

# 東アジアにおける新しい資金フロー

## —著増する外貨準備と中国の積極的な外貨準備運用—

東京大学社会科学研究所  
学術支援専門職員 布田 功治

### 要 旨

1. 本稿は、東アジアにおける資金フローの構造変化とその変化にともなう中国の外貨準備著増に焦点をあてた。とりわけ1980年代以降の東アジアの経常収支と資本収支の変化について、東アジア全体の他にNIES、ASEAN諸国、中国、日本についても分析した。
2. 1990年代半ば以降の東アジアの外貨準備の急増は、経常収支の大幅な黒字によるところが大きい。そして経常収支黒字の内訳としては、財の純輸出の黒字に加えて所得収支の黒字が重要である。
3. 近年、東アジアにおける財の純輸出の黒字の大部分は、中国によるものである。一方、所得収支の黒字は、日本の他にNIESや中国によってももたらされるようになった。これは、NIESや中国が対外的な投資を増大させているという新しい資金フローに対応するものである。
4. 東アジアの経常収支の大幅な黒字によって、過剰なまでに外貨準備が急増している。最も増加の著しい中国では、長期的な米ドルの通貨価値下落によって、資産価値の目減りが問題となっている。
5. 長期的な米ドルの通貨価値下落への対策として、中国の金融当局は人民元の基軸通貨化や国際化を目指しているとの見方も多い。しかし、新機軸通貨構想に関する中国人民銀行の周総裁談話から判断すると、そうした見方は適切とはいえない。むしろ現状をみると、中国が目指しているのは人民元の地域通貨化であり、それは貿易政策の一環として実施されていると考えるべきであろう。
6. 一般的な外貨準備運用の3原則を踏まえると、中国の積極的な外貨準備運用は2つの原則（「安全性」と「流動性」）を十分には満たしていない。そして、それゆえに投資の集中がもたらす危険性（リスク）を抱えていることには注意が必要である。

2009年東京大学大学院経済学科修了（経済学博士）。武蔵大学経済学部非常勤講師。

## 目次

## はじめに

## 1. 東アジアの外貨準備増と資金流出入の変容

- (1) 1980年代の「開発途上国群としての東アジア」
- (2) 2000年代の「外貨余剰」
- (3) 1990年代以降の「外貨準備増加」
- (4) 経常収支の黒字拡大の背景
- (5) 資本収支の赤字転化の背景

## 2. 人民元の国際化と外貨準備の積極的運用

- (1) 中国の貿易政策の一環としての通貨政策
- (2) 外貨準備の積極的運用が抱える潜在的リスク

## おわりに

## はじめに

開発途上国が工業化による経済発展を目指すときに、直面する大きな困難のひとつが外貨不足であることを考えれば、現在のアジアの外貨余剰は開発途上国諸国の政府や企業が羨む状況といえる。

東アジアは、現在、世界全体の外貨準備高の60%以上を保有している。開発途上国とみなす人々もまだまだ多い東アジアの国々、たとえば中国（2009年6月時点で外貨準備高第1位）、タイ（第12位）、マレーシア（第16位）、インドネシア（第21位）、フィリピン（第30位）といった国々でも、外貨余剰となっている事実は注目に値する。

このように、東アジア経済を牽引する国や地域では、開発途上国が一般的に直面する外貨不足の問題はもはやみられなくなった。このことが示唆するのは、東アジア経済が従来とは異なる局面に入ったのではないかという興味深い疑問である。

それでは、かつて開発途上国群であった東アジア経済は、どのような変遷を経て外貨不足から外貨余剰という新たな局面に移行したのか、本稿では国際収支統計を読み解きながらその変遷過程を確認することを第1の課題とする。これについて、貿易収支、資本収支、外貨準備増減の他に、対内外の直接投資や証券投資による利益の収支を表す所得収支に焦点をあてた。この所得収支は、東アジア経済

---

の現状を金融面から補完的に示す重要な指標である。

また、東アジア、とりわけ中国における外貨準備の著増は、米ドルの減価傾向を背景に、米ドルに代わる新基軸通貨の構想や外貨準備の積極的運用を引き起す原因になっている。たとえば、2009年3月に、中国人民銀行の周小川総裁が新基軸通貨構想を示した（注1）。また、中国の外貨準備の一部（2,000億ドル相当）を原資として設立された政府系ファンド（Sovereign Wealth Fund：SWF）である中国投資有限公司（The China Investment Corporation：CIC）は、モルガン・スタンレーやAES（アメリカの大手電力会社）などへの出資を次々と実施している。

このような中国の新たな動きは、後述する人民元の国際化、ひいては基軸通貨化を狙う中国政府の思惑であるとの見方も多い。たしかに香港をはじめとして、ラオス、ベトナム等を含むASEAN諸国やロシアなどとの国境付近では、人民元が貿易決済に使用され始めている。とはいえ、基軸通貨の歴史的な背景を踏まえると、特定国の通貨が基軸通貨となるためには、経済力に加えて政治力や軍事力でも世界の指導的立場になければならないというのが一般的な見方であり、これに従えば、人民元が基軸通貨となる可能性は当面は低いといえる。

そこで、本稿の第2の課題として、中国の金融当局による新基軸通貨構想や人民元の国

際化の要点を整理し、人民元の国際化の実際の目的は何かを考えたい。結論を先取りすれば、その答えは、貿易政策の一環としての「人民元の地域通貨化」であるといえよう。

本稿の構成は以下の通りである。1. では、東アジアが典型的な開発途上国の特徴である外貨不足の局面から、どのようにして外貨余剰という新たな局面にたどりついたのか、国際収支統計などを用いてその過程を考察する。それによって、東アジアにおいて新しい資金フローの変容が生じていることを指摘する。2. では、中国の金融当局関係者の発言や貿易における人民元決済推進策などを整理することで、中国にとっての新基軸通貨構想や人民元の国際化の意義を考える。また、米ドルの減価がもたらす外貨準備の資産価値の目減りに対して、中国が取り組んでいる積極的な外貨準備運用を紹介する。同時に、その積極さゆえに、東アジア経済全体、あるいは世界経済全体に影響を及ぼすリスクが存在することを指摘する。

（注1）周談話については、中国人民銀行ウェブサイト（<http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&ID=178>、2010年6月21日アクセス）を参照。

## 1. 東アジアの外貨準備増と資金流出入の変容

### (1) 1980年代の「開発途上国群としての東アジア」

本節では、東アジアが典型的な開発途上国の特徴である外貨不足という局面から抜け出し、外貨余剰という新しい局面へ移行してきたことを手掛かりに、その資金流出入パターンがどのように変化してきたのか、その特徴を抽出してみたい。

ここでいう東アジアはNIES、ASEAN諸国、日本、中国であるが、これらの国・地域の差異を無視して一様に論じることは適切ではない。そこで、データは①東アジア全体の他に、②NIES/ASEAN諸国、③NIES、④ASEAN諸国、⑤中国、⑥日本について適宜個別に示すこととした（注2）。これにより、NIESとASEAN諸国における所得収支の明確な違いを抽出することができる。

まず、1980年代以前の東アジアは、典型的な開発途上国の特徴を有していたことを確認しておこう。図表1は、対内直接投資と対内証券投資ならびに銀行部門資金純流入の合計額に対する政府の開発援助（ODA）受取額の比率をみたものである（図表1）。当該年の国際収支統計における資本流入と比べてODA受取が大きければ、外貨調達をODAに依存せざるを得ないという開発途上国として

の特徴を有していると判断できると考えた。

図表1から、1980年代において、日本を除いた東アジア全体で、ODAの比率は40%を超えるなど、かなり高い値を示していた。このことから1980年代まで東アジアは全体としてみると開発途上国群の様相を呈していたといえる。もちろん、国・地域別にみると、1980年代にはすでにNIESは開発途上国の段階を脱していたと考えるべきであろう。なお、1982年に中国の指標がマイナスとなっているのは、それまで流入してきた銀行部門資金が海外へ流出されたことにより、計算式の名目となる資本流入がマイナスとなったためである。当時の中国では、外貨調達的手段としてODAに依存せざるを得なかったことがうかがえる。

繰り返しになるが、1980年代のASEAN諸国や中国のようにODAの比率が高かったことは、それだけ外貨が不足していたことを間接的に示している。というのも、分母の資本流入は海外資金取り入れを意味するので、海外資金取り入れ額が少なければODAの比率

図表1 (対内直接投資+対内証券投資+銀行部門資金純流入) に対するODA受取額の比率

	1982年	1989年	1996年	2003年	2008年
東アジア(日本を除く)	41.2%	56.4%	5.3%	3.5%	5.0%
NIES	1.3%	7.0%	▲0.3%	0.0%	0.0%
ASEAN加盟諸国	43.3%	40.6%	6.9%	13.0%	11.1%
中国	▲1635.6%	237.5%	7.2%	2.7%	1.6%

(資料) OECDウェブサイト、IMFウェブサイト。

は高くなるからである。このように、1980年代のASEAN諸国や中国は、外貨不足という典型的な開発途上国が直面する問題を抱えていたといえる。

## (2) 2000年代の「外貨余剰」

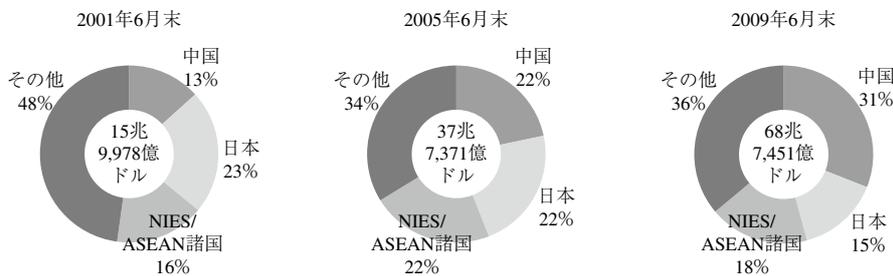
1980年代に日本を除く東アジアは全体として外貨不足であったが、2000年代には世界でも例をみないほど外貨準備高を急増させている。実際、2001年6月末から2009年6月末にかけて世界の外貨準備高に占める東アジア全体のシェアは、52%から64%に上昇した(図表2)。

図表2は、2001年6月、2005年6月、2009年6月の3時点におけるアジア各国・地域の世界の外貨準備高に占めるシェアを示している。図表から一見して読みとれるように、中国の外貨準備高の伸びが著しい。この3時点において、外貨準備高がそれぞれ2,122億ド

ル、8,435億ドル、2兆1,316億ドルと急増し、世界に占めるシェアも13%、22%、31%へと驚異的といえるほどの上昇を示した。NIES/ASEAN諸国の外貨準備高も同様に2,598億ドル、8,363億ドル、1兆2,389億ドルと増加してきた。その結果として、外貨準備高は「過剰」ともいえる水準にまで高まった。このことを短期対外債務に対する外貨準備高の比率から、確認しておきたい(図表3)。

図表3に、①中国、②NIESの代表例として韓国、③ASEAN諸国の代表例としてタイをとりあげ、それぞれの短期対外債務残高に対する外貨準備高の比率を示した。この比率は、返済期限の間近な海外からの借り入れを外貨準備によって支払える能力がどれだけあるかを示すものである。一般的にこの指標が100%を超えていれば、海外短期資金の突然の引き揚げ(ロールオーバーの停止)に対する耐性が強いという判断がなされる。逆にい

図表2 外貨準備高の国・地域別割合



(注) NIES/ASEAN諸国は、データの制約から韓国、香港、シンガポール、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン、台湾で構成されている。ただし、2001年6月末時点は台湾、韓国、インドネシア、2005年6月末時点ではインドネシアのデータが欠如している。

(資料) IMFウェブサイト、台湾中央銀行ウェブサイトなどから、筆者作成。

図表3 短期対外債務残高に対する外貨準備高の比率（2009年6月末）

(単位：百万ドル)

	外貨準備残高	短期対外債務残高	外貨準備残高÷短期対外債務残高
中国	2,272,600	312,287	728%
韓国	254,247	149,960	170%
タイ	131,756	24,423	539%
日本	1,052,598	1,393,634	76%
ロシア	413,448	49,975	827%
ギリシャ	5,113	207,430	2%
カナダ	58,162	329,594	18%

(資料) JEDH (Joint External Debt Hub) ウェブサイト、IMF ウェブサイト、台湾中央銀行ウェブサイトなどより、筆者作成。

例えば、この比率が100%を大きく超えると、外貨準備を「過剰」に保有しているということになる。

最も比率が低いのは韓国であるが、それでも170%であり100%を大きく上回っていることから、必要以上の外貨準備高となっていることがうかがえる。一方、タイは539%、中国は728%であり、対外短期債務の突然の流出の際に必要な範囲を大きく超えて、外貨準備を過剰に保有しているといえる。

つまり、1980年代に全体として外貨不足であった東アジアが、2000年代には上記のように外貨余剰となったことを考えると、1990年代がその転換期であったことになる。そこで、次に1990年代以降の外貨準備高の増加過程について、国際収支統計を用いて考察したい。

### (3) 1990年代以降の「外貨準備増加」

図表4は東アジアの国際収支表を示したも

のである。国際収支表とは、ある国や地域について当該年に生じたすべての対外経済取引を整理したものであり、現在、各国の金融当局は、IMFが規定する形式に準拠して国際収支表を作成している。

国際収支は、一般的には経常収支と資本収支および外貨準備増減の総和であると考えられている。その一般的な理解をIMF規定による国際収支表と対応させると、経常収支が「A. 経常勘定収支」、資本収支が「B. 資本勘定収支」と「C. 金融勘定収支」の合計に相当する(注3)。IMFの国際収支表では、 $\text{国際収支} = \text{A. 経常勘定収支} + \text{B. 資本勘定収支} + \text{C. 金融勘定収支} + \text{D. 誤差・脱漏} + \text{E. 外貨準備関連}$ と表される(注4)。このうちA. B. C. E. は帳簿上の資金フローであり、国際収支の値は恒等的にゼロになるようにD. 誤差・脱漏によって調整される。したがって、 $\text{E. 外貨準備関連} = \text{国際収支 (ゼロ)} - \text{A. 経常勘定収支} - \text{B. 資本勘定収支} - \text{C. 金融勘定収支} - \text{D. 誤差・脱漏}$ となる。

ここで、注意すべき統計の仕様上の問題がある。それは、外貨準備が増加するのはE. 外貨準備関連がマイナスのときであり、外貨準備が減少するのはE. 外貨準備関連がプラスのときであるという点である。つまり、A. 経常勘定収支やC. 金融勘定収支がプラスのときは外貨準備が増大し、逆にそれらがマイナスであるときには外貨準備が減少することとなる。

図表4 外貨準備の増減要因

(単位：百万ドル)

東アジア	1982年	1989年	1996年	2003年	2008年
A. 経常勘定収支	▲2,700	73,669	40,999	289,867	698,401
B. 資本勘定収支	▲115	▲1,742	▲4,566	▲6,644	▲86
C. 金融勘定収支	3,606	▲50,750	74,249	103,415	▲226,366
D. 誤差・脱漏	▲103	▲22,295	▲20,233	4,215	14,974
E. 外貨準備関連	▲687	1,123	▲90,449	▲390,853	▲486,925
NIES	1982年	1989年	1996年	2003年	2008年
A. 経常勘定収支	▲1,596	19,724	1,568	80,990	75,843
B. 資本勘定収支	▲100	▲390	▲1,389	▲2,718	1,573
C. 金融勘定収支	5,618	▲13,448	7,640	▲16,390	▲60,991
D. 誤差・脱漏	▲1,630	▲519	2,098	8,698	418
E. 外貨準備関連	▲2,293	▲5,367	▲9,916	▲70,580	▲16,843
ASEAN加盟諸国	1982年	1989年	1996年	2003年	2008年
A. 経常勘定収支	▲14,925	▲1,989	▲19,749	48,853	66,998
B. 資本勘定収支	▲16	▲5	▲28	▲48	451
C. 金融勘定収支	16,158	13,535	46,923	▲23,267	▲19,851
D. 誤差・脱漏	▲3,247	▲1,757	▲6,061	▲2,301	▲14,322
E. 外貨準備関連	2,029	▲9,785	▲21,086	▲23,237	▲33,276
日本	1982年	1989年	1996年	2003年	2008年
A. 経常勘定収支	6,850	63,215	65,792	136,216	156,634
B. 資本勘定収支	0	▲1,388	▲3,288	▲3,998	▲5,468
C. 金融勘定収支	▲16,200	▲53,310	▲28,017	71,924	▲172,622
D. 誤差・脱漏	4,645	▲21,570	653	▲16,990	52,336
E. 外貨準備関連	4,705	13,058	▲35,141	▲187,153	▲30,880
中国	1982年	1989年	1996年	2003年	2008年
A. 経常勘定収支	5,674	▲4,317	7,243	45,875	426,107
B. 資本勘定収支	0	0	0	▲48	3,051
C. 金融勘定収支	338	3,723	39,966	52,774	15,913
D. 誤差・脱漏	293	115	▲15,504	17,985	▲26,080
E. 外貨準備関連	▲6,305	479	▲31,705	▲116,586	▲418,993

(注) 日本のODAデータは除外。

(資料) IMFウェブサイト (IFS)、OECDウェブサイト (DAC) より、筆者作成。

図表4の日本を含む東アジア全体の外貨準備関連データによると、1989年は外貨準備が11億ドル減少しているが、1996年、2003年、2008年はそれぞれ904億ドル、3,909億ドル、4,869億ドルと増加している。

ただし、1996年と2003年の外貨準備増加の理由と、2008年のそれとは大きく異なる。1996年と2003年にはA. 経常勘定収支とC. 金融勘定収支がともにプラスの値となってい

た。つまり、外貨準備は経常収支と資本収支の両方の黒字によって増加した。一方、2008年はA. 経常勘定収支が大きなプラスであったのに対し、C. 金融勘定収支がマイナスとなった。すなわち、経常収支の巨額の黒字は外貨準備を大幅に増加させたが、資本収支の赤字が逆に外貨準備を減少させた。

となると、次に明らかにしておくべきことは、1996年から2008年にかけて東アジアで経

常収支黒字が激増した背景と、資本収支が黒字から赤字へ転化した背景であろう。次に、国際収支統計のより詳細な内訳に基づいてそれらの背景の大枠をとらえていきたい。

#### (4) 経常収支の黒字拡大の背景

図表4のNIES、ASEAN諸国、日本、中国のデータから、1990年代以降の東アジアの経常収支黒字要因を確認する。1996年の東アジアの経常収支黒字（410億ドル）は、もっぱら日本（658億ドル）によってもたらされていた。アジア通貨金融危機の後遺症から東アジア経済が回復する2003年になると、NIES、ASEAN諸国、中国（各810億ドル、489億ドル、459億ドル）も日本（1,362億ドル）と同様に、東アジアの経常収支黒字（2,899億ドル）をもたらし重要な要素となった。

ところが、2008年に状況は大きく変化した。2008年の東アジアの経常収支黒字（6,984億ドル）は、もっぱら中国（4,261億ドル）によってもたらされている。おおざっぱに言えば、1990年代以降の東アジアの経常収支黒字については、日本牽引→東アジア全体で牽引→中国牽引という変化が生じたといえる。

次に、図表5の経常勘定収支内訳の統計から、どの項目が東アジアの経常勘定収支の大幅な黒字化を牽引したのかを確認する。経常勘定収支は、①財純輸出、②サービス純輸出、③所得収支、④経常移転収支の4項目から構成される。図表5が示すように、2008年の大

幅な黒字（6,984億ドル）の主因は財の純輸出（5,032億ドル）である。もちろん、東アジアで財の純輸出が大幅に黒字化した主因は、中国（3,607億ドル）である（図表5）（注5）。これは「世界の工場」とよばれた中国の輸出急増によるものに他ならない。

財の純輸出に加えて、経常収支黒字化の重要な要因となったのは、所得収支の黒字（1,703億ドル）である。この所得収支の黒字は、直接投資や証券投資および資金貸借などによる収益に関して、海外からの受け取りが海外への支払いを上回っていることを示すものである。所得収支の黒字は、対外投資拡大にともなう収益受け取りの増加もしくは対内投資収縮にともなう収益支払いの減少によってもたらされることが多い。

東アジアの所得収支に関しては、日本の黒字拡大を背景に、その黒字幅が拡大してきた。2008年に東アジアの所得収支黒字が大きい値を示したのも、日本の所得収支黒字（1,523億ドル）の影響である。ただし、日本の所得収支黒字の要因を解明するには、C. 金融勘定収支の分析をしなければならないので、このことに関しては次項でさらに掘り下げることとする。

ここで、東アジアにおける所得収支について、ひとつの興味深い点を指摘しておきたい。それは、NIESとASEAN諸国の所得収支が1980年代以降、異なったトレンドを示していることである。1982年までは、NIESと

図表5 経常勘定収支の内訳

(単位：百万ドル)

	1982年	1989年	1996年	2003年	2008年
東アジア					
財純輸出	15,362	99,865	99,420	278,973	503,173
財輸出	266,866	563,777	1,151,365	1,933,868	4,219,424
財輸入	▲251,504	▲463,912	▲1,051,944	▲1,654,896	▲3,716,251
サービス純輸出	▲13,640	▲42,024	▲83,889	▲57,349	▲25,750
所得収支	▲4,680	18,312	32,695	55,515	170,349
経常移転収支	258	▲2,483	▲7,226	12,729	50,627
経常勘定収支	▲2,700	73,669	40,999	289,868	698,399
中国					
財純輸出	4,249	▲5,620	19,535	44,652	360,680
財輸出	21,125	43,220	151,077	438,270	1,434,600
財輸入	▲16,876	▲48,840	▲131,542	▲393,618	▲1,073,920
サービス純輸出	488	693	▲1,984	▲8,573	▲11,812
所得収支	451	229	▲12,437	▲7,838	31,438
経常移転収支	486	381	2,129	17,634	45,799
経常勘定収支	5,674	▲4,317	7,243	45,875	426,105
日本					
財純輸出	18,080	80,122	83,585	106,396	38,131
財輸出	137,660	270,994	400,287	449,119	746,473
財輸入	▲119,580	▲190,872	▲316,702	▲342,723	▲708,342
サービス純輸出	▲11,450	▲36,699	▲62,276	▲33,907	▲20,789
所得収支	1,600	22,965	53,490	71,240	152,336
経常移転収支	▲1,380	▲3,173	▲9,007	▲7,512	▲13,043
経常勘定収支	6,850	63,215	65,792	136,217	156,634
NIES					
財純輸出	▲4,257	20,148	11,799	71,652	31,943
財輸出	63,981	173,870	388,708	734,244	1,397,454
財輸入	▲68,238	▲153,722	▲376,909	▲662,592	▲1,365,512
サービス純輸出	3,354	▲3,155	▲9,585	6,868	32,019
所得収支	▲1,004	4,031	2,962	11,282	21,610
経常移転収支	311	▲1,300	▲3,608	▲8,812	▲9,729
経常勘定収支	▲1,596	19,724	1,568	80,990	75,843
ASEAN加盟諸国					
財純輸出	▲7,891	4,902	▲6,166	85,615	103,332
財輸出	65,116	121,393	352,313	473,937	985,296
財輸入	▲73,007	▲116,491	▲358,478	▲388,323	▲881,964
サービス純輸出	▲1,517	▲54	▲5,329	▲25,405	▲21,174
所得収支	▲6,153	▲8,120	▲10,442	▲21,424	▲40,004
経常移転収支	636	1,283	2,188	10,067	24,844
経常勘定収支	▲14,925	▲1,989	▲19,749	48,853	66,998

(資料) IMFウェブサイト (IFS)。

ASEAN諸国ともに所得収支は赤字であった。ところが、1989年以降、NIESは黒字に転じ、黒字幅が拡大基調をたどる一方で、ASEAN諸国は依然赤字で、しかもその幅が拡大した。

次にその背景を考えてみよう。

#### (5) 資本収支の赤字転化の背景

1990年代以降のA. 経常勘定収支の着実な

黒字増加傾向とは異なり、東アジアのC. 金融勘定収支は黒字と赤字の間を揺れ動きながら、基調としては、赤字が拡大してきた。ここでは、1996年、1999年、2003年、2005年、2008年のC. 金融勘定収支の内訳を見ながら(図表6)、その短期的な変化とともに長期的な動向を確認していきたい。

図表6は、5つの時点における金融勘定収支をみたものである。まず、それぞれの時点における東アジア経済の状況を簡単に説明しておこう。1996年はアジア通貨金融危機直前の年であり、ASEAN諸国やNIESに海外短期資金が大規模に流入していた年である。1999年はアジア通貨金融危機の後遺症が色濃く残る年、2003年はその後遺症から完全に回復したとみなせる年である。そして、2005年は中国の経済成長に牽引される形で東アジア経済も好況となった年、2008年はアメリカの金融不安が深刻化して東アジア経済もその影響を受け始めた年である。

ここで、明らかにしたいのは、1996年から2008年にかけて、東アジアのC. 金融勘定収支が基調として赤字化した原因を探ること、その作業を通じて東アジアにおける資金流入の変容を指摘することである。

図表6の1996年のデータから、①海外からの借り入れや預金流入(972億ドル)などによってC. 金融勘定収支が黒字(742億ドル)となったこと、1999年のデータから、②アジア通貨金融危機後、それらの資金が大規模に

海外へ流出(引き揚げ)したため(▲3,581億ドル)、C. 金融勘定収支が赤字になったことが分かる。こうして、1996年から1999年にかけて東アジアのC. 金融勘定収支は黒字から赤字(▲415億ドル)へと変化した。地域別や各国別では、もともと資本流入規制をとっていた中国をのぞき、日本、NIES、ASEAN諸国で、総じて海外からの借り入れや預金流入がマイナスとなった。

一方、2003年になると、東アジアのC. 金融勘定収支は再び黒字化(1,034億ドル)した。図表6から、この資本収支の黒字化は、海外からの借り入れや預金流入が再開したためであったことが分かる。ただし、NIESやASEAN諸国では資本収支赤字(それぞれ▲164億ドル、▲233億ドル)となっており、東アジアの資本収支黒字はもっぱら日本(719億ドル)や中国(528億ドル)によるものであった。

ところが、2005年には、東アジアの資本収支赤字が定着するようになった。この要因は、C. 金融勘定収支の下記の3項目がすべて赤字となったことであった。すなわち、対外直接投資(▲1,123億ドル)と対外証券投資(▲3,201億ドル)ならびにその他投資資産(海外への貸付や外貨預金、▲2,380億ドル)の赤字である(注6)。とりわけ対外的な直接投資と証券投資が増加したことは、東アジアにおける新しい資金流入パターンである。

このことは、東アジアの国々ではもはや投資

図表6 金融勘定収支の内訳

(単位：百万ドル)

東アジア	1996年	1999年	2003年	2005年	2008年
対外直接投資	▲43,653	▲61,941	▲48,213	▲112,281	▲297,250
対内直接投資	72,546	115,756	92,246	163,253	300,725
対外証券投資	▲124,988	▲206,870	▲261,096	▲320,108	▲177,154
対内証券投資	108,339	210,915	152,648	278,688	▲177,711
金融デリバティブ収支	▲7,255	6,691	15,162	▲5,944	18,338
その他投資資産（貸付、外貨預金など）	▲27,966	252,094	73,378	▲238,013	30,802
その他投資負債（借入、預金など）	97,226	▲358,141	79,291	144,648	75,884
金融勘定収支	74,249	▲41,496	103,415	▲89,757	▲226,366
日本	1996年	1999年	2003年	2005年	2008年
対外直接投資	▲23,447	▲22,267	▲28,766	▲45,438	▲130,818
対内直接投資	208	12,308	6,238	3,214	24,552
対外証券投資	▲100,605	▲154,410	▲176,291	▲196,397	▲189,643
対内証券投資	66,785	126,929	81,181	183,129	▲102,959
金融デリバティブ収支	▲7,252	▲2,629	5,576	▲6,529	24,792
その他投資資産（貸付、外貨預金など）	5,212	266,340	149,891	▲106,598	139,462
その他投資負債（借入、預金など）	31,083	▲265,117	34,095	45,938	61,992
金融勘定収支	▲28,017	▲38,845	71,924	▲122,682	▲172,622
中国	1996年	1999年	2003年	2005年	2008年
対外直接投資	▲2,114	▲1,775	152	▲11,306	▲53,471
対内直接投資	40,180	38,753	47,077	79,127	147,791
対外証券投資	▲628	▲10,535	2,983	▲26,157	32,750
対内証券投資	2,372	▲699	8,444	21,224	9,910
金融デリバティブ収支	-	-	-	-	-
その他投資資産（貸付、外貨預金など）	▲1,126	▲24,394	▲17,922	▲48,947	▲106,074
その他投資負債（借入、預金など）	1,282	3,854	12,040	44,921	▲14,993
金融勘定収支	39,966	5,204	52,774	58,862	15,914
NIES	1996年	1999年	2003年	2005年	2008年
対外直接投資	▲16,379	▲35,989	▲17,294	▲48,738	▲88,707
対内直接投資	13,872	53,415	29,403	55,925	91,082
対外証券投資	▲23,926	▲41,179	▲85,887	▲94,107	▲17,178
対内証券投資	25,601	83,213	57,366	60,670	▲59,038
金融デリバティブ収支	▲3	9,443	9,438	1,212	▲5,054
その他投資資産（貸付、外貨預金など）	▲36,832	21,921	▲55,376	▲60,969	▲12,663
その他投資負債（借入、預金など）	45,307	▲80,706	45,961	56,303	30,569
金融勘定収支	7,639	10,118	▲16,390	▲29,705	▲60,991
ASEAN加盟諸国	1996年	1999年	2003年	2005年	2008年
対外直接投資	▲9,664	▲9,913	▲5,000	▲18,017	▲33,182
対内直接投資	27,969	27,857	21,328	39,361	60,025
対外証券投資	▲13,127	▲13,190	▲13,249	▲8,794	▲21,681
対内証券投資	14,411	4,339	9,381	19,920	▲30,197
金融デリバティブ収支	0	▲123	148	▲627	▲1,399
その他投資資産（貸付、外貨預金など）	▲6,870	▲32,543	▲28,727	▲54,805	▲45,715
その他投資負債（借入、預金など）	34,204	▲7,271	▲7,147	9,065	52,299
金融勘定収支	46,923	▲30,844	▲23,267	▲13,896	▲19,851

(資料) IMFウェブサイト (BOP)。

の受け手だけではなく出し手にもなったことを示唆する。もちろん、投資の出し手として最も重要なのは日本であるが、より注目すべきは、NIESや中国も投資の主な出し手となったことである。とりわけ、NIESの対外直接投資（487億ドル）が、2005年時点で日本の対外直接投資（454億ドル）を上回ったことには注意が必要である。

これは、前項で指摘したNIESとASEAN諸国の所得収支のトレンドの違いを説明するものである。1989年以降、NIESでは所得収支の黒字拡大が基調となる一方で、ASEAN諸国では所得収支の赤字拡大が基調となっていたことは既に指摘した通りである。NIESの所得収支の黒字化は、NIESが投資の主な出し手となってきたことを意味する。対外的な直接投資や証券投資を拡大したからこそ、所得収支は黒字化したのである。一方、ASEAN諸国で所得収支の赤字が拡大したことは、対内的な直接投資や証券投資が拡大したことを示す。このことは、NIESがASEAN諸国に対する重要な投資の出し手となっているという、アジア域内経済関係の深化を示す傍証となっている（注7）。

最後に、2008年に東アジアは米国の金融不安の影響を受け、2005年と比較して対内・対外双方の証券投資や海外貸し付けなどが大幅に減少した。全体としては、1996年以降数千億ドルの水準であった対内証券投資が2008年に▲1,777億ドルに大きく減少したことに

よって、東アジアのC. 金融勘定収支は大幅に赤字となった。ただし、対内的な証券投資が原因でC. 金融勘定収支が大幅に赤字となった2008年は、通常とは異なる例外的な事例であるとみなした方が適切だろう。

以上のように、1990年代半ば以降の東アジアのC. 金融勘定収支は、対外的な投資が増加したため、基調としては赤字化してきた。A. 経常勘定収支やC. 金融勘定収支の黒字が外貨準備増加をもたらすことに留意すると、1990年代以降とりわけ2000年代の東アジアにおける外貨準備の著増をもたらしたのは、A. 経常勘定収支の大幅な黒字化であった。

そして、A. 経常勘定収支の黒字化をもたらした要因としては、既述したように、中国の財の純輸出が最大の要因であるが、日本やNIESそして中国の所得収支黒字も見逃せない。中国の外貨準備高の過剰なまでの増加も、中国における財純輸出と所得収支の黒字を反映している。そこで、次節では、東アジアとりわけ中国が抱える過剰なまでの外貨準備をもたらす潜在的なリスクについて論じることとする。

（注2）本稿では国際収支データについて、1982年から2008年のIMFの各国別国際収支表から引用している。そのため、IMFの各国別国際収支表で欠如するデータについてはとりあげていない。具体的には、カンボジア（1982年から1991年）、ブルネイ（1982年から2000年）、ベトナム（1982年から1996年）、ラオス（1982年から1983年）が相当する。台湾の国際収支表は、台湾の統計局から引用している。シンガポールについては、NIESとASEAN諸国のそれぞれに算入している。東アジア全

体を計算する際には、日本、中国、NIES、ASEAN諸国からシンガポールを差し引いて計算した。

- (注3) IMF形式のB. 資本勘定 (Capital Account) 収支とC. 金融勘定 (Financial Account) 収支はそれぞれ、日本銀行形式の「その他資本収支 (資本形成のための無償資金援助など)」、「投資収支 (直接投資、証券投資、その他投資など)」と同義である。日本銀行は、「投資収支」と「その他資本収支」を併せて資本収支と定義している。
- (注4) IMFの国際収支表において外貨準備関連は、準備資産 (Reserve Assets)、IMFを通じた外貨貸借 (Use of Fund credit and loans) および例外的金融 (Exceptional financing) で構成されている。
- (注5) 通常、中進国での輸出指向工業化の際には、工業製品を生産するための機械や部品などの輸入が増加するため、経常収支の赤字化が継続する傾向がある。とはいえ、中国は2000年代に経常収支の黒字化傾向が定着している。中国でなぜ貿易の経常収支の黒字化が生じたのかは興味深い論点であるが、それを論じるためには中国の貿易や直接投資についてさらに詳細な分析を行わなければならない。この論点については喫緊の今後の課題としたい。
- (注6) 国際収支統計では海外への資金流出はマイナスで計上するため、対外直接投資などが増加したときはマイナス値として表される。
- (注7) より詳細な分析を行うためには、直接投資や証券投資に関する東アジア域内のマトリックスを整理することが必要であろう。これについては、喫緊の課題として取り組みたい。

## 2. 人民元の国際化と外貨準備の積極的運用

### (1) 中国の貿易政策の一環としての通貨政策

過剰な外貨準備がもたらす根本的なリスクは、米ドル減価がもたらす損失可能性である (本号、末廣論文参照)。過剰に外貨準備を保有することは、米ドル減価による資産価値の目減りというデメリットが大きくなることを意味する。そこで、まずは外貨準備の通貨別

構成割合 (図表7) と米ドルの実質実効為替レートの指標 (図表8) を確認しておこう。

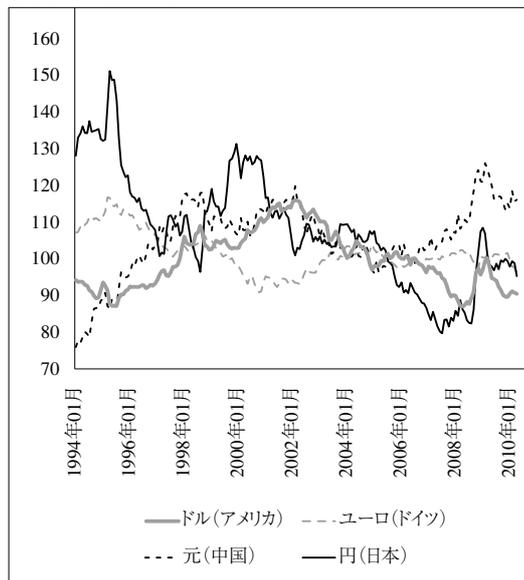
図表7によれば、世界各国の外貨準備の通貨別構成では、ユーロの割合が上昇してきているとはいえ、現在でももっぱら米ドルが過半を占める。一方、図表8が示すように、米

図表7 外貨準備の通貨別構成割合

世界全体	1998年	1999年	2003年	2005年	2008年
アメリカドル	69%	71%	66%	67%	64%
日本円	6%	6%	4%	4%	3%
ポンドスターリング	3%	3%	3%	4%	4%
ユーロ	-	18%	25%	24%	27%
ドイツマルク	14%	-	-	-	-

(資料) IMF, Annual Report 各年版。

図表8 主要各国における実質実効為替レート (実質実効為替レート)



(注) 実質実効為替レートとは、物価変動や当該国の貿易状況を考慮しながら計測した為替レートである。2005年平均値を100として、100より大きくなるほど自国通貨高となる。

(資料) BISウェブサイトより、筆者作成。

ドルの通貨価値は現在も下落し続けており、外貨準備を米ドルで保有する場合、為替差損（資産価値の目減り）が拡大する可能性が高まっている。それでも、多くの国が外貨準備を米ドルで保有する理由は、米ドルが短期的には最も便利で低コストで安全な通貨だからである（伊藤 [2010：135頁]）。

ただし、短期的には最も使い勝手がよいとしても長期的には減価し続けるという米ドルの問題は国際的な関心を集めており、実際、2008年11月のワシントンでの第1回G20金融サミットでは、フランスのサルコジ大統領などから「米ドルを基軸通貨にする時代は終わったのではないか」という見解が表明された（同上：128頁）。イギリスやロシアからも同様の主張がなされているが、アメリカに最も衝撃を与えたのは、2009年4月のロンドンでの第2回G20金融サミット直前に、中国人民銀行の周小川総裁が同行ウェブサイトに掲載した「国際通貨体制改革に関する考察」という談話であろう。

この周総裁の新基軸通貨構想発表の翌日、即座にオバマ大統領はドルに代わる新たな国際通貨創設の必要性を否定し、ガイトナー米財務長官も米ドルは今後も基軸通貨であり続けると反論した（注8）。このようにアメリカが敏感に反応した周談話の新基軸通貨構想を、最初にとりあげよう。

周談話の新基軸通貨構想の要点は、①特定国通貨の基軸通貨化の否定、②IMFのSDR

（Special Drawing Right：特別引き出し権）の基軸通貨化、③SDRの通貨価値決定の際に人民元の影響を色濃く反映させること、以上の3点に整理できる。とりわけ、①特定国通貨の基軸通貨化を否定していることには注意が必要である。というのも、特定国通貨の基軸通貨化を否定することは、人民元の基軸通貨化を否定することに他ならないからである。すなわち、これは目下のところ中国には人民元の基軸通貨化を目指す考えはないという見解といえよう。だからこそ、中国は国際機関であるIMFの②SDRの基軸通貨化を主張するわけである。

現在のSDRの通貨価値は、輸出額上位の主要4大国・地域（米ドル、日本円、イギリスポンド、ユーロ）の国際通貨バスケットに基づいて決められている。周談話では、(1)その通貨バスケットに人民元を組み入れること、(2)通貨バスケットの加重平均のウェイト付けとしてGDPを採用することを主張している。もし、これらの主張が実現すれば、新基軸通貨となるSDRの通貨価値は、人民元の通貨価値変動と似通った動きを示すことになる。すなわち、SDRの為替レート変動は人民元のそれと類似するようになる。これは人民元決済にともなう為替リスクの低下を意味する。

中国の金融当局にとって目下の最大の関心事は、現在の基軸通貨である米ドルの通貨価値下落（すなわち、ドル安元高）による輸出への悪影響と考える。となると、③の実現が

---

もたらす為替リスクの低下によって、中国の享受するメリットは大きい。このように中国の新基軸通貨構想は、国際金融システム安定化政策というより、むしろ現在の基軸通貨問題（米ドルの通貨価値下落傾向によるドル安元高）がもたらす輸出への悪影響を緩和する貿易政策の一環と理解する方が適切だろう。

上記の考え方は、2009年12月に中国共産党と政府が、中央経済工作会議でマクロ経済政策の基本方針として決定したある重点項目からもうかがえる。それは、2010年の金融制度改革の重点項目として新たに明記された「国境をまたいだ人民元の貿易決済の試験を引き続き推進する」という項目である（注9）。

この重点項目の決定は、中国政府による人民元の国際化推進の始まりを象徴するものとして各種メディアにとりあげられた。しかし、この政策も新基軸通貨構想と同様に、現在の元高による悪影響を防ぐという短期的な視野からの貿易政策の一環にすぎないと考えられる。そもそもこの政策は、世界金融危機後の元高に苦しむ輸出企業に対する支援策であり、実際に人民元で貿易決済がなされているのは、重点項目の対象である香港を除くと、ベトナム、ラオス、カンボジア、ロシアといった国境を接する国々でしかない。

このことを踏まえると、中国政府は人民元の国際化推進という長期的な視点から行動しているというよりも、重点項目の文字通り「国境をまたいだ」程度のいわば人民元の地域通

貨化によって、さしあたりの輸出企業支援策を実施しているといえよう。このような理解に立てば、人民元の国際化推進の一方で、取引ごとの個別認可という厳格な資本取引規制を続けていることの政策的な整合性も見えてくる。

## (2) 外貨準備の積極的運用が抱える潜在的リスク

中国の新基軸通貨構想や人民元の国際化が貿易政策の一環であるとするならば、米ドル安にとまなう外貨準備の実質的な目減り、これに対する中国政府の対処策は何であるかが、次の論点となる。

最も重要な対処策として位置づけられるのが、中国投資有限公司（China Investment Corporation：CIC）の設立と活用である。CICは、2007年9月に運用を開始した政府系ファンド（Sovereign Wealth Fund：SWF）であり、財政部が出資する国務院直属の国有企業である（朱、[2008：4頁]）。そして、2,000億ドルの外貨準備の運用を開始した。2009年末時点では、外貨準備高の約15%にあたる3,000億ドル相当を運用しており（注10）、同時点でのトヨタ自動車の株式時価総額が1,443億ドルであることを勘案すると、CICの運用規模はいかに巨額であるかがわかる。

CICの特徴は、運用規模の大きさに加えて、積極的にリスクをとるその運用方法にある。CICは民間企業への出資を積極的に進めており、たとえばモルガン・スタンレーやAES（ア

アメリカの大手電力会社)などに数十億ドル規模の出資を次々と実施している。

一般的に外貨準備運用には、安全性、流動性、それらを満たした上での収益性という3つの原則がある(注11)。「安全性」とは、資産価値が目減りしないようにハイリスクの運用を避けることで、「流動性」とは、必要ときに外貨に即座に換金できるように運用することである。この流動性において最もすぐれた証券が米国債だからこそ、米国債での外貨準備運用が多いわけである。最後の「収益性」とは、安全性と流動性を十分に満たす範囲で利回りのよい資産運用をすることを指す。この3原則に照らせば、上記のようなCICによる外貨準備運用は以下の「安全性」と「流動性」の2点で疑問点が残る。

第1に、民間企業への出資を行っているため、CICによる外貨準備運用は安全性を十分に満たしていないことである。実際、世界金融危機が深刻化した際に、2007年に実施したモルガン・スタンレー等への出資が評価損を計上した(注12)。第2に、流動性も十分に満たしていないことである。世界金融危機の影響で証券市場が混乱した際に明らかとなったように、民間企業の株式を売却して即座に現金化することは常に可能であるとは限らない。

そして、安全性と流動性を十分に満たさなければハイリスクとなるため、収益は大きく(ハイリターンに)なりやすい。このよう

なハイリスク・ハイリターンの積極的な外貨準備運用は、多くの国々では一般的に回避される。ところが、そもそも長期的な米ドル安傾向にともなう外貨準備の資産価値目減り対策としてCICは設立されているので、その目減り分を取り戻すためにCICは積極的にリスクをとったのだった。また、図表3で示したように、中国は明らかに過剰な外貨余剰があり、それだけ積極的にリスクをとる余地があったといえよう。

最後にCICによる外貨準備運用が抱える潜在的なリスクを2つ指摘する。第1に、収益性を重視するCICには、各企業に対し20%の出資限度まで(注13)、あるいはそれを超えて投資を集中させるインセンティブが自動的に生まれるというリスクである。というのも、有望な投資先はそう簡単には発見できないからである。投資の集中度合いが高まるほど、安全性がますます失われることになる。

第2にこの投資の集中は、別のリスクを増大させることになる。そのリスクとは、投資の集中ゆえに投資先企業の株価を著しく下落させてしまう可能性である。いま、大規模な通貨投機によって中国の金融当局が急激な人民元安米ドル高に直面し、それを緩和する必要が生じた場合を想定する。中国の金融当局は米ドル売り人民元買い介入によって為替レートの安定化を図ろうとするが、米ドル準備が極端に減少したと仮定する。さらに中国の金融当局が国有企業であるCICに米ドルの

借り入れを依頼するなどして、外為介入のために多額の米ドルを調達しようとする。

このとき、CICは保有株式を大量に売却して現金化する必要に迫られる。投資の集中が生じているならば、CICによる保有株式売却によって投資先企業の株価が一挙に下落してしまう可能性が高い。もし、東アジア各国や各地域の特定企業にCICが出資を集中するならば、東アジア経済ひいては世界経済への悪影響は測りしれないものとなろう。

(注8) 産経新聞2009年4月9日。

(注9) 日本経済新聞2009年12月18日。

(注10) REUTERS2009年12月18日。

(注11) 資金運用の基本原則となる安全性、流動性、収益性についての詳細な説明は、全国銀行業界ウェブサイト (<http://www.zenginkyo.or.jp/service/manage/introduction/index.html>、2010年6月21日アクセス)などを参照。

(注12) 朝日新聞2009年7月5日。

(注13) 2009年末の高社長の発言によれば、CICの投資は経営権取得を目的としない投資であり、各企業への出資比率を最大20%程度に抑えているとされる (REUTERS2009年12月18日)。

## おわりに

本稿では、東アジアにおける外貨準備著増という新しい動向がどのようにして生じたのかについて、東アジア、NIES、ASEAN諸国、中国、日本といった各地域・各国別の経常収支と資本収支の変化に注目しながら分析した。本稿での分析結果によれば、1990年代以降に東アジアで外貨準備が急増した理由は、経常収支の黒字化（とくに財の純輸出と所得収支の黒字）にある。さらに、所得収支の分析を通じて、2000年代に東アジアでは対外的

な投資（とくにNIESと中国）が増大したという新しい傾向を指摘した。

また、とりわけ外貨準備が急増している中国に注目し、人民元の国際化と積極的な外貨準備運用という新しい動向を分析した。その際、人民元の国際化は貿易政策の一環であることを指摘するとともに、一般的な外貨準備運用の3原則と比較しながら中国の外貨準備運用の特徴（「安全性」と「流動性」の原則からの逸脱）とそれら2つの原則を逸脱するがゆえの潜在的なリスク（投資の集中がもたらす危険性）について指摘した。潜在的なリスクが実際に顕現する可能性は現実的には低いとはいえ、どのようなリスクが想定できるかについて常に考えを深めておくべきだろう。

## 参考文献

1. 伊藤正直 [2010] 『なぜ金融危機はくり返すのか：国際比較と歴史比較からの検討』旬報社
2. 朱炎 [2008] 「外貨準備の本格的運用を始めた中国：中国投資設立の影響とビジネスチャンス」富士通総研 (FRI) 経済研究所
3. 日本銀行「国際収支（速報）動向」各年版
4. 日本銀行国際収支統計研究会『入門 国際収支：統計の見方・使い方と実践的活用法』
5. IMF, *Annual Report*, 各年版

日本経済新聞、朝日新聞、REUTERS

IMFウェブサイト (BOP, IFS) (<http://www2.imfstatistics.org/>)。

BISウェブサイト (<http://www.bis.org/statistics/index.htm>)。

OECDウェブサイト (DAC) ([http://www.oecd.org/department/0,3355,en\\_2649\\_33721\\_1\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/department/0,3355,en_2649_33721_1_1_1_1_1,00.html))

中国人民銀行ウェブサイト (<http://www.pbc.gov.cn/english/>)

台湾銀行ウェブサイト (<http://www.bot.com.tw/English/default.htm>)

中国投資有限公司 (China Investment Corporation) ウェブサイト (<http://www.china-inv.cn/cicen/>)