金融政策に対して利があるのみで害はない。
- (2) 上述した方法は関連法規に抵触しない。人民銀行法の規定によれば、中央銀行は「国家の外貨準備を保有し、管理し、運営する」。財政部門が市場で債券発行により人民元を調達し、それで外貨を購入し専門機構に繰り入れて運用しても、国の外貨準備の直接管理や為

替レートへの関与ではなく、人民銀行法に違反しない。また、全国人民代表大会常務委員会で採択された『国務院の国債剰余金管理の実行に関する報告』で明示されているように、特別国債は予算上、財政赤字に算入されない。財政は上述の特別国債を発行し、調達資金で外貨を購入し、主に国内外の長期投資に使用する。国債に対応する外貨資産が存在しているため、財政に対しても実質的な赤字圧力とはならない。

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。

陳 道富 (Chen Daofu)

国務院発展研究センター金融研究所綜合研究室 副主任

1976 年生まれ。2002 年中国人民銀行研究生院（大学院）卒業、修士。専門は金融政策と金融改革。

主要著書に『中国私募基金報告』、『証券投資基金』などがある。

- ・ 国務院発展研究センター（DRC）は国務院直屬事業單位で、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、国内外の著名な経済学者、専門家及び研究者を多数有する。



Chinese Capital Markets Research