

経済情報

G20 直前に中国が提起した国際通貨システム改革論

1. 国際通貨システム改革論の概要とその後の展開

2009 年 4 月 2 日にロンドンで主要 20 カ国・地域（G20）金融サミット（首脳会合）が開催されたが、直前の 3 月 23 日、中国人民銀行（中央銀行）の周小川総裁はドルを基軸通貨とする現行の国際通貨システムの改革を提起する論文を発表し、注目を集めた。その概要は以下の通りである。

- ① グローバル金融危機は現在の国際通貨システムに内在する脆弱性とシステムミックリスクを反映したものである。準備通貨を発行する国は、世界に流動性を供給すると同時に通貨価値を維持することはできないというトリフィンのジレンマ（注）を抱えている。

（注）準備通貨を発行する国は、世界に通貨を流通させるため、経常収支を赤字にせざるを得ないが、経常赤字が増えると通貨に対する信認が低下してしまう。

- ② 国際通貨システムの改革にあたり、国際準備通貨は、ルールに則して発行され、タイムリーかつ柔軟な供給量の調整が可能で、その調整が一国の経済情勢や利益に左右されないという条件を満たす必要がある。個別国の通貨ではなく、1940 年代にケインズが提唱した国際通貨バンコールのように、超国家準備通貨の創設が長期的な目標といえる。

- ③ IMF の SDR（特別引出権）は超国家準備通貨としての特徴と潜在力を備えており、短期的には、SDR の役割を強化することが妥当である。現在は政府と国際機関の間の取引に限定されているが、国際貿易・金融取引に拡大すべきである。また、SDR の構成も GDP のウェイトに基づく形にすべきである（第 1 表）。

第 1 表：SDR の構成

	現行		(%)
		中国提案 (GDPシェアに基づく)	
ドル	44		38
ユーロ	34		33
円	11		12
人民元	0		9
ポンド	11		7

(資料) IMF等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

- ④ IMF が各国の準備資産の一部を集中管理することにより、国際社会の危機への対応力は高まり、国際通貨金融システムの安定が維持できるのみならず、SDR の役割を強化することができる。

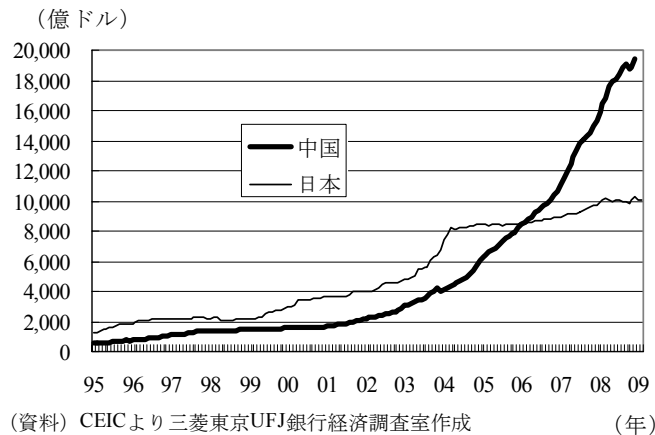
これに対し、25 日、ガイトナー米財務長官がニューヨークでの講演後、「SDR の活用についての提案にオープンである」と発言したことから、市場は通貨体制見直しを容認したものと解釈し、ドル相場は一時急落した。しかし、その直後、ガイトナー長官が「今後長期間に渡り、ドルは最も有力な準備通貨」と補足したため、ドルは買い戻された。

31 日、胡錦濤国家主席は G20 金融サミット出席を前に、「国際金融システムの改革を推進し、金融危機再発を回避しなければならない」として、積極的に改革に関与していく方針を示した。しかし、4 月 1 日、G20 金融サミットに先立って行われた中国の胡錦濤国家主席と米国のオバマ大統領との会談では、世界の景気回復と国際金融システムの強化についての協力で合意し、協調路線をアピールした。同席したガイトナー長官は、米中首脳会談では、米国債に対する懸念表明も準備通貨の話題も出なかったと明言した。また、G20 金融サミットでも、準備通貨自体が議題に上ることはなかった模様である。

2. 背景にある中国の外貨準備の毀損リスク

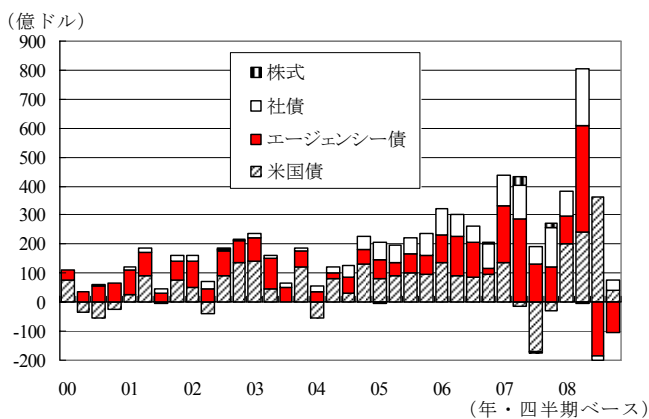
周総裁の国際通貨システム改革論の背景には、世界を巻き込む金融危機を起こした米国の通貨が基軸通貨になっていることに対する不満と危機感がある。約 2 兆ドルにのぼる世界最大の外貨準備が金融危機下で大きく毀損したことからすれば、それは無理からぬことである (第 1 図)。

第1図：中国と日本の外貨準備



中国では、国家外為管理局が安全性・流動性を重視し、米国の国債とエージェンシー債を中心に運用してきた（第2図、第2表）。しかし、英ファイナンシャルタイムズ紙は、2007年初から2008年半ばにかけて、外為管理局は株式・社債などよりリスクの高い商品への投資を増やした結果、800億ドルを超える損失を出したと報じた。

第2図：中国のネット対米証券投資



(資料) U.S. Department of Treasury, Treasury International Capital System, 等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表：中国の米国証券保有残高

(億ドル)

	合計	国債	エージェンシー債	社債	短期債	株式
02	1,815	952	586	109	127	40
03	2,555	1,466	911	123	35	19
04	3,410	1,892	1,149	162	182	25
05	5,273	2,771	1,720	359	397	25
06	6,989	3,641	2,554	585	172	38
07	9,220	4,665	3,763	276	230	285
08	12,051	5,219	5,271	263	303	995

(資料) U.S. Department of Treasury, Report on Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

また、2007年には外貨準備の運用を多様化するために政府系投資ファンド、中国投資有限責任公司（CIC）が外貨準備 2,000 億ドルを資本金として新設され、2007年中に、米大手投資会社ブラックストーングループに 30 億ドル、モルガン・スタンレーに 50 億ドルと大型出資を相次いで実施した。この結果、世界的な株安により、2008年決算では 50% の評価損を計上したといわれている。

加えて、米国では金融危機に対応した大型景気対策のために巨額の国債増発を迫られており、米国債にも価格下落のリスクが高まっている。このため、中国の世論は、米債投資への批判を強めている。しかし、周総裁の論文掲載と同じ 23 日、人民銀行の胡曉煉副総裁は記者会見で、今後も米国債への投資を続ける旨明言した。資本流入

が続くなかで、人民元相場の安定を維持するための介入に伴って増加する外貨準備の運用先から米国債を排除することはできない。また、中国が米国債投資を回避する姿勢を鮮明にすれば、金融危機深化の引き金を引きかねず、それはさらなる海外資産の劣化と実体経済の悪化を招くからである。

中国当局は、長期的には、人民元の基軸通貨としての地位獲得を目指していると推測され、足元でも、人民元国際化の動きを加速させている。昨年12月に韓国との1,800億元のスワップ協定を始めとして、香港(2,000億元)、マレーシア(800億元)、ベラルーシ(200億元)、インドネシア(1,000億元)、アルゼンチン(700億元)と立て続けに同協定を結んだ。また、人民元での貿易決済は、近々、広東省と香港、広西チワン族自治区・雲南省とASEANとの間で試験的に開始される見込みである。ただし、資本の急速な流出入に対する警戒感は未だ強く、資本取引における交換性の実現のタイムスケジュールが明示できる段階ではない。こうした状況下、準備資産の保全を図るには、人民元が参加したSDRが次善の策といえよう。

3. 周論文の評価

(1) 当面は難しい周提案の実現

周論文の提案は、ドルを基軸通貨とする現行の国際金融システムの改革を提唱したものであることから、必然的に米国の反発を招いており、早期実現は難しい。

国際通貨自体は特異なアイデアではない。周論文でも触れているが、既にケインズがブレトンウッズ体制が検討された段階でバンコールという国際通貨を提唱している。また、ノーベル経済学賞受賞者である米コロンビア大学のスティグリッツ教授も、金融危機を踏まえ、2008年から、特定国の通貨に依存しない準備通貨としてSDRの拡充を主張している。

さらに、3月28日、ロシアのドボルコビッチ経済顧問がSDRの構成バスケットにルーブル、人民元、金を追加することに支持を表明するなどの広がりもみせている。

もっとも、早期実現性については、スティグリッツ教授も、ドボルコビッチ氏も、可能性は低いとみているようである。スティグリッツ教授は、今回の周論文に対して、SDRを準備通貨とする新たなシステムは、早ければ1年以内に段階的に導入することは不可能ではないが、現実には、それほど急速に進むとは思わないと付言した。また、ドボルコビッチ氏も、4月2日のG20金融サミットで、国際準備通貨の創設が受け入れられる可能性はないとの見方であった。

(2) 足元でも少なからぬ成果

このように国際準備通貨の創設もSDRの暫定的な国際準備通貨への昇格も当面は難しい。しかし、最大の外貨準備保有国である中国がドルを基軸通貨とする現行の国際通貨システムに不満を持ち、改革を強く志向しているという意思表示に成果がなかったわけではない。

G20金融サミットでは、国際準備通貨への議論がなされたわけではないが、IMFの

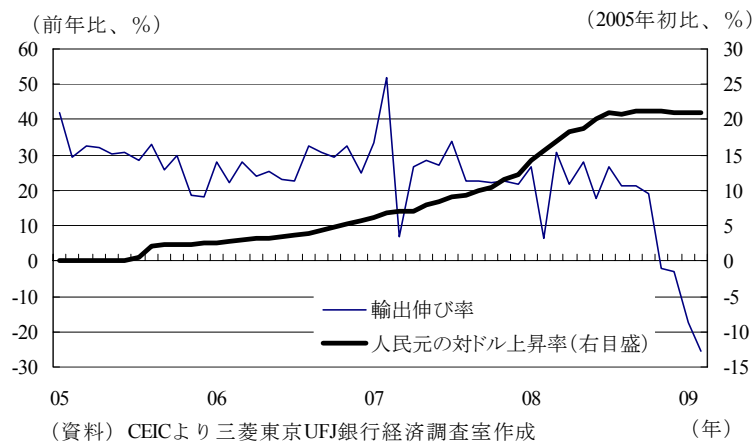
資金基盤を3倍の7,500億ドルに拡充するに当り、かねてから中国が主張していたIMFの出資比率と発言権の見直しが2年前倒しで2011年までに実施することで合意が成立した。IMFの機能強化につながる中国の主張はIMF側からも好意的に受け止められているはずである。

また、中国は最大の米国債保有国でもあるだけに、米国に対し、一段の対中配慮を促している。実際、米中首脳会談では、胡主席から米国債に対する懸念表明はなかった一方で、オバマ大統領から米経済が回復すれば財政赤字を半減させるとの説明がなされた。

昨年12月のブッシュ共和党政権最後となる第5回米中戦略経済対話で、米国に対し、金融監督の強化や中国の在米資産の安全確保などで厳しい注文を付け、従来通例であった米国からの人民元改革要求を封じ込めたことを想起させる。

オバマ民主党政権では、ガイトナー長官が就任前から、「オバマ大統領は中国が為替相場を操作していると確信している」との書簡が明らかになるなど、前共和党政権よりも対中圧力を強めるのではないかという中国当局の懸念を裏打ちするような事態が発生している。輸出が大幅減少に陥っている今日、人民元上昇は中国国内世論からみれば論外であるだけに、中国当局にとって、債権国としての意思を強調し、元高圧力を押さえ込むことは重要であろう。

第3図：為替相場と輸出動向



(H21.4.6 萩原 陽子)

発行：株式会社 三菱東京UFJ銀行 経済調査室
〒100-8388 東京都千代田区丸の内2-7-1

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。