

## 人民元の国際化に向けての課題

### —中国・地域・グローバルという視点に基づく考察—

関 志雄\*

#### 要 約

本稿は、「資本取引の自由化」という中国自身の視点に加え、「通貨圏」という地域の視点と、「国際通貨体制」というグローバルの視点に基づいて、人民元の国際化に向けての課題を明らかにする。人民元の国際化の前提条件としては、①人民元の発行国である中国という視点からは、整備された金融市場に加え、資本取引が自由で居住者・非居住者が差別なくそれにアクセスできること、②地域という視点からは、人民元への信認が確立され、通貨統合に向けて、中国経済との緊密化が進んでいる（主に周辺の）国々が対人民元安定の為替政策を採る（実質上の「元圏」が形成される）こと、そして、③グローバルという視点からは、中国を中心とする「元圏」の経済規模が米国を中心とするドル圏とEUを中心とするユーロ圏に匹敵することの三点が挙げられる。人民元はこれらの条件を満たしつつあるが、乗り越えなければならない課題も多い。特に資本取引に対して厳しい制限が設けられていることは、人民元の国際化の大きな制約となっている。

キーワード：人民元の国際化，元圏，為替政策，国際通貨体制，資本取引の自由化

JEL Classification：F31, F33, F36

## I. はじめに

中国の経済力の向上と政府の後押しを背景に、貿易をはじめ、国際取引における人民元の使用は、周辺諸国を中心にすでに増加している。「人民元の国際化」を象徴するように、人民元は2016年10月1日に正式に国際通貨基金（IMF）のSDRの構成通貨として採用された。将来、人民元は周辺諸国で国際通貨として広く使われ、最終的にはドルに取って代わって世界の基軸通貨になるかについて、関心が高まっている。その可能性を検討するために、本稿は、「資本取引の自由化」（または「資本移動の自由

化）」という中国自身の視点に加え、「通貨圏」という地域の視点と、「国際通貨体制」というグローバルの視点に基づいて、人民元の国際化に向けての課題を明らかにする。

中国という視点から見ると、資本規制が人民元の国際化を妨げる最大の要因となっており、これを取り除くべく、政府は「資本取引の自由化」を目指している。それに伴う金融政策の独立性、ひいては有効性の低下を防ぐため、「人民元の変動相場制への移行」、「金利の自由化」にも同時に取り組んでいる。しかし、この「三

\* 野村資本市場研究所 シニアフェロー

位一体改革」を完成させるには、まだ時間がかかりそうである。

地域という視点から見ると、人民元の国際化は、少なくとも最初の段階において、中国経済との一体化が進んでいるNIEsとASEAN諸国や、中国の主導で進められている「一帯一路」沿線の国々を中心に進むと考えられる。これらの国々が対人民元安定の為替政策を採用することが、人民元が広く使われる「元圏」の形成の前提条件となる。

グローバルという視点から見ると、中国を中心に「元圏」が形成されれば、「国際通貨体制」は、人民元、ドル、ユーロからなる「三極通貨体制」に向かうことになり、通貨間の競争が体制の安定化に寄与すると期待される。しかし、現段階では、国際通貨としての人民元の地位は依然として低く、「元圏」、ひいては、「三極通貨体制」の形成は、まだ構想の段階にとどまっている。

## II. 人民元の国際化は一日にしてならず

人民元は国際通貨になるための条件を十分に満たしておらず、国際化に向けて乗り越えなければならない課題が依然として多い。これまでの人民元の国際化のプロセスも必ずしも順風満帆ではなかった。

### II-1. 国際通貨になるための条件

人民元の国際化とは、国際通貨体制における人民元の役割の拡大、および、経常取引、資本取引、外貨準備などにおける人民元のウェイトの上昇のことである。

中国にとって、人民元の国際化の最大のメリットは、中国企業が直面する為替リスクが軽減されることである。中国の輸出入企業にとって、国際貿易が人民元建てで契約および決済できれば、為替変動リスクを負わなくて済み、先物を使ったヘッジなどの取引コストも節約できる。また、もし人民元建てで対外資産を保有できるようになれば、ドル安になっても、対外資産によるキャピタル・ロスが発生しない。これにより、貿易や資本取引が促されることになる。

また、人民元の国際化は中国の金融機関の国際競争力の向上を促進する。中国の銀行や証券会社は人民元建ての対外融資、貿易金融、人民元建て外債の発行などで、欧米の金融機関より

優位性を持ち、高い為替リスクとコストを負わずに高収益を獲得できる。人民元の国際化が進めば、上海と香港の国際金融センターとしての地位も高まるだろう。

さらに、人民元が国際通貨として広く使われるようになれば、中国は、現在の米国のように、国際収支が赤字になっても、自国通貨の増発を通じて、外国の商品とサービスを輸入し続けることができる。

その一方で、中国にとって、人民元の国際化の最大のデメリットは、資本の自由な移動が人民元の国際化の前提となるため、中国は国際的ホットマネーの流入と流出の影響を受けやすくなり、国内の金融政策など、マクロ経済政策の有効性が損なわれることである。

リーマン・ショック以降の米国発の世界的経済危機の勃発を受けて、基軸通貨としてのドルへの信認が問われるようになり、国際通貨体制改革の機運が高まった。これをきっかけに、人民元の国際化に関する中国政府のスタンスも消極的から積極的に転じた。その背景には、人民元の国際化に伴うデメリットよりもメリットのほうが大きくなっているという判断がある。

しかし、人民元の国際化は中国の都合だけで進むものではなく、次の条件も満たさなければ

ならない。まず、人民元の発行国である中国が整備された金融市场を持ち、資本取引が自由であり、居住者・非居住者が差別なくそれにアクセスできることである。また、人民元への信認が確立されていることである。さらに、中国の世界経済（GNPないし輸出入）に占めるシェアが大きいことである。人民元はこれらの基準を満たしつつあるが、未解決の問題も多い。特に資本取引が厳しく制限されていることは、人民元の国際化の大きな制約となっている。

## II-2. 政府による後押し

人民元の国際化に向けて、中国政府は、次の取り組みを行ってきた。まず、人民元クロスボーダー貿易決済と利用の利便性を図った。2009年7月から、上海市と広東省の4都市（広州、深圳、珠海、東莞）が、人民元クロスボーダー決済の試行を開始した。2010年6月と2011年8月の2回にわたって試行地域が全国へ拡大され、中国国内企業や個人事業主は、財貿易、サービス貿易および他の経常取引を行う際に、人民元を決済通貨として利用できるようになった。

第二に、クロスボーダーの直接投資における人民元の利用を積極的に推進した。人民元クロスボーダー決済の試行に合わせ、2011年1月に国内機関による人民元建て対外直接投資、2011年10月に海外の投資家による中国国内での人民元建て直接投資、さらに、2013年9月に海外の投資家による中国国内金融機関への人民元建て投資が相次いで許可されるようになった。

第三に、クロスボーダーのポートフォリオ投資における人民元利用のルートを広げた。2010年8月から銀行間債券市場を各国の中央銀行や金融機関などの海外機関に段階的に開放してきた。2011年12月に人民元適格海外機関投資家（RQFII）制度が始まり、2014年11月に人民元適格国内機関投資家（RQDII）制度も発足

した。これによって、人民元資金が国内と海外の間でより円滑に循環できるようになった。

第四に、人民元オフショア市場の発展を促進するために、積極的に環境整備に取り組んだ。國務院の許可により、香港・マカオ・台湾に続き、シンガポール、ロンドン、フランクフルト、ソウル、パリ、ルクセンブルクなど23の国・地域（2017年12月現在）において、それぞれ中国系銀行一行が現地の人民元取引決済銀行に指定されている<sup>1)</sup>。また、人民元建ての貿易・投資に関する決済を促す金融インフラとして、2015年10月に中国人民銀行は人民元建ての貿易決済と投資を促すための金融インフラとなる「クロスボーダー人民元決済システム」（RMB Cross-Border Interbank Payment System）の運用を開始した。

最後に、自国通貨の利用を促すための国際協力を深めた。まず、中国人民銀行は25の海外中央銀行もしくは通貨当局と2ヵ国間の通貨スワップ協定を締結しており、総額2兆2,090億元に達している（2018年1月10日現在、いずれもすでに満期・失効した分を除く）。また、人民元とユーロ、円、ポンド、豪ドル、ニュージーランド・ドル、シンガポール・ドル、マレーシア・リングギット、ロシア・ルーブルなどの21通貨との直接取引を実現した（2018年1月現在）。さらに、一部の中央銀行・通貨当局はすでに人民元を外貨準備に取り入れており、人民元は2016年10月1日に正式にIMFのSDRの構成通貨として採用された（本稿のV-2節を参照）。

全体的に見て、貿易など、経常取引とそれにおける人民元の利用への制限は少なくなっているが、その一方で、資本取引の自由化を慎重に進めるという政府の方針を反映して、ポートフォリオ投資とそれにおける人民元の利用に対する制限は依然として厳しい状況である。

1) 人民元取引決済銀行に加え、後述の2ヵ国間の通貨スワップ協定、人民元と直接取引できるようになった通貨に関する情報は中国金融信息网（2018）による。

### Ⅱ-3. 好調なスタートから後退局面へ

当初、人民元建ての貿易決済を通じて、国内のオンショア市場と香港を中心とするオフショア市場の間の資金移動が活発になったことを反映して、人民元の国際化は一見順調に進んでいるように見えた。元高期待を背景に、オフショアの香港市場の人民元レートは国内のオンショア市場より常に高かったため、人民元を国内から香港に持っていけば利益が生じる状況となっていた<sup>2)</sup>。しかし、実際には、オンショア市場とオフショア市場の間に厳しい資本規制が敷かれているため、「為替裁定」にかかわる両市場間の送金は貿易決済というルートを通さなければならぬ場合が多かった<sup>3)</sup>。一部では、国内から香港に送金する時に、香港での関連企業から金を輸入し、その代金を人民元で支払い、逆に香港から国内に資金を戻す時に、金を香港での関連企業に輸出し、輸出代金をドルで受け取るという「偽装」工作が行われていた（補論参照）。貿易取引を装ったオンショア市場とオフショア市場間の裁定取引は、見かけ上、人民元の国際化に寄与しているが、その本来の目的か

ら大きくかけ離れたものである。

しかし、2015年（特に人民元の切り下げが実施された8月）以降、それまでの元高傾向が元安傾向に転じたことをきっかけに、このような裁定取引は収まり、国境を超えた取引における人民元の利用は減少に転じた。2016年に入ってから、資金流出に伴う元安圧力をかわすために資本規制が強化され、それを受けて、人民元の国際化の後退は一層鮮明になった<sup>4)</sup>。

人民元の国際化の好スタートから後退への転換は、人民元貿易決済額と香港における人民元預金額の推移から確認することができる（図1）。元高の進行を背景に、人民元貿易決済額は、2010年第1四半期から2015年第3四半期にかけて、184億元から2兆892億元に急増した。また、香港における人民元預金額は、2010年3月から2014年12月にかけて、708億元から1兆36億元に増加した。しかし、その後、元安の進行を受けて、いずれの指標も大幅に後退し、2017年第4四半期の人民元貿易決済額は1兆1,270億元、同年12月の香港の人民元預金額は5,591億元に減少した。

## Ⅲ. 「資本取引の自由化」という中国の視点からの考察

人民元の国際化に向けて、中国は、「資本取引の自由化」を目指しており、それに伴う金融政策の独立性、ひいては有効性の低下を防ぐた

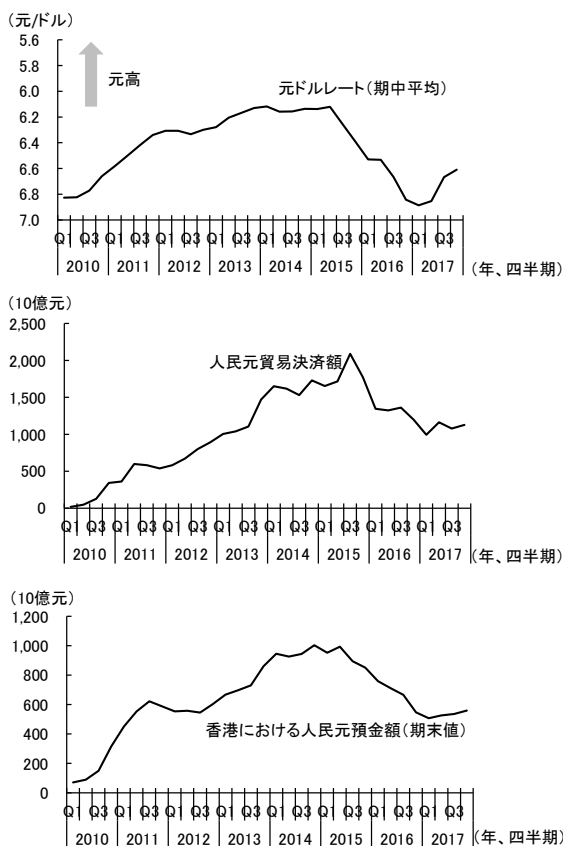
め、「人民元の変動相場制への移行」、「金利の自由化」にも同時に取り組んでいる。しかし、この「三位一体改革」を完成させるには、まだ

2) 張・何 (2012)

3) 為替裁定に加え、香港市場で低金利で人民元資金を調達し、オンショアでより高い金利で運用するという「金利裁定」も盛んであった。

4) 2016年以降に実施された資本規制には、①銀行を通じた国境を跨ぐ人民元の流出量を流入量の一定比率内に制限、銀行の外貨売りが外貨買いを上回らないよう指導、②外国企業の中国現地法人が本社に資金を貸し付ける「親子ローン」を自己資本の3割に制限、③企業の外貨購入計画、実績を定期的に報告、④高額な海外送金は事前報告、⑤外貨建て債務の繰り上げ返済の原則禁止、⑥企業買収などの海外投資を事前に審査、1件500万ドル以上の両替は事前認可、⑦個人の外貨両替に申請書を提出、資金用途などを申告、⑧香港など海外における運用目的の保険商品の購入を制限、などが含まれている（「中国、資本流出阻止に躍起」、『日本経済新聞』、2017年1月6日付、「人民元、海外流出額を制限」、『日本経済新聞』、2017年2月1日付）。そのなかには、当局による口頭通達を通じて伝えられ、明文化されていないものもある。

図1 元安を受けて後退した人民元の国際化  
—減少した人民元貿易決済額と香港における人民元預金—



(出所) CEIC データベース（原データは、元ドルレートが中国外貨取引センター、人民元貿易決済額が中国人民銀行、香港における人民元預金額が香港金融管理局）より野村資本市場研究所作成

時間がかかりそうである。

### Ⅲ-1. 未完の資本取引の自由化

国境を越えた自由な資本移動は人民元の国際化の前提条件である。しかし、現在、中国は資本取引を依然として厳しく制限している。

一般的に、資本取引の自由化により、国民の投資対象の選択肢が増え、分散投資を通じてリスクを抑え、企業も海外からより低コストで資金を調達することができる。しかし、その一方で、金融システムが未熟である発展途上国の場合、資本取引の自由化は、経済の不安定化要因になりかねず、慎重に進めるべきであるという

認識は、経済学者と各国の政策当局の間に共有されている。

まず、資本取引の自由化と金融危機とは、密接な関係にある。1997～98年のアジア通貨・金融危機の経験が示しているように、金融システムが脆弱で、マクロ政策の遂行力が不十分である国では、早すぎる資本取引の自由化は、経済発展に甚大なダメージを与える恐れがある。

また、資本規制は、行き過ぎた投機がシステムリスクを引き起こしかねない時に、緊急手段として有効である。実際、アジア通貨・金融危機に対応するために、マレーシアは厳しい資本規制を導入し、成功を収めた。

さらに、資本取引が盛んになれば、特に固定相場制の場合、金融政策の自由度が大幅に制限されてしまう。固定相場制を維持するためには、金融政策の独立性を放棄しなければならない。

これらの問題は、経済発展と計画経済から市場経済への体制移行が同時に進んでいる中国の場合、より顕著である。

まず、中国の金融システムは依然として脆弱である。特に間接融資への依存度が高く、企業債務の急増により、銀行が抱えているリスクが高くなっている。こうしたなかで、資本の大量流出は、国内の信用収縮を通じて、金融危機を誘発しかねない。

また、中国は、2005年に従来の事実上のドルペッグ制から管理変動相場制に移行したが、人民元レートが依然として当局による為替介入や中間レートの設定などによって厳しくコントロールされている。完全変動相場制への移行が完了するまで、金融政策の独立性を維持するために、資本規制が必要である。

さらに、中国における所有権の保護はまだ不十分である上、腐敗の問題も依然として深刻である。資本取引の自由化は、資本逃避とマネーロンダリングを助長しかねない。

最後に、米国はリーマン・ショック後に導入された超金融緩和の出口戦略として、利上げを実施しており、これをきっかけに、新興国から米国への資金流入が増えている。中国は世界最大の外貨準備保有国であるにもかかわらず、大規模の資本流出とそれに伴う為替レートの切り下げ圧力に直面している。

このため、資本取引の自由化を進める際、その歩調を国内の金融システムと政策能力の強化の進展に合わせなければならない。中国の場合、特に次の点に注目すべきである。

まず、資本取引の自由化に備えて、金利の自由化を進めなければならない。国内の金利水準が人為的に抑えられたまま、資本取引が自由になれば、より高い金利を求める資金は海外に流出してしまうだろう。

第二に、資本取引の自由化が進むにつれて、金融政策の独立性を確保するために、為替レート弾力性を高めなければならない。最終的には、当局が市場介入を控え、為替レートの決定をできるだけ市場に任せることを意味する完全変相場制に移行しなければならない。

第三に、金融システムを強化しなければならない。企業の銀行への過度の依存体質を是正するため、直接金融を通じて資金を調達できるように、資本市場のさらなる発展が必要である。また、中国の株式市場は、主に個人投資家によって構成されるがゆえに投機色が強く、市場を安定化するために、機関投資家の育成が急務となっている。さらに、銀行自身のコーポレート・ガバナンスの確立を急ぐ一方、借り手である国有企業の改革も加速させなければならない。そして、銀行の監督体制に加え、近年膨張しているシャドーブバンキングへの規制も強化しなければならない。

人民元の国際化を推進するためだけでなく、中国企業の海外進出を支援するためにも、資本取引の自由化を加速させるべきだとの議論が盛んになっている。

2012年2月に中国人民銀行調査統計局の研究チームは、「わが国の資本取引の自由化を加速する条件はほぼ整った」と題する報告書において、中国の現状について、①銀行部門のバランスシートが健全であり、②外貨準備が高水準に達しており、③対外債務、なかでも短期債務の水準が低く、④不動産市場と資本市場のリスクは基本的に制御可能であるという認識を示している。その上で、自由化の順序として、「①資本流入が先・資本流出が後、②長期取引が先・短期取引が後、③直接投資が先・間接投資が後、④機関投資家が先・個人が後」という従来の考え方を踏襲し、資本取引の自由化に向けて、2022年までの10年間を対象に、次の3段階からなるロードマップを提示している。

①短期目標（1—3年）：実需原則の下で直接投資に対する規制を緩和し、企業の対外投資

を奨励する。

- ②中期目標（3—5年）：実需原則の下で貿易関連の商業融資に対する規制緩和を促し、人民元の国際化を推進する。
- ③長期目標（5—10年）：金融市場の整備を急ぐとともに、市場開放のステップについて、資本流入を自由化してから資本流出を自由化し、海外資本に対して不動産、株式、債券取引への投資を漸進的かつ慎重に開放する。

長期目標が達成される段階で、投機性の強い一部の取引を対象とする規制が残されるが、これらが国家間の合理的な資本取引の障害にならないという観点から評価すると、基本的に資本取引の自由化が実現されることになるという。

しかし、先述のように、2016年以降、資本規制がむしろ強化され、これらの資本取引の自由化の目標が達成される時期は遅れてしまう可能性が高い。

### Ⅲ－２．人民元の変動相場制への移行

中国では、資本取引の自由化が進むなかで、金融政策の独立性、ひいては有効性が低下してきており、その対策の一環として、当局は固定相場制から変動相場制への移行を模索してきた。

「国際金融のトリレンマ説」が主張しているように、どの国においても、「自由な資本移動」、

「独立した金融政策」、 「固定為替レート」という三つの目標を同時に達成することはできない（表1）。中国は、長い間、実質上のドルペッグである固定為替レートを維持しながら、資本取引を制限する（「自由な資本移動」を放棄する）ことを通じて、独立した金融政策を維持しようとしてきた。しかし、人民元の国際化が進み、資本取引が活発化するにつれて、金融政策（なかでも金利政策）の独立性、ひいては有効性も低下している。こうしたなかで、マクロ経済の安定のためには、変動相場制への移行という選択肢しか残っていない。

一方、米国は、巨額に上る対中貿易赤字の原因を中国による「不当な為替操作」に求めており、人民元レートの柔軟化を要求している。

このような内外の圧力に対応して、中国は2005年7月に人民元の対ドルレートを2.1%切り上げた上、事実上のドルペッグから「管理変動相場制」に移行した。2008年9月のリーマン・ショックあたりから、緊急避難的措置として一時的に事実上ドルペッグに戻ったが、2010年6月に再び「管理変動相場制」に復帰し、今日に至っている。

現在、中国で実施されている「管理変動相場制」は、変動幅（Band）、通貨バスケット（Basket）、クローリング（Crawling、ある方向性を持って為替レートを微調整していくこと）に基づくBBC方式に当たる。

表1 国際金融のトリレンマ説

	自由な 資本移動	独立した 金融政策	固定為替 レート	例
資本規制	×	○	○	人民元改革前の中国
通貨同盟	○	×	○	香港、ユーロ圏内
変動相場制	○	○	×	日本、オーストラリア
管理変動相場制	△	△	△	現在の中国

（出所）野村資本市場研究所作成

現行の制度の下では、当局は、毎日、取引が始まる前に基準となる中間レートを発表し、1日当たりの変動幅をその上下の一定範囲内に制限する。当初、変動幅は、中間レートの上下0.3%に設定されたが、2007年5月21日から上下0.5%に、2012年4月16日に上下1.0%に、そして2014年3月17日に上下2.0%に拡大された。

また、通貨バスケットについては、当局は、対ドル安定に為替政策の軸を置きながらも、他の主要貿易相手国の通貨の対ドル変動も考慮し、人民元レート（中間レート）を調整する。これを通じて、人民元の実効為替レートの安定を図る。当初、通貨バスケットの構成が発表されなかったが、ドルがその大半のウェイトを占めていたと見られる。2015年12月11日に、中国外貨取引センター（CFETS）は、一種の通貨バスケットレートとして、人民元の13カ国・地域の通貨からなる通貨バスケットに対する価値を示す「CFETS人民元レート指数」を公表した。当局は、人民元レートを決める際、CFETS人民元レート指数に加え、国際決済銀行（BIS）の人民元の実効為替レートとSDRが参考されていると説明している（中国人民銀行、「貨幣政策執行報告」2016年第1四半期、2016年5月6日）。

さらに、クローリングは当局が発表する中間レートの微調整を通じて実現される。近年、中国人民銀行は、人民元の間接レートの形成メカニズムの整備に取り組んできた。特に、2015年8月11日－13日に人民元の切り下げを実施してから、市場の実勢を反映させるために、前日の終値に合わせる形で中間レートを調整するようになった。また、2016年に入ってから、「前日終値」に加え、「通貨バスケット調整」を考慮した方式を模索した。そして、2017年5月に、「前日終値＋通貨バスケット調整」方式が、「前日終値＋通貨バスケット調整＋反循環的要因」方式に改められた。しかし、「反循環的要因」の内容が明示されていないため、新し

い方式の導入により、当局が中間レートを決める際の裁量の余地は広がっている。これは、人民元の変動相場制への移行が一步後退したことを意味する。

現行の「管理変動相場制」の下では、為替レートを、中間レートを中心に所定の変動幅の範囲内に収めるために、日々介入を繰り返さなければならない。このことは、ベースマネーの変動を通じてマネーサプライのコントロールを困難にし、ひいては金融政策の有効性を低下させている。

国際金融のトリレンマ説に沿って言えば、現在の中国では、為替レートは完全ではないがある程度の変動が認められており、また、資本取引も完全ではないがある程度自由になっているという「中間的制度」が採用されている。この制度の下で、完全ではないが、金融政策のある程度の独立性と有効性が保たれている。

「完全変動相場制」に移行していくためには、当局は中間レートの発表を中止し、また為替介入を控える形で「管理」を緩めなければならない。為替レートの大幅な変動を避けるために、実施のタイミングとして、人民元レートがその均衡水準とほぼ一致する時期を選ぶべきであろう。

### Ⅲ－3. 進展を見せた金利の自由化

資本取引が自由になれば、金融政策の有効性を維持するために、人民元の変動相場制への移行に加え、金利の自由化も求められる。金利の自由化により金利が資金を誘導する機能が強化され、その結果、投資がより敏感に金利の変動に反応し、金融政策の有効性も高まるだろう。一方、金利の自由化が進むにつれて、銀行の預金と貸出のほかに多くの資金調達・運用の手段が現れており、貨幣供給量と実体経済の相関関係が薄れ、これに合わせて金融施策の中間目標を従来のM2から金利に移さなければならない<sup>5)</sup>。

5) 曾 (2014)



そもそも、市場経済において、金利は、為替レートとともに、資源の配分を大きく左右する重要な「価格」である。金利の自由化は、以下の理由から、市場経済を目指す中国にとっては避けて通れない課題である。

まず、金利の自由化により資金の利用効率が改善される。金利が低水準に規制されている場合、資金に対する需要が供給を上回り、銀行は市場原理に依らない方法で資金を割り当てることになる。その結果、資金はリスクが低い収益性も低いプロジェクトに集中しがちである。金利の自由化が進めば、借り手のリスクに見合った金利水準を決めることができるようになり、多くの民間企業も融資の対象となるだろう。

また、銀行の預金金利が規制によって低水準に抑えられているため、一部の資金が高い金利を求めて、当局の監督が届かない非公式ルート（いわゆる「シャドーバンキング」）に流れてしまっているが、金利の自由化により預金金利が上昇すれば、このような資金は銀行部門に還流するだろう。

さらに、規制金利の下では、銀行は高い利ざやが保証され、新商品やサービスを開拓するインセンティブが働かなかった。しかし、金利の自由化が進めば、銀行間の競争が激しくなる。その結果、銀行が提供する金融商品やサービスが多様化し、質も向上するだろう。

中国における金利の自由化は、「預金と貸出よりも、マネー・マーケットと債券市場の金利」、また、預金金利と貸出金利の自由化については、「人民元よりも外貨」「預金金利よりも貸出金利」「短期と小口よりも長期と大口」を先行させるという原則に沿って漸進的に進めら

れてきた。

マネー・マーケットと債券市場における金利の自由化は1990年代後半から始まり、すでにほぼ完了している。外貨の預金金利と貸出金利の自由化も、2000年代前半に大きく進展した。さらに、人民元預金金利の下限の撤廃と人民元貸出金利の上限の撤廃（いずれも2004年10月）が実施され、大口預金金利の自由化も進展が見られた。金利自由化のプロセスはリーマン・ショックによって一時中断されたが、2012年6月に、銀行を中心とする金融機関の預金金利と貸出金利の変動幅の拡大という形で再開された。2013年7月に貸出金利の下限が撤廃され、2015年10月に預金金利上限も撤廃され、建前上金利は完全に自由になった。しかし、現在も、中国人民銀行は預金・貸出の基準金利を引き続き公表し続けているなど、銀行の金利設定に関して、一定の影響力を残していると思われる。

金利の自由化はメリットが大きい一方で、銀行の収益の悪化や倒産などを通じて、金融システム全体を不安定化させる恐れがある。それに備えるための預金保険制度が2015年5月1日に導入された。

中国における資本取引と金利の自由化の進展に加え、債券市場の発展も人民元の国際化の前提条件となる。2016年末現在、中国の債券発行残高は9兆4,090億ドル（うち政府債券は3兆3,320億ドル）と、米国の38兆1,700億ドル（同17兆ドル）に遠く及ばない（BIS, *BIS Statistical Bulletin*）。そのうえ、その大半が金融機関によって満期まで保有され、市場の流動性は低い。

#### IV. 「通貨圏」という地域の視点からの考察

人民元の使用は、周辺の国々を中心に広がっている。この傾向が今後も続く予想されるこ

とから、人民元の国際化を展望する際、通貨統合または通貨圏、具体的に言うと、「元圏」と

いう地域の視点が求められる。中国経済との一体化が進んでいるNIEsとASEAN諸国や、中国の主導で進められている「一帯一路」沿線の国々が、「元圏」の潜在の対象地域となる。

#### IV-1. 中国にNIEsとASEAN諸国を加えた「元圏」成立の可能性

現状では、NIEsとASEAN諸国は対ドル安定の為替政策をとっており、対外取引の大半がドル建てで行われているという点において、実質上ドル圏に属していると言える。これらの国々が対人民元安定の為替政策に変わり、対外取引が主に人民元で行われるようになる日は来るのだろうか。

国際取引で使用する通貨の選択は、概念上二段階の過程を経るものと考えられる<sup>6)</sup>。第一段階は、自国通貨と外国通貨との関係を決める為替制度の決定である。通常、この決定は政府が国家の政策目標を考慮に入れて行う。第二段階は、既定の為替制度の下で、各経済主体（輸出入業者、金融機関、中央銀行など）が、貿易・金融取引にどの通貨を使用するかという実務上の選択である。第一段階の決定が、通常マクロ経済上の政策目標とかかわるのに対し、第二段階の決定は、リスクと利益（または費用）のバランスという、主にミクロ経済的視点に関連している。

第一段階に当たる為替制度、特に自国通貨をどの通貨にベッグすべきかを考える際、国際経済学の教科書にも登場する「最適通貨圏の理論」は、一つの参考になる。「最適通貨圏の理論」は、通貨統合のメリット（便益）とデメリット（費用）に基づいて、通貨圏を形成する時の最適な範囲について研究するものである。このアプローチは通貨統合の「圏」の側面を取り上げ、人民元の国際化についての「地域的な視点」を提供する。

ここでいう通貨圏とは、その地理的範囲内では、通貨統合の結果、通貨の完全な交換性（も

しくは資本取引の自由）が保証される上、固定相場制あるいは共通通貨制が採用されるが、その範囲外の通貨に対しては、共同で変動相場制が採用される地域だと定義される。また、最適通貨圏とは、通貨統合に伴う便益がその費用を上回るような国の集合体を指す。これを念頭に、ここでは、通貨統合の便益と費用を検討し、その最適範囲を特定する基準を考えてみよう。

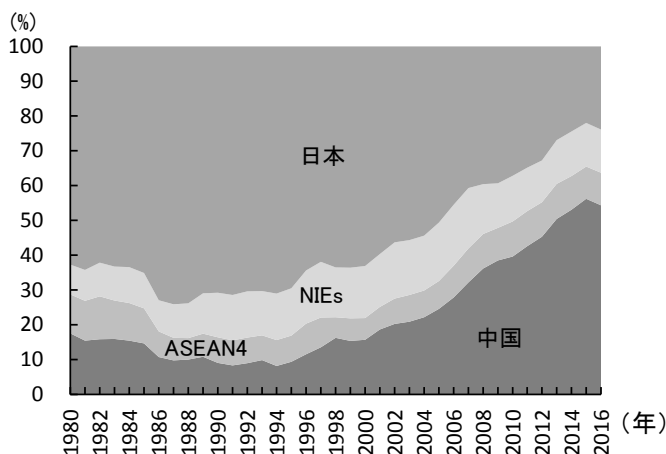
通貨統合の最大のメリットは加盟国間の為替レートを安定化させることによって、国際取引に伴う為替リスクを低下させることである。その一方で、通貨統合は、加盟国にとって、独自の金融政策を放棄することを意味するため、一国の経済が外生的になんらかのショックを受けた時に、加盟国全体が共通の金融政策で対応しなければならない。貿易や投資などを通じて緊密に結ばれている国同士であれば、通貨統合に伴う為替リスクの低下というメリットが大きい上、各国間の景気の連動性が高く、共通するショックに対して共通の金融政策で対応できるため、独自の金融政策を放棄する費用が小さくて済む。「元圏」は、その範囲を、中国に加え、NIEs, ASEAN諸国と想定すれば、この最適通貨圏の条件が満たされつつある。

まず、中国はすでに日本に取って代わって、東アジア随一の経済大国となった。1980年には、中国のGDP規模は日本の28.0%しかなかったが、2010年に日本を抜いて米国に次ぐ世界第二位となり、2016年には日本の2.3倍に差が開いている。これを反映して、東アジア各国・地域全体（日本、NIEs, ASEAN 4, 中国を指す）に占める日本のシェアはピークだった1987年の74.1%から2016年には23.9%に低下する一方で、中国のシェアはボトムだった1994年の8.2%から2016年には54.3%に上昇している（図2）。

また、ほとんどのNIEsとASEANの国・地域にとって、中国は、米国と日本を抜いて、最

6) 関 (1995)

図2 東アジアに占める各国・地域のGDPのシェアの推移



(注) NIEsは韓国, 台湾, 香港, シンガポール, ASEAN 4はインドネシア, マレーシア, フィリピン, タイを指す。

(出所) IMF, *World Economic Outlook Database*, October 2017より野村資本市場研究所作成

大の貿易相手国となった(表2)。これを背景に、自国通貨の対人民元安定や、国際取引における人民元使用のメリットがますます大きくなってきている。現に、2015年から2016年にかけて、(ドルにベッグしている)香港を除くNIEsとASEAN諸国の主要通貨は、対ドルまたは対円よりも、対人民元の変動が小さくなった(図3)。これは、元安が進むなかで、各国当局が輸出の国際競争力を維持するために、自国通貨の対ドル下落を容認したことを反映していると見られる。

一方、貿易における相互依存関係の深化とは対照的に、資金面におけるこれらの国との結びつきはまだ弱い(表3)。特にポートフォリオ投資に関しては、NIEsとASEAN諸国にとって米国が依然として最大の投資先となっている。このことは、米国が世界に(米国債などの)流動性の高い安全な資産を提供し、自らはリスク資産への投資を引き受けるといった国際的な金融仲介を行っていることを反映している。人民元がドルに代わってアジアにおける基軸通貨になるためには、中国も現在の米国と同じように、国際的な金融仲介の役割を果たさなければ

ならない。中国において、開放的で流動性の高い金融市場が確立されることがその前提条件であることは言うまでもない。

#### IV-2. 「一帯一路」は人民元の国際化の突破口になるか

NIEsとASEAN諸国に加え、中国が進めている「一帯一路」構想の対象国も、「元圏」の潜在的範囲となる。

「一帯一路」構想は、中国が世界経済の中心的地位を占めていた古代シルクロードの再現を意識しながら、アジア、ヨーロッパ、アフリカ大陸に跨がる一大経済圏の構築を目指すものである。中国を除く「一帯一路」沿線には64カ国が含まれており、2016年に人口は世界の43.4%(中国を含めると、61.9%)に当たる32億1,266万人(同45億8,211万人)、GDPは世界の16.0%(中国を含めると、30.9%)に当たる12.0兆ドル(同23.2兆ドル)、貿易額は世界の21.7%(中国を含めると、32.9%)に当たる7兆1,890億ドル(同10兆8,990億ドル)に上る。2016年の中国の「一帯一路」沿線諸国との貿易額(輸出入の合計)は対世界貿易額(同)

表2 NIEsとASEAN主要国・地域の対中、対米、対日貿易依存度

(シェア、%)

		輸出		輸入	
		2000年	2016年	2000年	2016年
韓国	対中	10.7	25.1	8.0	21.4
	対米	21.9	13.5	18.2	10.7
	対日	11.9	4.9	19.8	11.7
台湾	対中	2.8	26.3	4.4	19.1
	対米	23.5	12.0	18.0	12.5
	対日	11.2	7.0	27.5	17.6
香港	対中	34.5	55.3	42.9	44.7
	対米	23.2	8.1	6.8	4.8
	対日	5.5	2.9	12.0	6.3
シンガポール	対中	3.9	13.0	5.3	14.3
	対米	17.3	6.9	15.1	10.9
	対日	7.5	4.4	17.2	7.0
インドネシア	対中	4.5	11.6	8.1	22.9
	対米	13.7	11.2	7.9	4.8
	対日	23.2	11.1	20.3	8.8
マレーシア	対中	3.1	12.5	4.0	20.4
	対米	20.5	10.2	16.8	8.0
	対日	13.1	8.1	21.2	8.2
フィリピン	対中	1.7	11.0	2.4	18.5
	対米	30.0	15.4	18.4	8.9
	対日	14.7	20.7	18.8	11.9
タイ	対中	4.1	11.1	5.4	22.0
	対米	21.4	11.4	11.8	6.3
	対日	14.7	9.6	24.7	16.1

(注) 対象国の輸出（輸入）に占める相手国の割合。

(出所) United Nations Conference on Trade and Development, UNCTADSTAT  
より野村資本市場研究所作成

の25.7%を占めている（表4）。

「一帯一路」におけるインフラ整備を資金面から支援するため、シルクロード基金や、アジアインフラ投資銀行、(BRICSの5カ国が主体となる)新開発銀行などが、中国の主導で設立された。この一連の取り組みは、戦後米国が西欧諸国を対象に実施したマーシャル・プランを思わせるものであり、一部のメディアでは「中国版マーシャル・プラン」と呼ばれている。「一帯一路」構想の実現に向けて、人民元の果たすべき役割が大きい。

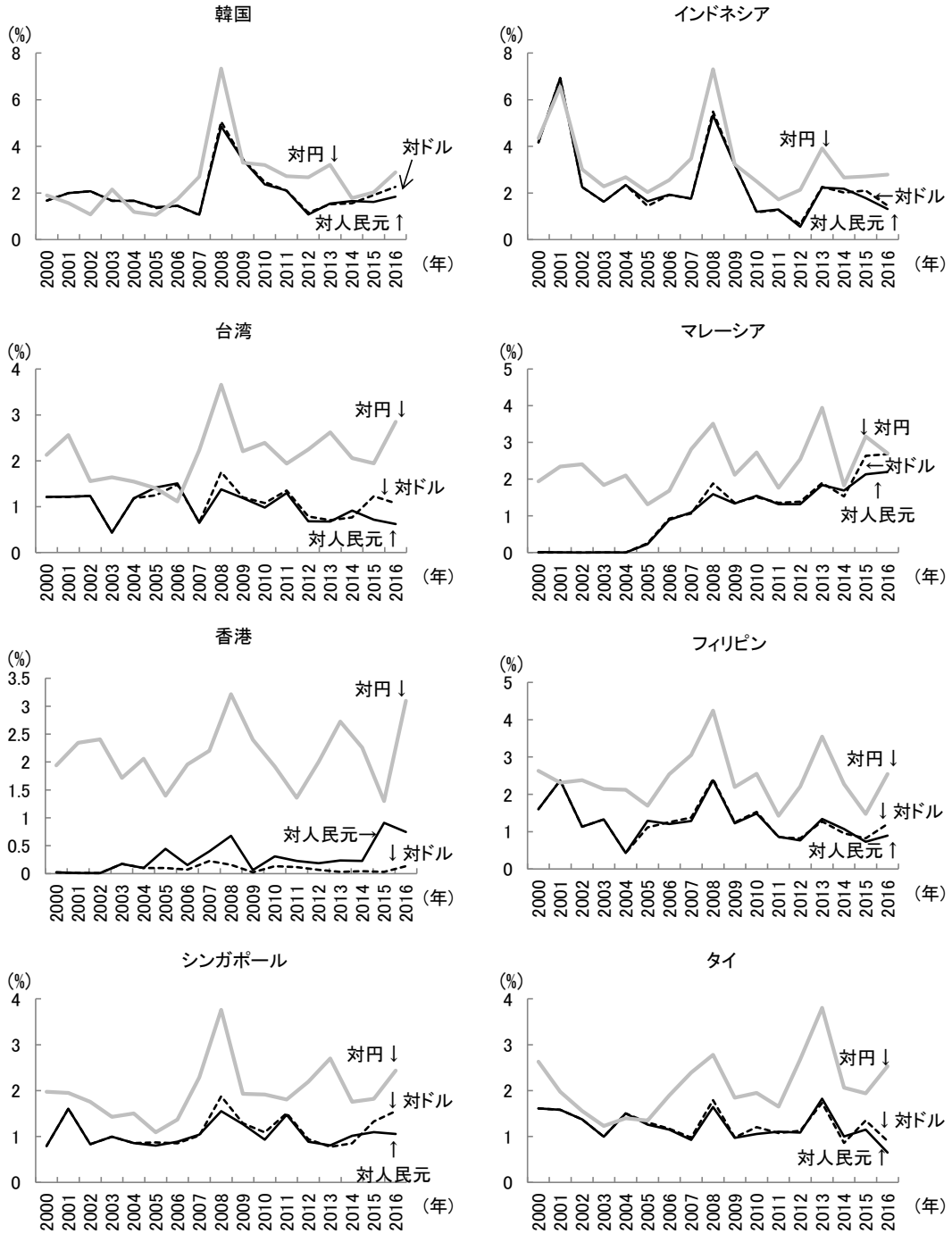
中国の習近平国家主席は、2017年5月14日に北京で開催された「一帯一路」に関する国際協力サミットフォーラムの開幕式において、「アジアインフラ投資銀行はすでに『一帯一路』建設参加国の9つのプロジェクトに17億ドルの融資を提供しており、『シルクロード基金』

の投資も40億ドルに達している」ことを踏まえて、「中国は『一帯一路』建設への資金支援を強め、『シルクロード基金』に1,000億元の資金を新たに拠出し、金融機関の人民元建て海外ファンド業務の展開を奨励し、その規模が約3,000億元に達すると見込まれる。『一帯一路』のインフラ整備、生産能力、金融協力支援に向け、中国国家開発銀行、中国輸出入銀行はそれぞれ2,500億元と1,300億元相当の特別融資を供与する。」と表明した。

これまで、人民元の国際化は、貿易決済における人民元の利用を中心に進んできたが、「一帯一路」の建設が進むにつれて、資本取引（主に中国からの資金流入）における人民元の利用も増えるだろう。

中国銀行業協会貿易金融専門委員会研究グループは、「一帯一路」構想の推進を、人民元

図3 NIEsとASEAN主要通貨の対人民元，対ドル，対円のボラティリティ



(注) 計数は各年の月次（月中平均）データの前月比変化率の標準偏差。

(出所) IMF, CEIC データベースより野村資本市場研究所作成

表3 NIEsとASEAN主要国・地域のポートフォリオ投資における中国への依存度（2016年12月）

(シェア、%)

a \ b	対外ポートフォリオ投資(資産)			対内ポートフォリオ投資(負債)		
	中国	米国	日本	中国	米国	日本
韓国	3.8	46.2	4.9	0.6	36.7	4.9
台湾	n.a.	n.a.	n.a.	0.2	52.8	3.2
香港	23.0	9.8	3.7	19.9	26.4	4.1
シンガポール	9.2	30.5	n.a.	2.0	39.4	6.9
インドネシア	3.8	17.5	0.1	1.1	35.0	5.6
マレーシア	1.6	32.3	0.9	0.2	27.6	7.5
フィリピン	3.6	37.5	3.4	0.3	35.4	3.9
タイ	5.4	14.3	9.4	0.5	38.2	7.5

(注) a国・地域の対外ポートフォリオ投資(資産)または対内ポートフォリオ投資(負債)に占めるb国の割合。

(出所) IMF, "Coordinated Portfolio Investment Survey" より野村資本市場研究所作成

表4 「一帯一路」沿線諸国・地域と中国の人口、GDP、輸出入の規模（2016年）

	人口 (万人)	GDP (10億ドル)	輸出入 (10億ドル)	人口 (対世界シェア、%)	GDP (対世界シェア、%)	輸出入 (対世界シェア、%)
一帯一路沿線(64カ国・地域)	321,266	12,014	7,189	43.4	16.0	21.7
中国	136,945	11,188	3,710	18.5	14.9	11.2
一帯一路沿線+中国	458,211	23,202	10,899	61.9	30.9	32.9
世界計(その他を含む)	740,244	75,087	33,127	100.0	100.0	100.0

(注1) 一帯一路沿線の64カ国・地域：東アジア（モンゴル）、東南アジア（シンガポール、タイ、ベトナム、マレーシア、インドネシア、フィリピン、ミャンマー、カンボジア、ブルネイ、ラオス、東ティモール）、南アジア（インド、バングラデシュ、パキスタン、スリランカ、ネパール、アフガニスタン、モルディブ、ブータン）、中央アジア（カザフスタン、ウズベキスタン、トルクメニスタン、キルギス共和国、タジキスタン）、西アジア・北アフリカ（アラブ首長国連邦、サウジアラビア、トルコ、イスラエル、カタール、エジプト、クウェート、イラク、イラン、オマーン、バーレーン、ヨルダン、アゼルバイジャン、レバノン、ジョージア、イエメン、アルメニア、シリア、パレスチナ自治政府）、東欧（ロシア、ポーランド、チェコ、ハンガリー、スロバキア、ルーマニア、ウクライナ、スロベニア、リトアニア、ベラルーシ、ブルガリア、セルビア、クロアチア、エストニア、ラトビア、ボスニア・ヘルツェゴビナ、マケドニア、アルバニア、モルドバ、モンテネグロ）

(注2) 中国の輸出入（3兆7,100億ドル）のうち、対一帯一路沿線の64カ国・地域は、9,536億ドルに上り、全体の25.7%を占めている。

(出所) 国家信息中心「一帯一路」ビッグデータセンター、大連東北亜ビッグデータセンター、一帯一路ビッグデータ技術有限公司、大連瀾聞資訊有限公司、『「一帯一路」貿易合作ビッグデータ報告2017』より野村資本市場研究所作成

の国際化のチャンスとして捉え、次のように提言している<sup>7)</sup>。

まず、「一帯一路」の建設プロジェクトを通じて、人民元建て決済を促進する。各国の経済

発展状況や市場の受容性、政治環境などの状況を考慮した上で、適切な方法で人民元の使用を次第に浸透させていく。例えば、パキスタン、中央アジア、バルシャ湾沿岸の国と地域を中心

7) 中国銀行業協会貿易金融専門委員会研究グループ（2016）

に、原材料購入や、プロジェクト費用の支払いなど、道路交通、エネルギー基地の建設にかかわる取引を人民元建てで行い、大型プロジェクトには、エネルギー、資源を担保に、現地に人民元建ての融資を提供する。また、南アジア、西アジアにおいて、資源や農林水産商品の取引を中心に、二カ国間の人民元建て貿易を押し進める。

次に、人民元が地域の「アンカー通貨」になることを目指して、その周辺諸国における影響力をさらに向上させる。相手国と自由貿易協定を結び、関税障壁を取り外すことをテコに人民元建ての貿易決済を促進する。また、中国国内金融政策の安定と人民元レートの安定を保ちつつ、人民元への信認を高め、人民元の流通範囲を拡大させる。より多くの国家と地域に、人民元を外貨準備と自国の為替レートを決める際に参考する通貨バスケットに取り入れもらえるように努力する。

そして、国家レベルの経済交流において、いろいろな方法で人民元の使用を増やす。まず、中国企業の海外進出を加速している現状を契機に、海外へ固定資産と資金を移動させる時、人民元建て決済を行う。また、政府調達、優遇融資や対外支援で人民元建ての決済を行うよう提案する。支援や融資を受ける相手国が中国と貿易し、中国から投資を受け入れる際に、取引の一定の割合に人民元の使用を要求する。さらに、中央銀行間の人民元と相手国通貨の通貨スワップ規模と範囲を拡大させ、人民元がより多くの通貨と直接取引ができるようにするとう。

もっとも、「一带一路」構想の推進、ひいては同地域における人民元使用の拡大に向けては、乗り越えなければならない課題が多い。

まず、域内外の大国の支持を得ることが困難である。中国は、米国、EU、そして日本との間で、「一带一路」における資源を巡って、利益の衝突が予想される。また、ロシアやインドは、それぞれ、中国の中央アジアや南アジアへの進出を警戒している。

次に、「一带一路」の対象国は、発展段階や、宗教、文化などの面で大きく異なっており、経済統合に向けた共通ルールへの合意の達成が困難である。各国が実施している高関税も、国境を越える貿易の妨げとなっている。中国は、一部の対象国との間で領土や領海の問題を抱えている。特に南シナ海と、中印の国境地域において、緊張が続いている。

さらに、投資に伴うリスクが高い。一部の紛争地域を含め、対象国の多くは、政治、経済、社会の面において、安定していない上、道路や港湾などのハード面のみならず、法律や税制といったソフト面でのインフラがまだ整備されておらず、改善を待たなければならない。

最後に、リスクが高い割には、投資収益率が低い。特にインフラ投資に伴う外部効果（土地価格の上昇など）の獲得ができなければ、投資側としての中国にとって、採算性が悪くなる。

収益性とリスクのバランスを考慮すると、中国企業は「一带一路」に投資しようとする時に慎重にならざるを得ない。その結果、同地域における人民元利用の急拡大も見込まれない。

## V. 「国際通貨体制」というグローバルの視点からの考察

中国を中心に「元圏」が形成されれば、国際通貨体制は、人民元、ドル、ユーロからなる「三極通貨体制」に向かうことになり、通貨間

の競争が体制の安定化に寄与すると期待される。しかし、現段階では、国際通貨としての人民元の地位は依然として低く、「元圏」、ひいて

は、「三極通貨体制」の形成は、まだ構想の段階にとどまっている。

#### V-1. 国際通貨体制の安定化に寄与すると期待される通貨間競争

中国が人民元の国際化を推進するきっかけは、リーマン・ショックでドル体制の不安が露呈されたことである。人民元の国際化は、中国経済だけでなく、国際通貨体制の安定化にも寄与すると期待される。

覇権安定論は権力が一つの国に集中している時こそ、国際体制が最も安定していると主張する。もしこの理論が国際通貨体制にも適用できるのならば、19世紀の金本位制による安定と1971年まで続いたブレトン・ウッズ体制下での安定は、それぞれ強い英国と米国のおかげだと言える。逆に、第一次世界大戦と第二次世界大戦の間の不安定は、英国が金本位制の保証人としての役割を果たせなくなったことと、米国がその責任を負いたくなかったことが原因だと言えよう<sup>8)</sup>。1970年代以降、ブレトン・ウッズ体制が崩壊してから、覇権国として世界に君臨する国が存在しなくなったため、国際通貨体制の多元化が進み、ヨーロッパにおいて、通貨統合が進み、ついに1999年に単一通貨としてのユーロが誕生した。こうしたなかで、国際通貨体制の改革を考える時、多元化体制をいかに安定化させるかが重要な課題となってきた。その一つの方法は、いくつかの通貨圏を形成させたうえ、通貨圏の間の政策協調を行うことである。

現行の国際通貨体制の最大の問題点は基軸通貨国である米国が国際通貨発行の特権に安住し、国際収支節度を遵守する意識が低下していることである。本来、望ましい準備通貨の条件として、その供給量の調整に当たっては、世界全体の状況と利益に配慮しなければならない。しかし、現在のドルのように特定の国の通貨が準備通貨として使われる場合、それを発行する国は常に自国の利益を優先させ、その政策により世界経済が不安定化する恐れがある。リーマン・ショックに象徴された2008年の米国発の世界的金融危機は、その当然の帰結であると周小川・中国人民銀行総裁が指摘している<sup>9)</sup>。

中国の胡錦涛国家主席（当時）も、2009年4月2日に開催されたロンドン金融サミットでの演説において、国際通貨体制改革の必要性を訴えている。具体的に、今後目指すべき改革として、「IMFは各方面、特に準備通貨を発行する国のマクロ経済政策への監督を強化・改善し、なかでも通貨発行政策の監督を強化すること」、「国際通貨体制を改善し、準備通貨の発行管理メカニズムを完備し、主要準備通貨の為替レートの相対的安定を維持し、国際通貨体制の多元化、合理化を促すこと」を挙げている。

ドルと競合関係にある国際通貨が現れると、米国の経済政策に規律上のプレッシャーをかけることになる<sup>10)</sup>。この観点は、「中央銀行が独占している通貨発行の権利を、競争関係にある複数の民間銀行に委ねるべきだ」というフリードリヒ・ハイエク氏の提案と似ている<sup>11)</sup>。ドルに代わる魅力のある通貨が現れれば、米国が大

8) Kindleberger (1973)

9) 周 (2009)

10) 日本の大蔵省（現財務省）は円の国際化を進めた際、ドル、ユーロと円を中心とする三極通貨体制への切り替えは、米国の安定的国際通貨体制への公共財の提供における不足を補うことができると次のように説明した。「世界の3大経済地域の一端を担う欧州のユーロ及びアジアにおける主要通貨である円が、ドルを補完し、各国及び地域が節度ある経済運営を行うことにより、安定した国際通貨体制の構築に貢献することが期待される。他方、ドル、ユーロ、円といった主要通貨の変動相場制度の下では、リスク分散の観点からも、ドル、ユーロに加え、円が国際的に活用されることは望ましい。円の国際化はこうした意味で国際公共財の提供と考えることができる。」（「21世紀に向けた円の国際化—世界の経済・金融情勢の変化と日本の対応—」、大蔵省・外国為替等審議会答申、1999年4月。）同じロジックは、人民元の国際化にもあてはまるだろう。

11) Hayek (1978)



きな政策ミスを犯した場合、大量な資金がドル資産から離れてしまい、それに対応するために米国は緊縮的財政・金融政策を通じて輸入を抑えながら、金利を引き上げて資本の流入を促さざるを得ないだろう。もし米国が大幅なドル安を容認するならば、ドルの国際通貨としての役割はほかの通貨にとって代わられる可能性がある。

また、それぞれの通貨圏は加盟国間の為替レート変動の解消を通じて、加盟国に安定した経済環境を提供することができる。欧州における通貨統合の大きな目的の一つはまさに外部からの加盟国へのショックを和らげることである。また、経済力の弱い加盟国は自国通貨または金融政策の独立性を放棄する代わりに、中心国の信用を借りることができる。通貨統合は緊急時に加盟国に素早い支援を提供する地域セーフティネットの構築と同時進行することが多く、これは、加盟国への信認を高め、根拠のない投機行為を防ぐ効果がある。

さらに、ドル、ユーロと人民元を中心とする三極通貨体制は、世界経済にとって、ドル体制が崩壊する際のセーフティネットになる。もし主要国がドルではなく、人民元とユーロ建てで貿易や資本取引を行うことになれば、ドル危機が引き起こす世界経済へのショックが抑えられ

ることになる。

最後に、ドル、ユーロと人民元間の競争は、米国、欧州と中国間の政策協調を動かすきっかけになろう。三極通貨体で、政策協調の利益が大きく、利益配分も均等であることは、当事者にとって、それに積極的に参加するインセンティブになる。

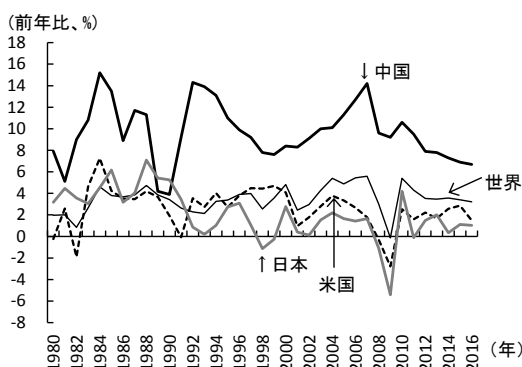
## V-2. 中国の経済力の上昇と比べて出遅れている人民元の国際化

現状では、中国はGDP規模ではすでに米国に次ぐ世界第二位の経済大国であるが、国際通貨としての人民元の地位は依然として低く、三極通貨体制はまだ形成されていない。

1970年代末期から始まった改革開放政策の実施をきっかけに、中国経済は高度成長期に入り、1980年以降、一貫して世界全体を大幅に上回っている（図4）。これを背景に、中国のGDP規模は、1980年から2016年にかけて、3,054億ドルから11兆2,321億ドル（36.8倍）へ、世界全体に占める中国のGDP（名目、ドル換算）のシェアは2.7%から14.9%に上昇している（図5）。

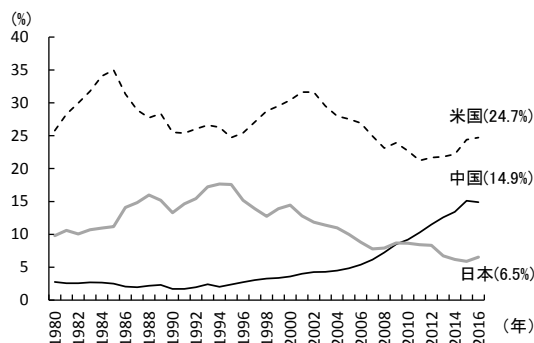
中国の躍進により、日本を含む東アジアのGDP規模は米国と欧州連合（EU）を上回るようになった（表5）。

図4 中国の実質GDP成長率の推移  
—主要国、世界との比較—



（出所）IMF, World Economic Outlook Database, October 2017 より野村資本市場研究所作成

図5 世界に占める中国のGDPのシェアの推移  
—主要国との比較—



(注) ( ) 内は2016年の値を示す。

(出所) IMF, *World Economic Outlook Database*, October 2017 より野村資本市場研究所作成

表5 米国とEUを上回るようになった東アジアのGDP規模

		1980年	2000年	2016年
米国	GDP(10億ドル)	2,862.5	10,284.8	18,624.5
	世界GDPに占めるシェア(%)	25.8	30.4	24.7
EU	GDP(10億ドル)	3,799.0	8,913.9	16,447.5
	世界GDPに占めるシェア(%)	34.2	26.4	21.8
東アジア	GDP(10億ドル)	1,739.5	7,750.3	20,668.1
	世界GDPに占めるシェア(%)	15.7	22.9	27.4

(注) EUはいずれの時点においても、現在の28の加盟国を対象としている。  
東アジアは日本、中国、NIEs（韓国、台湾、香港、シンガポール）、ASEAN 4（インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ）。

(出所) IMF, *World Economic Outlook Database*, October 2017 より野村資本市場研究所作成

また、2001年以降、中国による世界経済成長率への寄与度はすでに米国を上回っており、2016年には全体（3.2%）の約3分の1に当たる1.1%に上る（図6）。このように、中国は、世界経済における存在感を増している。

貿易の面では、中国はすでに米国と並ぶ超大国になっている。2016年に中国は輸出が世界の13.2%に当たる2兆980億ドルに上り、米国（1兆4,550億ドル、9.1%）を抜いて世界一の規模になっており、輸入も1兆5,870億ドル（世界の9.8%）と、米国に次ぐ世界第二位となっている（表6）。

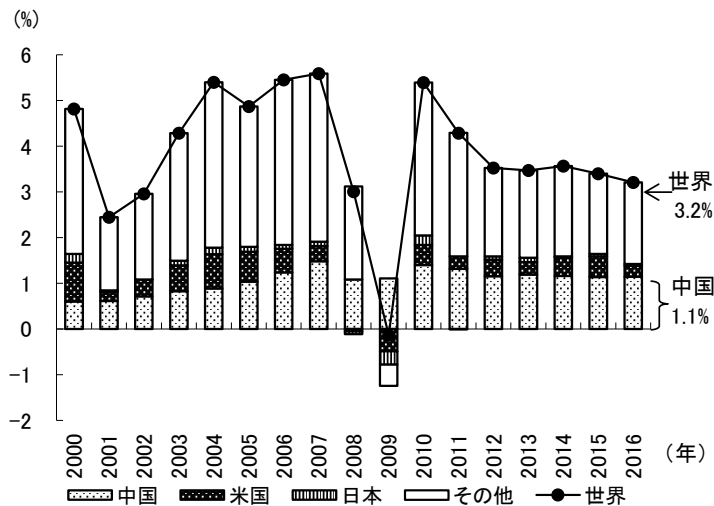
一方、人民元の国際化はまだ緒に就いたばかりで、人民元の国際通貨としての重要性はドル

やユーロなどと比べてまだ低い。

まず、IMFによると、2017年9月末時点で、各国の外貨準備として保有される人民元の規模は、IMFに自国の外貨準備構成を申告している国の外貨準備全体の1.1%に当たる1,079億ドルに上った。これは、ドル（63.5%）、ユーロ（20.0%）、円（4.5%）、ポンド（4.5%）、カナダドル（2.0%）、豪ドル（1.8%）に次ぐ7番目の水準となっている（表7）。2017年6月13日に、欧州中央銀行（ECB）は人民元（5億ユーロ相当）を初めて外貨準備に組み入れると発表した。

また、国際銀行間通信協会（SWIFT）によると、2017年12月に国際決済総額に占める人民元建て決済額のシェアは1.61%にとどまり、

図6 主要国・地域の世界経済成長への寄与度



(注) 寄与度 = 成長率 × 世界 GDP 総額に占める割合 (購買力平価ベース)

2016年中国の寄与度 (1.1%) = (6.7%) × (17.1%)

2016年米国の寄与度 (0.2%) = (1.5%) × (15.7%)

(出所) IMF, *World Economic Outlook Database*, October 2017 より野村資本市場研究所作成

表6 世界のトップ輸出・輸入国 (2016年)

順位	輸出国	金額 (10億ドル)	シェア (%)	輸入国	金額 (10億ドル)	シェア (%)
1	中国	2,098	13.2	米国	2,251	13.9
2	米国	1,455	9.1	中国	1,587	9.8
3	ドイツ	1,340	8.4	ドイツ	1,055	6.5
4	日本	645	4.0	英国	636	3.9
5	オランダ	570	3.6	日本	607	3.7
6	香港	517	3.2	フランス	573	3.5
7	フランス	501	3.1	香港	547	3.4
8	韓国	495	3.1	オランダ	503	3.1
9	イタリア	462	2.9	カナダ	417	2.6
10	英国	409	2.6	韓国	406	2.5

(出所) WTO, "Trade Recovery Expected in 2017 and 2018, Amid Policy Uncertainty," *Press Release*, April 12, 2017 より野村資本市場研究所作成

順位では、ドル、ユーロ、ポンド、円に次ぐ第5位となっている。ピークだった2015年8月のシェア (2.79%) と順位 (第4位) に比べ、いずれも低下している (表8)。

さらに、BISが3年ごとに実施する調査によると、人民元の1日当たりの平均売買高は2016年4月に前回の1,200億ドルから2,020億ド

ルに、世界の外国為替取引に占める割合は同2.2%から4.0% (一つの取引は二つの通貨がかかわることを反映して、すべての通貨の合計は200%) に上昇しているが、通貨別ランキングでは、人民元はドル、ユーロ、円、ポンド、豪ドル、カナダドル、スイスフランに次ぐ8位と依然として順位が低い (表9)。

表7 世界の外貨準備の通貨別構成 (2017年9月末)

通貨	金額(10億ドル)	シェア(%)
ドル	6,125.6	63.5
ユーロ	1,932.8	20.0
ポンド	433.5	4.5
円	436.0	4.5
カナダドル	192.8	2.0
豪ドル	171.1	1.8
人民元	107.9	1.1
スイスフラン	16.3	0.2
合計(その他の通貨を含む)	9,646.0	100.0

(注) IMFに申告している149ヵ国・地域の通貨構成の配分が明らかな外貨準備 (allocated reserves) のみを対象としている。なお、個別の国の外貨準備の通貨別構成はIMFから発表されていない。

(出所) IMF, “IMF Currency Composition of Foreign Exchange Reserves (COFER)” より野村資本市場研究所作成

表8 世界の国際決済総額の通貨別構成

順位	2015年8月		2017年12月	
	通貨	シェア(%)	通貨	シェア(%)
1	ドル	44.82	ドル	39.85
2	ユーロ	27.20	ユーロ	35.66
3	ポンド	8.45	ポンド	7.07
4	人民元	2.79	円	2.96
5	円	2.76	人民元	1.61
6	カナダドル	1.79	カナダドル	1.57
7	豪ドル	1.60	豪ドル	1.39
8	スイスフラン	1.55	スイスフラン	1.26
9	香港ドル	1.41	香港ドル	1.22
10	タイバーツ	1.04	タイバーツ	0.94

(出所) SWIFT, “RMB Tracker” より野村資本市場研究所作成

最後に、2015年11月30日、IMFが人民元のSDR入りを承認した(2016年10月1日より発効)。これは人民元の国際化の一里塚であると言えよう。新しいSDR通貨バスケットはドル、ユーロ、人民元、円、ポンドといった五つの通貨になり、そのなかに占める人民元のウェイトは10.92%と、円(8.33%)とポンド(8.09%)のウェイトを上回っているものの、ドル(41.73%)とユーロ(30.93%)のウェイトには、まだ遠く及ばない。

これらの数字が示しているように、急速に高まってきた中国の経済力と比べて、人民元の国際通貨としての地位は依然として低いと言わざ

るを得ない。そのうえ、国際通貨の多元化が進んでいるとは言え、ドルは依然として、基軸通貨の役割を果たしている。アジア諸国をはじめとする多くの発展途上国は、対ドル安定の為替政策を採っており、国際取引において主にドルを使用している。その背景には、以下のような要因があると考えられる。

まず、米国は依然として世界最大の経済大国であると同時に世界最大の輸入国でもある。多くの国にとって米国は最大の輸出市場であるため、輸出を安定的に維持するためには、自国通貨の対ドル安定が望ましい。

次に、独自に金融政策が運営できるほど金融

表9 世界の通貨別為替取引高の推移（当該年の4月、営業日の一日平均）

通貨	(シェア、%)					
	2001年	2004年	2007年	2010年	2013年	2016年
ドル	89.9	88.0	85.6	84.9	87.0	87.6
ユーロ	37.9	37.4	37.0	39.0	33.4	31.4
円	23.5	20.8	17.2	19.0	23.0	21.6
ポンド	13.0	16.5	14.9	12.9	11.8	12.8
豪ドル	4.3	6.0	6.6	7.6	8.6	6.9
カナダドル	4.5	4.2	4.3	5.3	4.6	5.1
スイスフラン	6.0	6.0	6.8	6.3	5.2	4.8
人民元	0.0	0.1	0.5	0.9	2.2	4.0
スウェーデン・クローネ	2.5	2.2	2.7	2.2	1.8	2.2
ニュージーランド・ドル	0.6	1.1	1.9	1.6	2.0	2.1
合計(その他を含む)	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0

(注1) ローカルおよびクロスボーダーのディーラー間取引の重複を調整したベース。

(注2) 取引対象の2通貨を別々に計上するため各通貨の取引高合計は全通貨の取引高の2倍となる。

(出所) BIS, "Triennial Central Bank Survey - Foreign Exchange Turnover in April 2016" September 2016より野村資本市場研究所作成

政策当局への内外の信認が高くない国では、世界的に信認を得ているドルと自国の通貨をリンクさせることが、自国の金融政策への信認を高め、インフレ、金利を安定化させる近道である。

そして、自国の金融市場が未発達な国では、資金の調達、運用に外国市場を使用する必要があるが、なかでもドル市場は調達、運用の両面でもっとも発達した市場である。ドル建ての資産、負債を大量に持っている国々にとって、自国通貨の対ドル安定が望ましい。

最後に、ドルは基軸通貨として定着しており、それゆえに、使用されるほど取引の利便性が増し、一般的受容性が高まるという規模の経済性、ひいては簡単に他の通貨に取って代わら

れることがないという慣性が働く。

これを踏まえると、中国の経済力の向上に加え、資本取引の自由化を中心とする「三位一体改革」が進み、多くの国々が為替政策を従来の対ドル安定から対人民元安定に切り替えていくことが、人民元の国際化がさらに進展していく前提条件となろう。国際通貨の使用には慣性が働くことを合わせて考えれば、仮にそう遠くない将来、米中GDPが逆転したとしても、ただちにドルから人民元への基軸通貨の交替が起こるとは考えにくい。当面、人民元の国際的使用は、中国と経済的結びつきの強い周辺諸国にとどまるだろう。

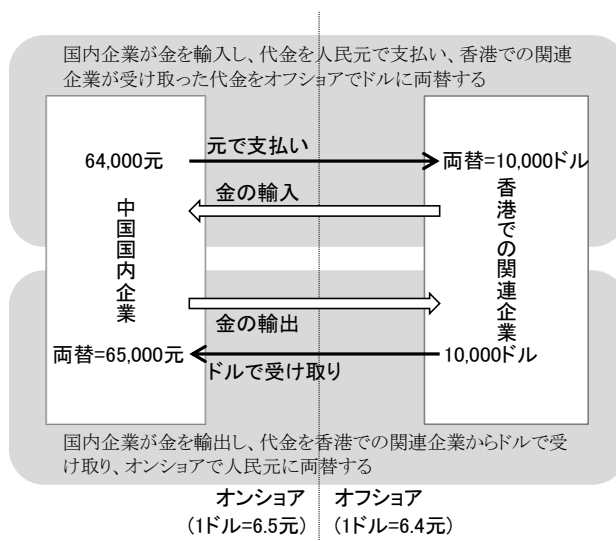
## 補論 資本規制下のオンショアとオフショアの 人民元レートの違いを利用した裁定取引

### —元高進行の場合—

一般的に、元高が進行する時に、当局によって厳しくコントロールされる中国国内のオンショア市場よりも規制の緩い香港のオフショアの人民元レートが高くなる。仮に国内では1ドル=6.5元であるのに対して、香港では1ドル=6.4元であるとする。64,000元を香港に送金すれば、1万ドルに両替できるが、この1万ドルを国内に戻すと65,000元に換えることができ、(手数料を別とすれば)1,000元の利益を上げることができる。しかし、実際には、オンショア市場とオフショア市場の間に厳しい資本

規制が敷かれているため、両市場の間の送金は貿易決済というルートを通さなければならない場合が多い。一部では、国内から香港に送金する時に、香港での関連企業から金を輸入し、その代金を人民元で支払い、逆に香港から国内に資金を戻す時に、金を香港での関連企業に輸出し、輸出代金をドルで受け取るという「偽装」工作が行われている(図)。これを反映して、元高の局面において、中国の輸入に占める人民元決済の比率は、輸出に占める人民元決済の比率より遥かに高い。

図 金の輸出入を装った裁定取引の仕組み



(出所) 野村資本市場研究所作成

## 参考文献

### 日本語

関志雄（1995）『円圏の経済学』日本経済新聞社

### 英語

Kindleberger, Charles P. (1973), *The World in Depression*, University of California Press.

Hayek, Friedrich A. (1978), *Denationalization of Money*, London: Institute of Economic Affairs.

### 中国語

曾剛（2014）「金利市場化と貨幣数量のコントロール」『当代金融家』第6期

張明・何帆（2012）「人民元の国際化のプロセス

におけるオンショアとオフショア間の裁定取引という現象に関する研究」『国際金融研究』第10期

中国金融信息网（2018）『人民幣月刊』第59期  
中国銀行業協会貿易金融専門委員会研究グループ（2016）「中国銀行業における人民元の国際化業務の発展に関する報告」『中国銀行業』第4期

周小川（2009）「国際通貨体制改革に関する考察」, 中国人民銀行のウェブサイト, 3月23日, <http://www.pbc.gov.cn/hanglingdao/128697/128719/128772/2847833/index.html>