

## 研究ノート

# 中国・人民元「国際化」戦略とその現状と展望

## －中国人民大学・国際貨幣研究所の論説から－

鳥谷一生

## 要旨

本稿は、人民元「国際化」策に関する中国政府のThink Tankとしての役割を担っている中国人民大学経済学部財政金融学院・国際貨幣研究所（国際貨幣研究所）の機関誌から幾つかの論説を取り上げ、現代の米ドル中心の国際通貨システム＝「米ドル本位制」に対する認識と人民元「国際化」戦略の意図・目標を明らかにすると共に、2015年8月の人民元為替相場切り下げ以降の人民元「国際化」の現状と展望について紹介する。

キーワード：

## 1. はじめに

2009年3月中国人民銀行・周総裁の小論'Reform the international monetary system(关于改革国际货币体系的思考)'、そして同年6月に発表された人民元建貿易取引に始まる人民元「国際化」策から約8年が経過した。この間中国は、香港金融市場に所在する商業銀行に人民元建貿易取引の決済勘定をおき、同資本市場で人民元建債券いわゆる点心債を発行して、人民元「国際化」を進めてきた。また、上海金融資本市場の対外開放も2002年12月の「適格外国機関投資家(QFII: Qualified Foreign Institutional Investors)」<sup>1)</sup>、2006年4月の「適格国内機関投資家

(QDII: Qualified Domestic Institutional Investors)」<sup>2)</sup>の制度導入から一段と進み、2011年2月には香港経由の「人民元適格海外機関投資家(RQFII: Renminbi Qualified Foreign Institutional Investors)」<sup>3)</sup>、そして2014年11月には上海と香港の両株式市場を繋ぐ「滬港通(Shanghai-Hong Kong Connect)」、2016年9月には「深港通(Shenzhen-Hong Kong Connect)」が始まった。この結果、日々の取引に限度はあるものの、香港－上海、香港－深圳との間で株式取引相互乗り入れが開始された。また2016年10月にはIMF・SDRのバスケット通貨

- 1) 中国证券监督管理委员会(CSRC: China Securities Regulatory Commission)から認可を受けた海外の機関投資家が、中国国家外貨管理局(SAFE: State Administration of Foreign Exchange)の許可する投資限度枠内で外貨を人民元に両替し、人民元建の上海A株、深圳A株や債券等へ投資を行うことができる。この場合、外貨と人民元との為替取引は上海為替市場で行われるが、対顧客の人民元建為替取引に取り組んだ外資系為替銀行にとっては、為替リスク回避のための為替持高・資金調整を中国国内の商業銀行と同じ条件行うことに長年規制が課せられていたため、為替リスクは香港NDF(Non-deliverable Forward)市場で行ってこざるを得なかった。
- 2) 同じくCSRCから認可を受けた中国国内の機関投資家が、SAFEの許可する投資限度額内で人民元を外貨に両替し、外貨建の海外上場株式へ投資が可能となった。国内に充満する過剰流動性を対外投資に向かわせる効果もあるが、香港資本市場にH株やレッド・チップとして上場している、或いはニューヨーク証券市場に上場している中国国有企業系株式の株価テコ入れ策としても効果を発揮してきた。本格運用は2007年9月より。
- 3) QFIIと同じく、CSRCから認可を受けた海外の機関投資家が、SAFEの許可する投資限度枠内で香港市場を経由して人民元に両替し、上海や深圳市場の人民元建A株や債券等へ投資するという制度である。この場合、外貨と人民元との為替取引は香港為替市場で行われるから、人民元建貿易取引の決済勘定が置かれた香港金融市場所在商業銀行の人民元建預金残高を中国国内に「還流」させる措置ともいえる。

に加わるようになった<sup>4)</sup>、2017年7月には「債券通(China-Hong Kong Bond Connect)」<sup>5)</sup>も開通するに至った。こうして人民元「国際化」のための資本取引「自由化」の措置も、この間順次進んでいるようにも考えられる。

だが、ここで考えるべきは、これら一連の人民元「国際化」策は、中国の国内金融資本市場にいかん外貨建資金を管理しつつ流入させるか、一旦国外に流出していった人民元がオフショア市場で投機筋に売り浴びせられることを回避すべく、これをいかにして国内に「還流(recycling)」させるかという措置に他ならないことである。「管理された人民元国際化」ともいわれる所以もここにあるのであって、中国が上海の金融資本市場と為替市場を広く対外開放して人民元建流動性を海外に供給し、人民元の国際取引・決済通貨としての利用を第三国にまで広く認めるという「自由化」では全くない。加えて、

2015年8月の人民元為替相場切り下げ後を契機に、外貨準備が大きく減少してきたことから、2000年代初より中国の世界経済戦略として掲げられていた「走出去」-巨額のドル建外貨準備を利用した中国企業の対外進出-策も、2016年後半以降、急ブレーキが掛ったようである。かくて2009年に始まる人民元「国際化」策も、2017年を前後に一つの壁にぶつかった感がある。

そこで本稿では、人民元「国際化」策に関する中国政府のThink Tankとしての役割を担っている中国人民大学経済学部、財政金融学院・国際貨幣研究所(国際貨幣研究所)の機関誌から幾つかの論説を取り上げ、現代の米ドル中心の国際通貨システム=「米ドル本位制」に対する認識と人民元「国際化」戦略の意図・目標を明らかにすると共に、上記2015年8月の人民元為替相場切り下げ以降の人民元「国際化」の現状と展望について紹介しておこう。

## 2. 現代の国際通貨システムに対する中国の認識と国際通貨戦略

まずは現代の「米ドル本位制」に対する中国の認識と人民元「国際化」戦略の意図・目標について明らかにしておこう。

### (1) 「流動性のジレンマ」と現代の国際通貨システム

ここで取り上げるのは、王芳・張晋源「人民元国際化とトリフィンの『流動性のジレンマ』の弁証法的再検討(人民币国际化与特里芬难题的辩证反思)」<sup>6)</sup>である。最早多言は要しまい。現代の国際通貨システムに関する彼らの論拠はトリフィンの「流

動性のジレンマ」にある。少し長くなるが、引用してみよう。

「米ドルの国際準備通貨としての地位は、ブレトンウッズ体制の『二つのアンカー(双挂钩)』制度をもって確立した。とはいえ、一国の信用貨幣制度と国際金為替本位制度とは両立し得ない。長期的にみると、米ドルの金との交換性要求は充足されず、アメリカの国際収支政策は行き詰まり、やがて立ち往生してしまった。米ドルの準備通貨としての地位を維持するには、対外的に国際決済手段を充足しなけ

4) 近年のSDRを巡る議論については、例えば拙稿「欧米における国際通貨制度改革論争について一複数基軸通貨制度とSDR本位制への展望」『現代社会研究科論集(京都女子大学大学院)』9号、2015年を参照されたい。

5) 「債券通」の導入に際しては、「先北上、後南下」、「先機構投資者、後個人投資者」、「先場外、後場内」の「三先三後」方式が採用されている。すなわち、「香港から中国本土の債券市場へのアクセス(北行通)を先行し、中国本土から香港の債券市場へのアクセス(南向通)は後に実施」、「機関投資家を先行させ、個人投資家には後に開放」、「証券会社と機関投資家のOTC取引等の場外取引を先行させ、取引所内取引は後日実施」という方式である。要するに、中国バブル崩壊後、資金調達のために債券発行が急増する状況において、香港から中国大陸債券市場に資金を流し込むことを目的に、その際には機関投資家にマーケット・メーカーとしての役割を期待しつつも、債券市場に債券売買の影響が直接及ばないように、まずは取引所外取引の発展を期するという方法である(香港、騰祺控股 Tengard Holdings Limited資料参照←<http://tc.tengard.com/staff-column/1939/>)。

6) 王芳・張晋源「人民币国际化与特里芬难题的辩证反思」『IMI研究动态』2016年, No.1614。

ればならない。だが、米ドルの純流出はアメリカ保有の金準備を減少させ、米ドルの価値を維持する点ではマイナスに作用する。米ドルの金との交換性を保証するには、金流出の勢いを止めなければならない。かくて日々増大する国際決済手段の需要を満たすことはできず、米ドルの国際準備の地位を維持することは難しくなった—これが有名なトリフィンのジレンマである。

トリフィンのジレンマは、20世紀50年代に関心を呼んだ。重要なことは、ドイツや日本といった新興の貿易大国がアメリカの輸出シェアの一部を奪い始めていたものの、米ドルは依然として主要な貿易通貨及び準備通貨であったことである。その後、新興の貿易大国は引き続き米ドルを準備として蓄積していき、アメリカは資本流出から資本流入へ、貿易黒字から貿易赤字へと転換していった。貿易赤字を通じ、全世界には米ドルの流動性が供給され、米ドルと金とがリンクしていた状況においては、当然考えられないものであった。こうしてアメリカの巨大パワーは促進され、実際に動き始めたのは、ブレトンウッズ体制が解体してから、したがって米ドルが金の約定を葬り、アメリカが二度とトリフィンのジレンマに拘束されることがなくなってからであった。<sup>7)</sup>

周知の通り、ブレトンウッズ体制においては、アメリカ以外の周辺諸国中央銀行・通貨当局は、自国通貨の対米ドル固定相場を維持すべく為替市場介入を行う義務を負っていた。こうした為替市場介入の結果として保持することになった米ドル建外貨準備について、周辺諸国中央銀行・通貨当局は、金1オンス（約31グラム）=35ドルで米財務省に対して金交換請求することが認められていた。こうして、ブレトンウッズ体制下の国際決済にあつては、公的次元に限ってではあるが、世界貨幣=金による最終決済ルートが残されてもいた。だが、かかる国際決済システムにあつては、一つの矛盾が存在していた。

なぜなら、世界経済の発展には国際流動性としての米ドルの潤沢な供給が必要とされる一方で、国際通貨国=アメリカ以外の残余世界の中央銀行・通貨当局が米ドルを保有し、これを米財務省に金交換請求するとすれば、米ドル価値の安定性は担保されるが、供給される米ドル建国際流動性は減少するからである。これが有名なトリフィンの「流動性のジレンマ」論である。

王と張が「流動性のジレンマ」を戦後の国際通貨システムに内在する矛盾とし、そうした矛盾から解放された時、アメリカの金融パワーが全開することになったとした点に異論はない。そして彼らは続いて次のように記している。

「国際準備通貨を過度に米ドルに依存してきたことが、世界経済の均衡を失わせることになった。それが特に鋭く表れているのは、アメリカの膨大な経常収支赤字と中国等新興貿易大国の累増する米ドル建準備が併存している点である。周縁の発展にある国家が先進国のためにファイナンスを行い、これがいわゆるグローバル金融の恐怖の均衡である。『恐怖の均衡』というのは、前世紀70年代以降、アメリカが債権国から債務国へと徐々に転じることによるものであり、アメリカ以外の米ドル資産保有者の『安全感』を得ることはできないまま、巨額の米ドル準備資産を有する諸国は、『ドルの罠(美元陷阱)』の混乱に対応せざるを得なかった。」

アメリカの経常収支赤字の裏側は残余世界の対米経常収支黒字であり、その黒字は国際的金融資本取引でアメリカに還流させざるをえない。ここに「グローバル金融の恐怖の均衡」は存在し、均衡が続く限りにおいて、アメリカのいわゆる「負債決済」も可能ということになる。これを許す裏面の事態が、アメリカ以外の残余世界にとっては、Prasadのいう「ドルの罠(Dollar Trap)」に他ならない。王と張、ここでも現代の国際通貨システムが抱える問題を正確に認識しているといわねばならないだろう。

7) 王・張、「前掲論文」、2頁。

続いて彼らは次のように記している。

「国際準備資産を米ドルに過度に依存していることで、アメリカでは資産バブルが容易に発生し、ひいてはグローバル金融のシステミック・リスクをも醸成する。巨額の経常収支赤字をアメリカが長期に亘って続けることは、一方において国内の実体経済に打撃を与え、製造業の海外移転を促し、雇用の足を引っ張る。他方において、非居住者の米ドル建準備をアメリカの金融市場に還流させることで、アメリカ国内で流動性が充満し、アメリカの資産バブルが形成される土壌が作られてきた。米ドルの独占的地位によって、アメリカの金融市場とマクロ経済が全世界に与える影響は強まるばかりであった。こうして、アメリカのサブプライム危機は、直ちにグローバルな金融危機に転じることとなっただけでなく、世界経済の成長に対し深刻なマイナスの影響を与えたのである。これだけではない。アメリカが自国経済を救済し拡張的な金融政策が打ち出されたところで、変動相場制との関わりでやはり必ずや発生するマイナスの効果のために、米ドル建準備を有する世界の保有者を通じ、そのコストがシェアされた。更に悪いことは、代替可能な準備通貨が登場する以前の段階において、こうした利用で決定的なことは、国際通貨の地位がその他諸国の経済的利益を‘不公正的に’利用しているということであり、それが今後も長期に及ぶ可能性があるということである。…(中略)…外貨準備を累増させてきた国家は『ドルの罍』-これについては、『新トリフィンのジレンマ』といってもよいかもしれない-に嵌り込んでしまった。<sup>8)</sup>」

一国の国民通貨である米ドルが国際通貨として機能することの矛盾が、ブレトンウッズ体制下では「流動性のジレンマ」となり、このジレンマを拭い去ろうとして、アメリカは長期構造的経常収支赤字を一方的に無視し、国内外の資金フローを世界の余剰貯蓄の動員に依存してきた。かくて世界経済は

「グローバル金融の恐怖の均衡」の上に置かれる一方で、アメリカでは過剰流動性が溢れ、それが資産バブルそして遂にはサブプライム危機を呼び込み、世界金融危機に至ったという認識である。ここにあるのは、国際決済の在り方における国際通貨国アメリカとそれ以外残余世界の諸国との間にある「非対称性(asymmetry)」である。現代の国際通貨システムに関する王と張の認識と筆者との間に、ほとんど違いはないといってよい。認識上の分岐点は次のところにある。彼らは次のようにいう。

「中国は、経済発展する国家の中でも最大であり、国際経済及び貿易活動において一定の影響力を備えている。特に地域貿易及び二国間貿易においては、多国間交渉に代替することが主流となって以降、地域の経済大国そして貿易大国としての影響力が相対的に高くなった。主たる国際通貨の伝統的支配的地位による障害が明らかに低下しているところから、ここに一定程度人民元の国際化プロセスを推し進める余地がある。国家の貿易額が増大するにしたがい、最も発展の著しい国の通貨が、国際通貨のクラブ入りを果たすことは、時代を表す目印ともなるべき事件である。

人民元の台頭は、中国の金融が台頭することのメルクマールである。人民元が主要な国際通貨の一つとなることで、先ずは中国の経済と貿易に相応しい通貨面での地位を実現することが可能となる。このことによって、通貨面での地位が低下し、『ドルの罍』と経済的利益において受けてきた不利な立場から我が国が脱することが可能となり、我が国が核心的国家としての地位を確立することができるようになる。

経済発展を続ける他の諸国家についていえば、人民元が主たる国際通貨のステイタスに登ることで、代替的準備通貨の一つを供給することになる以上、人民元は同時に国際通貨システムにおいて、一つの重要な安定要素となる。要するに、少数の限られた

8) 王・張「前掲論文」、2-3頁。



国際通貨間の競争によって、相互に牽制し合い、準備を有する者に『安全な』国際準備権力の選択権を授けることになるし、『良貨が悪貨を駆逐する』という体制を通じ、主要な国際通貨発行国の政策行為を拘束している。かくて、現代の国際通貨システム改革は発展する国家の経済的利益を侵害し、その財政金融面での安全を脅かすという災いが発生する。<sup>9)</sup>」

「国際通貨体制の大局からみれば、国際経済の新局面をベースしてのみ国際通貨システムを立て直すべきであり、国際貿易、投資活動を過度な米ドル依存から徐々に脱すべきである。国際準備資産はその主要債権諸国に対する支払能力に帰し且つ保持されるべきであり、『新トリフィンのジレンマ』を打開する展望が開けることになる。人民元の興隆によって、多元的相互制約的な国際通貨間の競争体制を形成することが可能となり、これが国際経済・貿易新局面に対応する方向での国際通貨システムの立て直しなのであって、失速する世界経済と恐怖の均衡にあるグローバル金融の難局を打開し、併せてグローバル金融のシステムック・リスクの圧力を低下させる上で有効なのである。<sup>10)</sup>」

人民元の国際通貨としての台頭それ自体は、それが現実に可能かどうかという問題は別にし、一国の国民通貨に等しく認められた権利であるかもしれない。しかし、米ドル中心の現代の国際通貨システムを「流動性のジレンマ」にまで遡って批判する中国が、米ドルと同じく一国の国民通貨に過ぎない人民元を国際通貨に転じた場合、同じ「ジレンマ」に直面しないであろうか。ひいては、「ドルの罫」は「人民元の罫」となって世界経済の不均衡を招くことはないであろうか。世界貨幣＝金に基礎をもつ国際金本位制に戻ることもできず、「米ドル本位制」の制度疲労も最早明確となっている現代において、

恐らく残された選択は、SDRの如き、人口通貨を国際決済手段とした対称的国際決済システムの構築である。それが王・張が学んだTriffinの所説の結論であったのではないか。だからこそ、この点にまで言及した人民銀行周総裁の2009年提案は正当であったし、一時ではあったにせよ、国際通貨システム改革論議を世界的に復活させるだけの影響力があったのである。

しかし、2016年10月、人民元は念願のSDRバスケット通貨入りを果たしものの、国内の金融経済は引き続きバブルとその崩壊に苛まれ、肝心要の人民元「国際化」も現状ほぼ挫折したと云ってよい状況については、次節でみる通りである。そこで中国に残る道といえば、貿易・国際金融を通じた東アジア地域の囲い込みであり、これを総括する世界経済戦略が「一带一路」である。

## (2) 下落する人民元相場と固定相場制の堅持

もっとも、上の「一带一路」戦略が掲げられた時期から二年もしない2015年7月、上海株式市場の株価は崩落し、8月には人民銀行は人民元為替相場を切り下げた。これを契機に、人民元為替相場は徐々に下落を開始し、2016年末には対米ドル為替相場7ドルを割り込む寸前にまで下落した。こうした人民元為替相場の下落に直面して、人民元「国際化」戦略の主唱者の一人である中国人民大学国際貨幣研究所副所長・向松祚は、「国際通貨体制の崩壊と人類経済の新局面—予想される人民元為替相場下落は深い思慮を呼び起こす」<sup>11)</sup>という論文において、人民元「国際化」と国際通貨システム・為替相場制度について、興味深い議論を展開している。そこで、ここでは向の見解を紹介しつつ、中国の国際通貨戦略について検討してみよう。

まず指摘すべきは、現代の国際通貨システムに関する認識は、基本的に先に記した王芳・張晋源の考

9) 王・張「前掲論文」, 2-3頁。

10) 王・張「前掲論文」, 3頁。

11) 向松祚「国際貨幣体系的崩壊と人類経済新格局—人民币汇率贬值预期引发的深度思考」『IMI研究动态』2016年、第48期总第191期所収。

え方と共通認識を有することである。いや、向が彼ら王・張が所属するIMIの副所長という立場であることを考慮すれば、事情は逆というべきであろう。それはともかくも、戦後の米ドル中心の国際通貨システムが「グローバル金融資本主義(全球金融資本主義)」に転じたことで、現代の国際通貨金融システムの特徴として次の10点を記している。

- 「①グローバル通貨体制は、いうなれば全くもって『アンカー無き』信用貨幣体系であり、マネー供給において実際には確たるルール体制はまったく存在しない(アンカーが無い)。
- ②グローバル経済の主要な経済調整機構は、『秩序なき』国際資金移動と変動相場制である。
- ③グローバル経済の一体化とは、主に金融市場の一体化と資金の自由な移動である。貿易とサービスの次は人である。グローバル化とは、いわば『跋行的』な或いは均衡を失ったグローバル化である。オリーン・サミュエルソン・ストルパー・マッキノンの要素価格均衡化定理は理論上は成立するが、現実には決して同じ価格とはならない。
- ④金融市場或いは架空の経済が日々実体経済を離れてゆき、一個の自己循環、自己膨張する架空の経済システムに転じ、その規模と速度は益々実体経済の規模と速度を凌駕しつつある。グリーンズパン(前FRB議長)、アダル・ターナー(前イギリスFinancial Service Agency長官)、メルヴィン・キング(前イングランド銀行総裁)等中央銀行家は、期せずして一致してこの問題について深い議論を開始している。
- ⑤架空経済の悪性的膨張は金融市場で形成される価格(金利、為替相場、株価)に影響を及ぼし、必ずや実体経済の価格体系と投資決定を動かしていく。架空経済(金融)と実体経済の関係は完全に転倒してしまっている。頭と足、主人と従者との関係が完全に転倒してしまっている。これがグローバル金融資本主義経済の最大の特

徴なのである。

- ⑥架空経済が実体経済から離れ自己膨張する経済がシステムの柱となったため、グローバル金融資本主義は、いわば『両極化した三つのシステム』- 架空経済と実体経済の両極分化、信用分配における両極分化、実質収入に対する資産収入との両極分化- を形成するに至った。これによって、現代の人類の経済体制は、最も深刻な社会的矛盾と対立を生み出しているのである。
- ⑦架空経済と実体経済が「頭と足」の関係に完全に転倒して以来、『貨幣とはバールである』、『貨幣は中期的には中立的である』、或いは『実体経済が金融経済を決定する』といった伝統的経済ルールは、基本的に或いは完全に効力を失った。テキストにいう貨幣理論と為替理論では、現代の金融現象を全くもって理解しえない。
- ⑧米ドル本位制、変動相場制そして架空経済の悪性的膨張が、過去四十年間において、グローバル金融危機が度重なって爆発してきた根本的な理由であり、グローバル経済が均衡を失った総ての根源なのである。
- ⑨過去三十数年間、インターネットが新時代を画する科学技術革命と工業革命の核心となってきたものの、不思議なことに各国の全要素生産性の上昇はむしろ伸びが小さくなるか低下した。全世界において議論されていることは、いわゆる『生産力の謎』である。グリーンズパン等は、膨大なデータをもって次のことを明らかにしている。すなわち、架空経済が悪性的に膨張する時代、実体経済の投資は加速し、その後緩やかになる。そのことが実体経済の労働生産力の伸びを小さくし或いは低下させていく。労働者階級の収入は長期に停滞し、増加したとしても減少する。これが、アメリカの『トランプ現象』やイギリスの「Brexit」に内在する根本原因である。グローバル化がもたらした雇用機会の移

転は、二次的要因である。

- ⑩グローバル金融資本主義の時代、架空経済の悪性的膨張によって巨大な『流動性の貯水池』が形成されたことから、通貨政策の波及システムには重大な変化が発生した。世界中で通貨政策の基本は効力を失うか、完全に失効した。いうまでもなく、量的緩和、低金利、ゼロ金利とマイナス金利政策は実体経済を刺激するためであったものの、投資と消費の効果はことごとく小さなものであった<sup>12)</sup>。」

グローバル金融資本主義に関する向の認識に異論はない。繰り返しになるが、国際的金融資本取引と為替取引の「自由化」をもって世界最大の債務大国アメリカの「負債決済」を許容する米ドル中心の国際通貨金融システムが、現代世界経済の不均衡とグローバル次元での格差問題の根本的原因であることにも、全くもって賛同する。

では、向の見解とは何処で袂を分かつことになるのであろうか。このことを検討するに際して考慮すべきことは、向が副所長の地位にある国際貨幣研究所の顧問であったRobert Mundellと故Ronald McKinnonの所説に依拠しつつ、持説を展開している点である。再び向の論文から訳出を試みよう。

- 「①全世界的に変動相場制が広がりをもせていることは、人類の貨幣体制数千年における『未曾有の大変化』である。変動相場制に内在するシステムまたそれが人類の経済生活につまりは実体経済に深刻な影響を与えることについては、我々は余り多くのことを知らない。この問題について、McKinnon教授及びその賛同者がかつて、『変動相場制の一般化或いは全面化は、人類経済の持続スピードを減速させる』と記していた。またMundell教授は、変動相場制の全面化こそは、過去四十年来金融危機が頻発する主たる且つカギとなる原因であるとかねてより認識していた。向松祚は、変動相場制の一般化に

よって、通貨が無限大に拡大する内的システムの基礎がグローバルに築かれ、流動性が全世界的に充満し、資産価格のバブル化、金融危機、架空経済の悪性的膨張となって、経済の内的構造が均衡を失う原因となったと明らかにした。

- ②変動相場制の全面化と米ドル本位制という大きな背景とシステムにあつてのみ、人民元為替相場が進む大きな傾向というものは理解できる。より柔軟な方向、一段と変動する為替相場の方向に徐々に歩みを進めることは、理想的な選択ではない。いうなれば、‘必要に迫られた已むを得ざる’現実主義の路線である。だが、完全な自由放任型変動相場制は中国の経済発展の長期的また全体的利益とは合致しない。適切且つ現実主義的な政策の選択とは、管理された変動相場制+適切な資本規制+相対的に独立した金融政策を堅持することである。知識の活用は自分次第である(運用之妙存乎一心)。最も優れた政策などはない。あるのは現実的政策だけである。Mundellの『国際金融のトリレンマ』は今でも最も好まれる分析枠組みである。人民元為替相場は、短期中期的には幅広い変動幅を維持しつつも、直近では下落が目立っている。人民元の米ドルに対する相対的変動幅は毎年5%以内で維持されており、世界主要国通貨の為替変動幅としては依然として低い。

- ③こうした大きな背景と大きな政策的枠組みにおいて、人民元国際化を引き続き推進していくことの核心は、金融市場の国際化、金融システムの国際化、支払い決済制度(CIPS)の国際化である。将来の国際通貨システムには二つの可能性がある。一つは、米ドル・ユーロ・人民元の三つの鼎立であり、もう一つは米ドルと人民元の競争的協力である。国際通貨システムは短期の内(場合によっては20年~30年)は秩序なき混乱の‘戦国時代’(米ドル、ユーロ、人民元、

12) 以上については、向、「前掲論文」、11-12頁。



日本円、英ポンドが中心) となろう。

- ④人民元の国際的地位は徐々にそして急速に間違いないと上昇している。しかし、将来のかなりの時間の間(30年~50年)、米ドルが世界の主たる準備通貨としての覇権的地位を保持することになろう。米ドル本位制は引き続き世界を牽引し、我々は米ドル本位制の時代を続けて生きていくことになろう。
- ⑤グローバル金融資本主義は引き続き拡大を続け、資産バブル、金融危機、経済不均衡は相変わらず悪化しよう。ある重大な転換点となる(一段と大きな経済金融危機であったり、地政学的対立や世界大戦であったり)特別な地点に到達した時、人類は初めて金融経済と通貨の秩序を最設計する希望が持てよう<sup>13)</sup>。」

繰り返しになるが、変動相場制そして国際的金融資本取引と為替取引の「自由化」を柱とするグローバル金融資本主義が、度重なる金融危機の根本に控えていることに異論はないし、過去200年来の資本主義世界経済の歴史を振り返ると、国際通貨システムの変遷と基軸通貨国の交替が、世界大戦という人類にとって最も罪深い災厄を伴ってきたという歴史的反省にも異論はない。向との違いは、一国の国民通貨が国際通貨として機能するにあたって、当該国の為替相場が固定為替相場制であることが、いかなる意味を有するかという点である。次のような問題を孕んでいる。

第一に、国際通貨たる人民元の為替相場が固定為替相場である場合、為替相場の安定性を図るのは中国ではなく、中国以外の周辺国中央銀行・通貨当局である。その場合の、周辺国中央銀行・通貨当局は為替市場に介入することになるが、もし人民元建外貨準備を有した場合、中国はこれを世界貨幣=金に

よって最終決済するのであろうか。もし、最終決済しないとなれば、それは正に中国が「米ドル本位制」批判として展開している「ドルの罫」がそのまま「人民元の罫」に転じることとなり、この点王・張論文においても指摘したところである。

第二に、人民元の為替相場が固定為替相場であれば、それは規制金利下国内金利が安定的に推移する対外的条件とはなる。しかし、中国の国内金融経済には過剰流動性に溢れてインフレが蔓延し、規制金利下の過剰流動性はインフレ・ヘッジを目的に高利回り金融商品に群がり或いは不動産投機に流れ込んできた<sup>14)</sup>。正にバブルである。国内のこうした金融経済状況において、規制金利体制がいつまで存続可能か大いに疑問である。というのも、規制金利を続けることは、四大国有商業銀行-国有企業との蜜月関係を維持し、過剰生産能力体質を温存する国有企業が遂には「ゾンビ企業」となって朽ちることになるからである。それだけではない。高利回りを求めた資産運用は、地下金融・ネット金融を通じ、民間主導の次世代産業企業の育成に流れこみつつも、金融システム全体としては信用秩序が失われ、一国の金融経済が国有と民間との間で分裂していく契機ともなる懸念がある<sup>15)</sup>。

第三に、改めていうまでもなく、国内の金融経済が規制金利下に置かれる以上、上海金融資本市場において非居住者が自由に取引を行い、為替市場において自由に人民元を対価とした取引を行うこともまた規制を受ける。

向が「管理された変動相場制+適切な資本規制+相対的に独立した金融政策」というのは、全体的にこのように理解されるべきであるし、このことから向のいう人民元「国際化」とは、国内では既存の金融経済体制を維持し、中国以外の周辺諸国には

13) 以上については、向、「前掲論文」、13-14頁。

14) この点については、拙稿「中国・金融「自由化」と人民元「国際化」の政治経済学-「米ドル本位制」への挑戦のための前哨-」『同志社商学』第66巻6号、2015年3月を参照。

15) 拙稿「構造調整に直面する中国の金融経済と国際金融政策の展開-軋む金融経済システムと対外収支の悪化の中で-」『現代社会研究科論集(京都女子大学大学院)』10号、2016年3月参照。



「ドルの罠」ならぬ「人民元の罠」を仕込むものであるといわざるを得ない。

改めて指摘するまでもなく、McKinnonやMundellは「米ドル本位制論者」である。確かに、為替相場制度論としては、前者は固定相場制支持、後者は変動相場制支持という違いはある<sup>16)</sup>。だが、両者の説は共に米ドルが国際通貨・基軸通貨であることを前提とした論理でしかない。したがって、こうした彼らの理論的枠組みを援用し或いは自己都合的に改編しつつ人民元「国際化」の合理性を主張したところで、行き着く先は理論的且つ現実的破綻でしかない。

以上、「米ドル本位制」に対する中国の認識と人民元「国際化」戦略の意図・目標について、中国人

民大学財政金融学院・国際貨幣研究所機関誌に掲載された二つの論文をからかいつまんで整理してみた。人民元「国際化」に賭ける中国の世界経済戦略が、「米ドル本位制」の切り崩しであることは、最早言を俟たない。

だが、冒頭に一言記した通り、2015年8月の人民元為替相場切り下げを契機に、人民元「国際化」には急ブレーキが掛ったようである。これについて、国際貨幣研究所はどのように認識し、人民元「国際化」実現の向け事態の打開を図らんと考えているのか。ここでは、同研究所が先ごろ発表した『人民币国际化报告2017—强化人民币金融交易功能(发布稿)』(以下、『報告2017』)から紹介しておこう。

### 3. 2015年8月人民元為替相場切り下げ後の人民元「国際化」の現状と「一带一路戦略」

#### (1) 人民元為替相場切り下げ後の人民元「国際化」の現状

##### i. 人民元建貿易取引

人民元建貿易取引については、中国人民銀行の四季報である「中国货币政策执行报告」にも掲載されてきたが、世界の銀行間為替取引における情報伝達プラットフォームを提供してきたSWIFT(国際銀行間通信協会、Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication)のRMB Trackerによっても知ることができる。その2015年12月号において、人民元は国際決済取引の2.31%を占めて第5位、第4位の日本円2.78%に次ぐに至ったとして、中国側関係者は一時期欣喜雀躍たる様相であった。しかし、2015年後半以降の人民元為替相場下落の影響は大きかった。2017年1月のRMB Trackerによれば、人民元が国際決済に占めるシェアは1.68%に

後退して第6位、カナダ・ドル1.87%・第5位、日本円3.06%・第4位の後塵を拝することになった<sup>17)</sup>。

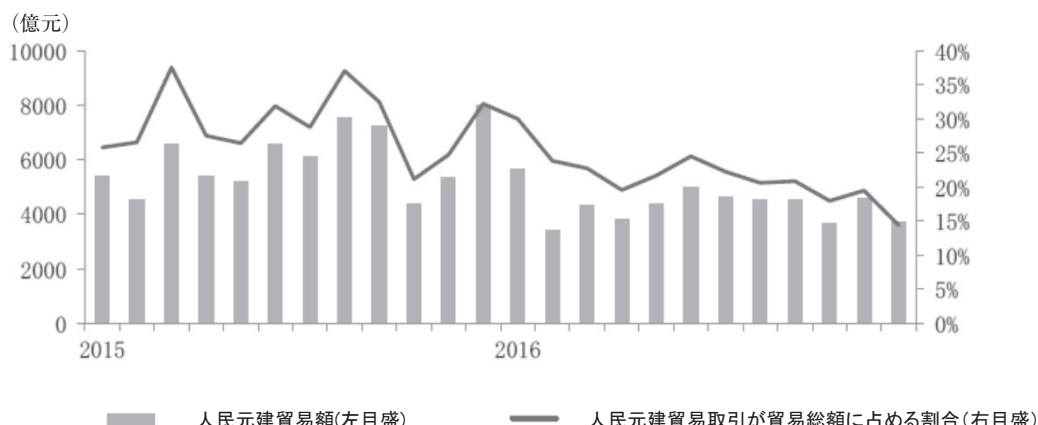
こうした現実を国際貨幣研究所も認めつつ、第1図を掲載している。それによれば、2016年の人民元建貿易取引総額は5.23兆円で、2015年比約2兆元、27.66%減少した。これは2009年に人民元建貿易取引が始まって初めての事態であり、貿易取引及びサービス取引に占める割合は18.08%で、2015年比8.4%の減少であった<sup>18)</sup>。

このように人民元建貿易取引が大きく低迷したことを受けて、2016年の人民元建国際決済総額は9.85兆元、対前年比18.6%の減少となった。第2図の通り、その内訳は、人民元建受取が3.79兆元、対前年比38.8%減であったのに対し、人民元建支払は6.06兆元、対前年比2.05%の増加であった。つまり人民

16) 「米ドル本位制論」については、拙稿『「米ドル本位制」の系譜と国際決済の非対称性』『国際通貨体制と東アジア』ミネルヴァ書房、2010年、第4章参照。

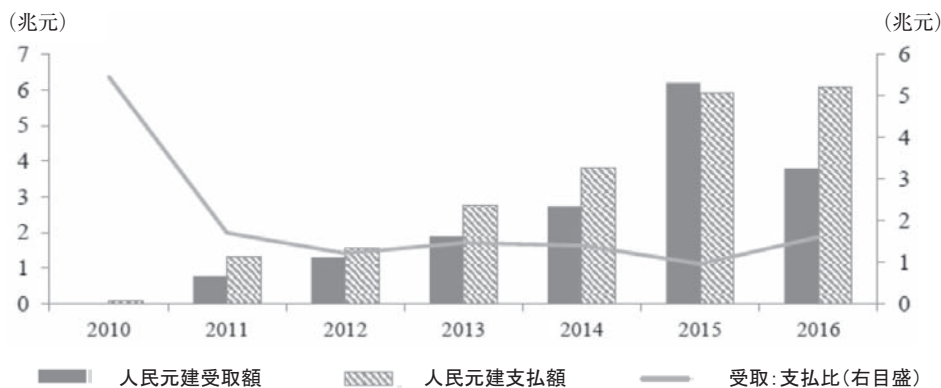
17) ここでの数字はSWIFT, 'RMB Tracker Monthly reporting and statistics on renminbi (RMB) progress towards becoming an international currency', Jan. 2017に拠る。ちなみに、2017年1月時点で世界の銀行間為替決済に占める米ドルのシェアは40.72%・第一位であり、順にユーロ32.87%・第二位、英ポンド7.49%・第三位であった。

18) 『報告2017』、12頁。



■ 人民元建貿易額(左目盛)      — 人民元建貿易取引が貿易総額に占める割合(右目盛)  
 [原資料] 中国人民銀行、国家外匯管理局。  
 [出所] 国際貨幣研究所『人民币国际化报告2017—强化人民币金融交易功能(发布稿)』, 2017年7月, 13頁。

第1図 人民元建貿易取引の推移とその比率



■ 人民元建受取額      ▨ 人民元建支払額      — 受取:支払比(右目盛)  
 (原資料) 中国人民銀行。  
 [出所] 第1図に同じ, 14頁。

第2図 人民元建国際決済の受払い額推移

元建国際決済において、受取と支払いの逆転が発生しているのであり、2015年の受取・支払の比1:0.95が2016年には1:6となっている。その背景にあるのは貿易取引を通じた人民元の対外流出であり、香港オフショア市場に一旦流出した人民元は、為替市場でドル買に投じられ、国際短期資本移動の奔流に乗ることになる<sup>19)</sup>。もとより、これが資本流出・逃避であることはいうまでもない。

ii. QFIIとRQFII

2016年末段階で、QFIIの許可を得た海外機関投

資家は278社、累積投資枠は873.09億ドルで、対前年比62.41億ドルの増であった。RQFIIの場合には、177の機関投資家で5,284.75元、対前年比841.5億元の増であった。銀行間債券市場に参入している海外機関投資家は407社、対前年比105社の増、非居住者保有の国内人民元建金融資産残高は3.03兆元に達した<sup>20)</sup>。

iii. 人民元建対外貸付

2016年末の人民元建対外貸付残高は4,373.26億元で、対前年比38.7%増であった。人民元建対外貸付

19) 『報告2017』、13頁。

20) 『報告2017』、18頁。

が人民元建対内外貸付総額に占めるシェアは0.41%であり、対前年比微増であった。要するに、人民元建国際流動性の供給は、金融機構の人民元建貸付の内、まだ1%に留まっているのである<sup>21)</sup>。

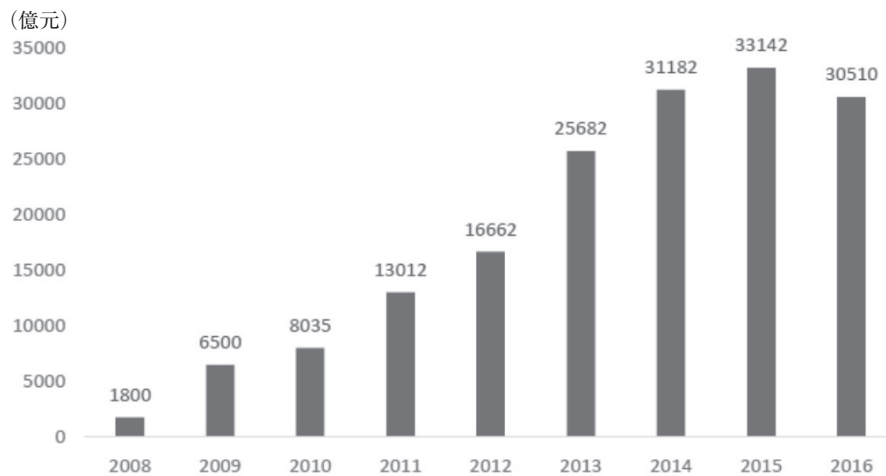
iv. 人民元建外貨準備

周知の通り、中国人民銀行は世界各国の中央銀行との間でスワップ協定を締結し、相手国金融・為替市場での人民元建流動性供給の確保に努めてきた。スワップ協定による人民元建残高がこの間順調に増大してきた様子は、第3図に示される通りであり、2016年末段階でスワップ協定は36の相手国・地域に及ぶ。『報告2017』は、IMFが発表する公的外貨準備の通貨別残高(Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves)の数字を引用しつつ、2016年末の公的保有人民元残高は845.1億ドル(5,822億元)で、今後も増加する見込みであると記している<sup>22)</sup>。実際、IMFの原資料によれば、2017年第

I 四半期の同残高は885.4億ドルであるので、3ヶ月で40.3億ドル増大してはいる。

しかし、2016年第IV四半期の公的外貨準備の残高は10兆7150.2億ドル、2017年第I 四半期のそれは10兆8,993.7億ドルであり、期間中1,843.5億ドル増大した。2017年第I 四半期の残高数字で内訳をみれば、米ドル5兆7,095.0億ドル、ユーロ17,064.4億ドル、日本円4,030.2億ドル、英ポンド3,787.1億ドル等であった<sup>23)</sup>。人民元建外貨準備としての利用がいか程の水準であるかは、最早多言を要しまい。

みられる通り、人民元「国際化」は明らかに壁にぶつかっている感がある。人民元建貿易取引は減少し、人民元の国際決済では受取よりも支払いが多く、これを香港オフショア為替市場での元売・ドル買の源流であるとすれば、明らかに資本流出・逃避である<sup>24)</sup>。他方において、人民元建貸付による国際流動性供給は依然として低調であるし、世界の公的外



(原資料) 中国人民銀行。  
[出所] 第1図に同じ、20頁。

第3図 人民銀行の海外中央銀行とのスワップ残高

21) 『報告2017』、18頁。  
 22) 『報告2017』、20頁。  
 23) IMF資料より (<http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A49>)。  
 24) 人民元建貿易取引の決済勘定が置かれている香港所在商業銀行の人民元建預金は、2009年12月627.2億元(当座預金及び貯蓄性預金406.6億元、定期預金220.6億元)であったが、人民元の対米ドル為替相場が上昇するにつれ、一段の先高に期待し為替利益を狙う内外資金が入り込み、2014年末には1兆35.5億元(同1769.6億元、8265.9億元)へと16倍の規模に膨れ上がった。しかし、その後人民元為替相場が下落に転じたところから、為替相場切り下げが実施された2015年8月の翌9月には8953.6億元(同1685.4億元、7295.1億元)、2017年8月には5347.3億元(同1423.0億元、3942.2億元)へと激減した。この人民元建預金残高の水準は、2012年春の水準である(数字はHKMA資料より)。



貨準備に占めるシェアも上記の通りの低水準である。

こうした事態の背景として、『報告2017』は次の四つをあげている。

第一に、世界経済の構造が変動する中で、通貨間の競争が激化していることである。中国の貿易に対し、一連の主要諸国が前代未聞の保護主義を講じ、‘一带一路’戦略の推進と人民元建国際決済に負の影響が生まれていることである。第二に、国内経済に依然として下振れのリスクがあることが、人民元「国際化」に対する信認に影を落としていることである。第三に、為替相場下落予想が高まり、非居住者の人民元建資産保有が減少したことである。第四に、資本流出圧力が一段と加わり、資本規制が緊急に必要となったことである<sup>25)</sup>。

## (2) 人民元「国際化」の新たな展開に向けて

では、壁にぶつかった感のある人民元「国際化」の現状を『報告2017』はどのようにして打開しようと考えているのか。次のように記している。

「歴史的経験に照らしていえば、貿易の表示・決済が一国の通貨の国際化を推進していく基礎であるものの、今日人民元建流動性は変動し、為替相場の下落が予想されて反転のメカニズムが必ずしも見えないことなど、国境を越えた人民元建貿易決済は制約を受けている。貿易項目において人民元国際化を推進していく力が減退し、国際取引活動において金融取引の規模が貿易決済の規模を遥かに上回っていることを考えてみれば、人民元建金融市場を十分に発展させ優れたものにすること、資本金融項目において人民元利用の潜在力を掘り起こし、人民元建金融取引力を強化させることで、国際金融取引における人民元の地位を引き上げることができるのであり、人民元国際化の実現は『貿易と金融』の両輪を支えに、連動しつつ進んでいく。<sup>26)</sup>」

その上で『報告2017』では、次の五点について強調している。

「直接投資は中国経済の持続的発展を可能とし、人民元国際化の経済的基礎を固める。もとより、外資の直接投資も対外直接投資も中国の経済成長を促していく。但し、両者の経済的効果には明確な差異があるのであって、外資の直接投資よりも対外直接投資の方が、中国の経済成長を促す効果は高く、対外直接投資を後押ししなければならない。<sup>27)</sup>」

「債券市場は国際資本移動の主要なルートであり、国際債券市場の表示通貨は国際化を果たした限られた通貨によって独占されている。人民元が国際化するにあたっては、必ずや人民元建債券市場を経ることになるのであって、一つの挑戦ともいえる過程である。中国は、債券市場を対外開放の突破口とすべきであり、これによって人民元の国際化は遂に堅実な土台を構築することができる。<sup>28)</sup>」

「国境を越えた人民元の貸出市場は、人民元が国際金融市場の取引通貨となるための基礎であって、市場の発展は人民元の国際的使用範囲の拡大を促し、非居住者の人民元に対する信認を高め、外国企業間及び外国企業と国内企業との間で行われる人民元建貿易取引の頻度を引き上げることになる。こうして人民元国際化のための良好な条件が創り出されることになる。<sup>29)</sup>」

「多層的な人民元外為市場を発展させ備えておくことは、人民元の国際化において次の意義がある。①人民元が貿易決済機能を担うための基礎条件となる。…(中略)…②多くの商品の計算通貨の役割を担うための支えとなる。…(中略)…③人民元が国際準備通貨の機能を担う上で支えとなる。<sup>30)</sup>」

「人民元建金融取引の機能という観点から考えれば、効率性の高い且つ安全な人民元建支払い決済システ

25) 『報告2017』、10-11頁。

26) 『報告2017』、24頁。

27) 『報告2017』、24頁。

28) 『報告2017』、25頁。

29) 『報告2017』、28頁。

30) 『報告2017』、28-29頁。

ムを構築し、金融に係わる優れた法制度を構築すること、科学的に裏付けられた信用審査と信用格付けのシステムを発展させることは、優れた金融の基礎を作り上げるための『三大支柱』である。<sup>31)</sup>

要するに、人民元「国際化」においては、人民元建の貿易と金融が両輪であり、これを駆動させるのが人民元建対外直接投資、人民元建の国際的な債券市場と銀行貸付、人民元建て為替市場であり、これらの発展のためにも人民元建支払い決済システムの構築や銀行・金融機関の審査機能・格付け制度の向上、そして金融システムに係わる法制度の整備が必要ということである。

もっとも、人民元「国際化」にあたっては、為替相場の安定性、資本移動の自由、独立した金融政策の三つは同時には成立できないという「国際金融のトリレンマ」= Impossible Trinity命題をいかに打開するかという難題が控えている。これについて『報告2017』は次のように記している。

「人民元国際化が進んでいくに従って、中国の資本規制は一段と緩和され、資本移動の規模は常に拡大して、国内と国外の金融市場の連動性は強くなっていく。人民元為替相場の変動幅が拡大していく中で、『トリレンマ（三元悖論）』に如何に取り組んでいくかという挑戦に直面している。我々の理論的実証的研究によれば、発達した金融市場を建設し、通貨政策の効力を高めることで投機的資本移動を抑制し、為替相場の安定性を得ることが、金融取引の能力を高め、国際通貨発行国が『トリレンマ』を打開する鍵ということだ。<sup>32)</sup>

一見平凡な見解に過ぎないかにみえる。しかし、留意すべきは、「国際金融のトリレンマ」を打開する鍵が、金融市場を発展させつつも、投機的資本移動を抑制することで為替相場の安定性を得ることにある。先物取引やカラ売りと結びついた投機

によって初めて市場メカニズムの完全性は実現できるとする見解からみれば、投機的資本移動の抑制とは正に資本取引の規制以外の何ものでもない。つまり、上の引用文は、投機筋を排除すべく、必要とあれば自由な資本移動の規制し、国内外に障壁を設けることで金融市場の発展と為替相場の安定性を期すと述べているに過ぎない。人民元が米ドルに代わって国際通貨となり、ひいては基軸通貨となる道りは遥かに先であるといわざるをえない。

他方、2014年11月のアジア太平洋経済協力首脳会議において打ち上げられたいわゆる「一帯一路」を通じ、人民元「国際化」策が大きく展開するとする見解も示されている。

「企業と金融機関が「一帯一路」沿線国及び新興経済地域に一段と進出するよう後押しをすることである。「一帯一路」沿線の開発中の国家の多くは、国際社会からの巨額且つ長期の資金サポートを必要としている。国家開発銀行、シルクロード基金、金融機関に対し業務の重点を沿線諸国に置かせ人民元の利用を拡大していく中で、人民元の巨額の利用が米ドル建流動性不足を補うようになるだろうし、沿線国の経済発展を満足させると同時に人民元国際化のレベルを引き上げることになる。それ以外にも、国家レベルにおいて、新興経済地域との通貨金融協力を積極的に推進し、海外において互いに企業の合併・買収、市場開拓、技術向上、エネルギー購入等の重点事項において協力を強化すべきであり、かくて準備資産が先進諸国に一方的に流れ込むという現状を変更し、「一帯一路」沿線国及び新興経済地域の通貨のミスマッチ・リスクを軽減することができよう。<sup>33)</sup>

もとより、「一帯一路」政策の下、中国主導の地域開発が不足する米ドル建国際流動性問題を回避し、併せて人民元「国際化」を加速化することにもなる

31) 『報告2017』、30頁。

32) 『報告2017』、25頁。

33) 『報告2017』、28頁。

う。だが、中国が貸付によって人民元建流動性を沿線国・新興経済地域に供給するということの裏面は、借り手が人民元建債務を有することであり、関係中央銀行は人民元建外貨準備を保有することになるかもしれない。つまり、先進諸国に一方的に向う米ド

ル建債務支払いと外貨準備の寄託先が中国に向かう人民元建に変わるだけでしかない。ここに一国の国民通貨が国際通貨に転じるにあたっての根本的な問題が存在するのであって、この点前節でも記した通りである。

#### 4. おわりに

以上、本稿は研究ノートとして中国人民大学経済学部、財政金融学院・国際貨幣研究所の論説から、人民元「国際化」戦略とその現状及び展望について紹介してきた。

しかし、考えてみれば、グローバル金融資本主義の権化たるアメリカ・ドルの国際通貨・基軸通貨としての機能を奪取せんとする人民元「国際化」策とは、「社会主義」・中国が資本主義・アメリカと同じ

轍を踏むことに他ならない。それは「社会主義」を捨てて資本主義に転ずる道となるのか。そこに果たして21世紀人類の未来図を描けるであろうか。だからこそである。「中国梦」は確かに現代中国の夢かもしれないが、それは果して世界の人々を魅了するものかどうか。人民元「国際化」プロジェクトには引き続き注視が必要である。