



# 長期的かつ漸進的な過程となる 人民元の国際化<sup>1</sup>

張 明\*

## 要 約

1. 人民元の国際化の最大の障害は、中国の資本市場が未成熟で、金融機関や、機関投資家、個人投資家の経験と能力が足りず、監督当局の資本移動を管理する経験と能力も十分でない点である。これらの障害が除去されないまま、安易に資本移動の自由化を実施すると、金融危機のリスクが高まってくる。そのため、人民元の国際化は、短期間で実現できるものではなく、長期的かつ漸進的な過程でなければならない。
2. 人民元の国際化を推進するに当たり、すでに始まった二国間通貨スワップ協定の締結と人民元建て貿易決済の試験的な実施に加え、人民元のオフショア市場の育成、国際金融センターとしての香港の活用、（香港、マカオ、台湾をも含む）「大中華圏」における人民元の使用の促進に重点を置くべきである。その上、人民元レートと金利の市場化や、金融業の対外開放といった構造改革も求められている。

## Ⅰ、はじめに

米国のサブプライム危機の勃発と深刻化は多くの教訓をもたらした。現在の国際通貨システムでは米ドルが中心的地位を占めているため、米国はドルを発行して金融市場と実体経済に対する支援を行うことができる。米連邦準備制度理事会（FRB）も政府の財政赤字を賄うための国債を直接引き受けてはならないという原則に反して、潜在的な需給ギャップを埋めるため米国債を直接購入することができる。また、米国の対外債務がいったん、米国が耐えられない水準に達した場合、ほかの主要通貨に対し、米ドルを大幅に切り下げることで、米国は容易に実質的な債務負担を減らすことができる。むしろ、このようなやり方は、国際通貨としてのドルの信用力を低下させることになる。しかし、世紀に一度の金融危機に対応するため、米国は拡張的な財政・金融政策の外国への悪影響を無視し、国内金融市場と実体経済の救済を最優先している。そして、長期的なインフレ圧力と米ドル安の問題については、ニクソン政権のジョン・コナリー財務長官が

<sup>1</sup> 本稿は中国社会科学院世界経済政治研究所研究報告「長期的かつ漸進的な過程となる人民元の国際化」（2009年5月25日）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。

\* 張 明 中国社会科学院世界経済政治研究所国際金融研究室 副主任

発言したように、ドルはわれわれの通貨で、あなた達の問題だ<sup>2</sup>としている。

輸出主導型の発展戦略を進めてきた結果、中国は改革開放以来の 30 年の間に約 2 兆ドルの外貨準備を積み上げた。これは数世代の人々の努力の成果で、中国の貴重な財産となっている。中国が保有する 2 兆ドルの外貨準備の内、米ドル建て資産は約 60~70%を占めており、その大半は米国債である。しかし、米国の前例のない巨額の財政赤字と FRB の量的緩和政策には、米国債価格と米ドルの下落という二重のリスクが潜んでいる。このようなリスクが現実となった場合、中国の外貨準備は大きな損失を被ることになる。中国が、輸出主導型の発展戦略や、生産要素の歪み、資源・環境を犠牲にすることによって手に入れた財産は大きく損なわれるかもしれない。

中国政府はこれらのことを反省した結果、2008 年後半以降、国際金融戦略の転換を加速させた。新たな戦略は、中国の対外貿易や、対外投資、外貨準備における米ドルへの依存度を引き下げ、米ドルの下落によって中国が損失を被るリスクを一定の範囲内に抑えることを目的としている。中国の新しい国際金融戦略は人民元の国際化、地域通貨協力、国際通貨システムの三つのレベルに分けられる。

最近、中国政府はこの三つのレベルにおいて、新しい措置を同時に進めており、それぞれにおいて成果を上げている。人民元の国際化で得られた段階的成果として、二国間通貨スワップ協定の締結と、人民元建て貿易決済の試験的な実施がある。地域通貨協力の中間的な成果としては、2009 年 2 月の「アジア地域における経済・金融の安定回復のための行動計画」に関する合意と、2009 年 5 月の ASEAN10+3〔訳注：日中韓〕の外貨準備プールへの拠出額の確定がある。また、中国政府が積極的に国際通貨システムの再編にかかわった典型的な出来事としては、2009 年 3 月の周小川・中国人民銀行総裁の「国際通貨システムの改革に関する考え方」という論文の発表がある。SDR（特別引出権）のような、主権国家の枠を超えた国際準備通貨の発行を提案したこの論文は、世界の注目を集めた上に大きな議論を呼び、多くの新興国と途上国からの支持を受けた。これをきっかけに、SDR は国際通貨基金（IMF）改革の注目点となった。

中国政府は国際金融戦略を推し進めるとき、この三つのレベルでそれぞれ異なる困難と障害に直面している。それぞれのレベルの国際金融戦略は、必要とされる意思疎通や、協調、駆け引きや協力の度合いが異なるため、それぞれを遂行するにあたり、中国政府が持つ自由度も異なっている。国際通貨システムの再編はグローバルなコンセンサスが必要であり、地域通貨・金融協力は東アジア域内における各国の協調が必要である。一方で、人民元の国際化は中国政府が直接推進することができ、貿易相手国とだけ交渉すれば可能である。このため、人民元の国際化は事実上、最近中国政府が重点的に推進する分野になっている。一部のマスコミも、中国が主権国家の枠を超えた国際準備通貨の発行を提案したのは見せかけにすぎず、人民元の国際化が真の狙いだと論評している。

## II、人民元の国際化の進展状況

通貨の国際化（currency internationalization）とは、ある通貨が個別国の通貨から国際的な通貨に成長する過程を指す。国際通貨とは、国際的な貿易と投資において価格を測る尺度、取引の媒介、貯蓄の手段となる通貨のことで、個別国の通貨（例えば米ドル）でも良いし、地域通貨（例

<sup>2</sup> “The dollar is our currency, but your problem”（訳注）

えばユーロ)でも良い、またある種の金属(例えば金)でも良い。これまで国際通貨となることができた通貨には、米ドル、英ポンド、ユーロなどがある。

中国国内で最初に人民元の国際化が議論されたのは1990年代に遡る。しかし、サブプライム危機が勃発するまで、人民元の国際化は中国政府が真剣に考える選択肢ではなかった。人民元の国際化の進展を制約している要因は、四つある。

一つ目は経済発展面の制約である。一般的に、先進国には自国通貨の国際化を進める強いモチベーションがある。しかし中国は途上国で、一人当たりGDPは低い水準にある。

二つ目は、中国の経済制度面の制約である。中国はまだ資本移動の全面的な自由化を実施しておらず、人民元は完全に兌換性のある通貨になっていないため、中国が資本取引を通じて海外に人民元を供給することは困難である。その上、中国が長期にわたって輸出主導型の発展戦略の一環としてドルに対して安定的な為替政策を行ってきたため、国内外における人民元の前物市場の整備が遅れ、ひいては海外の個人企業の人民元の保有意欲が抑えられている(人民元の為替リスクをヘッジする手段がないため)。

三つ目は、中国金融市場の発展段階が低いことである。現在、B株市場と適格外国機関投資家(QFII)を除けば、外国投資家は中国の資本市場に直接投資をすることができず、海外でも人民元建ての金融商品が少ないため、人民元が国際準備通貨に成長するには制約があるといえる。

四つ目は、中国政府の対外戦略面からの制約である。中国政府はこれまで、控えめで自ら主導しないという対外戦略を採ってきたため、自国通貨の国際化を推進する強い意志を持っていなかった。

しかし、2008年9月の米国のサブプライム危機が世界的な金融危機に拡大したことを受けて、人民元の国際化に対する中国政府のスタンスは明らかに消極的から積極的なものへと変わった。2008年末から現時点まで、中国政府は二つの面で大きな成果を上げた。ひとつは、中国が、韓国、香港、マレーシア、ベラルーシ、インドネシア、アルゼンチンという6つの国や地域と期限を3年とする総額6,500億円の通貨スワップ協定を結んだことである。もうひとつは、人民元による対外貿易決済の試験的な実施を加速したことである。2008年12月に国務院常務会議は、広東および長江デルタと香港・マカオとの間、また、広西および雲南とASEAN諸国との財貿易について人民元による決済を試験的に実施すると発表した。全国人民代表大会と全国政治協商会議の開催期間中(2009年3月)に、中央銀行幹部が、国務院はすでに人民元による対外取引の決済を香港で試験的に実施することを確定し、3月末にも珠江デルタと香港との人民元建て貿易決済制度を発表する可能性があると発言した。4月8日には国務院常務会議において、人民元建て貿易決済の実験が実施される最初の都市として、上海市および、広東省の広州、深セン、珠海、東莞が指定された。

通貨スワップと人民元による貿易決済は互いに補い合う関係にある。例えば、外国の輸入業者が中国製品を輸入するために人民元で代金を支払わなければならない時、この輸入業者は当該国の商業銀行に人民元の借入れを申し入れ、商業銀行は当該国の中央銀行から人民元を調達し、当該国の中央銀行は中国の中央銀行との通貨スワップを利用して人民元を手当てすることができる。このため、二国間通貨スワップは、中国政府が危機に対応するために他国政府と協力して採る措置というより、人民元建て貿易決済の試験的な実施を支えるものとなる。もし、中国政府が金融危機に陥った他国を援助するのであれば、最善の方法はその国と二国間のドルスワップ協定を結ぶことである。なぜならば、人民元は他国が外為市場に介入するのに使用できないからだ。

言い換えれば、適切に運用すれば、二国間通貨スワップは中国政府が海外の人民元を回収するチャネルのひとつになりうる。例えば、外国の輸出業者が中国に商品を輸出し、人民元を獲得した後、当該輸出業者は当該国の商業銀行で人民元と自国通貨を交換し、商業銀行は当該国の中央銀行で人民元を自国通貨に交換し、最終的に当該国中央銀行は中国の中央銀行との二国間通貨スワップを通じて、人民元を中国に戻す。

中国政府は今後も引き続き人民元の国際化の推進を加速すると予想される。まず、中国はさらに多くの国、特に、タイ、フィリピン、ベトナムなどの ASEAN 諸国、台湾、ロシアなど重要な貿易パートナーと通貨スワップ協定を結ぶことになるだろう。また、中国は人民元建て貿易決済の実験を行う都市を、特に ASEAN 諸国と緊密な関係をもつ昆明、南寧、そして中国が金融センターとして重点的に育成していく天津市などに広げられるだろう。

### Ⅲ、人民元国際化の利益とコスト

国際金融史を振り返れば分かることだが、すべての大国がすべての時期において自国通貨の国際化を推進し続けるというわけではない。イギリスと米国は自国通貨の国際化を支持するようだが、日本とドイツはかなり長い時期にわたって自国通貨の国際化にあまり積極的ではなかったようだ。各国の自国通貨を国際化する際のスタンスの差を理解するには、自国通貨の国際化の利益とコスト（リスク）を分析しなければならない。

一般的に、自国通貨の国際化は通貨発行国に以下の利益をもたらす。

第一に、通貨発行国は外国の使用者から通貨発行益（シニョリッジ、**Seigniorage**）を受け取ることができる。通貨発行益とは、通貨発行のコストと、通貨で交換できる実際の資源の価値との差額である。通貨発行益を説明する時に良く使われるのは、米国政府が 1 ドル札を印刷するのに 3 セントの材料費と人件費がかかるが、1 ドル札が 1 ドルの価値の商品と交換することができる例である。現在、世界で流通する米ドルは 9,000 億ドル以上で、うち約 3 分の 2（6000 億ドル）が米国外で流通している。それによって発生する通貨発行益は年間約 250 億ドルと推定される。

第二に、国際通貨を発行する国が外国政府と投資家に対し自国通貨で債券を発行できる。これは、通貨発行国が自国通貨と起債通貨との通貨ミスマッチ（不一致）を避け、起債のコストとリスクを下げられることを意味する。通貨発行国の政府は自国通貨で起債すれば、通常、債務不履行に追い込まれることはない。なぜならば、印刷機を動かして紙幣を増刷し債務を償還することができるからだ。むしろ、これは、自国通貨の下落をもたらす、ひいては長期的に当該通貨の国際的な信用力を損なうことになる。

第三に、国際通貨を発行する国は自国通貨を対外貿易と国際投資の決済に使えるほか、自国通貨で外国為替市場に介入できるため、外貨準備を積み上げる必要性が低くなる。中国の場合、外貨準備の過度の積み上げによる過剰流動性とそれによって引き起こされるインフレと資産バブルを回避することができる。このほか、為替変動による外貨準備の価値の損失を軽減することができる。

第四に、自国通貨の国際化は、国際貿易と国際投資に与える為替変動の不確実性の影響を緩和するほか、通貨交換に伴う取引コストを下げ、対外貿易と投資を促進する。

第五に、自国通貨の国際化は金融市場の発展を後押しできる。自国通貨の完全な国際化とは、通貨発行国が資本移動の自由化を全面的に実施しなければならないことを意味する。これにより

自国の金融市場を通じて世界の資金を動員し、世界中の企業のために役立つことができる。さらに、当該国通貨建ての金融商品が海外で広く発行されれば、当該国の通貨は真の意味の国際通貨になる。

反面、自国通貨の国際化は通貨発行国に以下のリスクをもたらす。

まず、自国通貨の国際化は通貨発行国の国内におけるマクロ経済政策運営の難しさを大幅に増し、当該国政府のマクロ経済目標の実現能力を弱める。例えば、通貨発行国の経済が過熱しインフレ圧力が現れた時に、一般的には当該国の中央銀行は利上げなどの手段でマクロ経済の調整を行う。しかし、当該国通貨が十分に国際化した場合、資本の移動が完全に自由であるため、当該国の中央銀行の利上げは海外から大量の短期資本の流入を招き、ひいては国内の過剰流動性を深刻化させる。これが当該国の経済の過熱、インフレ圧力、資産バブルを深刻化させ、マクロ調整政策と調整目標に齟齬をきたす。

次に、通貨の国際化は、外国の投機家が当該国通貨をより簡単に手に入れられることを意味し、自国通貨に対する投機リスクと規模が大きくなる。当該通貨の為替レートと自国経済のファンダメンタルズが一致していない時（特に自国通貨が明らかに過大評価された時）、外国の投機家はさまざまなルートを通じてその通貨を借り入れると同時に、それを外国為替市場で集中的に売る。これによってその通貨が大幅に下落すれば、海外の投機家は巨額な収益を手に入れる一方、当該国の対外債務負担は一気に膨らみ、支払危機が誘発されることになる。

さらに、海外の経験からみて、自国通貨の国際化は一般的に、比較的長い期間の自国通貨の上昇を伴う。これは、外国人投資家は長期的な上昇トレンドにある通貨を保有したがるためである。持続的な自国通貨の上昇は、自国の輸出商品の競争力に悪影響を与える可能性があるほか、自国の外貨建て資産の大幅な目減りをもたらす可能性がある。このようなコストは、輸出主導型経済あるいは巨額の外貨準備を保有する国では特に顕著に出る。このことが、なぜ日本やドイツなどが長い間自国通貨の国際化を進めたがらなかったかの説明になるだろう。これらの国が自国通貨の国際化を進めるには、輸出主導型の発展戦略を変更しなければならないからだ。世界最大規模の外貨準備を保有する中国も人民元の国際化を推進する際には、人民元の上昇に伴う外貨準備の目減りリスクを考慮しなければならない。

しかし、人民元の上昇が中国の外貨準備の市場価値の低下をもたらすかもしれないということは、人民元の国際化の推進をやめる理由にはならない。第一に、前述したように、人民元の国際化の推進は多くの利益とリスクを伴うため、人民元の国際化を推進するかどうかについて、政府は利益とリスクを十分に考慮した上で理性的な選択をなすべきである。第二に、中国は米ドル建ての外貨準備を大量に抱えており、米ドルの対人民元安のリスクも高くなっている。特に、サブプライム危機の勃発と深刻化はこのリスクを高めた。中国政府は現在、さまざまな手段を講じているが、米ドル安のリスクをヘッジする余地は非常に限られている。既存の政策を維持し、外貨準備の価値の維持と増加を、米政府の責任のある金融政策の実施に頼るのではなく、自ら人民元を切り上げ、人民元の上昇に伴う構造調整の利益と、人民元の国際化で獲得する通貨発行益で、自国通貨の上昇による外貨準備の価値の損失を補った方が賢明かもしれない。大国が台頭する過程において、損失の発生は避けられない。重要なのは、中長期的なコストと利益を綿密かつ正確に見極めることである。

## IV、人民元国際化の進め方

現状では、人民元の国際化の最大の障害は、中国の資本市場が未成熟で、金融機関や、機関投資家、個人投資家の経験と能力が足りず、監督当局の資本移動を管理する経験と能力も十分でない点である。このため、短期的には全面的な資本移動の自由化を実施する可能性は限られている。中国にとって資本移動の規制は、むしろ金融危機の発生を防ぐ最後の砦だと考えるべきである。中国は国内の金融市場、金融機関、投資家と監督当局が適切なレベルに成熟するまで、安易に資本移動の自由化を実施すべきではない。このことは、人民元の国際化は長期的かつ漸進的な過程でなければならないことを意味する。

それでは、どのようにリスクを抑えながら人民元の国際化を進めるべきか。

まず、筆者は、現在中国政府が二国間通貨スワップ協定の締結と、人民元建て貿易決済の試験的な実施によって人民元の国際化を進めるという方法は、方向的には正しいと考える。二国間通貨スワップを通じて、中国の資本取引での通貨交換に対する制限を突破することができる。この二つの措置は補完しあうものであり、一層の強化が必要である。中国政府はすべての ASEAN10+3 の国々および東アジア域外で中国と経済・貿易関係が密接な国あるいは地域（例えば、ロシア、ブラジル、オーストラリア、一部の 아프리카 と南米の国）と二国間通貨スワップ協定を締結すると同時に、人民元建て貿易決済の試験的な実施を加速させるべきである。

次に、外国政府と外国人投資家が人民元を長期間保有できるように、中国政府は次の三つの市場を作らなければならない。一つ目は、人民元のオフショア決済市場である。この市場は、海外投資家が中国国外で人民元をほかの通貨と交換することによって、人民元の交換コストを下げる。二つ目の市場はオフショア人民元フォワード市場である（中国国内で設立しても良いが、外国人投資家に中国の国内市場を開放しなければならない）。この市場の設立により、海外投資家は人民元建て資産または負債の為替リスクをヘッジすることができる。現在、シンガポールと香港にもノンデリバラブルフォワード市場（NDF）があるが、これらの市場は人民元の動向をうまく予測できていない。三つ目の市場はオフショア人民元金融商品市場である。外国人投資家が魅力のある人民元建て金融商品を購入できて初めて、長期的に人民元を大量に保有する意欲が生じ、人民元が本当の意味の国際通貨になることができる。言い換えれば、以上の三つの市場の設立により、外国人にとって通貨の自由交換、為替リスクのヘッジ、金融商品投資などの面において人民元の使い勝手が向上し、彼らがより大量な人民元を保有することになる。また以上の三つの市場の誕生は、人民元の国際化が新たな発展段階に入ることを意味する。

香港は人民元の国際化の過程において大きな勝ち組になり、その国際金融センターとしての地位が一層強化されることになる。なぜなら、香港は本土の人民元国際化の推進の重要な「実験地」になるからだ。まず、広東省の三つの実験を実施する都市の選定は、香港との関係に対する配慮がある。香港と中国本土の珠江デルタ地域は貿易面において切っても切れない関係になっている。第二に、香港自身は東南アジア地域の重要な自由港と貿易集積地である。第三に、香港は、中国本土以外で人民元の流通が最も活発な地域であると同時に、東南アジア地域の人民元が中国本土に出入りする窓口である。第四に、以上の優位性に加え、香港は中国政府が人民元オフショア決済センター、国外人民元フォワード市場、国外人民元建て金融市場を作る時の最有力の候補地である。実際、2007年6月以降、すでに5つの中国本土の金融機関が香港資本市場で7回にわたって人民元建て債券を発行し、合計220億元を調達した。このことは、香港が人民元金融商

品の主要な発行地になることの証である。

最後に、人民元の国際化の一つ大きな目標は、中国本土、香港、マカオ、台湾からなる「大中華圏」内での自由流通、共通使用の通貨になることである。この目標の達成には、これら経済のより緊密な融合が必要なだけでなく、兩岸の指導者の政治的な知恵が不可欠であるため、時間を要しよう。

人民元の国際化を成功させるには、中国政府は、人民元の国際化を大いに推進すると同時に、中国国内の構造改革を加速させる必要がある。

第一に、中国政府は外為市場への介入の度合いを弱め、人民元レートの設定をより市場に委ねるべきである。今回のサブプライム危機が示したように、中国の潜在的な生産能力の一層の拡大に伴い、中国の輸出に対する世界市場の受け入れ能力は限界にきている。このことは、中国政府は輸出主導型の発展戦略を調整せざるを得ないことを意味する。中国の国内外の構造的な不均衡（内部不均衡とはサービス業と製造業の不均衡で、外部不均衡とは国際収支の持続的な双子の黒字）を是正するには、中国政府が人民元レートの設定メカニズムの柔軟性を高め、一時的な人民元高を容認しなければならない。われわれがすでに多くの関連する研究で指摘したように、合理的で均衡水準にある人民元レートは、構造的な不均衡の是正に役立ち、中国経済の持続成長を促進することができる。

第二に、中国政府はなるべく早く金利の自由化を実施するべきである。金利の自由化は、人民元レートの柔軟性を高める前提条件のひとつであり、中国金融市場の持続的な発展と成長の前提条件のひとつでもある。中国の国内金利は長期にわたって規制されてきた上、民間企業の資金調達手段も限られているため、中国の国内金利は低水準で推移してきた。金利の自由化が実施されれば、金利水準の上昇により、非効率的な投資が締め出されるほか、預貸金利の利ザヤの縮小が中国の商業銀行システムの一層の改革を推し進めることができる。

第三に、中国政府は外資に対し金融業を全面開放する前に、中国の民間企業に対して全面的に金融業を開放すべきである。さもなければ、中国国内の民間の金融機関が成長する道が閉ざされることになる。これまで、中国の民間企業は生産や資金調達などの面において、国有企業と外資系企業と比べて不利な立場にあった。中国政府は、一刻も早く民間資本に対する、銀行、証券、保険、信託などへの参入規制を緩和し、国有資本と民間資本を同等に扱うべきである。

総じて言えば、中国はいま、改革開放の深水域に入っており、石を探りながら川を渡るという伝統的な発展戦略も調整すべき時期に来ている。現在、ほとんどの人に利益をもたらす一方で、それほどリスクを伴わない重要な改革はもはやなくなってきた。困難が予想されるが、中国政府は、長期的な発展の見地から、自らの国際金融戦略を構築しなければならない。そして人民元の国際化は中国の新しい国際金融戦略の柱のひとつである。人民元の国際化を推進するに当たり、われわれは痛みを耐えながらも、それに伴うリスクをコントロールしなければならない。また、われわれは、人民元の国際化をテコに中国国内の構造改革を推進することができる。単に投資と輸出を刺激するだけでは、中国は今後も 30 年間にわたって持続的な成長をすることができない。中国経済の持続的な成長の原動力は、十分かつ迅速な構造改革にこそある。

## 著者紹介

張 明 (Zhang Ming)

中国社会科学院世界經濟政治研究所国際金融研究室 副主任

1999 年北京師範大学經濟学院經濟学部卒、2002 年同大学修士課程修了。2007 年中国社会科学院大学院經濟学博士号取得。畢馬威華振會計師事務所 (KPMG) などを経て、2007 年 7 月より現職。主要論文・著書に「1990 年代以降の貯蓄率に関する研究の最新動向」、『資産の証券化ハンドブック』(共著) などがある。

- ・中国社会科学院世界經濟政治研究所は、中国における世界經濟と国際政治問題に関する研究をリードする政府系のシンクタンクで、この分野の権威的學術誌である『国際經濟評論』を発行している。



*Chinese Capital Markets Research*