



人民元の国際化か資本自由化か¹

余 永定※

要 約

1. 人民元の国際化が提起されたのは、中国企業が直面する為替リスクが大きくなっており、中国の外貨準備がキャピタルロスを被るプレッシャーが益々大きくなっているという背景がある。しかし、実際、人民元の国際化は、為替リスクを軽減させる手段というよりも中国のクロスボーダー資本移動の規制緩和を加速させる手段になってしまっている。資本自由化はむしろ大いに意義があり、最終的に避けて通れないかもしれないが、巨額な国際資本が突然に流出または流入することは、経済の安定性に大きな衝撃を与えかねない。
2. 国際金融市場が極めて不安定な中、多くの途上国と同じように、中国は衝撃を避けるため資本規制を緩和するよりも強化すべきである。資本規制に守られながら、金利と為替の市場化の推進を加速させ、条件が整った後で、資本自由化と人民元の国際化をどのように推進するかを考えるべきである。それまで、人民元の国際化という話題は一時的に棚上げしても良い。

I、歪められた人民元の国際化

過去1年余りの実践から見て、中国で現在進められている人民元の国際化の本質は資本自由化である。資本自由化は人民元の国際化の必要条件であり、人民元の国際化の各段階の進展にはそれに対応する資本自由化の進展が必要である。

現在、人民元の国際化を巡る論争の要は、足元の国際金融情勢が極めて不安定な中で、中国が資本自由化を一層推進すべきかどうかにある。一層推進するのであれば、その正しい順序（シーケンス）とスピードを決めなければならない。

人民元の国際化が提起されたのは、中国企業が直面する為替リスクが大きくなっており、中国の外貨準備がキャピタルロスを被るプレッシャーが益々大きくなっているという背景がある。しかし、実際、人民元の国際化は、為替リスクを軽減させる手段というよりも中国のクロスボーダー資本移動の規制緩和を加速させる手段になってしまっている。

過去1年間、中国が推し進めた人民元の国際化の進展は、主に香港での人民元預金及び人民元

¹ 本稿は、中国社会科学院国際金融センターディスカッション・ペーパー「人民元の国際化か資本勘定の自由化か」（2012年1月5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。

※ 余 永定 中国社会科学院 学部委員、中国社会科学院世界経済政治研究所 研究員（前所長）

建て債券発行規模の増加に反映されている。このような進展が得られた根本的な要因は、中国政府が貿易決済に関わる外貨の交換・使用に関する規制を撤廃したこと、中でも輸入企業が香港で貿易決済のため人民元で外貨を購入することが認められたことにある。

本土の人民元レートが香港の人民元レートより安く、本土金融市場の金利が香港金融市場の金利を大きく上回っている状況下で、本土から流出した人民元の還流、すなわち非居住者が保有する人民元を本土の金融資産（人民元建て債券や人民元建て直接投資）に投資することが認められることは、人民元を保有すれば金利と為替の裁定取引で二重の利益が得られることを意味する。このような状況では、香港における人民元預金の急増、人民元建て債券の人気の高まりはごく自然なことである。

資本自由化はむろん大いに意義があり、最終的に避けて通れないかもしれない。一方、巨額な国際資本が突然に流出または流入することは、当該国経済の安定性に大きな衝撃を与えかねない。一般的に、クロスボーダーの資本移動は、金利と為替の裁定取引やその他の収益機会の変化によって大きく左右され、そして一国の経済と金融の安定性に影響する。資本自由化の前にすでに金利と為替の市場化を終えた国では、クロスボーダーの資本移動によるマクロ経済を不安定化させる力は最小限に抑えられている。それらの国でさえ、特殊な状況となれば、資本規制の再強化を実施しなければならない。また、金利と為替の裁定取引の機会は金利と為替の変化によっては、比較的短時間でなくなってしまうこともある。

現在の中国は、金利と為替が市場シグナルに迅速に反応できるような状況にない。資本勘定の対外開放は投資家に金利と為替の裁定取引の機会をもたらすだけでなく、このようなリスクフリーあるいは低リスクの裁定行為を長期化させ、結果的に国（納税者）の利益が損なわれる。

現在、中国が推進している人民元の国際化の本質は、金利と為替の市場化が実現されていない中で、資本自由化を進める試みである。資本自由化は通貨の国際化の必要条件だが、十分条件ではない。資本自由化の実現後（あるいは同時に）、相応の政治的条件などその他のさまざまな条件を満たす必要があり、その上で通貨の国際化がはじめて実現される。

これまでの人民元の国際化の進展は、主に特定の条件下で部分的資本自由化の実施によってもたらされたものである。具体的に言うと、米国財政の持続的な悪化により長期的に米ドル安、米国債の格下げが避けられず、欧州ソブリン危機も深刻化している中、海外の投資家は人民元資産を増やし、米ドル資産を減らすなど資産・負債の通貨構成を調整したいと考えている。中国が進める人民元の国際化の一連の施策は、ちょうど海外の投資家のニーズに合致している。しかし、こうして得られた人民元の国際化の進展は、国際資本移動の情勢変化に伴い、容易に停滞に陥ったり後戻りしたりする。

Ⅱ、今こそ人民元の国際化戦略を見直すべき時

2011 年第 3 四半期、人民元のクロスボーダー貿易決済額が前期比で減少し、点心債（Dim Sum Bond：中国本土以外で発行流通されるオフショア人民元建て債券）が大きく売られた。これは、元高期待という特定の条件に基づいた人民元の国際化が持続不可能であることを証明している。このような反省に立って、中国は「人民元の国際化のロードマップ」（その本質は資本自由化の推進のタイムテーブル）を議論するよりも、金利自由化と人民元の為替相場形成メカニズムの改革（人民元改革）を完成させるタイムテーブルの制定について議論すべきである。

人民元の国際化により、海外の投資銀行と中国の一部大手企業は過去 1 年間に莫大な利益を上げた。自分自身の利益のため、彼らはきっと、人民元の国際化が以前のような勢いを取り戻すように、中国政府による資本規制の一層の緩和を主張するだろう。たとえば、人民元による貿易決済の上限の引き上げ、あるいは撤廃などである。このような提案は断じて受け入れてはならない。むしろ、政府は、人民元の国際化に関する新しい政策の打ち出しを一時中止し、金利と人民元改革の決定的な進展が得られるまで、資本勘定の一層の開放を棚上げすべきである。

やらないことはやる気がないということではない。最近になって、国際資本の流出により人民元の切り上げ期待が一服したことは中国にとってむしろ良いことである。例えば、通貨当局は介入を通じて為替レートの上昇を抑える必要がなくなるため、金融政策の自由度が高まってくる。最近の為替レートが上下に変動している状況は、人民元改革の良い機会として捉えるべきである。

当局が直面している選択肢は二つある。一つ目は、現在の外為市場の需給が均衡に近いという機会を生かし、人民元改革を加速させ、人民元レート変動の明確なルールを確立することである。具体的には、三つの中間目標を設定する。対外均衡の促進の目標としての経常収支の対 GDP 比の水準、対内均衡の促進の目標としての外貨準備の水準、輸出競争力と輸入コストを安定させる目標としての実効為替レートの水準である。管理変動相場制から変動相場制への移行過程において、この三つの中間目標の加重平均で総合目標を作り、これを基に通貨当局が外為市場を管理する明確なルールを作成する。

二つ目は、より急進的だが比較的簡単な方法である。中国人民銀行（中央銀行）は、適切な時機に外為市場への介入を停止し、為替レートの決定を市場の需給に委ねると宣言する。為替レートの自由な変動により、中米関係の棘は一気に永久的に取り除かれる。

現状では、中央銀行が外為市場への介入をやめた場合、人民元レートが大幅に上昇する可能性は低く、下落の可能性さえある。元安になったとしても、米国は何も言えない（中国政府は「操作」していない）。中国経済のファンダメンタルズから見ると、人民元レートの長期トレンドは上昇の方向であろう。また、現在の中国の国際収支状況から考えると、たとえ元高になっても、上昇幅は中国経済が耐えられる範囲にとどまろう。予想外のことが起きるとすれば、問題は資本勘定面にあろう。

たとえば、ホットマネーの流入が急に加速する場合、元高は「オーバーシュート」になる可能性がある。オーバーシュートを防ぐため、中国は資本勘定をしっかりと管理し、ホットマネーを締め出さなければならない。しかし、「介入しない」といっても、実際は人民元が完全に自由変動になるわけではない。なぜならば、当局は資本勘定の管理を通じて、資金流入をコントロールし、オーバーシュートの発生を防ぐからである。また、中央銀行も、状況に変化が生じれば、介入再開（日本などもそうである）の準備をすることもできる。米国はさらに新たな要求をしてくるだろうが、その時、中国の反撃は比較的容易になり、また多くの国の支持が得られるだろう。

要するに、人民元の国際化という話題は一時的に棚上げしても良い。国際金融市場が極めて不安定な中、多くの途上国と同じように、中国は衝撃を避けるため資本規制を緩和するよりも強化すべきである。資本規制に守られながら、金利と為替の市場化の推進を加速させ、条件が整った後で、人民元の国際化と資本自由化をどのように推進するかを考えるべきである。

著者紹介

余 永定 (Yu Yongding)

中国社会科学院 学部委員、中国社会科学院世界経済政治研究所 研究員（前所長）

1948 年南京生まれ。79 年中国社会科学院世界経済研究所において、西洋経済学を専攻、86 年経済学修士学位を取得。88 年からイギリスに留学、94 年オックスフォード大学より博士学位が授与される。

その後、帰国し、96 年から中国社会科学院世界経済政治研究所国際金融センター主任、1998 年より 2009 年まで同研究所所長を務める。2004～2006 年に中国人民銀行貨幣政策委員会の唯一の民間委員に就任。専門は国際金融、中国の経済成長及び中国のマクロ経済論。主要論文は『ある学者の思想の変遷』（中信出版社、2005 年）に収録されている。

- ・中国社会科学院世界経済政治研究所は、中国における世界経済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、この分野の権威的学術誌である『国際経済評論』を発行している。



Chinese Capital Markets Research