

議題

クロスオーバーセッション：中国とASEANの双方について、国際収支や資本フローの変化とその背景、必要な対応を探る

開催日時

2016年2月24日<13時00分～17時30分>

出席者

池部 亮 (日本貿易振興機構 海外調査部アジア太平洋課長)
 伊藤信悟 (みずほ総合研究所 調査本部アジア調査部 中国室長)
 鶴飼博史 (一橋大学 国際・公共政策大学院 特任教授)
 関 志雄 (野村資本市場研究所 シニアフェロー)
 久保太郎 (格付投資情報センター 格付本部チーフアナリスト)
 清水季子 (日本銀行 国際局審議役)
 清水 聡 (日本総合研究所 調査部 主任研究員)
 関 辰一 (日本総合研究所 調査部 副主任研究員)
 高橋 亘 (大阪経済大学 経済学部教授)
 立脇正義 (日本政策投資銀行 国際統括部課長)
 田中英隆 (格付投資情報センター 専務執行役員)
 谷 徹雄 (三菱東京UFJ銀行 東アジア企画部副部長)
 露口洋介 (信金中央金庫 海外業務支援部 上席審議役)
 根本直子 (スタンダード・アンド・プアーズ マネジング・ディレクター)
 箱崎 大 (日本貿易振興機構 海外調査部 中国北アジア課長)
 神宮 健 (野村総合研究所 (北京) 金融システム研究部長)
 井上哲也 (野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部長)
 竹端克利 (野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部 主任研究員)

主な内容

I. クロスオーバーセッション

議事概要

I. クロスオーバーセッション

1. 露口氏によるリードコメント

・人民元の国際化と中国の資本フローについてお話ししたい。中国の社会調達規模をみると、2002年頃に9割近くを占めていた銀行の人民元貸出の比率は、いったん5割程度まで低下したが、シャドーバンク規制の影響で7割まで復活した。この間、2013年7月に貸出金利の下限、2015年10月に預金金利の上限が各々撤廃されたので、理屈の上で銀行の預貸金利は完全に自由なはずだが、基準金利が公表され続ける不思議な状態にある。この点に関し中国人民銀行は、合理的な金利水準を遵守しない銀行には差別的扱いを講ずる一例え、預金準備率や預金保険料率を高くすると表明している。おそらく、預貸金利の自由化によって利ざやが急激に縮小し、銀行経営が悪化することを防ぐ意図を有しているであろう。

・1年や5年といったターム物の金利も中国人民銀行が実質的に決めているだけに、金利は自由化されたとは言えない。実際、SHIBORも預金金利と貸出金利の間を推移しており、明らかに規制金利の影響を受けている。つまり、7割を占めるメインの資金仲介ルートである人民元貸出の金利が実質的に規制されているため、

自由金利がそちらにさや寄せされている面がある。中国でもアリババやテンセントが民間銀行を立ち上げたが、それまでは全ての銀行の所有者は国や地方政府、地方政府機関あるいは国有企業等の公的主体であった。そのままでは商業ベースの利潤重視という活動は困難であり、利鞘の縮小が見込まれる金利自由化を進める中では、国有企業改革の一環として公的主体による銀行株の保有比率を下げることも必要である。

・日本は1980年に外為管理法の改正を行い、資本取引について原則禁止から原則自由へと大転換したが、中国の資本取引規制は上海の自由貿易試験区でネガティブリスト方式の導入もみられるが、全体としてこれ以前の段階にある。また、外為取引高も、円や米ドルのような主要通貨では貿易額の200～300倍に達し、資本取引が外為取引の大部分を占めている。これに対し人民元は、資本取引に対する規制の厳しさを反映して、2013年時点で7～10倍と非常に低い値になっている。人民元の国際化を進めるためには資本取引の一層の自由化が必要である。

・中国の金融政策は基準金利や預金準備率の調節によるとの理解が強い。しかし、実際は経済成長率に比べて基準金利が顕著に低

い状態が続いてきたため、日本の「人為的低金利政策」と同様に、窓口指導によって貸出量をコントロールしないと貸出が過度に拡大するリスクがあった。最近では経済成長率が低下して基準金利が必ずしも低すぎる状況ではなくなったが、中国人民銀行がターム物金利を設定しイールドカーブを人為的に決めている状況では資金需給がクリアしないため、窓口指導のような量的規制の役割は依然として必要である。つまり、中国は短期金利の調節による金融政策—先進国のいう「伝統的金融政策」—への移行段階にある。例えば、昨年9月に中国人民銀行は、金融機関に対して毎営業日の当座預金残高を法定準備額以上に維持することを求めるのでなく、日本と同じく一定期間（中国の場合は10営業日）の平均残高を法定準備額以上にすることを求める方式に変更した。この結果、短期金利の変動は安定した。政策金利として利用する環境整備の一環と思われる。中国人民銀行の易綱副行長は、オーバーナイト・レートか1週間物のレポ・レートを将来的に政策金利とする意向を示しつつも、その移行には時間がかかるだけに、基準金利の変更を引続き金融政策の意思伝達手段として活用する考えを示している。

・中国人民銀行による金融調節は、かつては売出手形の発行やリバース・レポによる超過準備の吸収が中心であったが、近年は様々な資金供給手段を矢継ぎ早に導入している。つまり、かつては資本流入圧力に対して外為介入を行う結果として超過準備が増加する傾向があったので、これに対応する必要があった。しかし、2014年頃からは資本流入圧力の低下とともに、外為介入によって資金供給される状況ではなくなったため、別途の資金供給手段が必要となった訳である。

・これら以外に、中国人民銀行の対応の中で二つの注目すべき動きがあった。第一に2015年の1月から銀行の為替ポジション規制を日次から週次に移した。中国での人民元取引は上海の外貨交易中心で集中して行われ、レートがストップ安やストップ高の水準に達すると停止される。その際、為替ポジションが残存して規制を守れない金融機関に対しては、中国人民銀行は外為介入を行って調整取引を行っていた。今回、為替ポジション規制のインターバルを長期化したことで、金融機関に自律的なポジション調整を促すとともに、中国人民銀行による外為介入頻度を減らそうとした訳である。第二に2015年10月に預貸率規制（上限75%）を撤廃した。閉鎖的な金融システムの下では、現金と銀行の国債等を無視すると銀行が100の貸出を行うと預金も100となるので、預金準備を遵守させるために中央銀行が銀行にその分だけ与信を行う。これは預金ではないので、預貸率は100%のままである。中国でそれまで預貸率規制が維持できたのは、中国の銀行が対内資本フローによって預金を調達することができたからである。この点は、中国人民銀行の「貨幣政策執行報告」の付表一日銀が公表していた「マネーサプライの信用面での対応」と同じ内容—によって確認できる。しかし、近年に対内資本フローが減少し預金調達源としての役割を低下させたため、預貸率規制が銀行貸出の縮小圧力とならないよう、この規制が廃止された訳である。

・人民元が国際化する下で内外資本取引が一段と活発になれば、中国人民銀行による金融政策も、金利を自由化し量的調整から政策金利による調整に移行しなければならないが、その金利水準を米国等の海外金利と異なるものにしようとするれば為替レートが弾力的に変動しなければならない。人民元のレートは、長い目でみれば通貨バスケットに連動していた期間が多い。実際、中国人民銀行がCFETS 外国為替指数を去年12月に公表した際の公表文では、「2005年の為替制度改革以降、限られた時期を除く大部分の時期に亘り、人民元は、市場の需給を基礎に通貨バスケットを参考として調節される、管理された変動相場制を守ってきた」と述べている。昨年8月には、人民元レートが対米ドルで3営業日続けて大きく下落した結果、市場では「輸出振興のために通貨安政策に走るほどに中国経済の状態が悪い」との懸念が生じた。しかし、実際は一時的な米ドルペッグから通貨バスケット連動に復帰しただけである。中国人民銀行の易綱副行長は、長期的な目標がクリーンフロートへの移行であると記者会見で述べたが、その実現にはしばらく時間がかかる。

・IMFによれば、人民元のクロスボーダーでの決済額は、国際化が始まった2009年には世界シェアの0.1%に過ぎなかったが、直近では1.1%まで増加した。クロスボーダーの人民元取引が可能になるまでは、直接投資や証券投資の対外決済は全部外貨で行われていた。人民元による決済が可能となった当初は、外貨で対外決済可能な取引を人民元での決済できるようにする程度であった。しかし、2013年頃からは、人民元で決済する場合は外貨に比べ資本取引や為替管理に係る規制の適用を若干緩める形で、当局が人民元の国際化を促すようになった。また、対外的な決済システムであるCIPSが昨年9月に稼働を開始した。これに先立ち、オフショア人民元の中国国内向け送金をクリアリング銀行経由に限定する規制を2013年7月に事実上撤廃したほか、中国国内の銀行と海外の銀行との外為売買を3ヶ月以内に決済される貿易取引に限定する規制も昨年8月に撤廃した。これらの規制緩和は、人民元の国際化に大きな意味を持つことになる。

・中国の資本フローを見る上では、技術的に注意すべき点がある。つまり、中国の国際収支統計は2015年にIMFの第6版準拠へと移行したが、資本収支の赤字＝流出超という表現とマイナス符号は、変更すると混乱するとの理由でもとのまま維持している。日本など6版準拠国では、同じ状況をプラス符号にして「純資産の増加」と表現することに改められた。このため、中国では資本収支のマイナス符号＝赤字が「資本流出」との印象を与えやすいが、国際収支の定義上、経常収支が黒字であれば資本収支は赤字になる。これを「資本流出」とは言わないだろう。典型的な「資本流出」とは、アジア通貨危機の際のタイのように、対外負債の減少と対外資産の減少が両建てで進行するケースだが、中国でこれが生じたのは昨年第3四半期以降である。しかも、減少したのは対外短期債務であり、対外債務の大半を占める対内直接投資は増加し続けている。対外短期債務残高は1兆ドルであり、3兆ドルの外貨準備（対外資

産)で十分カバーするという点で、中国の対外的な資産負債構造は堅牢である。しかも、経常収支が黒字で対内直接投資も増え続けている国が、海外投資家による投機アタックを受けることはむしろ珍しい。なお、日本の国際収支統計によれば、日本から中国向けの直接投資は2015年に大きく増加したが、これは直接投資から生じた収益が高水準であったことを反映している。中国側統計では、日本からの直接投資は大きく減少している。この違いの原因は解明する必要があろう。

2. 清水季子氏によるリードコメント

・私は、日銀でアジア総括を担当しており、中国やASEAN、アジアNIES、さらにオーストラリアやニュージーランド、インドと合計15~16カ国をカバーしている。中国は経済規模でも日本との関係でも非常に重要な国であるが、域内の課題を考える上では、例えばインドやインドネシアを考えてみると理解が進むことも多く、日銀も中国をフォーカスして掘り下げた分析を行う一方、アジアの多様性を包含する分析も行っている。なお、「日中金融円卓会合」の特別会合に出席された青木先生は、私が留学していた時の師匠であり、現在の担当に就いた際にアジア調査の心構えを請うた際には、「欧米や日本など先進国の分析とは違うので、歴史や政治、文化を踏まえた上で経済を理解しなさい」との助言をいただいた。

・世界経済に占めるアジアの寄与度は、金融危機後には3分の2にも達しており、こうした位置づけは今後も変わらないと思う。アジアが世界の経済成長センターとなった背景には、輸出を起点とした貿易が力強く成長してきた点が挙げられ、その核には中国が存在する。逆に、今後のアジアにとっては、中国を核とする貿易中心の成長モデルの行き詰まりに対応することが課題である。金融面では、世界的な金融危機に先進国が陥った金融不均衡はアジアには見られなかった訳であり、この点は先進国が低成長に苦しむ中でも4~5%成長を続けている背景であろうし、多くの国が金融自由化を慎重に進めたことの帰結でもあろう。しかし、この点も将来に向けた脆弱性の裏返しである。つまり、アジアの金融機能は実需原則の下で米ドルを活用した貿易金融に傾斜しており、今後以内需主導型の経済成長に転換するために必要な金融機能の整備が課題である。つまり、アジアの課題は中国依存と米ドル依存の二つからどう脱却していくかであると整理できる。

・輸出に占める中国向け比率とGDP成長率の変化との関係を見ると、中国依存の高い香港やシンガポール—シンガポールは金融面も含めると中国依存がより高い—あるいは台湾や韓国では、ここへ来て経済成長が下押しされている。一方、中国中心の加工貿易チェーンとの関係が薄いにフィリピンやインドは、中国の経済減速による影響が比較的小さい。中国自身の貿易も、タイから買って米国に輸出するといった加工貿易が減ったことで、ここへ来て縮小している。つまり、中国は自分の内需のために物を作って中で消費する体制に移行しつつあるので、アジアにとっての課題は、中国経済の減速自体への対応ではなく、中国の経済構造改革が進展して

いく中でどう対応するか、アジアが「ニューノーマル」をどう見出ししていくかということである。

・アジアの中で中国は特異であるが、他にも特異な国は存在する。例えば、インドネシアには300もの民族が居住し、インドでは800もの言語が使用されているだけに、それらをどう束ねるかという課題がある。両国ではジョコ・ウィド大統領やモディ首相といった大衆の好むリーダーが出現しているが、アジア諸国で現在の政治や経済の枠組みが成立した50~60年前から現在までを振り返ると、強力な権力が経済政策を運営したケースが多い。現在もマレーシアやタイはそうである。中国についても、習近平主席への権力の集中を懸念する向きもあるが、こうした相対感の中で評価されるべきであろう。アジア諸国は、経済格差の大きさという点でも共通の課題を抱えている。インドネシアの貧困層は約5割に達するほか、マレーシアには東南アジアで最大の経済格差が存在し、中国に至ってはジニ係数がより大きいのは南アフリカとブラジルしかないといわれる。このため、むしろ中央集権的な習近平主席やナジブ首相であれば可能かもしれないが、多様な言語や文化を抱える国々で、民主的な顔を持つジョコ・ウィド大統領やモディ首相が経済構造改革を進めることは難しい。また、アジア諸国について、1人当たりGDPが1万ドルに達するまでの年数と、生産年齢人口がピークに達するまでの年数の関係を見ると、余裕を持って成長できるのはフィリピンぐらいである。インドを含む多くの国では、1人当たりGDPが1万ドルに達する前に生産年齢人口がピークに到達するという点で、人口動態が大きな問題になる。

・中国は「サプライサイド改革」を加速する必要がある。私は、3カ月に1回程度、中国当局と面談しているが、彼らの想定するペースが遅過ぎるように感じる。加速のためには、製造業から労働力を円滑にシフトさせる受け皿産業が重要である。例えば、日本が「サプライサイド改革」を進めた1990年代以降は、経済のサービス化が既に20~30年間に亘って進んだ後であり、懐の深い中間層の存在が労働の産業間でのシフトを円滑化した。これに対し、中国では経済のサービス化が始まったばかりであるため、国有企業を中心とする製造業の余剰労働力をどこで再雇用し、どう賃金を払うかという課題がある。

・アジア諸国は、1990年代の通貨危機以降、金融システムを相対的にロバストに運営してきた。背景には、通貨危機の経験に基づき、実需原則を掲げて金融の自由化に総じて慎重であったことがあろう。もっとも、既に貿易金融に専念すればよい時代は終わりつつあり、金融政策の面でも国際金融規制の面でも米ドルが自由に使える状況でもなくなりつつある中で、国内貯蓄を国内投資にいかにつり向けるか真剣に考えるべき時が来ている。その場合、金融自由化を進めざるを得ないが、中国が直面しているように、バランスを取りつつ金融自由化を進めることは非常に難しい。

・日本の金融機関にとっては、現地通貨、現地ファイナンス、現地決済の体制をどう整えていくかが喫緊の課題となる。大事なことは、

各国当局がどのペースでどの領域から自由化を進めるか正確に理解することであろう。アジア諸国について金融機関の自由化と金融市場の発展との関係を1996年～2013年の期間でみると、各国当局の努力により、総じて正の相関がみられる

・金融自由化の具体例として、露口さんが説明されたように中国を挙げることが適当であろう。重要なポイントである為替レートについては、市場は人民元の対ドルレートに依然として注目しており、当局がCFETSインデックスを参照し、昨年中はその動きが横這いであったと説明しても、なかなか受け入れてもらえない。市場には、為替介入が続いていることや毎朝の「中間値」の設定に関して疑心暗鬼が残っている。ただ、中央銀行の間では、中国人民銀行の対応を合理的かつ適切と考えており、残された課題は市場との対話であるとみている。実際、中国人民銀行も、昨年12月以降、易綱副総裁や周総裁をはじめとする幹部が多くのメッセージを発信しているので、市場がこれらを適切に受け止めることが期待される。

・中国を巡る資本フローは、昨年8月に市場にショックが生じて以降、日銀も注意深くフォローしている。かつての中国では、経常黒字構造の下で、企業が入手した外貨の約7割を人民元に替えていたが、昨年後半からこうした動きが止まった。これを「資本流出」と呼ぶかどうかは種々考えがあろうが、要するに、企業による人民元の先高期待に変化が生じた結果、実際に人民元の上昇圧力が低下した。国際収支の中で金融収支をみると、外貨債務の返済と外貨建ての現預金増加が「資本流出」を招いていることがわかる。国内で人民元貸出が増加しているのも、相当程度は外貨貸出の振り返りによると理解している。中国人民銀行の周総裁がインタビューで指摘していたように、実需原則の下で経常取引に関する自由化を進めてきた中国では、企業の動きが資本フローに与えるインパクトは大きく、彼らの期待の変化が為替レートの方向にも相応の影響を与えることが明らかになった。周総裁は、企業の経常取引に対する規制を強化することはないと表明しているが、シンガポールの実務家などによれば中国との経常取引に関する確認事項が顕著に増え、外貨に換える取引が1ヵ月止まるケースもみられるようだ。

・為替の自由化に関して中国当局が目指す内容と市場が期待する内容には若干の違いが感じられる。当局は、為替介入を最終的に放棄するとは全く言っていないし、オフショアとオンショアのレートが乖離し続けてもかまわないとは言っていない。金融政策を量的調節から金利による調整に移行する上では様々な対応が求められるが、こうした動きと呼応する形で為替レートの自由化も進行することになる。それでも、特にオフショア市場に対する介入ないし規制の徹底という方向には変化はないように思う。

・ASEAN諸国では、金融の発展や自由化の度合いが経済成長に貢献することに懐疑的な見方も根強い。両者の関係はいわばベルシェイプと理解されており、EMEAP諸国であっても逆相関する惧れが意識されている。ASEAN諸国やインド、中国で民間債務が増加しているのは事実だが、これがどのような環境あるいはプライシ

ングの下で生じたかも重要である。例えば、米国では、2003年にかけて債務の対GDP比の規模が拡大すると同時にスプレッドも拡大していたが、その後のリーマン危機に至る間は規模の拡大とスプレッドの縮小が並存した。アジアで近年に生じたことをみると、後者のような異常事態ではなく、金融市場の発展段階で生ずる債務残高の増加という意味で、前者の性格を有すると思う。

・日銀によるアジアでの金融面での取組みを紹介すると、第一にABF(アジア・ボンド・ファンド)がある。11カ国の中央銀行で運営するEMEAPの中で、現地通貨建て債券の呼び水としてこうしたファンドを作ったものであり、金額は順調に増えている。第二にクロスボーダーの担保取り決めがある。日本の銀行によるアジアビジネスでは現地通貨の調達課題であるが、資金繰りが滞った場合のセーフティーネットとして、日銀が現地の中央銀行と予めこうした取り決めを結び、日本の銀行が日本国債を日銀に差し入れれば、現地の中央銀行から現地通貨の融資を受けることができる仕組みである。日銀は、既にタイ銀行やシンガポール金融庁、インドネシア銀行、フィリピン銀行の各先と取り決めを締結している。今後も中央銀行としてこうしたインフラ整備に取り組みたい。

3. 自由討議

関志雄氏:

・中国経済がASEAN経済に与える影響を考える場合、「中国の成長率がこの程度変化すると、対中依存度から見てこの国の経済成長率はこの程度変化する」というように、所得効果に着目した分析が多い。しかし、中国と経済構造に関してどの程度競合し、補完しているかを反映する価格効果の視点も重要である。アジア通貨危機についても金融面に焦点を当てた説明が多いが、実体経済に関する要因も劣らず重要である。当時は「雁行形態」の経済成長という仮説が流行り、日本が先頭で、NIES・ASEANの国々が続き、最後に中国がついてくると理解されていた。しかし、1990年代半ばになると、日本は止まり、中国が追いつけた結果、真ん中に挟まれた諸国は非常に厳しくなった訳である。当時のASEAN諸国は中国との貿易関係は深くなかったが、競争を通じて大きく中国からの影響を受けようになったのである。また、中国の2001年のWTO加盟後に、中国が買うものはなんでも高くなり、中国が売るのは何でも安くなる時期があった。つまり、中国の交易条件が悪化する一方、相手国の交易条件は総じて好転した。特に利益を得たのは「資源国」であったが、為替レートが増価して製造業が競争力を失う「オランダ病」にも見舞われた。最近では、中国経済の減速を受けて、逆に中国が買うものは何でも安く、中国が売るのは高くなりつつある。かつて、日本の100円ショップで販売されるものの殆どは「Made in China」であったが、今後5年も経てばこれらは殆ど消滅するのではないかと同時に、中国の衰退産業はインドネシアやフィリピンあるいはインドに移されるであろうが、受入国側のソフトやハードの面でのインフラ整備が大事になってくる。このように、中国経済の構造変化が周辺国に与える影響という視点が有用である。

清水聡氏:

・露口さんは中国の為替制度の最終目標がクリーンフロートであろうと指摘されたが、その前提として資本取引の自由化を展望しておられる。私もその点に同感である一方で、国内の金融取引に関する最近の当局の動きや、清水季子さんが示唆された当局のスタンスを考慮すると、資本の自由化はそう簡単でないようにも感じる。株価の安定を目指して株式市場に様々な介入を実施する考え方も、清水季子さんが触れたように西洋や日本とは異なるものを感じられる。こうした中で、資本取引の自由化は今後の数年でどの程度進むかご意見を伺いたい。また、CIPS という決済システムの導入とクリアリング銀行との関係についてもご見識を賜りたい。さらに、中国の外貨準備が減少している点についても、当局による人民元レートへの安定化に向けた意向とともにコメントをいただきたい。

・私もアジア通貨危機後から ASEAN の金融をフォローしてきたが、清水季子さんは金融システムが貿易金融偏重であったと指摘された。ただ、資料にもあるように、多くの国で金融機関の機能が発展したし、域内中央銀行も ABF 等を通じて努力してきただけに、違った評価も可能ではないか。国内の金融システムを整備し、経済発展のための多様な目的に活用しようとする努力も行われてきたのではないかと。また、IMF の Discussion Notes が提示した「金融がある程度発展すると、経済成長率はむしろ下がる」という仮説に言及されたが、アジア諸国自身は、自国の金融システムをさらに発展させる必要性についてどのように考えているのであろうか。アジアの場合、ABMI などを含む様々な取組みが効果を発揮し、さらなる経済成長を実現できる余地があると反論できるように思う。

露口氏:

・中国の資本取引の自由化度合いは、日本の1980年以前である。中国人民銀行の易綱副総裁の著書には、中国が「トリレンマ」の真ん中を進むという記述がみられる。実務的に大変難しいことであるが、実際に中国当局は自由化を一步一步進めつつ、想定外の事態を招いたら止めることを繰り返していくと思う。日本で重要な milestone は、1984年に実現した円転規制の撤廃と実需原則の撤廃であるが、中国当局がこれらに手をつけるそぶりは当面全くみられない。

・CIPS は日本の外為円決済システムに相当する。日本の外為円決済システムは全銀協が運営し、クリアリングまでを行うが、最終的な銀行間決済は日銀ネットでの口座振替による。これに対して CIPS は、クリアリングだけでなく銀行間の振替も内部で行う。中国の日銀ネットに相当する CNAPS との資金のやりとりは、CNAPS 上の各銀行の口座と CIPS 口座の間で行われ、必要な資金は日中にこの CIPS 口座に払い込まれ、CIPS 上の各銀行口座に入金される。各銀行が受け取った資金は逆のプロセスで CNAPS 上の各銀行口座に回収される結果、営業時間終了時には CIPS 上の各銀行の口座残高は全てゼロとなる。オフショアの人民元を本土との間で送金する場合の送金経路はクリアリング銀行経由に制限されていたが、CIPS の稼動とそれに先立つ規制緩和により、人民元クリ

アリング銀行の必要性は低下することになる。もっとも、海外で何らかの事態により人民元の流動性が不足した場合に、人民銀行による人民元流動性供給は、中資系のクリアリング銀行経由の方が海外の銀行経由よりも容易と思われるので、依然として人民元クリアリング銀行の存在意義はある。

・中国では、3兆3千億ドルに達した外貨準備が過剰かどうかという議論があるが、私は適否を判断しかねる。日本の資本収支も流出超で、外貨準備も減少しているが「資本逃避が起こっている」とは誰も言わない。日本の外貨準備はピーク時に比べて最大500億ドル程度も減少したが、ユーロ建て資産の減価や米国債の価格下落によるものと解釈される。中国でも同様な要因が作用しており、これで2000億ドル程度の減少は説明できる。また、かつて CIC に出資したのと同様に、シルクロード・ファンドの設立や国家開発銀行および輸出入銀行への資本注入のために1,000億ドル程度を使用したとみられ、この点も外貨準備の減少要因となる。このように、今回の外貨準備の減少分(約7,000億ドル)のうち、約3,000億ドル分は別の理由によって説明しうる。残り4,000億ドルの大部分が国内の民間主体に多様な形で移転したとみられる。また、外貨準備の運用に関しては、IMF の「国際収支マニュアル」や「外貨準備報告テンプレート」に規定されているように、あくまでも準備資産として固定的な運用は望ましくないとされている。しかし、売出手形を発行して調達した資金を短期の対外資産中心に運用すれば逆ザヤになる恐れがある。このため、近年は、中国人民銀行は売出手形による資金吸収でなく、預金準備率の引上げに依存している。そして以前から外貨資産を外貨準備以外のセクターに移して収益性を高めることが課題とされてきた。これらの状況を総合すると、外貨準備の残高が3兆ドルを下回ると危険といった市場の見方は行きすぎだと思う。

清水季子氏:

・中国当局が「トリレンマ」の真ん中を目指しているという露口さんの理解に同感である。いずれかの要素の完全な自由化を目指すのは欧米流の考え方であり、中国当局にそうした提案をしても理解は得られない。また、中国当局は米ドルやユーロのような基軸通貨を目指して元の国際化を進めている訳でもない。中国の貿易取引は今や3割程度が人民元建てとなり、日本に並んだという意味で、貿易決済の面で人民元は既に国際化している。もっとも、金融取引における人民元の使用については、中国当局も、長い目で見れば米ドルやユーロ、円やポンドのようになって欲しいと思っているかもしれないが、長い時間を要すると理解しているし、その加速のために「トリレンマ」の中間という戦略を放棄することはなからう。

・株式市場での「サーキットブレーカー」発動のように、中国当局の対応が不安定な印象を与えることがある。しかし、全体として見れば中国当局の対応は合理的で、先進諸国の対応と本質的には変わらない。また、政策の不具合に直面した場合にその政策を放棄したり、後づけの説明を行ったりすることも、先進国の政策当局が一般的に直面することと変わりがない。それでも外部から理解しに

くい面があるのは、ひとえにコミュニケーションの問題による。同時に、先進諸国との意思決定過程の違いによる面も強く、例えば為替レートの評価を誰に聞くべきかが必ずしも明らかでない。これに対し同じ意図を持った

・私がかつて為替課長の任にあった中では、ドル円レートが130円に接近する局面があったが、当局が円買い介入に踏み切るまでもなく、当時台頭しつつあった個人投資家—いわゆる「Mrs. Watanabe」—が相場を「防衛」してくれた。つまり、民間投資家が適切な相場観を持って取引をしてくれれば、当局による為替相場の誘導が常に必要という訳ではない。また、中国の外貨準備が巨大なのは、2000年代前半まで民間が外貨を保有することができず、これらを中国政府が買い上げたことによる面が大きい。もちろん、その後の規制緩和によって民間も外貨を相場観に応じて保有できるようになっただけに、ここまで大規模な外貨準備を維持すべきなのかという疑問が生ずるのももつともである。

・ASEANの銀行が果たした役割に関する私の評価は、やや単純化しすぎたかもしれないが、グローバルな経済成長に対する貢献という点では貿易金融による面が強い。ただし、域内各国内ではMicro FinanceないしFinancial Inclusionの面での貢献も少なくなかった。アジア諸国が内需中心の経済成長を図る上では、貿易金融中心ではない金融システムの構築が求められる。この間、アジアの経済発展に対する金融自由化の役割には懐疑的な意見がある。実際、多くのアジア諸国は、金利を自由化して金融市場を拡大すれば経済成長にとってプラスという局面にはなく、自由化の範囲や程度を誤ると経済成長阻害しかねない難しい局面に入っている。だからといって貿易金融だけを振興すればよい訳でもない下で、金融当局は内需振興に資する金融仲介機能をどのように整備すべきなのかという悩みを抱えている。

高橋氏:

・関志雄さんの指摘を踏まえると、以前のように「中国が発展したら、アジアや世界はどうなるか」という視点でなく、既に大国としての中国が存在することを前提に議論しなければならない。その下での重要なテーマは人民元の国際化であるし、その前提として資本の自由化があるが、私は資本規制を存続させつつ人民元の国際化を進めてきた事実にもむしろ注目すべきであると思う。中国当局に資本自由化の必要性を説いても、「現時点で何か不便なことはあるか」、「中国の金融経済が不安定化しても良いか」という反論を受けるだけで説得力がない。

・CIPSのようなファシリティの整備は、決済や流動性の利便性を高め、人民元の国際化に資する面がある。さらに、外貨準備からシルクロード基金に資金を拠出したことも、国際開発銀行(かつてのBRICS銀行)やAIIBを設立したことも、中国が人民元による「リージョナルな国際金融体制」を構築しようとする動きの一環と理解できる。露口さんと以前に議論したのだが、当面は人民元は米ドルと代替的と言うより補完的な位置を占めることになろう。そこでは、米

ドル中心の世界と人民元の国際化をどう調和するかが課題となる。日本もこの点に関する将来展望を持った上で、「このようにすべき」という意見を述べることは可能であるし、そうすべきである。

・ASEANの将来にとって「バランス」が重要である。アジアの中では、中国に加えて華僑経済圏のウエイター韓国に匹敵するGDPを有する一も大きい。こうして、ASEANは華僑経済圏を含めた中国、米国、欧州という三つのバランスの上に乗っている。また、ASEANでどの国がコアなのか明確ではない。一般にはインドネシアがリーダーだとされるが、これには異論も多い。従って、域内諸国同士がどうバランスを取るかもポイントである。実際、前回のASEANサミットでは米ASEAN対話が行われたが、中国を重視しつつ米国との関係を構築することに関し、域内諸国はプロ中国、ニュートラル、アンチ中国の三つの立場に分かれた。中国や米国とのバランスを取る上では日本の役割に期待する意見も聞かれる。日本は客観的な立場から意見を述べるだけでなく、少なくとも将来的にはどのような貢献をするか明確にすることが求められる。

伊藤氏:

・中国の外貨準備はどの程度が適切か見解を伺いたい。この点に関してはIMFが何度かレポートで考え方を示しているが、昨年版によれば、資本取引規制を維持する場合は1.5兆ドル、そうでない場合は2.7兆ドルという値を示唆している。また、中国が金利自由化を進める中で、政策金利(短期金利)から他の金利全般への波及メカニズムを整備する際にどのような障害を取り除くべきか、ご意見を伺いたい。さらに、社債スプレッドと民間債務残高の関係からリスクの度合いを推察する考え方は大変参考になったが、中国ではベースとなる国債利回りの適正性に疑問が残る。この点を勘案しても中国の金融システムのリスクは低いと考えてよいか見解を伺いたい。

露口氏:

・中国の外貨準備に関して適正規模を示すことは難しい。ただ、中国の学者が外貨準備の過剰について指摘し始めたのは、外貨準備の残高が1兆ドルを超えた頃であり、その際には7,000~8,000億ドルが適正との議論が多かった。現在の経済規模はその当時の3倍以上になっているので、大まかに言って、適正規模も3倍といった程度ということかもしれない。短期金利を起点とした金利の波及メカニズムを整備することは長期的には重要だが、まだターム物金利の人為的コントロールを維持せざるを得ない状況であって、これを止めることができるかどうかは当面の優先課題である。なお、中国人民銀行も政策金利のcorridorという表現を使うが、現時点ではこれはターム物の上限と下限を指していることが多く、政策金利としての短期金利の将来に亘ってのcorridorではない点で、先進国で使われる意味合いとは異なる。

清水季子氏:

・中国の外貨準備の適正水準について直接コメントすることはできないが、民間の主体も相場観によるleads and lagsの取引が可能

となった一方で、中国当局も外貨準備はもはや不要と考えている訳でもないと思う。中国の民間主体もこれまで為替ヘッジなど考えなかったが、人民元にも減価リスクがあることを認識する過程にある。IMFによる試算の考え方もわかるが、民間主体がしっかりと相場観を持ちうるか、あるいは当局が良好なコミュニケーションを行いうるかによって、適切な外貨準備の水準は異なるのではないか。

・政策金利の波及メカニズムの整備に関しては、露口さんと同じく、まだ入り口に到達していないと思う。中国人民銀行による金融調節が政策金利を指標とするものに完全には移行していないからである。実際、金融市場には本当の意味での市場金利が存在せず、SHIBORにもoffer/bidがなく、先進国のように資金の欲しい主体と資金を放出したい主体が金利を提示しあうことで、需給を調整する市場金利が形成される訳ではない。

・中国の社債に関しては、中国の銀行の債券部門の方々と面談した際には、格付別のスプレッドが存在するとのことであり、相応に市場機能がありそうだと判断した。ただし、中国の場合は債務者の背後に暗黙の保証が存在する場合も多く、金融環境が非常に良好な下で大規模な発行案件でも募残が生じない(引受リスクが殆ど無い)状況での発行金利や流通スプレッドだとすると、そもそもクレジットリスクが適切に反映されているかという疑問は残る。

田中氏:

・金融自由化をどこまで進めるべきかは、中国やASEANにとって重要なテーマである。自由化によって得られるリスク許容量の拡大を、実物経済の成長のためにいかに活用できるかがポイントである。これに対し、世界的な金融危機前の先進国では、レバレッジなどのテクニックを通じて金融自体が過度に膨張し、結果として崩壊したわけである。従って、何でも自由化すれば良い訳ではないし、中国はこの点を理解しつつ自由化を進めている。おそらく、ASEAN諸国もこうした選択を取ると思う。

・アジアの銀行も様々な業務を展開してきたと思う。私自身、ASEAN諸国に2回駐在したほか、日本の銀行の本部でアジア戦略を企画する中でアジアの銀行との付き合いも長い。彼らは1970~80年代には既にシンジケートローンやソブリン向けの与信に取り組んでいた。もちろんASEANの中でも、銀行が貿易金融に特化したビジネスを展開する国もあったが、総じて言えば、当時からアジアの銀行は多様なビジネスを低下していたし、足許ではその傾向が加速している。

・高橋さんが指摘された華僑経済圏は重要である。1980年代後半には、華僑の世代交代が進展して「華僑から華人へ」という表現が使われるようになり、華人が経済活動の大きな部分を握る地域では、その力が強くなりすぎて現地との摩擦を生じないように慎重な行動がみられるようになった。その一方で、中国経済が大きく成長した結果、華人を通じた中国との取引の重要性はむしろ高まっている。日本がこうしたバランスの中でどう動くかも重要な課題である。

谷氏:

・中国人民銀行による預貸率規制は、中国国内でリテール業務を展開していない日本の銀行が貸出を行う上で大きな制約になっていた。そこで、本制度が撤廃された当初はビジネスチャンスの到来と考えたが、日本の銀行はいずれにしても資金を割高なインターバンク市場から調達せざるを得ないため、割安な国内預金で資金を調達できる地場銀行に対し、貸出条件の面で引続き苦戦している。同時に、窓口規制が裁量的に運営されていることも、現地での貸出を伸ばしていくことを難しくしている。

・為替取引にも現在でも裁量的な規制が課されている。つまり、1997年~98年のアジア通貨危機の際には、人民元売りの取引に対する規制が明確な通達として出されたが、現在はこうした通達は出されない一方、当局は銀行に対して一定額以上の米ドル買い取引を事前報告させ、場合によって取引の中止を促すと言っている。対象となる取引は資本取引だけでなく、実需の貿易取引も含まれており、各々に金額のバーを設けている。一般的には中国で金融自由化が進捗すれば銀行には様々なビジネスチャンスが生ずることになるが、その過渡期には当局による口頭指導の影響も考慮する必要がある。

・これまで、日本の銀行による中国やASEANでの主要なミッションは、現地に支店を設置して日本企業の進出をサポートすることにあった。日本企業の進出パターンも、生産拠点を日本から移し、現地で生産したモノをグローバルに輸出するものが主体であったが、最近では現地の内需を目指してモノを売るパターンが増えている。日本の銀行にとって、前者のパターンは融資や輸出入決済のサポートが中心なので小規模拠点でも対応できる。しかし、後者のパターンは、例えば中国全土の販売代金の回収サポートを上海拠点で対応できるはずもなく、ビジネスモデルの転換を迫られている。一方、前者のパターンで中国に進出した企業の中には、ASEAN諸国に生産拠点の再移転を図る動きもあり、ASEANで生産されたモノが最終消費地である中国に輸出される取引をどうサポートするかも新たな課題として浮上する。

・中国とASEAN諸国との貿易取引で使用される決済通貨は米ドルが中心であるが、最終消費地が中国であるだけに今後は人民元の利用が相当増える可能性がある。日本の銀行も、こうしたニーズに応えられるよう、CIPSへの関与も含めて様々な対応を進めていく必要がある。さらに、ASEAN諸国の内需に関わる取引をサポートする上では、現地通貨の資金ニーズに対応しうることが必要である。例えば、インドネシア当局は国内取引の決済に米ドルを使うことを禁じ、ルピア建て決済を推奨していると聞かすが、こうした下ではルピア建て資金の調達能力を高めることが求められる。その意味では、日銀がアジア通貨のファンディングを下支えする動きをしていることは日本の銀行にとって心強い。

鞆飼氏:

・最近の中国の為替政策は、人民元の対ドルレートを減価させつつ、

通貨バスケットに対する安定を指向しているのであろう。もっとも、この間に中国企業が取得した外貨を人民元に替えなかったり、米ドル建ての負債を圧縮したりしている背景には人民元の先安感が存在する。中国景気の減速の程度に関する不確実性もあるので、まず理想を言えば、当局の為替政策は、緩やかな人民元安を上手く誘導できれば良いはずである。また、足許で人民元が減価することと中長期的に人民元が国際化することとは矛盾しないように思う。もちろん、現実には、中国当局が人民元相場を減価方向に多少誘導しただけで市場が過剰に反応する傾向があるため、この点をコミュニケーションによってどう乗り越えるかが、大きな課題である。

・清水さんは、ASEAN 等での民間債務の拡大について、金融機能の発展の初期段階にあることで説明がつくと指摘された。ただ、少し視野を広げると、リーマン・ショック以降に先進諸国が強力な金融緩和を継続し、そのサイクルが従来になく長期化していることの影響も無視しえない。この間、ASEAN 諸国の景気も良好だった上に、かつて程ではないが各国当局が為替レートの増価を抑制してきた結果として各国に資金が流入し、国内で債務が膨らんだ。つまり、循環的な要素も作用しており、ASEAN 諸国は financial cycle のピークにある。そこで、既に始まった景気減速と米国の金融政策の方向転換の下で、ASEAN 諸国に対する資本フローがどう変化するかを注視すべきである。

・もちろん、1990 年代に比べると、各国中銀がインフレターゲットの採用に象徴されるように為替安定化重視から国内物価安定重視の政策に徐々に舵を切っているほか、米ドル建て債務だけが急増しているわけではないこと、保有する外貨準備の規模が 1990 年代に比べてずっと潤沢であることなどを考えると、私自身も、資本フローが深刻な問題に繋がるとまでは思わない。

・ただし、この間に世界の金融システムが変化し、ASEAN 諸国に対する資金流入が銀行貸出よりも、主として fund manager による債券投資によって左右されるようになってきている点にも注意が必要である。

・さらに、従来は ASEAN の金融環境に米国の金融環境が大きな影響を与えたが、近年は中国の金融環境が与える影響も強まっていることが特徴である。その場合の波及メカニズムは、現時点では、中国と ASEAN との直接的な資本フローというより、BIS や IMF、HKMA などが分析しているように、中国の実体経済の動きが ASEAN の経済環境に影響するという経路であろう。ASEAN 諸国から見て、米国に加えて中国の影響も受けることが、上記分析が示唆したように自国の金融システムや資本フローに安定化方向の力を持つのか、それとも不安定化の方向に作用しかねないのかも、今後注意してみていくべきである。

関辰一氏:

・アジア諸国の民間債務を評価する上では、中国の民間債務残高が GDP 比の 200% 超に達していることに注意する必要がある。日本の 1990 年代初頭のバブル絶頂期より大きいだけに、今後到大

きなバランスシート調整圧力を残す懸念がある。とりわけ、企業部門の債務残高は 100 兆元に達し、債務圧縮には 20 年程度かかるのかもしれない。しかも、卸売物価が下落する中では、企業の実質負担は増大し続けるため、債務返済を先送りすると倒産しかねない。だからこそ、銀行の貸出金利が下がっても企業は借入れ拡大に消極的であり、キャッシュフローを債務返済に極力充当する中で、実物投資への意欲が落ち込んでいるのではないか。

・中国で債務残高の対 GDP 比が上昇し続けているのに、固定資本形成の対 GDP 比がここ数年横這いで推移していることは、企業がお金を借りても実物投資でなく金融資産投資—いわゆる「財テク」—に回していることの現れである。実際、これら二つの指標を比較すると、ここ数年で GDP の 50% に相当する規模の資金が金融資産投資に回ったと推察され、この点も、債務の健全性を評価するうえで重要なポイントである。中国当局は、バブル崩壊ではなく、いかに soft landing によって調整するかに苦心しているが、財務内容が見かけ以上に悪化しているからこそ、企業や金融機関の財務状況の透明性を抜本的に向上させることが難しいのだろう。それを一気に進めると、日本のバブル末期のような混乱を生ずることが懸念される。

立脇氏:

・清水季子さんから、現地通貨建て債券の発行が順調に増えている一方、流通市場の発展が不十分とのご指摘があった。ただ、私は発行市場の拡大自体も前向きに評価すべきだと思う。現地通貨建ての債券市場は、プロジェクトファイナンスやインフラファイナンスの点で重要な役割を果たすことが展望される。ただ、これまでのところ、例えばプロジェクトファイナンスの場合、スポンサーから直接に資金を調達するケースが多く、一般投資家から債券発行を通じて資金を調達する形になりにくい。実際、昨年 3 月に OECD と ADBI がインフラファイナンスを促進するためのワークショップを開催したが、インドネシアの方が、インフラ整備の資金ニーズは非常に大きく、潜在的な投資家も結構いると指摘した一方、そうした投資家が安心して投資できる枠組みがないため、投資が進まないと述べた。インフラボンドの振興について、何らかのお考えがあれば伺いたい。また、アジアにおける Fintech の展開についてはどう考えればよいか。MAS などはシンガポールでの導入に積極的な動きをみせ、メディアからも注目されている。ASEAN 諸国のように金融インフラが未整備な国々では、Fintech を活用して一足飛びの対応を目指す可能性がある。

清水季子氏:

・ASEAN 諸国のインフラ債に対する需要は高いし、グローバルに見てもこうした分野に資金が適切に流れるようにすることは重要な課題である。もっとも、各プロジェクトのキャッシュフローを適切に見積もり、採算が取れるような形（「bankable」なもの）に仕立てるには課題も多い。実際、ADB や世銀の案件や ODA 案件が債券発行によって資金調達することはあり得るが、幅広い案件を一般投資家が通常のキャッシュフロー分析によって投資しうる債券によって

資金調達するにはしばらく時間がかかる。なお、シンガポールは Fintech におけるアジアの拠点を目指している。それ以外の ASEAN 諸国では、マレーシアでシンガポールの影響がみられるが、総じて爆発的な発展を促すような取組みがあるわけではない。

田中氏:

・私が参加するアジアのインフラファイナンスに関する経産省の促進検討会では、清水季子さんが指摘されたように、インフラ債の拡大には時間がかかるし、そもそもプロジェクトファイナンスである以上、債券発行だけで資金調達することには無理があるという議論がなされている。証券化商品や普通社債では、covenants に抵触する事態が生じた場合、期限の利益を失って default することになる。これに対し、プロジェクトファイナンスの場合は、超長期に亘る資金調達であり多様なリスクを抱えているので、状況が変化した場合はむしろ covenants に抵触させ、grace period の間に関係者が対応を講ずることで、プロジェクトがキャッシュフローを再び生むように軌道修正することが普通である。その意味でも、債券だと柔軟性が乏しく、銀行貸出が基本的には適している。従って、プロジェクトファイナンスで債券発行による資金調達を活用するのであれば、何かの tranching によってシニア部分のみに限定し、銀行貸出を waterfall 上で劣後させるといった技術的工夫が必要になる。
