

経済マンスリー [解説]

SDR 入りに到達した人民元の国際化と今後の展望

【要旨】

- ◇ 中国政府はリーマン・ショックを契機に、国際取引におけるドル依存を脱却し、人民元の国際化を志向するようになった。具体的には、資本移動自由化を遅らせたまま、人民元の海外使用の拡大を図るためのツールとして、①スワップ協定、②オフショア人民元債券、③人民元決済銀行、④RQFII（人民元適格外国機関投資家）制度などを導入することにより、世界各国にオフショア人民元センターを生み出し、センター間の競争を促進するに至っている。
- ◇ 人民元は資本規制を残しつつも、2015 年には必要な基準（①財・サービス輸出量が上位にある国の通貨、②自由取引通貨）を満たし、IMF の SDR 構成通貨への参加が認められ、その構成シェアはドル・ユーロに続き、円・ポンドを上回ることとなった。
- ◇ SDR 入りにより、中国の資本移動自由化推進への内外の期待が高まり、実際、試行地域における先行改革がペースアップしているほか、人民元の国際通貨としての信認の高まりも期待されている。しかし、資本移動に関して大筋の規制緩和は進めるにしても、中国当局が目指すのはあくまで「管理された交換性」であり、足元のような急速な人民元下落・資本流出を回避するためには反市場的な規制強化も辞さない姿勢と考えられる。これは、いわゆる国際金融のトリレンマを考えた場合、マクロ経済の安定上、「自由な資本移動」よりも「独立した金融政策」と「為替相場の安定」を優先せざるを得ないとみられるためである。
- ◇ 一帯一路やアジアインフラ投資銀行を巡る動きをみると、中国当局は貿易・投資・援助における諸外国との関係強化、人民元オフショアセンターの拡充などを通じて、今後も実需を主体として人民元を着実に海外に浸透させていくと考えられる。従って、日本もこうした人民元国際化の潮流から距離を置くべきではなく、むしろ、日本の金融センターとしての地位の維持・向上のためにも日中金融協力の再始動が期待される。

2015年11月30日、IMFは理事会でSDRの構成通貨への人民元採用を決定した。中国政府が人民元の国際化進展を志向するようになったのはリーマン・ショック以降のことである。そこから「貿易決済通貨」並びに「投資通貨」としての海外普及のために、国内外で多様な枠組みや制度の構築を進め、わずか7年程度で、しかも、人民元の交換には未だ制限が多いというウィークポイントにもかかわらず、香港貿易発展局や戴相龍・前中国人民銀行（中央銀行）総裁が「3段階の人民元国際化」の最終段階と位置付けた「準備通貨」においてSDRの構成通貨になるというステータスに到達した（第1図）。そこで、以下では、人民元国際化の進捗度と足元の環境変化を踏まえ、今後を展望していきたい。

第1図：3段階の通貨国際化



(資料)香港貿易発展局資料を参考に三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

1. 人民元国際化の進捗

(1) 人民元使用を促す規制緩和

まず、これまでの人民元国際化の歩みと現時点での到達度を確認しておきたい。中国政府は従来の国際取引におけるドル依存を脱却し、人民元の国際的な使用を拡大すべく、規制緩和を進めた。

人民元決済については2009年7月に地域、対象企業を限定した貿易取引が解禁された後、2012年にかけて、対象地域が中国全体と世界全体、取引範囲が經常取引ならびに直接投資、対象企業が全企業に拡大され（第1表）、実需取引では基本的に人民元決済が可能となった。一方、資本取引自由化については、行政、投資、貿易、金融の改革試行地域として2013年9月に創設された上海自由貿易試験区（FTZ）において、①企業グループ間におけるクロスボーダー人民元プーリングや集中決済、②外資系企業の外貨資本金の人民元交換の自由化、③外貨借入金の人民元交換の自由化——等が先行実施され、①、②については、その後、全国展開に至っている。また、2015年4月には広東省、福建省、天津市にもFTZが新設され、同年12月には人民銀行が3省・市のFTZに個別の金融改革の方針を提起した。

さらに、2015年10月8日には中国内の決済システムと直接接続する国際決済システム（CIPS）が稼動した。直接参加者は国内銀行11行、外国銀行8行で、他に国内銀行38行、外国銀行138行が間接参加者として直接参加者経由でCIPSを利用する。これまでは海外の人民元決済銀行を経由していたため、異なる形式や言語を使用する様々なシステムが混在し、手続が複雑で時間もかかるという問題があったが、CIPSの誕生によって取引の利便性向上とスピードアップが可能となり、国際通貨としての機能を大きく引き上げるインフラ整備とされている。

第1表：人民元の国際化に向けた規制緩和

		貿易決済通貨としての規制緩和	投資通貨としての規制緩和
2009年	7月1日	中国の5都市(上海市および広東省の広州市、深圳市、珠海市、東莞市)と香港、マカオ、ASEANとの間で、当局に認定されたパイロット企業による人民元建て貿易決済を解禁。	6月25日 中国の金融機関に限定されていた香港での人民元債券発行を外国金融機関に解禁。
			9月28日 中国政府が香港で初の人民元建て国債発行。
2010年	6月17日	中国の12省、4自治区、4直轄市と全世界との経常取引に拡大。ただし、輸出は引き続きパイロット企業に限定。	7月7日 香港での人民元債券発行を香港企業に解禁。
			7月19日 香港において、①投資目的での人民元への交換、②人民元建ての証券・保険商品への投資——などを解禁。
			8月17日 海外の金融機関に中国の銀行間債券市場における人民元資金の運用を解禁。
			8月19日 香港での人民元債券発行を外国企業に解禁。
2011年	1月6日	人民元決済解禁地域に所在する企業・銀行の対外直接投資における人民元決済を解禁。	11月25日 香港での人民元債券発行を中国企業に解禁。
	8月24日	人民元決済解禁地域を中国全土に拡大。	12月16日 認可を受けたファンド管理会社および証券会社(人民元適格外国機関投資家;RQFII)に対して人民元建てで対内証券投資を認める制度を導入。
	10月14日	人民元建て対内直接投資解禁。	
2012年	2月3日	人民元建て輸出決済を貿易権を有する全企業に解禁。	
2013年	7月5日	人民元建て決済手続の簡素化。	7月5日 オフショア人民元ローン・人民元債券に関する規制緩和。
2014年	2月18日	上海自由貿易試験区において人民元プーリングや集中決済などの規制緩和を先行実施。	11月17日 上海と香港の株式市場を相互開放。
	11月2日	人民元プーリングや集中決済などの規制緩和を全国展開。	
2015年	10月8日	上海市で人民元の国際決済システム(CIPS)稼動。	9月30日 海外中央銀行、国際金融機関、政府系ファンドに銀行間外国為替市場を開放。

(資料)各種当局資料・報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 人民元国際化を支えるオフショア人民元センター

人民元国際化に向けて規制緩和を進めつつも、一気にハードカレンシー化するほどの資本取引自由化が困難なことは明らかである。このため、中国当局は、資本移動規制を維持したままで、人民元の海外使用の拡大を図るための体制整備を進めていった。

① スワップ協定

その第一はスワップ協定である。2008年12月の韓国を始めとして、アジア各国に広がり、さらに、2013年以降は欧州を中心にアジア以外の締結先も増えた(第2表)。また、全て期間は3年となっており、ウズベキスタンを除き、延長ないし再締結され、2015年末時点の締結先は32カ国・地域、総額3.3兆元に達している。

スワップ協定は通常、短期流動性危機を回避するためのツールであるが、中国が締結したスワップ協定は二国間相互の貿易・直接投資の促進に力点が置かれており、ハードカレンシーではないために海外において調達が困難となる人民元決済資金を供給するという意味合いが強い。実際、これまで香港・シンガポールに対して行われたスワップ協定に基づく人民元供給もそうした性質のものであった。もっとも、2014年5月には企業向け貿易融資に使用する旨の申請を受け、韓国から4億ウォンの調達を受けたこともある。

第2表：世界の人民元オフショアセンター化

時期	スワップ協定			オフショア人民元債券		人民元決済銀行		RQFII		
～2007年	日本(2002年:30億ドル相当の人民元)⇒2007年			香港(2007年)		香港(2003年)				
2008年	韓国(1,800⇒2011年:3,600⇒2014年)									
2009年	香港(2,000⇒2011年:4,000⇒2014年)	マレーシア(800⇒2012年:1,800⇒2015年)	ベラルーシ(200⇒2015年:70)							
	インドネシア(1,000⇒2013年)	アルゼンチン(700⇒2014年)								
2010年	アイスランド(35⇒2013年)	シンガポール(1,500⇒2013年:3,000)								
2011年	ニュージーランド(250⇒2014年)	ウズベキスタン(7)	モンゴル(50⇒2012年:100⇒2014年:150)					香港(700⇒2012年:2,700)		
	カザフスタン(70⇒2014年)	タイ(700⇒2014年)	パキスタン(100⇒2014年)							
2012年	UAE(350⇒2015年)	トルコ(100⇒2015年:120)	オーストラリア(2,000⇒2015年)	英国			台湾			
	ウクライナ(150⇒2015年)									
2013年	ブラジル(1,900)	英国(2,000⇒2015年:3,500)	ハンガリー(100)	台湾	シンガポール	シンガポール			英国(800)	
	アルバニア(20)	ユーロ圏(3,500)						シンガポール(500⇒2015年:1,000)		
2014年	スイス(1,500)	スリランカ(100)	ロシア(1,500)	オーストラリア	ドイツ	英国	ドイツ	フランス(800)	韓国(800⇒2015年:1,200)	
	カタール(350)	カナダ(2,000)		ルクセンブルク	スイス	韓国	フランス	ドイツ(800)	カタール(300)	
				フランス	韓国	ルクセンブルク	カタール	カナダ(500)	オーストラリア(500)	
				マレーシア	ドバイ	カナダ	オーストラリア			
2015年	スリナム(10)	アルメニア(10)	南アフリカ(300)	日本			マレーシア	タイ	スイス(500)	ルクセンブルク(500)
	チリ(220)	タジキスタン(30)				チリ	ハンガリー	チリ(500)	ハンガリー(500)	
						南アフリカ	アルゼンチン	マレーシア(500)	UAE(500)	
						ザンビア	スイス	タイ(500)		

(注)カッコ内の数値は特記しない限り億元。スワップ協定は期間3年で、延長の場合は「⇒」の後に延長した年を記載、「:」の後の数値は延長後の変更額。
(資料)中国人民銀行資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

なお、アルゼンチンに対しては危機回避の意味合いが強い資金供給も行われた。2014年7月18日、習近平国家主席のアルゼンチン訪問に際してインフラ向け融資とともにスワップ協定も再締結された。その直後の7月30日にアルゼンチン国債はテクニカル・デフォルト（支払い能力があるにもかかわらず、デフォルトになる状況）となり、国際資本市場からの資金調達ができなくなった。そこで、2015年1月までにスワップ協定に基づき、4回で合計27.1億ドル相当の人民元がアルゼンチンに供給され、急減していた外貨準備の補充に寄与した。

② オフショア人民元債券

第二はオフショア人民元債券の発行により、海外において人民元資産への投資機会を提供したことである。すでに人民元預金や人民元債券発行が解禁され、オフショア人民元センターとなっていた香港が先鞭を付けた。香港における人民元建て債券の発行は2007年に解禁されたとはいえ、発行体は中国の金融機関に限定され、盛り上がりを欠いていた。そこで、中国当局は2009年には香港の銀行に対して、次いで、2010年には外国企業、2011年には中国企業にも債券発行を認め、また、2009年以降、中国国債も発行するようになった。

香港以外で人民元債券の発行が開始されたのは2012年、英国においてで、2013年には台湾、シンガポール（第3表）、2014年にはオーストラリア、ドイツ、ルクセン

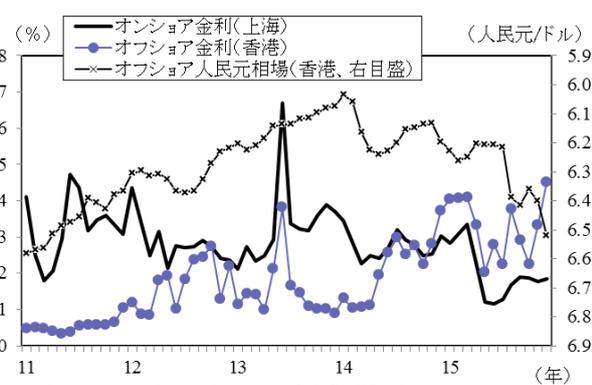
ブルク、フランス、スイス、韓国、マレーシア、ドバイがこれに続いた。2014年までは、中国の銀行による発行が主体となっていたところが多く、国内よりも低利で調達できるという経済的理由に加え、人民元国際化の進展を図る中国当局の意向に沿うという政治的理由も指摘されている。

第3表：人民元債券発行額

	(億元)		
	香港	英国	台湾
07	100	0	0
08	120	0	0
09	160	0	0
10	358	0	0
11	1,079	0	0
12	1,122	42	0
13	1,166	20	106
14	1,968	133	208
15	n.a.	44	302

(資料) 香港金融管理局統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。

第2図：人民元の金利と為替相場



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ただし、2015年に入ると、中国内では相次ぐ利下げを受けて金利が低下し、オフショア金利を下回るようになり、中国の銀行による発行意欲が弱まるとともに、人民元相場の下落基調により海外投資家の購入意欲も低下するという逆風に見舞われた(第2図)。最大のオフショア人民元債市場である香港の統計はまだ公表されていないが、Bloombergのデータをみる限り、2015年の発行額は大幅に減少した模様である。なお、発行体の多様化は進んでおり、個別の発行案件が把握できる香港、台湾、英国をみると、中国以外のアジア・オセアニア諸国、欧州を中心に世界各国の金融機関による発行が増えている。

③ 人民元決済銀行

第三は海外におけるスムーズな人民元決済のため、集中決済機能を持つ人民元決済銀行の設置である。香港ではすでに2003年に中国銀行(香港)が人民元決済銀行に指定されたが、その後、人民元決済銀行の指定が再開されたのは2013年以降である。2013年には台湾で中国銀行台北支店が、シンガポールで中国工商銀行シンガポール支店が人民元決済銀行に指定された。2014年に入ると、英国、ドイツ、韓国、フランス、ルクセンブルク、カタール、カナダ、オーストラリア、さらに、2015年にはマレーシア、タイ、チリ、ハンガリー、南アフリカ、アルゼンチン、ザンビア、スイスと人民元決済銀行は急速に増えている(前掲第2表)。

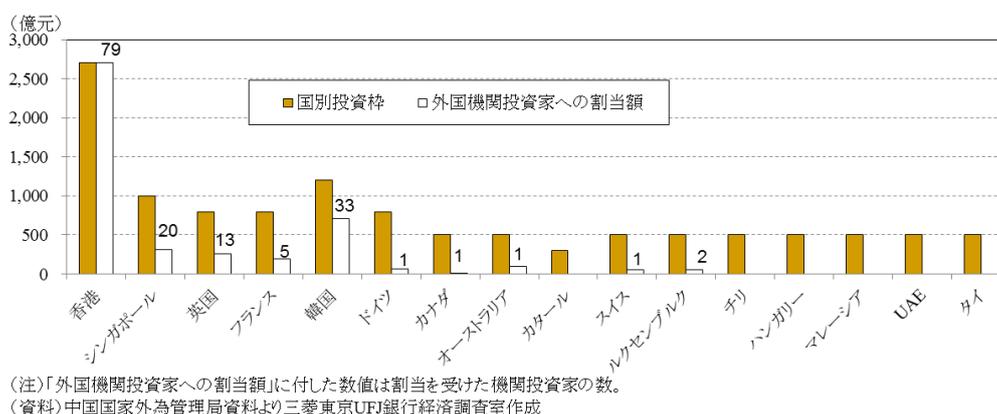
④ RQFII (人民元適格外国機関投資家)

第四はRQFII(人民元適格外国機関投資家)制度に基づく海外機関投資家に対する中国内の人民元証券への投資機会の提供である。中国政府は対内・対外ともに証券投資を厳しく制限しているが、2002年からQFII(適格外国機関投資家)制度を通じて

海外の機関投資家に対し証券投資を解禁し、さらに2011年12月にはRQFII制度を新設し、香港所在の機関投資家に対して人民元による対中証券投資を認めた（QFIIは海外から持ち込んだ外貨を人民元に交換して投資、RQFIIは海外で保有されていた人民元で投資）。投資枠は当初の200億元から、2012年4月には700億元に、さらに、11月には2,700億元に増額された。

その後、中国政府はRQFII投資枠の供与先を、2013年には、英国、シンガポール、2014年にはフランス、韓国、ドイツ、カナダ、オーストラリア、カタール、2015年にはスイス、ルクセンブルク、チリ、ハンガリー、マレーシア、UAE、タイに拡大した。現在は16カ国・地域全体で1兆2,100億元の投資枠が供与されている（前掲第2表）。もっとも、実際に機関投資家に割り当てられているのは香港を始め、10カ国・地域の156社に4,443.25億元である（第3図）。これにQFIIを通じて外国機関投資家に割り当て済みの投資枠を加えると、2015年12月時点で約9,700億元となるが、国内の人民元建て株式の市場規模と比較すれば2%に満たない。

第3図：RQIIの投資枠と投資家への割当額

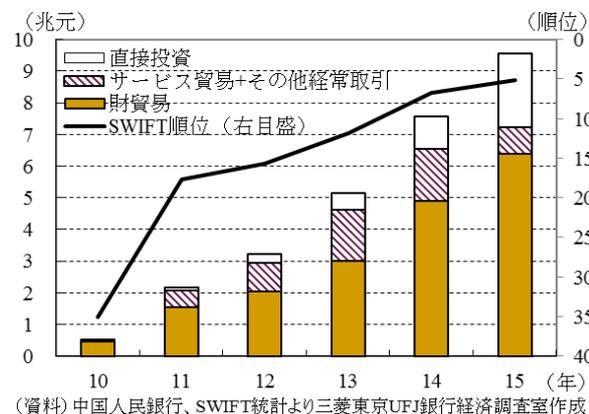


(3) 国際通貨としての地位向上と力を増す「人民元外交」

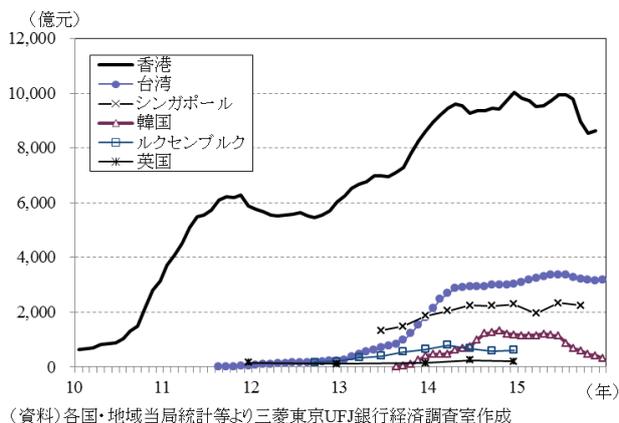
中国における規制緩和と世界各国のオフショア人民元センターの体制整備の進展に伴い、人民元決済は拡大を続けている。2015年で経常取引では7兆2,343億元（内訳は財貿易が6兆3,911億元、サービス貿易およびその他経常取引が8,432億元）、直接投資では対外投資が7,362億元、対内投資が1兆5,871億元となっている。人民銀行筋の2015年10月の発言によれば、財貿易における人民元決済のシェアは約27%となっている。

人民元の国際通貨としての地位も向上した。国際銀行間通信協会（SWIFT）における決済通貨としての利用率をみても、2010年時点の世界35位から上昇し、2014年11月以降はほぼ5位を確保している（第4図）。ちなみに2015年10月時点の人民元の通貨別決済シェアは1.92%で、ドル42.38%、ユーロ29.89%、ポンド9.05%、日本円3.00%に次ぐ。また、SWIFTは日本と中国・香港間の決済通貨のシェアは圧倒的に円が大きいものの、人民元のシェアが過去2年間で3.1%から6.9%に上昇し、シェア第2位になっていることを明らかにした。

第4図：人民元決済額と決済通貨としての順位



第5図：海外の人民元預金残高



人民元預金残高や人民元債券発行額をみると、2015年には人民元安や中国の景気減速による人民元投資意欲の減退も窺われるが（第5図）、前掲第2表の通り、スワップ協定、人民元決済銀行、RQFIIなど海外においてオフショア人民元センターとしての地位向上への意欲が高いことには変わりはない。とくに欧州については、2015年10月にも、習近平国家主席の訪英に合わせ、英国で香港以外では初となる海外での国債発行が実施される一方、ドイツのメルケル首相訪中時の李克強首相との会談では人民元建て金融商品を扱う国際取引所開設で正式合意するなど、激しい市場間競争が垣間見られる。オフショア人民元センターとしてのステージアップは政府間合意がなければ進展しないため、「人民元」も中国政府にとっての有力な外交カードになっており、アジアインフラ投資銀行や人民元のSDR入りにおいて欧州の支援を取り付ける強い推進力になったと考えられる。

ちなみに日本については、2002年に締結された中国とのスワップ協定が2007年の更新を経て、2013年に期限切れとなっており、また、人民元決済銀行、RQFIIの投資枠ともに設定されていない。人民元債券の発行についても、2011年12月の日中首脳会談で重点施策に挙げたものの、その後の日中関係悪化により長く延期されてきた。しかし、2015年6月、3年振りの日中財務対話で中国の楼継偉財政相から日本における人民元債券発行について前向きな発言が出たことから、同月、三菱東京UFJ銀行が3.5億元の人民元債券の初発行に踏み切った。

2. 人民元のSDR入りとその意味

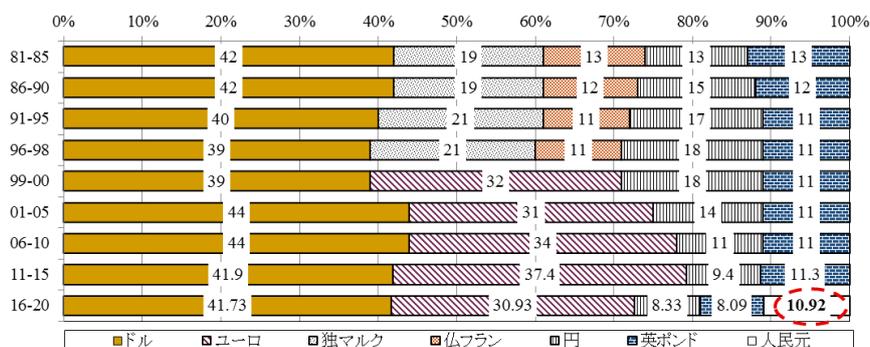
こうしてリーマン・ショック以降、中国政府が積極推進してきた人民元の国際化は2015年にはIMFのSDR構成通貨への参加という段階に到達した。SDRはSpecial Drawing Rights（特別引出権）の略称で、IMFが加盟国の準備資産を補完する手段として、1969年に創設した国際準備資産である。SDRの価値は主要通貨で構成される国際通貨バスケットに基づいて決定され、その構成通貨の見直しは5年に1回実施される。

中国はすでに2010年の見直しの際にも人民元のSDR入りを要請したが、その際は、

①財・サービス輸出量が上位にある国の通貨、②自由取引通貨 [IMF の定義では (a) 国際取引での支払いに広く使われ、(b) 主要な取引市場で広く取引されている通貨] —— という 2 つの条件のうち、②がクリアできなかった。しかし、IMF は 2011 年に条件②に関する複数の指標を明確化し [(a) 使用：準備資産に占めるシェア、国際的な債券の通貨表記、国際的な銀行の負債の通貨表記、(b) 取引：外国為替市場での取引額]、さらに 2015 年には、公的に保有された外貨資産、国際債券発行、クロスボーダー決済、貿易金融等の新指標を追加した。こうした IMF 側の対応もあり、前章の通り、世界的な人民元取引・使用拡大により 2015 年には自由取引通貨基準もクリアとみなされ、理事会での承認に至った。

人民元はドル・ユーロ・円・ポンドに続いて SDR 通貨バスケットの構成通貨となり、そのシェアはドル (41.73%)・ユーロ (30.93%) に次ぐ 10.93% で、円 (8.33%)、英ポンド (8.09%) を上回ることでとなった (第 6 図、実際の構成変更は 2016 年 10 月)。

第 6 図：SDR 通貨バスケットの構成



(資料) IMF 資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

加盟国が SDR 通貨バスケットの構成通りに外貨準備を保有する必要があるわけではないため、すぐに人民元の保有ニーズを高めることはならないが、人民元の国際的な通貨としての信認を高めるファクターとなる。また、中国内では人民元の加入により SDR の価値が高まるとの論調もある。遡れば 2009 年 3 月、周小川・人民銀行総裁はリーマン・ショックを踏まえ、ドルを基軸通貨とする現行の国際通貨システムの改革論を提起した。その際、国際準備通貨として個別国の通貨ではなく、超国家準備通貨の創設を長期的な目標としつつ、それまでの過渡的措置として、短期的には SDR の役割強化が妥当であると主張した。しかし、足元では SDR は世界の外貨準備の 2.5% に過ぎない [2015 年 11 月末時点で、2,041 億 SDR (2,850 億ドル相当) が加盟国に配分]。

IMF 財務局長からも人民元加入による SDR の国際準備資産としての価値向上を見込む発言があるが、IMF が早期の人民元 SDR 入りを後押しした背景にあるメリットはこれにとどまるまい。中国における人民銀行の発言力を強化し、金融改革の推進力を高めるとともに、2010 年 12 月に合意された増資及び出資比率・投票権の見直しは米議会の批准が得られず 5 年もの間、頓挫し、IMF 改革の抵抗勢力となっている米国への圧力にもなる。実際、人民元の SDR 入りが決定してから 1 カ月もたたない 12

月 18 日、ついに米議会は IMF の出資比率見直しを承認した。

3. 人民元の SDR 入りは資本移動自由化への推進力となるか

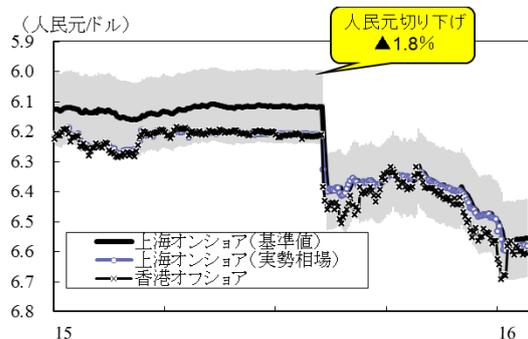
人民元が SDR の構成通貨となったことは、他の SDR 構成通貨の発行国に比べて大きく遅れている中国の資本移動自由化推進への内外の期待を高めた（第 4 表）。実際、SDR 入り前後から、①海外の中央銀行に対する銀行間為替市場の開放（2015 年 9 月）、②上海外国為替市場の取引時間延長（午後 4 時半→午後 11 時半、2016 年 1 月）といった為替市場への海外アクセス向上のための規制緩和策のみならず、自由貿易試験区（FTZ）における先行改革もペースアップしており、2015 年 12 月には、上海 FTZ 内の企業に対する海外調達資金の人民元交換自由化の実施細則、並びに、天津市、福建省、広東省の FTZ に対する個別の資本移動自由化案が公布された。

第 4 表：IMF に基づく各国の資本規制

	中国	米国	ドイツ	日本	英国
貿易外取引及び移転収支に基づく支払い	○				○
輸出もしくは貿易外取引に基づく受取					
本国送金規制	○				
外債集中制度					
資本取引					
資本市場証券	○	○	○	○	○
短期金融市場商品	○	○	○	○	○
集合投資証券	○	○	○	○	○
デリバティブ及びその他金融商品	○	○	○	○	○
商業信用					
金融債権	○		○		
保証、金融支援枠	○	○			
直接投資	○	○	○	○	○
直接投資の清算	○				
不動産取引	○	○	○		○
個人資本取引	○				
個別規定					
商業銀行及びその他金融機関	○		○		○
機関投資家	○	○			○

（資料）IMF, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2014

第 7 図：オフショア・オンショア人民元相場



（注）灰色の網掛けは人民元の変動幅。
（資料）中国外貨取引センター統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

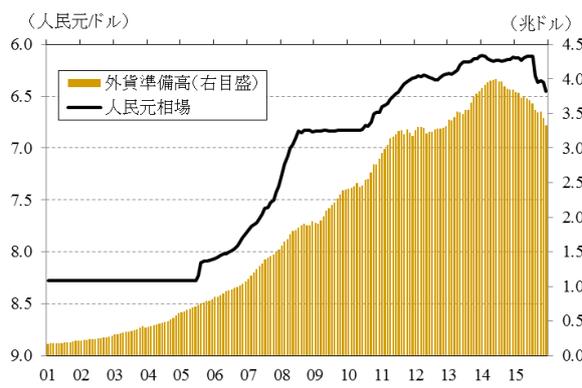
その一方で、2015 年 8 月の人民元切り下げ（基準相場▲1.8%、第 7 図）を機にオンショア・オフショア為替市場における介入のみならず、為替・資本規制強化策も導入されていたのである（第 5 表）。中国当局は切り下げに対して、基準相場の決定方式を市場化し、実勢相場との乖離を解消するためという政策意図を示し、IMF もこれを評価した。しかし、2005 年からの長期に亘る人民元上昇トレンド（第 8 図）に明確に終止符が打たれたショックは大きく、急速な人民元下落・資本流出が避けられなかった。このため、当局は反市場的との海外からの批判も辞さない強硬措置に踏み切らざるを得なかった。これまで外貨準備が約 4 兆ドルに達するほどの人民元売り・ドル買い介入で急速な人民元高とそれに伴う価格競争力の急激な悪化を抑制してきたことからすれば、緩やかな元安はむしろ望むところにもみえるが、リーマン・ショックを含め、過去、世界各国で起こった資本流出危機への警戒は強く、混乱を避けたかったと考えられる。

第5表：最近の為替・資本規制

時期	当局	概要	
2015	8	人民銀行	人民元売り為替予約に対するリスク準備金制度導入
	9	国家外為管理局	銀行に対して多額の送金や頻繁な支払いなどの外貨取引への監視強化指示
		人民銀行	銀行に対して顧客の外為取引への監督強化指示
2016	1	人民銀行	外国銀行3行に対する一部外為業務禁止
		人民銀行	海外金融機関の中国国内の人民元預金に預金準備率を適用

(資料)各種報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：対ドル相場と外貨準備



(資料)中国人民銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

広く流布した経済学者マンデルの学説に国際金融のトリレンマ——「為替相場の安定（固定相場）」、「自由な資本移動」、「独立した金融政策」の3つを同時に実現することはできない——がある。これに基づけば、中国当局は従来、「自由な資本移動」を放棄し、「独立した金融政策」、「為替相場の安定」を堅持してきたが、資本移動規制は徐々に緩和する一方、為替相場制度は2005年にはドルにペッグする固定相場制から管理フロート制へ移行し、変動幅拡大という形で為替相場変動を許容するようになった。それでも、マクロ経済の安定上、「自由な資本移動」よりも「独立した金融政策」、「為替相場の安定」を優先する姿勢に変わりはないとみられる。

実際、2015年4月に中国がIMFの国際通貨金融委員会でSDR入りを前に提出したステートメントをみると、中国が目指すのは「完全な自由交換性」という伝統的な概念ではなく、グローバル危機の教訓を踏まえた「管理された交換性」という概念であるとの主張になっている。具体的には、①マネーロンダリング、テロ資金、タックスヘイブンを通じた過度の租税回避取引、②対外債務に対するマクロプルーデンシャル管理、③短期の投機資金の移動に対する適時・適切な管理、④国際収支統計上のモニタリング強化——の4分野に関して資本管理を維持することを明示している。従って、為替相場・資本移動ともに大筋の規制緩和を進めるにしても、急激な変動は容認しない「管理された為替相場」と「管理された交換性」が大原則となることがわかる。人民元のSDR入りを後押ししたIMFもまた、中国が新興国であるということで「管理された交換性」を容認したことになる。

こうして通貨の交換性に制約を残しながらも、一帯一路（アジアと欧州を結ぶ陸海シルクロード発展戦略）やアジアインフラ投資銀行を巡る動きをみると、中国当局は貿易・投資・援助における諸外国との関係強化、人民元オフショアセンターの拡充などを通じて、実需を主体として、着実に人民元を海外に浸透させていくと考えられる。財貿易に占める人民元決済のシェアは27%に過ぎないことだけみても、まだ拡大の余地は大きい。従って、日本もこうした人民元国際化の潮流から距離を置くべきではなく、むしろ、日本の金融センターとしての地位の維持・向上のためにも日中金融協力の再始動が期待される。

以 上

(H28.1.28 萩原 陽子 youko_hagiwara@mufg.jp)

発行：株式会社 三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室

〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。