



# 国際通貨体制改革： 一極型の維持か多極型への移行か？<sup>1</sup>

呉 曉求\*

## 要約

1. 2007年のサブプライム危機に端を発した国際金融危機は、米ドルを基軸通貨とする国際通貨体制や金融システムに打撃を与え、世界経済の動揺を招いた。但し、①米国の政治及び経済面での実力、②国際機関における米国の地位、③米国の資本市場の規模と重要性、④米ドルにまだ劣後するユーロの存在感により、国際通貨体制における米ドルの主導的地位は当面維持されよう。
2. 多極型の国際準備通貨体制の確立を通じて、複数の国際通貨による市場競争メカニズムを形成し、各通貨に対する信頼感やマインドの変化に応じた比率の調整を行うことで、国際通貨の流動性と安定性という二つの問題を解決することができよう。一国の通貨が国際準備通貨となるためには、①強大な経済力と総合的な国力、②発達した貿易水準と比較的合理的な貿易構造、③発達した資本市場と健全な金融システム、④為替相場の安定、⑤持続可能な経済成長モデルの構築といった条件を整備しなければならない。
3. 中国が経済大国になるためには金融業の振興が必要で、その為には人民元を国際化することが必要になる。第一段階として人民元建て貿易取引から着手し東アジア諸国との間で人民元建ての貿易・投資・金融取引を進め、第二段階としてアジア全体を含む周辺諸国・地域での人民元の国際化を実現し、第三段階で人民元の自由兌換を実現し国際準備通貨の地位を獲得するという段取りとなろう。その為には、①国内金融市場の整備、②人民元相場の安定維持と為替相場制度改革の段階的な推進、③金融市場の管理監督体制の整備が必要になる。

## 1、問題提起

米国は長期にわたって、米ドルが覇権的地位にあることを通じて、世界の準備通貨を発行するという巨額の「通貨発行益（シニョリッジ）」を享受してきた。また、長期にわたる米ドル相場

<sup>1</sup> 本稿は中国人民大学金融証券研究所編『研究参考』第1期（2009年3月9日）掲載の「国際通貨体制改革：一極型の維持か多極型への移行か？」を邦訳したものである。本稿は、呉曉求主筆・中国人民大学金融証券研究所『中国資本市場青書—金融危機啓示録』（2009年）に掲載の論文を于徳泉氏が責任編集したものである。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。

\* 呉 曉求 中国人民大学金融証券研究所 所長

の下落を通じて巨額の「インフレ税」を得てきた。米ドルはこれまで下落傾向を見せていたが、サブプライム危機以降の金融危機が深刻化する中で為替レートは大きく変動し、その後は再びドル高となった。にわかには取られるようになった「強いドル」政策によって、米ドルの覇権的な地位は守れるのだろうか。そして、現在の通貨システム改革はどこへ向かおうとしているのだろうか？過去に辿ってきた成り行きは現在にも通じると言われるが、米ドルが強い地位を築いてきた過程を振り返ることで、米国の経済や金融、総合的な国力の急激な発展こそが米ドルの覇権確立を実現させ、米ドルの一極基軸通貨体制の形成を促したことが分かる。

ドル一極型の基軸通貨体制は、今回の金融危機をもたらし、世界経済の動揺を招いた元凶の一つである。サブプライム危機の発生と拡大により、国際通貨市場が大きな打撃を被り、ひいては世界経済の動揺を招いた。また、今後の国際通貨体制に対しても、深い影響をもたらすとみられる。米ドルが最も主要な国際準備通貨であるという状況も必然的に打撃を受けており、米ドルの覇権的地位も今後ある程度の試練を迎え、国際通貨体制における最大のライバルであるユーロとの比重にも変化が生じることになるだろう。もっとも、多くの要素を考慮すると、筆頭通貨である米ドルの地位は当面揺るがず、引き続き国際通貨体制の主導的地位を保つとみられ、ドル一極型の基軸通貨体制が短期間のうちに変化することはないだろう。

一極型の基軸通貨体制には自己利益的な運営がなされかねない側面があり、制約やバランスを維持するためのメカニズムが欠落している、権利と義務の釣り合いが取れていないといった欠陥が内在しているため、一極体制から多極的な国際通貨体制への改革には利点がある。人民元は国際化への歩みを進めており、多極的な国際通貨体制の一翼を担おうとしている。徐々に開放されつつある大国である中国は、人民元の通貨としての地位が低いことが理由となって、現在数多くの困難を抱えている。そのため、人民元が国際化することの必要性は明らかになってきている。しかし、人民元が国際通貨となった場合には多くの利点があるものの、中国はより多くのコストや責任を負担しなければならない。全体的に見ると、人民元の国際化に向けた現在の環境は、チャンスと試練が混在しているといえる。人民元の（国際的な）流通を完全自由化し、国際準備通貨とするためには、まだ条件が整っていない。特に（国内）金融市場が十分に発達していないことは大きな妨げとなっている。一極型から多極型へという流れは国際通貨体制改革の基本路線であり、人民元の国際化や金融市場の発展は、中国が取るべき戦略となるだろう。複雑化しかつ変化のめまぐるしい世界情勢を前に、中国はチャンスをつかみ、利益を求めて障害を除き、人民元の国際化を積極的に推し進めるべきである。

国際通貨体制の変化という長い歴史の中で、これまで多くの通貨が浮上しては没落していった。金本位制度の時代、英国の海外貿易におけるプレゼンスの大きさや度重なる武力拡張を背景に、英ポンドが金に匹敵する唯一の兌換通貨となった。しかしその後、第一次世界大戦によって、英国が主導する多極型の国際金融システムは著しく弱体化した。第一次世界大戦後に世界最大の債権国となった米国の金融資本が巨大勢力を形成し、米ドルが最も強い通貨となった。1944年には、ブレトン・ウッズ体制の成立によって米ドルを基軸通貨とする国際通貨体制が確立された。第二次世界大戦後は日本経済の急速な発展に伴って日本円の国際化が加速したが、1990年代になると、国内金融システムが健全ではなかったこと、開放度が不足していたことが理由となって日本円の国際化は停滞してしまった。ユーロは誕生以来、国際貿易や国際資本移動における役割を増しつつあり、世界の国際準備通貨に占める比重もある程度増えているが、米ドルとの差は大きく、米ドルによる一極支配の国際通貨体制は実質的に変わっていない。

米ドルを基軸通貨とする国際通貨体制の形成や変遷の歴史からは、二つの法則性を導くことができるだろう。一つ目は、国際通貨体制の変化には「大国の定理」あるいは「帝国の定理」とでも言うべきものが見られることである。すなわち、ある国の通貨地位はその国の政治、軍事、経済、貿易、金融などの総合力によって決まるということである。二つ目は、戦争がすべてを変えうるということである。大戦や世界の動揺が起きるたびに、国際通貨をめぐる情勢も大きな影響を受けている。米国のサブプライム危機が引き金となった金融危機が世界を席卷する中、金融機関の倒産が相次ぎ、各国のおびただしい資産が一瞬にして消失し、株価や原油価格が暴落し、主要な国際通貨の為替レートが乱高下した。影響力あるいは危険性という面から見れば、こうした危機は武力こそ用いられないものの、世界戦争を思わせる。では、この金融危機は国際通貨をめぐる局面にどのような影響を与えるだろうか？ 現在の一極型の基軸通貨体制を揺るがすことになるのだろうか？ そして、国際通貨をめぐる局面が変化する中、中国はいかにして人民元の国際化を推し進めていくのだろうか？

## II. 金融危機の国際通貨体制への影響

### 1. 金融危機に起因する国際通貨体制、金融システム及び国際経済環境の変化

#### 1) 金融危機が国際通貨体制と金融システムにもたらした打撃

今回の危機は、米ドルの為替相場に大きな動揺を生じさせ、国際通貨体制に直接的な打撃をもたらした。2007年の後半以降、サブプライム危機の影響で米国の経済成長見通しが低下したこと、そして利下げ観測を受け、米ドルの為替相場は大きく下落した。しかし、2008年下半期以降、米ドルは金融危機にありながら再び強い通貨としての輝きを取り戻した。2008年7月中旬に始まる大規模なデレバレッジの動きに伴い、米ドル指数（DX）も上昇局面が続き、同年11月14日には最高の88.14ポイントをつけた。指数が最低値を記録した7月15日には71.32ポイントであったが、それに比べると23.58%伸びたことになる。年末には米連邦準備制度理事会（FRB）の大幅利下げにより10%を超える大幅な調整が起こったが、米ドルの上昇基調は変わらなかった。2009年、欧米の株式市場が下落し、経営の行き詰まった銀行や世界経済の先行きに対する懸念もあり、さらに欧州や日本の経済が混乱するリスクが大きくなる兆しを見せたため、米ドルはリスクヘッジ通貨としての魅力を強めることになった。2009年2月18日、米ドル指数は過去3カ月の中で最も高い値をつけた。

国際商品市場の変動と米ドル相場の変化の間には強い相関関係があり、米ドル相場の大幅な変化は金や原油価格の変動を引き起こした。その結果、各国は準備通貨の構成比率の調整に踏み切り、国際通貨体制に大きな混乱が生じることとなった。危機の深刻化に伴い、世界の金融市場にも激しい動揺が押し寄せ、債券市場が一時取引停止となったほか、外国為替、株式、先物、金の各市場では相場が乱高下し、国際金融市場の不確実性が増し、投機行為が過熱化した。欧米の金融機関の損失も深刻で、不動産業者や銀行の倒産も相次いでいる。西側の先進国では、業界を危機から救うため、銀行に対して大量の公的資金注入を行い、各国は相次いで市場に対する救済措置を打ち出している。各国の中央銀行は、危機が金融市場や金融機関にもたらした強い打撃を緩和するべく、協調利下げに踏み切っている。

## 2) 危機が世界経済にもたらした影響

危機は世界経済の動揺を招いた。まず、世界の経済成長に対する見通しが悪化し、世界のGDP成長率は、2007年には5.2%であったが2008年には3.4%に低下した。国際通貨基金(IMF)が2009年1月28日に発表した世界経済見通し(World Economic Outlook)によれば、各国は様々な政策措置を進めているものの、金融を取り巻く局面は依然として深刻で、世界経済は著しい減速に直面している。先進国は、第二次世界大戦以来で最も深刻な景気後退に陥り、新興国や発展途上国も深刻な経済の不振に直面している。このため、2009年の世界のGDP成長率の予測値は0.5%にとどまり、第二次世界大戦後では最低の成長率となる見通しである。また、金融危機は外国為替市場や貿易を通じて他の地域にも波及した。危機の影響を受け、米国居住者の輸入商品への需要が低迷した。統計によれば、2007年上半期には米国の貿易赤字が前年比で7%縮小している。米国の輸入需要が減ったことに伴って、貿易相手国の経済成長が打撃を受けている。さらに、危機の発生後、世界各国の株式市場は軒並み大幅に下落し、消費需要や経済成長にも悪影響を及ぼしている。

## 2. 今後の国際通貨体制に対する判断

### 1) 試練に直面する米ドルの地位

世界経済が今後、多元化の方向に向かい、新興市場が勃興することで、米国経済の覇権も重大な試練を迎えることになるだろう。金融危機により、米ドルを基軸通貨とする金融システムも揺らぎ、世界の通貨体制が根底から調整されるのは必至である。世界貿易の多元化と開放が進展し、その上で世界の金融システムや貿易決済システムが変化すれば、世界貿易の決済における米ドルの役割も弱まり、危機によってすでに冷え込んでいる米ドルへの信頼感がさらなる困難に直面することになる。米国の資本市場の魅力が弱まり、世界で金融危機の発生や拡大が起こったことも、米ドルを基軸通貨とする金融システムの動揺に拍車をかけている。

### 2) 国際通貨体制における米ドルの主導的地位は当面維持

第一に、米ドルを世界の通貨へ押し上げたのは米国の政治及び経済面の実力であり、世界経済をめぐる局面が短期間のうちに根本から覆されるとは考えにくい。第二に、関連する国際機関における米国の地位は強固である。国際通貨体制の改革において、米国は引き続き主たる役割を担うだろう。第三に、国際貿易や金融における米ドルの地位を踏まえれば、米ドルが急速に力を弱めるとは考えにくい。世界金融が動揺する中でも、投資家は米ドルより安全な金融資産を見いだすことはできなかった。米国の資本市場は依然として、世界で最も重要かつ最も大きな資本市場であり、このことが米ドルの今後の地位を決定づけるだろう。第四に、政治及び経済面の実力のみならず、貿易や国際収支、資本市場の発達度、あるいは通貨そのものという角度からも、ユーロの実力はまだ米ドルに拮抗するには至っておらず、当面は他の通貨が米ドルを脅かす可能性は小さい。国際通貨体制では今後当面の間、ユーロと米ドルが主導権を争い、日本円と人民元が攻勢の機をうかがうという局面になるかもしれない。しかし、最終的に複数の通貨が存立する局面になるかどうかは、駆け引きを繰り返す各プレイヤーの力関係の変化にかかっているが、当面はまだ時間が必要である。

### Ⅲ、国際通貨体制改革の中の人民元国際化：条件、チャンスと課題

#### 1. 一極型から多極型を目指す国際通貨体制改革

ブレトン・ウッズ体制から現在のキングストン体制に至るまで、目指すところは「トリフィン・ジレンマ」の解決である。多極型の国際準備通貨体制の確立を通じて、複数の国際通貨による市場競争メカニズムを形成し、各通貨に対する信頼感やマインドの変化に応じた比率の調整を行うことで、国際通貨の流動性と安定性という二つの問題を解決するものである。しかし、現在、国際準備通貨の具体的構成（図表 1）を見ても、多極型の国際通貨準備体制はまだ実質的には実現していない。

実際の運営においては、米ドルが覇権的地位を占めるため、競争メカニズムを発揮することは難しい状況である。しかも、キングストン体制の確立に伴い、米ドルと金との連動という制約がなくなり、米国はほとんどいかなる制約も受けず、米ドルのダンピングを行うことができるようになった。さらには、金融イノベーションが生み出した巨大なデリバティブ金融資産により、世界的な過剰流動性や巨大な経済バブル、資産バブルが引き起こされ、これは今回の金融危機の大きな要因ともなった。米ドルを基軸通貨とする一極型の国際通貨体制は、自己利動的な運営がされかねない側面を持つ上に、制約やバランスを維持するためのメカニズムが欠如し、さらに権利と義務の釣り合いが取れていないなど、欠陥を抱えている。今回の金融危機を受け、各国もこのような弊害に注目している。従来米ドル体制を打破することの利点とコストを、各国は絶えず比較しており、現在の通貨体制を打破することによる利点がコストを上回るという観測が続けば、米ドルは最も重要な国際通貨という地位を維持できなくなるだろう。このため、今回の金融危機によって、一極通貨体制が急激に改変されることはないものの、一極型から多極型へという国際通貨体制改革の流れは必然的に強まるとみられる。

#### 2. 人民元が国際準備通貨となる為の条件

一極型から多極型へという国際通貨体制の改革の柱は、現在の過剰な米ドル依存を改め、ユーロ、英ポンド、人民元、日本円などの通貨の地位を全面的に引き上げることである。中国は国際準備通貨ではないが、総合的な国力が向上している上、米国にとって最大の債権国でもあり、そのパワーを無視することはできない。国際通貨体制の再構築にあたっては、中国は国際通貨体制の改革に積極的に参画し、新興国や発展途上国のパワーを統合し、より大きな発言権を得ていく必要がある。同時に、積極的に有利な条件を作り、人民元の国際化への動きを早め、多極型の国

図表 1 公的外貨準備高のうち、主要国通貨が占める割合（1973～2008年）

(単位：%)

	1973	1987	1995	1998	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
米ドル	84.5	66.0	59.0	69.3	71.1	71.4	67.0	66.2	65.8	66.6	65.6	64.3	64.6
ユーロ	-	-	-	-	18.3	19.2	23.8	25.0	25.0	24.3	25.2	26.2	25.5
独マルク	6.7	13.4	15.8	13.8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
英ポンド	5.9	2.2	2.1	2.7	2.8	2.7	2.8	2.6	2.9	3.6	4.2	4.7	4.6
日本円	-	7.0	6.8	6.2	6.1	6.1	4.6	4.0	3.6	3.7	3.2	2.9	3.1

(注) 2008年データは第1～3四半期までの統計。

(出所) IMF COFER database のデータをもとに筆者作成

際通貨体制の一翼を担っていく必要がある。人民元の流通が完全に自由化し、国際準備通貨となるには一連の基本条件を整える必要があるが、今回の金融危機は多かれ少なかれ、こうした条件の整備にある程度の促進作用をもたらした。

### 1) 強大な経済力と総合的な国力

強い国の通貨は強い。国の通貨の地位を裏付けるのは、強い経済力と総合的な国力である。中国経済は改革開放からの 20 年余りで急成長を遂げており、近年も健全かつ安定的な成長を保ち続けている。今回の金融危機でアジアや中国の受けた直接的影響は、欧米諸国に比べて小さい。2008 年第 3 四半期以降、金融危機による中国経済へのマイナスの影響が顕著化し始めたが、それでも GDP は依然として 9%の経済成長を維持した。同年第 4 四半期には米国の経済成長率はマイナスに転落したが、中国は 6.8%の成長を維持している。IMF の 2009、2010 年世界経済見通しでも、中国の経済情勢は他の主要通貨の発行国に比べると明らかに良好である(図表 2)。これは、人民元を中国の外へ提供する格好のチャンスである。

### 2) 発達した貿易水準と比較的合理的な貿易構造

改革開放以来、中国の対外貿易額は絶えず拡大しており、国際貿易大国となりつつある。2007 年、中国の対外貿易総額が世界の貿易総額に占める比重は 7.7%に拡大し、世界第 3 位となった。中国の貿易の発展に伴い、人民元の国際化が急務となっており、人民元の国際化を現実面から促す大きな推進力ともなっている。また、金融危機は中国の対外貿易にも不可避の悪影響を及ぼしている。危機による打撃のために米国をはじめとする世界経済の成長が鈍化し、国際市場競争が激化する中、貿易保護主義の脅威が拡大し、金融機関の倒産、さらには信用状況の悪化による契約履行リスクや決済リスクの高まりが生じており、いずれも中国に対して輸

図表 2 世界金融危機前後の各主要国際通貨圏の GDP 成長率 (前年同期比)

単位 :%)

時期	米国	ユーロ圏	日本	英国	中国
2006年第1四半期	3.1	2.7	2.5	2.7	10.4
2006年第2四半期	3.2	3.0	2.0	2.8	11.5
2006年第3四半期	2.4	2.9	1.6	2.8	10.6
2006年第4四半期	2.4	3.3	2.0	3.2	10.4
2007年第1四半期	1.3	3.2	3.4	2.8	11.7
2007年第2四半期	1.8	2.6	2.3	3.0	12.6
2007年第3四半期	2.8	2.6	1.9	3.4	11.5
2007年第4四半期	2.3	2.1	2.0	3.0	11.2
2008年第1四半期	2.5	2.1	1.4	2.6	10.6
2008年第2四半期	2.1	1.4	0.7	1.7	10.1
2008年第3四半期	0.7	0.6	-0.5	0.3	9.0
2008年第4四半期	-0.2	Null	null	-1.8	6.8
2009年	-1.6	-2.0	-2.6	-2.8	6.7
2010年	1.6	0.2	0.6	0.2	8.0

(出所) 2009 年および 2010 年のデータは IMF の経済予測データ (IMF World Economic Outlook、2009 年 1 月)、それ以外のデータは www.tradingeconomics.com

出が減少するリスクをもたらしている。しかし一方で、貿易構造という角度から見た場合、中国の輸出は主として労働集約型の製品、中級品以下の製品に集中しているが、これらは所得の影響を受けにくい分野であり、経済不況や所得が低下する時期には、こうした商品へのニーズは減るどころか、逆に増加することもある。同時に、中国は一部製品に対する輸出増値税の還付率を引き上げたり、対外貿易環境の改善に向けた一連の措置を採るなど、国際経済状況の変動による中国の輸出入に対する影響を若干は吸収している。このため、金融危機下において、中国の対外貿易発展は厳しい試練を迎えつつも、中国にとって有利な要素も存在している。さらに、金融危機により、中国も貿易構造の改善を迫られ、製品の競争力や技術的価値の向上を余儀なくされているが、このことは今後、貿易支出を行う先を選択する権利や通貨の影響力を強め、人民元の国際化の推進にも寄与するだろう。

### 3) 発達した資本市場と健全な金融システム

グローバルな金融市場・金融取引の急速な発展に伴い、金融市場や金融システムもより高いレベルで通貨の国際化を左右する必要条件となりつつある。これは、米国の覇権的地位を見てもその一端をうかがうことができる。人民元を国際化するためには、中国の金融市場、特に資本市場をこれに見合った十分な規模、バランスの取れた構造にしていく必要が出てくる。近年、中国の金融は急速な発展を遂げ、金融市場の改革も絶えず進んでおり、資本市場の広がりや興行きも増しつつある。しかし、経済・貿易の発展状況と比較すると、金融市場の発展は相対的に遅れており、中国は貿易大国でありながら、金融小国であり、構造的な齟齬が生じている。今回の金融危機により、中国の資本市場には「ボラティリティのスパイルオーバー（波及）」が生じた。2007年第3四半期以降、非流通株改革による株式流通の自由化がなされたにもかかわらず、これに見合った関連制度が欠落していたことや、国際的な金融危機が影響して、中国の株式市場はパニックによる暴落が続き、資本市場は再び「不良品市場」に陥る瀬戸際へ立たされた。

金融危機によって中国の金融機関も損失を受けているが、欧米の金融業界と比べれば、中国が被った直接的影響はまだ小さい。欧米の銀行業界が大きな打撃を受けたことで、中国の金融機関には歴史的な発展へのチャンスが舞い込み、国際的な地位がさらに強化された。ドイツの日報「Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ)」の2009年2月の報道によれば、世界の銀行株式の時価総額ランキングでは、金融危機により世界の大銀行の時価総額ランキングが大きく変化し、シティバンク、バンク・オブ・アメリカ、UBS銀行などの上位が軒並み順位を下げる一方、中国資本の4行が揃って上位10社入りし、トップの中国工商銀行の時価総額はシティバンクの9倍に達した。

### 4) 人民元相場の安定

信用制度における国際通貨間の競争は「グレシャムの法則」とは逆の結果が成立している。つまり、多くの国際通貨のうち、相場が安定し、利便性があり、かつ安全な通貨が最終的に支配的な地位を持つ通貨となるのである。ブレトン・ウッズ体制が確立する以前は、米ドルは金相場と連動していたため、比較的安定した相場が保たれ、英ポンドに代替することに成功した。ドイツマルクやユーロは、長期的に安定した相場を保っているため、国際化のプロセスにおいて信用を勝ち得ることができた。日本円は長らく「円高シンドローム」に陥っており、通貨そ

のものの魅力は乏しいが、これが逆に投機対象となる理由となっている。国際通貨の国際化の過程を見ると、どのようなレベルの国際化であれ、安定した相場の上昇を保つことが、通貨の国際化や、通貨の覇権継承の重要な要素となる。1997年、東南アジアの金融危機に際して、人民元の優れた安定性や、相場の維持あるいは上昇の潜在力が認められたから、東アジア諸国は人民元を国際準備通貨に位置づけた。現在の金融危機に直面した状況で、欧米や日本の擁する国際通貨の相場は大きく変動しており、価格を計算する基準としての国際通貨の機能は大きな影響をうけているが、人民元は安定的な上昇傾向にあるため、人民元が国際通貨の役割を果たす上で有利な条件が形成されている。

#### 5) 持続可能な経済成長モデル

国際通貨となるためには、貿易赤字や、他国が保有する自国通貨額の増大を支えることができなければならない。長期にわたり、中国は輸出依存型の経済成長を続けてきたが、これからは経済成長モデルを従来の輸出依存型から内需拡大型へ移行する必要がある。今回の金融危機は中国のこうした調整を促す圧力あるいは契機となった。内需を刺激する際には、金融の要素を無視することはできない。現代的な金融システムは国や社会、所得、世代を超えた資金調達を可能にし、社会全体の消費力を高めることができる。発達した資本市場は、資産の成長メカニズムを提供することで中産階級を育成し、紡錘形の社会所得構造を形成することで、貧富の格差を縮小し、社会全体の限界消費性向（MPC）を増加させ、効果的な内需拡大につなげることができる。このほか、資産全体における株式の構成比重の減少は所得の減少を招き、必然的に通貨の需要に直接影響を及ぼす。株式指数の下落が続く、金融資産が大幅に目減りすれば、消費需要の大幅な拡大は見込めない。このため、金融システムの安定維持や資本市場の発展に対し、より重要な位置付けを与える必要がある。

## IV. 積極的な条件づくりによる人民元国際化の加速

通貨の地位の低さや、金融市場の未発達により、発展途上の大国である中国は多くの困難に直面している。中国が大国から強国への転換を実現するには、貿易大国にして金融小国であるという矛盾を解決することが不可欠である。このためには金融業の振興が必要であり、金融業の振興には通貨の国際化という条件が必要になる。今回の世界金融危機は、世界にも中国にもある程度の打撃をもたらしたが、各国の総合的な国力がそれぞれ変化する中、中国の発展や人民元の国際化にとっては、全体的にみて試練よりチャンスとしての側面が大きい。国際通貨体制が一極型から多極型へと移行する過程において、中国はしっかりと機会を捉え、積極的な条件作りを図り、人民元の国際化を加速していく必要がある。

### 1. 貿易の促進と総合的な国力の向上による人民元国際化の段階的な推進

人民元の国際化のためには、貿易を突破口とし、人民元の使用環境を段階的に改善することが望ましい。具体的には、人民元の周辺諸国・地域における決済および投資での使用範囲を広げることであり、手始めに周辺諸国・地域での人民元の国際化を進めることである。中国はこの面において、既に喜ばしい進展を見せている。2008年12月12日、中国及び韓国は1,800億元の（人民元建て）通貨スワップ協定を結び、人民元が初めて公式な形で中国外に提供されることとなっ

た。2009年1月20日には、香港との間でも2,000億円の通貨スワップ協定を締結し、2009年2月8日にはマレーシアとの間でも800億円の通貨スワップ協定を締結した。これらの三協定に先立ち、ロシア、モンゴル、ミャンマー、ベトナムなど周辺8カ国との間で、決済に互いの通貨を選択使用することを認める協定を結んでいる。これら一連の措置により、中国は金融危機に直面する中で、大国としての責任を果たし、地域における通貨安定への決意と貢献を示したばかりでなく、人民元の国際化という重要な一步を軽やかに踏み出した。次の段階は、東アジア諸国との間で、人民元建ての貿易、投資、金融取引を進めると同時に、アジア地域の各通貨との連携を積極的かつ着実に進めることで、手始めにアジア全体を含む周辺諸国・地域における人民元の国際化を実現することである。最後に、国際的な視野で、人民元の国際化に向けた手順を設計し、周辺諸国・地域のみならず、全世界を対象に、実物の貿易に加え金融投資においても、人民元の交換や取引の規制を段階的に自由化し、人民元の（国外での）流通の完全自由化と、国際準備通貨の地位獲得を実現していくことになる。

## 2. 金融市場の整備

人民元が国際通貨体制の重要な一翼を担うためには、十分な幅と奥行きを備えた金融市場、特に資本市場を裏付けとして整備する必要がある。資本市場を発展させるためには、まず制度作りを引き続き強化し、法体系を整えることで、発展の規範化を実現し、「レモン」市場<sup>2</sup>に特有の逆選択やモラルハザードの問題を効果的に解決しなければならない。これにより市場参加者にとっての魅力や資金に対する魅力を向上させ、資本の持続的な流動化を実現し、資本市場の健全と安全を維持するのである。次に、市場の構造を整備する必要がある。すなわち、株式市場の発展に注力するだけでなく、債券市場の発展や、金融デリバティブ商品とその市場を育成しなければならない。商品の開発に当たっては、適正なリスク水準を把握し、商品設計や各段階におけるリスク制御、リスクマネジメントを強化する必要がある。最後に、グローバルな発展戦略を打ち出し、中国の資本市場を国際金融センター、あるいは世界の金融資源配分センターへと育て上げる必要がある。

## 3. 人民元為替相場の安定維持と為替相場制度改革の段階的な推進

人民元の為替相場制度改革は、段階的な推進という原則を維持しつつ、市場の変化に合わせ、市場に関係する人々や国の負担能力を考慮しつつ、手順を踏まえて改革を進める必要がある。現在の世界経済、金融情勢は不確実性に満ちており、世界の主要通貨の為替相場では動揺が続いている。こうした状況において、中国はただちに完全な変動相場制へ移行したり、一度の切り上げで相場の適正化を実現するなどといった行動は取らず、為替制度の急激な改革による経済的な混乱や、為替相場の大幅な変動による中国経済や金融の安定への打撃を回避するべきである。しかし、改革という側面からは、段階的に市場の需給関係に基づいた、管理された変動為替制への移行を図り、人民元の為替相場における適正かつバランスの取れた安定を維持するべきである。

## 4. 状況の見極めとリスクの防止

一国の通貨を国際化した場合、その国の経済構造や金融システム全体に大きな影響がもたらさ

<sup>2</sup> 外見からは消費者がその質を見分けることができないような商品の市場を指す（訳者注）。

れる。世界から「通貨発行益」とも言うべきメリットを得る一方、国の金融システムの市場化、国際化、透明化も進む。これはある程度において、金融市場におけるリスク要因が大きくなることも意味している。不確定要素が多い上に、経済や金融のグローバル化が進み、新たな金融商品が次々と登場している現在の国際情勢において、人民元の国際化に伴うリスクはより大きなものとなる。金融市場の監督管理体制を整備することで、資本に対する適度な管理体制を保ち、投機行為のコストを高めることで、資本市場や金融システムの安定を保ち、人民元の国際化に伴うリスクを効果的に抑止しなければならないだろう。

## 著者紹介

呉 曉求 (Wu Xiaoqiu)

中国人民大学金融証券研究所 所長

1959年生まれ。1983年江西財經大學経済学部卒業後、中国人民大学で博士号取得。

1987～2002年、中国人民大学の経済研究所マクロ室主任、財政金融研究科副研究科長、研究生院副院长などを歴任。1996年より中国人民大学金融証券研究所所長、2002年より同大学学術委員会委員、2006年より同大学校長補佐、研究生院常務副院长などを務め、現在に至る。

主要著書に『市場主導与銀行主導：金融体系在中国的一种比較研究』、『中国資本市場分析要義』などがある。

- ・中国人民大学金融証券研究所は、中国の国家重点大学の一つである中国人民大学内に設置された金融分野・証券分野を研究するシンクタンクである。



Chinese Capital Markets Research