

# 減速する人民元の国際化

信金中金月報掲載論文編集委員長

小川 英治

(一橋大学大学院 商学研究科教授)

昨年2015年11月末に国際通貨基金(IMF)は、本年2016年10月に人民元を特別引出権(SDR)の構成通貨に加えることを決定した。これまでSDRは米ドルとユーロと円と英ポンドの主要国際通貨から構成されていた。これらの主要国際通貨に人民元が仲間入りすることとなった。

国際収支危機に陥ったIMF加盟国に対してIMFが金融支援を行う際に元手として必要となる資金をIMF加盟国から出資金として提供してもらい、その数倍の金融支援の引出し可能額がSDRで表示されている。その表示単位が、その金融支援を受ける際に受け取れる通貨の加重平均値(バスケット)となっている。そのため、国際収支危機に陥った際に必要となる通貨、あるいはそれと自由に市場で交換できる通貨が、SDRの構成通貨とすることが論理的である。より具体的に言えば、対外的な経済取引において例えば米ドルを決済通貨として使用していた場合に、経常収支赤字が累積して、その支払いが滞るときには、その決済通貨である米ドルあるいは米ドルへ交換できる通貨でその危機国にIMFが金融支援を行うことが必要となる。これらの理由から、対外経済取引の金額を反映する一つの指標である貿易額と市場で他の通貨に交換できるための通貨取引の自由度がSDRの構成通貨となるための条件として挙げられている。人民元がこれらの2つの条件の内、貿易額については世界の中でも大きなシェアを示していることから問題ないが、通貨取引の自由度については現状よりも今後の人民元の国際化の進展に期待されたところが大きい。

人民元の国際化は、中国政府によって経常勘定取引に限定して、漸進的に進められてきた。貿易や直接投資の実需と関係しない、投機取引を引続き規制しているために資本勘定取引については人民元の国際化から除外されている。

そのために、人民元の国際化は、資本勘定取引が可能であるが、非居住者に限定した人民元オフショア市場(CNH)を香港やシンガポールやロンドンなどの海外に設立し、上海などの居住者向けの人民元オンショア市場(CNY)からは遮断して、進められている。また外国為替管理の下で人民元オフショア市場と人民元オンショア市場との間で裁定取引は原則的にできないことになっている。一方、中国政府は、クロスボーダー貿易取引に際して契約通貨や決済通貨

として人民元を利用することを奨励している。しかしながら、外国為替管理を行いながら、貿易決済通貨としての人民元の利用を奨励することには、人民元流動性の制約に直面する可能性があることから、政策的に人民元と当該国通貨との間の通貨スワップ協定を締結して、人民元流動性を供給する手段を確保している。通常、通貨スワップ協定は、国際収支危機に直面した際に外貨建て流動性を供給するために設定されるが、この通貨スワップ協定は、外国為替管理による数量制限による人民元流動性の不足を人為的に調整するものである。さらに、人民元オンショア市場における人民元最終決済を行い、人民元流動性を提供するための決済銀行として中国銀行などの現地支店が中国政府の許可の下で担っている。ちなみに東京市場では、円と人民元の直接取引が可能となっているが、設立に中国政府の許可が必要となる決済銀行が存在していない。

しかしながら、人民元が貿易決済通貨として民間企業に選択されるかどうかは、貿易決済通貨としてのその使い勝手の良さに依存する。現状においては、貿易決済通貨としての使い勝手の良さと、当該通貨がどの市場でも外国為替取引において容易に入手でき、他通貨と容易に交換できることである。そのためには、当該通貨の外国為替取引高が十分に多く、その市場の厚みが必要である。それを阻害する要因として外国為替管理が指摘される。

次に、輸出企業にとっても輸入企業にとっても外国為替リスクへの対応が必要となる。効率的な外国為替リスク管理を実施するためには、外国為替取引をネットィングやプーリングすることが許容される必要がある。しかし、中国では、貿易取引や直接投資などの実需に基づいた外国為替取引のみを許容するという実需原則を徹底している。そして、外貨建て資金調達や資金運用によるバランスシート調整を通じたナチュラルヘッジングも、外国為替リスク管理の基本として必要とされる。中国では、人民元オンショア市場で非居住者による外貨建て資金調達や資金運用が規制されている。さらに、ナチュラルヘッジング後にも残る外国為替エクスポージャーに対する先物、オプション、金利スワップなどが提供されていることが必要である。これらの取引は、投機にも利用されるために、人民元オンショア市場において規制されている。これらが原因となって、人民元は使い勝手が悪く、その外国為替市場の厚みが薄い。

このように、人民元が貿易決済通貨として、さらには国際通貨として自由に使用されるためには、外国為替管理と資本管理を緩和し、さらには撤廃することによって、その使い勝手を高めることが必要となる。しかし、このような措置は、人民元が弱含みとなっている現状においては、一層の人民元安圧力及びそれに対抗するための外国為替市場への介入その結果として外貨準備減少に直面する可能性がある。そのため、中国政府は、IMFによる人民元のSDR入りの見直しにならない程度に、人民元の国際化に減速せざるを得ないだろう。