

中国人民元の国際化は実現するのか

信金中金月報掲載論文編集委員

勝悦子

(明治大学 政治経済学部教授)

中国経済の減速が著しい。本年7-9月期の実質GDP成長率（速報値）は前年同期比6.9%と、リーマンショック直後の2009年以来6年半ぶりに7%を割った。習政権は本年3月の全国人民代表大会で、経済が「ニューノーマル（新常态）」に入ったとし、成長率目標値を7%前後に引下げ持続可能な安定成長への移行を鮮明にしたが、2016年からの第13次5カ年計画では目標値を6.5%以上にさらに引下げる見通しで、中国経済の減速は世界経済の新たなリスクとなっている。

中国人民元にも異変が起きている。中国人民銀行は2015年8月11日、人民元為替レート「基準値」の算出方法を変更することを突然発表し、人民元をおよそ2%、その後3日間で約3.0%切り下げ、1ドル6.4元程度とした。さらに9月1日には先渡し取引の利用コストを増大させる形で規制を強化し、人民元売り、資本流出を抑制する政策を鮮明にした。中国経済がサプライチェーンなどの形でグローバル経済に確実に取り込まれるなか、人民元切下げの突然の発表が世界同時株安を引き起こしたのも当然の成行きだったと言える。

近年中国当局は、中国人民元の国際化に相当程度力を入れてきた。第一に、過去10年間で確実に人民元為替レームは柔軟化した。2005年7月にそれまでの固定相場制から、「基準値」を設け上下0.3%の変動幅を設定し、リーマンショック後は一時的に固定相場制に戻し新興国通貨の防波堤として機能させたが、2010年6月には再び「基準値」の1日当たり変動幅を0.5%とし、2012年4月に1.0%、2014年3月には2%に拡大して人民元相場は急速に柔軟化した。

第二に、対外資本取引の急速な規制緩和である。外国機関による中国本土への人民元建て証券投資については、QFII（適格国外機関投資家）で上限枠が定められているが、近年その額は急激に引き上げられ、また2011年には香港市場オフショア人民元を利用するR-QFII制度が導入され、その上限枠も引き上げられた。さらに対外証券投資については、中国国内投資家に上限を定めて外国証券投資を認めるQDII（適格国内機関投資家）があるが、その上限枠も急激に引き上げられ、これら規制緩和のもと内外証券投資フローは急増している。

第三に、人民元オフショア取引の拡張である。2010年に中国人民銀行と香港金融管理局（HKMA）の間で香港オフショア人民元市場創設で合意したことを皮切りに、同年に人民元建て債券（点心債）が香港市場で発行されるなど、香港市場でのオフショア人民元取引は急増し

た。香港オフショア市場では人民元（CNH）は自由に取引されるので、市場通貨であるCNHと中国本土の管理通貨CNYとの乖離は時として大きくなる。オフショア市場は香港だけでなく世界で拡張しており、ロンドン市場は香港に次ぐ第二の市場として急拡大するなど、世界の金融センター間で、人民元決済をめぐる熾烈な競争が起きている。

国際金融のトリレンマ（impossible trinity）の考え方からすれば、自由な資本取引、裁量的な金融政策、そして固定相場制度は同時に成立しない。これまで中国は国際資本取引を相当に規制することで、金融政策の自由度の確保と、管理為替制度を維持してきた。今後は、中国国内の景気循環や構造変化に応じた裁量的な金融政策を行っていく必要があり、そのためにも、為替制度を一層柔軟にしていく必要があるだろう。

一般に通貨の国際化とは、当該通貨が何の規制もなく国際取引において自由に利用できることが前提となる。すなわち経常勘定、資本勘定双方の通貨の交換性の確保が必要不可欠で、前者はIMF8条国として経常取引の通貨交換に制限を設けないこと、後者については対外資本取引の自由化が前提となる。当該観点からは、中国では資本取引については相当程度規制緩和が進んできてはいるものの、まだ完全な資本勘定の通貨の交換性確保には至っていない。

かかる状況で、人民元の国際化はどう捉えるべきなのか。筆者は昨年11月に中国社会科学院と共同で行った研究会で、人民元相場の変動がアジア通貨の変動に与える影響について実証分析を行った。結論を言えば、アジア通貨はユーロや日本円よりも、強く人民元相場動向から影響を受けている。今般の人民元急落でアジア通貨も全般的に下落し、その連動性は増しており、人民元の影響力は確実に世界で増している。

通貨とは政治であり、力であり、また安全保障とも大きく関係する。「見果てぬ夢」であった1980年代の円の国際化の試みと比べると、明らかに中国は官主導で強力に元の国際化を推し進めてきた。元の国際化が実現するとすれば、何より取引「量」の脅威がある。すでに中国は貿易量で世界第一位、また名目GDPで世界第二位と日本の2倍にも膨れ上がり、そしてSWIFTによれば人民元の決済取引シェアは本年8月、日本を超えて世界第4位に躍りでた。

こうしたなか、SDR（特別引出権）の5年毎の構成通貨の見直しで人民元組み入れが取り沙汰されている。当然ながら中国当局はこれを熱望しているが、IMFによれば中国人民元のSDRへの組み入れは、IFの問題ではなく、WHENの問題であるという。すなわち、「量」から見ればいずれ組み込まれることになるだろうが、金融システム強化、一層の市場化など「質」を伴わない人民元の国際化は世界経済にとってリスク以外の何ものでもない。通貨の国際化は、「力」を誇示するものではない。その裏側には責務があることを忘れてはならない。