

# 世界経済と人民元の国際化

河合 正弘

Kawai Masahiro

中国は30年以上にわたる急速な経済成長を続け、2010年には日本を抜いて世界第2の経済大国になった。財・サービス貿易も拡大を続け、今や米国に次ぐ世界第2の貿易大国になっている。また経常収支と金融収支の黒字が続いたことから、外貨準備が急増し、一時は4兆ドル近くの水準に達した。加えて、海外から大量の直接投資を受け入れる立場から、大量の対外直接投資を行なう投資大国に転換しつつある。

その中国はリーマン・ショック後、人民元の国際化を積極的に進めてきた。とりわけ香港を中心にオフショア市場での元建ての預金や債券発行が増加し、元建ての貿易決済や直接投資（対内、対外）の決済が拡大した。中国の全都市で、海外との経常取引と一部の資本取引において人民元決済が可能になり、海外の指定されたオフショア市場で、銀行間人民元取引が行なわれるようになってきている。

## 人民元と特別引出権（SDR）

こうした進展を背景に、人民元は2016年10月からSDRバスケット通貨に含まれることになり、今や米ドル、ユーロ、円、英ポンドに並ぶ国際通貨としての地位を占めたかに見える。中国はさらに「一带一路」構想を打ち出し、沿線諸国での人民元の国際化をめざしている。人民元は将来的にアジアの基軸通貨になり、世界的にも米ドル、ユーロ、人民元をベースにした3極通貨体制が作り出されるのではないかと考える向きもある。

国際通貨基金（IMF）が人民元をSDRバスケットに含めるかどうか判定する際に問題になったのは、中国の輸出の規模が十分に大きいかどうか、人民元は「自由利用可能」な通貨かどうか、という点だった。中国の輸出の規模は十分に大きく問題はないが、自由利用可能の条件が満たされるかが焦点だった。IMF協定によれば、自由利用可能通貨とは、①国際取引上の支払いを行なうため現に広範に使用され、かつ、②主要な為替市場において広範に取引されている、とIMFが認める加盟国通貨を指す。具体的には、通貨の完全な交換性は必要とされないが、すべてのIMF加盟国の通貨当局が人民元を中国のオンショア市場で市場実勢に基づき自由に使用・取引できる（つまり通貨当局にとって人民元が交換性をもつ）ことが必要だとされた。

そこで中国当局は、IMF加盟の通貨当局が人民元建て国債などを自由に取引・保有できるようにしただけでなく、代表的な元／ドルレートを市場実勢に委ねる方向に改革し（2015年8月の基準値の引き下げなど）、上海のオンショアレートと香港のオフショアレートとの乖離の縮小に努めた。また、代表的な金利（3ヵ月物金利など）が市場で決定されるようにし、レポ、金利先物、為替スワップなど金融派生商品を整備した。こうした努力を受けて、IMFは2015年11月末に人民元をSDR構成通貨として採用することを正式に決めた。外国為替取引、外貨準備、国際的な銀行取引、国際的な債券発行・取引といった国際金融取引での人民元の役割はいまだ低いものの、以前よりも相当程度上昇しており、「自由利用可能」な通貨だと判定したのである<sup>(1)</sup>。

### 世界の主要通貨

実際、2016年における主要な国際通貨を、外国為替取引、外貨準備、国際金融取引、国際決済の観点からみると、米ドルは依然として最も重要な国際通貨としての役割を果たしており、それに、ユーロ、円、英ポンドが続いている。それに比べて、人民元の役割はまだ限られている。米ドルが最も重要な国際通貨として使用・保有され続けている理由としては、米ドルベースでの国際金融市場の規模や厚みがきわめて大きく、かつその開放性・流動性がきわめて高いことから、ドルで取引することのコストが低いこと、また世界の多数の企業や投資家がドルを使用・保有するため、誰もがドルを用いたほうが利便性が高いという「ネットワーク外部性」がはたらくことなどが挙げられる。

欧米の専門家の多くは、世界第2の経済大国である中国の通貨・人民元が主要な準備通貨に成長すると考えてきた。アジアではすでに人民元圏ができてきたという見方すらある。しかし、筆者たちが行なった最近の研究によれば<sup>(2)</sup>、アジアではまだ多くの諸国が依然として人民元よりも米ドルを重視する為替レート政策をとっており、人民元圏ができてきたとは言えない。ただし、近年では各国の非公式の通貨バスケットに占める人民元のウェイトが上昇する一方で、円のウェイトは低下しており、人民元は着実にその重要性を増している。その意味で、中国経済が成長を続け、その対外貿易・金融取引が拡大していけば、人民元のウェイトもさらに上昇していく可能性が高い。

### 対外資本流出と人民元

このように、人民元の国際化は着実に進んできたが、その動きは2015年以降高まっておらず、むしろ後戻りしている。それは、2014年の後半から始まった対外資本流出のため人民元レートに下方圧力がかかり外貨準備が急減したことを受けて、中国の通貨当局が資本流出規制を打ち出し、人民元レートの管理を強めているからである。

対外資本流出の原因としては、①経済減速が続くなかで人民元レートの上昇は続かないという市場心理、②国有ゾンビ企業の過剰債務の拡大など金融システムの不安定化、③人民銀行による金融政策の緩和、④米国での政策変化（金融政策の正常化、トランプ新政権による拡張的な財政政策への期待）に伴う米国金利の上昇、などが挙げられる。中国の成長減速が定着するなかで、人民元は下がるという思惑から、ドル建て債務の早期返済や元からドルへの乗り換えで元が売られ、元レートの下落圧力につながったと言える。

こうした元レートへの下方圧力に対し、人民銀行は為替市場介入でしのぎ、2015年8月には3日間にわたって元の対ドル基準値を切り下げた。しかし、そのことがさらなる資本流出を引き起こし、継続的な市場介入と外貨準備の喪失をもたらした。外貨準備はピーク時の4兆ドル近くから2017年1月には3兆ドル以下まで減少した。そのため、当局は既存の資本流出規制の運用を厳格化するだけでなく、銀行・企業・個人に対する新たな行政指導や通達によって大口の海外送金や外貨両替を制限した。また、2017年2月初めにはそれまでの金融緩和政策を転換して、元安圧力をさらに抑えようとした。同年5月には、人民元の基準値の算出方法を変えることで、大幅な元安を防ぐこととし、為替レートの管理を強化する方向に転じた。こうした政策変更により、人民元改革（レートの市場化や通貨の国際化）の進展は阻まれることになった。

### 将来展望

今後、中国の政策当局はどのように対応するのだろうか。対外資本流出圧力が続いている間は、引き締め気味の金融政策、資本流出規制、市場介入で人民元レートの急落を避ける努力を続けよう。しかし、資本流出圧力が薄まるにつれ、市場介入を減らして為替フロートに移行し、徐々に資本流出規制を解除していくことが望ましい。

人民元の国際化を本格的に進めるためには、いずれは資本移動規制の全面的な撤廃が必要になる。しかし、国際資本移動の自由化は、為替レートや株価など金融市場全体のボラティリティを高めやすい。銀行部門をはじめとする金融システム全体の脆弱性を抱えるなかで、拙速な資本移動の自由化は経済と金融システムの不安定化を増幅させる可能性がある。また、国有銀行中心の銀行システムでは、貯蓄や投資の配分に歪みを作り出され、国際資本取引に対するリスク管理が十分行なわれない懸念もある。したがって、いずれは国有銀行の民営化が必要になるが、そのためには、その主要融資先である国有企業自身の抜本的な改革が欠かせない。また、中央銀行の操作上の独立性など金融政策決定の近代化も、人民元への信頼性を高めるうえで重要だ。

このように考えてみると、人民元が米ドルやユーロと並ぶ、そして円や英ポンドを超える主要な国際通貨になるためには、変動レート制の採用は無論のこと、金融市場の全面的な自由化・深化・対外開放が必要だが、それにはまだ相当長い時間がかかろ

う。その間、日本としては国際通貨・円の沈没を防ぐためにも、より本格的な円の国際化と東京金融市場のグローバルセンター化の努力が欠かせまい。

- (1) SDRの通貨構成比率は2016年10月以降、米ドル41.73%（それまで41.9%）、ユーロ30.93%（同37.4%）、人民元10.92%、円8.33%（同9.4%）、英ポンド8.09%（同11.3%）となるとされた。
- (2) Masahiro Kawai and Victor Pontines, “Is There Really a Renminbi Bloc in Asia?: A Modified Frankel-Wei Approach,” *Journal of International Money and Finance*, Vol. 62 (2016), pp. 72–97.

---

かわい・まさひろ 東京大学公共政策大学院特任教授  
mkawai@pp.u-tokyo.ac.jp