

人民元国際通貨化への設計図

～ドルの低迷と軋む中国経済～

九州大学経済学部 経済・経営学科

岩田ゼミナール

福田晃生・天津世奈・伊原綾菜・ヒョンスンハ

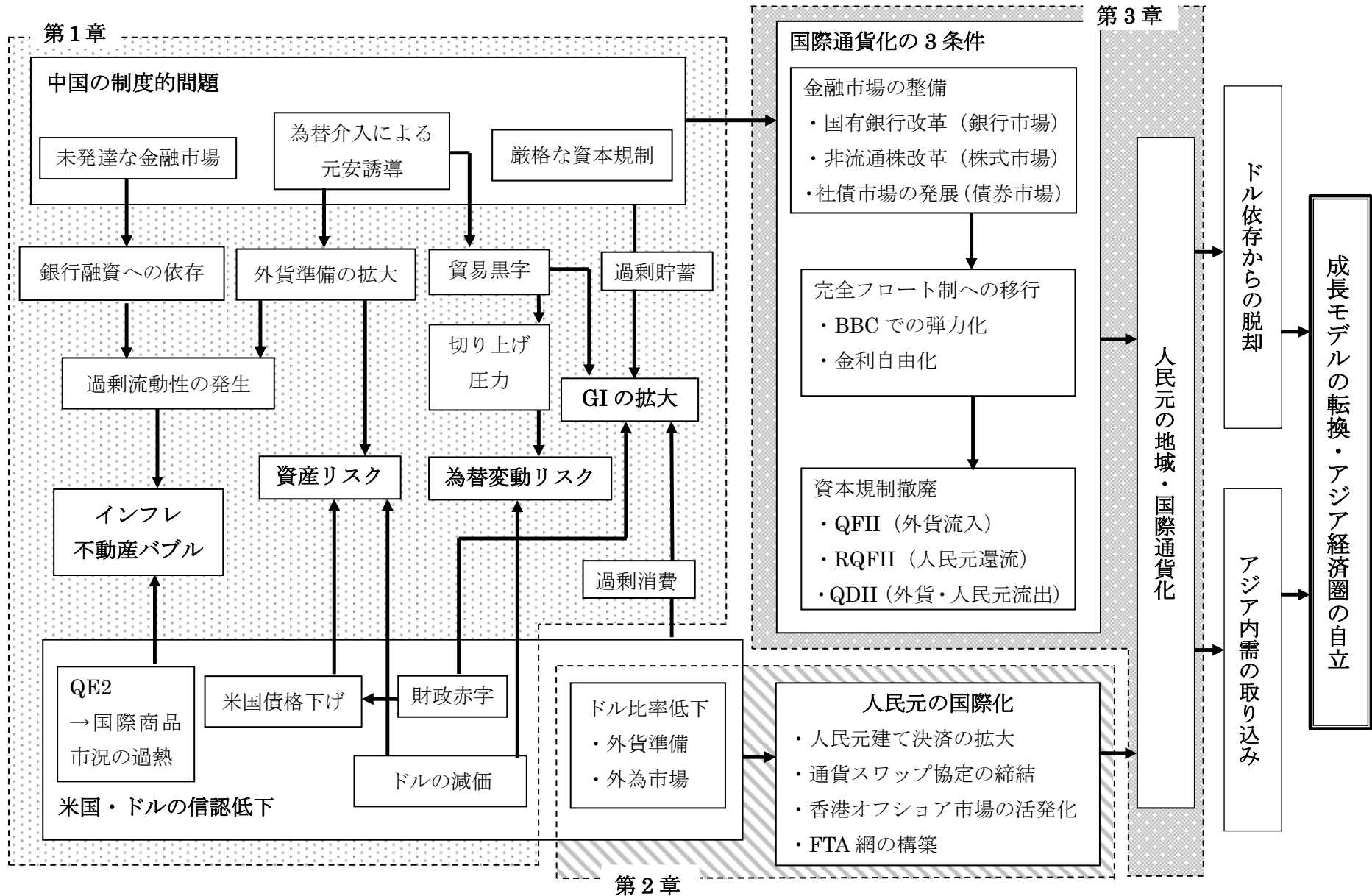
目次

目次

はじめに	1
第1章 中国経済の歪み	2
1.1 はじめに	2
1.2 グローバル・インバランス	2
(1) 中国の国際収支	2
(2) ブレトンウッズ-II体制の持続可能性	10
1.3 人民元切り上げ問題	16
(1) 現状	16
(2) 過小評価の是非	18
(3) 積み上がる外貨準備と不胎化政策	23
1.4 解決が急務となる最新の動向	27
(1) インフレーション	27
(2) 不動産バブル	32
(3) 米国経済の減速と中国への影響	37
第2章 動き始めた国際化	40
2.1 はじめに	40
2.2 人民元国際化の表と裏	40
(1) 中国が受けるメリット	40
(2) 中国が被るデメリット	41
2.3 ドル依存の状況	43
(1) 外国為替市場における取引の実態	43
(2) 外貨準備におけるドル比率	47
2.4 現状分析	52
(1) 人民元建て決済	52

目次

(2) 人民元建て通貨スワップ協定	56
(3) 香港オフショア市場	59
(4) 自由貿易協定	63
2.5 国際化の方向性.....	66
第3章 空前絶後の国際通貨化.....	70
3.1 はじめに	70
3.2 他通貨との比較.....	70
(1) マルクとの比較	70
(2) 円との比較	72
(3) 他通貨を通して見る人民元.....	75
3.3 金融市場の整備.....	77
(1) 人民元国際通貨化の手順	77
(2) 銀行部門	78
(3) 株式市場	83
(4) 債券市場	87
3.4 完全フロート制への移行	92
(1) 国際通貨化との関わり	92
(2) 人民元為替制度の今	94
(3) 変動相場制に移行する手順.....	96
3.5 資本規制撤廃	98
(1) これまでの歩み.....	98
(2) QFII	99
(3) QDII.....	102
総括	106
参考文献.....	108



はじめに

はじめに

2001年にWTO（世界貿易機構）に加盟して以来、中国はそれまでも増して著しい経済成長を遂げ、現在では世界でも有数の経済大国となった。その裏には、途上国というバックグラウンドを武器に、為替介入による元安誘導や厳格な資本規制を今日に至るまで行ってきた事実があることは間違いない。このような、経済規模では先進国を上回りながらも途上国としての特権を手放さない政策は、中国経済に様々な矛盾の種を蒔いた。そして現在に至り、その矛盾が経済の歪みとなって、なおも高成長を維持し続ける中国に大きな影を落としている。他方、現在の世界情勢は非常に深刻であり、米国やEUを始めとする先進諸国は金融危機・債務危機に見舞われ、減速傾向にある。そのような状況下で、先進国経済や基軸通貨であるドルに依存しすぎた成長モデルは変革を迫られており、中国はアジア経済圏の自立とその中心的地位を求めている。

そのような流れから、近年、中国で人民元の国際化・国際通貨化の議論が活発化してきた。本稿では、国際化を「中国を含む2国間の取引で、人民元が貿易決済通貨・投資通貨としての機能を満たす過程」、国際通貨化を「中国を含まない第3国間において、人民元が為替媒介通貨・国際準備通貨としての機能を満たす過程」と定義し、曖昧な2つの概念を区別して捉える。しかし、人民元には未だ様々な規制が残されており、中国は人民元の完全交換性実現に先立って国際化の動きを加速させている。これは、ドルや他の国際通貨が行ってきたような、通貨の完全交換性を実現した後に国際化・国際通貨化を図る伝統的なアプローチとは逆の順序であり、まさに空前絶後の政策であると言えよう。現行の通貨体制の限界が顕在化する中で、動き始めた人民元の国際化。急成長するアジアの内需をいち早く取り入れ、人民元を世界に通用する通貨にすることができるのか、世界経済を牽引する中国の手腕が問われることになる。

本稿ではまず第1章において、高成長の陰で噴出する中国経済の問題を、グローバル・インバランス、人民元切り上げ問題、インフレと不動産バブルという3つの切り口から整理する。これらの問題は、現代中国が抱える矛盾が表面化したものであると同時に、経済的に依存していると言える米国とドルの信認の低下が影響したものだと考えられるため、その点についても触れる。続く第2章では、米国とドルに依存した経済構造から脱却する手段としての人民元国際化について述べる。ここでは、人民元の国際化が中国に与えるメリット・デメリットを整理した上で中国・東アジアのドル依存状況を外国為替市場と外貨準備におけるドル比率から分析する。さらに、人民元建て決済の拡大等4つの視点から国際化の進捗状況を述べ、展望を記す。最後に第3章では、国際化の次に来る人民元の国際通貨化に言及する。まず、欧州域内で国際通貨化を果たしたマルクと国際通貨に成り損ねた円との比較を通して、人民元国際通貨化の実現可能性に迫る。次いで、国際通貨化の条件として、金融市場の整備・完全フロート制への移行・資本規制撤廃を挙げ、現状と克服方法を明らかにする。そして、以上の分析を元に人民元の今後の在り方を結論付ける。

第1章 中国経済の歪み

1.1 はじめに

1978年の改革開放以来、中国は絶えず成長を続けてきた。2001年のWTO加盟により貿易大国となった後は毎年8%を超える高い経済成長率を記録し、今では、なおも安定的な地位を誇る米国と中国の2国を総称して「G2¹」と呼ばれる程、世界経済における存在感を強めている。GDPでは日本を抜き世界第2位に、輸出額では世界一となり、2008年に起こったリーマンショックにおいてはV字回復を実現して、名実ともに世界経済の牽引役を担っていると言える。

しかし、爆発的な高成長の陰で、中国内外に少しずつ歪みが生じてきている。この歪みを放置することは、その後の成長に悪影響を与えると考えられる。先進国を中心に、世界経済が低迷を続ける今日において、中国内外で浮かび上がる問題は何であるのか。その実態を正確に捉えることは、急務となるであろう。

本稿第1章全体では、中国の成長を妨げる要因を解明する。具体的には、まず、中国の国際収支黒字の原因を考察し、米国と比較してグローバル・インバランスの分析を行った上で、リバランスへの道を考える。次に、人民元の過小評価の是非と外貨準備の分析を通して、人民元の切り上げ問題の真相に迫る。最後に、現在の中国において最も懸念されているインフレと不動産バブルについて述べる。また、浮上する問題の一因として、米国経済とその通貨であるドルの信認の低下についても言及する。

1.2 グローバル・インバランス

(1) 中国の国際収支

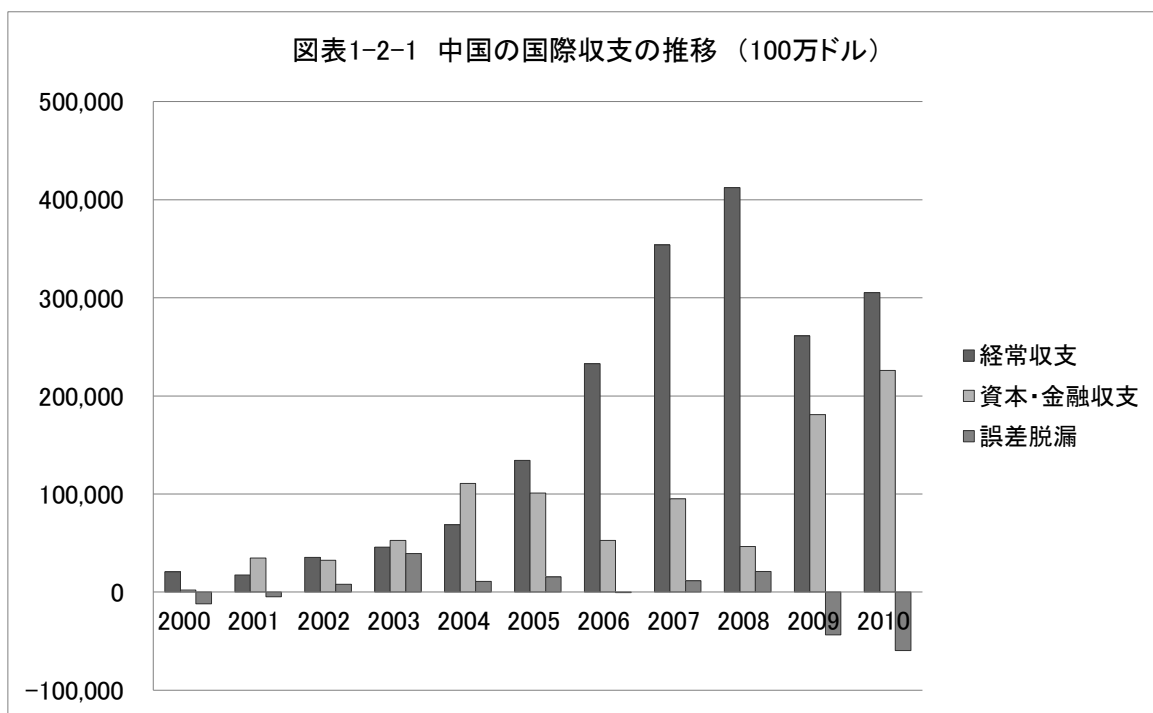
中国の国際収支の動向を見ると、2000年代に入ってから経常収支と資本収支のダブル黒字が続いている。経常収支は2001年のWTO加盟後から急速に黒字額を伸ばし始め、2006年に約2,500億ドルで日本(約1,700億ドル)とドイツ(約1,900億ドル)を抜いて世界1位となった後も、2008年まで黒字を拡大し続けた²。2009年にはリーマンショックに伴う貿易黒字の縮小によって減少したが、それでも世界最大規模の経常黒字を記録している。2010年には緩やかな世界経済の回復とともに前年比で増加し、3,054億ドルの黒字となった(図表1-2-1)。経常収支の内訳をみると、1990年代半ば以降、サービス収支は一貫して赤字であるが、貿易収支は経常黒字の大部分を占めている。(図表1-2-2)。

資本収支の黒字は直接投資に支えられている。海外からの対中直接投資は1992年の南巡講和を契機に急速に増加し、WTO加盟により直接投資に対する制限が緩められたため、実行額は2001年の約468億ドルから2008年の過去最高額の約924億ドルまで増加した(図表1-2-3)。ここでは、ダブル黒字に貢献している貿易収支と直接投資に焦点を当てる。

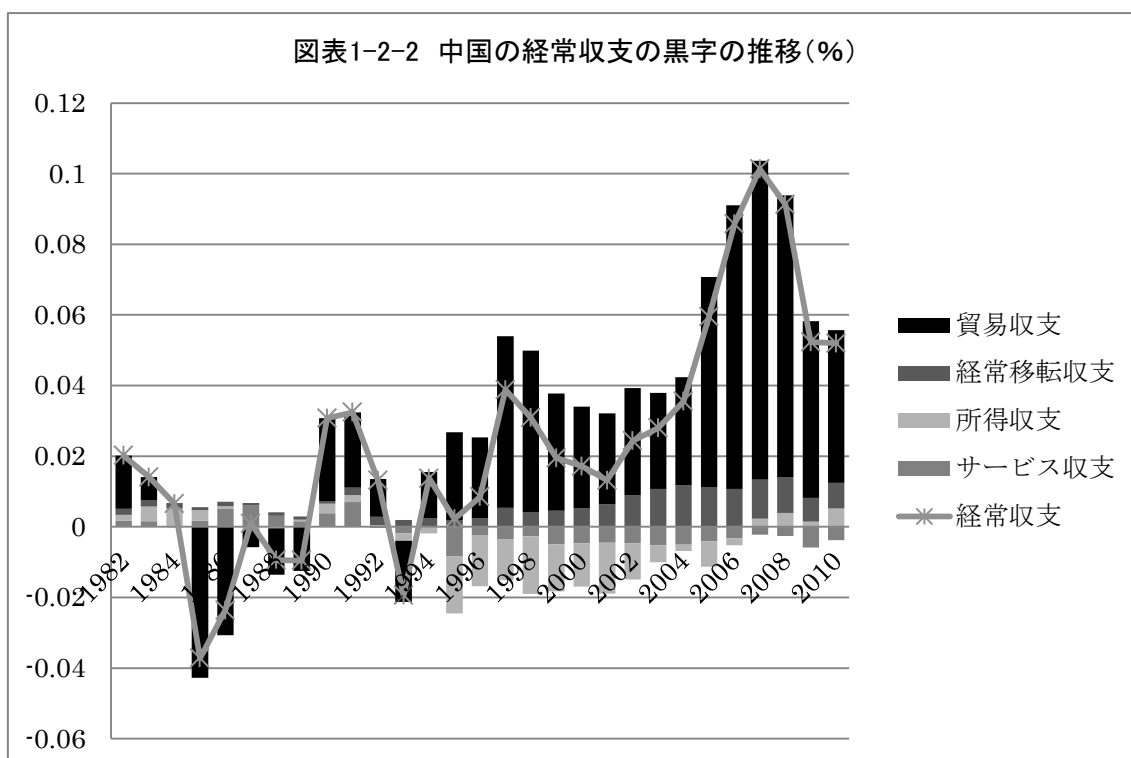
¹ 孫(2010)。

² 白井(2009)。

第1章 中国経済の歪み

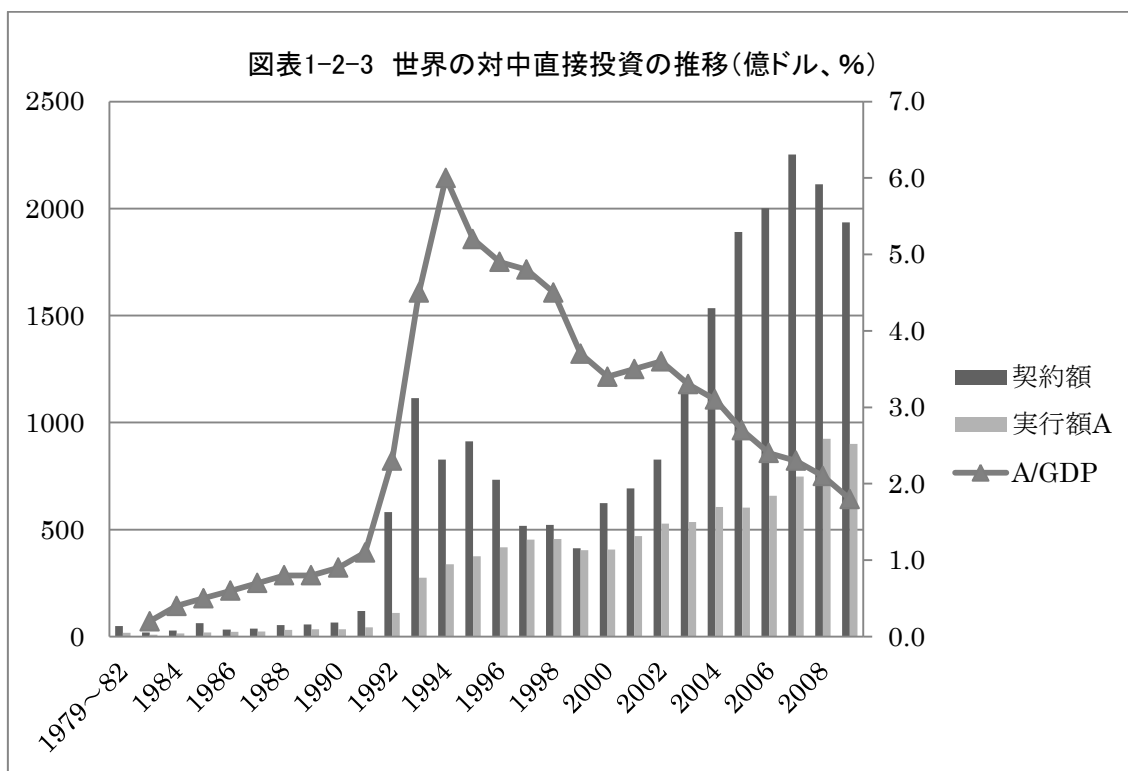


(出所) 海関総局「海関統計月報」より作成。

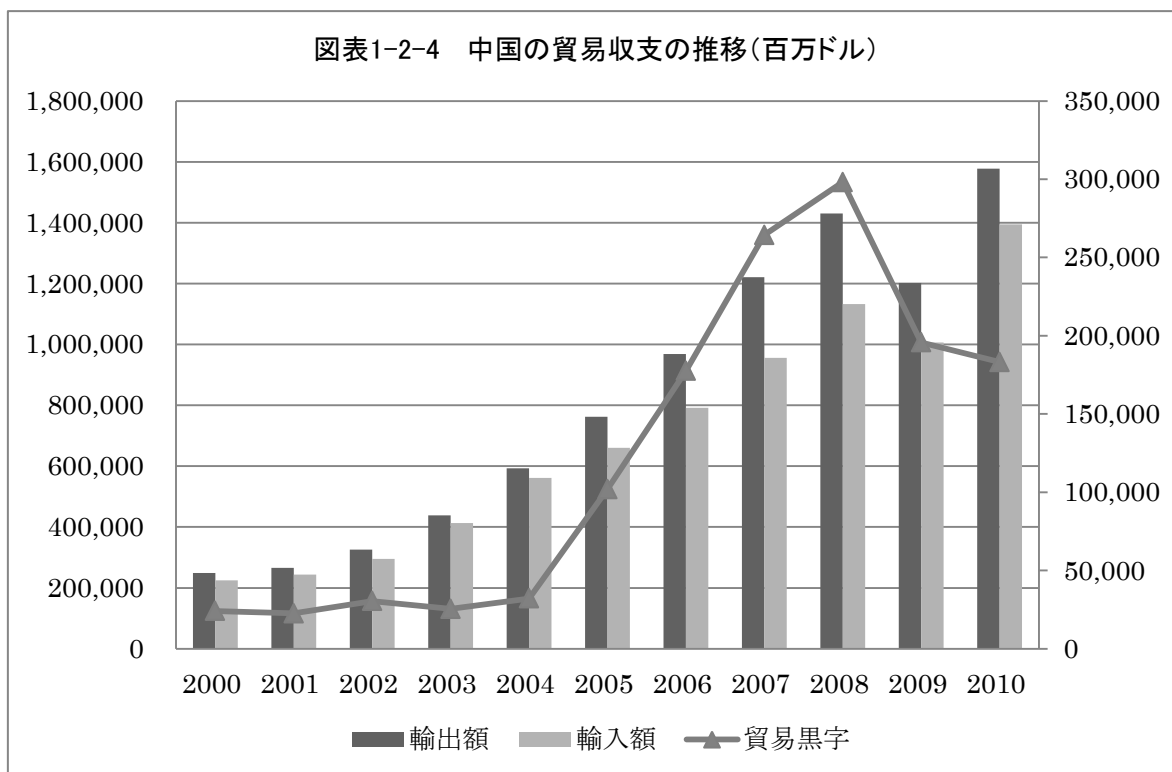


(出所) 通商白書 2011 より作成。

第1章 中国経済の歪み



(出所) 中国経済データハンドブックより作成。



(出所) 中国経済データハンドブックより作成。

第1章 中国経済の歪み

中国の貿易総額は、1978年にはわずか約200億ドルだったが、2010年には約150倍の約3兆ドルにまで拡大し、輸出額では世界第1位、輸入額では世界第2位となっている(図表1-2-4)。税関総署の発表したデータによると、「2011年上半期の貿易は前年比25.8%増の1兆7036億7000万ドル、うち輸出は24%増の8743億ドル、輸入は27.6%増の8293億7000万ドルだった。輸入額の伸びが輸出額の伸びを上回ったために、貿易黒字は前年同期より18.2%少ない449億3000万ドルに減少した³。」

中国の貿易の特徴は、一次産品から工業製品にその比重が移行していることが挙げられる。1980年には、主に食品・たばこ・鉱物性燃料などの一次産品が約半分を占めていたが、1990年以降は一次産品のシェアが低下し、それに代わって工業製品のシェアが拡大してきている。具体的には2009年には一次産品の輸出の構成比は約7.9%、輸入は約29.9%を占めている。また工業製品の輸出の構成比は92.1%、輸入は70.1%を占めている(図表1-2-5)(図表1-2-6)。工業製品のうち、輸出も輸入も機械・輸送設備がその半分を占めているのは、主に東アジアから部品・半製品を輸入して、それを中国で組み立てて完成品を先進国へ輸出する加工貿易を行っているからである⁴。貿易動向を相手国・地域別にみても、EUと米国に対しては大幅な貿易黒字、日本、韓国、台湾に対しては大幅な貿易赤字となっている(図表1-2-7)。機械・輸送設備の割合は2000年以降急速に増加しているが、これはWTO加盟以降中国市場に参入してきた外資系企業の影響であると考えられる。外資系企業は中国の国内企業よりも豊富な資金と高い技術力をもっており、規模が大きいため輸出額の増加に貢献した。貿易動向を加工貿易収支と一般貿易収支に分けて見てみると、加工貿易は2000年以降黒字を計上し2009年を除いては前年比で増加している。一方、一般貿易収支は近年赤字を計上しているが、それは資源等の価格上昇の影響と、内需の拡大によって一般貿易の輸入額が増加したからであると考えられる(図表1-2-8)。

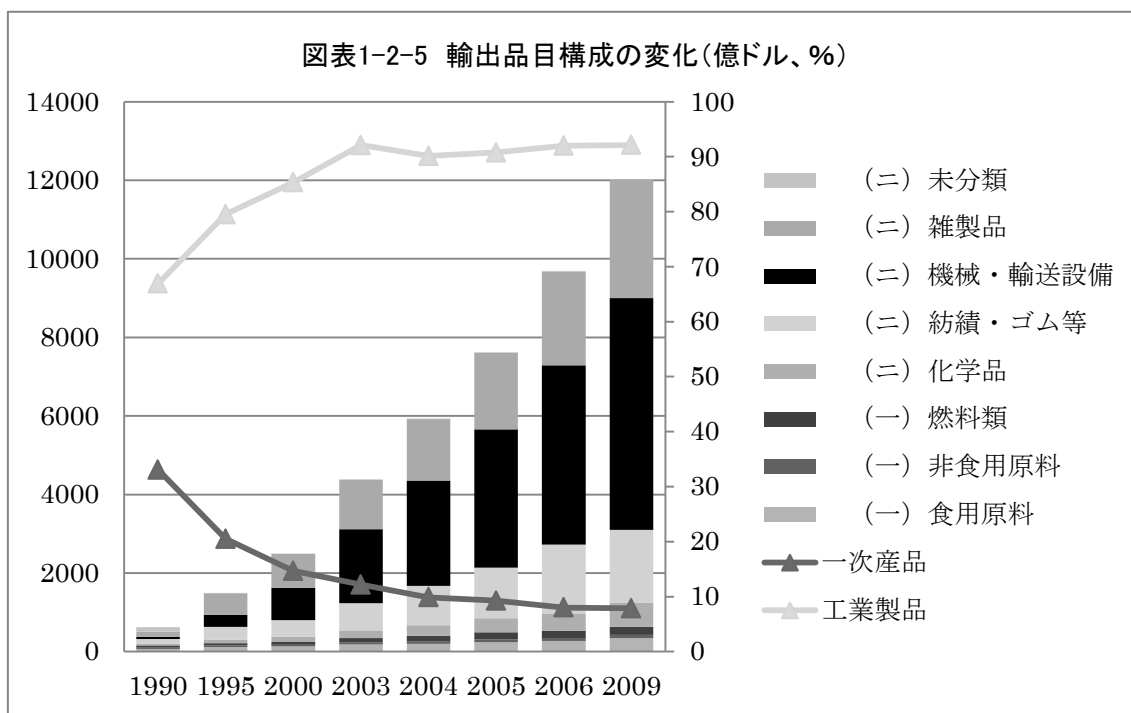
また、中国ではIT関連製品や中・高級製品が生産できるようになっているものの、輸出の多くを外資系企業に依存してきた結果、自国の技術革新が妨げられなお労働集約的で付加価値の低い製品が輸出製品の大部分であり、「たとえば、テレビの場合、日本はハイビジョンなどの高級品、中国は標準型にそれぞれ特化しており、その単価は一桁違う⁵」。しかし近年では、日本が付加価値の高い基幹部品をASEAN諸国が汎用部品を供給し、中国がそれらを加工組立するという図式が変わりつつある。豊富な資金力によって研究費が増大し、教育水準も高くなりつつあるため、中国も基幹部品の生産を担うようになっており、付加価値の高い生産プロセスに移行しようとしていることが分かる。

³ 「中国網日本語版(チャイナネット)」 2011年7月11日。

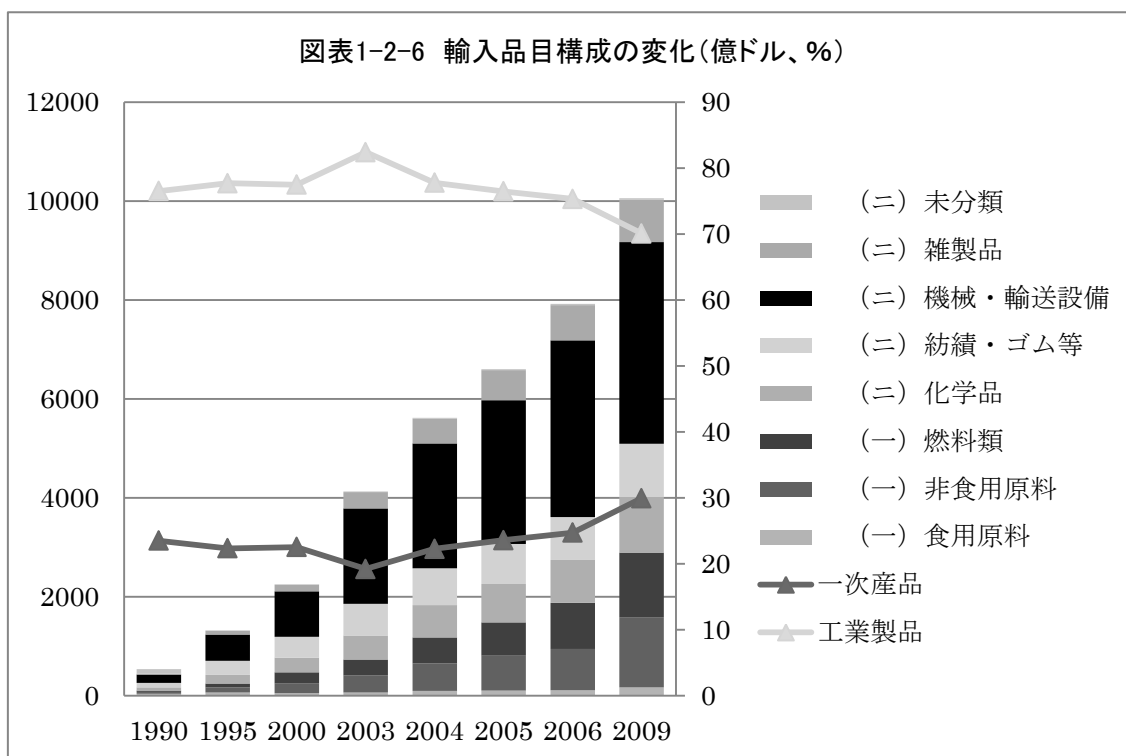
⁴ 堀口(2010),pp250-251を参考。

⁵ 関(2005),p105-106。

第1章 中国経済の歪み

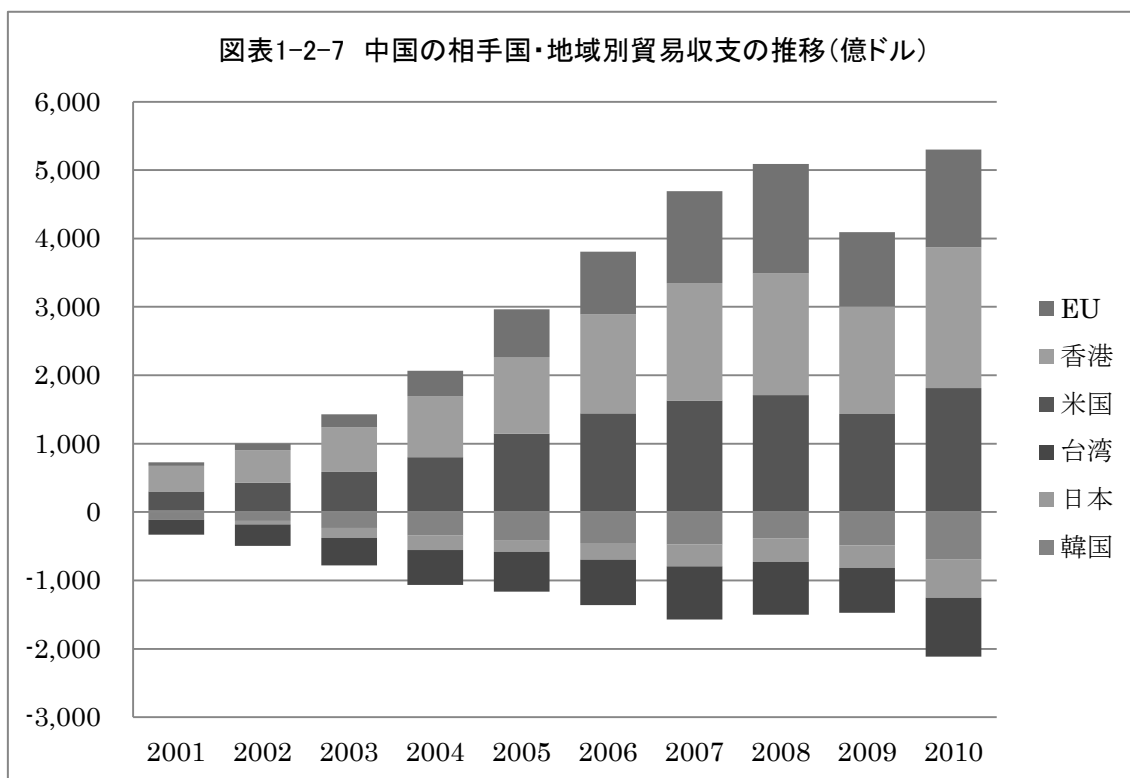


(注) 表中の(一)は一次産品を(二)は工業製品を意味する。
 (出所) 中国経済データハンドブックより作成。

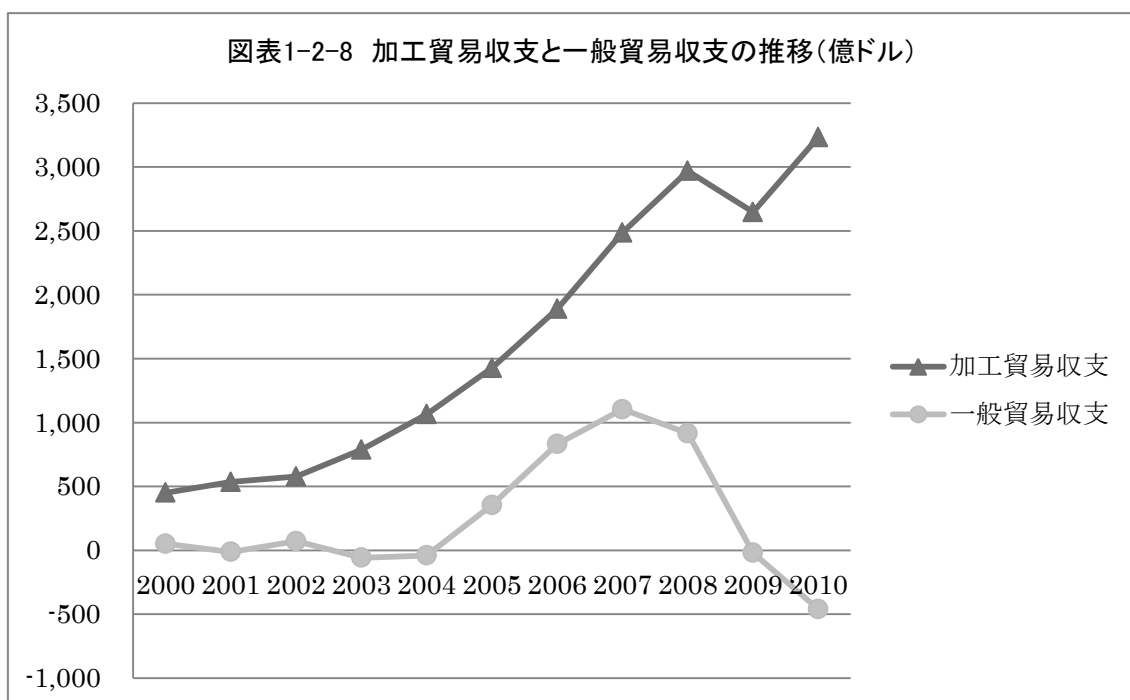


(注) 表中の(一)は一次産品を(二)は工業製品を意味する。
 (出所) 中国経済データハンドブックより作成。

第1章 中国経済の歪み



(出所) 中国経済データハンドブックより作成。



(出所) 通商白書 2011 より作成。

第1章 中国経済の歪み

中国は、1979年7月に「中外合資経営企業法」を制定し、それによって少しずつ直接投資の受け入れを開始した。直接投資の方式には「合弁」（外国側と中国側の双方が共同で出資して経営を行う企業）「合作」（契約を通じて収益を分配）「独資」（外国資本100%）の3種類がある。1980年代前半までは「合作企業」が多かったが、1985年ごろから「合弁企業」が増え始めた。しかし、これらの方式では、利益配分や問題が発生した時に中国側とトラブルになりやすかったため、2000年以降は「独資企業」が外資企業の過半を占めるようになった。その後輸出入額に占める外資系企業の比率は年々増加していたが、2006年をピークに低下傾向にある（図表1-2-9）。2007年の外資政策の見直しによって、単純な加工組み立ての製造業への外資優遇政策を撤廃したことが要因であると考えられる。次に、対中直接投資額を実行額の国・地域別内訳にみると、2010年、香港が約半分以上のシェアを占め、台湾・シンガポール・日本・韓国のアジアの先進国があとに続く（図表1-2-10）。各国が中国に投資するメリットはいくつか挙げられるが、第一に中国の巨大な市場が要因であると考えられる。中国の名目GDPは1980年には約2000億ドルにすぎなかったが、2009年には25倍の約5兆ドルにまで拡大している。また、こうした現状に対するもの以外に、将来性を見込んで決定されるものもある。第二に、低賃金で豊富な労働力がある。これは前述の加工貿易を目的としている。第三に、開発区や経済特区といったインフラの存在がある。直接投資を受け入れた中国側のメリットとしては、不足する国内投資資金を供給することができたことや、合弁や100%子会社の形態で中国に進出した外国企業によって、先進的技術や合理的経営方式がもたらされ国内の企業改革に貢献したことが挙げられる。さらに企業の進出は雇用を促進することにつながり、外貨獲得にもつながった⁶。近年では直接投資以外の要因もあり、2009年以降の資本収支増加についての国家外貨管理局は「2009年には、国際的な金融市場の状況変化により、銀行は海外資産を本国に戻し、海外のポートフォリオ投資を圧縮した⁷」ためであると述べている。

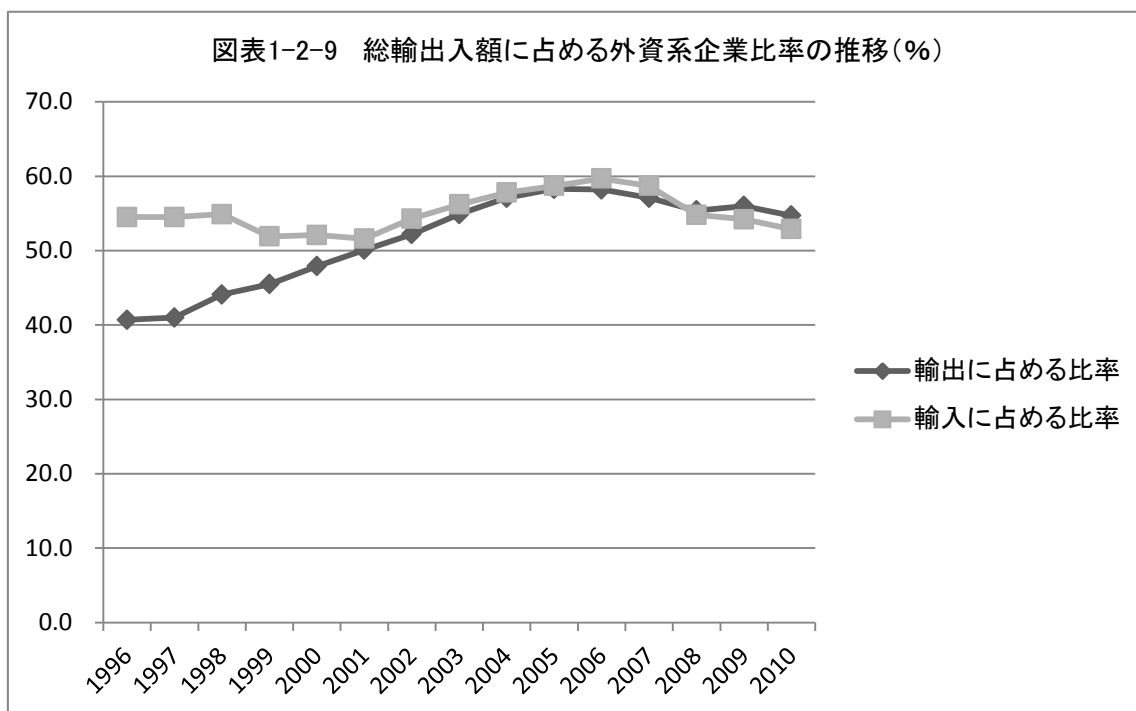
WTO加盟によって義務づけられた金融部門の5年以内の自由化に合わせて、資本移動規制も緩和されている。資本流入の面では、中国本土で取引されている株式を外国の投資家は売買できなかったが、2002年末に指定国外機関投資家（QFII）制度が導入されたことで、優良金融機関のみ一定の限度額内でA株への投資が認められた。2003年以降から中国の経常収支の黒字額が拡大する傾向になると、資本流出についても規制緩和がなされるようになった。人民元の切り上げ圧力を緩和する狙いもあり、2006年4月に、中国国内の銀行、ファンド運用会社、保険会社などの金融機関を指定国内機関投資家（QDII）として、海外に証券投資することを限定的ながらも解禁している⁸。この制度については人民元の国際通貨化にも関わっているので詳細は第3章で述べる。

⁶ 堀口(2010)。

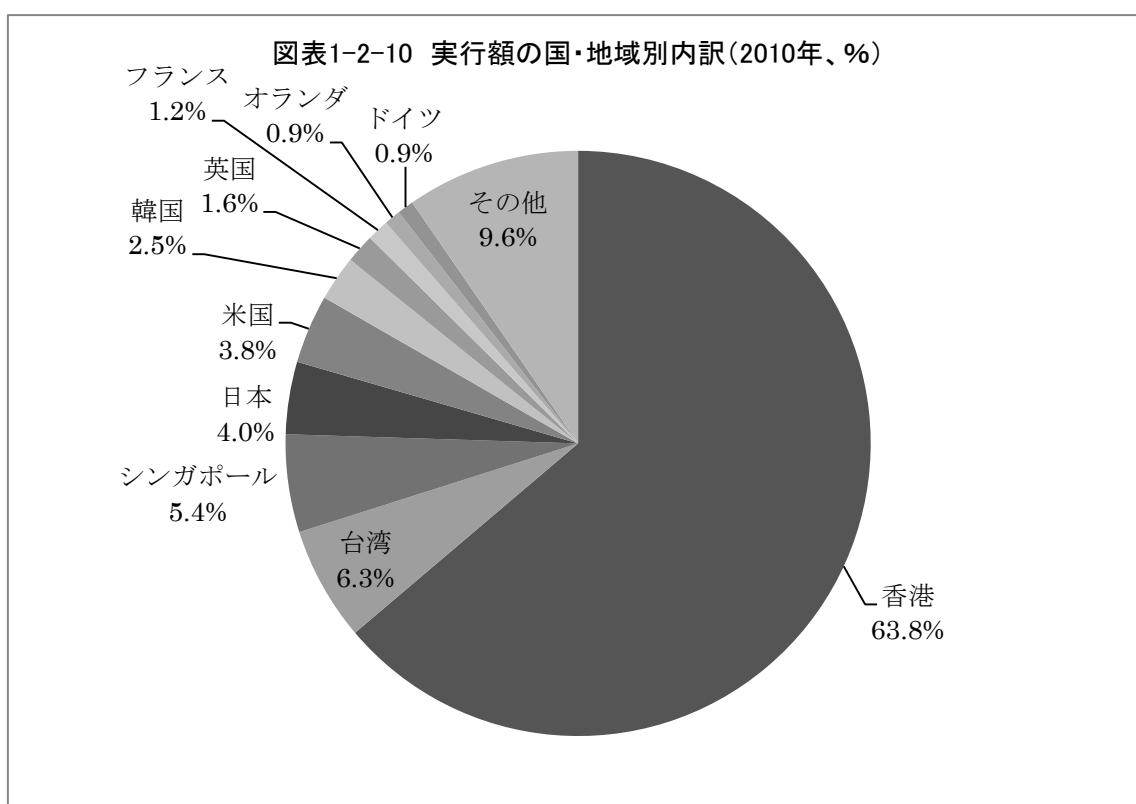
⁷ ロイター2010年2月5日より。

⁸ 白井(2009)。

第1章 中国経済の歪み



(出所) 通商白書 2011 より作成。



(出所) ジェトロ 2010 より作成。

第1章 中国経済の歪み

(2) ブレトンウッズ-II体制の持続可能性

はじめにグローバル・インバランスを「国際収支上の「経常収支」（財・サービスの貿易収支⁹、所得収支¹⁰、経常移転収支¹¹の合計）が著しくバランスを欠いている状態¹²」、具体的に言うと米国の大幅な経常収支の赤字と中国を筆頭とするアジア諸国や資源輸出国（ロシアや中東産油国）の経常収支の黒字がほぼ同時に拡大している状況と定義する。また、「この状態を、第二次世界大戦後から1971年まで存続したブレトンウッズ体制¹³の名にちなんで「ブレトンウッズ-II¹⁴」体制と呼ぶ見方が広く支持を受けている¹⁵」。ここでは特にグローバル・インバランスの黒字側と赤字側を代表する中国と米国の関係に注目して話を進めていく。

中国と米国の不均衡は、①中国が最終消費財を米国に輸出することで中国の経常収支黒字が拡大する、②米国からその支払いや、金融緩和によって潤沢となったドルが中国に投資される、③中国は②の過程で溜まったドルを外貨準備資産として蓄積し、その一部を米国債に投資して米国の経常収支赤字をファイナンスする、④③の資金還流により米国の長期金利が低位安定し、株価や住宅価格が上昇する、⑤これによって生じたキャピタルゲインが米国の家庭消費を拡大したことで中国からの輸入がさらに拡大する、というプロセスを通じて拡大していく。さらに中国側の要因として、⑥輸出志向の経済成長戦略を取るためにドル買い元売りをを行い、人民元の増価を抑えてきたことが挙げられる。

上記のような状況が続く限り、ブレトンウッズ-II体制は持続可能であるとされてきた。しかし、それは米国の経常収支赤字の持続性に中国などのアジア諸国が疑問を抱き、ドルや米国債を大量売却しなければという条件付きである。2007年のサブプライムローン危機、2008年のリーマンショックによりこの最悪の事態が実現するかと懸念されたが、そうはならなかった。むしろ通貨当局や投資家はドルや米国債が安全資産であると考え、これらの需要が増加するという予想を裏切る結果になった。また、世界経済危機の発生により貿易額が世界的に縮小したこと等を背景に、グローバル・インバランスは2009年には縮小している。この経緯からブレトンウッズ-II体制の破綻が回避されたかに思われたが、2010年にグローバル・インバランスが再び拡大に転じ、さらに2011年に入ってから米国のデフォルト懸念が囁かれるようになり、同年8月に米国債は最高格付けのAAAから転落したことから再びその持続可能性が危うくなっている。

そもそもグローバル・インバランスの原因はどこにあるのか。2005年2月にグリーンSPAN米国連邦準備制度理事会（FRB）議長（当時）が、「政策金利を引き上げているのに、

⁹ 財やサービスの輸出入の差額。

¹⁰ 非居住者に対する雇用者報酬と対外金融資産や負債から生ずる利子や配当などの投資収益との合計。

¹¹ 無償資金協力など一方的移転の収支。

¹² 白井(2009),p4。

¹³ IMF体制とも呼ばれるドルを中心とする固定相場体制。米国が1オンス=35ドルの比率でドルと金を交換することを保証し、IMF加盟国は自国通貨をドルに対して安定させていた。

¹⁴ 米国の赤字を東アジアの超過貯蓄でファイナンスし、為替レートがほぼドル・ペッグされてあたかも固定相場制を採用しているように見えることから。南(2010)より。

¹⁵ 白井(2009),p4。

第1章 中国経済の歪み

長期金利が逆に低下しているのは謎 (conundrum) だ¹⁶と述べたことをきっかけに、東アジアや資源輸出国の過剰貯蓄に目が向けられるようになった¹⁷。加えて同年3月にはバーナンキFRB議長が、米国の経常収支赤字の原因は、アジア諸国の「貯蓄過剰 (Global Saving Glut)」にあると主張している。そこで、米国側の見解に沿ってISバランスの視点からグローバル・インバランスを検証する。

ここでは、堀口(2010)と白井(2009)を参考にして論述していく。堀口(2010)によると、経常収支は、短期的な場合と長期的な場合とでは、決定要因が異なってくる。短期の場合は、生産能力が一定であるため、需要要因(家計消費:C、民間投資:I、政府支出:G)で決まる。式で表わすと、経常収支 $=Y-(C+I+G)$ になり、もし国内需要が供給(Y)を上回れば経常赤字(米国)になり、逆の場合は経常黒字(中国)になる。一方、長期の場合、生産能力が変化するため経常収支は貯蓄・投資バランスで決まる。式で表わすと、経常収支 $=$ 国全体の貯蓄 $-$ 国全体の投資になる。もし国全体の貯蓄が国全体の投資を上回れば経常黒字になり、逆の場合は経常赤字になる。以上のことから、短期の場合は政府規制や輸出奨励策などが有効であるが、長期の場合は貯蓄・投資バランスの構造が変化しなければならない。

次に白井(2009)の方法で検証する。まず「粗国民可処分所得」(Gross National Disposable Income)を定義する。粗国民可処分所得は、国内総生産(GDP)に、所得収支(IB)と経常移転収支(TR)を加えたものであり(1)式のように表す。次にGDPの定義である、C、I(民間)、G、I(政府)、財・サービスの輸出(EX)と輸入(IM)の差の合計を(1)式に代入して(2)式を導く。ここで「総支出」を、 $(C+I$ 民間 $+G+I$ 政府)と定義し、(2)式を書き換えると(3)式が得られる。

$$\text{粗国民可処分所得} = \text{GDP} + \text{IB} + \text{TR} \quad (1) \text{式}$$

$$\text{粗可処分所得} = C + I \text{民間} + G + I \text{政府} + \text{EX} - \text{IM} + \text{IB} + \text{TR} \quad (2) \text{式}$$

$$\text{粗可処分所得} - \text{総支出} = \text{経常収支} \quad (3) \text{式}$$

この式から米国のように経常収支赤字の場合、「粗可処分所得 $<$ 総支出」になるので過剰支出の状態にある。一方、中国のように経常収支黒字の場合、「粗可処分所得 $>$ 総支出」になるので過剰支出の状態にある。つまり、米国の過剰支出をアジア諸国の過剰生産によって支えているということができる。

またグローバル・インバランスを貯蓄と投資のギャップから考察する。「(粗国民)貯蓄 (Gross National Saving)」は、前述の粗国民可処分所得から民間と政府の最終消費支出を差し引いて得られる。「(粗)投資 (Gross Investment)」は民間と政府の固定資本形成と在庫の変化の合計である。(3)式を書き換えると、(4)式のように(粗国民)貯蓄と(粗

¹⁶ 南(2010),p26。

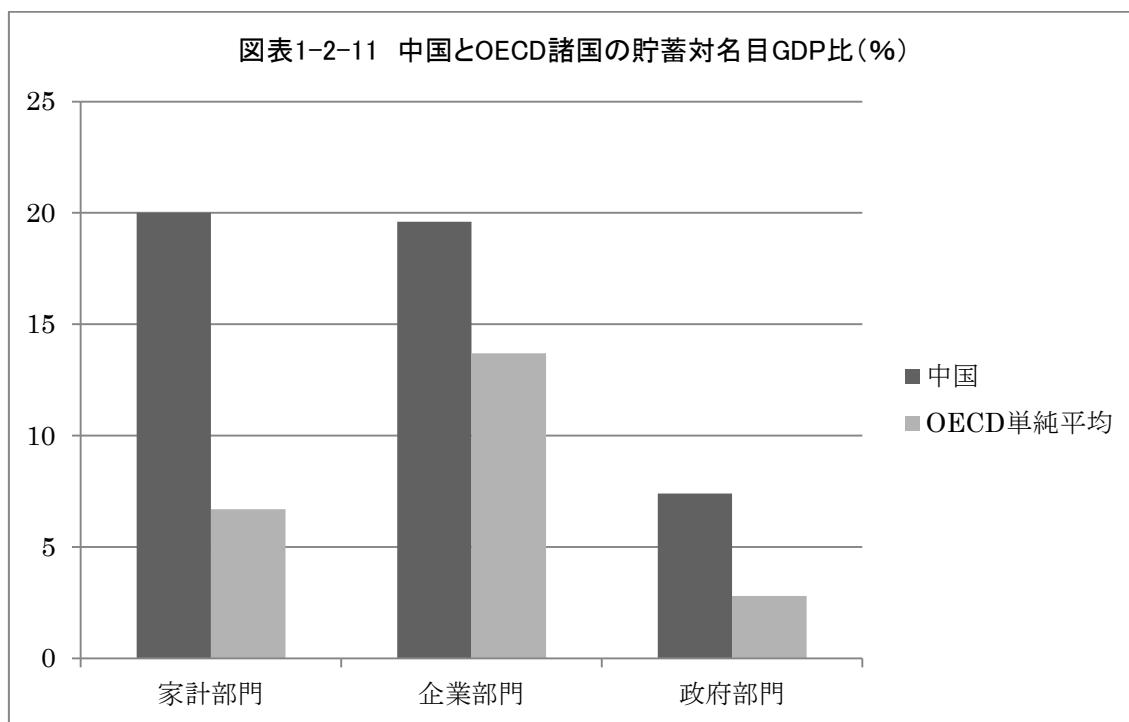
¹⁷ ベビーブーマーなどの高齢化進行に伴う年金・保険資産の拡大、米FRBの金融政策に対する信頼性の向上、それに伴うインフレ予想の落ち着きなどの国内要因もある。南(2010),p26。

第1章 中国経済の歪み

投資の差は経常収支に等しいという関係を導ける。つまり、経常収支赤字国（米国）では「貯蓄<投資」の貯蓄不足となり、経常収支黒字国（中国）では「貯蓄>投資」の貯蓄過剰となっている。

粗国民貯蓄 - I = 経常収支 (4) 式

実際に中国と米国の貯蓄と投資の傾向を調べてみる。国内貯蓄は家計、企業、政府の3つの部門から成り立っているが、中国はそのいずれの部門も高貯蓄を記録している（図表1-2-11）。ここではその理由について国際金融1225号を参考に述べていく。家計部門の貯蓄が最も高いが、2011年1月24日付のNewsweekによると、①福祉体制の整備が遅れており自分で老後に備える必要があるため、②子供の教育費、また医療整備の不備のため病気に備えて、③セーフティーネットがないため失業に備えて、④一人っ子政策によって「子供を多く育てて老後に養ってもらおう」式の老後対策が不可能になったため、⑤金融市場が未成熟で、個人や家庭のためのローン体制が未整備であるため、⑥十分な公共サービスを受けられない農村農民は不安定な収入に対応するために貯蓄せざるを得ないため、⑦儒教の影響で中国人は貯蓄を好む傾向がある、などが原因であると指摘されている。企業部門の高貯蓄は、①国有企業改革、民営化、輸出増加などによって利益率が改善したため、②安価な労働力、低い借入金利、配当を支払う習慣がないことから剰余金が企業に内部留保しているため、③担保のない中小企業は銀行借入が難しく資本市場も未発達であるため、自己ファイナンスに頼らざるを得ないため、などが挙げられる。政府部門の高貯蓄は、①1994年の税制改革を契機に税収入が効率的になり、その後の高成長で租税収入が増加、また社会保険料収入も増加したため、②しかし支払いはさほど増えていない、ためである。以上の理由から、政府は社会保障などの公共サービスを充実させて家計の消費を促し、金融市場を整備して家計の貯蓄を企業の投資に回すことが過剰貯蓄の解決方法であることが分かる。金融市場の整備については第3章で後述する。

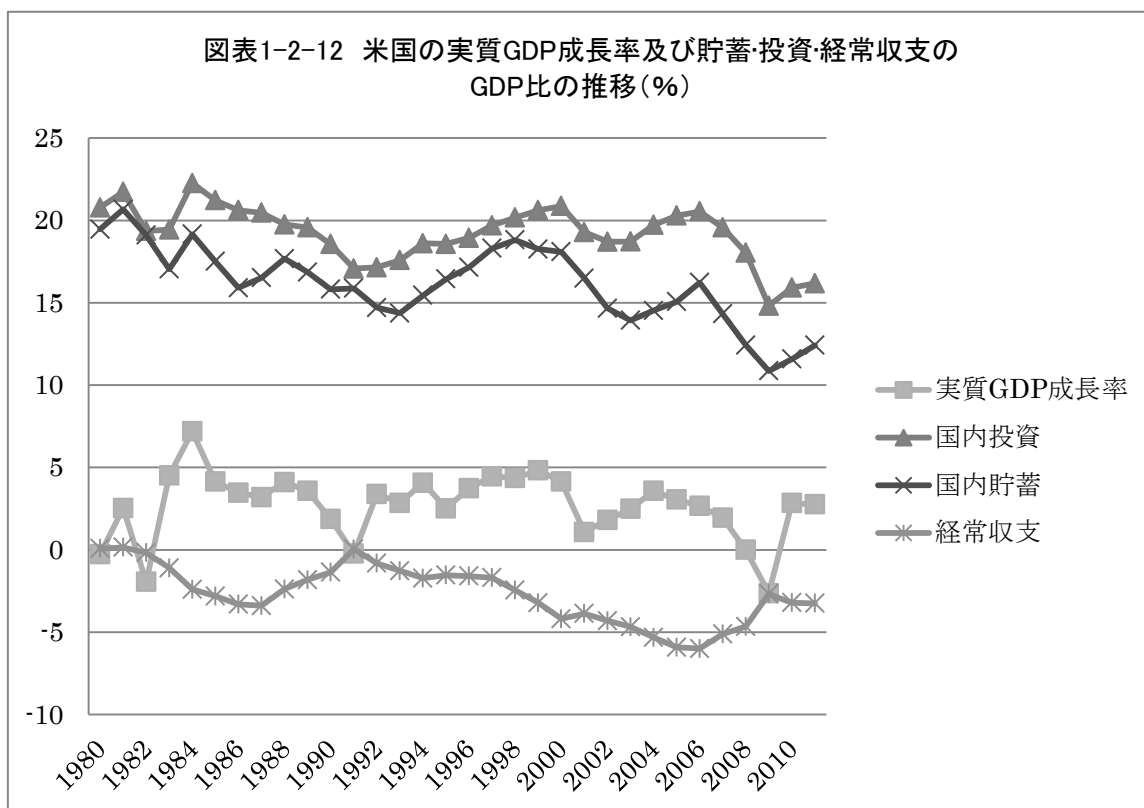


(注) 中国は2003-2007年、OECDは2003-2008年の数値。

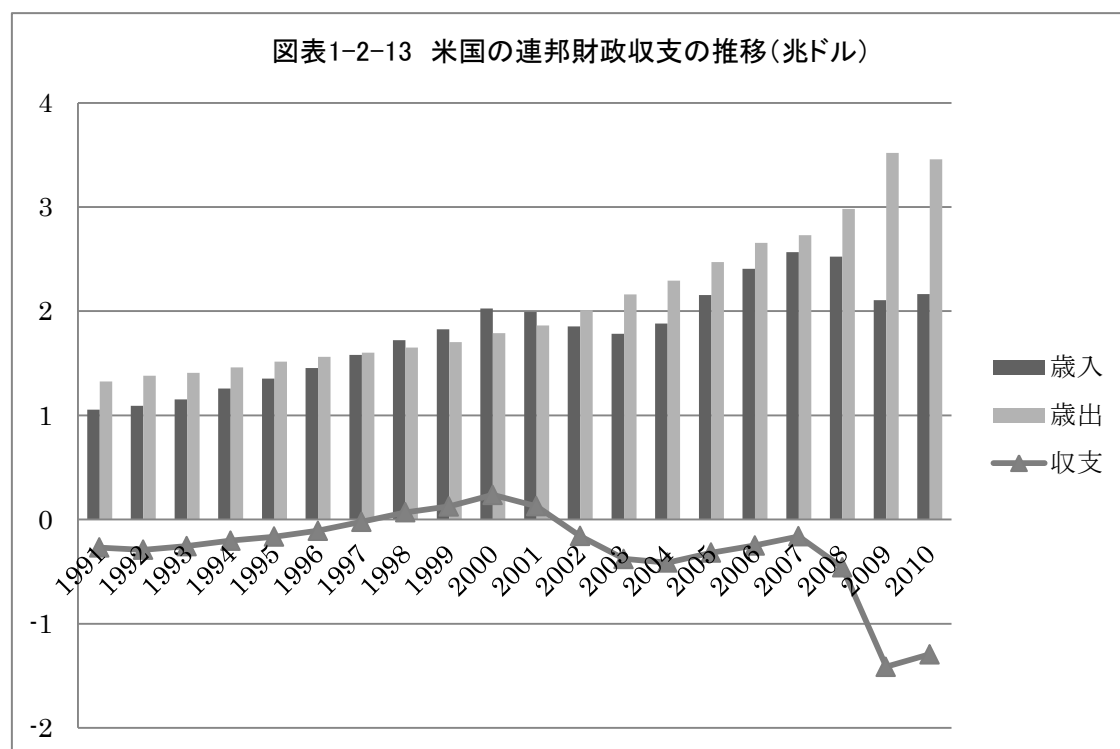
(出所) 通商白書2011より作成。

米国側は、2000年代に入って投資が貯蓄を上回るようになっており、経常収支は常に赤字である(図表1-2-12)。このことから、中国の過剰貯蓄に対して米国は過剰消費の傾向にあると考えられる。また、米国は1998-2001年まで財政黒字を計上していたが、ITバブル崩壊による景気悪化やイラク戦争などに伴う国防費増大などによって2002年以降慢性的な財政赤字に転じ、さらに赤字が拡大傾向にある(図表1-2-13)。このように、財政収支が短期間の間に黒字から大幅な赤字に転落したことから、米国内の貯蓄・投資バランスは更に悪化した。

第1章 中国経済の歪み



(出所) 通商白書 2011 より作成。

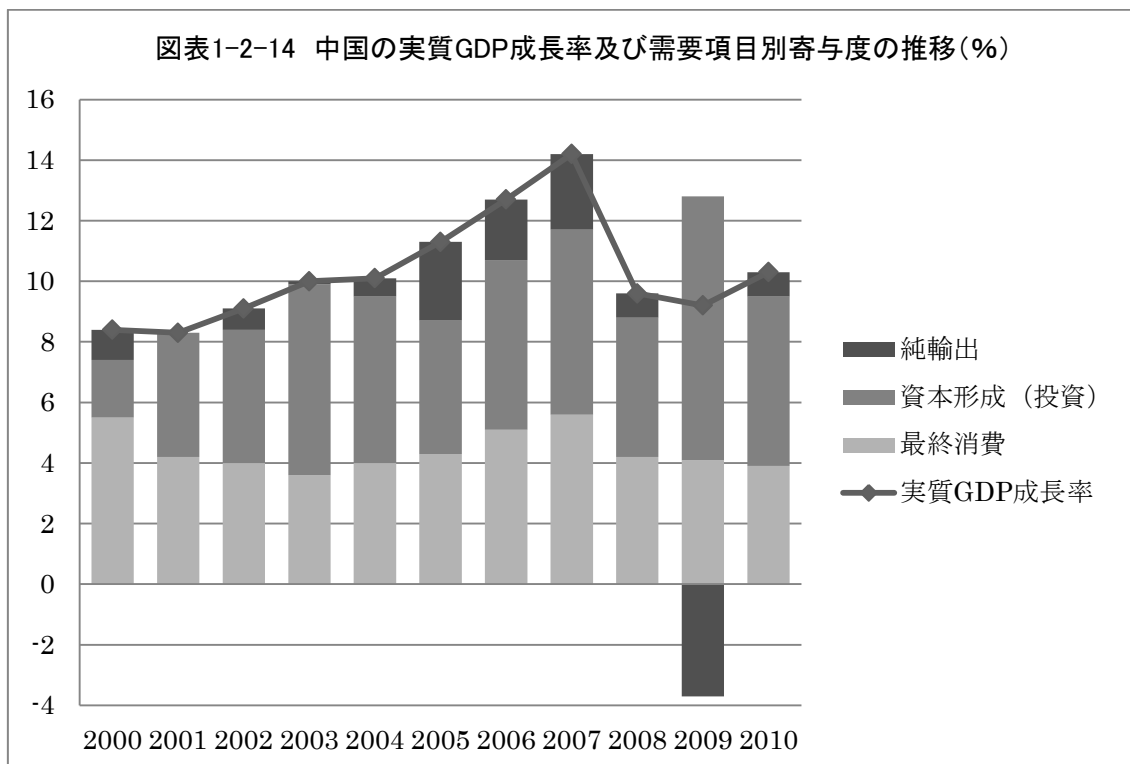


(出所) 通商白書 2011 より作成。

第1章 中国経済の歪み

2009年に縮小すると思われたグローバル・インバランスは、2010年に再び拡大傾向にあり2011年以降維持されると見込まれる。その一方、長期的には以下の要因によりグローバル・インバランスは縮小に向かうとの見方も示されている。前述の貯蓄・投資ギャップを考えると、グローバル・インバランスが縮小する可能性は、米国への消費の一極集中から消費の多極化への変化が進むことが挙げられる。そのためには、中国が輸出主導から内需主導の成長へと経済発展モデルを転換する必要がある¹⁸。中国の実質 GDP 成長率及び需要項目別寄与度の推移をみると、貿易大国の印象が強い中国だが、成長率への貢献という点では資本形成（投資）の存在が大きい（図表 1-2-14）。投資は確かに将来の経済成長につながる可能性があるが、①急激な投資の伸びはある種のバブルである可能性、②本来持続的なものではない、③投資効率は基本的に低減する、④景気が悪化した際に設備の稼働率の低下を招き、景気後退に拍車をかける等の理由から、今後も投資主導の経済成長を続けていくことは望ましくない。中国が持続的な成長を望み、グローバル・インバランスを是正する意思があるならば、最終消費牽引型の成長をしていくことが理想的だと言える。最近の動向を見ると、中国はリーマンショック後に打ち出された 4 兆元の大型景気刺激策や自動車の減税策などの経済政策により投資・輸出依存型成長から消費主導型成長へと転換を試みている。しかし、前述のとおり 2010 年にはグローバル・インバランスの再拡大の兆しがあり、IMF も今後グローバル・インバランスは拡大傾向にあると予想している。2011 年以降、中国と米国がどのようにこの不均衡を是正していくかが世界経済を左右していくと言っても過言ではない。

¹⁸ 白井(2009)。



(出所) 中国国家统计局より作成。

バーナンキ氏は、「グローバル・インバランスの原因はアジア諸国が将来の経済危機に備えるために、そして輸出志向の経済戦略を遂行するために自国通貨の増加を抑えることで貿易黒字を拡大し、それにより外貨準備を蓄積するようになったから」とも指摘している¹⁹。また G20 でのグローバル・インバランスを巡る会議において、米国が人民元の切り上げを主張し、中国がそれに抵抗する場面が見受けられた。中国側は、グローバル・インバランス是正のために 12 次 5 年計画において所得向上による消費拡大の方針を打ち出し、人民元相場も柔軟な切り上げを許容する傾向がある。しかし、人民元は本当に過少評価されているのか、次節で検討する。

1.3 人民元切り上げ問題

(1) 現状

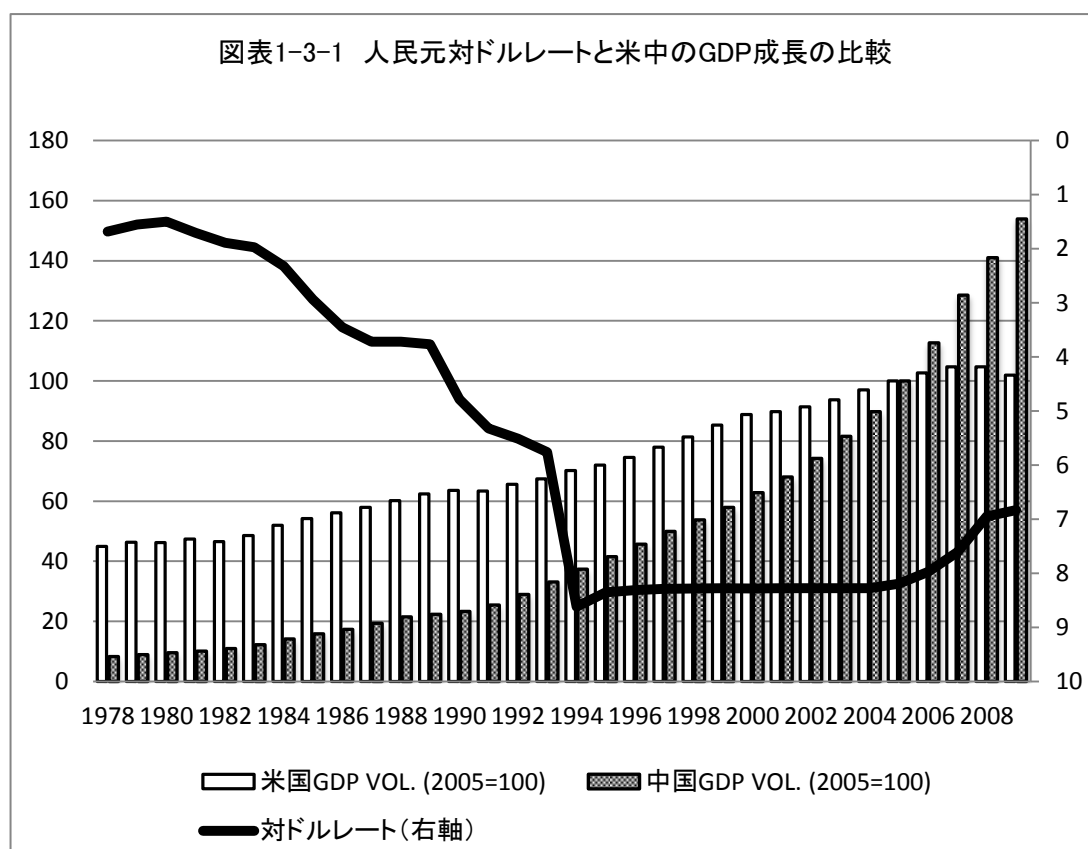
国の通貨価値上昇は、国民の購買力を高め、生活水準を向上させる。通貨や一国経済のイメージが改善されることで、国内外の信頼度は向上する。仮に人民元の適正レートが現在よりも高いものであり、その値まで切り上げを行えるなら、これは人民元に対する信認が増したこと、または今後増すことを表す。こうした通貨価値の変更を連続的に行えるようになれば、為替レートの決定をマーケットの需要と供給に任せる完全フロート制に近づく。完全フロート制では通貨価値を安定させるには更なる信認を必要とするため、将来有望な経済大国中国がこれ

¹⁹ 白井(2009)。

第1章 中国経済の歪み

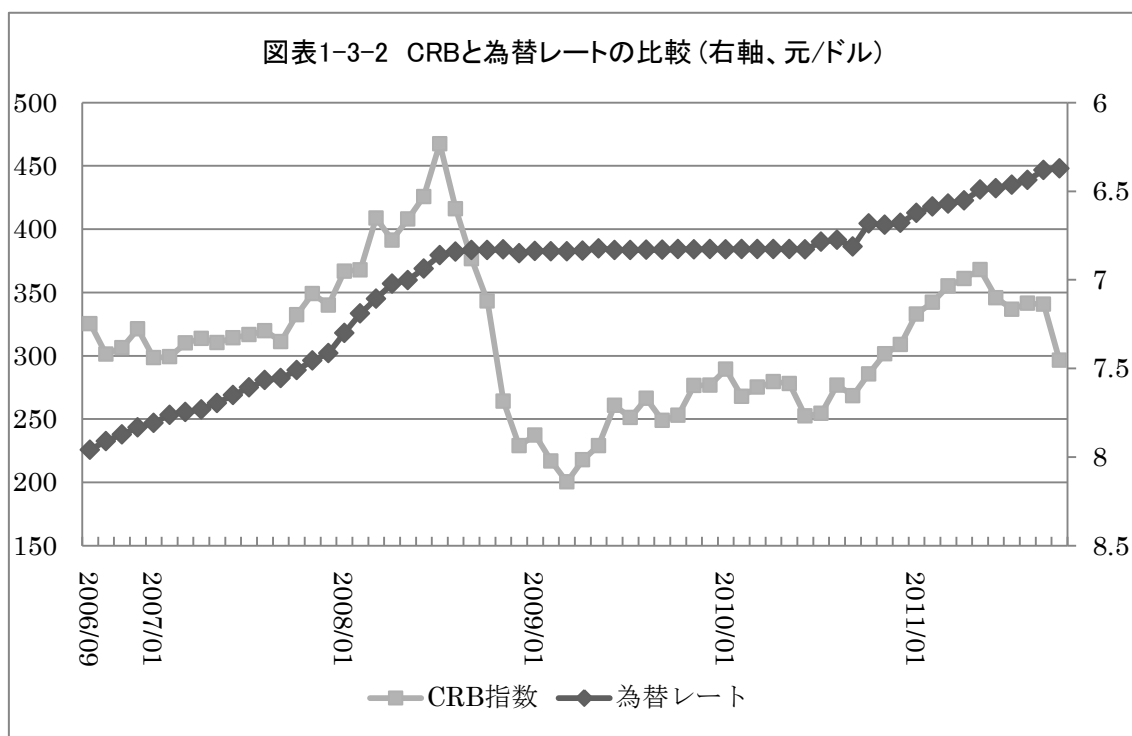
に移行できるほどの信頼を得られれば、それを軸とする国際化（後述）にもつながる。

1978年に改革開放政策を開始してからの中国は年平均で10%近い高成長を続け、米国GDPの成長に比べてもその伸び率は著しいものであるにもかかわらず、一国の経済力を映すはずの通貨価値は上昇していない（図表1-3-1）。1994年に管理フロート制に移行し、人民元は2005年まで1ドル=約8元を維持してきた。これは自国通貨安政策によって輸出競争力を高め、加工貿易を中心とした輸出主導型の経済成長を狙った政策であると言える。しかし、労働者数と価格競争力の面で優位な中国を押さえつけていた足枷がWTO加盟によって外れ、第1節で述べたようなグローバル・インバランスや輸出先の失業増加を引き起こした。貿易黒字が国際社会の容認限度を超えたことから、経済停滞期の先進国はこれらの原因は過小に価値設定された人民元にあるとし、切り上げを要求した。2003年3月に中国商務省は人民元の為替相場が対米貿易黒字をもたらした原因ではないとし、米国の人民元上昇要求を拒否したが、2005年7月には人民元相場メカニズムの更なる改革と人民元相場の柔軟性強化を目的として人民元を2%切り上げ、通貨バスケットを参照する為替制度に移行した。切り上げによって貿易摩擦は緩和されるはずだったが、その様子はいかがえない（図表1-2-7）。



(出所) NEEDS-Financial QUEST より作成。

第1章 中国経済の歪み



(出所) Bloomberg、通商白書より作成²⁰。

直近の人民元切り上げの動向を CRB 指数²¹と比較すると、CRB 指数の値が大きく上昇したときに切り上げが行われたことが分かる (図表 1-3-2)。2008 年のリーマンショック以後は CRB 指数が落ち込み、人民元の切り上げが一旦止まっている。2010 年 6 月に再開した背景には CRB 指数の上昇があると考えられる。これは、主にドルで決済される資源の輸入コストを、切り上げによって抑えることで国内インフレを抑制しようとしているためと考えられる²²。しかし、この切り上げは国内インフレを緩和するための付け焼刃の政策に過ぎず、人民元の本質的な価値に近づけようとした、つまり人民元の信認が増したことによる切り上げではないと言える。

そもそも自国通貨安政策を主とする為替管理は新興国にのみ許される特権であり、2010 年に GDP 世界第 2 位となった中国には当てはまらないのではないかという議論もある。果たして、本当に人民元は他通貨に対して過小評価されているのであろうか、人民元の名目レートと適正レートとの乖離幅は一体どのくらいかを以下で検証する。

(2) 過小評価の是非

人民元が過小評価であるかどうかを判断するために、ドルに対して 4 つの方法で順に判断する。

²⁰ 市川(2011),p89 を参考に作成した。

²¹ 国際商品市況の動きを見るのに利用される代表的な商品先物指数のこと。

²² 市川(2011),p89 を要約した。

第1章 中国経済の歪み

検証0 金利平価

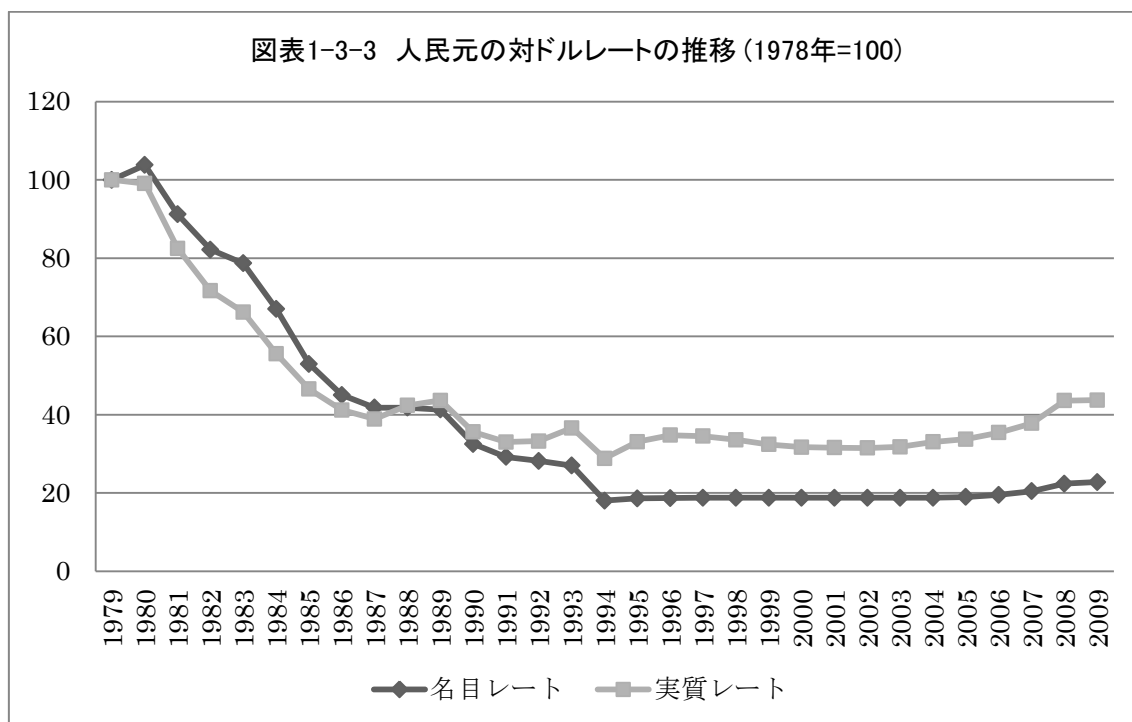
伝統的な短期の為替相場の決定理論の1つとして金利平価条件がある。これは異なる国で同額の資金運用をしたとき、それぞれの運用から得られる収益は等しくなければならないという理論である。2国間で利子率に差がある場合、利子率の低い国から高い国へ資本移動が生じ、資本流入国の利子率は低下し、資本流出国の利子率は上昇する。この利子率の変動は両国間の資本移動がなくなるまで行われ、結果として利子率は等しくなる。ただし、この理論は資本移動が完全な場合に成立するものであり、資本移動に規制を加えている中国では成立しないと考えられる。

検証1 実質為替レート

名目為替レートの変動を2国の物価変動を加味して調整した値を実質為替レートという。基準年をどの年に設定するかで異なってくるが、改革開放政策の始まった1978年を100として人民元の名目為替レートと比較すると、1988年を境に実質レートが名目レートより高くなっていることが分かる(図表1-3-3)。これは中国の物価上昇が米国よりも高くなったことを表すが、名目レートを1ドル=約8元という低さに設定することを正当化できるほど物価上昇が起きているわけでもない。これは経済ファンダメンタルズを反映している実質レートが1978年と比べて約70%しか下落していないことから分かる。

ここでバラッサ・サミュエルソン仮説について述べたい。輸出産業が発展している国では、国際価格競争力にさらされている貿易財とそうでない非貿易財の間に生産性の格差が発生する。また、貿易財の生産性改善は所得効果を生み、非貿易財の需要が高まる。加えて、輸出産業中心の製造部門の賃金は、生産性の伸び率に比例して上昇し、貿易部門の賃金上昇が非貿易財の賃金を引き上げる。これら3つの効果によって経済全体の賃金が上昇し、物価全体が押し上げられて実質為替レートが増価することをバラッサ・サミュエルソン効果という。輸出を軸とした貿易立国の中国でこの効果が現れているとすれば、実質為替レートは増価しているはずである。しかし、名目為替レートとの乖離幅は、中国が大きく成長したと考えられる2002年以降も平行線をたどり、上昇していないことから(図表1-3-3)、バラッサ・サミュエルソン仮説が成立していないことが分かる。これは、中国が農業部に数億人もの余剰労働力を抱えているため、貿易財部門における生産性の上昇が必ずしも実質賃金の上昇につながっていないことを反映していると考えられる²³。途上国では非貿易産業は先進国に比べて規模が小さく、需要も小さいため、サービス価格は低い。このことから、実質為替レートでは、途上国の通貨は過小評価されやすく、先進国の通貨は過大評価されやすいという特徴がある。バラッサ・サミュエルソン効果が現れていない中国の人民元が過小評価されていると言われるのは、このためであるとも考えられる。

²³ 関(2005),p135。



(注) 実質レートは GDP デフレーターに基づく。
 (出所) NEEDS-Financial QUEST より作成²⁴。

検証2 実質実効為替レート

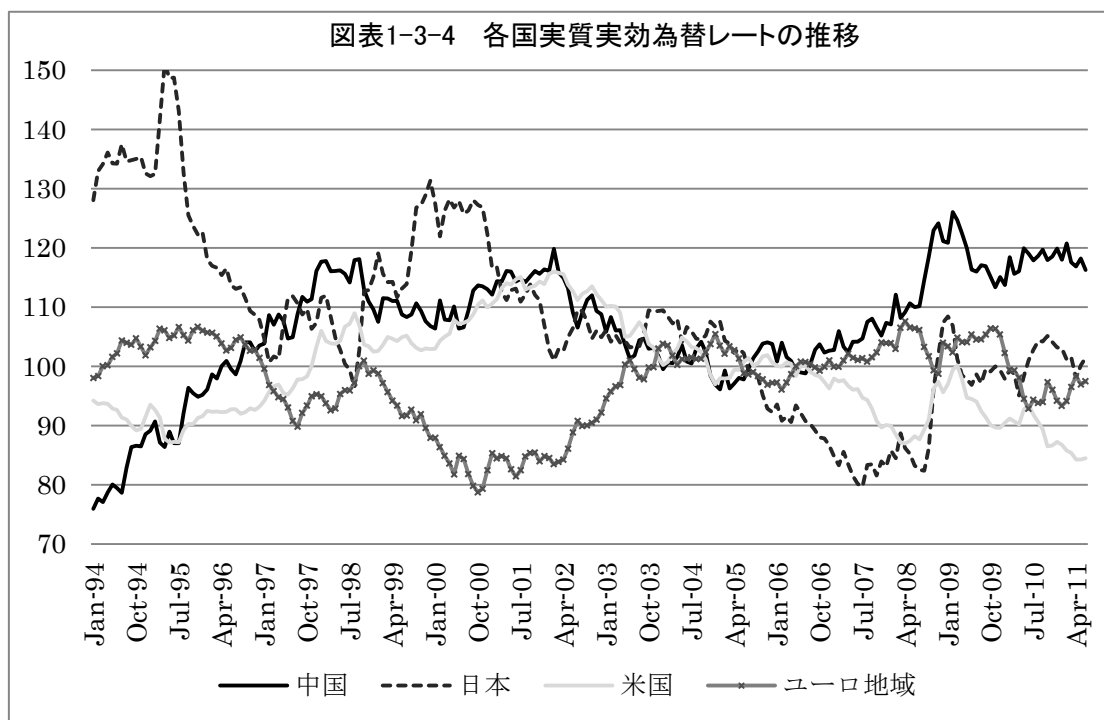
実質実効為替レートは長期的な為替レートの決定要因であり、主要な通貨全体に対する特定通貨の総合的な価値を表す。数値が大きい通貨ほど価値が高く、小さい通貨ほど価値が低い。人民元とドルの実質実効為替レートを比較すると、2005年以前は近い値をなぞっていた価値が人民元は通貨高、ドルは通貨安方向に乖離し始めている(図表1-3-4)。また、人民元は円・ユーロに対しても増価している。切り上げが一時停止された2008年8月以降も人民元の実質実効為替レートは緩やかに上昇していることから人民元の通貨の力は、対ドルでの為替レート切り上げにかかわらず大きくなっており、人民元の過小評価がうかがえる。

検証3 購買力平価説

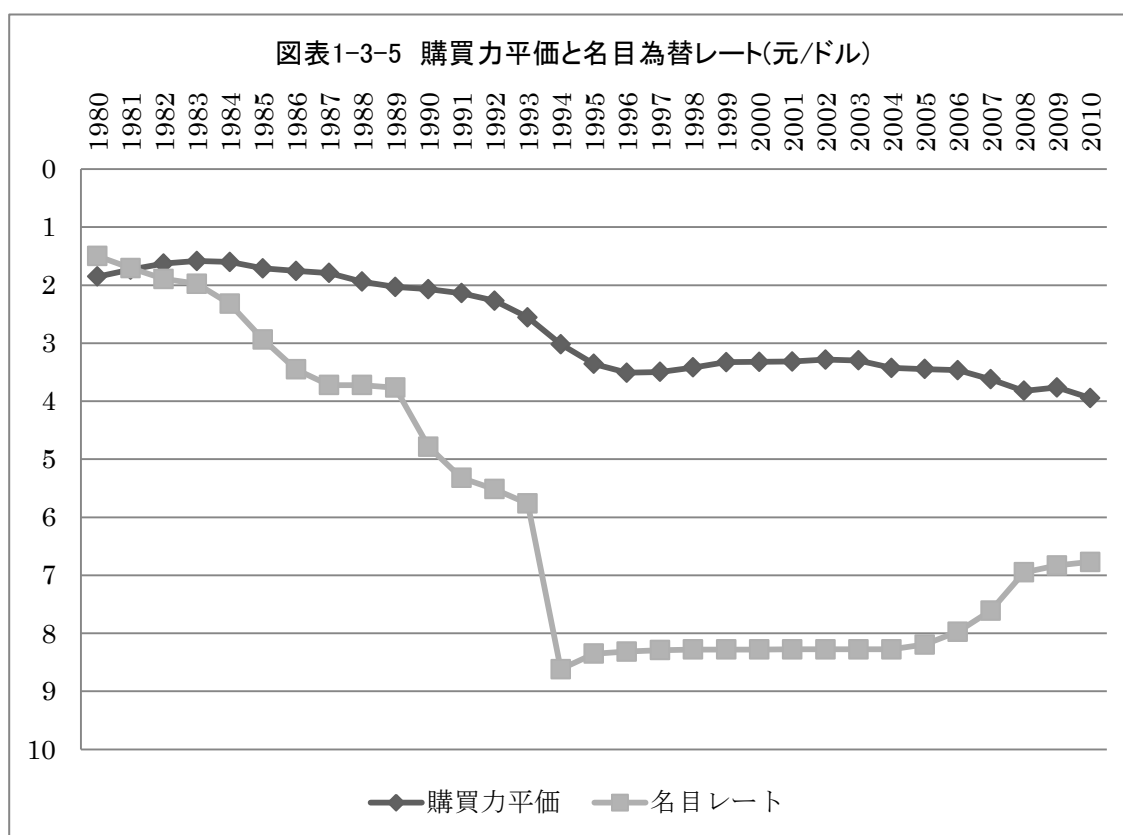
国内でも海外でも同じ商品は同じ価格で取引されるという一物一価の法則を前提として、為替相場は長期的にこの法則が成立するように動き、均衡する。このことを購買力平価説と言う。具体的には、自国の物価を外国の物価で割った値で表される。図表1-3-5の購買力平価はGDP面から1ドル分の製品・サービスを購入する際に必要な金額を、人民元で換算した値を表したものである。これを見ると、人民元は最大で1994年の65.0%、2010年時点で41.7%もドルに対して過小評価されていることが分かる。

²⁴ 関(2005),p134を参考に作成した。

第1章 中国経済の歪み



(出所) BIS より作成。



(出所) WDI より作成。

第1章 中国経済の歪み

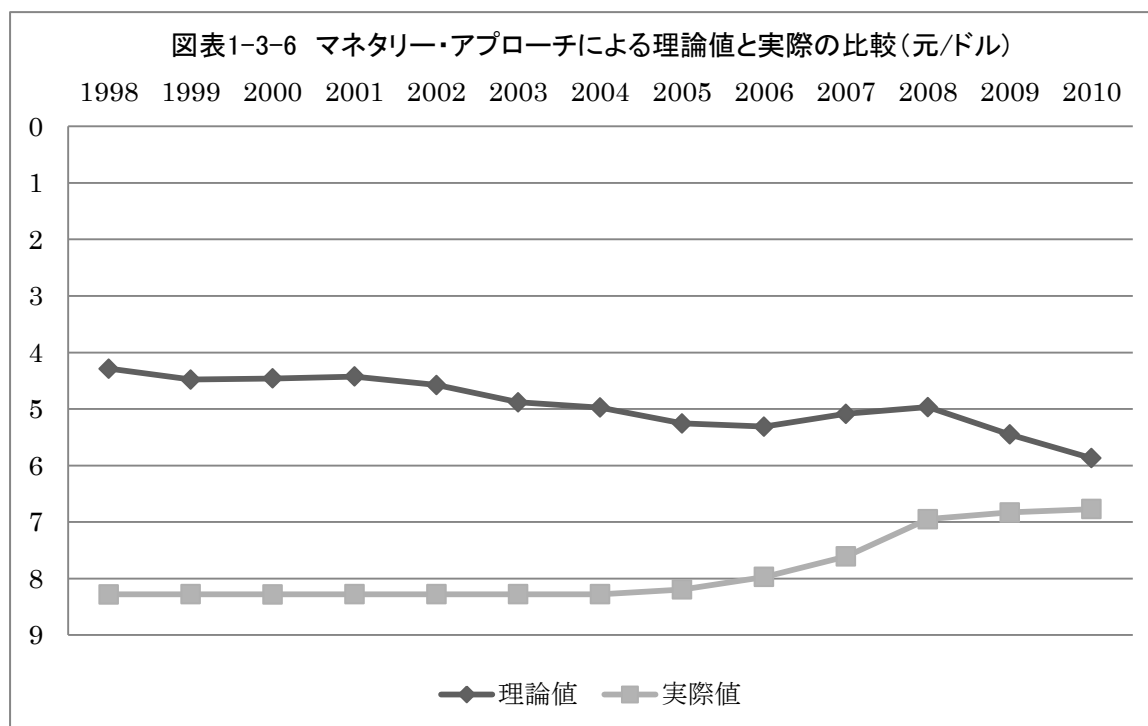
検証4 マネタリー・アプローチ

先の購買力平価の成立を前提とすると、名目為替レートは貨幣市場の均衡条件によって決定されると考えるのがマネタリー・アプローチである。E、M、y、をそれぞれ名目為替レート、名目貨幣量、実質総生産、浮つきの*で示される各変数を外国の変数、t をある一時点とすると、マネタリー・アプローチから導出される名目為替レートの理論値は、

$$E_t = y_t^* M_t / y_t M_t^*$$

となる²⁵。自国内でインフレが起きている場合、自国通貨の供給が外国通貨に対して相対的に過剰になっている状態が発生しており、理論的には自国通貨の価値が外国通貨に対して下落するため、為替レートも減価する。M をマネーサプライ、y を実質 GDP²⁶と見なして E_t を計算し、グラフにしたのが図表 1-3-6 である。後述するが、中国国内ではインフレが顕在化してきている。人民元の切り上げとインフレが相まって、2010 年終了時点では理論値と実際値の差はほとんどなくなっている。中国のインフレの昂進状況を考えれば、最新データでは理論値が名目為替レートよりも通貨安になっていることも十分考えられる。

以上、4つの検証から人民元は適正レートよりも過小評価されているが、人民元は切り上げとインフレによって徐々に適正レートに近づいてきていると言える。しかし、検証 1 で述べたように人民元は過小評価されやすい性格にあるにもかかわらず、適正レートに近づいていると解釈することもできる。



(出所) NEEDS-Financial QUEST、WDI より作成。

²⁵ 詳しい導出方法は秋葉(2010),pp67-68。

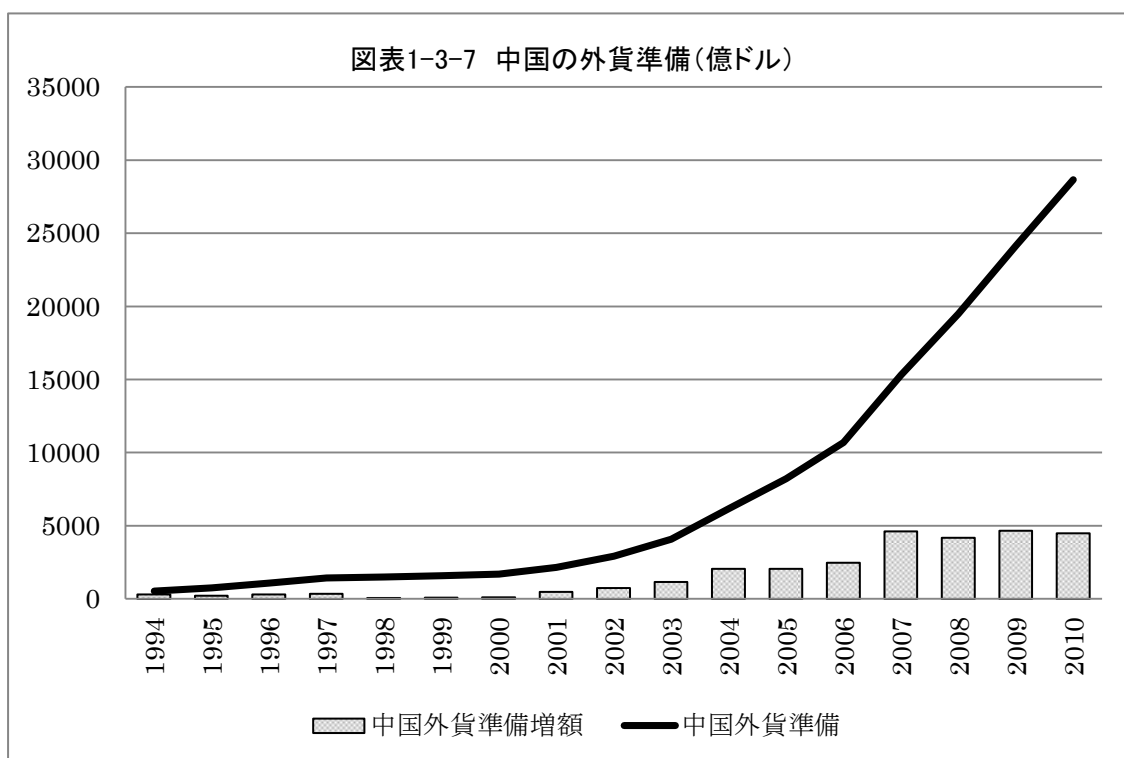
²⁶ 実質 GDP 導出時の GDP デフレーターは改革開放政策を始めた 1978 年を基準とした。

(3) 積み上がる外貨準備と不胎化政策

人民元の過小評価が生み出す正とも負とも言える産物に外貨準備の増加がある。切り上げ圧力の根拠としても挙げられ、インフレの原因ともなっている外貨準備とその不胎化の現状について分析する。

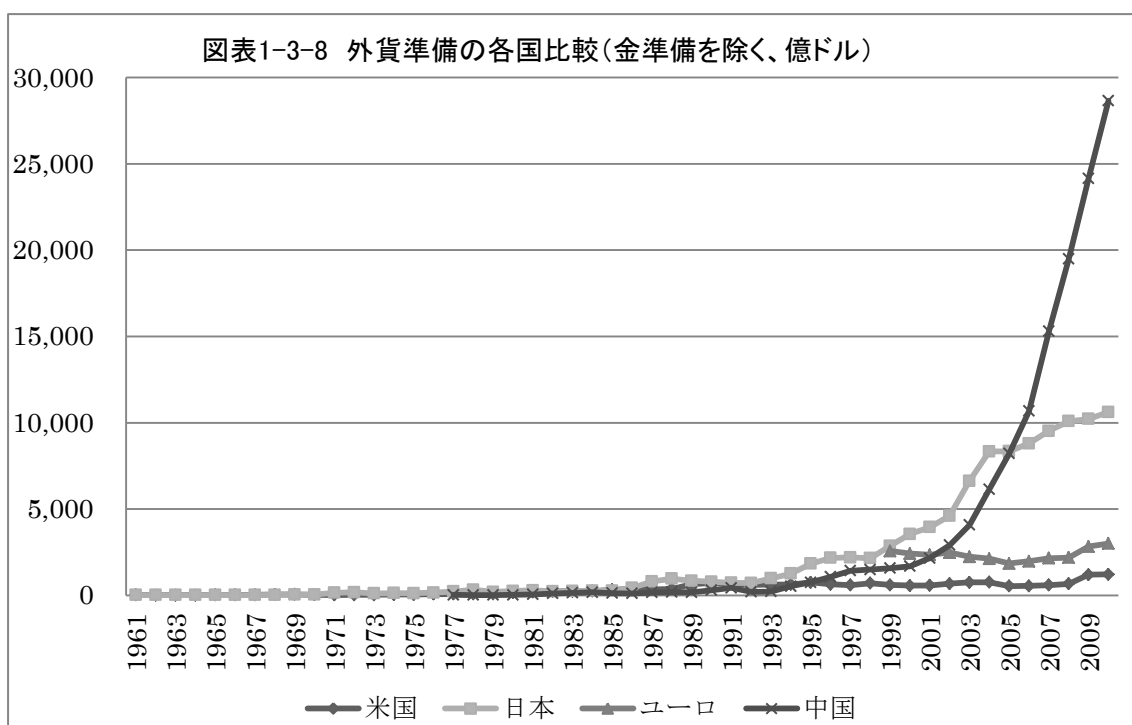
2002年以降、中国の外貨準備は著しい増加を見せている（図表1-3-7）。前年比の増加額は2007年をピークに落ち着いているが、総額が伸び続けていることに変わりはない。そして、国際通貨を発行する米国はおろか、かつて世界一を誇っていた日本を抜き、世界最大となった（図表1-3-8）。

確かに、外貨の保有は投機リスクに対する備えであると同時に国際化の必要条件でもある。しかし、外貨準備は多ければ多いほど良いというわけでもない。その理由として、不均衡放置による機会費用がかかるという点がある。中国は新興国であることから、海外からの資金調達にはリスク・プレミアムが発生し、高い金利を払う必要がある。ところが、外貨準備は収益性の低いドル債で運用されるため、金利面において逆ざや現象が発生し、米国に資金が移転されることになる。さらに、国内の経済建設に活かされない点が中国にとって大きな機会費用の損失となっている。また、外貨準備の資金源は国民の貯金であるため、しかるべきところに回らないことはすなわち、資源配分の非効率化を指している²⁷。



(出所) NEEDS-Financial QUEST より作成。

²⁷ 関(2005),pp140-141 を要約した。

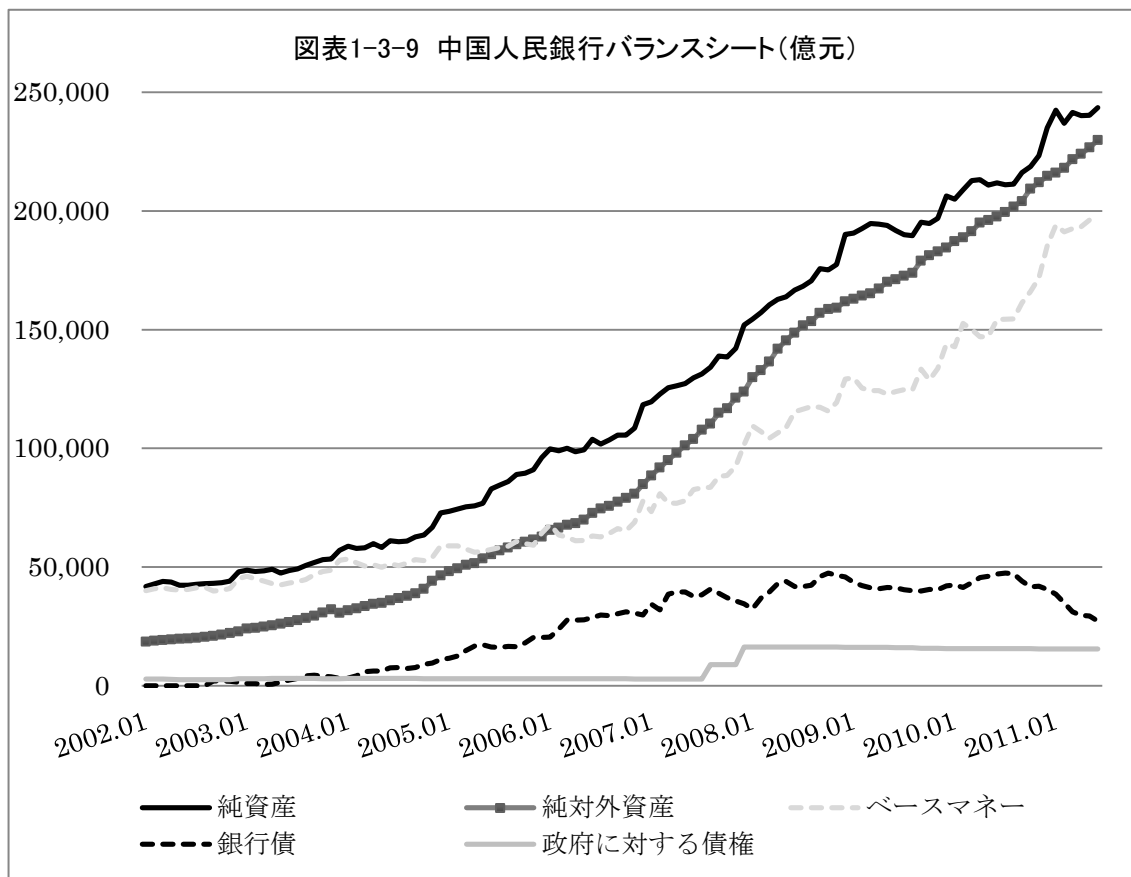


(出所) NEEDS-Financial QUEST より作成。

中国の外貨準備増加の主な要因は為替介入によるものであり、以下のメカニズムに従っている。貿易黒字や人民元の先高を見込んだホットマネーの流入は人民元通貨の需要を高め、人民元上昇圧力がかかる。しかし、人民元は為替の許容変動幅を定めており、許容以上の圧力を沈めるために外国為替市場において外貨買い人民元売りの為替介入を行う。その結果、外貨準備が増える。このような為替介入は中国人民銀行のバランスシート上では、「資産側では対外資産（すなわち外貨準備）を増やし、人民元を売却する部分は負債側のベースマネーの増加として記録されることになる。こうした為替介入は、ベースマネーすなわち人民元の流通量を増やすことになるので、マネーサプライの増加とインフレ圧力を生み出すことになる²⁸」。

貨幣供給量の著増を防ぐための手段が不胎化介入政策である。これは為替介入によって変動したマネーサプライを、公開市場操作などにより調節し、市場金利などへの影響を与えないようにする政策のことである。中国人民銀行のバランスシートを分析したのが図表 1-3-9 である。ただし、純対外資産は対外資産から対外債務を差し引いた額、純国内資産は政府や企業等への貸付額の合計から政府が中国人民銀行に預けている政府預金を差し引いた額を表す。ここでは、政府に対する債権（政府への貸付）額は中国人民銀行の国債保有額に等しいと考える。図表 1-3-9 では 2007 年に政府に対する債権の額が増加しているが、中国財政部が新たな外貨運用機関による運用資金を調達するために 6000 億元の特別国債を発行したためと考えられる。

²⁸ 白井(2004),p215。



(出所) 中国人民銀行より作成²⁹。

バランスシートの関係式

- ① 純国内資産+純対外資産=ベースマネー
- ② 純国内資産+純対外資産=ベースマネー+中国人民銀行債
- ③ 信用乗数×ベースマネー=マネーサプライ

30

①式からすると、不胎化介入が実施されると政府に対する債権(純国内資産)が減額するため、同額だけベースマネーも減少する。ここに銀行債が加わると②式となる。つまり、不胎化介入を行うと純国内資産の額が減少する、または負債としての中国人民銀行債が増加するため、ベースマネーも減少するはずである³¹。しかしながら、ベースマネーの増額が不胎化介入の効果を打ち消して余りあるほどに成長しているため、その効果は薄い。2003年頃からは国債だけでなく銀行債を発行してベースマネーの吸収を行っていたが、増加は止まらなかった。2006年から通貨当局は流動性を抑える手段として法定預金準備率の引き上げに焦点を当てている(図表1-3-10)。預金準備率とは、預金受け入れ機関が法的義務とし

²⁹ 白井(2004),p218を参考に作成した。

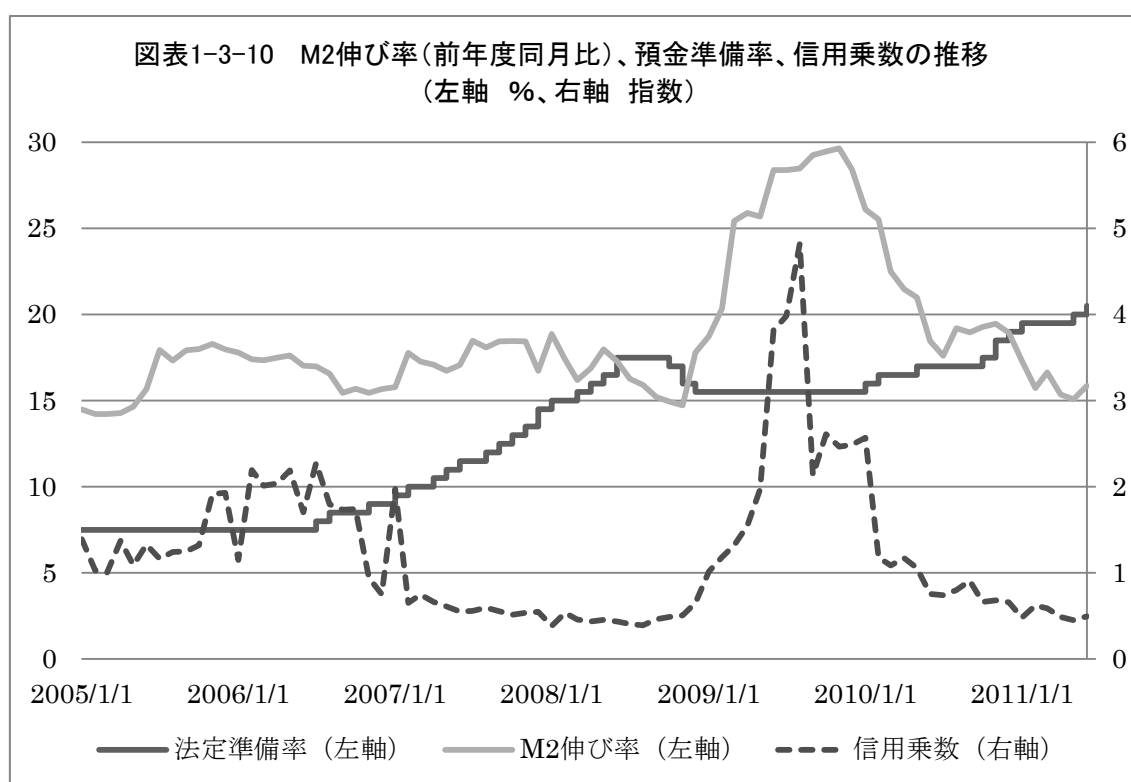
³⁰ 白井(2004),pp216-217。

³¹ 白井(2004)。

第1章 中国経済の歪み

て自行内または中央銀行の口座に準備しておかなければならない預金割合のことを指す。この割合が高いほど銀行は貸し出しを抑えなければならないため、③式の貨幣乗数は小さくなり、マネーサプライは縮小する。図表 1-3-10 から 2010 年に始まった法定準備率の引き上げによって信用乗数が 2.5 から 0.5 まで低下しており、それに合わせてマネーサプライの伸びも鈍化していることが分かる。このように法定準備率の引き上げによる不胎化政策は効果があると言えるが、その引き上げには限度があるため、長期的にマネーサプライの増加を抑えることは困難であると考えられる。

前項で述べたように、人民元は切り上げとインフレによって徐々に適正レートに近づいてきている。しかし、それは良い傾向と言えるだろうか。次節ではこのインフレについて述べる。



(出所) REUTERS、中国人民銀行より作成。

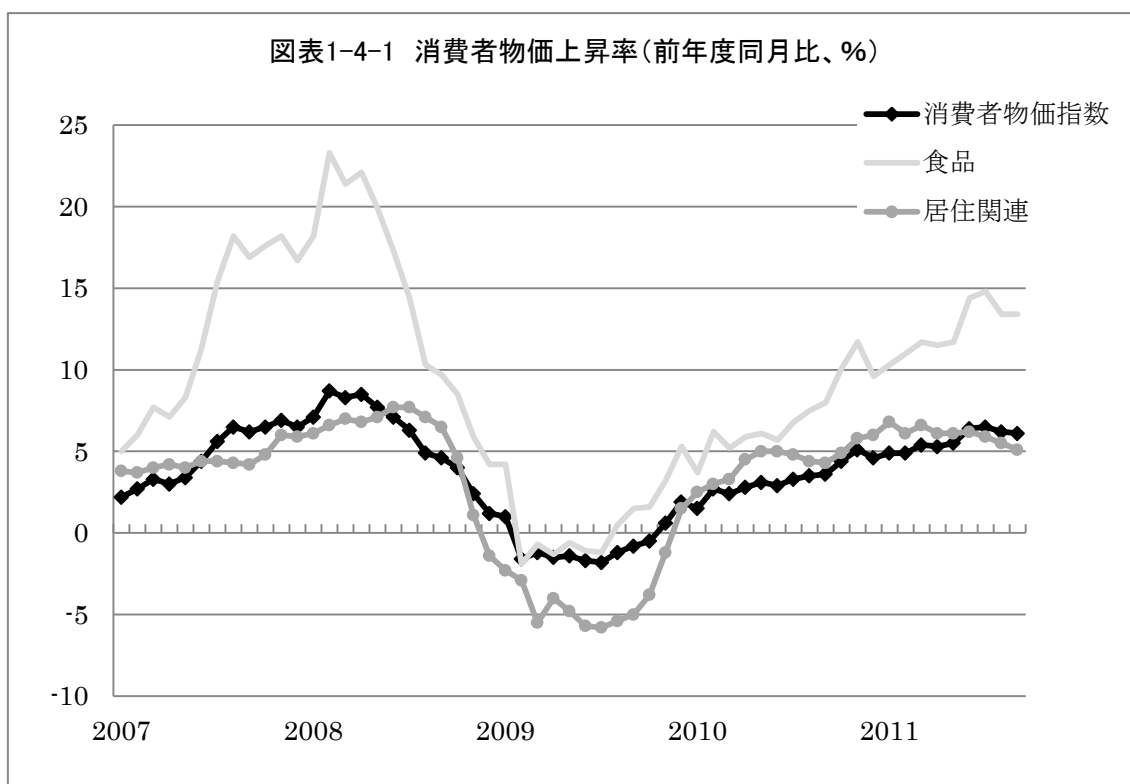
第1章 中国経済の歪み

1.4 解決が急務となる最新の動向

(1) インフレーション

中国の消費者物価指数（CPI）は2010年の後半から徐々に伸び始め、2011年7月には前年度同月比で6.5%の上昇を記録し、ピークを迎えた。しかし、同年9月においても6.2%と、依然として高止まりの状態にある。このCPIを押し上げたのは、7月に前年度同月比で14.8%上昇した食品価格であり、生活必需品の物価上昇は主に低所得層の生活を脅かすこととなる（図表1-4-1）。

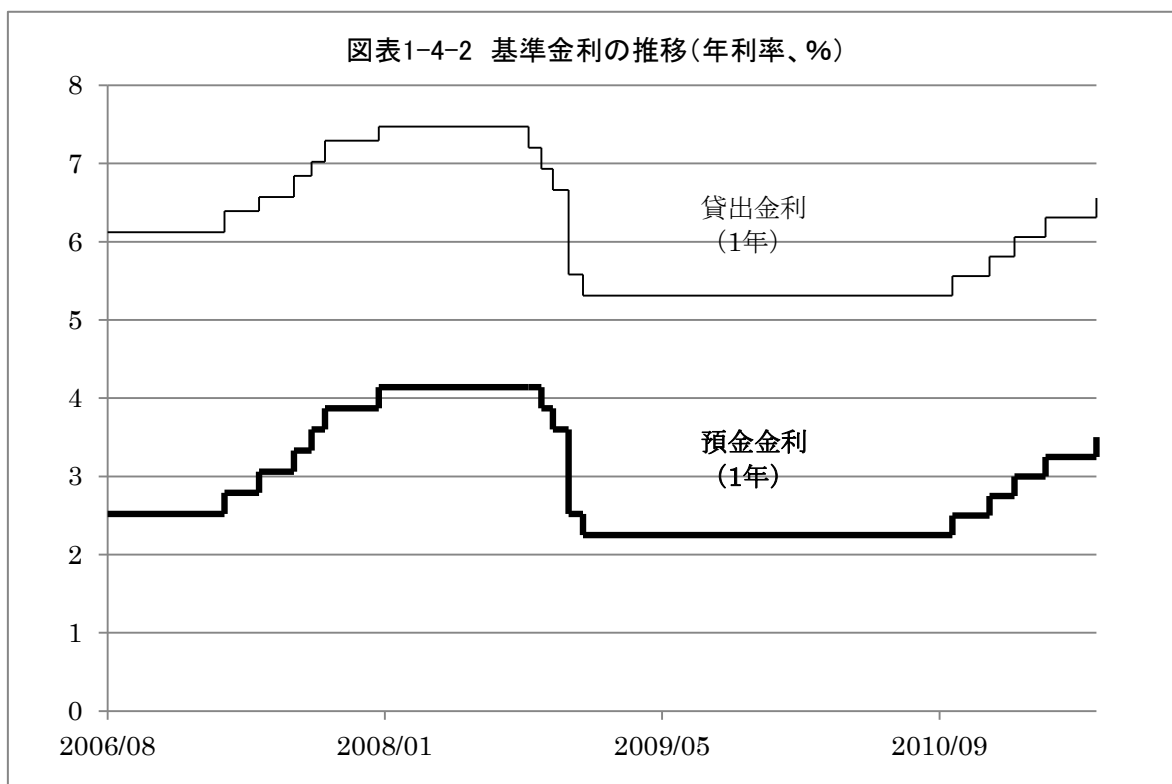
2011年3月5日、全国人民代表大会（全人代）で行った政府活動報告にて、温家宝首相は2011年の最優先課題に物価水準の安定を挙げ、さらに同年7月25日、胡錦濤国家主席もインフレ抑制の取り組みを続けるという旨の発言をしたことから、中国政府が今回のインフレを非常に重く受け止めていることがうかがわれる。事実、政府・金融当局は2010年10月以降、5回に及ぶ利上げを実施し、1年ものの貸し出し金利と預金金利をそれぞれ合計で1.25%上昇させ、2011年7月の時点で貸出金利（1年）が6.56%、預金金利（1年）が3.5%となった（図表1-4-2）。しかし、CPIが預金金利を上回っていることから実質マイナス金利となり、預金しても資産が目減りする状態であるため、十分な引き締めにはなっていないと言える。



(注) 直近値は2011年9月。

(出所) 中国国家统计局より報告者作成。

第1章 中国経済の歪み



(注) 直近値は2011年7月7日。
(出所) 中国人民銀行より報告者作成。

今回のインフレの主要因が食品価格の上昇であることから、中国国内における食糧供給が減少したことに加え、国際商品市況の上昇や労働者の賃金上昇により生産コストが拡大したことなどの短期的な要因がクローズアップされがちであるが、インフレの根底には国内市場において過剰流動性を発生させる中国特有の問題が存在する。過剰流動性とは流動性資産が経済活動を反映した適正水準を上回っている状態であり、それを判断する指標として、この論文では、マネーサプライ (M2) を名目 GDP で割った「マーシャルの k」を用いる。中国の1991年以降のマーシャルの k の推移を見てみると、2009年に跳ね上がっており、2010年には約180%という歴史的に見ても高い水準に達していることから、2009年以降に中国で過剰流動性が生じていたとすることができる (図表1-4-3)。

近年の中国においてはその発生原因を、①ドル買い・元売り介入による外貨準備の増大、②2008年のリーマンショックの対応策としての4兆元規模の内需拡大策による投資と銀行融資の拡大、③ホットマネー (熱銭) の流入に求めることができる。



(出所) 中国経済データハンドブック、中国国家统计局、中国人民銀行より報告者作成。

中国では大幅な貿易黒字を背景に元高圧力が強まり、為替レート維持を目的としたドル買い・元売り介入が行われている。その結果、中国の外貨準備高は2010年時点で約2.4兆ドルにまで膨れ上がっており、世界最大の外貨準備保有国となっている(図表1-3-8)。外貨準備が増大すると銀行部門に同額だけの準備預金が積み上がる。準備預金の上昇はベースマネーを増加させるので、銀行の貸出拡大を通じてマネーサプライの増加につながり、市中に過剰流動性が発生する³²。人民銀行は不胎化介入で市中にある流動性の吸収を行っているが、それにも限界があると言われていたため、インフレ懸念は払拭できない³³。

また、過剰流動性や今回のインフレは、リーマンショック直後に発表された4兆元の内需拡大策の後遺症であるとも言える。中国政府は、2008年11月9日に内需促進と経済成長を目的とした内需拡大策を発表した。当時、中国で最も懸念されたことが出稼ぎ農民(農民工)の失業問題であり雇用創出が目前の課題であったため、4兆元の予算の大半はインフラ投資につき込まれ、さらに農民工を大量に受け入れている沿岸部の輸出企業の支援のため、増値税³⁴の輸出還付率引き上げにより輸出を促進し、一層の雇用拡大を図った³⁵。この結果、固定資産投資の伸びが外需の落ち込みを相殺する形で8.7%の成長率を達成した。また、この内需拡大策に伴い金融緩和政策も実施され、リーマンショックから約3カ月の内に4回の法定預金準備率の引き上げや貸出総量規制撤廃が行われた。中でも注目すべき点

³² 谷内(2008)。

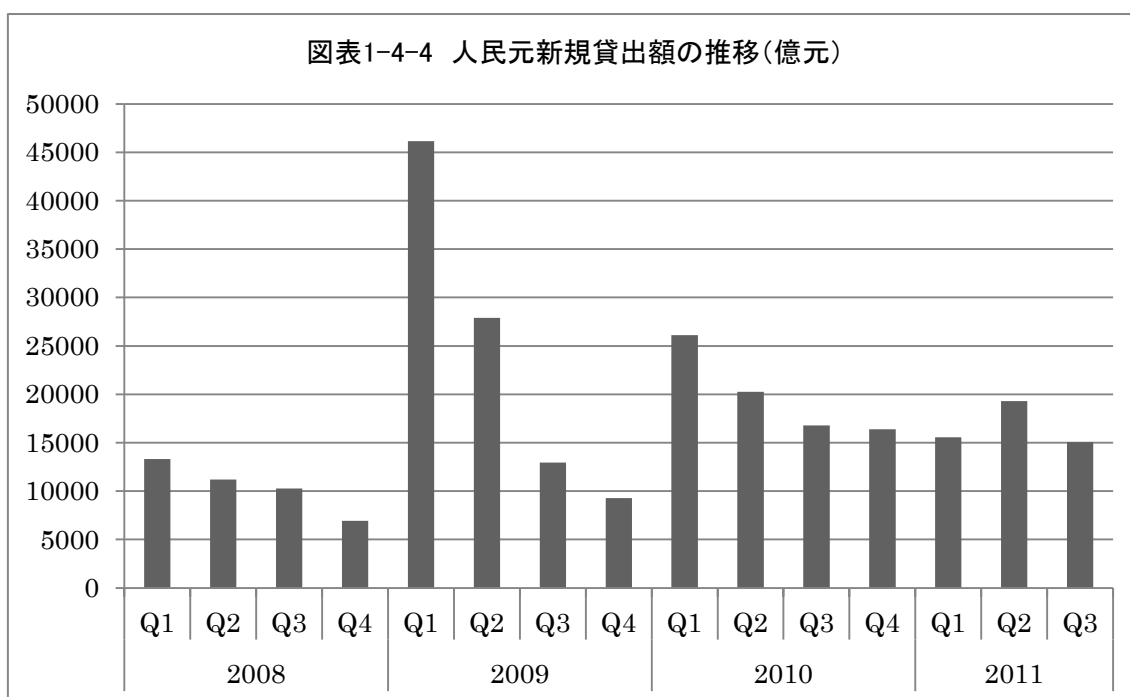
³³ 白井(2004)。

³⁴ モノに対する付加価値税で、中国の税収の約3分の1を占める基幹税目。基本税率は17%であり、輸出時に一定率が還付される。

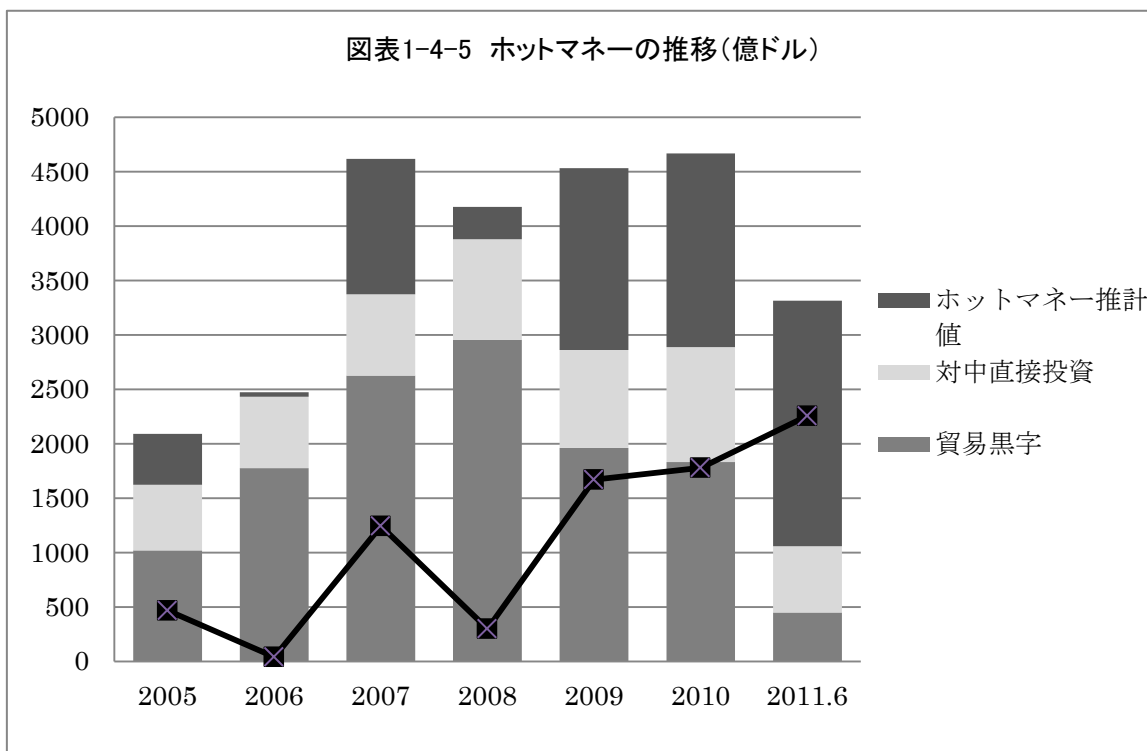
³⁵ 柴田(2010)。

第1章 中国経済の歪み

は、全5回、合計2.16%にも及ぶ金利の引き下げであり、1年間に実施された利下げの回数、下げ幅ともに1978年の改革開放以来で最大であった点である(図表1-4-2)。この内需拡大政策及び金融緩和が中国のいわゆる「V字回復」を可能としたことは事実であるが、その裏側ではマネーサプライと新規貸出額が急増して大量の資金が市中に出回ることとなり、加えて、国家が人民銀行や国有商業銀行に対して多大な影響力をもつ中国特有の金融体制も後押しする形で作用し、その後の過剰資金とインフレ圧力の種を蒔いた。図表1-4-4を見ると、金融緩和の影響が最も出たと考えられる2009年の第1四半期の新規銀行貸出額が4兆6160億元となり、2008年の総額4兆1703億元を上回り、銀行融資が急激に拡大していることが分かる。結局、2009年の新規貸出総額は9兆6290億元に上り、過去最高の水準となった。また、2010年の実績値が7兆9510億元であり、2011年に入っても比較的高い水準で推移していることから、銀行融資の拡大を未だ抑えきれない状況にあると言える。



(出所) 中国人民銀行より報告者作成。



(注) 2011.6の値は2011年1月から2011年6月までの累積値。

(出所) 中国海関総署、国家外貨管理局、中国投資指南、中国経済データハンドブックより報告者作成。

加えて、過度のホットマネーの流入も市場の流動性を拡大させる一因となる。ホットマネーは中国語で熱銭と呼ばれ、外国から投機目的で流入する短期の不法資金を意味する。そして、投機的資金であるホットマネーは一度に大量に移動する特徴を持ち、1997年に起きたアジア通貨危機の直因になるなど、各国経済を不安定なものにする。詳細は第3章で後述するが、中国では人民銀行の外局に「国家外貨管理局」を設置して厳しい外貨管理を行っている。しかし、実際は貿易取引に擬態するなどの方法で監視の目を潜り抜け、毎年、出所が不明の外貨準備の増加があることから、ホットマネーは流入していると考えられる³⁶。また、不法資金であるが故にその実態や定義は曖昧であるが、一般的に、外貨準備の増加額から貿易黒字と対中直接投資額を控除した差額がホットマネーとして推計され、中国における最近の動向としては、リーマンショック後のV字回復やその後の経済成長の維持、及び米国との金利差や人民元の切り上げ予想が影響して上昇傾向にある(図表1-4-5)。

中国では、マネーサプライと物価との相関が強く、物価に半年ほどのタイムラグをもって影響を与える傾向にある³⁷。2011年6月のマネーサプライ(M2)の伸び率は15.9%とピークであった2009年11月の29.7%からは大幅に減少している。この要因は2010年1月以降の12回に及ぶ法定預金準備率の引き上げにより、2011年7月時点で21.5%と過去最高水準にまで達したことを受けて信用乗数が低下したことであり、不胎化介入が一定の効

³⁶ 柴田(2010)。

³⁷ 柴田(2010)。

第1章 中国経済の歪み

果をもたらしたと言える（図表 1-3-10）。そのため、今回のインフレは徐々に沈静化していくと予想されるが、インフレの根底には為替や金融面における中国のもつ独特の制度や構造があり、それを見直さない限りインフレ圧力は中国経済に内在し続けると言える。

(2) 不動産バブル

中国の2011年8月の主要都市の前年度同月比で見た不動産価格上昇率は、北京で1.9%、上海で2.8%、深センで4.9%となり、上昇速度は鈍化しているものの、2010年3月には主要3都市で前年度同月比10%を超える価格上昇が起きており、その影響を受けて足元の不動産価格は未だ高い水準にある（図表 1-4-6）。政府も不動産価格の急騰を抑制するため、2009年12月以降、次々に政策を打ち出した。具体的には、金融危機対策として打ち出した税収優遇策の撤廃、住宅供給の増加や投機的性格を有する不動産購入の抑制などを含む「国十一条」、それをより強化した「新国十条」、直近では2011年1月26日に発表された「新国八条」などである³⁸。またこれに準じた形で、格地方政府も投機的な住宅購入に対して1世帯の購入を1軒に制限する「限購令」の公布や不動産税の導入³⁹など、独自の対策を展開している。

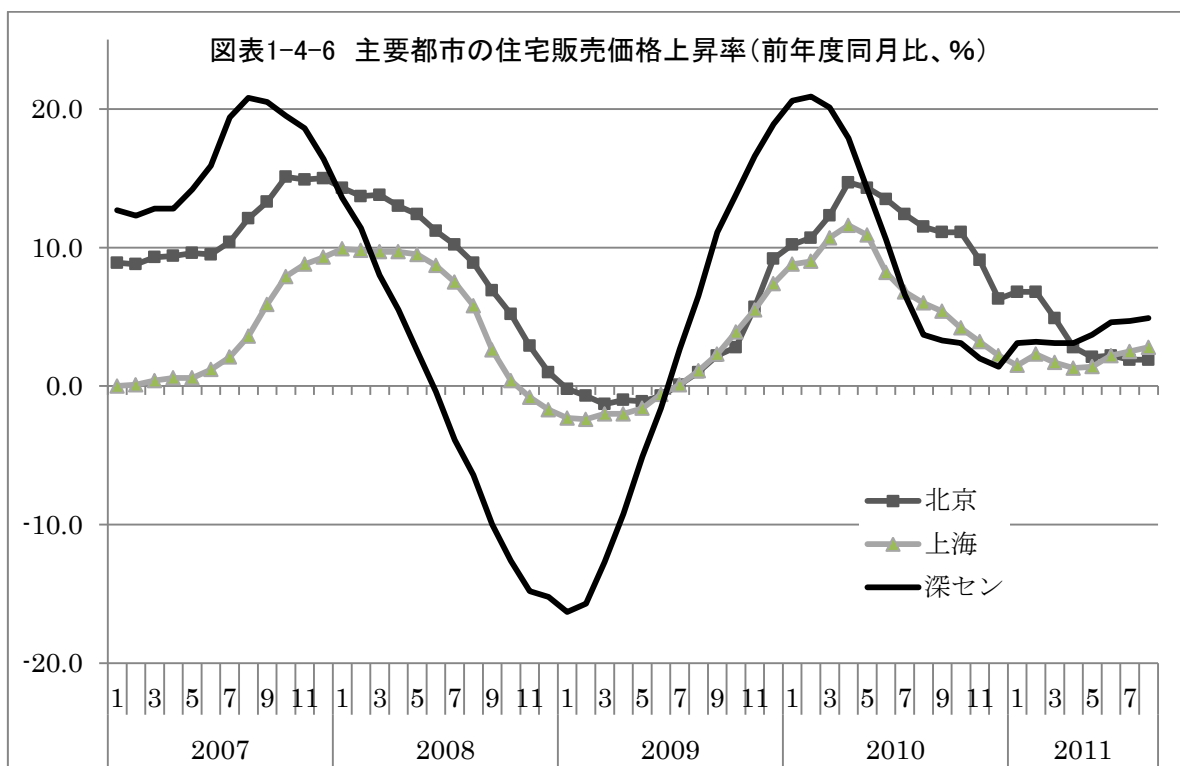
図表 1-4-6 に示したような前年度同期比の住宅価格上昇率を見ただけでは、昨今の水準がリーマンショック以前である2007年から2008年にかけての水準と同程度であり、現在、不動産価格が高止まりしているのかどうか判断し辛い。そこで、図表 1-4-7 では、主要都市における2007年1月の住宅販売価格を100として指数化し、その後の価格の推移をグラフ化した。これにより、リーマンショック以前の水準と比較して、現在の不動産価格がどの程度の水準にあるのかを確認できるであろう。これを見ると、2007年から2008年における最高値は、北京で111.2、上海で109.5、深センで114.2となっている。それに対して、2009年に一度下落した後の最高値は、北京で125.6、上海で119、深センで121となっており、現在もその水準を維持していることから、現在の不動産価格はリーマンショック以前の水準よりも高く、不動産バブルが発生していると言える。

今回の不動産バブルの震源は、インフレと同じくリーマンショックへの対応のために実施された4兆元の内需拡大策および金融緩和によって発生した過剰流動性にあり、それが不動産市場に投機的に向かったために起きたものだと考えられる。その理由として、主要70都市で見た住宅販売価格がマネーサプライの上昇と連動し、約4ヶ月遅れで急激に上昇したことが挙げられる（図表 1-4-8）。

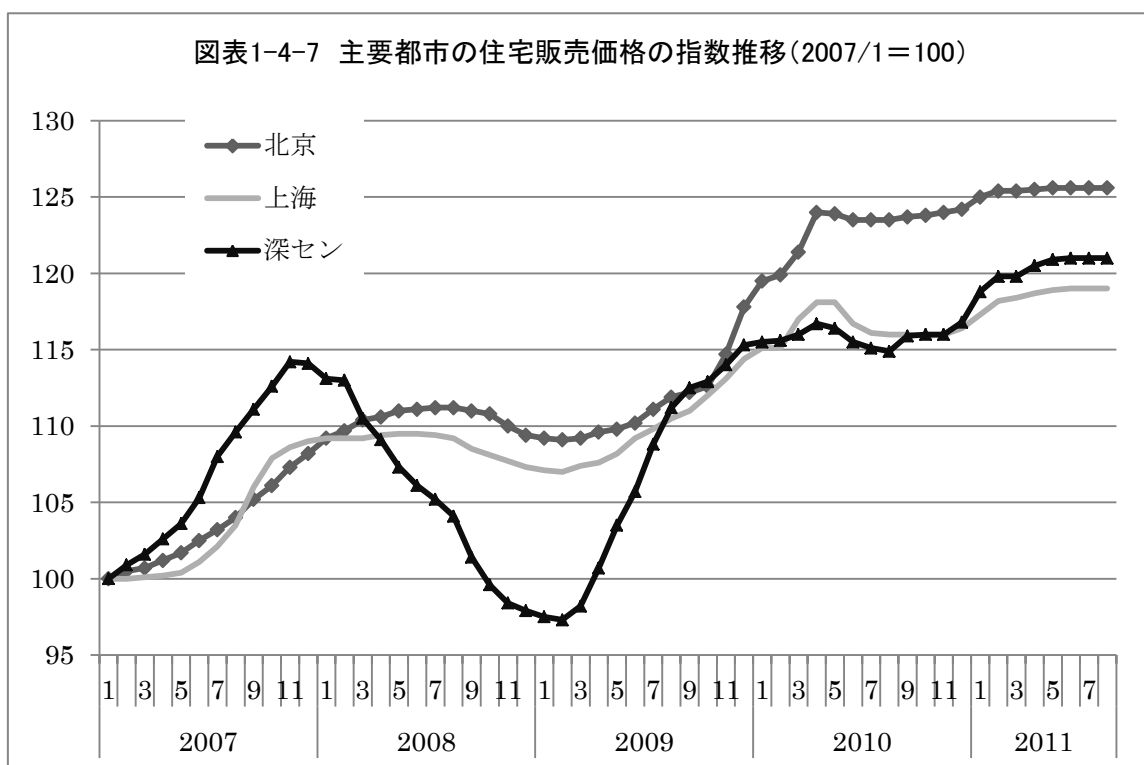
³⁸ 「新国八条」の主な内容は、①地方政府のさらなる責任強化、②保障性住宅の建設の強化、③関係税収政策を整備、調整して税収徴税を強化、④差別的な住宅ローンの強化、⑤住宅用地の供給管理の厳格化、⑥住宅購入制限措置による住宅需要の誘導、⑦住宅保障や不動産価格安定工作の問責性の定着、⑧世論の誘導の強化である。

³⁹ 不動産税は、2011年1月27日より、上海市と重慶市が試験的に導入。

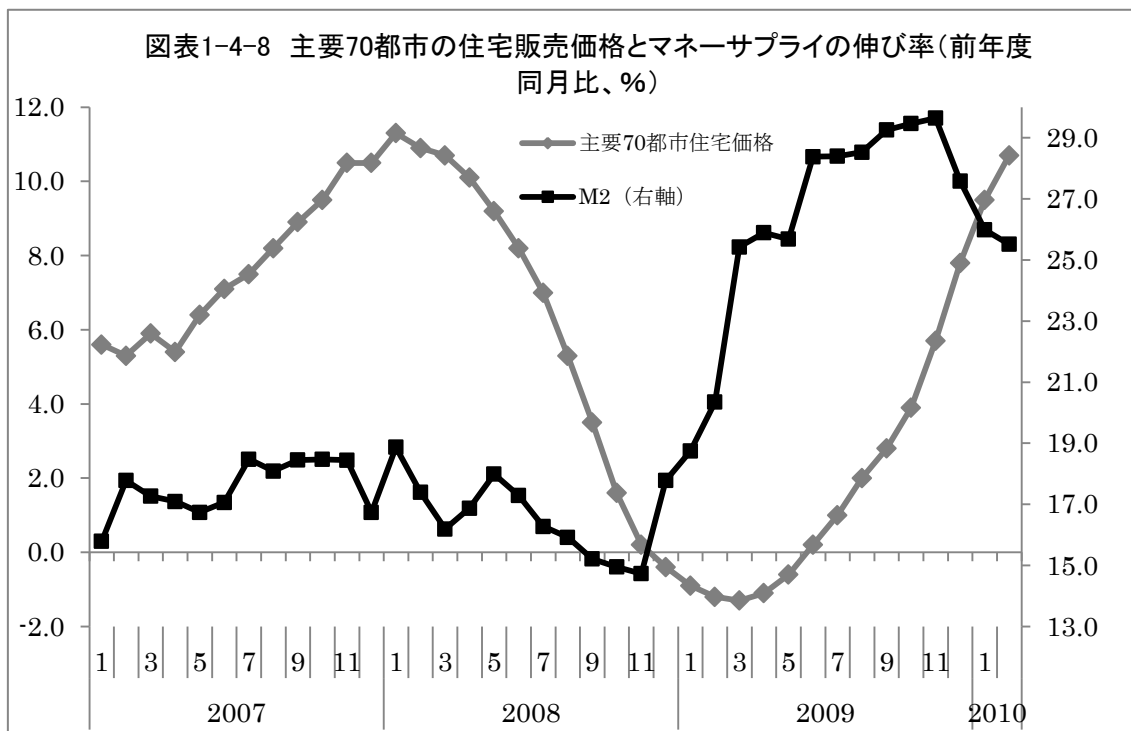
第1章 中国経済の歪み



(注) 直近値は2011年8月。
 (出所) 中国国家统计局より報告者作成。



(注) 価格水準は2007年1月を100として指数化。
 (出所) 中国国家统计局より報告者作成。



(出所) 中国国家统计局、中国人民銀行より報告者作成。

金融緩和による過剰流動性の発生は、主に銀行融資の拡大によるものであるが、なぜ図表1-4-4に見るように、これほどまで迅速かつ大幅に銀行融資が拡大したのか。その理由は、中国の銀行部門に存在する独特の構造にある。その構造とは、①政府から独立していない中央銀行、②国家管理型の金融体制、③預金以外の金融資産が未発達であることの3つである。

中央銀行である中国人民銀行は、国務院の1機関にすぎず、政府から独立していない。人民銀行は利率等の通貨政策の決定権は持っているものの、その実行には国務院の認可が必要であるため、国務院の経営方針に従わざるを得ない仕組みになっている。また、通貨政策の目標として、通貨価値の安定だけでなく経済成長の促進が掲げられている点も特徴的である。これらは「中国人民銀行法」により法的に体系付けられており、政府の意志に沿った金融政策の大幅な転換を可能にしている⁴⁰。

また、「商業銀行法」により、商業銀行は国家の産業計策に従って貸付を行うことが法的な要請となっており、国家の指導が銀行業務にも影響を及ぼしている。中国の銀行部門は非常に寡占的であり、「四大国有銀行」⁴¹だけで市場シェアの約半分を占めている。これらの大株主は中国政府であり、強力な発言権をもっていることが、法規制に加えて、実質的に政府が銀行経営に介入することを可能にしていると言える。この政府による株式保有の

⁴⁰ 柴田(2010)。

⁴¹ 中国工商銀行、中国建設銀行、中国銀行、中国農業銀行の4行。

第1章 中国経済の歪み

背景には1990年代後半から2000年代前半にかけて起こった四代国有銀行の不良債権問題があるが、詳しい説明は3章に譲る。具体的には、「窓口指導」⁴²などによる貸出総量規制の実施等を通じて、政府は、個別の金融機関に介入している。また、中国の金利体系の特徴として、「規制金利」がある。規制金利とは預金金利と貸出金利を政府・金融当局が直接決定することを指し、中国の場合、貸出金利が預金金利を約3%上回るように設定されており、商業銀行は同額の利鞘が保証されているため、融資を拡大すればするほど収益を上げることができる仕組みになっている。このように中国の金融体系は国家管理型であり、銀行部門に政府の意志が反映しやすい状況が作り出されている⁴³。

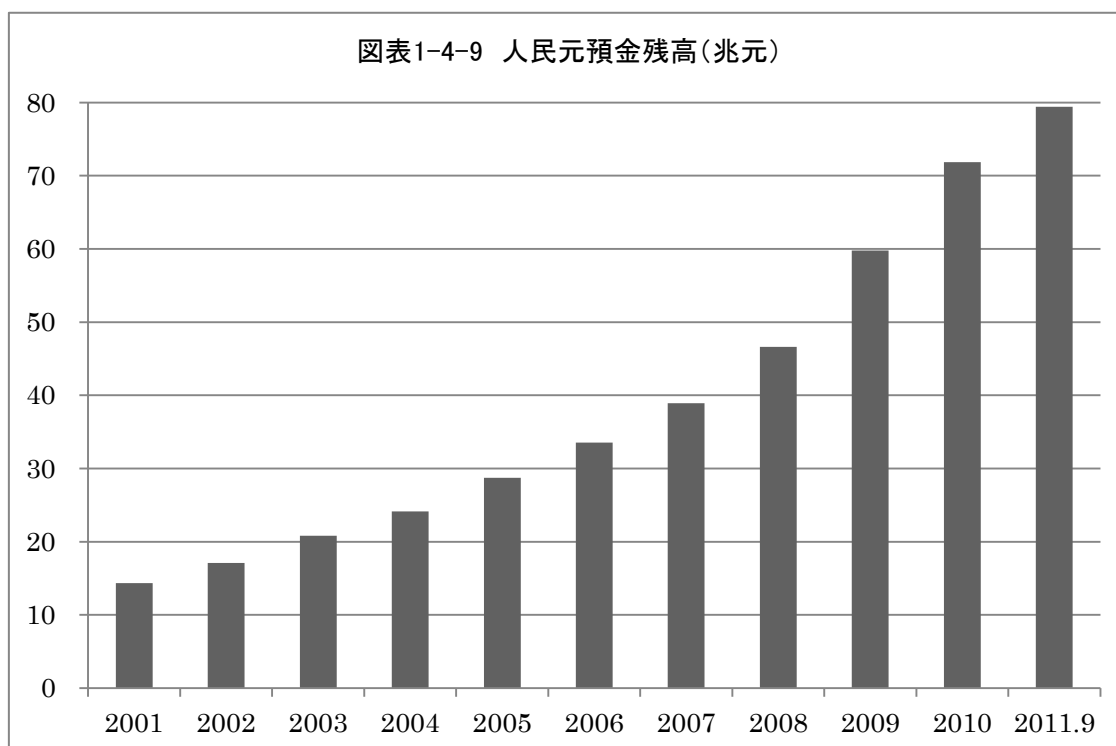
中国で銀行融資が拡大している背景には預金残高の増加があり、2011年9月時点での人民元預金残高は79兆4100億元に達している（図表1-4-9）。預金の増加は銀行の資金増加を意味し、銀行はその効率的な運用のために融資を拡大するという仕組みである。預金が積み上がる理由として、中国において、預金以外の金融資産が未発達であることが挙げられる。これも第3章で後述するが、株式市場、国債市場、社債市場のどれもが未発達であり、規模が小さい。よって、中国では、企業や地方政府の資金調達の大半が銀行融資によって賄われている⁴⁴。

以上の点より、中国では銀行融資が拡大しやすくなっていると言えるが、それに促されて発生した流動性が不動産に向かうことで、今回のようなバブル懸念が浮かび上がったと言える。

⁴² 中国人民銀行が個別の金融機関に対して、貸出増加額を前年の貸出実績に応じた一定の範囲内に抑えるように指導すること。貸出総量規制は景気過熱時に金融引き締め策の一つとして用いられる。

⁴³ 柴田(2010)。

⁴⁴ 白井(2004)。



(注) 2011.9のグラフは2011年9月までの累積値。
 (出所) 中国経済データハンドブック、中国人民銀行より報告者作成。

さらに、中国における地方政府の存在も不動産価格を押し上げる懸念材料のひとつである。中国では「都市用地公有制」により土地の私有が認められておらず、その代わりに使用权を売買する。また、「土地備蓄制度」⁴⁵の後押しもあって、地方政府の土地の独占的先行取得が可能となり、不動産開発や土地使用券譲渡を通じて莫大な財政収入を得ている。不動産開発や土地使用券譲渡によってもたらされる収益は地方政府の貴重な財源となっており、また、不動産価格の上昇は収入拡大に繋がるため、地方政府自ら投機を煽り、不動産バブルを引き起こす原因となっている。

それに関連して、最近中国では、地方政府のデフォルト及び不良債権化リスクが高まっている。中国の地方政府はインフラ設備等の公共投資を行う際に「地方融資平台」(プラットフォーム)と呼ばれる法人を設立し銀行融資などにより資金を調達する。この機関は、事業会社であるため資金調達についての制約は無く、地方政府の信用を背景に、リーマンショック後の金融緩和の過程で銀行からの借り入れを拡大させた。地方政府の債務残高は2010年末時点で10兆7174億元となり、その内、地方融資平台向けの融資が46.38%、資金源は銀行融資が79.01%であったことから地方融資平台に銀行債務が積み上がっていることは間違いない⁴⁶。中国人民銀行が2011年6月に発表した報告書によると、2010年末

⁴⁵ 本来は不動産市場への政府の関与を強め、土地市場を管理することで、地価の抑制と不動産開発の安定性を保つ目的を有していたが、実際には地方政府の多くがこの制度を悪用し、不動産開発利益を独占したため、その本来の趣旨にそぐわない結果となっている。

⁴⁶ 中国人民共和国国家審計署 2011年6月27日発表の報告書より。

第1章 中国経済の歪み

時点での地方融資平台向けの貸出額は、人民元貸出残高の30%を超えないとしているが、2010年末の人民元貸出残高が47.9兆元であることから推計すると、14兆元を超えない額ということになり、その規模は小さくない。もし、不動産価格が急落するようなことになれば、土地収入に依存する地方政府の債務返済が不可能になり、地方融資平台向け貸出が不良債券化する。そうすると、中国の金融システムに混乱が生じ、社会の大きな不安定要因と成り得る。

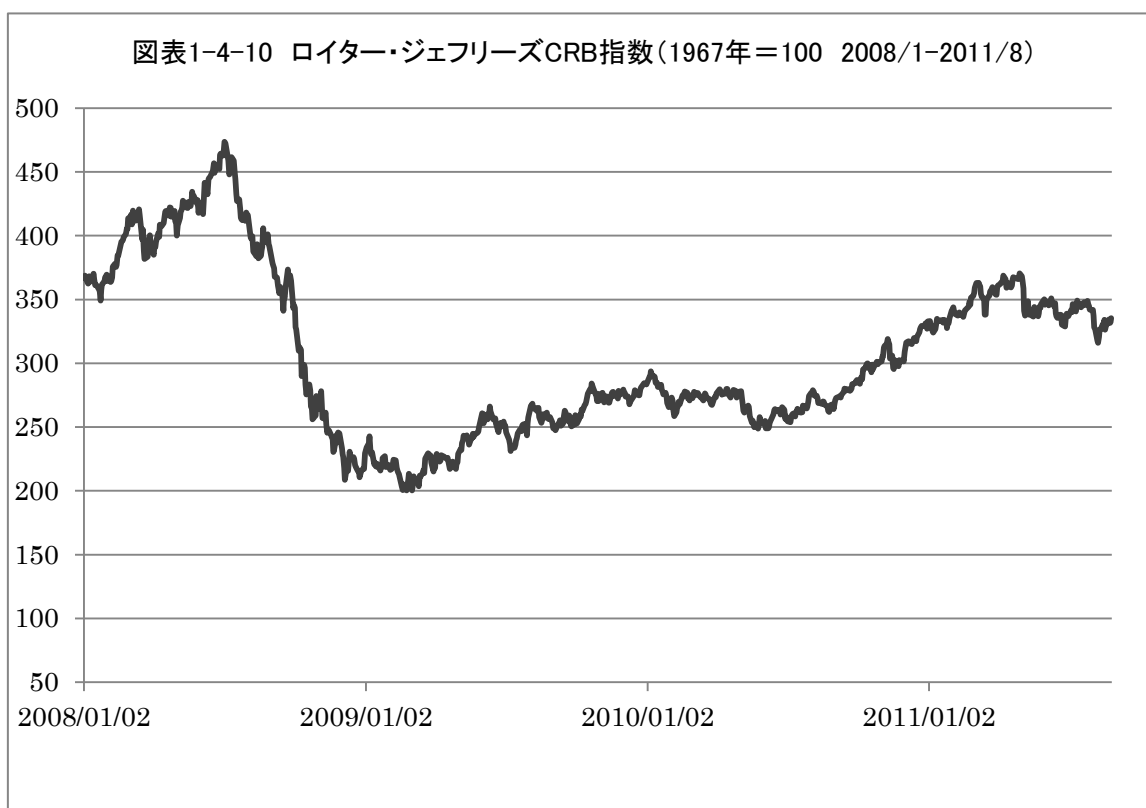
さらに2011年9月時点で、1年物の預金金利から消費者物価上昇率の差し引いた実質預金金利が2.6%のマイナスとなっており、預金したら資産が減少してしまうことから、より有利な運用先である不動産に投機的な資金が集まり、不動産価格上昇を後押ししている(図表1-4-1、図表1-4-2)。

以上のような理由から、現在中国では不動産バブル懸念が拡大しているが、政府・金融当局は上述したインフレとの狭間で政策上のジレンマを抱えており、ソフトランディングに向けた非常に難しい政策運営を迫られている。

(3) 米国経済の減速と中国への影響

米国の中央銀行である米連邦準備制度理事会(FRB)は2010年11月から2011年の6月にかけて、総額6000億ドルの国債を購入して景気刺激を図るQE2(量的緩和策第2弾)を実施した。この政策で市場に出回った資金は、投機的性格を帯びて食糧品や資源に向かい、その後の国際商品市況を大幅に上昇させた。図表1-4-10はロイター・ジェフリーズCBR指数といい、国際商品市況を見るときに重要視される。これは、エネルギー4品目、貴金属5品目、穀物3品目、その他農畜産物7品目の計19品目から構成される商品先物指数であり、一般的に各国のインフレ率に先行する性格を持っている。これを見ると、2010年の後半より上昇局面に入り、2011年の5月頃にピーク迎えていることが分かる。つまり、QE2の発動期間と国際商品市況の上昇期間とがリンクしており、QE2が国際商品市況の過熱を招いたことの根拠となり得る。また、中国の消費者物価指数が、時を同じくして上昇傾向にあったことから、国際商品市況の上昇は、輸入物価の上昇という形で中国のインフレの一因となったと考えられる(図表1-4-1)。加えて、図表1-4-5に見るように2010年から2011年の6月にかけてホットマネーの流入が加速しているため、QE2で放出された資金が中国国内にも流入していると言え、不動産価格の上昇に繋がったという見方をすることも可能である⁴⁷。

⁴⁷ 張礼卿(2011)。



(出所) Jefferies Thomson Reuters/Jefferies CRB Index より報告者作成。

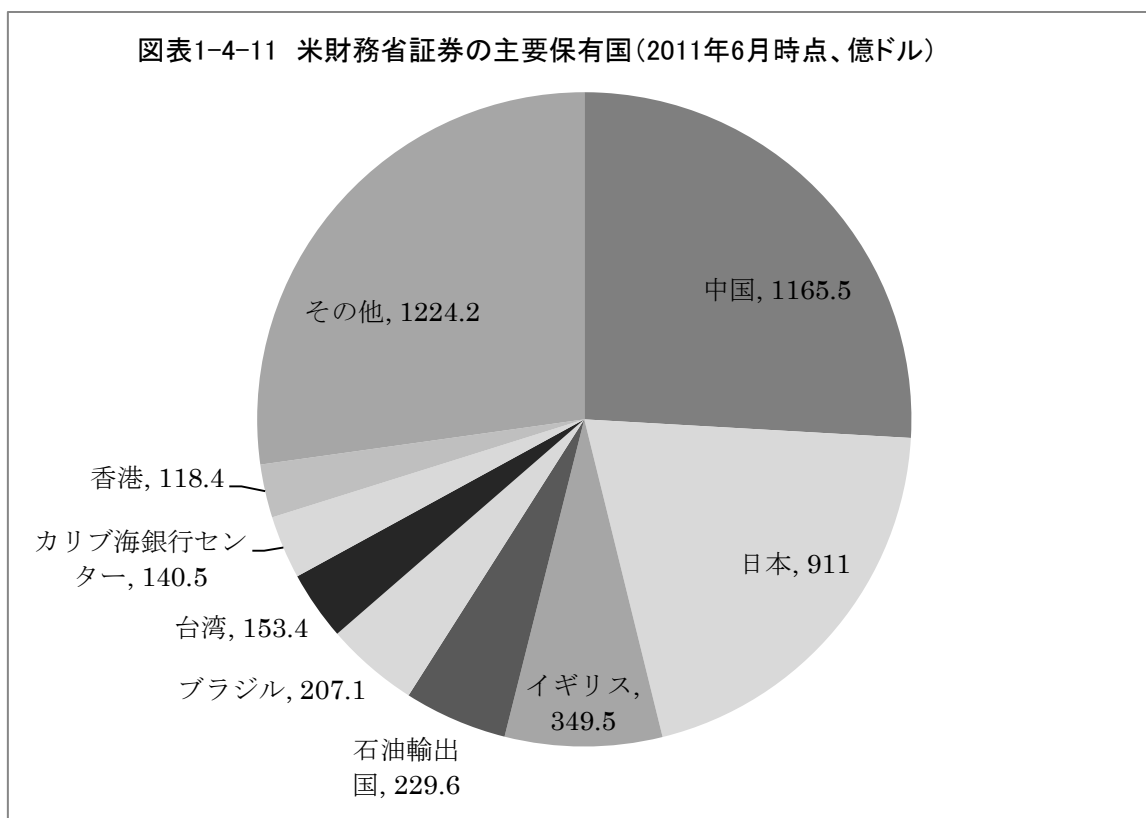
また、2011年8月3日に、米国の大手格付け機関であるスタンダード・アンド・プアーズ（S&P）は、米国債を信用格付最上位のAAAからAA+に格下げした。この背景には、デフォルトの可能性まで匂わせた米国の14.8兆ドルに及ぶ巨額の債務残高と財政不安の存在がある。現在、中国は世界で最も米国債を保有する外国であり、2011年6月の時点で1兆1655億ドルを保有し、全体の4分の1以上のシェアを誇っている（図表1-4-11）。また、外貨準備残高でも世界一であることから、米国債の信用の陰りは多大な資産リスクを発生させ、中国経済に負の影響を与える。

さらに、詳しくは第2章で後述するが、新興国を中心に世界中でドル離れが加速している。具体的には、外貨準備と外国為替市場の構成通貨において、ドル比率が低下しており、準備通貨・為替媒介通貨としてのドルの地位が揺らいでいると言える。加えて、サブプライム問題がその土壌を作り、リーマンショックが引き金となった世界金融危機も米国発である。このように、財政・金融・通貨比率など様々な側面から、米国とドルの国際的な地位は低下していると考えられるが、格下げ後も安全資産として米国債は買われ、外貨準備と外国為替市場におけるドルのシェアも依然として世界一である。しかし、長期的な視点で見た時に、米国経済に昔程の勢いは無く、年々ドルは減価し、世界中で取引に使用される頻度も減少してきたことは事実である。以上のことから、ドルの信認は低下していると言うことは可能であろう。

第1章 中国経済の歪み

米国に加え、EU 経済も債務危機により打撃を受け、日本も長期的な不況から抜け出せていない。このように、先進国が落ちていく一方で、中国を始めとする新興諸国は成長が著しく、世界的なパワーバランスは均衡しつつある。国力は通貨の強さにも反映され、近年、資源国通貨を中心に新興国通貨が買われている。よって、相対的に見ても、ドルの信認は低下していると言える。

ドルは現在の基軸通貨であることから、その抱える問題は中国に止まらず全世界に波及する。米国を始めとする先進国経済が減速し、ドルの信認が揺らぎ始めている今、現行のドルを中心とする国際通貨体制は転換期を迎えているのではないか。この章で示した現在の中国が抱える問題を解決するために、中国国内の改革はもちろん、米国経済とドルに依存してきた体制からの脱却が必要であると言える。



(注) 石油輸出国とはエクアドル、ベネズエラ、インドネシア、バーレーン、イラン、イラク、クウェート、オーマン、カタール、サウジアラビア、アラブ首長国連邦、アルジェリア、ガボン、リビア、ナイジェリアを、カリブ海銀行センターとはバハマ、バミューダ、ケイマン諸島、オランダ領アンティルス、パナマ、英領バージン諸島を指す。

(出所) アメリカ合衆国財務省より報告者作成。

第2章 動き始めた国際化

2.1 はじめに

第1章で述べたように、現在の中国には様々な問題が浮上してきている。その根本には、米国に依存しすぎた経済構造が存在すると言える。現在、米国は長期的な不況から立ち直れず低迷し、EUまでもがギリシャ危機に端を発する債務危機に陥っている。結果、世界経済は減速傾向にあると言えよう。そのような状況において、先進国に依存しすぎた経済を維持することは、中国の経済成長の安定を妨げることとなる。よって、中国はドルに依存した体制を打破し、アジアの内需を取り入れる必要がある。

そこで、その重要なツールとなるものが「人民元の国際化」である。ここで言う人民元の国際化とは、「中国を含む2国間の取引において人民元が利用され、貿易決済通貨・投資通貨として、顧客レベルの機能を満たす過程」を指し、不安定な世界情勢の中で、為替変動リスクなどの中国に降りかかるショックを和らげる機能を持つと考えられる。

本章では、人民元の国際化によって中国が受けるメリットとデメリットを整理し、現在、中国と東アジア経済がどの程度ドルに依存しているのかを外国為替市場と外貨準備に占めるドル比率から分析する。そして、昨今拡大している人民元の国際化に向けた施策を明らかにし、今後の展望を述べる。

2.2 人民元国際化の表と裏

(1) 中国が受けるメリット

人民元国際化の実現は、中国経済に対して、次に挙げるような5つのメリットをもたらすと考えられる⁴⁸。

1つ目は、通貨発行益の獲得である。人民元が国際化した場合、人民元建てでの取引を行う国々は、中国国内に決済など様々な目的で人民元を保有することになる。つまり、人民元の供給元である中国は、実質的に対価の支払い無しに富を受け取ることとなり、通貨発行益を享受することができるのである。

2つ目は、外貨準備の膨張を抑えることができる点である。現在、中国は世界一の外貨保有国となっており、その大半を占めているとされるドルの減価が進行した場合、多額の損失を被ることになる。人民元での外国為替市場への介入や対外負債の保有ができるようになると、より直接的に現在の巨大な外貨準備を減らすことができ、その管理コストや資産リスクを抑えることが可能となる。さらに、外貨準備の増大に起因する過剰流動性を抑制し、インフレや資産バブルなどを回避できる可能性が高まり、安定的な国家運営を容易に行えるようになると考えられる。

3つ目は、人民元建てでの貿易・資本取引が可能となることにより、為替変動リスクを抑

⁴⁸中国が受けるメリットの第1は上川・藤田・向井(2007)、第2・第3・第4は孫(2010)、第5は野村資本市場研究所(2009)をそれぞれ参照した。

第2章 動き始めた国際化

えることができる点である。現在の中国は世界最大規模の貿易大国であり、輸出企業の収益は為替変動に敏感に反応するため、事実上、日常的に為替介入を行うことで元安・ドル高を維持しているという状況にある。また、世界的な経済の減速を受けて、主要国通貨でさえ乱高下を繰り返すことも珍しくない。そのため、人民元建て取引により為替リスクのヘッジができる点は、中国にとって非常に魅力的であると言える。また、中国の企業はドルへの兌換費用を節減し、決済過程を最小限に止めることができる。それにより取引が単純化されコストの削減が見込めるため、中国企業はより多くの利益を計上できるようになると予想される。

4つ目は、中国の金融機関を国際的な地位に押し上げる点である。人民元が国際化した場合、中国の銀行やその他の金融機関の収益は増大する。なぜなら、各国の銀行が人民元の取り扱いを開始することにより、様々な面で中国の銀行は比較優位を得ることができ、業務の範囲と量を拡大することで、投資収入等の拡大が見込まれるためである。また、多くの投資家が中国の金融機関を通じて人民元決済をすることにより、それらの国際的な地位が向上するため、海外進出も容易になるだろう。

5つ目は、中国の発言力が向上する点である。国際通貨の発行国には経済的な後ろ盾が必要であり、他国がその通貨を利用することになるため、一般的に通貨を国際化した国は、経済・金融面での地位が高まる。よって、人民元の国際化により、国際ルールの制定等における世界的な中国の発言力が強まると考えられる。

人民元の国際化には、以上5つのメリットが存在すると考えられるが、長期的なドル安傾向や昨今の世界情勢から考えて、3つ目の「為替リスクヘッジ」が中国にとっての最大のメリットであり、人民元国際化の目的であると言える。現在の中国は成長が著しく、経済的にも安定しており、人民元の国際化、さらには国際通貨化を推進するのに適した時期である。ただし、現在の中国の持つ各種制度は、国際通貨を発行する国として相応しいものではない。よって、その実現のためには、規制緩和など、中国の積極的な努力が必要不可欠であることも忘れてはいけない。

(2) 中国が被るデメリット

人民元が国際化すると、中国経済に良い影響だけをもたらすと思うかもしれない。しかし、コインに裏表があるように国際化にも裏表がある。つまり、良い点があれば悪い点もあるということである。したがって、国際化のメリットはもちろん、デメリットも考えなければならない。ここでは、人民元国際化のデメリットを4つに分けて、その詳細を以下に記す⁴⁹。

1つ目は、国際金融市場と国内金融市場の一体化が進み、金融政策の自由度と有効性が低下することである。これは、内外の経済が今まで以上に密接に関連するようになるため、

⁴⁹ 中国が被るデメリットの第1・第3は上川・藤田・向井(2007)、第2は孫(2010)、第4は野村資本市場研究所(2009)をそれぞれ参照した。

第2章 動き始めた国際化

中国の金融政策が国際金融市場の小さな動きにも左右されるようになることを意味する。しかし、多くの国で金融の自由化が進行し、各国の金融政策は制約を受けていることから、この問題は中国に限定したものではないと考えられるため、人民元の国際化を妨げる要因にはならないだろう。

2つ目は、人民元が完全交換性を備えた通貨となり、資本規制が撤廃された場合、国内金融市場が海外の投機的な資金の標的となる点である。海外の投機家が容易に人民元を手に入れられるようになると、切り上げ予想の強い人民元は投機に晒され、中国の国境を跨ぐ短期的な資金移動が頻繁に生じることにより、中国の金融市場は安定感を失うと考えられる。

3つ目は、国際的な資金移動の活発化により、人民元の為替相場が大きく上下に変動する点である。これは、2つ目のデメリットと関連して、投機資金の流出入が激化することが主な原因であると言える。投機的に流入した資金は逃げ足が速いため、経済や政治面における些細な動揺により大量の資金が急激に流出する。これは、通貨価値が暴落する危険性を強めることとなる。

4つ目は、国際的な流動性の供給のため、中国の国際収支は赤字となるが、これは輸出の減少と輸入の増加をもたらす、中国国内における雇用創出と経済成長を妨げる要因となる点である。中国は、成長率が8%を超えなければ国内の雇用を保てないと言われているため、経済成長のエンジンの1つである輸出の減少は、中国经济に多大な影響を及ぼす⁵⁰。そのため、人民元の国際化のためには、輸出に頼りすぎない、内需に基づいた成長戦略を実現する必要がある。

人民元の国際化には上記したようなデメリットがあるものの、世界経済が転換期を迎える現在において、長期的に、人民元国際化がもたらす利益はその費用を上回ると思われる。なぜなら上記したデメリットは、国際通貨発行国だけでなく、グローバル化した経済を持つ国ならばどの国においても起こり得ることであり、何より自国通貨建てでの取引は輸出に安定をもたらすためである。

上記したようなメリット・デメリットは人民元の「国際化」を想定したものであるが、人民元の「国際通貨化」と方向性が同じであることから、その境界線が曖昧となり、それらを敢えて区別する必要もないと思われる。よって、ここに記したメリット・デメリットは「国際通貨化」にも共通するものであると言え、ここで本稿第3章のテーマである「国際通貨化」にも一部言及している点に断りを入れておく。

国際化を実現する過程では、肯定的な影響と否定的な影響の両方を考慮しなければならない。肯定的な面を積極的に受け入れ、否定的な要素については、事前に予測し先手を打つことにより、その影響を最小限にすることができる。人民元の国際化が実現し、最終的に国際通貨発行国になることができれば、世界における中国の地位は揺るぎないものになっていくだろう。

⁵⁰ 柴田(2010)。

第2章 動き始めた国際化

2.3 ドル依存の状況

(1) 外国為替市場における取引の実態

ここでは、中国を含めた東アジア経済が、どの程度ドルに依存しているのかを推し量るために、外国為替市場におけるドルと東アジア諸国通貨の取引量にスポットを当てて、その実態を明らかにしていく。具体的には、東アジア諸国の各外国為替市場において、それぞれの自国通貨とドルとの取引額が全通貨取引に占める割合を見ていく。なぜなら、外国為替市場は、輸出入業者などを相手にする対顧客市場と外貨の需給を銀行間で調節するインターバンク市場からなるため、対自国通貨で最も取引量が多い通貨が、その国において貿易決済通貨や為替媒介通貨として利用されている可能性が高いと考えられるからである。よって、その通貨がドルであるのか、またドルであるならばどの程度の割合を占めているのかを示すことによって、該当国経済におけるドル依存度を推定することができると言えよう。

東アジア諸国の各外国為替市場での取引を見る前に、世界の外国為替市場における諸通貨の地位を確認する。図表 2-3-1 は、世界の外国為替市場における諸通貨の 2010 年 4 月の 1 日平均取引額を示したものである。この表では、直物・先物・スワップの区別はしてあるが、どの通貨との取引であるのかは示しておらず、対全通貨取引のみを表記している。また取引高が売買ダブルカウントであるため、シェアの項目の全体を 200%として計算している。

全取引に対するドルのシェアは 85%となり、直物・先物・スワップの全てで圧倒的な取引額を誇っており、次点のユーロ（39%）を大きく引き離している。東アジアの通貨に関しては、円が 18.5%、オーストラリア・ドルが 7.5%、香港ドルが 2.5%となっているが、その他の通貨は 1%前後であり、国際的に広く使用されているわけではない。また人民元は、取引総額が 292 億ドル、シェアが 0.8%であり、東アジア地域の他通貨と比較しても低い水準である。さらに、スワップ取引額は 68 億ドルで、表記してある東アジア 11 カ国中 7 位となり、スワップ取引における規制の強さがうかがえる。ドルの取引額のシェアは、2007 年度の 86.3%⁵¹からは小幅に減少したものの、依然として世界で最も利用されている通貨であると言える。

⁵¹ BIS 資料より。

図表 2-3-1 世界の外国為替市場における諸通貨の取引額(100 万ドル)

	直物	先物	スワップ	合計	シェア(%)
ドル	1,187,699	391,501	1,600,101	3,179,301	85.23
ユーロ	691,210	149,687	609,801	1,450,698	38.89
円	300,214	115,111	278,897	694,222	18.61
ウォン	21,144	18,018	16,597	55,759	1.49
人民元	8,123	14,248	6,825	29,196	0.78
香港ドル	18,713	3,725	69,538	91,976	2.47
シンガポール ドル	15,616	4,416	33,594	53,626	1.44
タイ バーツ	2,836	1,107	3,503	7,446	0.20
インドネシア ルピア	2,464	2,659	667	5,790	0.16
フィリピン ペソ	2,249	2,396	1,188	5,833	0.16
オーストラリア ドル	111,107	28,836	140,794	280,737	7.53
ニュージーランド ドル	21,643	5,076	33,148	59,867	1.60
インド ルピー	13,527	13,620	6,789	33,936	0.91

(注) 取引額が売買ダブルカウントのため、シェアの項目は全体を 200%として算出。2010 年 4 月の 1 日平均取引額。
(出所) BIS, *Triennial Central Bank Survey, Report on global foreign exchange market activity in 2010* より報告者作成。

それではまず、中国の外国為替市場における通貨別の取引額を見よう（図表 2-3-2）。全通貨の取引額である 197.7 億ドルの内、人民元取引額が 121.1 億ドルと 61%、ドルの取引額が 165.6 億ドルで 83.7%を占めている。さらに、人民元とドルとの取引額は 97.4 億ドルとなり、全通貨取引の 49.2%に達している。つまり、中国の外国為替市場における取引のほぼ過半数をドルと人民元取引が占めており、貿易や投資の半分がドル建てで行われていると考えられる。また、図表 2-3-1 より、世界の外国為替市場における人民元取引額は 292 億ドルであることから、人民元取引の 41%は中国市場で行われており、人民元はローカルな通貨であると言える。これらのことより、中国の外国為替市場における主な取引通貨はドルと人民元であり、中国経済は依然としてドルに依存した状態であると考えられる。

第2章 動き始めた国際化

図表 2-3-2 中国外国為替市場における主要通貨の取引額(100 万ドル)

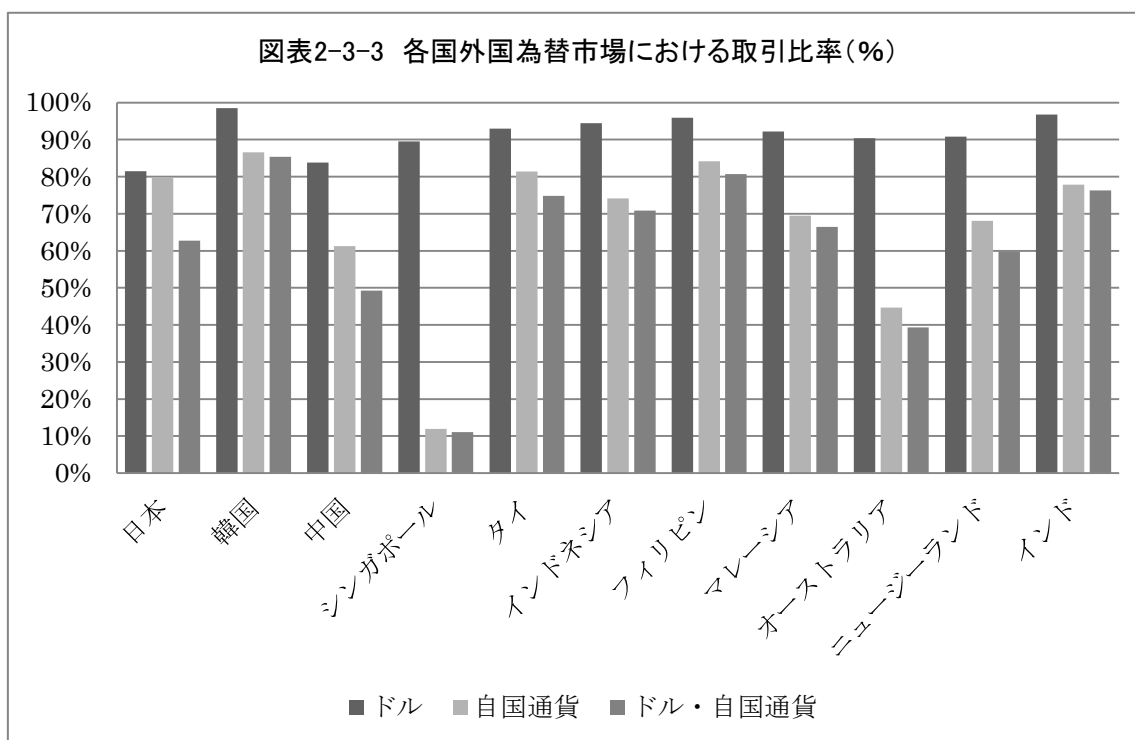
	ドル	ユーロ	円	人民元	その他	総計
ドル		2,460	1,608	9,742	12,498	16,565
ユーロ	2,460		29	265	331	2,821
円	1,608	29		73	818	2,454
人民元	9,742	265	73		230	12,110
全通貨	16,565	2,821	2,454	12,110	17,708	19,774

(注) 2010 年 4 月の 1 日平均取引額。

(出所) BIS, *Triennial Central Bank Survey, Report on global foreign exchange market activity in 2010* より報告者作成。

次に対象を東アジア全体に広げる。図表 2-3-3 は、東アジア諸国それぞれの外国為替市場におけるドル・自国通貨・ドルと自国通貨の取引比率を示したものである。図表中の各項目の比率はドル・自国通貨・ドルと自国通貨の取引額を各国の全通貨取引額で割った値であり、全通貨取引額から推察される市場規模は各国で異なる。

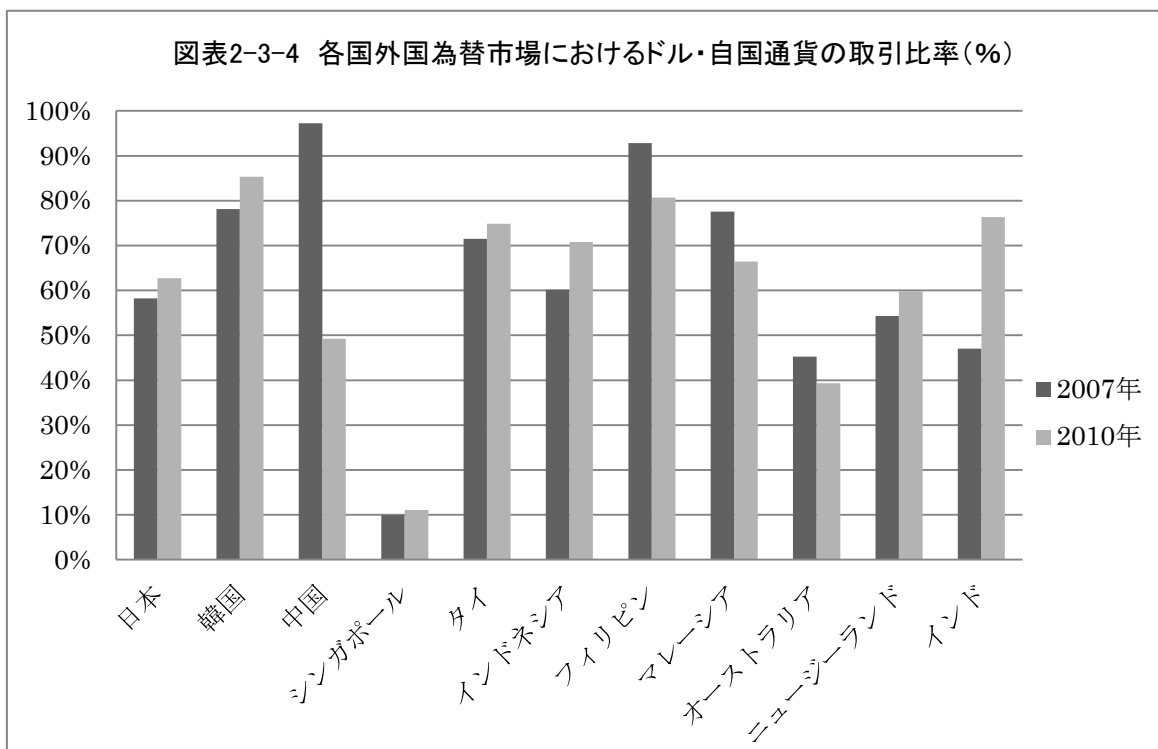
各国の外国為替市場におけるドルの取引比率は 90%前後を占め、東アジア全体でもドル建ての取引がメインであると言える。シンガポールとオーストラリアに関しては、自国通貨であるシンガポール・ドルとオーストラリア・ドルの取引比率及びドルと自国通貨の取引比率低水準に止まっているため、ドル以外のユーロや円などの通貨取引額も多いものと考えられる。しかし、両市場においてもドルの取引比率は 90%に達していることから、為替媒介通貨として機能はドルが担っていると言えよう。また、その他の市場においては、自国通貨とドルとの取引比率が 50%を占めているため、中国市場同様、貿易・投資取引にはドルが主に利用されていると推測できる。以上のことより、東アジアの多くの国でドルが決済通貨・為替媒介通貨として使用されていると判断でき、ドルに依存した体制であると言える。



(出所) BIS, *Triennial Central Bank Survey, Report on global foreign exchange market activity in 2010* より報告者作成。

よって、全世界や東アジアの外国為替市場におけるドルの地位は依然として高いものと思われるが、各国の外国為替市場の取引額で測ったドル依存度が2007年の水準とから変化していることも重要である(図表2-3-4)。BISの資料から確認できる東アジア11カ国の外国為替市場において、2007年と比較して全通貨取引額に対する自国通貨とドルの取引比率が増加した国は47%から76%に上昇したインドを始めとする7カ国、逆に減少した国は97%から49%に低下した中国を含む4カ国となり、東アジア内でもドル依存を強めた国と弱めた国の両方が存在し、大勢ではドル建て決済を維持する傾向にあると言える。しかし、このデータは2007年と2010年の4月における1日平均取引額から算出したものであり、年間を通じた取引額の推移ではないため、その点では注意が必要である。

これらの結果より、東アジア経済はドルに依存していると考えられるが、中国など一部の国々ではドルの比率を低下させる傾向にあると言える。これは人民元国際化によるドル離れの動きとも一致する。今後、中国で規制緩和が進行し、外国為替市場の規模が拡大していく過程でドル比率はさらに低下していくものと思われる。



(出所) BIS, Triennial Central Bank Survey, Report on global foreign exchange market activity in 2010 より報告者作成。

(2) 外貨準備におけるドル比率

東アジア諸国のドル依存度を外貨準備の側面から論じる。国際通貨基金（IMF）が発表したデータによると、2011年第2四半期における世界の外貨準備高は約10.1兆ドルに達し、新興国を中心に全世界に積み上がっている。その増加に最も寄与しているのは世界の外貨保有国である中国だと言えるが、その詳細については第1章で前述したとおりである。

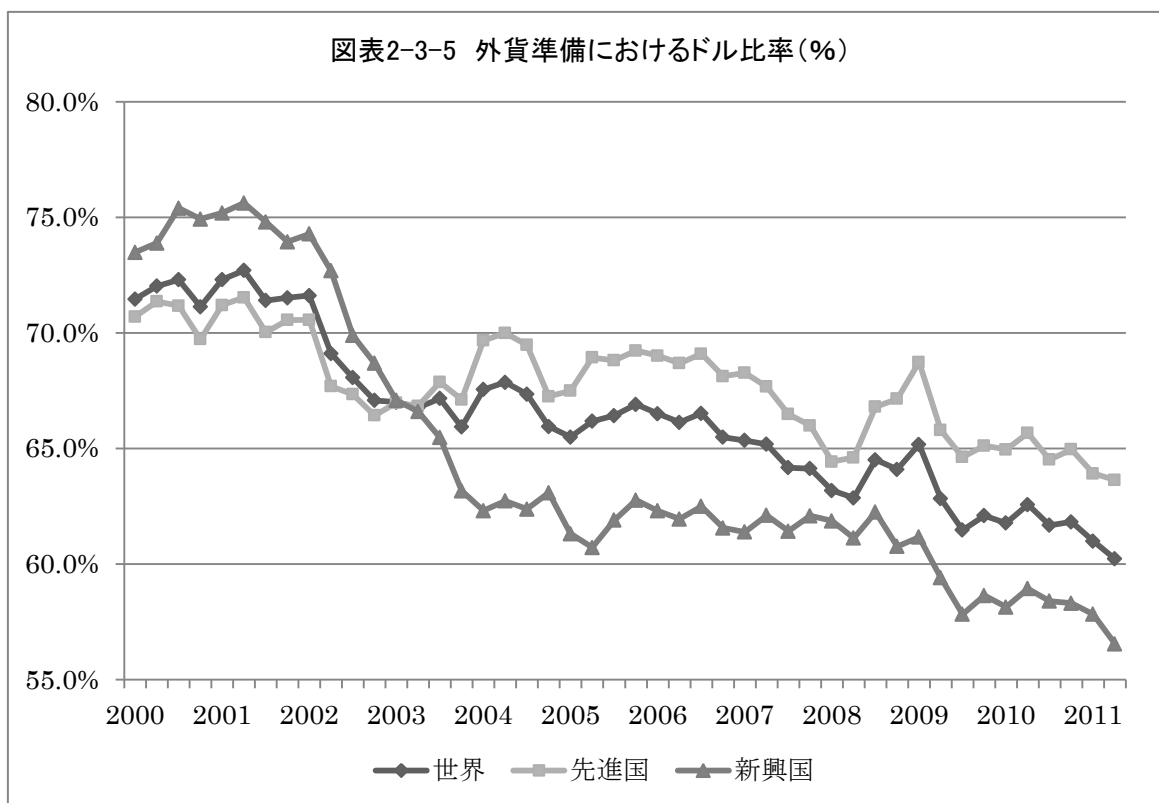
IMFは四半期ごとに138カ国・地域⁵²における外貨準備高の通貨別構成データを発表している。中国など一部の中央銀行は外貨準備の内訳を公表していないため、通貨別構成が判明している割合は世界外貨準備高の64%に止まるが、現在の外貨準備の大勢は判断できるであろう。図表2-3-5は、通貨構成の判明している国の外貨準備におけるドル比率の推移を先進国・新興国・その2つを合計した全世界の3つに分けて示したものである。世界全体のドル比率は、2001年第1四半期の71.5%から2011年第2四半期には60.2%へと11.3%の下落を見せており、依然として過半数は保っているものの、長期的にはほぼ一貫して低下傾向にあることから、世界的にドル離れが進行していると言える。同期間における先進国の下落幅は7.1%⁵³、新興国に至っては73.5%から56.5%へと17%も下落している。新興国におけるドル比率は特に2002年頃から急激に減少しており、2003年第2四半期には先進国を下回っていることが見て取れる。

⁵² IMF加盟の工業国27カ国と途上国106カ国など。

⁵³ 2001年第1四半期が70.7%、2011年第2四半期が63.6%である。

第2章 動き始めた国際化

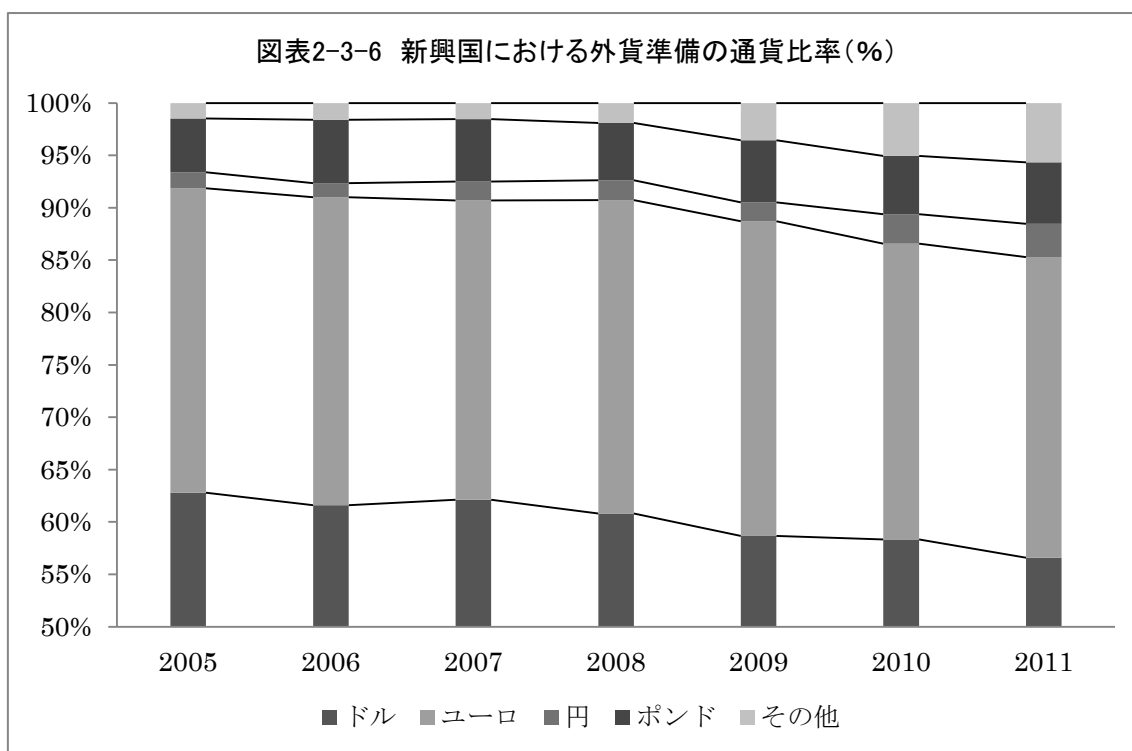
これらのことより、新興国はドル離れ及び外貨準備の多様化を先進国よりも積極的に行っていると言われている。この背景には、先進国と比較して新興国はドルの減価による為替リスクなどの外生的なショックに弱いため、より敏感に反応しなければならないという状況がある。本稿の対象地域である東アジア諸国の多くは新興国であると考えられるため、東アジアにおいても外貨準備に占めるドル比率は低下傾向にあると言える。



(注) 全外貨準備高の内、通貨別構成が判明している64%の外貨準備に対する比率。直近値は2011年第2四半期。
 (出所) IMF, *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves(COFER)*より報告者作成。

第2章 動き始めた国際化

それでは、ドルを離れた新興国の外貨準備はどの通貨に向かったのか。それを確かめるために、2005年以降の新興国の外貨準備における通貨比率を次に示す(図表2-3-6)。まず、第2のシェアを誇るユーロの比率は、2009年に30.1%まで上昇したものの、2011年第2四半期には28.7%と小幅に減少している。これは最近の欧州債務危機の深刻化を反映したものと考えられ、世界経済の悪化に敏感という新興国マネーの特徴とも一致する。円の比率は小幅ではあるが一貫して上昇傾向であり、2011年第2四半期には3.2%と2005年の倍の水準となっている。日本は世界一の財政赤字国にも関わらず、円は安全資産と捉えられており、最近の対ドルで70円台を記録する急激な円高の流れとも合致していると言える。ポンドはほぼ横ばいで、5~6%で推移している。この期間で最も増加幅が大きかったものは、その他通貨⁵⁴である。その他通貨は、2005年時点で1.5%ほどのシェアしかなかったものの、2011年第2四半期には5.7%と4.2%の伸びを見せた。実際の増加額では、同期間で1331億ドルの増加となり、2011年第2四半期時点で1482億ドルとドル・ユーロ・ポンドに次ぐ規模となっている。



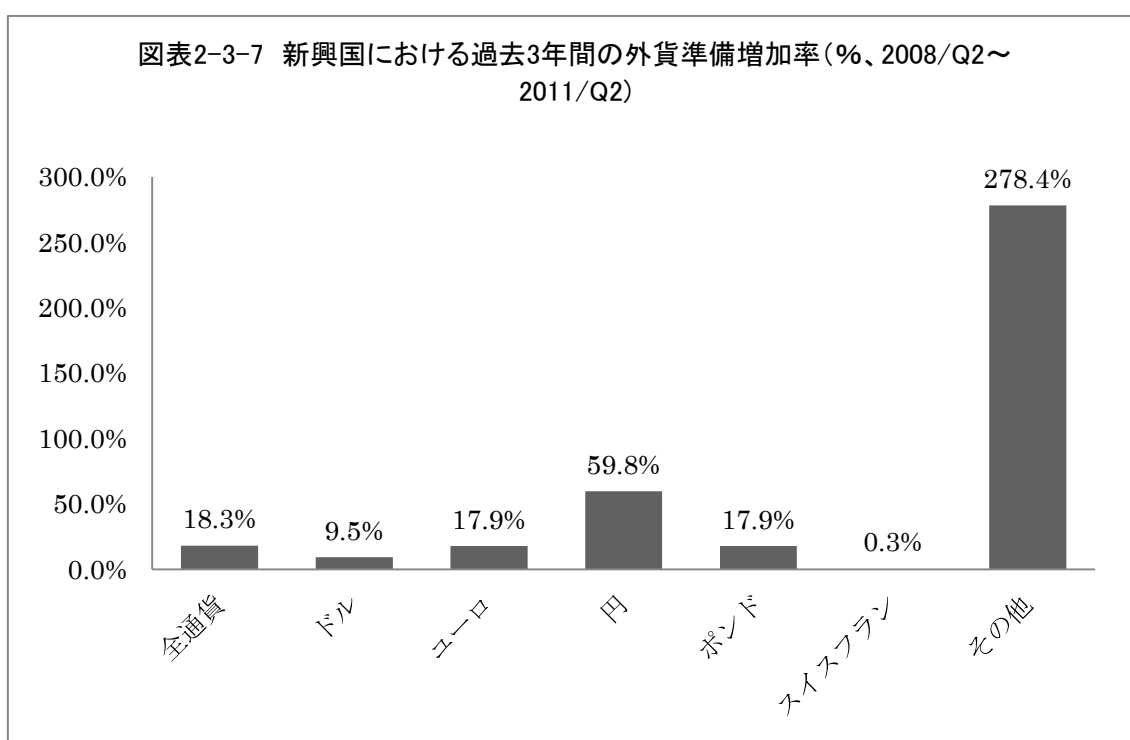
(注) その他には外貨準備額が公表されているスイス・フランも含む。図表中の2011は2011年第2四半期までの累計値を元に算出。

(出所) IMF, COFERより報告者作成。

⁵⁴ ドル・ユーロ・円・ポンド以外の通貨。

第2章 動き始めた国際化

よって、ドルを離れた外貨準備は主に其他通貨や円に流れたと考えられるが、さらに最近の動向の詳細を見るために、図表 2-3-7 に 2008 年第 2 四半期から 2011 年第 2 四半期の過去 3 年間に於ける新興国の外貨準備増加率を示した。なぜ 2008 年第 2 四半期以降の 3 年間にフォーカスしたのかと言うと、2008 年 9 月にリーマンショックが起きたため、それ以降のドル比率の低下が著しく（図表 2-3-5）、近年の資産逃避の実態がより鮮明に表れているからである。図表を見れば一目瞭然であるが、同期間において最も高い増加率を示したものは其他通貨であり、1090 億ドルで 278.4%増加している。次点は 311 億ドル、59.8%増加した円となっている。ドルは、増加額で 1279 億ドルの増加を見せたが、増加率は 9.5%とスイス・フランを除く他の主要国通貨を下回り、ドル離れの傾向を示していると言える。



(出所) IMF, COFER より報告者作成。

第2章 動き始めた国際化

その他通貨が記録した3年間で約280%の増加は非常に急激なものであり、その他通貨にはオーストラリア・ドルやカナダ・ドル、ブラジル・レアルなどの資源国通貨が含まれている。そのため、近年の米国やEU経済の悪化を背景にしたドルやユーロの下落による外貨準備の含み損を回避する目的で、新興国は資源国通貨を中心に運用通貨の分散を試みていると考えられる。

世界一の外貨保有国である中国は外貨準備の通貨別構成を公表していないため、推計値になるが、外貨準備に占めるドル比率は2009年時点で65%程度であったと言われている⁵⁵。第1章で触れたが、米国債を世界で最も保有している国は中国であり、外貨準備の大半が国債の形式をとっているとすると、この65%という数字は、中国の外貨準備の運用方針が安全性を優先しており、中国経済が依然としてドルに依存している状況を反映している。

以上、東アジアのドル依存度を外貨準備の視点から見てきたが、近年、外貨準備におけるドル比率が低下傾向にあるとは言え、依然として50%以上をキープしており、東アジアはドルに依存した経済であると言える。しかし、ドルの相場が長期的に下落トレンドであることは事実であり、このまま減価が続いた場合、ドルで貿易決済を行う国々は為替リスクを被ることとなる。また上記の通り、新興国を中心として世界各国が資産リスクを回避するために、外貨準備に占めるドル比率を下げていることも事実である。このような状況で中国などのドルを大量に保有する国が急激にドル比率を低下させた場合、ドルの暴落を招くこととなる。基軸通貨であるドルが暴落してしまうと、さらに多大な資産リスクや為替リスクを被り、世界経済が大混乱に陥りかねない。その意味で、世界一のドル保有国である中国は、ドル資産を急激ではなく、漸次的に減らしていかなければならないと言える。

外国為替市場と外貨準備という2つアプローチにより、東アジアは貿易決済通貨・為替媒介通貨・国際準備通貨の全てでドルに依存した経済圏であることがわかった。繰り返しになるが、ドルの減価が続く米国やドルの信認が問われる中で、現状の体制のままでは、中国を始めとして高成長率を記録する東アジア諸国の経済にも減速圧力がかかることとなろう。そのような問題を解決するために、中国政府は「人民元の国際化」を推進している。なぜこの政策がドル依存からの脱却の解決策であるかと言うと、人民元が周辺国との間で貿易決済通貨として利用されることによって、中国と東アジア諸国の両者がドルの減価による為替リスクをヘッジすることができ、ドルの使用頻度が減少する中で、長期的に為替媒介通貨や国際準備通貨としてのドルの地位に影響を与えることが可能となるからである。そこで、次節では近年始まった「人民元の国際化」の動向を整理し、その実態を明らかにする。

⁵⁵ 張明(2009)。

第2章 動き始めた国際化

2.4 現状分析

(1) 人民元建て決済

中国政府は、2009年以降、人民元建て貿易決済の拡大に関する動きを活発化させてきた。従来、中国大陸における貿易決済通貨を外貨に限定し主にドルを利用してきた中国政府だけに、人民元での貿易決済を認めることは、人民元の国際化に関して重要な位置を占める。

中国政府が人民元建て貿易決済の拡大に踏み切った直接の背景は、2008年に起きたリーマンショックであると考えられる⁵⁶。本稿の第1章2節でも取り上げたように、リーマンショックによる世界的な景気後退の煽りを受け、2008年から2009年にかけて、中国の輸出入額や貿易黒字は大幅に減少した（図表1-2-4）。加工貿易を中心とする貿易構造を持つ中国にとって輸出の落ち込みは死活問題であり、それに加えてドルが長期的に下落トレンドであることから、国内の輸出企業は為替変動リスクを被ることになる（図表1-3-4）。こうした状況の中、主に輸出企業を支援する目的で、中国政府は人民元を使った貿易決済に乗り出した。

まず2009年7月2日に、中国人民銀行、財務部、商務部、税関総署、国家税務総局、中国銀行業監督管理委員会が連名で「クロスボーダー貿易人民元決済試行管理弁法」を公布、同日施行し、中国の5都市（上海市、広州市、深セン市、珠海市、東莞市）で選別された365社のパイロット企業と香港、マカオ、ASEANの間で、貨物貿易に限って試験的に人民元建ての貿易決済が解禁された。365社のパイロット企業の内、製造業が258社と約70%を占めていることから、中国政府が加工貿易を得意とする国内輸出企業の為替変動リスクヘッジを志向していたことがうかがえる。

次いで、2010年6月17日に人民元貿易決済の対象を、中国の12省、4自治区、4直轄市と全世界と経常取引に拡大することが中国人民銀行から発表された。しかし、あくまで試験的な位置づけであったため、経常取引と言っても輸出は従来通りの365社のパイロット企業に限定された。つまり対象地域の全企業は、輸入・サービス貿易・その他の経常項目についてのみ、全世界との間で人民元建ての決済を行えるようになったということになる。

さらに同年12月には、対象地域における全企業のライセンス取得が許可され、パイロット企業数が365社から6万7359社に大幅に拡大された。これによって輸出についての規制も緩和されることとなり、輸出における人民元建て決済に弾みがつくものと予想される。

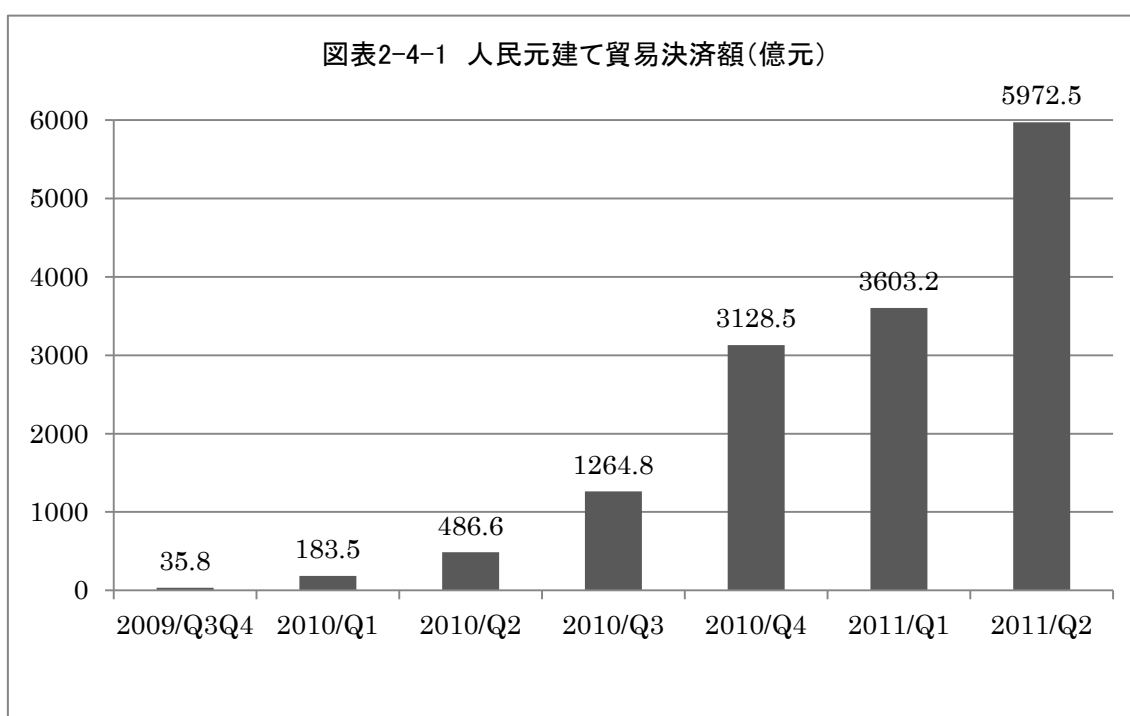
最新の動向としては、2011年8月24日に公布された通知により、人民元建て貿易決済の対象地域が中国全土に拡大された。具体的には、河北省、山西省、安徽省、江西省、河南省、湖南省、貴州省、陝西省、甘粛省、青海省、寧夏回族自治区の企業に対して、新たに人民元建て貿易決済を認めた。また、貨物輸出貿易で人民元建て貿易決済を行える相手国・地域をこれまで隣国に限定されていた吉林省、黒竜江省、チベット自治区、新疆ウイグル自治区の企業が全ての国・地域を相手に決済できるようになった。

⁵⁶ 関根(2010b)。

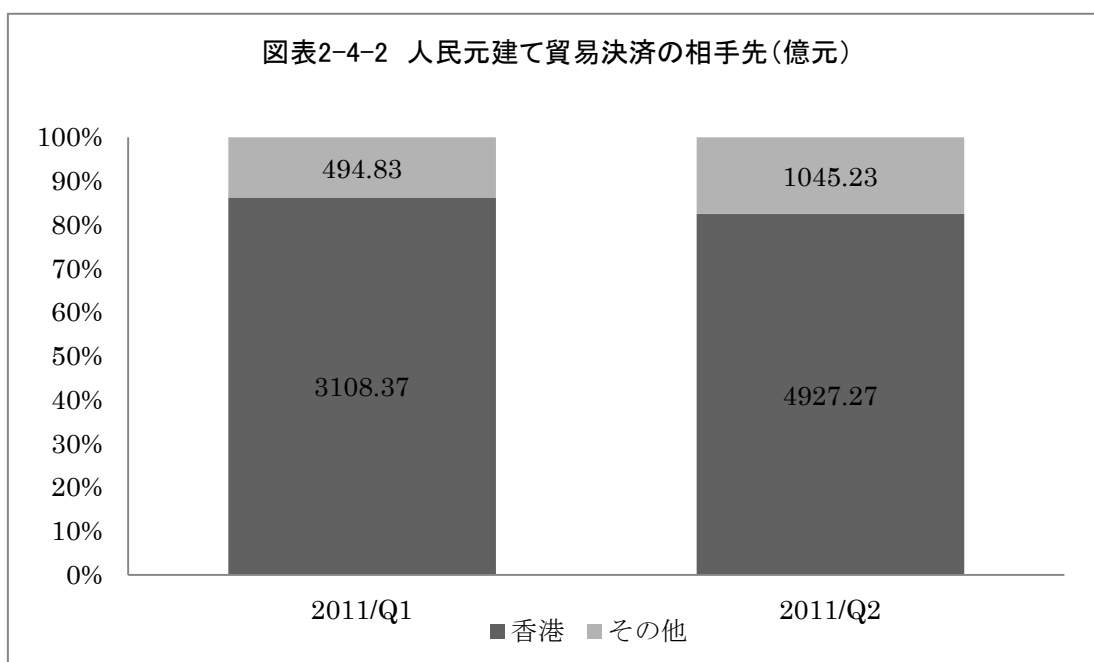
第2章 動き始めた国際化

このように人民元建て貿易決済は徐々に拡大しているが、実際の取引額はどのようになっているのであろうか。2009年の人民元建て取引は35.8億元であり、貿易全体に占める割合は0.02%に止まったものの、2010年には5063.4億元に拡大し、全体に対するシェアも2.6%に増加した。さらに、2011年の第2四半期には5972.5億元となり、2009年7月から2011年6月までの累計値は14674.9億元に達している（図表2-4-1）。

加えて、人民元建て貿易決済の主要な相手先が香港であることも重要な特徴である。2011年の第1四半期の香港における人民元建て貿易決済額は3108.4億元に昇り、全人民元建て貿易決済額の86%を占めていることとなる。また、第2四半期には82%となり、平均的に8割を上回る状況が見て取れる（図表2-4-2）。



(出所) 中国人民銀行より報告者作成。



(出所) 香港金融管理局より報告者作成。

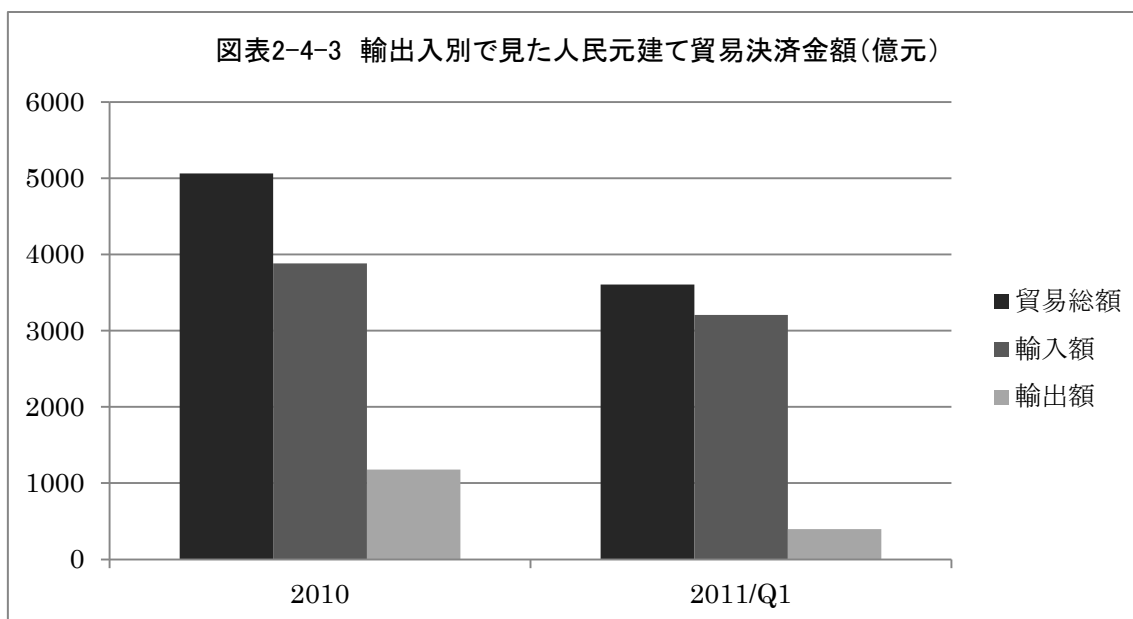
輸出と輸入に分けて人民元建ての貿易決済額を見てみると、2010年では、輸入額が約3880億元、輸出額が約1180億元であることから、輸入：輸出=4：1となり、8割近くを輸入額が占めている。2011年の第1四半期においても、輸入が全体に対して約9割となり、人民元建て貿易決済を牽引しているのは輸入であると言える（図表2-4-3）。この政策の目的が国内の輸出企業の為替変動リスクヘッジにあったことを考えると、輸入中心に人民元建て貿易決済が拡大していることは、政策当局の意に反していると言える。このような実態の理由としては、①海外企業の人民元保有額が少なく、中国輸出企業への支払い代金としての人民元が不足していること、②当初、輸出における人民元建て決済が365社のパイロット企業に限定されたが、輸入に関しては全ての企業に許可されたこと、③市場に一段の元高予想があること、④2010年7月から本格的に始動した香港オフショア市場独自の人民元相場（CNH）が存在することなどが挙げられる。

①に関しては、後述する通貨スワップ協定で補填する動きがある。②についても、2010年末の時点で輸出企業に対する規制も緩和されたので、今後改善していくと考えられる。③のような状況では、為替変動リスクヘッジの観点から、国内の輸出企業は元建て決済望むが、国内の輸入企業にとっては元建て決済により為替変動益を損失することになるので、従来通りの外貨（ドル）建て決済を望むものと思われる。一方、外国企業の立場からすると、外国の輸出企業は対円で自国通貨が安くなることから、元建て決済を受け入れやすい。しかし、外国の輸入企業は為替変動リスクを被ることになるため、元建て決済を採用するメリットは無いと言える。このような状況の中で、中国の企業よりも最終的な輸出先である先進国の企業の交渉力の方が上であると推察されるので、結果的に人民元建て決済は輸

第2章 動き始めた国際化

入中心となっていると考えられる⁵⁷。④については、詳しくは本章第3節で後述するが、CNHは上海市場の中国人民銀行が管理する為替相場（CNY）に対してドル安・元高になることが多い。そのため、国内の輸入企業が、香港にある同一グループ企業に対して元建てで決済した後、グループ企業が割安なCNHでドルを購入し、そのドルで対外決済を行うという二重為替相場を利用した裁定取引が行われていると思われる⁵⁸。

しかし、人民元建て貿易決済を輸入が主導していることは、中国政府にとって完全に想定外であったと言えるのか。人民元建て貿易決済の拡大は、国内の輸出企業の支援と人民元の国際化の進展という主に2つの目的を担っている。その文脈で考えると、人民元建て決済が輸入中心で拡大することこそ、中国政府が望んでいることであるとも言える⁵⁹。輸出において人民元建て決済が拡大することにより、徐々に人民元が国外で流通するようになる。これも詳細は本節第3項に任せるが、近年、主に香港において人民元の運用機会が増えており、運用面からも人民元が国外で流通しやすいような環境が整えられている。



(出所) 中国人民銀行より報告者作成。

⁵⁷ 小野(2011)。

⁵⁸ 村瀬(2011)。

⁵⁹ 小野(2011)。

第2章 動き始めた国際化

また、貿易決済だけではなく、直接投資においても人民元建て決済が拡大している。人民元建て対外直接投資は、2009年から上海市や新疆ウイグル自治区などの地方レベルで試験的に実施されてきた。そして、2011年1月に人民元建て貿易決済が認められている地域内の企業と銀行の人民元建て対外直接投資が正式に解禁され、それに伴う利益の人民元建て送金や銀行の海外投資企業に対する人民元融資も可能になった。人民元建ての直接投資には、①為替コストの低減、②中国国内からの生産設備の調達代金や工事請負会社への支払い金などに直接人民元を利用できること、③海外現地法人が国内に非居住者口座を開設すれば、人民元を国外に持ち出さずに決済が可能であることなどのメリットがあり、今後とも拡大していくと考えられる⁶⁰。

さらに2011年8月には、年内にも人民元建て対内直接投資を解禁するとの発表があった。これは国外で流通している人民元運用の受け皿となり、人民元の国際化にも拍車をかけると見られている。

(2) 人民元建て通貨スワップ協定

リーマンショック直後の2008年12月に、中国人民銀行は韓国との間で1800億元の通貨スワップ協定を結んで以降、2011年6月までの間に、アジアの国々を中心にして13協定を締結し、その総額は、ロシアとの協定を除いて8412億元に及んでいる(図表2-4-4)。通貨スワップ協定とは、一時的に外貨が不足した際に、貿易・投資決済等の目的で、協定相手国の通貨を融通し合うという各国の中央銀行間で結ばれた協定であり、2008年12月以降の通貨スワップ協定は、人民元が国外に流れるメカニズムの構築を志向したものであると考えられている。また中国政府は、2009年の時点で、通貨スワップ協定とは別に、ミャンマーやベトナムなどの周辺国との間で、決済に相互の通貨を選択的に使用することを認める協定を結んでいるとの報道もある⁶¹。

⁶⁰ 関根(2011)。

⁶¹ 関根(2010b)。

第2章 動き始めた国際化

図表 2-4-4 通貨スワップ締結状況

時期	相手国・地域	規模（億元）
2008年12月12日	韓国	1800
2009年1月20日	香港	2000
2009年2月8日	マレーシア	800
2009年3月11日	ベラルーシ	200
2009年3月23日	インドネシア	1000
2009年3月29日	アルゼンチン	700
2010年6月9日	アイスランド	35
2010年7月23日	シンガポール	1500
2011年4月18日	ニュージーランド	250
2011年4月19日	ウズベキスタン	7
2011年5月6日	モンゴル	50
2011年6月13日	カザフスタン	70
2011年6月23日	ロシア	不明
合計	13協定	8412

(注) 規模（億元）の項目の合計値である 8412 億元は対ロシアを除いた金額。

(出所) 中国人民銀行より報告者作成。

通貨スワップと聞いて、2000年5月に発行されたチェンマイ・イニシアティブ（CMI）を連想する人は少なくないはずだ。ここでは、近年の人民元建て通貨スワップ協定と CMI を比較するために、まず CMI の概要を簡単に振り返る。CMI とは、1997年から1998年にかけて起こったアジア通貨危機の再発防止を目的として、東南アジア諸国連合（ASEAN）の先行加盟国である5カ国⁶²と日本、中国、韓国の枠組みで、主に流動性危機に対して、短期の外貨資金⁶³を相互に融通するという二国間通貨スワップ取極のネットワークの総称である。二国間通貨スワップ取極は、原則として IMF の融資とリンクして発動されるが、通貨スワップ総額の20%以内であれば、独自の資金融通が可能である。また、2010年3月には、CMI のマルチ化（CMIM）が行われ、ASEAN の新規加盟国である5カ国⁶⁴の参加や2国間ベースの取極のネットワークを ASEAN+3 の全ての国において同様の効果が得られるように1本化することなどが決定された。CMI の特徴は、そのほとんどがドル建てであった点と、その目的が短期流動性危機へ対応するための外貨供給にあった点にある⁶⁵。

それに対して、2008年以降の人民元建て通貨スワップの特徴は貿易金融までカバーしている点であり、その主な目的は、①新興国や資源国との貿易関係の構築と強化、②貿易と投資の促進、③人民元建て貿易決済の補助の3つであると考えられる。

中国の持つ貿易構造が、東アジア諸国から輸入した中間財を国内で組み立てて完成した

⁶² タイ・マレーシア・シンガポール・インドネシア・フィリピンの5カ国。

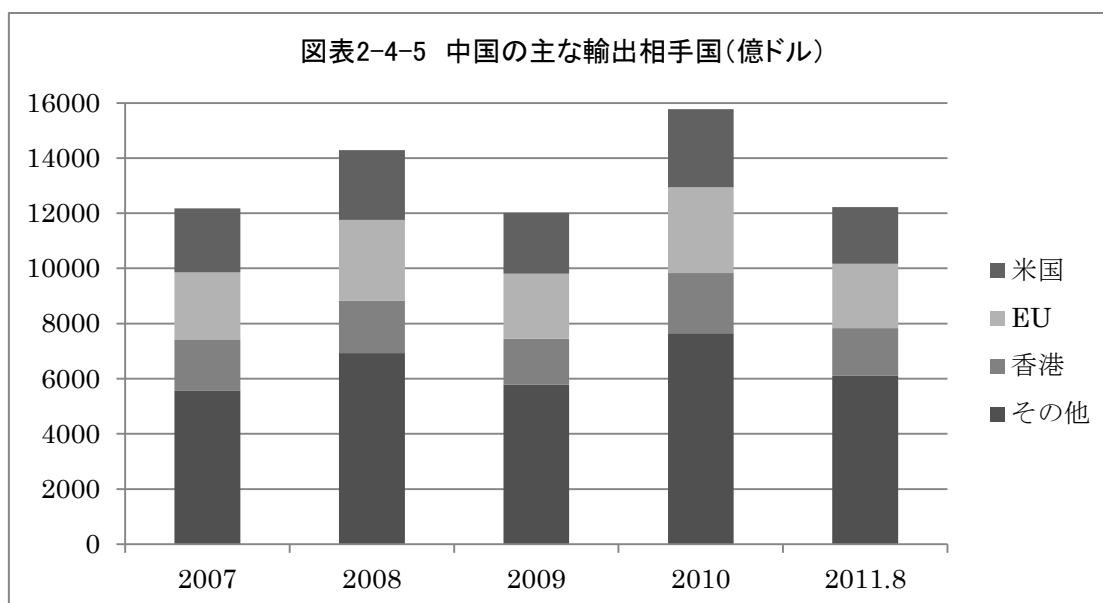
⁶³ ドル等の国際通貨や自国通貨。

⁶⁴ ブルネイ・ベトナム・ミャンマー・ラオス・カンボジアの5カ国。

⁶⁵ 松井(2009)。

第2章 動き始めた国際化

最終財を先進国に輸出する加工貿易であることは第1章で述べた通りであり、輸出先の大部分を米国とEUが占めている。図表2-4-5は、2007年以降の中国の主な輸出先を示したものであるが、米国・EU・香港の3国だけで平均的に50%以上を占めていることが分かる。さらに、中国のオフショア市場である香港を除いて考えても、中国の輸出先における、米国とEUの存在の大きさが見て取れる。しかし、輸出先が偏っているため、何らかの理由で貿易相手国の消費が減退した場合、中国の輸出産業が大きなダメージを受けてしまうことになる。実際、米国は2008年に世界的金融危機を引き起こし、EUは現在、ギリシャ問題に端を発する欧州債務危機に直面している。そのような事実を踏まえて、中国の経済成長に欠かせない輸出に傷がつかないように、中国政府は米国とEU以外の貿易相手国として、近年、成長が著しいアジアの新興国との関係強化に取り組んでいる。



(注) 2011.8は2011年1月から8月までの累計値。EUは27カ国。
(出所) 中国海関総署、中国経済データハンドブックより報告者作成。

第2章 動き始めた国際化

また、2009年に中国の貿易収支が大幅に落ち込んだ理由として、リーマンショックによるドルを始めとした国際通貨の流動性の減少が、世界規模で貿易決済に必要な外貨の不足を招いたことが挙げられる⁶⁶。また、主に外貨で決済される直接投資もこのような外貨不足の制約を受ける可能性がある。これらの問題を解消するために、ドルを介さない貿易システムを作り、対外的な要因で起こる外貨不足が貿易取引の縮小を引き起こさないように、貿易金融までカバーする通貨スワップ協定の締結を拡大しているものと思われる。

最後に、長期的な視点で見た場合、人民元建て通貨スワップ協定の究極的な目的は、人民元の国際化の推進にあると思われる。前述したように、現在中国政府は、国際化の一環として人民元建て貿易決済の拡大を進めている。その状況において、通貨スワップ協定を結び、人民元が他国の中央銀行に安定的に供給される経路を作ることで、貿易決済のための人民元の不足分を補い、人民元建て貿易決済をより円滑に拡大することが可能となる。また、この協定を国外に向けての人民元の拡散政策と捉えることもでき、その意味では、より直接的に人民元の国際化を意識したものであると言える。

以上のように、近年の通貨スワップ協定には CMI とは異なる目的があると言え、この協定を、短期的な危機回避のための政策というよりは長期的な人民元の国際化の手段の1つであるとする論調が多数派である。また2011年以降、協定の締結が加速していることから、人民元建て貿易決済の拡大に伴い、今後ともアジア内外において通貨スワップ協定の締結国は増加していくものと予想される。

(3) 香港オフショア市場

現在、香港が中国の人民元オフショア市場として注目を浴びている。一般的にオフショア市場とは、「非住所の資金調達・運用を国内金融市場から遮断し、中央銀行の金融政策や金融当局の金融秩序政策を回避した自由な国際金融取引を目指して創設されたもの」と定義することができる⁶⁷。つまり、現在の香港は、未だ多くの規制が残っている中国国内とは分離された人民元取引の中心地であると言えることができるが、その実態を捉えるため、香港オフショア市場が現在の形になるまでの規制緩和の経緯を時間軸に沿って以下に記す。

香港オフショア市場の起源は2004年に遡る。2004年2月、香港居住者に限り、香港所在銀行への人民元預金が解禁された。人民元の両替や大陸への送金も同時に解禁されたが、1日2万元が上限とされ、あくまで試験的なものであった。2005年11月には、特定7業種⁶⁸に限り法人向け人民元預金も解禁され、両替額は、個人の場合1日2万元の制限が残ったが、指定された業者に関しては、決められた方法でのみ、無制限に人民元を香港ドルに交換できるようになった。また送金額は、1日8万元に上限が引き上げられた⁶⁹。2007年6月になると、中国人民銀行による認可のもとで、発行体を大陸系金融機関に限定した、香

⁶⁶ 松井(2009)。

⁶⁷ 鳥谷(2011),p118。

⁶⁸ 小売、飲食、宿泊、交通運輸、通信、医療、教育の7業種。

⁶⁹ 鳥谷(2011)。

第2章 動き始めた国際化

港における人民元建て債券の発行が許可された。人民元建て債券発行の解禁は、人民元の運用機会の拡大として香港オフショア市場にとって大きな意義を持つが、この段階では発行体に制限があるだけに、盛り上がりには欠けていたと言える。

規制緩和の動きが活発化し始めたのは、人民元建て貿易決済が試験的に解禁された時期とほぼ同じ2009年6月であり、香港における人民元建て債券の発行が、外資系金融機関の現地法人にも認められた。また、同年9月には60億元の国債⁷⁰も初めて発行され、中国政府は、これを香港における債券価格のベンチマークと位置づけた。

2010年に入ると人民元建て債券発行が非居住者の海外企業にまで解禁され、事実上、発行体に対する規制は撤廃された。これに伴い、同年8月、マクドナルドが外資系企業としては初となる2億元の人民元建て債券を発行した。さらに同年7月19日には、人民銀行と香港金融管理局（HKMA）の間で人民元業務拡大に関する合意文書が調印された。これにより、企業が行う香港ドルと人民元の交換額の上限が撤廃され、香港で自由に決まる香港ドル/人民元の為替市場が形成されることとなり、後述する香港独自の人民元相場（CNH）が発生した。また、個人・法人を問わない人民元口座開設が認められ、人民元による自由な資金決済が可能となった。加えて、投資目的での人民元への交換許可や人民元建て金融商品に関する規制の緩和が行われたため、輸出入や直接投資、証券投資などの実需の裏付けのない人民元取引と多様な金融商品の利用が可能である、いわゆる「香港オフショア市場」が誕生する運びとなった。

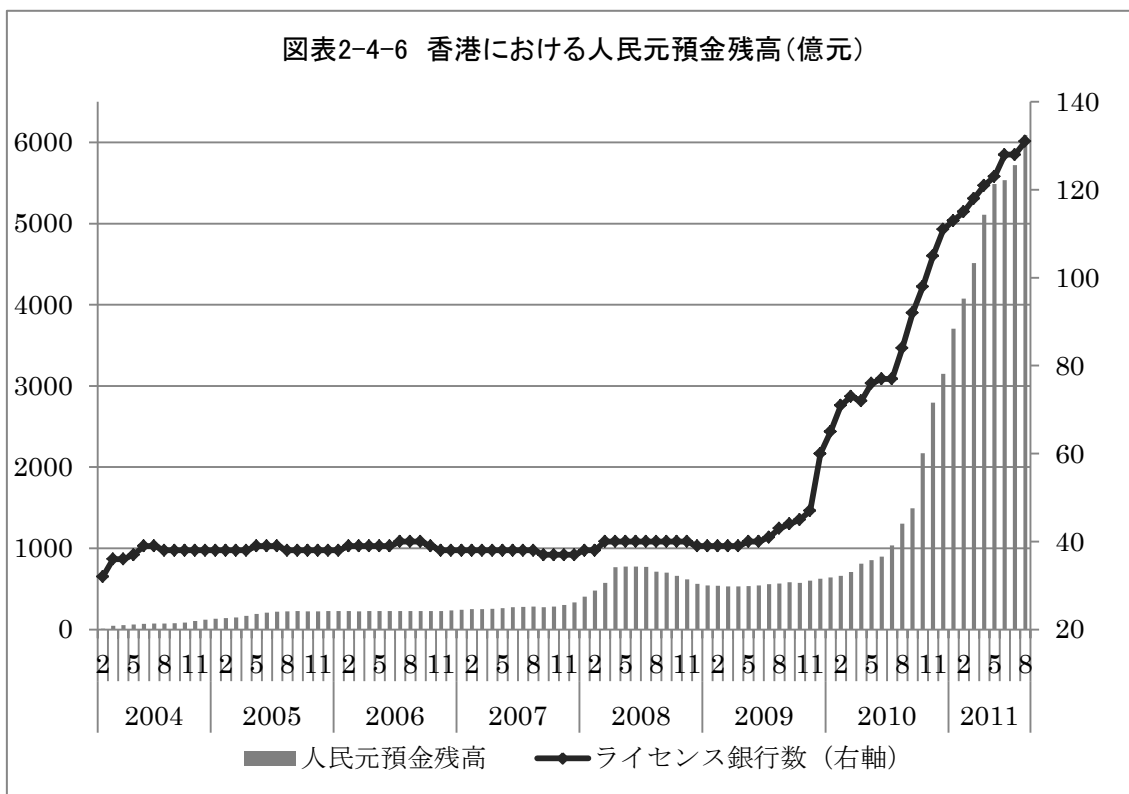
最近の動向としては、2011年2月に香港の中国銀行が人民元債券現先売買（レポ取引）を開始し、同年4月には人民元建て不動産投資信託（REIT）が上場された⁷¹。さらに9月になると、中国国内以外では初となる人民元建て金取引も開始された。

このような香港オフショア市場の成立と輸入中心の人民元建て貿易決済の拡大を背景に、主に中国の輸入企業によって売られた人民元は、香港の銀行における預金口座に積み上がった。香港における人民元預金残高は、規制緩和の動きが活発化した2010年後半から急激に増加し、2011年8月の時点で6090億元となった（図表2-4-6）。また、香港で人民元預金業務が可能であるライセンス銀行も2009年7月末時点の41行から、2011年8月末時点では131行に拡大している。現在では、香港の総預金残高の約1割を占め、毎月コンスタントに残高を増やしていると言われている⁷²。人民元預金残高の増加は、香港オフショア市場の規模の拡大を意味するので、今後とも香港オフショア市場の規模は拡大してくものと見られる。

⁷⁰ 内、50億元が個人投資家向けであり、10億元が機関投資家向けであった。さらに、2010年11月には、第2回目となる80億元の国債発行が行われた。

⁷¹ 村瀬(2011)。

⁷² 鳥谷(2011)。



(注) 右軸の単位は「行」。
 (出所) 香港金融管理局より報告者作成。

前述した通り、香港オフショア市場における重要な特徴として、大陸の中国当局の監視下にある上海市場の為替相場（CNY）とは異なる、香港オフショア市場独自の為替相場（CNH）が存在することが挙げられる。これらの異なる為替相場の存在により、人民元はいわゆる二重為替相場の状態にあると言え、前述したような裁定取引を可能としている。上海市場には中国外匯交易中心（CFETS）呼ばれる大陸銀行の為替清算取引所があり、国内銀行間の相互の為替取引の際には、CNYのもと、ここを利用することになっている。CNYは、中国国内における全合法的取引⁷³に適用されるため、原則として非居住者間の取引にはCNHが適用されるが、海外の銀行は中国との合法的取引に限って香港を経由して間接的にCFETSへのアクセスが認められており、CNYでの取引が可能となる。このように、実需に基づかない取引は香港オフショア市場で行い、為替相場面でも内外分離された状態を維持することで、国内への影響を最小限に抑えながら香港オフショア市場の発展を図っている。従来、CNHはCNYより対ドル元高であり、2010年10月にはCNY6.64元に対しCNH6.47元となって乖離幅が2.5%にまで広がったが、現在は縮小傾向にある。

香港オフショア市場の発展の意義とは何か。香港オフショア市場は、その性格から「人民元国際化」の1つの手段であると位置づけることができる。ここで注意すべきことは、

⁷³ 輸出入、サービス取引などの経常取引や直接投資、証券投資などの資本取引。

第2章 動き始めた国際化

香港オフショア市場は「国際通貨化」には必要なプロセスだが、国際通貨になった後は、人民元と国内市場に関する規制が撤廃され、上海市場が国際金融センターとして機能することになるため、その存在意義が無くなってしまうことである。それを踏まえた上で、以下に香港オフショア市場の意義を整理する。

1つ目は、香港において規制の少ない形で人民元業務が拡大することにより、人民元建て貿易決済を促進する点である。香港オフショア市場で人民元建て債券や様々な金融商品の利用が解禁されたことにより、人民元建て貿易決済により流出した人民元の運用機会が増え、人民元を保有することに対するインセンティブが増大する。その結果、人民元が国外で流通する機会も増加し、人民元建て貿易決済にも拍車をかけることになる。また現段階では、香港が人民元国際化の中心地であり、この市場規模の拡大は国際化の進展に直結することからも、香港オフショア市場は重要な意義を持っていると言える。

2つ目は、国内市場の開放のための金融改革の時間稼ぎをすることである。中国の金融市場は未発達であり、そのことが国内市場の開放ができない理由の1つとなっている。国内市場が開放されれば、香港オフショア市場の地位が無くなることは前述した通りであるが、香港オフショア市場を最終目標ではなく、短期の暫定的な措置と捉えることもでき、中国経済に大きなショックを与えない漸次的な改革のための単なる時間稼ぎであるとも言えることができるのである。

3つ目は、人民元の切り上げを見込んで流入するホットマネーを香港に引きつけ、国内への短期資金流入圧力を緩和することである。中国にホットマネーの流入があることは第1章で述べた通りであるが、逃げ足の速いホットマネーは中国経済を不安定にする要因になるため、中国政府もその流入を極力抑えたい。そこで、香港で人民元業務を拡大することにより、ホットマネーの流入先を中国国内と香港に分散させる狙いがあると思われる。

4つ目は、一旦は海外に流出した人民元を国内に還流させるための「管理・貯水センター」としての役割を果たす点である⁷⁴。つまり香港オフショア市場は、人民元が海外でどのように受け入れられ、扱われるかのデータを取るための実験場に過ぎないという見方である。そのように考え得るロジックは次の通りである。まず、香港オフショア市場における人民元の原資は、人民元建て貿易決済の支払い代金や通貨スワップ協定による公的金融などに限定されており、香港では人民元不足の傾向にあると言ってもよい。一方、2010年8月より、中国人民銀行から許可を受けた香港や海外の銀行に限り、大陸の銀行間債券市場での人民元の運用が解禁された⁷⁵。これにより、香港の銀行に積み上がった人民元預金は、資金運用機会が限定されていることから、大陸の銀行間債券市場に還流することとなる。さらに、香港における人民元建て債券発行によって調達された資金の大陸への持ち込みも中国人民銀行の承認付きで可能であるため、大陸内での事業資金として還流する。このように、極めて限定的に国外に流出した人民元が、香港を経由して中国国内に還流するルートが構

⁷⁴ 鳥谷(2011)。

⁷⁵ 運用先としてのみの解禁であり、香港の銀行が同市場から資金調達をすることはできなかった。

第2章 動き始めた国際化

築されていることから、香港オフショア市場には、上記したような4つ目の意義があると考えられる。

以上のことから、香港オフショア市場は、「人民元の国際化の促進のための拠点」と「人民元の国際通貨化までの一時的な措置」という2つの性格を持っていると言える。しかし、世界経済の先行きが不透明になっている現状や人民元国際化のための試作が次々と打ち出されていることを考慮すると、現段階では前者の意味合いの方が強いものと思われる。その文脈で考えると、香港オフショア市場は規制緩和傾向にあると言えるので、少なくとも短期的には、さらにその規模を拡大していくであろう。

(4) 自由貿易協定

自由貿易協定（FTA）とは、2国間や多国間で締結される、関税・輸出入の数量制限・外資規制などの貿易障壁を相互に取り除き、モノやサービスの貿易や投資の自由化を図る取り決めである。FTAを締結すると、貿易の活性化や国内産業の競争力の向上に加え、締結国間の経済関係が緊密化し、実質的に一体感のある市場を形成することができると言われる。人民元国際化のメニューとして、FTAの締結はあまり一般的でないが、本稿においては、次に挙げる2つの理由から人民元国際化に関連するものとして取り上げる。

1つ目は、FTAの締結が人民元の国際化のメインエンジンである人民元建て貿易決済を推進することである。一般的に、関税撤廃などの措置は貿易を促進させる効果を持つとされるため、人民元建ての取引についても同じことが言え、人民元建て貿易決済の拡大を促すと考えられる。

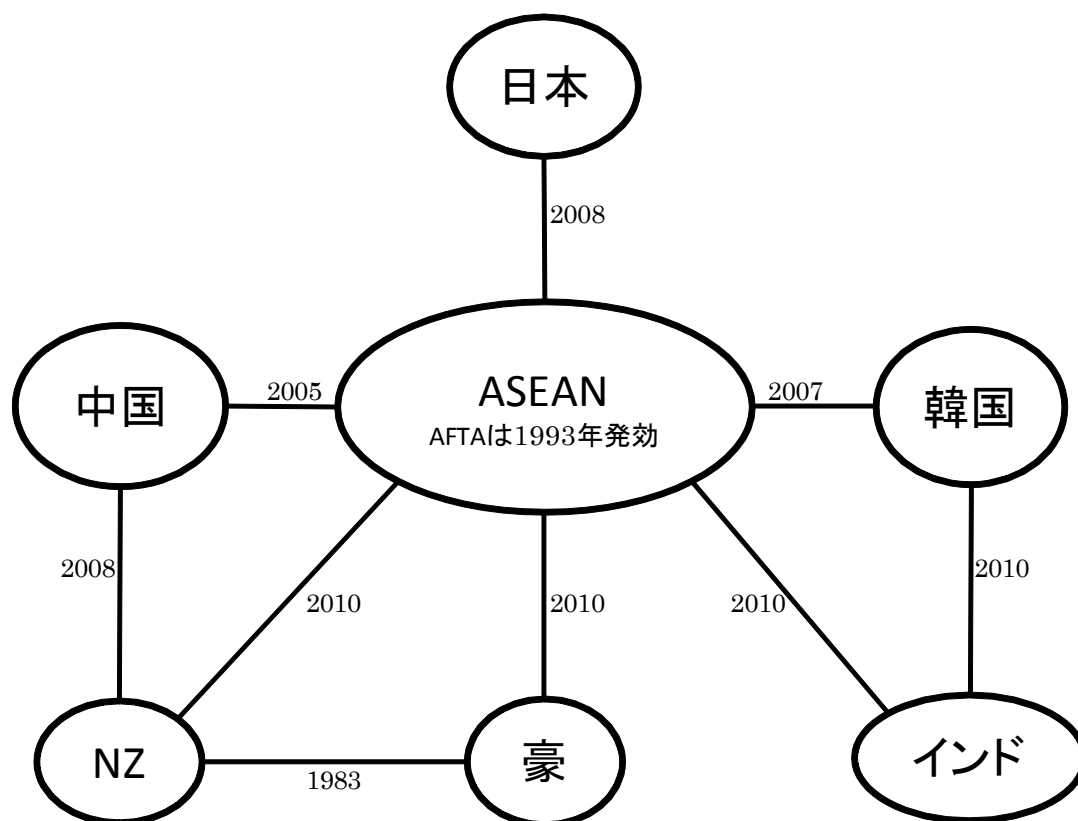
2つ目は、アジアにおいてFTAネットワークの構築により自由貿易圏を完成させることは、アジアの地域経済統合を強力に押し進め、人民元の地域通貨化の土壌となることである。地域通貨化の概念等の詳細は次節で解説するが、簡単に言えば、アジア域内で人民元が、第3国間を結ぶ為替媒介通貨としての役割を果たすことである。その意味で、FTA網の構築は、次章のテーマである人民元の国際通貨化とも密接に関係していると言える。

それでは、現在の東アジア⁷⁶におけるFTAネットワークはどの程度構築されているのか。図表2-4-7は2011年1月時点での東アジアにおけるFTA締結状況と示したものであるが、これまでに域内で発効されているFTAは9件に及び、域内の全ての国がASEANをハブとしてFTAで繋がることとなった。また、表記はしていないが、中国とオーストラリア間などの現在交渉中のFTAが7件、産官学共同研究段階にあるFTAが5件となっている⁷⁷。

⁷⁶ 本稿では、東アジアの枠組みをASEAN+6（ASEAN加盟10カ国・日本・中国・韓国・オーストラリア・ニュージーランド・インドの計16カ国）とする。

⁷⁷ 表記してあるFTAの発効件数の中には、個々のASEAN加盟国との間で締結されたFTAは含まれていない。

図表 2-4-7 東アジアにおける FTA 締結状況



(注) 2011年1月時点。図表中の数字は発効年。豪はオーストラリア、NZはニュージーランドの略称。
 (出所) JETRO 資料より報告者作成。

中でも特筆すべき点は、ASEAN 先行加盟 6 カ国⁷⁸が 99.1%⁷⁹の品目について域内関税を撤廃し、2010年1月をもって ASEAN 自由貿易地域 (AFTA) が実質的に完成したことである。そもそも、AFTA 実現のため、1993年に発効された「共通実効特惠関税 (CEPT) 協定」と 2008年に発効された、その改訂版である「ASEAN 物品貿易協定 (ATIGA)」により、域内において一部除外品目以外の自由化対象品目の関税を一定期間内に 0~5%へと引き下げ、さらに遅くとも 2015年までに域内関税を全廃することが決定された。これにより先行加盟 6 カ国は 1993年から関税率を段階的に引き下げ、2002年に第1段階を達成し、2010年には第2段階の達成にこぎつけた。ASEAN 新規加盟 4 カ国⁸⁰も 2010年に第1段階を達成し、2015年までには全廃する予定である。

このように ASEAN+1 という形での東アジアにおける FTA ネットワークは完成したが、ASEAN を介さない周辺主要国間の FTA の件数は依然として少数である。これを受けて近年、東アジアの主要国間の FTA を一本化し、面的にカバーする広域 FTA の構築に向けた

⁷⁸ タイ・マレーシア・シンガポール・インドネシア・フィリピン・ブルネイの 6 カ国。

⁷⁹ 石川 (2010)。

⁸⁰ ベトナム・ミャンマー・ラオス・カンボジアの 4 カ国。

第2章 動き始めた国際化

動きが出てきている。現在、構想が打ち出されている東アジアの広域 FTA として、ASEAN+3⁸¹による「東アジア自由貿易協定 (EAFTA)」、ASEAN+6 からなる「東アジア包括的経済連携 (CEPEA)」等の複数の枠組みがある。これらの広域 FTA の多くは、政府間予備協議中であり、その締結には時間を要すると思われる。

東アジアにおける広域 FTA の発効が遅れている最大の原因は、域内 3 大貿易大国である中国・日本・韓国の間での FTA が締結されていない点である。広域 FTA がどのような枠組みで構築されようと、この 3 カ国の参加は不可欠であり、経済的な結び付きも強い 3 カ国にとって、この締結は急務であると言える。

このように東アジア全域で FTA ネットワークの構築が活発化している中、日韓との交渉こそ遅れているものの、中国も積極的に動いている。中国は 2011 年 1 月時点で、東アジアにおいて 7 件の FTA を締結している (図表 2-4-8)。ASEAN 加盟国との 2 国間 FTA がメインではあるが、その他の国々との締結に向けた動きを加速させている。2010 年 1 月には、「中国・ASEAN 自由貿易協定 (ACFTA)」に基づいて、ASEAN 先行加盟国と中国の間で、約 89%の品目において関税が撤廃された⁸²。しかし、一部除品目の中には自動車や電機製品の完成品などが含まれており、ASEAN・中国間で完全な自由貿易圏ができたとは言えない。新規加盟国についても、2015 年までに一部除外品目関税を除いて関税を撤廃する取り決めがなされている。

図表 2-4-8 東アジアにおける中国の FTA 締結状況

	相手国	発行時期
〈発効済〉	タイ	2003年10月
	マレーシア	2004年3月
	インドネシア	2004年7月
	ASEAN	2005年7月
	フィリピン	2006年1月
	ニュージーランド (NZ)	2008年10月
	シンガポール	2009年1月
〈交渉中〉	オーストラリア (豪州)	-
〈共同研究段階〉	インド	-
	韓国	-
	日本・韓国・ASEAN	-
	日本・韓国・ASEAN・インド・豪州・NZ	-

(注) 2011 年 1 月時点。

(出所) JETRO 資料より報告者作成。

⁸¹ ASEAN 加盟 10 カ国・日本・中国・韓国の計 13 カ国。

⁸² JETRO 資料より。

第2章 動き始めた国際化

では、ACFTA を中心に中国が周辺諸国と FTA の締結をする目的は何であるのか。FTA 締結には、大きく分けて経済面と政治面の 2 つの目的があると考えられる。経済面の目的とは、自国の経済成長率維持のために輸出・投資先や資源を確保することである。政治面の目的とは、農産物の自由化やインフラ面での経済協力を通して相手国へ利益供与を行うことにより、中国脅威論⁸³を解消し、政治的な影響力を強めることである⁸⁴。FTA の締結は国家間の緊密化ももたらすため、それを通じて同地域における中国のプレゼンスを高めることにより、自国の政治や安全保障の実現を図っているものと考えられる。

これらの両側面から見た中国の目的は、人民元の国際化や地域通貨化の動きとも合致する。なぜなら、人民元の国際化のためには貿易の拡大が必要であり、人民元がアジアで地域通貨となるためにはアジア域内における中国のプレゼンスの増大が不可欠であるからだ。いずれにしても、アジアは高成長率の新興国がひしめく、今最も注目されている地域であることは間違いない。高い潜在成長率と消費市場規模の拡大を内在するアジアの内需を取り込むという文脈で、東アジアの広域 FTA の締結及びアジアの地域経済統合は多大な意義を持つ。

2.5 国際化の方向性

リーマンショックが起こった 2008 年以降、人民元国際化に向けた動きは拡大の一途を辿っている。中国政府は、前節に挙げた 4 つの方法で人民元の国際化にアプローチしているが、その手順を簡単にまとめると次のようになる。まず、人民元建て貿易決済や直接投資決済を通じて人民元を国外に流出させ、周辺国・地域における人民元の存在感を高める。次に、各国の中央銀行と人民元建て通貨スワップ協定を結ぶことにより国外で不足する人民元資金を補い、さらなる流通量の拡大を図る。そのようなルートで流出した人民元を保有する外国勢に対して香港にオフショア市場を開き、運用手段を提供することで、人民元保有のインセンティブを高める。最後に、人民元が広がった周辺主要国との間に FTA を結び、地域経済統合を進めることによって、アジアにおける人民元の地位を確立するという流れである。

人民元建て決済等による人民元の国際化はさらに拡大すると思われるが、そのように言える背景には華僑・華人の存在があることを忘れてはいけない。ASEAN の主要国であるタイ・シンガポール・インドネシア・マレーシアなどの GDP の約 7 割は華僑・華人が掌握しており、文化的にも中国南部と一体化している⁸⁵。また、ASEAN と中国大陸を繋ぐ国際金融市場である香港にも古くから華僑・華人系資本が進出しており、彼らは中国国内での資本取引による収益を香港経由で外部に送金できると言われている。このような華僑・華人社会の存在に人民元が東アジア域内で浸透する基盤があると言える。

⁸³ 経済面・軍事面等において中国が影響力を強めてきたために、中国の存在が周辺国や世界規模での脅威となるという説。

⁸⁴ 福地(2010)。

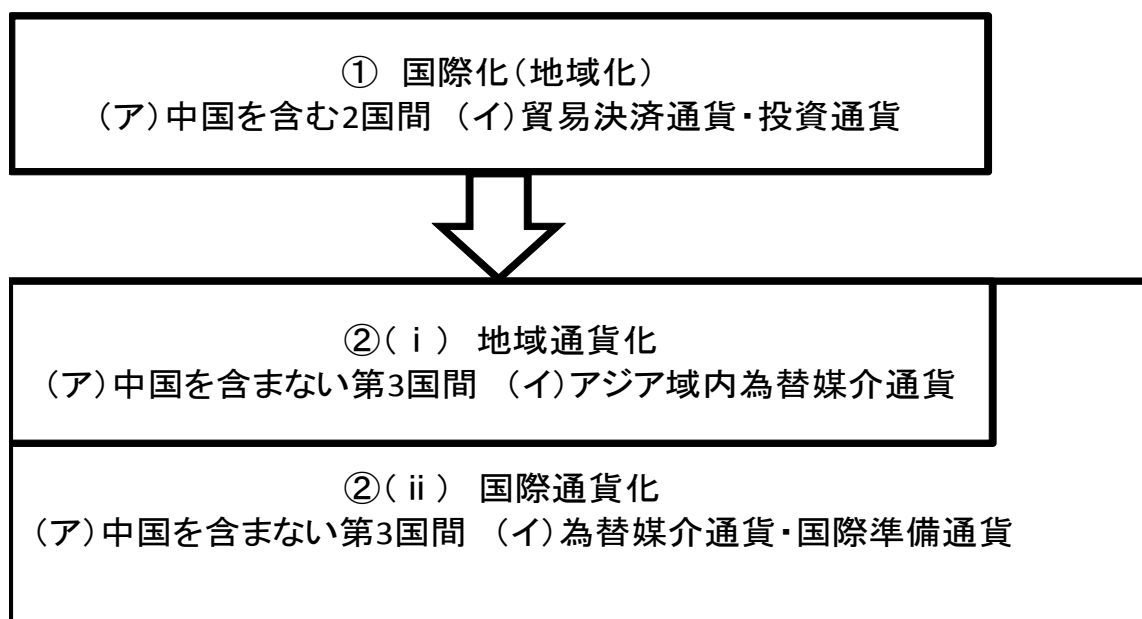
⁸⁵ 田村(2010)。

第2章 動き始めた国際化

繰り返し強調するが、人民元国際化の目的はドルに依存してきた体制からの脱却であり、それを達成することで、中国は本章第2節で触れたような様々な利益を一部享受できるようになる。このことは、今後とも中国が安定的な経済成長を果たすために必要なことであると言えよう。

それでは、人民元の国際化や次章のテーマである人民元の国際通貨化はどのように進展していくべきであるのか。これについては、すでに様々な議論・研究がなされており、有名なものに2つの「3ステップによる段階的な進展」という議論がある⁸⁶。1つ目は、周辺化・地域化・国際化の3段階を踏むものである。2つ目は、通貨機能面から見たものであり、貿易決済手段・運用手段・国際準備通貨の3ステップとされている。しかし、これらが想定する国際化・国際通貨の概念が本稿で定義した概念と一致せず、混乱を招くため、本稿では2つの議論を整理・統合して、新たな人民元の国際化・国際通貨化に向けた3ステップを設定する（図表2-5-1）。

図表 2-5-1 国際化・国際通貨化の3ステップ



(注) (ア) が取引における枠組みであり、(イ) が通貨機能である。
(出所) 野村資本市場研究所 (2009) を参考に報告者作成。

⁸⁶ 詳細は、野村資本市場研究所(2009)を参照。

第2章 動き始めた国際化

第1段階は国際化、又は地域化である。本稿において、人民元の国際化を「中国を含む2国間の取引において人民元が利用され、貿易決済通貨・投資通貨として、顧客レベル機能を満たす過程」と定義しており、人民元の国際化の概念には周辺地域に人民元が浸透する過程も含まれるため、国際化と地域化が同義となる。2009年より周辺諸国と人民元建て貿易決済が開始され、拡大傾向にあるものの、2010年時点で中国の貿易総額に占める割合は2.6%とわずかなものに止まっている。よって、現在の人民元は第1段階の初期にあると言える。

第2段階は、地域通貨化である。本稿では、人民元の国際通貨化を「中国を含まない第3国間の取引において人民元が利用され、為替媒介通貨・国際準備通貨として、銀行間レベル・公的レベルの機能を満たす過程」と定義している。つまり、地域通貨化とは、アジア域内における人民元の国際通貨化を意味している。この段階からは、次章で後述する中国における資本規制撤廃などの課題の達成が不可欠になってくるため、実現への道のりは遠いものと考えられる。

第3段階は、国際通貨化である。これは人民元が世界的に為替媒介通貨として機能し、最終的には、現在のドルやユーロと同じように各国の中央銀行が準備通貨として保有するようになることを指している。

以上の3ステップが人民元の国際化・国際通貨化の方向性であると言えるが、第1段階から第2段階にステップアップするために超えなければならない壁は高く、未だタイムスケジュールは見えてこない。また、そもそも現状での人民元建て貿易決済の8割が香港向けであり、それだけで第1段階の国際化が進展していると言うことは非常に安易である。香港では人民元の規制緩和が進み、運用機会が増えているものの、対中国での貿易決済に使用されるか否かは別問題である。というのも、貿易相手国が人民元の利用により利益が得られると判断する必要があるからだ。では、貿易相手国の利益が最大化し、人民元建て決済の魅力が増す瞬間とはどのような時であるのか。それは、為替変動リスクのヘッジが見込める場合である。日本やASEANなどの東アジア諸国のほとんどが貿易立国であり、その貿易相手国は輸出・輸入の両方で中国が第1位である。つまり、東アジア諸国は中国経済の影響を受けやすい状況にあると言える。その中で、為替リスクを抑えることができる状況とは、具体的に言うと、①ドルが減価し続ける、②安定的に元が切り上がるという2つの条件を満たした時である。

①に関しては、長期的なドル安傾向が今後とも続くようならクリアできるであろう。②に示したように安定的に元高で推移するためには、現在行っている為替介入を取りやめ、市場の需給に任せた完全フロート制を実現する必要がある。また、各種の規制等により市場での人民元の信認は低いため、そのような不安要素を取り除いて人民元の安定をアピールしなければならない。その意味では、人民元の国際化と並行する形で、図表2-5-1では矢印で示したような人民元が国際通貨になるための条件もクリアしていかなければならないと言えるかもしれない。

第2章 動き始めた国際化

さらに現在、人民元より信認のある通貨としてユーロと円が存在する。欧州債務危機でEU経済は低迷し、日本も財政状況では世界最低クラスであるが、昨今のように世界的に経済が不安定な状況では、ユーロも円も安全資産として買われる。つまり、通貨の信認の慣性力は強いため、少なくとも対中貿易において、人民元はそれらの通貨より魅力的になる必要がある。いずれにせよ今後の課題は、香港以外の国との間で人民元建て貿易決済を拡大させることであり、「人民元の国際化」を達成するだけでも前途多難であるが、その先に見据える「人民元の国際通貨化」の達成はさらに厳しいと思われる。そこで、第3章では「人民元が国際通貨となるために満たすべき条件」について論じ、人民元の今後の動向を探る。

第3章 空前絶後の国際通貨化

3.1 はじめに

米国のサブプライムローンに端を発する金融危機や欧州債務危機によって、これまで国際通貨の役割を果たしてきた2大通貨の安定性が揺らいでいる。中国の人民元はドル、ユーロに匹敵する通貨となり、アジア地域ひいては世界に安定をもたらすことができるのだろうか。第2章で人民元の国際化について述べてきたが、すでに動き出していることが分かった。それでは、次の段階の国際通貨になることは可能だろうか。本章ではその可能性について論じる。

すでに述べたが、本稿では人民元の国際通貨化を「中国を含まない第3国間の取引において人民元が利用され、為替媒介通貨・国際準備通貨として、銀行間レベル・公的レベルの機能を満たす過程」と定義している。特定国国民通貨の国際通貨化の条件⁸⁷には①通貨価値が安定していること⁸⁸、②世界経済の再生産における中心的な地位とそれに基づく大規模な輸出入の存在、③当該国の金融市場の国際金融市場としての発展⁸⁹の3つの条件がある。中国は新興市場国であり、人民元が全世界に流通する通貨になるのは長い時間を要すると考えられることに加え、米国周辺や欧州ではすでにその地域に根を張った通貨があることから、ここではアジア域内で人民元が国際通貨化するかどうかを議論する。その際にアジア域内の国際通貨化の失敗例として円と、域内の国際通貨化の成功例としてマルクと比較して人民元の国際通貨化の条件を探る。また人民元の国際通貨化に必要な資本移動規制撤廃を実現するために「国際金融のトリレンマ」の観点から金融市場の整備、変動為替相場への移行、資本移動規制の撤廃の順番で進めていくことが望ましいと考え、それぞれの現状と課題、今後の展望について述べる。

3.2 他通貨との比較

(1) マルクとの比較

マルクは1979年にスタートしたEMS⁹⁰で制度全体の通貨安定のアンカーを提供した。その理由として、ドイツ連邦銀行の通貨安定最優先の政策により、マルクの価値がヨーロッパ域内で最も安定していたことが挙げられる。1985年4月、ドイツ連銀がマルク建て外債発行の規制緩和に関する声明を発表し、ドイツの金融資本市場における残存規制が緩和され始めると、マルク対EMS諸国通貨の外国為替取引が著増した。

⁸⁷ 上田孝夫・藤田誠一・向壽一(2007) p65。

⁸⁸ 国際通貨が準備通貨として保有され、支払い手段として機能するための基本的な条件。

⁸⁹ 国際通貨による為替決済を低コストで行うためには、多数の為替銀行が手形の売買を行い、銀行間での決済業務を行っていることが求められるため。また、各国、角為替銀行にとって支払資金が不足した時には必要な資金を低コストで調達でき、逆に過剰になったときには有利に運用できる金融市場の存在が不可欠である。

⁹⁰ ヨーロッパ通貨制度(European Monetary System)。

第3章 空前絶後の国際通貨化

マルクが欧州において国際通貨化、つまり為替媒介通貨となったのは1989年から1992年にかけてである。為替媒介通貨として用いられるのは取引コストが低い通貨であり、取引コストは取引規模に反比例し、為替リスクに比例する。1989年から1992年にかけての4年間、マルクは欧州地域において他通貨よりも優位な取引の厚みと為替相場の安定性を獲得していたと考えられる。1992年の外国為替市場の通貨別取引高はドルの約5割にまで及んでおり、それ以外の通貨を圧倒している（図表3-2-1）。また、図表3-2-2を見ると、欧州通貨がマルクと交換されていることから、この時期にマルクは為替媒介通貨として機能していたことが分かる。

図表3-2-1 世界の外国為替市場通貨別取引高の分布(左)

図表3-2-2 1992年の外国為替で交換された通貨ペアの比率(右)

	1989	1992	1995	1998	2001	1992	
						Amount	% share
米ドル	90	82	83.3	87.3	90.4	192	25
ユーロ	0	0	0	0	37.6	19	2
ドイツマルク	27	39.6	36.1	30.1	0	13	2
フランスフラン	2	3.8	7.9	5.1	0	43	6
ECUとEMS内他通貨	4	11.8	15.7	17.3	0	155	20
日本円	27	23.4	24.1	20.2	22.7	77	10
スターリングポンド	15	13.6	9.4	11	13.2	49	6
スイスフラン	10	8.4	7.3	7.1	6.1	25	3
カナダドル	1	3.3	3.4	3.6	4.5	18	2
オーストラリアドル	2	2.5	2.7	3.1	4.2	48	6
スウェーデンクローナ	...	1.3	0.6	0.4	2.6	18	2
香港ドル	...	1.1	0.9	1.3	2.3	23	3
シンガポールドル	...	0.3	0.3	1.2	1.1	13	2
新興国市場通貨	...	0.5	0.4	3	5.3	10	1
その他	22	8.5	7.9	9.3	10	6	1
全通貨	200	200	200	200	200	21	3
						20	3
						3	0
						25	3
						778	100

(注) 左図は2通貨が各取引に含まれるため個々の通貨のシェアの合計は100%ではなく200%となる。

(出所) 両表 BIS より作成。

図表 3-2-3 マルク国際通貨化の背景

1	西欧域内におけるマルク建ての実需取引が大きい
2	1985年以降、EC統合が深化
3	2に伴って域外からの資本移動や域内資本移動が活発化
4	1985年のOPEC総会以後原油価格が急落
5	米国の経済収支・財政収支が著しく悪化し、米国の地位が低下
6	1985年のプラザ合意以後ドル相場が暴落
7	EMSが成果を上げ、マルクを焦点として西欧諸国通貨の為替相場が安定化
8	ユーロマルク市場の発展

(出所) 井上伊知郎(1994),p237 を参考に作成。

しかしながら、米国に比べるとドイツの経済規模・金融及び外為市場は小さく、規制も残っていた。それにもかかわらずマルクが為替媒介通貨となり得たのは、ドイツ国内だけでなく外部の要因も大きく関与していたためである。マルクが国際通貨となり得た背景を図表にまとめた(図表 3-2-3)。大きく見るとドイツ自身の努力(1,4)、欧州地域の制度改善(2,3,7,8)、ドル信認の低下(5,6)に分けられる。ドル・バブルやプラザ合意によるドルの乱高下は、それまで欧州通貨同士を交換するのに媒介通貨として米ドルを使用していたディーラーに、安定時期に入っていたマルクを為替媒介通貨として用いることで取引コストを押さえさせようとした。

(2) 円との比較

現在中国が置かれている状況は1960年代、70年代の日本と高度成長や国際収支黒字、外貨準備の増加、通貨切り上げ圧力などの点で共通している。また、順番は多少前後するものの、為替政策の進捗具合も当時の日本と類似している(図表 3-2-4)。

高度経済成長期の中、1985年のプラザ合意によって日本円は1ドル=約235円から1年半という短い間に1ドル=140円台まで円高になり、日本の国際的地位の拡大を示した(図表 3-2-5)。これに乗じて円の国際化が政策として盛り込まれ、1980年代までには円国際化に向けた貿易や為替・資本取引の自由化、金融自由化がある程度整備された。しかし、その後の円高不況やバブル崩壊とそれに伴う日本経済の低成長を背景に円の役割は停滞し、さらには国際的に円金利が低位で推移して債券利回りが優位でなかったことが重なったため、国際化の最適期を逃し、政策は失敗に終わったと考えられる。特に円高不況下の日本では、円高になっても値段を上げずに売ればよいと考えられていたため、労働者の賃金を低く抑え、余剰人員を減らして国内物価を高く維持し、そこからの利益で生き延びようとした⁹¹。こうして国民は失業の不安におびえ、豊かな生活を送ることができず、不景気の時代が訪れた。円高への対応策としては円建て輸出への切り替えがあるが、実際は円によ

⁹¹ 佐藤(1995)。

第3章 空前絶後の国際通貨化

る貿易決済は増加しなかった（図表 3-2-6）。その理由としてドル建ての圧倒的優位性と円の国際化の遅れが挙げられ、日本企業もドル建てでリスクヘッジを行う手段を取り入れていた。また、このころの日本企業は海外進出に躍起になっており、多くの輸出企業では為替リスクを回避する目的で円建て契約や決済を選択する必要性が小さかったことも挙げられる⁹²。このように日本企業でさえ円建て決済を避けているため、アジア各国ではさらに円を敬遠していたと考えられる⁹³。

こうした問題は日本経済に対する信認に関わり、円が国際通貨として広く受け入れられるためには、前提条件として不良債権処理による金融システムの速やかな安定と景気回復による内外の信認回復と向上、そのための中長期的なマクロ経済バランスの回復が不可欠であった⁹⁴。

図表 3-2-4 日本と中国の為替政策の比較

日本		中国	
		改革開放政策実施	1978
		→ IMF加盟	1980
1945	複数為替相場制採用 / 二重相場制導入		1981
		対内直接投資自由化	1992
1949	大部分の価格規制と配給制廃止 / 国内配給切符廃止		1993
	複数為替相場制廃止 / 二重相場の一本化		1994
	米ドルペッグ制への移行 / 実質的な米ドルペッグへの移行		
1950	外貨集中制の採用		
1952	IMF加盟 ←		
1955	GATT加盟 ←		
1960	非居住者自由円勘定導入		
1964	IMF8条国移行		1996
		→ WTO加盟	2001
1971	変動相場制への移行と切り上げ / 対米ドルレート小幅切り上げの約束		2005
1972	外貨集中制度廃止		2007

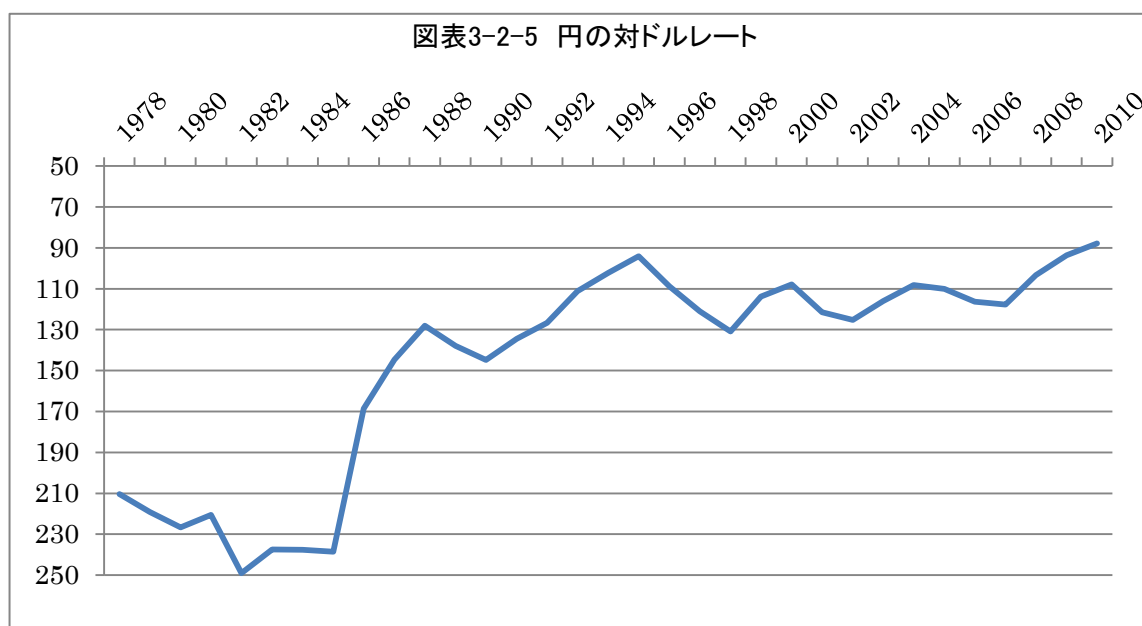
（出所）荒巻(2004),深尾(2006)を参考に作成。

⁹² 大野・福田(2001)。

⁹³ 佐藤(1995)。

⁹⁴ 財務省ホームページ。

第3章 空前絶後の国際通貨化



(出所) NEEDS-Financial QUEST より作成。

図表 3-2-6 貿易取引通貨別比率(日本からアジアへの輸出)(%)

	1992年9月	1993年9月	1994年9月	1995年3月	1995年9月	1996年3月	1996年9月	1997年3月	1997年9月	1998年3月	2000年後	2001年前	2001年後	2002年前	2002年後	2003年前	2003年後	2004年前	2004年後	2005年前	2005年後	2006年前	2006年後	2007年前	2007年後	2008年前	2008年後	2009年前	2009年後	2010年前	2010年後	2011年前	
米ドル	42	44	48	50	53	54	51	52	50	49	48	49	48	49	47	45	45	45	46	47	49	48	49	50	50	48	50	51	51	50	49	49	
円	52	53	49	47	44	44	46	46	47	48	50	49	50	49	51	53	53	53	53	52	50	51	50	48	49	50	48	48	48	48	49	49	
タイ・バーツ												0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	0.8	0.8	0.5	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	
シンガポール・ドル											0.5	0.5	0.3																				
台湾ドル														0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2					
香港ドル												0.4	0.4								0.2								0.2	0.2			
ドイツ・マルク												0.3																					
ユーロ														0.3	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.2						0.2	0.2			0.2	0.2	
韓国ウォン																						0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
その他	5.9	3.2	3.1	2.9	2.3	2.3	2.4	2.7	2.7	2.9	0.6	0.8	1	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7	0.8	0.9	1.1	

(注1) 1998年以前は該当月、2000年以降は上半期または下半期の統計。

(注2) 1998年以前は円、米ドル、その他の3種類に分類。

(注3) 各期間上位5通貨とその他のみ表示。

(出所) 「円の国際化推進研究会報告書」財務省1998年以前、「貿易取引通貨別比率」財務省(2000年以降)より作成。

図表 3-2-7 マルクと円、人民元の比較

	マルク	円	人民元
ドル信認低下	○	○	○
経済規模	△	○	○
周辺地域のドル依存度	×	○	△
周辺地域との取引の厚み	○	△	今後○
周辺地域との宗教観の一致	○	×	×
金融市場の整備	△	△	△
為替安定制度の有無	○	×	△

(注1) ○は当てはまる、×は当てはまらない、△はその間を表す。

(注2) 周辺諸国とは、その通貨を発行する国の周辺を指す。

(出所)筆者作成。

(3) 他通貨を通して見る人民元

これまでの2項ではマルクと円それぞれの成功及び失敗要因を述べてきた。ここでは2通貨と人民元を比べることで、人民元国際通貨化の必要条件を導き出したい。3通貨の比較を表に現したのが図表 3-2-7 である。

3通貨に共通する点として、国際通貨化が叫ばれた時点でのドル信認の低下がある。1970年から1980年代はニクソンショックやオイルショック、プラザ合意によって他通貨に対するドルレートは大きく通貨安に動き、その後もしばらく乱高下した。現在も米国債格下げや実質実効為替レート(図表 1-3-4)に見られるように、ドルの地位や将来への透明性は低下している。欧州債務問題も同時に起きていることから、人民元に対する信頼が相対的に大きくなってもおかしくない。また、金融市場の整備も共通して未完成である。

それでは国際通貨化の鍵となるマルクと円の相違点、さらにはそこから考えられる人民元の課題について言及したい。相違点としてはまず米ドルの慣性が挙げられる。ドイツがフランスと政治、経済、文化、軍事分野に及ぶすべての分野で脱米という政治意思を共有していた⁹⁵のに対し、20世紀後半のアジアは完全に米国、ドルに依存していた。一度決済通貨として特定国通貨が使われると引き続き使われる性質があり、この「アジアドル圏」を支える前提条件として、各国の高い対米輸出依存度や、覇権国としての米国の高い信用、発達した米国の金融資本市場と、それによるドル調達・運用の利便性などがあった⁹⁶。アジア通貨危機以後はアジア域内の多くの国が変動相場制に移行したものの、それ以前は各国の為替制度が緩やかなドルペッグになっていたために円を取引すると為替リスクが大きくなるのに加えて、輸出で国を支えようとするアジア諸国にとって円リンクは自国の商品を高くしてしまうため、メリットも少なかった。このことは図表 3-2-7 の「周辺地域のドル

⁹⁵ 李暁(2011)。

⁹⁶ 関(1995),p21。

第3章 空前絶後の国際通貨化

依存」の項目につながる。米ドルに対して自国通貨高でも周辺の取引相手国がドル・ペッグでなければ、対米ドル自国通貨高という条件が周辺国との取引には無関係になるため、周辺地域に対して自国通貨高でなくなる。このことは、地域内貿易量と該当地域におけるドルの浸透具合には相関関係があることから「周辺地域との取引の厚み」と関わってくる。現在の中国は第1章や第2章で述べてきたように、アジア内需に向けて動き出していることから、こうしたドル依存問題は努力次第で解決できると考えられる。

第二に、日本の貿易構造の問題である。これは先に述べた第一の要因とも関連してくるが、欧州諸国では地域内貿易が盛んだっただのに対し、日本の輸出先として大きなウェイトを占めるのが米国だった。対米輸出の大半は米ドルで決済される傾向にあったことが日本の輸出決済全般に占める円の割合を低下させた。また、日本は一次産品や原材料を中心に輸入していたが、一般にそれらは米ドル建てで決済されていたため⁹⁷、輸入における円建て決済の割合はさらに低くなっている（図表 3-2-8）。

図表 3-2-8 貿易取引通貨別比率(アジアから日本への輸出)(%)

	1992年9月	1993年9月	1994年9月	1995年3月	1995年9月	1996年3月	1996年9月	1997年3月	1997年9月	1998年3月	2000年後	2001年前	2001年後	2002年前	2002年後	2003年前	2003年後	2004年前	2004年後	2005年前	2005年後	2006年前	2006年後	2007年前	2007年後	2008年前	2008年後	2009年前	2009年後	2010年前	2010年後	2011年前
米ドル	74	72	74	64	72	74	74	75	73	72	74	75	75	73	71	71	71	70	71	70	72	73	72	72	72	72	71	71	72	72	72	
円	24	26	24	34	26	24	24	23	25	27	25	24	24	26	28	28	28	27	28	27	26	26	27	26	27	26	28	28	27	27	27	
香港ドル												0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.5
タイ・バーツ												0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	
シンガポール・ドル												0.2		0.2																		
台湾ドル													0.2	0.2	0.2	0.2																
ユーロ																	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3	
韓国ウォン																															0.2	
その他	2.3	2.3	2.2	1.7	2	2	2.3	1.7	1.9	1.7	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	

(注1) 1998年以前は該当月、2000年以降は上半期または下半期の統計。

(注2) 1998年以前は円、米ドル、その他の3種類に分類。

(注3) 各期間上位5通貨とその他のみ表示。

(出所) 「円の国際化推進研究会報告書」財務省(1998年以前)、「貿易取引通貨別比率」財務省(2000年以降)より作成。

⁹⁷ 福田(1996)。

第3章 空前絶後の国際通貨化

最後に為替安定制度の欠如がある。先に類似点として国内金融市場の整備の遅れについて述べたが、ドイツのこの弱点を補ったのが EMS という通貨安定制度であった。円にはこのような制度がなかった。アジアにおける通貨単位計画としては 2006 年にアジア開発銀行 (ADB) が欧州通貨単位 (ECU) を参考に、ACU⁹⁸の創出と促進を図っており、一部の中国の経済学者も ACU に肯定的評価を示していたが、主要各国の ACU に関する意見と立場の違いのため ADB は最終的に ACU の公表を諦めた⁹⁹。欧州のような数百年かけて築き上げた共通の宗教観や自由と民主の原則に似た初期条件がないアジア地域にとってこのような制度の成立には長い期間が必要とされる。また、これと関連してマルクと人民元の間に存在する大きな差に周辺諸国の発展度合いにある。マルクが国際通貨化した当時のヨーロッパ域内の貿易が相互通貨利用によって決済されていたのに対し、東アジア各国が大部分の取引において自国通貨建てではなくドル建てで決済している。それゆえに中国人民銀行の周辺国通貨持高は少ないと考えられる。人民元が完全な交換性を実現するためには、中国と東アジア各国の銀行がアジア各国の通貨および人民元での持高を増大するような状況を作る必要がある。

以上から中国はアジア地域との結びつきを強めて人民元の安定を図り、米国に頼らない貿易を築く必要があると同時に、これから訪れるであろう元高の時代によって低成長に陥らないためにも人民元決済を拡大させる必要がある。また、人民元国際化戦略の一環として人民元建て資本輸出が必要とされることから、人民元市場には使い勝手の良さや安定性も必要とされる¹⁰⁰。仮に実現すれば、人民元はアジア各国に広がり、国際通貨化に一步近づく。しかし、まずは資金運用のための金融市場の整備を忘れてはならない。

一方で、当時の円やマルクと大きく異なる点としては、資本取引規制撤廃の動きが世界的に浸透している点と、クロスボーダーにおける資本フローの規模が拡大している点がある。このことによって、資本規制の長期化は実効性を低下させる恐れがあるため、中国の資本移動の自由化は日本よりも短い期間で達成されると考えられる¹⁰¹。すなわち、人民元の国際通貨化は時間との勝負であると言えよう。

3.3 金融市場の整備

(1) 人民元国際通貨化の手順

ここまで紹介してきた国際通貨化への条件を考慮すると、やはり最大の障害はアジア域内のドルへの依存になるだろう。アジア域内におけるドルの地位が低下しないことには、人民元は円の二の舞を演じることになる。ドル依存については第2章で述べた通りなので、ここからはほかの課題について検討する。「国際金融のトリレンマ」によると、①自由な資

⁹⁸ ACU は、為替安定性を図るため、域内各通貨の逸脱レベルの測定、東アジア地域内の為替変動傾向の監視・管理、各国為替政策策定の際の参考指標として計画された。

⁹⁹ 李暁(2011)。

¹⁰⁰ 石田(2009)。

¹⁰¹ 荒巻(2004)。

第3章 空前絶後の国際通貨化

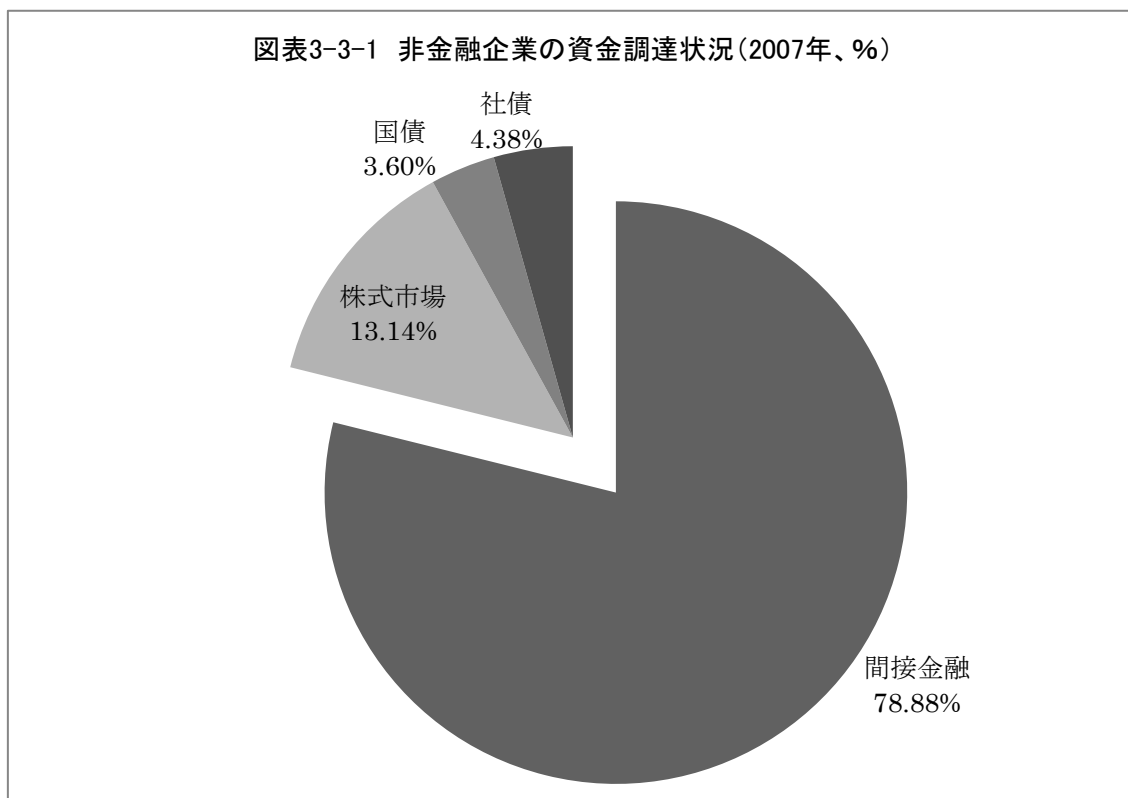
本移動、②固定為替制度、③独立した金融政策の三つの目標を同時に達成することはできない。現状では中国は資本移動を規制することにより固定為替制度と金融政策の独立性を保っている。しかし、人民元を国際通貨化する過程で資本規制撤廃は避けて通ることはできない。政府は資本移動の自由化を進めようとしているが、それを達成するためには固定為替制度か独立した金融政策のどちらかを放棄しなければならない。中国のような大国経済にとって、経済情勢の異なる他国の金融政策に自国の金融政策が左右される、つまり金融政策の独立性を犠牲にすることは望ましくない。よって今後は為替レートの安定を犠牲にする方向に進むと予想される。

しかし、現在の脆弱な中国の金融システムでは為替変動に伴うコストが非常に大きく、資本流出入の衝撃を食い止めることも困難である。一方で、資本移動がある程度自由でなければ金融システムを強化することは難しい。よって、ここでは人民元の国際通貨化の手順として、ある程度相互に関係しつつも、金融市場の整備、変動為替相場への移行、資本移動規制の撤廃の順番で進めていくことが望ましいと考え、それぞれの現状と課題、今後の展望について述べる。

(2) 銀行部門

第1章4節で述べた通り、中国の金融システムは政府から独立していない中央銀行、国有銀行の不良債権問題、金融資産（預金以外）の未発達等の多くの課題がある。中国は1949年の共産党政権樹立以降計画経済が導入され、1978年まで中国人民銀行が唯一の銀行であった。改革開放政策により市場経済へ移行したことで、市場経済のもとで機能する金融部門作りが始まった。1979年以降、政府は今まで中国人民銀行が行っていた普通銀行の業務を現在の四大商業銀行に担当させ、1994年の商業銀行法により四大商業銀行の政策金融に関する業務を引き継ぐ三大政策銀行¹⁰²が設立された。現在に至るまで株式制商業銀行の設立や外資系銀行の中国進出、銀行以外の金融機関の増加など中国の金融システムは徐々に充実してきている。

¹⁰² 国家開発銀行、中国輸出入銀行、中国農業発展銀行の3行。



(出所) 図説アジアの証券市場 2010年版より作成。

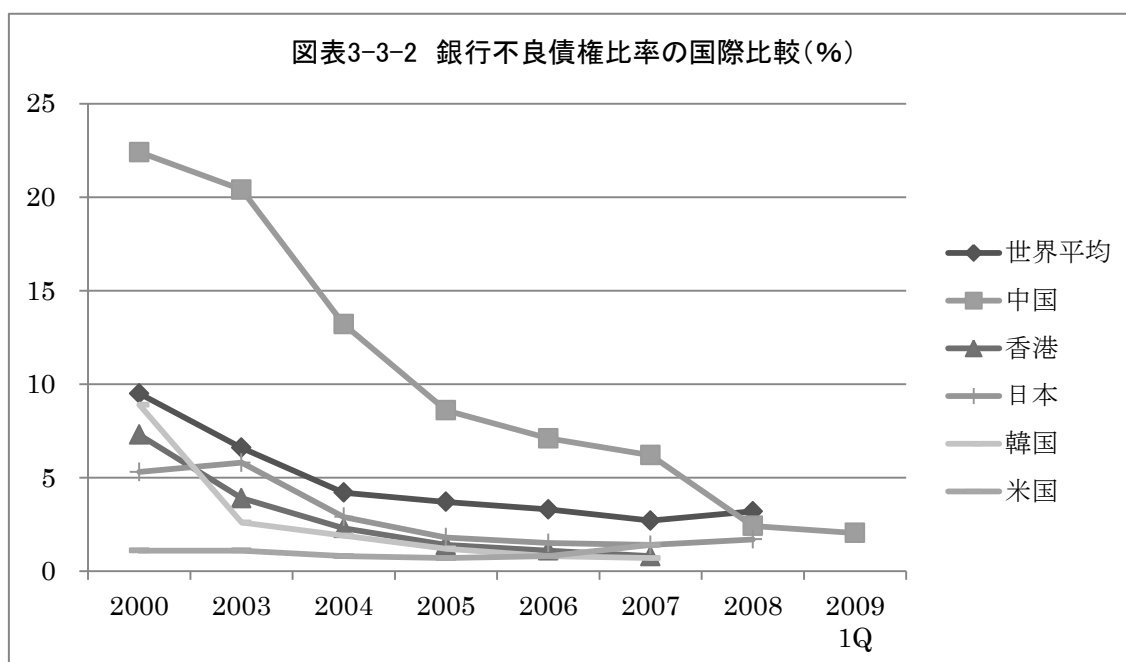
一般的に企業や地方政府の資金調達には証券市場を通じた直接金融と、金融機関を通じた間接金融の2つの方法がある。中国では間接金融中心の金融システムが形成されているが、その中でも国有商業銀行が大きなシェアを占めている(図表3-3-1)。国有銀行は主に国有企業に貸付を行ってきたが、市場経済化の波に乗れずに数多くの国有企業が経営を悪化させたことで、1990年後半以降国有銀行は巨額の不良債権¹⁰³を抱え過小資本に陥った。1997年のアジア通貨危機がきっかけで不良債権問題が顕在化したことで、政府は銀行部門を保護するために①各銀行にそれぞれ不良債権処理のための金融資産管理公司(AMC)¹⁰⁴を設立し、総額約1.4兆円の不良債権をAMCに移管し債権回収¹⁰⁵を図り、②特別国債と外貨準備を利用して国有銀行に資本注入を行い、③国有銀行を香港市場に上場させ、巨額の資金を調達し財務基盤を強化した。これらの処理策が功を奏し、中国の不良債権比率は2000年以降減少傾向にあり、2008年によりやく先進国並みの水準になった(図表3-3-2)。

¹⁰³ 貸出残高の39%と推測される。

¹⁰⁴ 信达、東方、長城、華融。

¹⁰⁵ 債務の株式化、担保資産の競売、債権譲渡と債務編成など。

第3章 空前絶後の国際通貨化



(注) 中国 2008 年と 2009 年は第 4 四半期と第 1 四半期の商業銀行のデータによる。
 (出所) 図説アジアの証券市場 2010 年版と中国国家統計局ホームページ 2010.07.01 データより作成。

しかし、不良債権問題はこれで終わったわけではない。確かに中国金融機関全体と国有銀行の不良債権残高はそれぞれ大幅に低下したが（図表 3-3-3）、国有銀行の不良債権残高は中国金融機関全体の約 7 割から 9 割を占めており（図表 3-3-4）、未だに国有銀行は中国の不良債権問題の原因であるといえることができる。

不良債権の回収状況を見ると、AMC は 2006 年 3 月末までに 8,663 億元、つまり買い取った不良債権の約 7 割を処理したが、資産回収比率¹⁰⁶と現金回収比率¹⁰⁷がそれぞれ 24.20% と 20.84%にとどまり、時間とともに回収率は低下している。それに対し 2000 年から 2006 年の間 AMC の金融債と借入の金利合計は 2195.39 億元で、回収現金総額 2,110 億元より多い。つまり AMC は約 1.4 兆元の元本を償還する能力がないだけでなく、金利を十分に支払うことも難しい¹⁰⁸。AMC の最終的な損失は政府が肩代わりすることになっている。また不良債権を簿価で買い取ったということは、国有銀行に負担を求めないことを意味するため、銀行のリスク管理を低下させモラルハザードが発生しやすく、新たな不良債権問題を引き起こしかねない。今後不良債権が財政負担になった時に備えてまた新たな不良債権が発生した時のために、日本を参考にした処理方法すなわち不良債権の証券化、バルクセール¹⁰⁹、などの導入が考えられるが、その実現のためには AMC 以外の不良債権の受け皿となる金融機関の充実¹¹⁰や法整備やインフラ整備を進めなければならない¹¹¹。

¹⁰⁶ 回収した総資産（債権の株式化を含む）と累計処理債権の総額の割合。

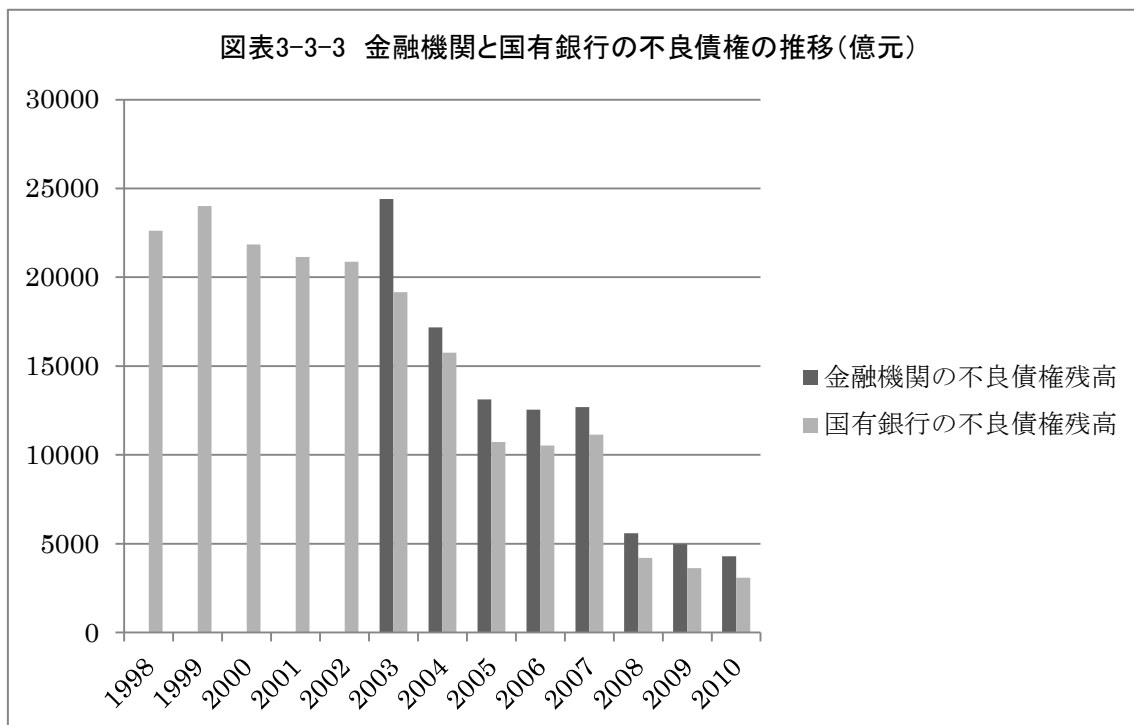
¹⁰⁷ 回収した現金総額と累計処理債権の総額の割合。

¹⁰⁸ 楊(2011)。

¹⁰⁹ 不良債権を採算性の高い債権や担保不動産とまとめて投資ファンドなどに売却する処理方法。

¹¹⁰ 現状では AMC、人民銀行、財務部しかない。

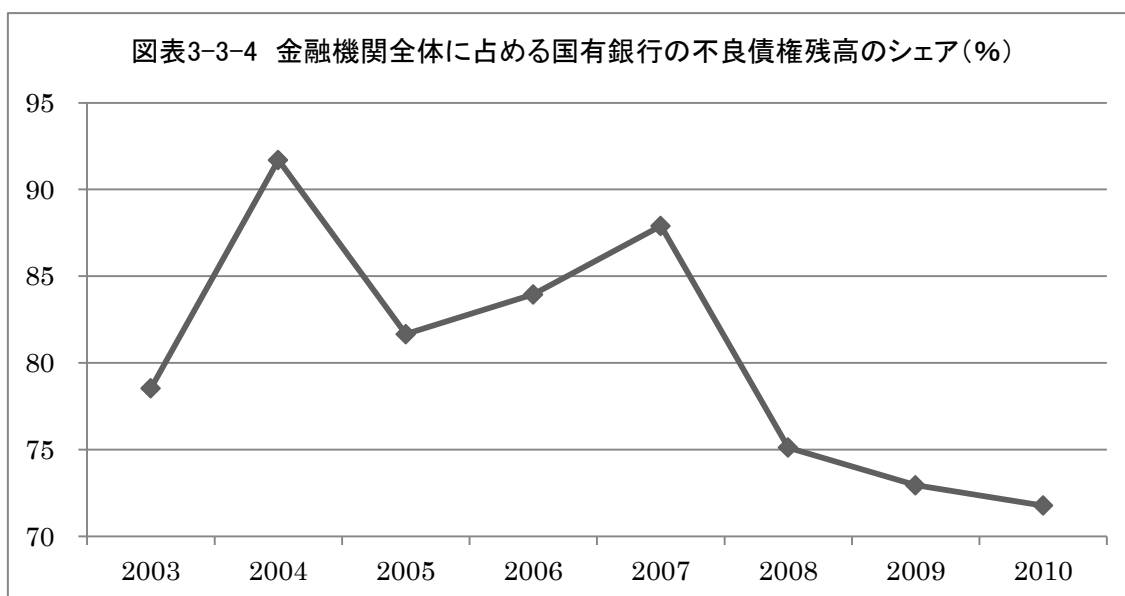
第3章 空前絶後の国際通貨化



(注1) 2001年までの不良債権は4分類法で計上されている。2001年以降は、5分類法で計算されている。

(注2) 2007年以降の国有商業銀行のデータは、交通銀行を含む。

(出所) 名城論叢 2011年7月より作成。



(注1) 2001年までの不良債権は4分類法で計上されている。2001年以降は、5分類法で計算されている。

(注2) 2007年以降の国有商業銀行のデータは、交通銀行を含む。

(出所) 名城論叢 2011年7月より作成。

111 楊(2011)。

第3章 空前絶後の国際通貨化

不良債権解決策のうち①や②は発生した問題への対応であって、その原因を改善しなければ将来再び不良債権が拡大すると考えられる。そのためには、国有銀行の制度を改善しなければならない。制度の欠陥はやはり銀行のずさんな経営にあると思われる。1983年に「撥改貸」政策が実施され、国有企業は政府の財政資金から国有銀行を通じた融資により資金を調達することになった。これによって国有企業の経営の効率化が期待されたが、1995年に商業銀行法ができるまで、国有銀行は貸付先の安全性や返済能力を厳格に審査することなく、また融資後のモニタリング機能も果たさずに、政府の指示に従って貸付を行っていた。この経験と上記の不良債権問題の経験から国有銀行にはリスク管理の経験が少なく、現在でも国家が貸付に介入している状況から、銀行は経営改善へのインセンティブが高まりにくい環境にいるといえる。他にも1章で述べたように、中国の金利体系の特徴として規制金利があり、信用リスクに応じた金利設定の余地が限られていたため、融資判断やリスク管理能力の向上が遅れてきた¹¹²。

これまで、国有銀行のコーポレート・ガバナンスの強化のために様々な対策が取られてきた。③の国有銀行の株式上場（IPO）はもちろん株式市場からの資金調達を目的としていたが、株式市場上場を通じて投資家の監督という外部的圧力をかけることで銀行の経営を根本的に変えることに重きを置かれていた。また、株式市場上場の過程で国有銀行を株式会社化したことで戦略投資家¹¹³を誘致した。戦略投資家は中国国内の銀行に資本参加する有力外国金融機関のことで、ゴールドマンサックスやロイヤル・バンク・オブ・スコットランドなどが出資している。これらの外国金融機関は出資先の中国国内の銀行に対して与信リスク管理などの銀行業務研修を行い中国の金融業務のスキルアップに寄与している¹¹⁴。金融システム全体としては中国証券監督管理委員会（1992年）、中国保険監督管理委員会（1998年）、中国銀行監督管理委員会（2003年）が相次いで設立された。これらはそれぞれの業界において実務運営に対する監督業務を行っている。

不良債権問題の原因の一つである国有企業の経営悪化については国有企業改革による解決が試みられている。国有企業は1980年代の「放権譲利」、「経営請負制」により内部留保が容認され経営自主権を拡大し、1990年代前半の「現代企業制度」の導入により市場経済への移行が進み、中小企業の民営化を認めた「抓大放小」に続く1990年代後半の「国有経済の戦略的再編」によって企業の規模の大小を問わない民営化（一部の重要産業を除く）が進展した。2005年の非流通株改革がさらに国有企業の民営化を押し進め、非国有企業の成長を促したが詳細は株式市場で後述する。これらの改革によって、工業生産に占める国有企業のシェアは減少したが、未だに20~30%程度のシェアを占めている。今後も更なる民営化を進め、市場経済への移行を促すことが必要だと考えられる。また、民営化を進め

¹¹² 伊藤(2006)。

¹¹³ ①株式保有期間は3年以上、②原則として取締役を送り、また上級の専門職員を派遣して経営管理技術を直接伝達することが奨励される、③1国内銀行について戦略投資家1社の株式保有比率は、原則5%以上で最大20%まで、戦略投資家合計の株式保有比率は最大25%まで、などの条件のもとで認可される。谷内、増井(2007)より。

¹¹⁴ 谷内、増井(2007)。

第3章 空前絶後の国際通貨化

の上で経営不振の国有企業の淘汰それに伴う失業者の増加は避けられない。その受け皿としての非国有企業の成長も同時に進めていかなければならない。

確かに中国の銀行改革はある程度の成果をあげている。しかし、国有銀行の制度を根本的に変えるまでには及ばず、不良債権問題も解決したとは言いがたい。中国経済が今後も高成長を維持したいならば、銀行部門の管理監督の強化を続け、その脆弱性を改善していくことが必要である。次に直接金融について述べる。

(3) 株式市場

中国では直接金融からの資金調達率が低く、証券市場が未発達で規模が小さい（図表3-3-1）。そもそも計画経済期に証券市場が存在せず、1979年以降になって証券取引所の設立、インフラ整備、証券法制定が行われたため、間接金融に比べて出遅れた感が否めない。銀行融資の拡大がバブルにつながることは前述の通りであり、それを回避するためにも金融資産の運用手段の多様化としての証券市場の発展が重要性を増している。他にも企業の合併・買収（M&A）を通じた効率的資源配分、収益を上げることへのインセンティブが高まり企業統治能力の向上と企業のモニタリング機能の強化が期待されている。また、国内事情だけにとどまらず、人民元の国際通貨化の鍵もここにある。

まず株式市場について述べる。中国本土市場には上海証券取引市場と深圳証券取引市場が存在し、深圳には「中小企業ボード」（2004年設立）と「創業ボード（CASDAQ）¹¹⁵⁾」（2009年設立）が含まれている。「上海証券取引所の上場銘柄数は2010年3月末で922銘柄（A株868銘柄、B株54銘柄）、深圳証券取引所は971銘柄（A株473銘柄、B株54銘柄、中小企業板37銘柄、創業板65銘柄）である¹¹⁶⁾」。中国株式の種類は多く、流通状況から市場で取引できる流通株と政府の規制により取引できない非流通株に分けられる。流通株は中国本土市場（A株、B株¹¹⁷⁾）と海外市場（H株、レッドチップ株、N株、L株、S株¹¹⁸⁾）に分けられ、非流通株は国家株、法人株、従業員株に分類される¹¹⁹⁾。2005年3月には「発行済株式のうち、非流通株は63.7%、流通株は36.2%となっており、非流通株が全体の約2/3を占めている¹²⁰⁾」状態であり、その傾向は2008年まで続いていたが（図表3-3-5）、2009年には「市場全体の流通株比率は74%¹²¹⁾」に逆転した。

¹¹⁵⁾ 中国版 NASDAQ。

¹¹⁶⁾ 糠谷(2010)。

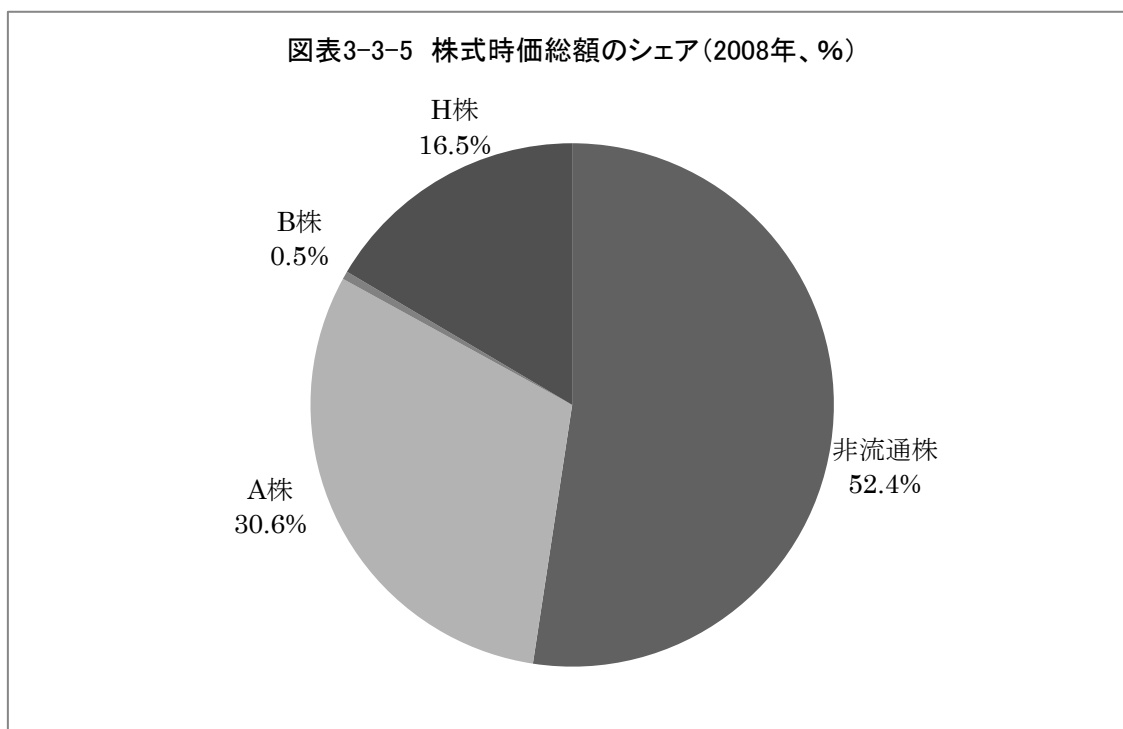
¹¹⁷⁾ A株は中国国内投資家向け、人民元建て、B株は海外投資家向け（2001年以後国内投資家向け解禁）、上海は米ドル建て、深圳は香港ドル建て。

¹¹⁸⁾ H株は香港に上場する中国株、レッドチップは香港上場、中国本土以外で設立登記された中国株、N株、L株、S株はそれぞれニューヨーク、ロンドン、シンガポールに上場している中国株。

¹¹⁹⁾ 日本証券経済研究所(2010)。

¹²⁰⁾ 谷内、増井(2007)。

¹²¹⁾ 「サーチナ」2009年10月13日。



(出所) 月刊資本市場 2010.7 (No.299) より作成。

流通する株式数が少ないため株価の変動が高まり投機的な短期売買が助長されること、少数株主の意見が軽視されること、不明瞭な親子会社間取引が助長されること¹²²などの問題から、非流通株は長年中国の証券市場の低迷の原因とされてきた。これらの課題を解決し資本市場を進展させるために、また国有企業の民営化のために、国有株の放出や全株式の流通が計画されたが、なかなかうまくいかなかった。政府は1999年と2001年に国有株を放出する計画を発表したが、いずれも需給懸念から直後に株価が急落したため撤回された。これに加えて一部の上場企業の経営不振や不正行為が発覚したことで投資家から市場への信認がさらに低下し、2001～2005年の期間、経済が高成長を続けるなか株価が低下した。

しかし、政府は2005年4月に非流通株改革に再度着手し、2007年末には国有上場企業の98%に相当する1,298社で非流通株の売却が決議された。2005年の改革が成功した要因は①非流通株主が流通株主に対して「流通権」を得るために、株式の無償譲渡や現金の支給¹²³などの対価を支払う②非流通株の売却について3年間の制限期間を設けたことが挙げられる。①によって、非流通株の市場放出による株価の下落で不利益を被る流通株主に対しての利益が補填されたために、株価の急落を回避することができた。また、非流通株改革を行うためには株主総会で2/3の賛成を得ることが定められており、流通株主の利益に配慮されている。②については、改革案決定後売却ができない期間や、一定の期間におけ

¹²² 川村(2007)。

¹²³ 他にも株式分割・併合、ワラント発行がある。

第3章 空前絶後の国際通貨化

る保有株式に占める売却可能な株式の割合が一律に設定されているため、短期間に市場の需給が大きく悪化することを防いだ¹²⁴。

非流通株改革は投資家の信認を得ることに成功し、上海総合株価指数が2006年から急上昇した(図表3-3-6)。また、2007年には売買代金額のGDP比率が先進国並みになった(図表3-3-7)。その後、株価指数は政府による金融引き締め導入への警戒や世界金融危機の影響を受けて2008年に急落、翌年には政府の景気刺激策と金融機関の融資急増の効果で急騰するといったように激しい変動を記録している(図表3-3-6)。

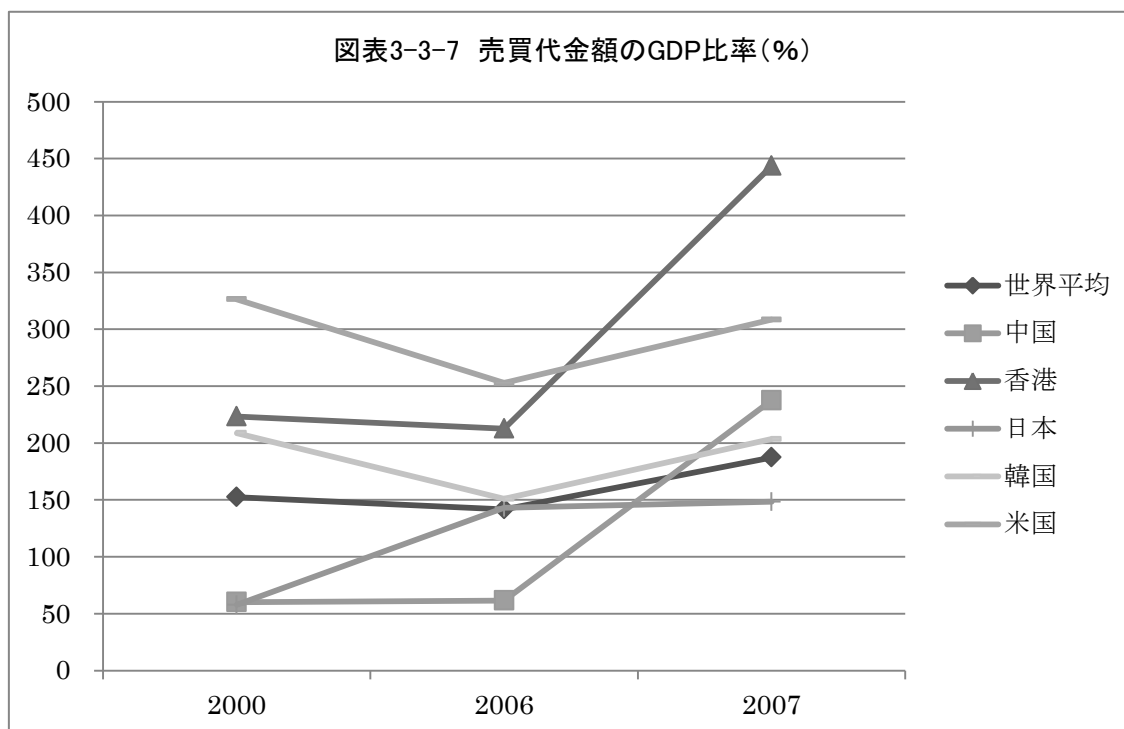


(注1) データ期間は2000年1月から2010年4月まで。

(注2) 2000年1月を100とした時の指数。

(出所) 経済産業省より作成。

¹²⁴ 谷内、増井(2007)。



(出所) 図説アジアの証券市場 2010年版より作成。

近年の動向としては、「bloomberg」のデータによると、2009年7月15日中国上場企業の総時価総額は3兆2,100億米ドルになり、日本を超え米国に次ぐ世界第2位の株式市場になった¹²⁵。A株市場はアジア市場で注目されてきたが、2011年7月、中国国内で多数の死者を出した高速鉄道事故が嫌気されたことや米国のデフォルト（債務不履行）懸念から、中国株式市場が3%近く下落した¹²⁶。その後も米国債格下げや欧州債務問題に伴う世界同時株安によってアジアの株式相場が軒並み下落し、金融市場の混乱が続いている。

世界第2位まで上り詰めた中国株式市場であるが、その課題は多い。繰り返すように、驚異的なスピードで成長してはいるが、株式市場は規模が小さく未発達である。他にも①資本規制や先物のようなリスク・ヘッジ手段が提供されていないことから上場企業に占める国有企業の比率が高く、②会計基準、情報開示といった市場インフラが不十分、③市場の半分以上を短期の投機が目的である個人投資家が占め、機関投資家¹²⁷がほとんどいないなどの問題点がある¹²⁸。これを受けて中国政府は、管理・監督機能の強化のために2006年に証券法と会社法を修正してコーポレート・ガバナンスの向上、ディスクロージャーの強化、監査体制の改善などを推進している。また後述のように資本規制を徐々に緩和して、外国投資家の誘致も進めている。

¹²⁵ 日本証券経済研究所(2010),p12。

¹²⁶ 2011年7月25日ロイター。

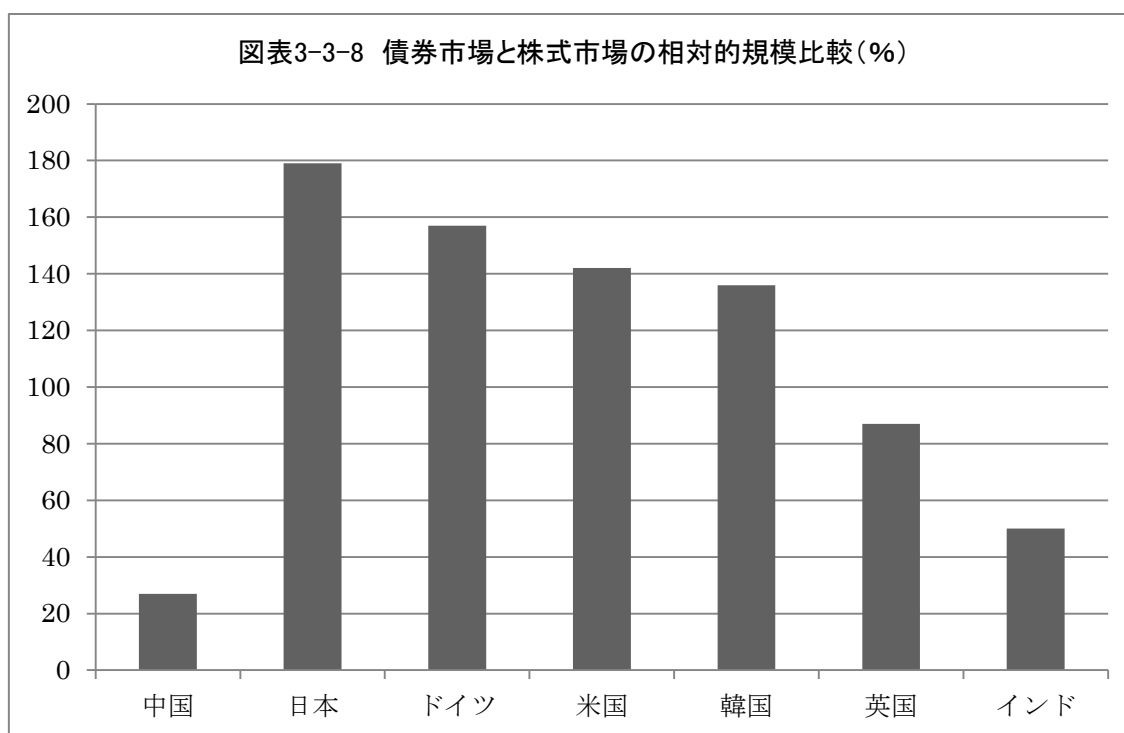
¹²⁷ 市場で資産運用を行う法人投資家を指す。

¹²⁸ 伊藤(2006)。

第3章 空前絶後の国際通貨化

(4) 債券市場

次に債券市場について述べる。中国の債券は主に①国が発行する国債、②中央銀行が公開市場操作のために発行する中央銀行手形、③金融機関が発行する金融債、④企業が発行する社債から成り立っているが、他にも資産証券化商品¹²⁹やパンダ債¹³⁰がある。中国の債券市場は未発達ではあるが、世界第8位の市場規模であり日本を除けばアジア最大の市場規模を誇る。しかしながら、株式市場の規模と比べると非常に小さい(図表3-3-8)。また、流通市場が一般の投資家にかかれた証券取引所市場、機関投資家に限定される銀行間市場、銀行の店頭市場の3つに分割されているため、効率が悪く、取引コストが高く、流動性が欠如していると指摘されている。他にも、社債のような民間債の発行や流通が、小規模な債券市場の中でもさらに小規模であることが特徴である¹³¹。



(注1) 中国は2008年、その他の国は2006年のデータを採用。

(注2) 債券市場÷株式市場で求めている。

(出所) 図説アジアの証券市場 2010年版より作成。

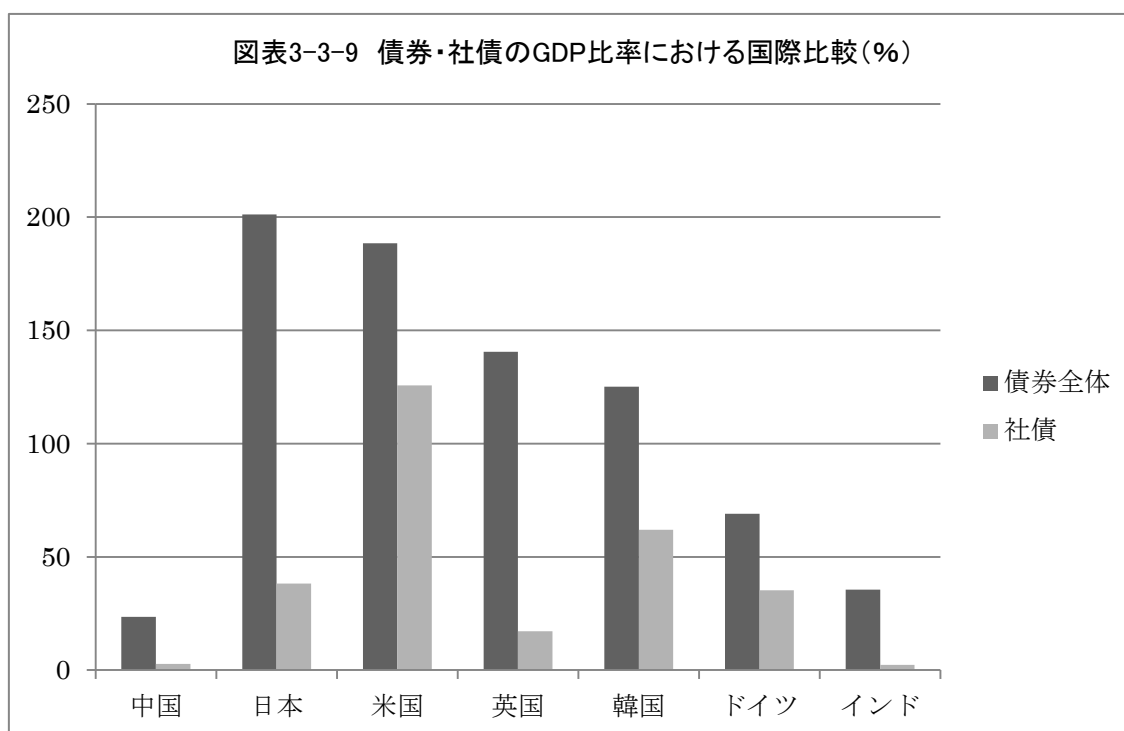
¹²⁹ 資産の流動化を目的としている。

¹³⁰ 非居住者人民元建債券、日本のサムライ債に相当。

¹³¹ 日本証券経済研究所(2010)。

第3章 空前絶後の国際通貨化

そもそも人民元の国際化と国際通貨化のために優先して着手すべきは幅と厚みのある金融市場の整備だと定義した。それは短期金融市場と資本市場の整備すなわち株式市場と整合性を持つ債券市場を構築していくことに他ならない。しかし、前述の通り債券市場と株式市場の規模は非常にアンバランスであり、債券市場が発展してこの差を埋めない限り金融システムそのものに欠陥があると言わざるを得ない。また、債券市場の内訳をみると社債の割合が非常に低い（図表 3-3-9）。市場化という観点からは最も典型的な銘柄は社債になるべきである。よって、ここでは特に社債に注目して話を進めていく。



- (注1) 中国は2008年、その他の国は2006年のデータを採用。
(注2) 中国の社債は企業債、短期融資債、中期社債の3つを含む。
(注3) 発行残÷GDPで求めている。
(出所) 図説アジアの証券市場 2010年版より作成。

第3章 空前絶後の国際通貨化

社債には国内で法人格を有する企業が公開發行し、一定期間内に元利金償還を約定する有価証券である企業債と、公司（会社）が一年以上の期間内に元利金償還を約定する有価証券である公司債がある¹³²。今回は 2007 年に公布されまだ歴史の浅い公司債ではなく、1993 年に公布された企業債の発行制度から中国の社債がなぜ未発達であるのかを論じていく。企業債の発行は 1993 年に国務院が公布した「企業債券管理条例」に沿って運用されていたが、①多くの条件が規定¹³³され、行政による厳格な審査認可制であること、②多くの政府部門（国家計画委員会、中国人民銀行、財政部、国務院証券委員会）から管理・監督をうけていたこと、③信用格付け制度が未発達であること、④法整備が遅れていて債権者の保護が十分ではなかったことなどの弊害¹³⁴から企業は債券を発行することが難しかった。

そこで 2008 年に国家發展改革委員会が「企業債市場の發展促進、発行審査手続きの簡素化に関する事項についての通知」を公布して企業債の発行を簡素化した。具体的には従来の発行枠審査と発行条件審査の二重手続きが直接発行審査という手続きに一括され、他にも発行資格や資金用途の基準が明示され、規制緩和（無担保債券の発行許可など）も行われた¹³⁵。

先ほどの公司債についてだが、2007 年に中国証券監督管理委員会が「公司債券發行施行弁法」を公布・施行したことで発行が可能になった。株式発行のようにスポンサー証券会社による審査を経て中国証券監督管理委員会の許可を受ければよく、ブックビルディング¹³⁶によって発行価格が決定される¹³⁷。企業債よりも発行が容易であるため、今後の社債の発行数増加に貢献すると思われる。

企業債と公司債は証券取引所市場で流通する債券であるが、銀行間市場でも社債の発行制度が改革された。第一に 2005 年に企業短期債券¹³⁸が導入された。当初は中国人民銀行の審査と許可を経て発行されていたが、発行資格が簡素化され、企業と引受団体との協議によって発行金利が決定された。さらに 2008 年に人民銀行が「銀行間債券市場における非金融企業の債務調達手段の管理弁法」（以下、弁法）を発表したことを受けて、中期手形いわゆる中国版 MTN が導入された。MTN とは、「スキームや使用通貨等について多様な形態での発行を規定した MTN プログラム¹³⁹に基づいて発行される債券¹⁴⁰」であり、中国版 MTN は、中国国内の発行体（法人格を有する非金融企業）が MTN プログラムに従って中国国内の債券市場で流通させる人民元建て債券のことを指す。この弁法によって、企業短期債券

¹³² 関根(2009b)。

¹³³ 企業規模が一定以上、償還能力を有している、直近 3 年間連続黒字、資金用途が国の産業政策に合致しているなど。関根(2009b)。

¹³⁴ 呉(2007)。

¹³⁵ 神宮(2010)。

¹³⁶ 需要積み上げ方式。新株発行の際に投資家に仮条件を示してそのニーズを調べた後に価格決定を行う。

¹³⁷ 関根(2009b)と神宮(2010)参考。

¹³⁸ いわゆるコマーシャル・ペーパー（CP）のことで、企業が銀行間市場で発行する期間一年以下の債券。

¹³⁹ 「社債発行により資金調達を予定している発行体が、あらかじめディーラー数社と MTN 発行に関する基本契約を締結しておき、起債関係人との関係を包括的に定めておくことにより、発行限度枠で個別の債券を随時発行できるようにした契約」（関根(2009f),p134)。

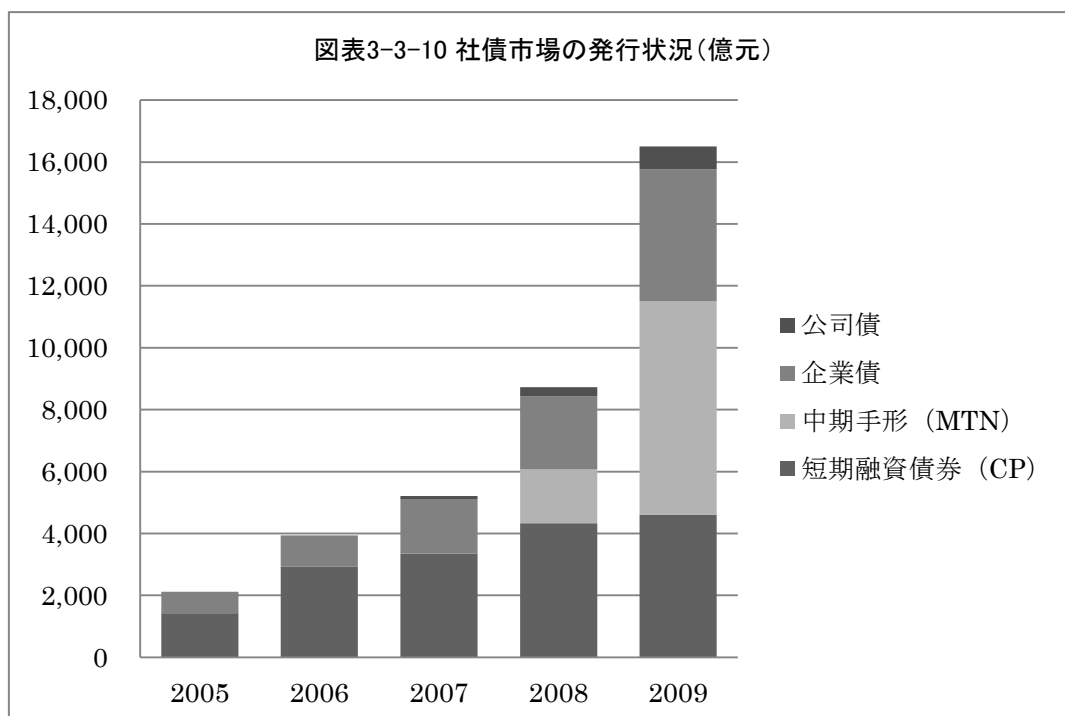
¹⁴⁰ 関根(2009f),p134。

第3章 空前絶後の国際通貨化

と中期手形の発行に際して、従来の中国人民銀行による発行審査制度から、自主規制機関である中国銀行間市場取引者協会¹⁴¹による確認登録制に移行した。これにより発行の制度のさらなる柔軟性が実現した。また、純資産規模の数値基準を特段設定しなかったために今後の発行体の多様化が予想され、新たな銘柄を法令の新規制定や改正せずとも発行することができるようになったため金融資産の多様性に向けた道が拓かれた¹⁴²。

これらの大幅な発行規制の緩和によって、2008年以降の社債市場は急速な拡大傾向にある。(図表3-3-10)。また、債券市場全体の規模も拡大している(図表3-3-11)。この傾向が続くことになれば、金融資産の多様化によって、直接金融の割合の低さが改善されることで中国経済の持続的な成長が見込まれ、国際通貨化の条件の一つである金融システムの整備に向けて大きく前進することにもなる。今後も中国の社債市場から目が離せない。

最後に中国の金融システムの今後の展望について述べる。2011年5月、ワシントンで第3回米中戦略・経済対話(第3回対話)が開催され、中国政府は米国政府に対して①外国金融機関の進出、②外国銀行への資産運用業務の開放、③社債市場の開放、④QFIIの運用枠の拡大、⑤金利の自由化などを公約した¹⁴³。2020年には上海国際金融センター建設が予定されている。これが意味することは、2020年までには中国は資本取引を自由化する意思があるということである。今後も金融システムの整備が進めば、次の課題である完全フロート制への移行が見えてくる。



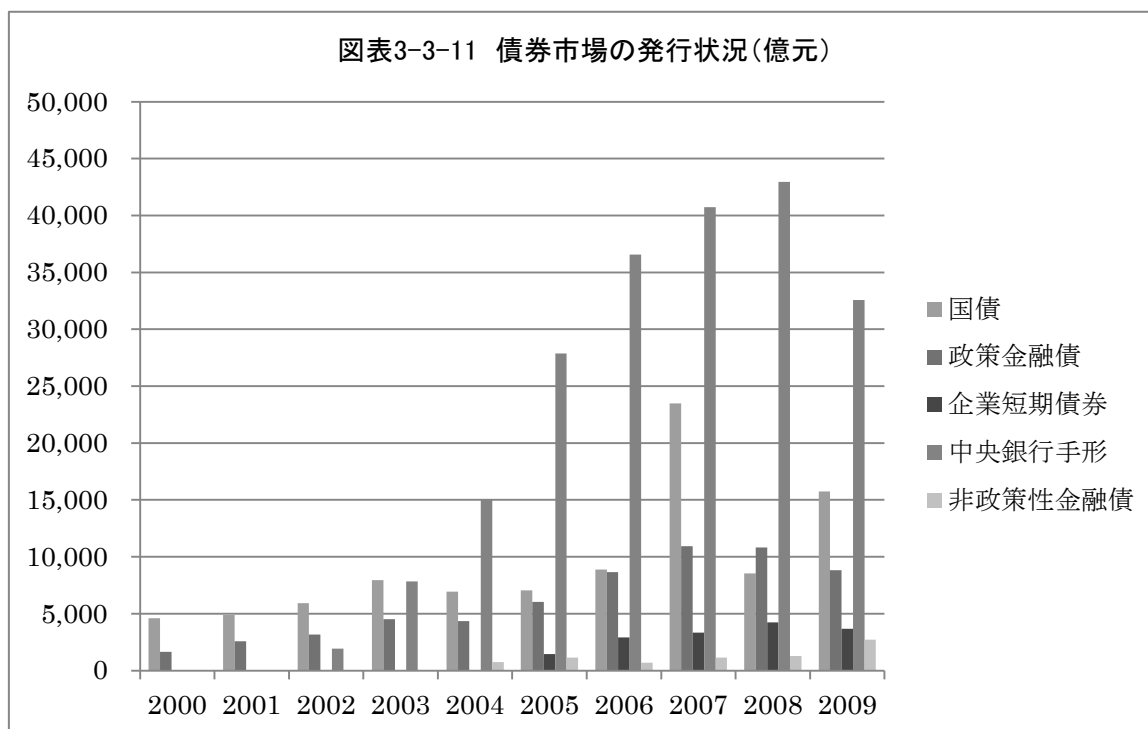
(出所) 野村資本市場クォーターリー2010 Summer より作成。

¹⁴¹ 2007年に設立された全国性的の非営利性社会団体法人。銀行間市場の自主管理などを行う。

¹⁴² 関根(2009b)と関根(2010b)参考。

¹⁴³ 関根(2011)。

第3章 空前絶後の国際通貨化



(注1) 2009年は10月まで。

(注2) 非政策性金融債は商業銀行債券・劣後債、国際開発機関の債券を含む。

(出所) 野村資本市場研究所より作成。

3.4 完全フロート制への移行

(1) 国際通貨化との関わり

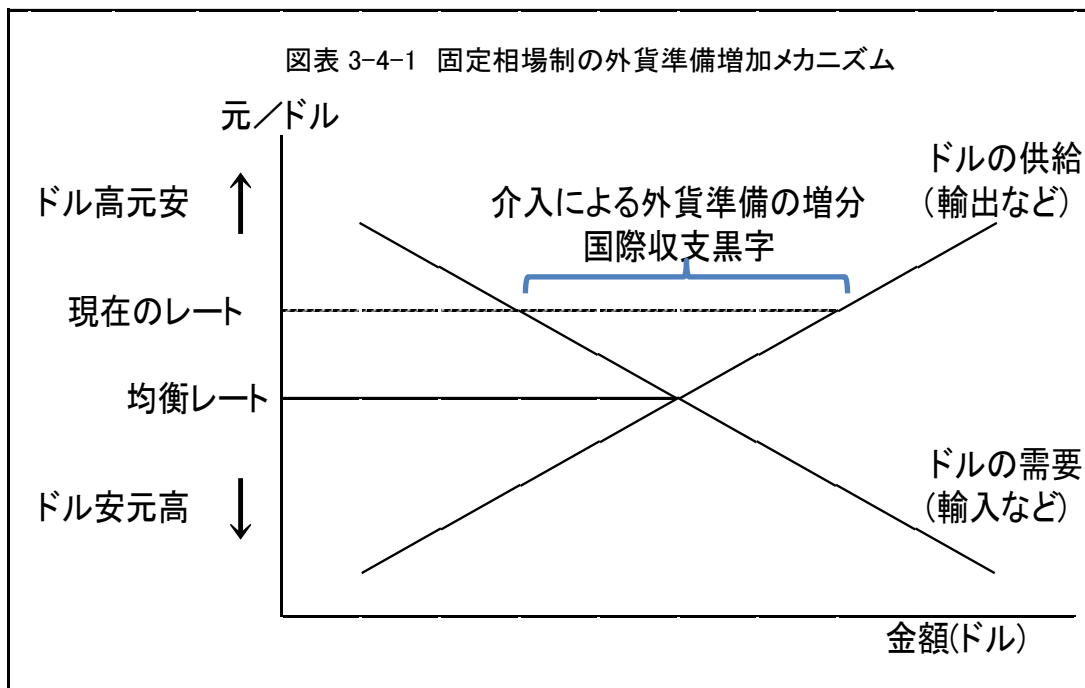
国際通貨は国際的に取引される通貨を指し、そのためには世界各国の銀行で取り扱われる必要がある。国際通貨として認められるためには、他通貨と円滑に交換できることが条件であるため、人民元が国際通貨化するためには、人民元レートを変動相場制に移行させ、人民元を他国通貨と円滑に交換できる環境を整える必要がある。加えて、中国は独立した金融政策を維持しなければならないのと同時に、資本項目の段階的自由化を選択しているため、「金融政策のトリレンマ」からも変動相場制への移行は必須である。これにより中央銀行の金融政策の独立性が概ね実現し、国内目標を主眼とすることが可能になる。また、経常収支黒字の持続可能性から考えても変動相場制への移行が望ましい。その準備段階として、為替レートを統制するために必要となるのが人民元金利の弾力化である。日本でもそうであったように、中国の金利自由化も海外の自由な金利に国内金利が影響されるといふ形で進むと考えられる。資本の自由化が進むにつれて、経済政策の効果が薄れるため、金利自由化を進め、公開市場操作による間接的コントロールを用いる必要がある。

中央銀行が一切介入しないという完全な変動相場制の下では、外為市場における需給のインバランスは、為替レートの変動によって解消される。固定相場制の場合、為替レートがある値に定まっているため、自国通貨高であれば図表 3-4-1 のように過剰供給となっている外国通貨を購入しなければならず、その分外貨準備が増加する¹⁴⁴。完全変動相場制へ移行すると、自動安定化機能¹⁴⁵が働くため、介入義務や外貨準備を多く保有する必要がなくなり、外貨準備の保有コストを低く抑えられる。これは介入による過剰流動性問題、ひいてはインフレ問題が緩和されることを示す。また、人民元の先高観がなくなり、投機を目的としたマネーの流入がなくなる点も大きい。さらに、付随するメリットとしては以下の3点が挙げられる¹⁴⁶。まず、中長期的には資源配分の最適化に有利であり、国内のサービス財市場の発展を促進するという点である。中国国内の財・サービスが正当に国際競争にさらされることで、最適な資源配分を実現する国際市場の価格に近づき、第1章3節で述べたバラッサ・サミュエルソン説での障害も取り除かれるだろう。第2に、為替レート形成メカニズムに高い透明度を求められる点である。完全に市場に任せるため、背後で操ることができない。最後に、外部による切り上げ圧力が完全に消滅する点である。為替レートが必要と供給の関係で上下するため、過小評価や過大評価という概念自体がなくなる。

¹⁴⁴ 関志雄(2007)を要約。

¹⁴⁵ 貿易収支の赤字や黒字が為替レートを変動させ、それによって貿易収支が均衡に向かうというメカニズムのこと。

¹⁴⁶ 張明(2011)を参照した。



(出所) 関志雄(2007)を参考に作成。

しかし、変動相場制への移行には問題点もある。この制度を採用すると、通貨価値が為替の変動に大きく左右されるようになる。固定相場制の下では定められた特定の為替レートを保とうと為替介入が行われるため、その値が動くことはなく安定している。これが変動相場制だと為替相場が日々上下するため、安定性を失うことになる。発展途上国では通貨の価値が不安定であれば外国からの資本が流入しにくくなる。つまり、変動相場制は資本が豊かな国が採用できる為替制度と言えるだろう。通貨価値を安定させるためには、固定相場制を採用するか変動相場制を採用してかつ資本が豊かでなければならないが、国際通貨になるためには経済大国であることが必要とされ、経済大国は固定相場制を採用することは難しくなる。中国が日本や米国のような、より自由な変動相場制を採らないでも許されているのは、中国が今でも発展途上国、新興国と見なされている、または自らをそう見なしているからであるが、いずれは認めざるを得ない。他にも、中国が変動相場制への移行をためらう理由がいくつかある¹⁴⁷。まず、失業と成長率に悪影響を及ぼしかねないという点である。変動相場制に移行すると、人民元の対米ドル為替相場は一括に大幅上昇すると考えられ、それによって輸出産業は著しいマイナス打撃を受け、輸出量が低下する。第2に、資源配置のねじれを引き起こすリスクがあるという点である。移行はオーバーシュート¹⁴⁸を牽引し、名目為替レート的大幅な変動を招く可能性がある。それは外貨価値不安定となり、危機を誘発しかねないことを意味する。最後に為替上昇コントロール

¹⁴⁷ 張明 (2011)を参照した。

¹⁴⁸ 変動相場制において、短期的な調整過程で成立する為替レートが目標点から行き過ぎ、大きく乖離してしまうこと。物価水準の調整には為替レートの調整よりも時間がかかることが原因。

第3章 空前絶後の国際通貨化

が困難になるという点である。これは中央銀行が為替レート調整の主導権を失うためである。

以上の完全フロート制への意義とメリット・デメリット踏まえて中国為替制度の今を見ていく。

(2) 人民元為替制度の今

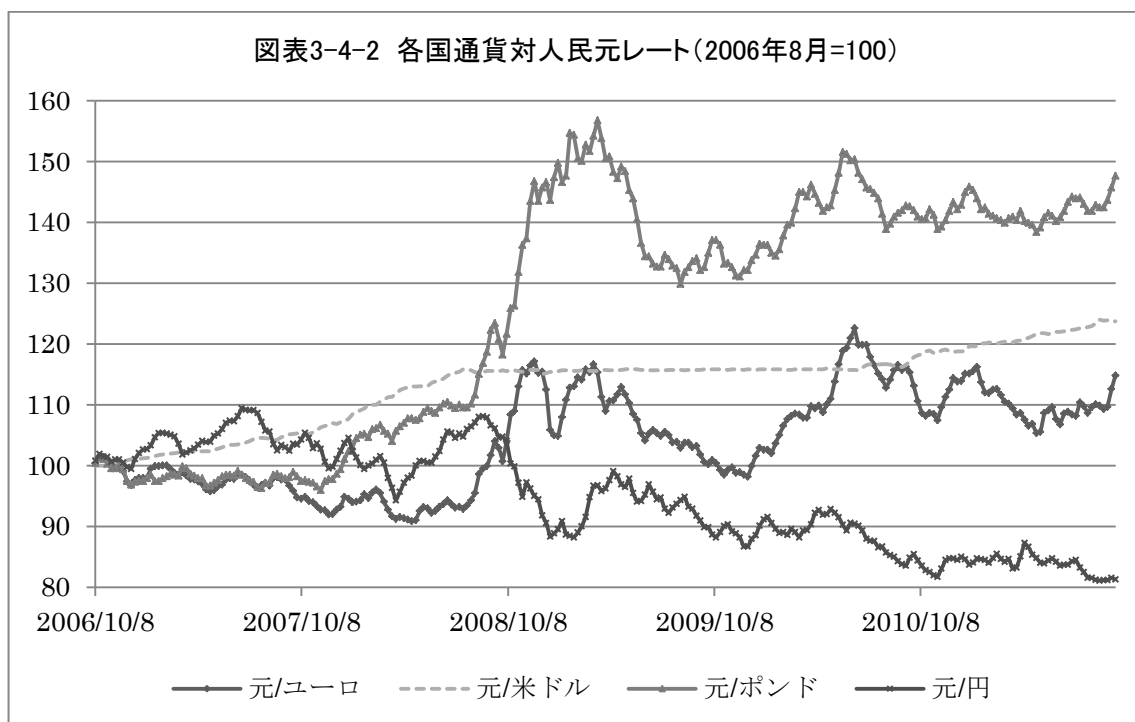
2005年7月に切り上げが発表されて以来、リーマンショックによる一時停止はあったものの、人民元は固定相場制から市場の需給関係に基づいて通貨バスケットを参考に人民元レートを決定する管理変動相場制に移行し、BBC方式¹⁴⁹を採用したと考えられる。これは人民元の経済的実力が強まってきたことを反映している。2005年から2011年6月末の人民元為替レート形成メカニズム改革で人民元は対米ドルで27.89%上昇しており、他通貨に対しても全体的には価値が上昇している(図表3-4-2)。人民元は柔軟性を持ち始め、わずかながらもフロート制に近づいてき、安定した為替レートが期待されるとした見方がある一方で、BBC方式が導入されてからも人民元の対ドルレートの変動は為替介入によってかなり抑えられている(図表1-3-1)との見方もできる。しかも、最近の人民元の切り上げは前述した通りインフレ抑制を起因とするところが大きく、これらの要因が人民元の先高観を生んでいる。2011年9月上旬までの人民元先物(NDF¹⁵⁰:ノンデリバリー・フォワード)の1年物は為替レートよりも0.5%~1.7%ほど割高になっており(図表3-4-3)、ここから人民元の高観をうかがうことができる。一方で、9月22日にNDFレートは急落し、名目為替レートを下回った。欧州債務危機などの世界的な混乱を受けたドル高が続けば、年内は対ドルでの人民元的大幅上昇はないとの見方が増えているためと報じられており、人民元高ペースはこれまでと比べて緩やかなものになるだろう¹⁵¹。

¹⁴⁹ 為替レートを複数通貨から成るバスケットにペッグさせるバスケット制(Basket)、容認される為替レートの変動幅を設けるバンド(Band)、為替レートをファンダメンタルズの変化に合わせてペッグの対象通貨に対して調整させていくクローローリング(Crawling)の三つの要素から成る方式のこと。

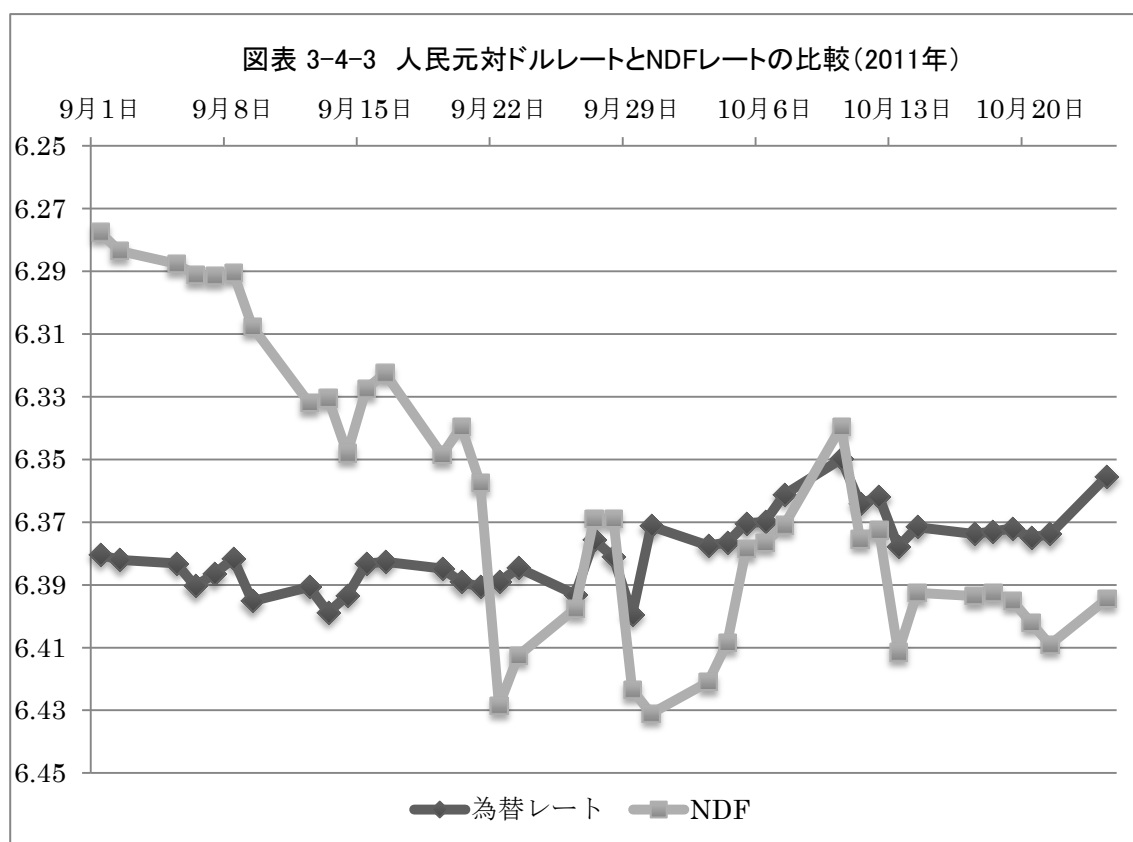
¹⁵⁰ 現物取引や資本流失に規制のある新興国における為替リスク回避手段。想定金利差を用いて計算値による先物市場でレートが決定される。通常先物為替予約との最大の違いは、決済日にNDFレートと現物レートの差額決済を行う点。

¹⁵¹ 斎藤直紀(2011)。

第3章 空前絶後の国際通貨化



(出所) OANDA より作成。



(出所) Bloomberg、Serchina ファイナンスより作成。

第3章 空前絶後の国際通貨化

資本の自由化が進むにつれて、公開市場操作を用いた間接的なコントロールが必要となるため、一般的に金利の自由化が進む。現在の中国は金融政策の具体的な手段として、法定準備率操作、窓口指導、預金・貸出基準金利の設定という3つの直接的なコントロールを中心に用いており、公開市場操作はまだ副次的な役割しか担っていない。これは、短期金融市場が十分整備されていないこと、銀行の資金調達的大部分が預金によること、規制金利であることを意味する¹⁵²。資本流出入の影響を吸収するための金融・債券市場の整備は前項で述べた。銀行が預金で資金調達をしている点は、前節や社会保障の発達、政府の信頼獲得などによって解消できるだろう。また、中国の金利自由化は段階的に進められてきているが、まだ完全とは言えず、例えば預金金利が規制されている。預金金利の自由化は銀行間に競争を生み、各銀行の経営内容改善のインセンティブをもたらすと考えられるが、同時に資金を集めるために高い金利をつけて顧客を呼び込もうとするため、破綻リスクも高まるという欠点もあることからそれをカバーする法律や制度、認識が必要となる。

(3) 変動相場制に移行する手順

人民元の変動相場制移行は、一朝一夕に実現できるものではない。変動相場制移行時のデメリットで述べたような事態が起きる可能性があるからである。また、急に元高に振れ、先に述べた様々な悪影響を及ぼすほか、中国の実体経済がそこまで強くないと市場が判明すれば一転して元暴落も起こりうるだろう。これは人民元の乱高下を意味し、中国経済は不安定気に陥る可能性があり、為替通貨化のための目標である為替相場の安定から逸れてしまう。

一方で、変動相場制に移行する最良の時機を逃してしまったという考え方もできる¹⁵³。現在の中国の固定相場制はインフレの元凶となっており、固定相場制維持のために余ったドルを買うが、この時支払う人民元は政府発行か国民からの借金によって調達する。前者の場合、貨幣供給量が増えるためそのままインフレにつながり、後者は以下のメカニズムによって潜在的にインフレにつながる。現在1ドル=7元だとすると、**国民から借金してドルを購入する場合**、1ドル購入するために国民から7元借金をする。しかしながら、もし人民元が今後切り上がって1ドル=4元になるとすると、1ドルあたり4元しか国民に返すことができず、不足する3元は政府発行に頼らざるを得ない。したがって、後者も潜在的なインフレ要因となっているのである。また、切り上げを行うと中国の保有する巨額の外貨準備が目減りしてしまうため、損失を考えるとドル高元安を維持したいと言うのが政府の本音である。よって、現状では急速に行うことができず非常にゆっくりと切り上げせざるを得ない。もし中国が数年前、つまり外貨準備の額がそれほど大きくないときに内需拡大または政府が何らかの措置をとっていれば、中国経済が対外依存から脱却するのに役立っていた。今の状態では元相場は大きく動かないだろう。現在は新たな動きとして金を購入している(図

¹⁵² 小林正宏・中林伸一(2010), p166。

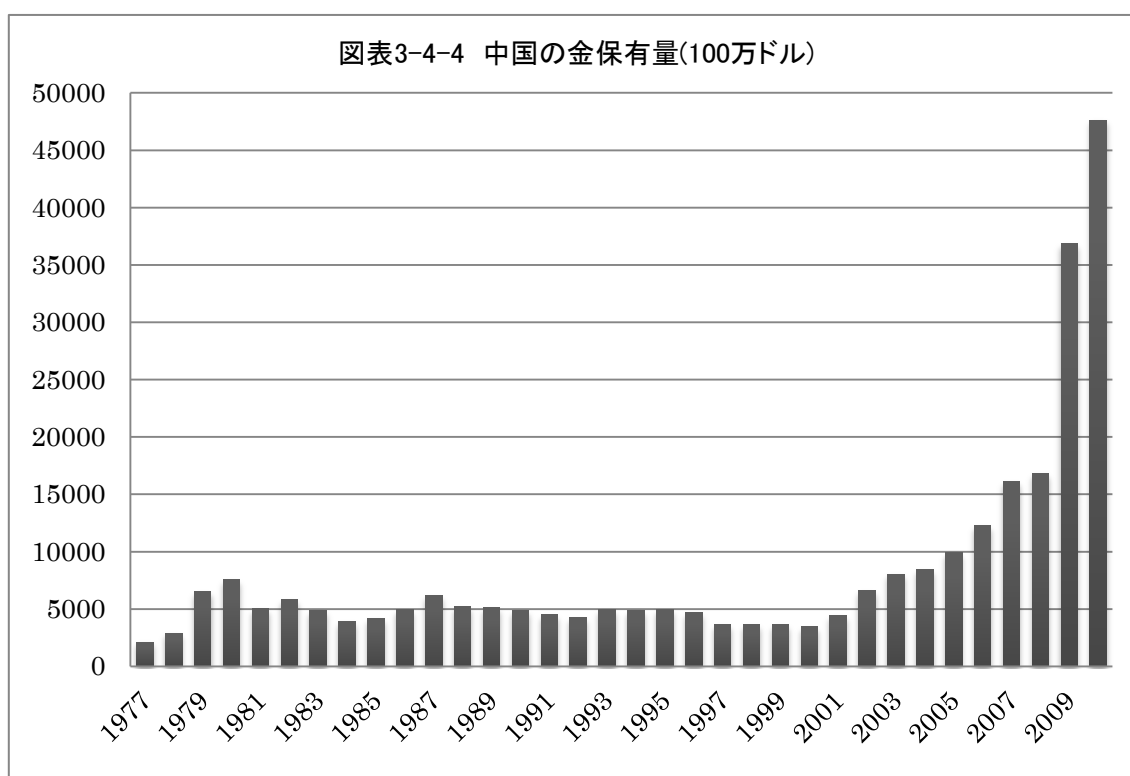
¹⁵³ 新唐人テレビ日本ホームページを参照した。

第3章 空前絶後の国際通貨化

表3-4-4)が、これは、輸入に当たるため、貿易黒字を減らす作用があり、切り上げ圧力緩和に役立つ可能性がある。しかし、金にはリスクがないため、利子につかないのに加えて値動きが激しいという欠点があるため、根本的解決策とはならない。よって管理変動相場制というステップを踏み、段階的に変動相場制に移行する必要がある。

図表3-4-5は張明(2011)において、為替レート形成メカニズムを項目ごとに0~4の4段階で評価されていたものに基づいて作成したグラフである。総合評価ではBBC方式が最も優れている。BBC制度には為替レート形成メカニズムの弾力性を強化すると同時に、為替レートのオーバーシュート防止を防止できるため資源配置の観点から特に優秀である¹⁵⁴。加えてドルの衰退や中国外国為替市場におけるドル供給状況、人民元の対ドル上昇予測が誘発する直接投資でない資本の大量流入を防ぐという観点からも、人民元為替レート管理の次のステップとして人民元為替レートの弾力性を改善し、積極的に外国為替市場を建設し、一方向の期待に支配されない変動を学習することが必要である¹⁵⁵。

このように、完全フロート制移行の準備が整うまでBBC制度を採用し、弾力性をつけるのが有効な手段だと言えよう。この間、金融資本市場の育成・整備、金融機関の経営基盤強化、金利自由化などを促進させ、中国国内では資本自由化に備えなければならない¹⁵⁶。

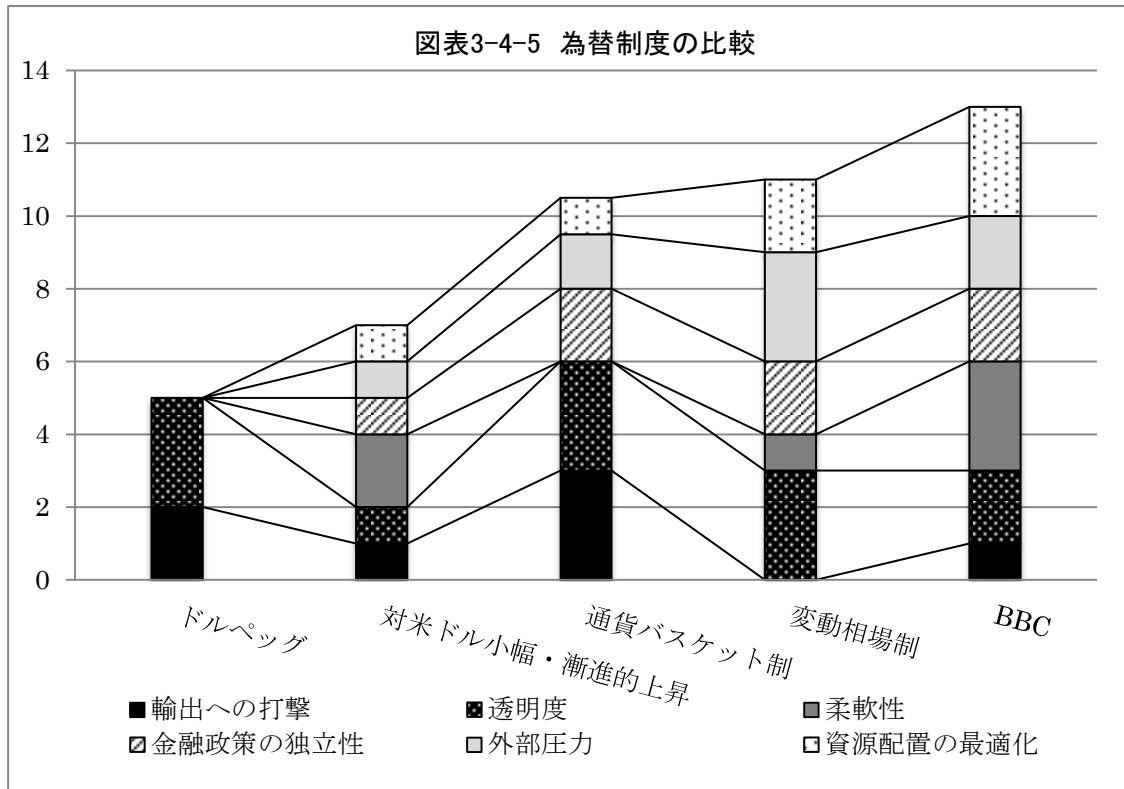


(出所) WDI より作成。

¹⁵⁴ 張明(2011)。

¹⁵⁵ 李婧(2009)。

¹⁵⁶ SCB(2005)。



(注1) 各項目 0~3 点 (点数が高いほど優秀) で評価し、積み上げ方式で表示している。
 (出所) 張明(2011)を参考に作成。

3.5 資本規制撤廃

(1) これまでの歩み

人民元の国際通貨化は、人民元がアジア域内で為替媒介通貨として利用されることと定義した。ある通貨が為替媒介通貨として選択されるためには他通貨との交換が自由にできることが条件である。しかし、中国では、国際間における資本の自由な移動に対して制限が設けられている。1996年、中国がIMF協定第8条を受け入れたことで、經常取引に関する資金移動が自由化し、2001年にWTOに加盟した際に資本規制について対外開放が大きく進展し、また人民元の国際化で述べたような取り組みも行っており、中国は徐々に資本規制の緩和に向かっているということはできるがそれでもまだ十分ではない。特に資本流出については資本流入よりも厳しい規制がかかっていることがネックである。中国では前述のように巨額の貿易黒字から発生する人民元の切り上げ圧力を回避したいという思惑があり、2002年以降外貨準備が著しく増加し(図表1-3-7)、国内のマネーサプライの増加(図表1-3-10)を通じてインフレと資産バブルをもたらすことが懸念されている。それらを緩和するために資本流出の制限を緩和することは国際通貨化になるためだけではなく、今後の持続的な成長のためにも必要な措置である。資本規制緩和のために様々な取り組みが行われてきたが、そのなかでも証券業の対外開放は大きく展開している。

中国は2001年のWTO加盟時に、証券市場の対外開放を承認し、2006年までにその全

第3章 空前絶後の国際通貨化

てを実行した。具体的には①外国証券会社は中国側の媒介業者を経由することなく B 株の取引を直接行うことができること、②外国証券会社の中国拠点は中国証券取引所で特別会員になることができること、③外国機関は中国に合弁会社を設立し、証券投資信託業務を行うことができるが、外資比率は 33%までに制限されており、中国の WTO 加盟後 3 年以内はその比率が 49%を越えないこと、④中国の WTO 加盟後 3 年以降は、外国証券会社は中国において外資比率 1/3 を超えない合弁会社の設立が認められること、また中国側の媒介業者を経ずに、A 株の引受、B 株・H 株のような外資株および国債、社債の引受と取引、ファンドの設定などができること、⑤合弁会社は、コンサルティング業務や補助的な金融サービス業務¹⁵⁷ができること、である¹⁵⁸。ここでは特に資本市場の開放の観点から 2002 年に施行された適格海外機関投資家 (QFII) 制度と 2006 年から施行された適格国内機関投資家 (QDII) 制度について述べる。

(2) QFII

QFII (Qualified Foreign Institutional Investor の略称) 制度とは、中国政府が証券監督管理委員会から許可を受けた資本金など一定の基準を満たす海外の投資家 (運用会社、保険会社、証券会社、銀行、年金基金など) に対して、国家外貨管理局から認められた運用枠の範囲内で、中国本土の人民元建ての債券や A 株に対しての投資を認める制度である。海外投資家に対して中国国内の証券市場への投資を徐々に開放していくことで、急激な資本取引の開放による市場への影響を緩和しようとする意図がある。

当初、QFII1 社の運用枠は 5,000 万ドル以上、8 億ドル未満と規定され (その後 2009 年に外貨管理局が運用枠の上限を 10 億ドルに引き上げている)、さらに株式への投資に対しては、QFII が単体で 1 企業に投資できるのは発行済株式の 10%までであり、かつ QFII 全体で 20%までに制限されていた¹⁵⁹。さらに、2007 年には国内株式市場の過熱懸念から QFII 認可を見送っていた時期もあった。そのため、2008 年中国株式市場における QFII の時価総額に占める保有比率は 1.6%と規模が非常に小さかった (図表 3-5-1)。しかし、規模は小さいながら QFII の数と運用枠は増加傾向にある (図表 3-5-2)。2009 年に QFII86 社に対して 166.7 億ドルの運用枠が与えられていたが¹⁶⁰、2011 年 4 月 29 日の時点で、QFII103 社に対して 206.9 億ドルの運用枠が与えられたと発表された¹⁶¹。日系金融機関では、2003 年に野村証券と UBS が、2008 年には大和証券投資信託委託株式会社と三菱 UFJ 証券がライセンスを取得している¹⁶²。

QFII は合理的な投資を行う機関投資家として、①中長期的に株を運用することで証券市場の適切な価格の形成に寄与し、さらに上場企業のコーポレート・ガバナンスへのインセ

¹⁵⁷ 信用調査、証券投資に関する研究・コンサルタント、M&A 業務など。

¹⁵⁸ 齋藤尚登(2011)。

¹⁵⁹ 黒岩(2008)。

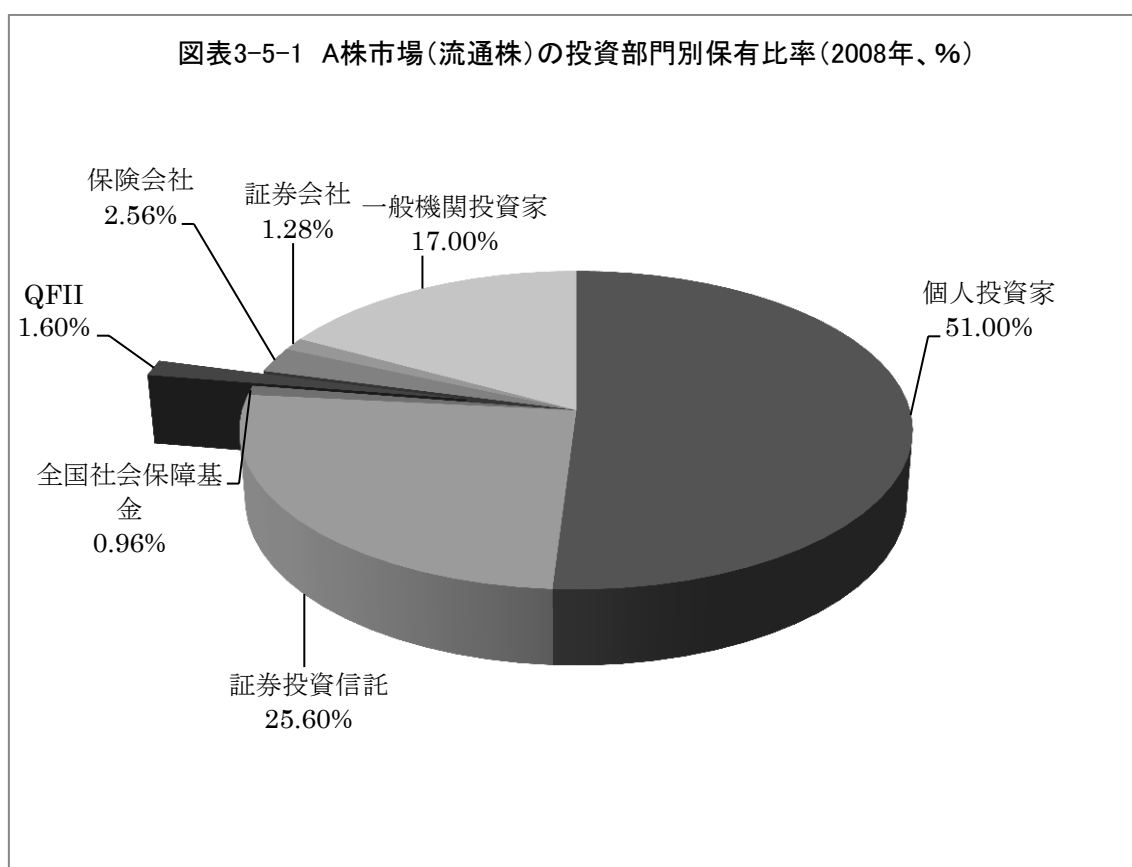
¹⁶⁰ 糠谷(2010)。

¹⁶¹ 関根(2011)。

¹⁶² 2011 年 7 月時点で全 11 社合計 21 億ドルの運用枠が与えられている。

第3章 空前絶後の国際通貨化

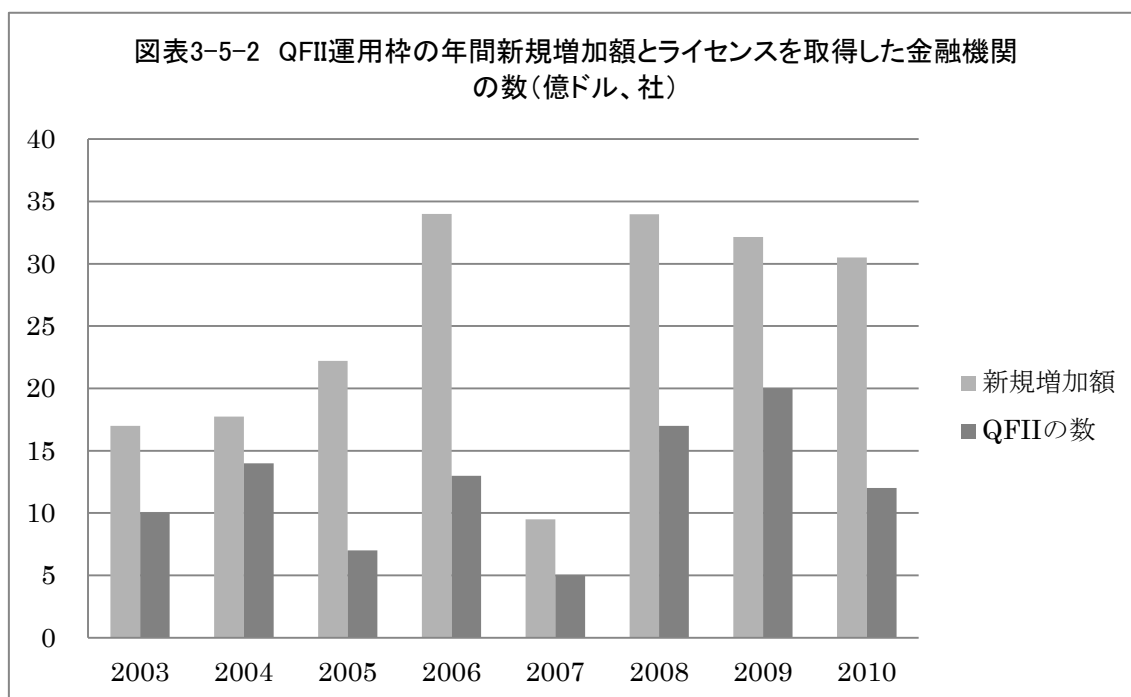
ンティブを高め、②中国にはない概念や考え方、金融技術を持ち込むことで中国経済や資本市場に刺激を与え、③非流通株の市場での流通に伴う出口戦略になるなど重要な役割を果たすことが期待されている。しかし、運用枠という制限があることや運用選択肢が限られていることから、海外の投資家は人民元建て資産の運用にさほど魅力を感じず、現在までに与えられた運用枠は後述の QDII に大きく劣る。今後は運用枠を拡大することに加えて、投資後のロックアップ期間（引き出し凍結期間）¹⁶³や対外送金規制を柔軟にすることで、海外投資家にとって QFII を魅力ある制度にしていくことが求められている¹⁶⁴。



(出所) フィナンシャル・レビュー2009年9月より作成。

¹⁶³ 2009年に1年から3ヶ月に短縮された。

¹⁶⁴ 関根(2009b)。



(出所) 中国外貨管理局より作成。

また 2011 年 8 月 17 日、李克強副首相が人民元適格海外機関投資家 (RQFII) 制度、いわゆる「ミニ QFII」を近く導入することを発表した。RQFII (Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor の略称) は 100%中国資本の香港現地法人に中国本土への証券投資を許可する制度である。つまり、QFII が国外からの外貨を人民元に両替して国内の証券市場に投資するのに対して、ミニ QFII では、国外にある人民元をそのまま国内の証券市場に投資するという違いがある¹⁶⁵。投資枠を最大 200 億元に制限し、その 80%を中国国内の証券市場に投資することが必要になる見通しである。ミニ QFII は 2010 年 6 月頃から導入が検討されてきたが、同年 11 月に米国が QE2 を開始したことを受け、資金流入を抑制するために導入が延期されていた。その後 2011 年に入ってからミニ QFII の試験導入が何度か伝えられてきたが、まだ導入の具体的な時期は現在 (2011 年 10 月) も明らかにされていない¹⁶⁶。もし実現すれば、外資による香港経由の間接的な中国への投資が可能になり、人民元の国際化で述べたように香港に滞留している人民元の投資の受け皿になることが期待されている。

2011 年 8 月のミニ QFII 導入方針の発表と同日に、香港企業の中国への人民元建て直接投資の認可、香港株 ETF¹⁶⁷ (上場投資信託) の組成と中国市場への上場解禁も発表された。これらは香港オフショア市場の人民元取引を活発化し、人民元が香港から中国に還流するルートを確認したり、香港株 EFT のように中国から香港への人民元の流れを促したりする

¹⁶⁵ 齋藤尚登(2011)。

¹⁶⁶ 2011 年 8 月 17 日ロイター。

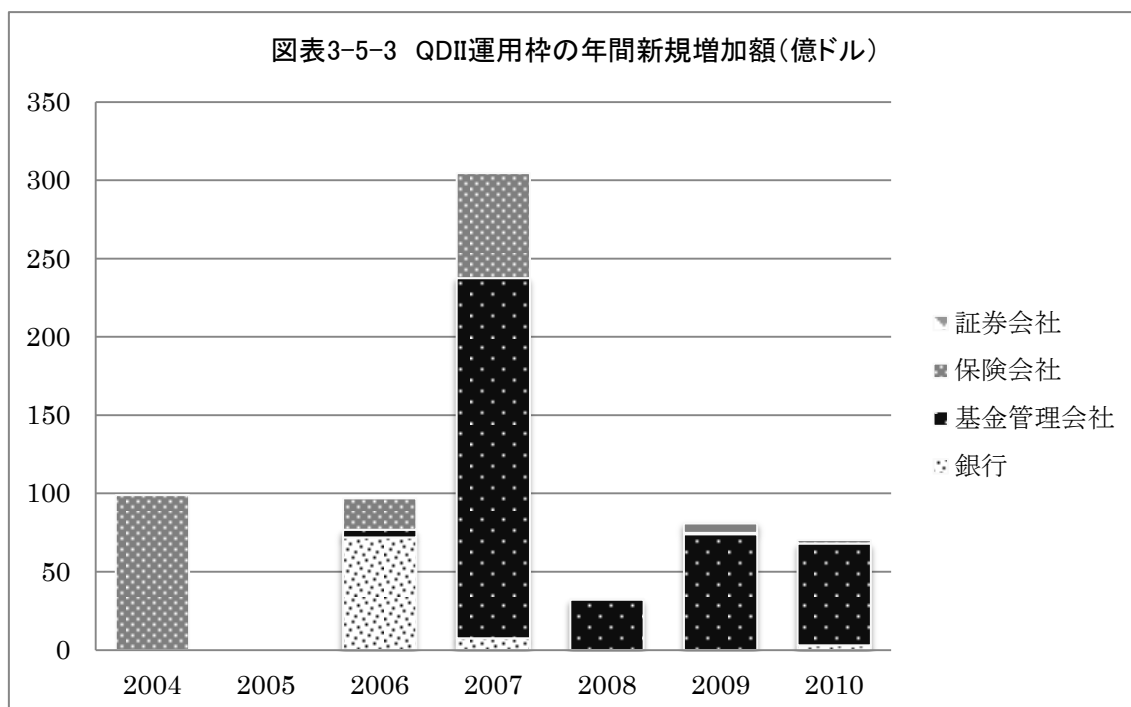
¹⁶⁷ 中国人投資家が中国市場で売買できる EFT。

第3章 空前絶後の国際通貨化

意図がある。これまで外貨で行われてきた対中投資や QFII に人民元建て決済が加わることで為替介入が減少し、ホットマネーの流入や外貨準備の増加を弱めるメリットや、中国から香港への人民元の流入がより拡大し、香港市場の厚みが増すメリットがある¹⁶⁸。

(3) QDII

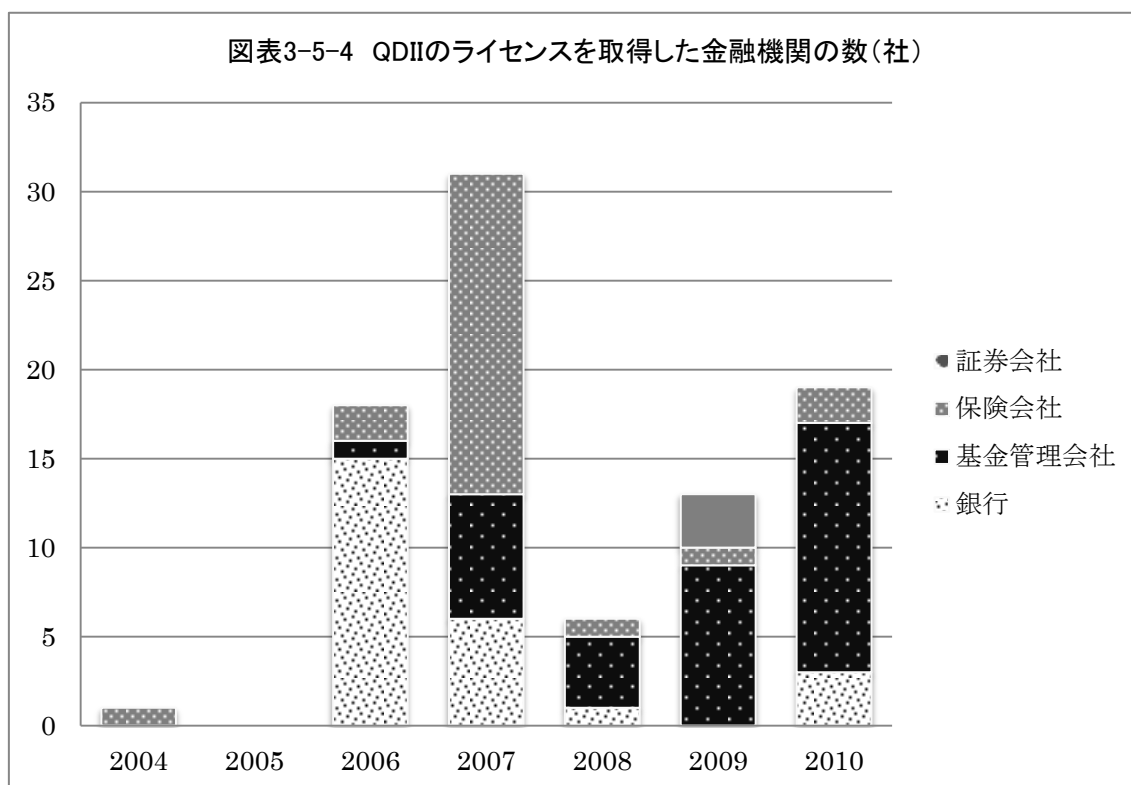
QDII (Qualified Domestic Institutional Investorsの略称) 制度は、一定の条件を満たす中国国内の機関投資家 (国内銀行、基金管理会社、保険会社) に対して、一定の限度を設けて海外証券投資を認める制度である。QDIIは各金融機関の監督当局からライセンスを取得し、国家外貨管理局から実際の投資枠を取得すれば、その枠の範囲内で対外証券投資ができる。QDII制度には過剰な外貨準備高の解消や国内機関投資家の育成が期待されている。2011年1月に国家外貨管理局は2010年にQDII88社の投資額が683億6100万ドルに達したと発表した¹⁶⁹。その内訳をみると、銀行が82億6000万ドル (25行、2010年12月31日時点)、基金管理会社が406億ドル (35社、同日)、保険会社が189億100万ドル (25社、同日)、証券会社が6億ドル (3社、同日) となっている (図表3-5-3と図表3-5-4)。この数字からQDIIの合計運用枠はQFIIの合計運用枠206.9億ドルを短時間で大きく上回っていることが分かる。ここでは海外運用枠もライセンスを取得した金融機関の数も一番多い基金管理会社に注目して論じていく。



(出所) 中国外貨管理局より作成。

¹⁶⁸ 奥山(2011)。

¹⁶⁹ 「中国網日本語版 (チャイナネット)」 2011年1月25日。



(出所) 中国外貨管理局より作成。

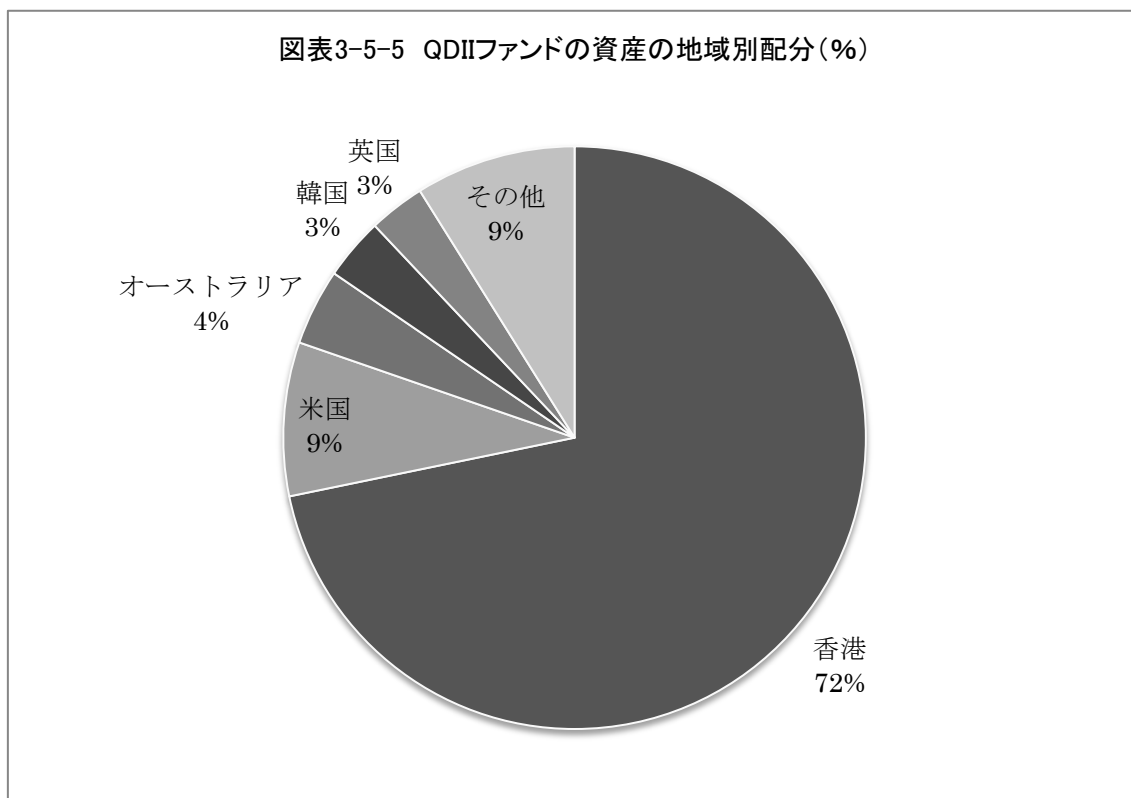
基金管理会社のQDII商品は、「ファンド運用会社などが、顧客の外貨資金を受け入れ、限度枠の範囲内で海外株を含むポートフォリオ投資を行う¹⁷⁰⁾」ものである。2006年の華安基金管理公司によるテストケースを経て、2007年の南方基金管理公司による「南方全球精選配置基金」の設定から本格的に始動した。海外投資への期待感から発行上限額150億元に500億元もの応募が殺到し、南方基金は上限額を300億元に引き上げるなどの対応に迫られた。その後華夏基金、嘉実基金、上投摩根基金が200~300億元規模の海外株式投信を設定・販売した¹⁷¹⁾。しかし、世界金融危機の影響を受けて2008年5月の認可を最後に、海外市場が落ち着きを取り戻す2009年10月まで新たな投資枠の設定は事実上凍結されていた。これは基金管理会社に限った話ではなく、全てのQDIIが同じ状況であった。投資枠の設定の再開以降、政府は基金管理会社のQDII承認を加速させており、35社のうち14社が2010年から設定された。また、QDII商品の株式運用を国・地域別に見てみると、2009年第4四半期において香港が7割以上を占めていることが分かる(図表3-5-5)。業種別に内訳を見ると鉱業、エネルギー、金融などの業種の比重が高い傾向にある¹⁷²⁾。

¹⁷⁰⁾ 黒岩(2008),p10。

¹⁷¹⁾ 孫(2009)。

¹⁷²⁾ 関根(2008a)。

図表3-5-5 QDIIファンドの資産の地域別配分(%)



(出所) 期刊中国資本市場研究 2010Autumn より作成。

次に銀行のQDII商品について述べる。当初は投資対象が預金や債券などの固定収益金融商品に限られており、利回りが株式より低く人民元高によって生じる為替差損から投資家からの人気は低く販売状況は思わしくなかった。この状況を受けて、2007年に中国銀行業監督管理委員会は投資金額を個別運用資産の50%以下にするなどの条件で海外株式を投資対象として認めた。これにより中国銀行業監督管理委員会は海外株式運用ルートを開くために2007年4月の香港を皮切りに、同年10月に英国、2008年にシンガポール、日本、米国、オーストラリア、韓国、ルクセンブルク、2009年にドイツ、2010年にカナダ、マレーシアと当局間の覚書を交わしてきた。このような対象地域の拡大に加えて、一顧客への販売額下限が30万元以上から5万元以上に引き下げられるなどの規制緩和もあることから、銀行QDII商品は今後拡大傾向に向かうのではないかと思われる¹⁷³。最後に保険会社のQDII商品について見てみる。2004年に保険会社は自社の外貨資金の海外運用が認められていたが、2007年に前年末の総資産15%の範囲で海外運用が認められ、全世界の成熟した資本市場で保険資金を運用することができるようになった。中国保険監督管理委員会によると、「10年末の保険会社の総資産額は5兆482億元（約62.2兆円）であり、その15%の約7,572億元（約9.3兆円）が、最大の海外運用可能額¹⁷⁴」となっている。

¹⁷³ 関根(2009f)と齋藤尚登(2011)を参考。

¹⁷⁴ 齋藤尚登(2011),p9。

第3章 空前絶後の国際通貨化

QDII 商品は中国の投資家に馴染みが深い香港やアジア地域の中国関連企業、つまり H 株やレッド・チップスを中心である。これは香港市場への資金流入を促しミニ QFII と同様の効果が期待できるメリットがある一方、リスク分散の観点からは対象国を分散することが好ましいのにそれを妨げているというデメリットがある。今後も QDII を拡大することで、中国国内の投資家に投資対象の選択肢を広げ、株式の海外運用の経験値を蓄積することが当面の課題である¹⁷⁵。しかし、現実問題として世界金融危機の影響を受けて「基金管理会社 QDII の純資産は、2007 年末時点の 1,082 億元（約 1 兆 5 千億円）から 2008 年末時点の 516 億元（約 7 千億円）へと大幅に減少し¹⁷⁶」、2008 年以降も純資産残高¹⁷⁷は伸び悩んでいる。さらに将来的に人民元が切り上がる可能性が高い今、人民元高によって外貨建て資産運用が損失を被ることや、またそのリスクに見合った高い収益を得ることは困難であることが予想されるため、中国国内の投資家が QDII に投資するインセンティブは低くなるをえない¹⁷⁸。QDII は今後もある程度展開していくかもしれないが、本格的に拡大するのは、世界の市況が回復し中国の国内成長率が鈍化した後になるだろう。

QFII は中国市場への外貨の流入を促し、ミニ QFII は中国市場への人民元の流入を促す目的がある。人民元を海外市場へ流出するルートは QDII、保険（5 兆 481 億元、2010 年末）と年金（8,566 億元、同年）の海外株式投資などが挙げられているが、それらはもっぱら香港市場に集中し、その香港株式市場でさえ「流入しているチャイナマネーは 11%（2009 年 10 月から 2010 年 9 月における売買代金ベース）に過ぎない¹⁷⁹」とされている。しかし中国は国際化で述べたようにスワップや香港オフショア市場など人民元を国外に流通させるためのルートを徐々に開拓し、その規模も増加傾向にある。まだ始まったばかりで今後も長い時間がかかることが予想されるが、このまま中国が徐々に対外開放を進めていけば、いずれは資本移動規制が撤廃され国際社会における中国の存在感がさらに増すことにつながるだろう。

¹⁷⁵ 関根(2009f)と齋藤尚登(2011)を参考。

¹⁷⁶ 関根(2009f),p144。

¹⁷⁷ 投資信託の運用総額。投資家による購入・解約に伴う資金流出入と、運用結果によって増減する。投資信託の人気を示す指標の一つ。

¹⁷⁸ 田代(2010)。

¹⁷⁹ 奥山(2011)。

総括

本稿では、世界経済が失速する中で、現代中国に浮かび上がる問題の原因を中国独特の制度とドルに依存しすぎた経済構造に求め、その解決策としての人民元の国際化・国際通貨化の実態を紐解き、今後の在り方についての考察を行った。

現在、米国は世界金融危機を生み出して経済が停滞し、基軸通貨ドルの信認も揺らいでいる。また、EUは欧州債務危機により、EUと統一通貨ユーロの在り方そのものが問われており、第2の世界金融危機の火種になる可能性も孕んでいる。加えて、アジアの先進国である日本もバブル崩壊以降の「失われた20年」とさえ呼ばれている長期不況から依然として抜け出せておらず、円は高止まりし、国際化・国際通貨化は遅々として進まない。このように、これまで世界の先頭を走って来た先進諸国は明らかに失速し、それらの通貨は力を失っていると言える。この状況が、以前、ドルがイギリスのポンドから基軸通貨の地位を奪った時のように、国際通貨体制の転換期を意味していることは明らかであろう。

しかしながら、特にドルについて言えば、国際通貨の慣性やドル以外の基軸通貨の不在という理由から、しばらくはこのまま現在の地位を保証されることになる。何より基軸通貨とは、強い通貨ではなく、使いやすい通貨がなるべきものであり、その意味でもドルが直ちにその地位から離れることはないものと思われる。他方、2008年のリーマンショック以降人民元国際化の動きが加速しているとは言え、まだ周辺国の対中貿易における貿易決済通貨として持続的に受け入れられていくかどうかさえ曖昧な初段階であり、今後周辺国がとる態度によっては、国際化の動きが停滞する可能性もある。また、完全交換性を伴わないままでの国際化は、短期的な危機回避のためには有効な手段であると考えられるが、長期的には為替介入による人民元相場の操作や資本規制がネックとなり、国際化の進展そのものを妨げることになるだろう。よって、人民元の国際化と完全交換性の実現はある程度並行して進めていくべきであると言える。以上のことより、現段階では、人民元がすぐに基軸通貨になる可能性は乏しく、国際化・国際通貨化の達成にさえ長い時間を要するものと考えられる。

繰り返しになるが、2007年以降の世界金融危機の例から見ても、ドルに振り回される世界経済が今後の中国にとって発展の妨げになることは明白である。よって本論文では、人民元国際化・国際通貨化の実現に向けたロードマップとして金融体制の整備、完全フロート制への移行、資本規制撤廃を提案し、人民元が完全交換性を有する通貨になることを国際通貨化の最優先事項としている。これらは、インフレなどの中国国内で噴出する問題を解決することにも関係しているため、一石二鳥の方法である。他にも国際通貨化の条件として、第3章1節で述べたような①通貨価値の安定、②世界経済の再生産における中心的な地位とそれに基づく大規模な輸出入も満たす必要がある。しかし、①については第3章で述べたBBC方式採用による為替変動への耐性の獲得と、金融市場の整備・資本自由化による取引量と厚みの増大により投機インパクトが相対的に小さくなることで解決できると

総括

思われる。②については、第 1 章で述べたように既に達成段階にある。今後、人民元が切り上がって輸出企業が打撃を受けたとしても、中国が内需主導の経済成長に転換している過程にあることを考慮すると、輸出が減少しても輸入の増加が見込めるため、グロスでみた輸出入は維持できると考えられる。また、完全フロート制への移行による元高・国内労働者の賃金上昇・富裕層の増加等の理由から、今後中国は「世界の工場」ではなく「世界の市場」としてのニーズの高まりが予想されるため、内需志向への転換は避けられない。さらに、そのような成長モデルの転換はグローバル・インバランスの是正にも繋がる。上記の内容に加えて、①元建ての資本輸出、②チェンマイ・イニシアティブのようなアジア域内の結びつきの強化、③アジア域内の特に経済的発展、長期的に見れば、④EMS のような安定制度が整うことも国際通貨化の条件として挙げられる。

最後に、中国が人民元国際化・国際通貨化の先に見据えるものとは何であるのか、その点について強調したい。人民元の国際化・国際通貨化の目的とは、ドル依存からの脱却とアジア内需の優先的な取り込みを通じて、これまでのような途上国的な成長モデルから自国とアジアという 2 つの内需に根差した先進国的な成長モデルへと転換すること、そして、中国を軸としたアジア経済圏を構築することである。アジア域内は中国、日本、韓国のような巨大な市場が存在し、その周辺国も今後の成長が見込まれるため、これからの世界経済の牽引役となる可能性を秘めている。このように急成長を遂げるアジアにおいて人民元を中心とした経済圏を自立させることができれば、中国の安定と世界一の経済大国としての地位は約束されると言っても過言ではない。アジア諸国側から人民元を見るとまだドル以上の魅力は感じられないが、今後の中国の発展次第では逆転の余地は残されているはずである。人民元を国際通貨に押し上げ、アジアに内在するポテンシャルをいかに上手く取り込むかが、現在の中国の経済成長が邯鄲^{かんたん}の夢に過ぎないのか否かを左右する重要な分岐点となることであろう。

参考文献

参考文献

日本語書籍、論文

- 秋葉弘哉(2010),『国際経済学』ミネルヴァ書房。
- 荒井利明(2007),『東アジアの日・米・中一平和と繁栄をどう確保するか』日中出版。
- 荒巻健二(2004),「資本取引自由化の sequencing 日本の経験と中国への示唆」『開発金融研究所報』第 21 号, 国際協力銀行開発金融研究所。
- 井川紀道(2009),「中国の国際通貨制度改革法案と将来の国際通貨体制」外国為替貿易研究会編『国際金融』1207 号。
- 石川幸一(2010),「新段階に入った東アジアの FTA」,『季刊 国際貿易と投資』Summer 2010/No.80,国際貿易投資研究所。
- 石田護(2009),「東アジア通貨情勢に異変 人民元の安定と国際化の行方」外国為替貿易研究会編『国際金融』1199 号。
- 市川眞一(2011),『中国のジレンマ 日米のリスク』株式会社新潮社。
- 伊東さゆり(2006),「加速する中国の金融改革 効率的な資源配分機能確立への取り組み」,『ニッセイ基礎研 REPORT』2006.9,ニッセイ基礎研究所。
- 伊藤隆敏・小川英治・清水順子編著 ; RIETI [編](2007),『東アジア通貨バスケットの経済分析』東洋経済新報社。
- 井上伊知郎(1994),『欧州の国際通貨とアジアの国際通貨』日本経済評論社。
- 植木賢司(2010),「人民元国際化の課題～鍵を握る人民元相場の弾力化～」国際通貨研究所。
- 上野剛志(2010),「ドルの信認低下と通貨のパワーバランス～どの通貨がドル安を引き受けるのか?」『ニッセイ基礎研 REPORT』2010 年 5 月号,ニッセイ基礎研究所。
- 牛田晋(2010),「ASEAN と連携し戦略構築を アジアの成長を取り込め」,『Kyodo Weekly』共同通信社。
- 大久保勲・馬成三(2005),『2010 年の中国経済—予測シナリオとリスクヘッジ』蒼蒼社。
- 太田哲生(2010),「東アジアにおける EPA/FTA ネットワークの進化—広域経済連携の実現に向けて—」,『NIRA 研究報告書 東アジアの地域連携を強化する』総合研究開発機構。
- 大野正智・福田真一(2004),「貿易契約通貨の決定メカニズム」経済社会総合研究所。
- 奥田宏司(2008),「東アジアの通貨・為替制度と人民元」立命館国際研究。
- 奥山 (2011),「特集 人民元のオフショア市場化進む香港～人民元建て QFII や香港株 ETF など立ち上げへ～」,東洋証券。
- 小野亮(2011),「国際準備通貨としてのドルの地位～鍵を握る中国と格付け機関の動き」,『みずほマーケットインサイト』みずほ総合研究所。
- 金森俊樹(2011),「中国の貯蓄はなぜ高いのか?」外国為替貿易研究会編『国際金融』1225 号。
- 上川孝夫(2011),『国際通貨体制と世界金融危機 : 地域アプローチによる検証』日本経済評

参考文献

- 論社。
- 上川孝夫・藤田誠一・向壽一(2007),『現代国際金融論』有斐閣。
- 上久保誠人(2010),「「円の国際化」か「元の国際化」か:「アジアの通貨協力」の国内政策立案過程比較」,『GIARI Working Paper』Vol.2010-J-3,トライエックス。
- 柯隆(2002),「中国における金融国際化へのロードマップ 資本移動の自由化と人民元為替相場の展望」,『Economic Review』2002.4。
- 柯隆(2007),『中国の不良債権問題』日本経済新聞出版社。
- 柯隆(2009),「人民元国際化への道とドル体制への挑戦」,『JBIC 中国レポート 中国智库』2009年11月号,国際協力銀行。
- 河原昌一郎・明石光一郎(2010),「中国の加工貿易と FTA 戦略」,『農林水産研究』第17号,農林水産政策研究所。
- 川村雄介[監修・著]、財団法人日本証券経済研究所[編](2007),『アジア証券市場と日本 Asiazation の繁栄をめざして』社団法人金融財政事情研究会。
- 関志雄(1995),『円圏の経済学 アジアにおける通貨統合の展望』日本経済新聞社。
- 関志雄(1998),『円と元から見るアジア通貨危機』岩波書店。
- 関志雄(2004),『人民元切り上げ論争』東洋経済新報社。
- 関志雄(2005a),『共存共栄の日中経済』東洋経済新報社。
- 関志雄(2005b),『中国経済のジレンマ—資本主義への道』筑摩書房。
- 関志雄(2007),「流動性の膨張を如何に押さえるか」『中国経済新論』。
- 関志雄(2011),「金融引き締めで大幅に鈍化してきたマネーサプライの伸び」雄経済産業研究所。
- 菊地悠二(2005),『人民元は世界の脅威か:円・ドル・元の競争と戦略』時事通信社。
- 行天健二(2009),『JBIC 中国レポート』11月号,日本政策金融公庫国際協力銀行(JBIC)。
- 黒岩達也(2008),「中国証券市場の動向と市場改革の行方 進展する非流通株改革と対外資本取引の自由化」,『内外経済・金融動向(月刊)No.20-1』2008年4月23日,信金中央金庫 総合研究所。
- 公益財団法人日本証券経済研究所編(2009),『図説 アジアの証券市場 2010年版』公益財団法人日本証券経済研究所。
- 国際通貨研究所[編](2004),『国際金融読本』東洋経済新報社。
- 吳曉求(2007),「債券市場、特に社債市場の発展の重要性」,『季刊中国資本市場研究』2007 Spring,公益財団法人東京国際研究クラブ。
- 国立国会図書館(2011),「世界の中の中国」,『総合調査報告書』2011年3月,国立国会図書館 調査及び立法調査局。
- 小林正宏・中林伸一(2010),『通貨で読み解く世界経済』中央公論新社。
- 斎藤直紀(2011),「欧州債務懸念と中国への影響」,『中国月報』第57号,三菱東京UFJ銀行。
- 斎藤尚登(2011),「～海外情報～中国の株式市場(2011年版)」,『Economic Report』大和

参考文献

- 総研。
- 佐藤隆三(1995),『円高亡国論』講談社。
- 椎野幸平(2010),「FTA 新時代と新興国市場戦略～FTA 本格活用時代の幕開け～」,『中国月報』第 57 号,三菱東京 UFJ 銀行。
- 柴田聡(2010),『チャイナ・インパクト』中央公論新社。
- 白井早由里(2004),『人民元と中国経済』日本経済新聞社。
- 白井早由里(2009),「世界経済危機とグローバル・インバランス国際経済秩序へのインプリケーション」,『SFC ディスカッションペーパーSFC-DP 2009-008』慶応義塾大学湘南藤沢学会。
- 佐藤隆三(1995),『円高亡国論』講談社。
- 神宮健(2010),「人民元国際化と中国の金融債券市場の整備」,『季刊中国資本市場研究』2010 Winter,公益財団法人東京国際研究クラブ。
- 菅原淳一(2010),「ASEAN・中国 FTA (ACFTA) ～修正議定書と最近の状況～ (WTO/FTA Watch 10-01)」,『みずほ政策インサイト』みずほ総合研究所。
- 寿崎雅夫(1995),『円・ドル・マルクの時代』東洋経済新報社。
- 関根栄一(2006a),「中国における非居住者人民元建債券 (パンダ債) 市場の現状と課題」,『資本市場クォーターリー』2006 Summer,野村資本市場研究所。
- 関根栄一(2006b),「動き始めた中国の対外証券投資」,『資本市場クォーターリー』2006 Autumn,野村資本市場研究所。
- 関根栄一(2007a),「中国 本格化する保険会社の対外証券投資」,『資本市場クォーターリー』2007 Winter,野村資本市場研究所。
- 関根栄一(2008a),「中国の基金管理会社 (QDII) による日本株の運用実態について」,『資本市場クォーターリー』2008 Summer,野村資本市場研究所。
- 関根栄一(2008b),「再び注目を集める外資系企業の中国国内上場について」,『資本市場クォーターリー』2008 Summer,野村資本市場研究所。
- 関根栄一(2009a),「中国の金融三十条意見を通じた資本市場改革」,『資本市場クォーターリー』2009 Spring,野村資本市場研究所。
- 関根栄一(2009b),「中国の社債発行制度改革中国版 MTN の登場」,『資本市場クォーターリー』2009 Spring,野村資本市場研究所。
- 関根栄一(2009c),「中央政府の承認を受け動き出した上海国際金融センター構想」,『資本市場クォーターリー』2009 Summer,野村資本市場研究所。
- 関根栄一(2009d),「急増する上海企業の対外直接投資」,『資本市場クォーターリー』2009 Autumn,野村資本市場研究所。
- 関根栄一(2009e),「中国 外貨準備と CIC の運用の多様化に向けた動き」,『資本市場クォーターリー』2009 Autumn,野村資本市場研究所。
- 関根栄一(2009f),「中国資本市場 (発行市場) と対外開放」,『フィナンシャル・レビュー』

参考文献

- 2009年9月,財務省財務総合政策研究所。
- 関根栄一(2010a),「国際化に向けて動き出した中国人民元の展望と日本の対応」,『資本市場クォーターリー』2010 Spring,野村資本市場研究所。
- 関根栄一(2010b),「外資にも発行体が開かれ始めた中国社債市場」,『資本市場クォーターリー』2010 Summer,野村資本市場研究所。
- 関根栄一(2010c),「資源・エネルギーを中心に加速する中国 CIC の海外投資」,『資本市場クォーターリー』2010 Winter,野村資本市場研究所。
- 関根栄一(2010d),「中国の人民元建て貿易決済の導入と人民元の国際化」,『資本市場クォーターリー』2010 Winter,野村資本市場研究所。
- 関根栄一・鶴川和之(2011),「日本の民営化の経験から見た中国の国有企業改革と示唆」,『国務院発展研究センター野村財団共済セミナー』2011年5月28日,野村資本市場研究所。
- 関根栄一(2011a),「第3回米中戦略・経済対話による中国資本市場の開放への期待」,『資本市場クォーターリー』2011 Summer,野村資本市場研究所。
- 関根栄一(2011b),「人民元建て貿易決済により活性化する香港人民元オフショア市場」,『季刊中国資本市場研究』2011 Spring,東京国際研究クラブ。
- 孫錫寧(2009),「中国 QDII 投信が本格的に発展するための条件」,『Financial Information Technology Focus』2009.2,野村総合研究所 金融市場研究室
- 田代大助(2010),「中国個人投資家の海外投資は進むのか QDII ファンドの承認加速化へ」,『Asian Insight』2010.12.15,大和総研。
- 田中素香・岩田健治編(2008),『現代国際金融』有斐閣。
- 田中正洋(2010),「進む人民元の国際化」,『FFG 調査月報』2010年9月,ふくおかフィナンシャルグループ。
- 谷内満・増井彰久(2007),「加速する中国金融改革の分析」,2007年5月第34号,開発金融研究所。
- 谷内満(2008),「中国元から見た中国経済」,『開発金融研究所報』第37号,国際協力銀行開発金融研究所。
- 田村秀男(2010),『人民元が基軸通貨になる日』PHP 研究所。
- 張明(2009),「中国の外貨準備の現状と展望」,『季刊中国資本市場研究』2009 Winter,東京国際研究クラブ。
- 張明編、王子苗訳(2011),「『外昇内貶』背景下の人民元為替レート形成メカニズム改革」外国為替貿易研究会編『国際金融』1222号。
- 張礼卿(2011),「QE2 のインパクトと中国が採るべき政策対応」,『季刊中国資本市場研究』2011 Spring,東京国際研究クラブ。
- 鳥谷一生(2011),「人民元「国際化」と香港オフショア市場の役割—「国際通貨」論の観点から—」,『大分大学経済論集』第62巻5・6合併号,大分大学経済学会。
- トラン・ヴァン・トゥ、原田泰、関志雄(2001),『最新 アジア経済と日本 新世紀の協力ビ

参考文献

- ジョン』日本評論社。
- 中尾武彦(2010),「国際通貨システム改革を巡る諸問題についての考え方」財務省。
- 糠谷英輝(2010),「アジア株式市場のいま」,『月刊資本市場』2010.7 (No.299),財団法人資本市場研究会。
- 野田麻里子(2010),「ASEAN・中国自由貿易協定 (ACFTA) の本格始動と中国の貿易動向」,『中国経済レポート』No.28,三菱UFJ リサーチ&コンサルティング。
- 野村資本市場研究所(財務省委託調査)(2009),「中国の人民元国際化に向けた動きに関する調査」野村資本市場研究所。
- 萩原陽子(2011),「進展する人民元の国際化とそのインパクト」,『経済レビュー』三菱東京UFJ 銀行。
- 浜田宏一・内閣府経済社会総合研究所編(2003),『世界経済の中の中国』NTT 出版株式会社。
- 西濱徹(2011a),「インフレと国内外の景気減速懸念で中国の政策対応は困難に～物価抑制には人民元高容認も不可欠～」,『Asia Trends』第一生命経済研究所。
- 西濱徹(2011b),「米国債価格下げが新興国にもたらすインパクト～世界的なカネ余りの影響は高まり、政策対応の柔軟性が求められる～」,『Asia Trends』第一生命経済研究所。
- 巴曙松(2010),「中国における QDII と QFII の発展状況に関する評価及びその展望」,『期刊中国資本市場研究』2010.Autumn,国務院発展研究センター。
- 深尾光洋(2006),「中国経済と人民元の行方:戦後の日本の通貨・為替政策との比較」第49巻第2号2006年6月,三田小学研究。
- 福地亜希(2010),「ASEAN と中国の FTA (ACFTA) と経済関係の深化」,『BTMU ASEAN TOPICS』No.2010/7,Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ。
- 福田慎一(1996),「東アジアにおける金融の自由化・国際化と日本の役割」『フィナンシャル・レビュー』February-1996,大蔵省財政金融研究所。
- 豊覚行(2011),「QE2 終了と中国の金融政策見通し」,『中国月報』第65号,三菱東京UFJ 銀行。
- 堀口正(2010),『中国経済論』世界思想社。
- 松井謙一郎(2009),「活発化する中国の通貨スワップ締結の意義」,『Newsletter』国際通貨研究所。
- みずほ総合研究所編(2010),『巨大経済圏アジアと日本』毎日新聞社。
- 南武志(2010),『グローバル・インバランス問題に関する一考察』,『農林金融』2010年8月号,農林中央金庫。
- 南亮進・牧野文夫[編](2005),『中国経済入門[第2版]世界の工場から世界の市場へ』株式会社日本評論社。
- 宮崎正弘(2001),『「円」VS「人民元」』株式会社かんき出版。
- 村瀬哲司(2010),「香港オフショア市場と中国経済へのリスク」,『Newsletter』国際通貨研究所。

参考文献

- 村瀬哲司(2011),「人民元市場の内外分離政策と「管理された」国際化～国際金融秩序への挑戦～」,『国際経済金融論考』国際通貨研究所。
- 山本栄治(著)・西村閑也(編集)(2002),『国際通貨と国際資金循環』日本経済評論社。
- 山本栄治(1996),『「ドル本位制」下のマルクと円』日本経済評論社。
- 山本裕子企画・編集(2010),『中国経済データハンドブック』2010年度版,日本経済協会。
- 楊巧麗(2011),「中国における不良債権問題処理のあり方の検討 1990年代における不良債権問題の日中比較から」,『名城論叢』2011年7月。
- 吉川健治(2011),「人民銀行景況査と不動産・株式市場」,『アジア経済ウォッチ』みずほ証券リサーチ&コンサルティング。
- 李晓編、王于苗訳(2011),「東アジア通貨金融協力はなぜ挫折したか」外国為替貿易研究会編『国際金融』1226号。
- 李婧編、張英春訳(2009),「新グローバル金融環境下の中国金融開放の安全性」外国為替貿易研究会編『国際金融』1199号。
- 李婧編、張英春訳(2011),「人民元貿易決済に見る人民元国際化戦略の現状と課題」外国為替貿易研究会編『国際金融』1221号。
- 渡辺利夫・向英彦編(2001),『中国に向かうアジア アジアに向かう中国』東洋経済新報社。『週刊エコノミスト』各刊。

外国語書籍、論文

- ソク・ヘウォン(2008),『大韓民国経済史』未来の窓。
- キム・ドンハ(2010),『人民元経済学』ハンスメディア。
- 孫 兆東(2010),『世界的人民幣』中国財政経済出版社。
- Edward S. Steinfeld (2010), *Playing our game: Why china's Rise Doesn't Threaten the west?*, Business Economics.
- Stephen Roach (2009), *Stephen Roach on the Next Asia Opportunities and Challenges for a New Globalization*, Oxford University Press.

参考ホームページ

- 経済レポート情報 (<http://www3.keizaireport.com/report.php/node=64/>)
- 中華人民共和国海関総署 (<http://www.customs.gov.cn/publish/portal0/>)
- 中華人民共和国国家審計署(英語版) (<http://www.cnao.gov.cn/main/index.htm>)
- 中華人民共和国国家統計局(英語版) (<http://www.stats.gov.cn/english/>)
- 中国経済新論, 实事求是 (<http://www.rieti.go.jp/users/china-tr/jp/index.htm>)
- 中国国家外貨管理局(英語版) (http://www.safe.gov.cn/model_safe_en/index.jsp?id=6)
- 中国人民銀行(英語版) (<http://www.pbc.gov.cn/publish/english/963/index.html>)

参考文献

中国投資指南（英語版） (http://www.fdi.gov.cn/pub/FDI_EN/default.htm)

日本貿易振興機構（JETRO） (<http://www.jetro.go.jp/indexj.html>)

ロイター（RETURNS） (<http://jp.reuters.com/>)