



人民元国際化について
—これまでの取り組みと評価を中心に—

日本銀行国際局

猪又 祐輔

大谷 聡

杵渕 輝

松永 美幸

本稿の内容について、商用目的で転載・複製を行う場合は、予め日本銀行国際局までご相談ください。

転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

2016年5月
日本銀行国際局
猪又 祐輔[†]
大谷 聡[‡]
杵渕 輝[§]
松永 美幸^{**}

人民元国際化について —これまでの取り組みと評価を中心に—^{*}

■要 旨■

中国は、先般の国際金融危機以降、企業・金融機関の為替リスク削減や中国経済の規模拡大に見合った国際的地位の獲得等を目的に、いわば国策として人民元国際化を推進している。そのために、中国は、他の先進国でも行われてきた金利自由化・貿易や国際的な金融取引に関する規制緩和（資本取引自由化）・市場インフラの整備だけでなく、通貨スワップと人民元建て経済援助を通じた海外への人民元の供給、トップ主導の通貨外交の展開など、政治・経済面で総力をあげた対応を実施している。こうした取り組みもあって、人民元国際化は着実に進展しており、先行きについても、中国の経済規模や政治的意思等を踏まえると、人民元国際化は進展していく可能性が高いとみられる。ただし、中国の資本規制や発展途上にある金融資本市場の状況に鑑みると、人民元が主要な国際通貨になるには相応の時間がかかると考えられる。今後、中国が国策として掲げている人民元国際化を一段と進めていくためには、市場メカニズムが機能する金融資本市場の育成・発達、金融経済の安定を維持する中での資本取引の自由化の一層の推進を通じて、人民元の価値貯蔵手段としての機能を向上させることが必要である。

[†] 日本銀行国際局 (E-mail: yuusuke.inomata@boj.or.jp)

[‡] 日本銀行国際局 (E-mail: akira.ootani@boj.or.jp)

[§] 日本銀行国際局 (E-mail: hikaru.kinefuchi@boj.or.jp)

^{**} 日本銀行国際局 (E-mail: miyuki.matsunaga@boj.or.jp)

^{*} 本稿の作成にあたっては、日本銀行スタッフから有益なコメントを得た。図表作成については、岡寄久実子氏、呉冰氏、福島駿介氏の協力を得た。本稿の内容と意見は筆者ら個人に属するものであり、日本銀行の公式見解を示すものではない。

1. はじめに

中国では、先般の国際金融危機以降、人民元国際化を巡る議論・取り組みが本格化し、いわば国策として人民元国際化が推進されている。その結果、貿易取引や国際的な金融取引における人民元の使用が拡大しているほか、人民元のSDR構成通貨入りが決定するなど、着実に成果をあげている。

一般的に、国際通貨とは、民間や公的部門のクロスボーダーでの取引において、通貨の基本的な機能（計算単位、支払手段、価値貯蔵手段）を発揮している通貨と定義されている（Cœuré [2015]）。そして、通貨の国際化は、通貨が国際通貨となるプロセスとして、貿易、国際金融取引、外貨準備等における当該通貨の使用比率が上昇することを意味している。どの通貨が国際通貨となるかについては、これまで様々な研究が行われており、経済規模や貿易額の大きい大国であること、通貨価値が安定している国であること、そして、資本取引が自由であり、海外からの投資の受け皿となる流動性の高い金融資本市場が存在している国であること等が、国際通貨となるための必要条件であることが示されている。しかし、中国では、現在、資本取引の自由化に向けたプロセスが途上であるほか、金融資本市場も発展途上の状況にあるなど、そうした条件は必ずしも満たされていない。こうしたもとで、人民元国際化が今後も進展するのか、また、現在唯一の基軸通貨として国際的に使用されている米ドルに匹敵する地位を人民元が獲得するのかについて、活発な議論が行われている。

そこで本稿では、人民元国際化に関して中国がこれまで行ってきた施策、人民元国際化の現状と先行きの展望、さらに、人民元国際化を進める上での中国の課題等について考察する。

本稿の構成は次のとおりである。本節に続く2節では、人民元国際化に向けた中国の取り組みを紹介する。3節では、利用可能な統計を使って人民元国際化の現状をみたく、人民元国際化の先行きを展望するとともに、人民元国際化を進めるうえでの中国の課題を考察する。最後に4節では、わが国における円の国際化の経験から得られる人民元国際化へのインプリケーションを述べ、結びに代えることにする。

2. 人民元国際化に向けた中国の取り組み

2-1 これまでの経緯と人民元国際化に向けた戦略

（これまでの経緯）

中国は、1994年に公定レートと市場レートの二重レートを一本化したほか、1996年にIMF8条国となり、經常取引における為替制限を撤廃するなど、1990年代半ばにかけて、徐々に為替取引の自由化を進めた。しかし、1997年のアジア通貨危機で、東南アジア諸国が急激な資本流出とそれに伴う自国通貨の大幅な切り下げ、深刻な景気後退に直面したことなどをを受けて、資本規制緩和には慎重なスタンスをとってきた。

この間に、中国は大幅な經常黒字を持続するとともに、通貨危機への備えもあって、米国債を中心に外貨準備を積み上げてきた。こうした中、2008年のリーマンブラザーズの破綻に端を発した国際金融危機に伴い、米ドル等の主要国通貨の為替相場が大きく下落したことを受けて、中国では、外貨準備や貿易決済における為替リスクを問題視する声が高まった。これを契機に、中国では、人民元国際化を巡る議論や取り組みが本格化した。

これに加えて、周・中国人民銀行行長は、2009年に、「国際金融システム改革に関する思考 (Reforming the International Monetary System)」と題する論文の中で、国際金融システムの安定の観点から、人民元のSDR構成通貨入りの意向を表明した¹。

さらに、同年、中国人民銀行は、人民元国際化を進めるために、海外との貿易・投資の促進に人民元を活用することを目的とした通貨スワップ網を拡充していくとの方針を示し、その後実際に、多くの国と通貨スワップを締結している（後掲図表4参照）。こうした取り組みが本格的に進められる中で、2014年には、中国共産党主催の中央経済工作会議で、公式に人民元国際化が国家目標として打ち出されることとなった。

（人民元国際化に向けた戦略）

自国通貨の国際化には、為替リスク削減等のベネフィットが存在すると言われている（この点については、【BOX-1】を参照）。中国が人民元国際化を推進している背景には、こうしたベネフィットに加え、市場経済化の一層の推進や、中国経済の規模拡大に見合った国際的地位の獲得という目的が挙げられる²。い

¹ 周行長は、現在の米ドルを唯一の基軸通貨とする国際通貨システムでは、新興国の高成長を背景に外貨準備需要が増加し、それが米ドルに集中する一方、準備通貨の供給は、米国の金融経済の安定という米国の国内目的に依存していると指摘し、準備通貨の需要と供給には構造的なミスマッチが生じているため、現在の国際通貨システムには脆弱性が内在していると論じている。そして、その問題の是正のためには、米ドルに代わる超国家的な国際準備通貨の創設が必要であるが、その創設には時間がかかるため、その代替として、各国の経済規模等を公正に反映したSDRの活用が有益と述べている。

² 人民元国際化に関する中国の目的については、中国人民銀行[2009]、余[2011]、張[2011]等を参照されたい。

わば、経済的・社会的・政治的な目的を同時に達成する方策として人民元国際化が推進されていると言える（各国の自国通貨国際化に関するスタンスについては、【BOX-2】を参照）。

人民元国際化を進めるための施策についても、中国は特徴的な対応を実施している。わが国では、1980年代後半以降、金利自由化、資本取引自由化、金融資本市場のインフラ整備が進められ、これらの対応によって円の使い勝手が向上し、円の国際化にも貢献すると考えられてきた³。中国でも、金利自由化や資本取引自由化等を通じた計算単位・支払手段・価値貯蔵手段としての人民元の国際的使用の拡大に向けた施策、市場インフラの整備が進められているが、それらに加え、SDR構成通貨入り⁴や、通貨スワップの締結と人民元建て資金援助により海外に人民元を供給し、人民元の国際的な使用を直接的に拡大させる政策的誘導策を推進している。さらに、こうした対応がトップ外交を交えつつ展開されることも少なくないなど、政治・経済面で総力をあげた対応を推進している。

【BOX-1】通貨の国際化のベネフィットとコスト

一般的に、自国通貨国際化のベネフィットとしては、①自国通貨で貿易や国際的な金融取引を行うことに伴う取引費用や為替ヘッジコストの削減（為替変動リスクの低下）、②海外からの投資資金の流入に伴う金融資本市場の流動性向上、③金融機関等が海外からの投資資金も呼び込んで自国通貨建ての負債を低コストで発行することで得た資金を使って、国内外の利回りの高い資産に投資することに伴う利鞘の獲得（一部の経済学者等は、これを「とてつもない特権（exorbitant privilege）」と呼んでいる）、④海外の経済主体による自国通貨の保有から得られる通貨発行益が挙げられる。

一方、自国通貨国際化にはコストも存在している。それは、セイフティ・ネットとしての危機時における海外への自国通貨の供給であり、金融危機以降、その必要性は各国の中央銀行の間で強く意識されている（これは「とてつもない特権」の対の概念として「とてつもない責務（exorbitant duty）」とも呼ばれている）。危機時における自国通貨の海外への供給がコストと考えられている理由は、自国の金融政策にとって制約となり得るためである。

³ この点については外国為替等審議会[1985]を参照されたい。

⁴ SDR構成通貨入りは、直接的には、経済規模見合いの国際的地位の獲得という目的に対応したものであるが、国内でも様々な意見がある金利自由化や資本取引自由化を推進するための梃子として使用するという副次的な目的にも使用されているとの評価も聞かれている。

こうしたベネフィットとコストを定量的に把握することは、非常に難しい (Farhi *et al.* [2011]) が、既存の研究等を基に、基軸通貨発行国の米国が享受しているいくつかのベネフィットに関する定量的な分析結果を紹介する (BOX-1 図表)。まず、金融資本市場の流動性向上に関して、Krishnamurthy and Vissing-Jorgensen [2012]は、米国債は内外から多額の投資が行われおり、流動性が高い米国債の金利は、その高い流動性のために同一格付けの社債よりも 46bp 低くなっているとの試算結果を発表している。その結果を使えば、米国政府は、GDP 比 0.16%の金利コストを節約していることになり⁵、この数字に米国債の海外での保有比率をかけると⁶、米国債の海外保有に伴うベネフィットは GDP 比 0.07%との結果が得られる。次に、「とてつもない特権」に関して、Gourinchas *et al.* [2010]は、米国の対外負債と対外資産の間での利鞘を計算し、1952年から2009年を平均すると2%となると報告しており、それに対外資産総額をかけると、米国のベネフィットは GDP 比 2.46%との結果となる⁷。最後に、通貨発行益については、米ドルの海外保有額に米国内での代表的な金利をかけると、米国の GDP 比 0.01~0.05%との結果が得られる⁸。

BOX-1 図表：自国通貨国際化のベネフィット (米国)
(GDP 比%)

金融資本市場 の流動性向上	とてつもない 特権	通貨発行益
0.07	2.46	0.01~0.05

(注) 先行研究等を基に筆者らが試算。

⁵ Krishnamurthy and Vissing-Jorgensen [2012]は、米国債の安全性と高い流動性は、同一格付けの社債に比べて、それぞれ、米国債金利を 27bp、46bp 低下させており、米国政府は、トータルで GDP 比 0.25%に相当する金利コストの低下を享受しているとの結果を報告している。

⁶ ここでは、単純化の観点から、海外の米国債保有の増加は、比例的に流動性を向上させ、金利の低下をもたらすと想定している。

⁷ 米国の「とてつもない特権」によるメリットの定量的な把握のためのもう1つの手法は、米国の対外投資・貸出からのネットの収入を示す所得収支の GDP 比である。2010年以降の平均では、米国の所得収支・GDP 比は 1.29%となっている。Gourinchas *et al.* [2010] による利鞘の計算には株式時価変動が含まれている一方、所得収支には株式時価変動が含まれていないため、この結果は【BOX-1】の試算値よりは小さいが、この結果からも、米国が「とてつもない特権」によってかなりのメリットを享受していることが分かる。

⁸ 通貨発行益の下限は FF 金利を使用したものであり、上限は 10 年物米国債金利を使用したものである。なお、この計算は ECB [2015]と同様の手法に基づいており、ECB [2015]もユーロ圏の通貨発行益は、低金利の影響もあって、GDP の 0.1%以下の水準にとどまっていると指摘している。

【BOX-2】各国の自国通貨国際化に対する考え方

各国における自国通貨国際化に対する考え方は大きく異なっている（BOX-2 図表）。すなわち、FRB は、筆者らの知る限り、自国通貨国際化に対する公式のスタンスは表明していないが⁹、自国通貨国際化のコストとして認識されている危機時における米ドルの海外への供給については、あくまで FRB に課されたマンデート（国内金融経済の安定）に照らして必要な場合にのみ実施するとしている（Fischer [2014]）。ECB は、毎年公表しているユーロの国際化に関するレポート（*The International Role of the Euro*）の中で、通貨の国際化はあくまで市場が決めるものであり、ECB は中立的なスタンスであること、そして、ECB は物価の安定や金融システムの安定等を通じて、ユーロの国際的な役割向上に間接的に貢献すると述べている。また、日本銀行（BOJ）も、ECB と同じく、円の国際的な使用は市場が決定するものであり、円の使い勝手向上に向けた施策を通じて、中央銀行の立場から円の国際化を後押しするという考えを表明している（藤原[1999]）。韓国銀行（BOK）は、韓国ウォンの国際化を積極的に進める意図を表明している。

BOX-2 図表：各国の自国通貨国際化に対する考え方

FRB	FRB は「グローバルな中央銀行」として、危機時における米ドルの海外への供給を行うのではなく、あくまで FRB に課されたマンデート（国内金融経済の安定）に沿って行う。
ECB	ユーロの国際的な役割の変化はマーケット・ベースの現象であり、ECB のスタンスは中立的。ECB は、ユーロ圏内の物価と金融システムの安定、金融統合を推進することで、ユーロの国際的な役割向上に間接的に貢献する。
BOJ	円の国際化とは、国内のみならず海外からみても円の使い勝手が向上し、またその信頼が高まることによって実現していくものである。そうした観点から見て重要なことは、日本経済の安定を実現することであり、同時に、わが国の金融・資本市場を効率的かつ安定的なマーケットとしていくこと。
BOK	韓国にとっては、ウォンの国際化を推進するための実効性のある戦略を見つけ出すことが重要である。

（資料）FRB は Fischer [2014]、ECB は *The International Role of the Euro*、BOJ は藤原[1999]、BOK は Kim and Suh [2009]。

このように各国において自国通貨国際化への考え方が異なっている背景とし

⁹ なお、Cœuré [2015]は、米国は、自国通貨の国際的な使用に関して常にオープンな姿勢を示していると評価している。

て、ECBのCœuré理事は、自国通貨国際化のベネフィットとコストが国によって異なるためと指摘している(Cœuré [2015])。こうした視点から、海外中銀(米国、欧州、韓国)のスタンスの違いを解釈すると、米国は既に基軸通貨のベネフィットを享受しているため、自国に悪影響が及ばない限りにおいて、追加的なコスト負担には消極的であると考えられる。欧州は、ユーロの更なる国際的な使用の拡大によってベネフィットとコストの両方が増加するため、ユーロの国際化には中立的なスタンスとみられる¹⁰。一方、韓国については、韓国ウォンが国際的に広く取引されるようになれば、通貨アタックを受けやすくなるというデメリットがあるため、健全な経済ファンダメンタルズの維持等により、そうしたデメリットが生じる可能性を低下させる必要があるとしている。そのうえで、韓国ウォンの国際化は、企業・金融機関の為替リスクの削減、韓国経済の外的ショックに対する頑健性向上等のメリットがあるとして、BOKは韓国ウォンの国際化を進める立場にある(Rhee [2009])。

2-2 人民元国際化に向けた施策

中国は、金利自由化や資本取引自由化等を通じた計算単位・支払手段・価値貯蔵手段としての人民元の国際的使用の拡大に向けた施策、市場インフラの整備、政策的誘導策を使って、人民元国際化を推進している。以下では、これらの施策について説明する。

(計算単位・支払手段としての促進策)

中国は、計算単位・支払手段としての人民元の使いやすさ向上の観点から、貿易や直接投資における人民元の利用を促進するため、規制緩和を実施している。まず、貿易面では、2009年に上海市等で人民元による貿易決済が試行的に開始された。その後、段階的に地域や対象企業が拡大され、2012年には全面的に解禁された。次に、対外・対内直接投資においても、中央・地方政府による承認が必要ではあるものの、2011年に人民元建ての取引が解禁された。

(価値貯蔵手段としての促進策)

価値貯蔵手段としての第1の促進策は、金利自由化である。中国では、貸出・預金金利の自由化に向け、1990年代後半以降に順次対応を進め、貸出金利は2013年、預金金利は2015年に自由化された(図表1)。このように、預金・貸出金利

¹⁰ なお、西ドイツは1970年代には、マルクの国際化に対して消極的であった。この理由としては、 Bundesbankは、金融政策運営においてマネタリー・ターゲットを行っており、マルクの海外での使用が拡大すれば、貨幣集計量の変動が高まり、マネタリー・ターゲットが難しくなるという点で、自国通貨国際化のコストを重くみていた可能性が指摘できる。

は基本的には自由化されたが、中国人民銀行は、金融機関が合理的・公平な金利設定を行う際の重要な参考情報として、当面預金・貸出基準金利の公表を継続するとしている。

【図表 1】 中国における金利自由化に向けた主な取り組み

＜貸出金利＞

1998～1999年	商業銀行による小企業向け貸出金利の上限を基準金利の1.2倍に拡大
2004年10月	商業銀行による貸出金利の上限規制を撤廃
2012年6～7月	商業銀行による貸出金利の下限引下げ（基準金利の0.9倍→0.7倍）
2013年7月	商業銀行による貸出金利の下限規制を撤廃

＜預金金利＞

1999年10月	保険会社の大口定期預金（3000万元以上、5年超）に協議預金金利を適用、その後対象を順次拡大
2004年10月	商業銀行の預金金利の下限規制を撤廃
2013年12月	インターバンク市場における譲渡性預金の発行を一部解禁、その後発行先を順次拡大
2015年8月	商業銀行の1年超の預金金利の上限規制を撤廃
10月	商業銀行の1年以下の預金金利の上限規制を撤廃

第2の促進策は資本規制の緩和である。中国は、海外からの証券投資を呼び込むために、2002年以降、人民元建て資産への投資に関する規制緩和を行っている。具体的には、海外の機関投資家に対して、2002年に外貨を使った人民元建て金融資産への投資を認めるQFII(Qualified Foreign Institutional Investors)を、2011年に人民元を使った投資を認めるRQFII(Renminbi Qualified Foreign Institutional Investors)という許可制度をそれぞれ導入し、海外の機関投資家による中国国内の証券市場での取引を認めている¹¹。また、2014年に上海・香港株式市場の相互取次(Shanghai Hong Kong Stock Connect)が開始され、海外の個人投資家が香港市場を経由して上海市場に上場している株式を購入できるようになった¹²。こうした取り組みに加えて、人民元建て債券市場の整備もあわせて推進している。オフショア市場における人民元建て債券(点心債)については、2007年に中国の金融機関による香港市場での発行を解禁し、その後も発行体や発行

¹¹ QFIIにより、2002年に証券取引所に上場しているA株、債券への投資が認められ、2012年にはインターバンク債券市場や株価指数先物への投資が認められた。なお、本年には、機関投資家はQFII認定を得ることなく、インターバンク債券市場への投資が可能となった(投資上限はなし)。また、RQFIIにより、2011年に、認められた投資金額の範囲内で香港のオフショア人民元を使った中国国内への投資が認められ、その後対象国・金融機関の拡大等が行われた。なお、中国国内の機関投資家が外貨を使って、認められた投資金額の範囲内で海外の金融資産に投資することができるQDII(Qualified Domestic Institutional Investors)という許可制度も存在している。

¹² また、国内の個人投資家も、一定額の口座残高を有していれば、香港市場に上場している株式を購入することが可能となった。

市場の拡大を進めている¹³。また、非居住者による中国国内での人民元建て債券（パンダ債）についても、2005年に国際機関による発行が解禁され、その後も事業会社や外国政府が発行するなど、徐々に発行体の広がりがみられている。

（市場インフラの整備）

市場インフラの整備のための第1の施策は、人民元クリアリングバンクの設置である。人民元クリアリングバンクは、オフショア市場における人民元決済を可能とするものである（図表2）。中国では、オフショア市場とオンショア市場が分断されている。こうしたもとで、オフショア市場での人民元決済を行う場合、オフショア市場にある人民元だけでは決済が完了しないことが生じうる。この場合には、中国人民銀行からの資金調達を含め、オンショア市場で調達した資金を使って、オフショア市場での決済を行わなければならない。こうした状況にも対処できるように、中国人民銀行がオンショア市場でも活動できる金融機関をクリアリングバンクとして指定し、オフショア市場における資金決済を問題なく行えるようにしている。なお、人民元クリアリングバンクは、2003年に香港に設置されて以降、中国と経済・貿易関係の深いアジア、欧州、資源国等の20か国・地域に設置されている（中国とこれらの国・地域との貿易は、中国の貿易全体の40%超を占めている）¹⁴。

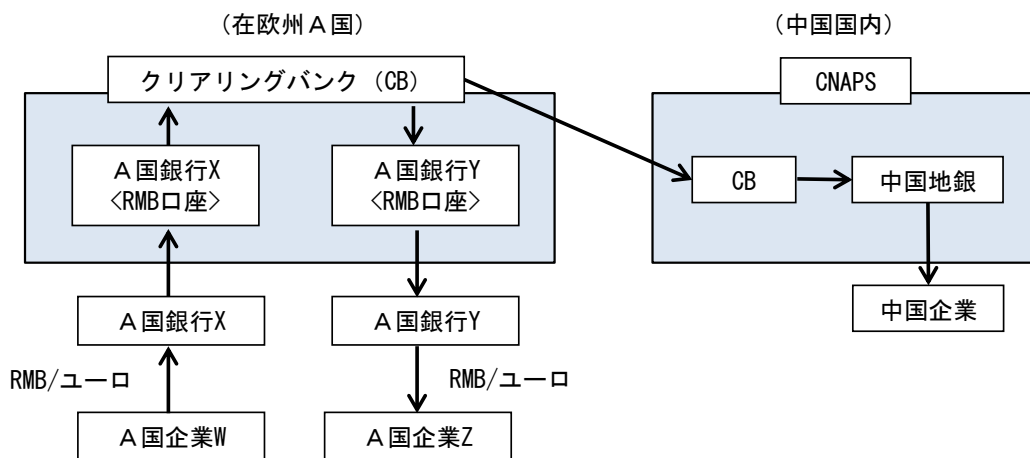
第2の施策は、2015年10月に稼動開始した人民元クロスボーダー決済システム（CIPS：Cross-border Interbank Payment System）である。CIPSはわが国における日銀ネットを使った外国為替円決済制度に相当するシステムであり、CIPSに直接参加している外国銀行が、中国の銀行との間で、中国人民銀行に開設している口座を使って外為関連の人民元決済を行うことが可能になっている（図表3）¹⁵。なお、CIPSの稼動時間は、中国時間の20時までと、アジア市場と欧州市場（昼頃まで）において、人民元の日中即時決済が可能になっている。

¹³ 発行体は、外資系金融機関（2009年）、多国籍企業（2010年）、中国企業（2011年）に順次拡大している。また、発行市場も、2012年以降、ロンドン、台湾、シンガポール、東京等に広がっている。

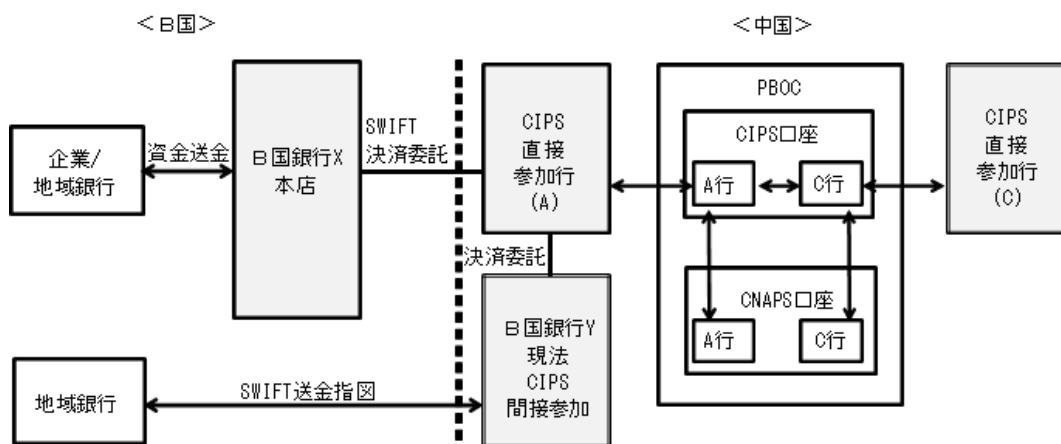
¹⁴ アジア・中東・オセアニアの9か国・地域（香港、マカオ、台湾、シンガポール、韓国、カタール、オーストラリア、マレーシア、タイ）、欧州6か国（イギリス、フランス、ドイツ、ルクセンブルク、ハンガリー、スイス）、米州3か国（カナダ、チリ、アルゼンチン）、アフリカ2か国（ザンビア、南アフリカ）。

¹⁵ 当初直接参加銀行は19行（中資系11行、外資系8行）。

【図表 2】 人民元クリアリングバンクによる資金決済
 (A国企業が国内の他企業あるいは中国企業と人民元決済取引を行うケース)



【図表 3】 CIPS を使ったクロスボーダーの人民元決済



(政策的誘導策)

政策的に人民元国際化を進めるための第 1 の施策は、通貨スワップの締結である。中国人民銀行は、人民元建てでの投資・貿易の拡大を主な目的として、中国と貿易・経済関係の深い33か国と通貨スワップを締結している(図表4)^{16,17}。

第 2 の施策は、人民元建ての資金援助であり、中国政府は、アフリカやアジア等の資源国・政治的緊密国に対して、多額の資金援助を継続的に行っている(図表 5)。

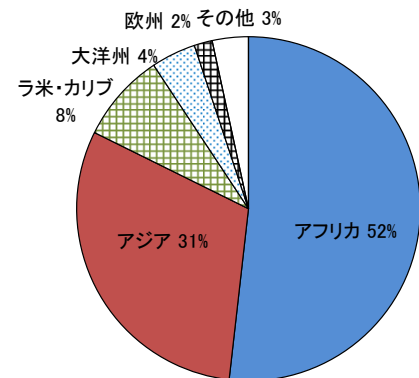
16 なお、ECB との通貨スワップでは、ユーロ圏と中国の間の投資・貿易の拡大に加え、両地域・国の金融市場の安定を目的としているなど、異なる目的の通貨スワップも存在している。

17 中国とこれらの国の貿易は中国全体の貿易の 40%超を占めている。なお、通貨スワップの累計締結額は 3.3 兆元。

【図表 4】通貨スワップ締結国

締結年(先数)	相手国
2008 (1)	韓国
2009 (5)	香港、マレーシア、ベラルーシ、インドネシア、アルゼンチン
2010 (2)	アイスランド、シンガポール
2011 (6)	ニュージーランド、ウズベキスタン、モンゴル、カザフスタン、タイ、パキスタン
2012 (4)	UAE、トルコ、オーストラリア、ウクライナ
2013 (5)	ブラジル、英国、ハンガリー、アルバニア、ECB
2014 (5)	スイス、スリランカ、ロシア、カタール、カナダ
2015 (5)	スリナム、アルメニア、南ア、チリ、タジキスタン

【図表 5】対外援助実績



(注) 2010～12年実施総額 893 億元
(人民元建て以外の援助を含む)。
(資料) 国務院

(通貨外交)

中国政府は、QFII・RQFII の付与・拡大、人民元クリアリングバンク設置や外銀の CIPS 参加、通貨スワップ締結・資金援助を材料に、人民元国際化に向けたトップ主導での通貨外交を展開している (図表 6)。

【図表 6】近年の中国首脳によるトップ外交 (訪問国)

2014/2月	習近平国家主席：ロシア	2015/1月	李総理：スイス
3月	習近平国家主席：オランダ、フランス、ドイツ、ベルギー	4月	習主席：パキスタン、インドネシア 習主席：カザフスタン、ロシア、ベラルーシ
5月	李克強國務院総理：エチオピア、ナイジェリア、アンゴラ、ケニア	5月	李総理：アイルランド、ブラジル、コロンビア、ペルー、チリ、スペイン
6月	李総理：イギリス、ギリシャ	7月	習主席：ロシア
7月	習主席：韓国、ギリシャ、ブラジル、アルゼンチン、ベネズエラ、キューバ、ポルトガル	9月	習主席：アメリカ
8月	習主席：モンゴル	10月	習主席：イギリス
9月	習主席：タジキスタン、モルディブ、スリランカ、インド	11月	習主席：トルコ、フィリピン、フランス 李総理：マレーシア
10月	李総理：ドイツ、ロシア、イタリア 李総理：ミャンマー	12月	習主席：ジンバブエ、南アフリカ
11月	習主席：オーストラリア、ニュージーランド、フィジー		
12月	李総理：カザフスタン、セルビア、タイ		

(注) 下線は通貨スワップ、RQFII 枠付与、資金援助等の取極めを行った国を示す。

3. 人民元国際化の現状と中国の課題

3-1 人民元国際化の現状

以下では、これまで説明してきた様々な施策を用いて進められている人民元国際化の現状について、利用可能な統計を使い、その状況を確認するとともに、人民元の SDR 構成通貨入りに関する議論を紹介する。

(人民元国際化の現状)

まず、資金決済面では、グローバルな決済通貨としての人民元の地位が、低い水準からではあるが、急速に上昇している。SWIFT（国際銀行間通信協会、Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication）を使った貿易・金融決済額における人民元のシェアは、2016年1月時点では5位（2015年8月には一時的に円を抜き4位）となっており、2012年1月時点の20位、2014年1月時点の7位から着実に順位が上昇している（図表7）。

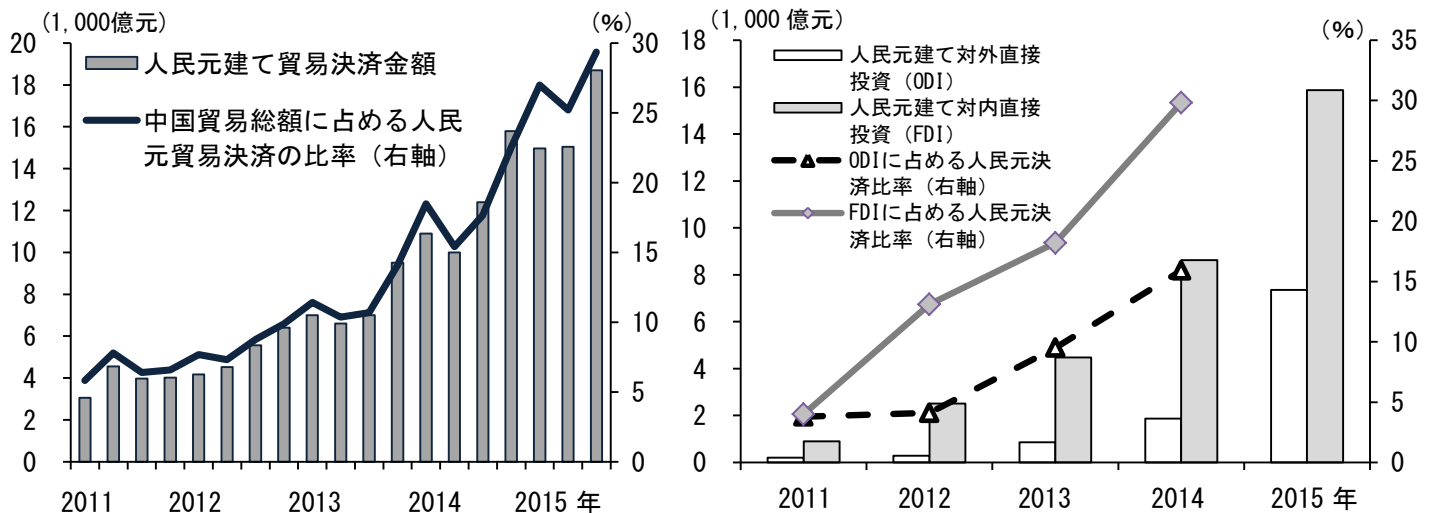
【図表7】SWIFT使用の貿易・金融決済額における通貨別シェア

2012年1月			2014年1月			2016年1月		
	通貨	シェア(%)		通貨	シェア(%)		通貨	シェア(%)
1	ユーロ	44.04	1	米ドル	38.75	1	米ドル	42.96
2	米ドル	29.73	2	ユーロ	33.52	2	ユーロ	29.43
3	ポンド	9.00	3	ポンド	9.37	3	ポンド	8.66
4	円	2.48	4	円	2.50	4	円	3.07
5	豪ドル	2.08	5	加ドル	1.80	5	人民元	2.45
6	加ドル	1.81	6	豪ドル	1.75	6	加ドル	1.74
7	スイフラン	1.36	7	人民元	1.39	7	スイフラン	1.63
8	スウェーデンクローネ	1.05	8	スイフラン	1.38	8	豪ドル	1.47
	?		9	香港ドル	1.09	9	香港ドル	1.23
20	人民元	0.25	10	タイバツ	0.98	10	タイバツ	0.99

(資料) SWIFT

次に、貿易・直接投資における人民元の使用状況をみると（図表8）、中国における人民元建ての貿易決済金額は上昇傾向を辿っており、中国の貿易総額に占める人民元貿易決済の比率は足もとでは3割程度に達している。また、中国の直接投資における人民元建ての比率も、対内投資・対外投資とも、着実に上昇している。

【図表8】中国の貿易および直接投資における決済金額の推移

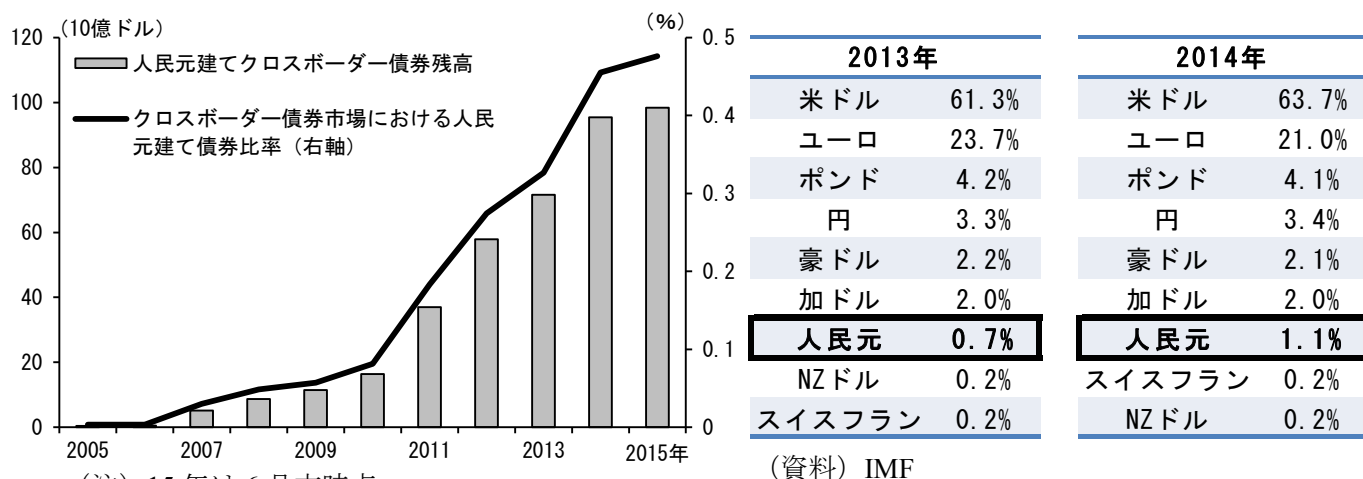


(資料) CEIC、中国海関統計

(注) 人民元決済比率の分母はグロス（実行+回収）の計数。
(資料) CEIC、中国国家外貨管理局

最後に、国際的な金融取引については、人民元建てクロスボーダー債券の発行残高は着実に増加している一方、全世界に占めるシェアは足もとでも0.5%と依然として低水準に止まっている（図表9）。また、各国の外貨準備に占める各通貨のシェアも、2014年時点で人民元は1.1%に止まっている（図表10）。ただし、近年、多くの国が人民元を外貨準備に組み入れる意向を表明しており、今後、外貨準備に占める人民元の比率が上昇すると見込まれる¹⁸。

【図表9】人民元建てクロスボーダー債券の発行残高 【図表10】各通貨の外貨準備に占める比率



(注) 15年は6月末時点。
(資料) BIS

(資料) IMF

(SDR 構成通貨入りの決定)

SDR 構成通貨入りのためには、①輸出額が最も多い国・地域の通貨であること、②自由利用可能 (freely usable) な通貨であること、が要件となっている。このうち、自由利用可能通貨であると判断されるためには、(a) 国際取引での支払いに実際に広く使われている (widely used) 通貨であり、かつ、(b) 主要な取引市場で広く取引されている (widely traded) 通貨であることが必要とされている。

2010年のIMF理事会では、人民元は輸出額の要件を満たしている一方で、自由利用可能通貨の要件を満たさないと判断されたが、2015年のIMF理事会では、人民元は上記2つの要件とも満たしていると判断され、2016年10月より、人民元がSDRの構成通貨入りすることが決定された¹⁹。なお、2015年のIMF理事会

¹⁸ 2010年以降、マレーシア、タイ、チリ、日本、韓国、インドネシア、カンボジア、ネパール、オーストラリア、ベラルーシ、台湾、ナイジェリアが外貨準備への人民元組入れの意向を公表している。そのほか、香港、フィリピン、スイス、カザフスタン、ウズベキスタン、タンザニア、ロシア、ECB、アフリカ諸国が人民元建て資産への投資を検討していると報道されている。

¹⁹ 新たな通貨構成比率は、米ドル41.73%、ユーロ30.93%、人民元10.92%、日本円8.33%、

では、自由利用可能通貨の要件について、人民元の国際的な使用や取引が、2010年時点と比べ高まってきていること、また、中国当局が、人民元の使用・取引を容易にするための取り組みを進めていることが総合的に評価され、要件を満たすとの判断がなされた。

3-2 人民元国際化の評価

3-1 でみたように、貿易面では人民元の使用が急速に拡大している一方、国際的な金融取引面では人民元の使用は拡大しているものの、貿易面に比べると水準はまだ低位に止まっている。

通貨が国際通貨として幅広く使われるようになるには、経済や貿易規模、通貨価値の安定、自由な資本取引、流動性の高い金融資本市場の存在等、多くの条件を満たす必要がある（国際通貨の条件については【BOX-3】を参照）。この点、中国は、経済規模で世界第2位、貿易総額では世界第1位の経済大国であるほか、前述のように、人民元国際化に関する強固な意思のもと、政府主導の施策を実施していることなどを踏まえると、先行きについても、人民元国際化が進展する可能性は高いとみられる。ただし、多くの有識者が指摘しているように、資本規制の存在や金融資本市場が発展途上にあることなどを踏まると、主要な国際通貨になるには時間がかかると考えられる。また、圧倒的な米ドルの基軸通貨としての地位²⁰に慣性（inertia）が働くことから、人民元が米ドルと並ぶ基軸通貨となることは当面想定できないと考えられる（有識者の評価については図表11）。

【図表11】 人民元国際化に関する有識者の評価

「今後、より多くの貿易や金融取引が人民元で決済されるようになるだろう。しかし資本移動規制や金融資本市場の未発達さを考えると、人民元が主要な国際準備通貨になるまでには長い時間がかかる。」（「週刊東洋経済」2015年10月10日、Barry Eichengreen）

「当分の間、基軸通貨として人民元が米ドルにとって代わることはないであろう。」（第43回世界経済フォーラム、2015年10月10日、Lawrence Summers）

「国内金融市場を完全に開放する準備が整っていないこともあり、基軸通貨として人民元がドルに匹敵する地位を確立することは、今後長い期間にわたって想定されないであろう。」（“Historical Precedents for Internationalization of the RMB” 2011年11月、Jeffrey Frankel）

ポンド 8.09%。それまでの通貨構成比率は、米ドル 41.9%、ユーロ 37.4%、ポンド 11.3%、日本円 9.4%。

²⁰ Goldberg [2010]は、米ドルは、世界の外貨準備のうち 2/3 を占めているほか、世界の約半分の国が、米ドルに紐付いたカレンシーボード制やドル・ペッグなど、米ドルにリンクした為替相場制度を採用している事実を指摘し、米ドルが主要な基軸通貨としての地位を維持し続けると議論している。

【BOX-3】 国際通貨の条件

どのような特性を持った通貨が国際通貨となるのかについては、これまで様々な研究が蓄積されている。

第1のグループの研究は、貨幣の交換手段としての役割に焦点を当てたものである。これらの研究からは、最も広範に取引され、通貨間の交換にかかる取引費用が最も低い通貨が国際通貨として選択されることが示されている (Krugman [1980])。こうした視点からは、国際通貨の候補としては、経済規模や貿易額の大きい大国の通貨であることが条件となる。さらに、取引費用が最も低い通貨は、多くの人々によって使用される通貨であるため、自分が使用通貨を変更したいと思っても、他の人々が使用通貨を変更しない限り、自分も使用通貨を変更しないことが最適となる。こうしたネットワークの外部性が存在しているため、これまで国際通貨として使用されていた通貨は国際通貨であり続けるという慣性が働くことになる。Krugman [1980]は、こうした慣性の例として英ポンドを挙げ、イギリスの経済的な地位は第1次世界大戦によって大きく低下したものの、その後、第2次世界大戦まで、英ポンドは米ドルとともに国際通貨としての地位を保ったと述べている。

第2のグループは、貨幣の価値尺度としての役割に焦点をあてたものである。例えば、McKinnon [1979]は、同質性の高い一次産品は、米国等にある特定の取引所で世界的な取引が集中的に行われており、こうした財の生産には、同一の通貨で価格を表示することが効率的となるため、単一の国際通貨が選択されているとしている。ただし、このグループの研究からは、どの通貨が単一の国際通貨として選択されるかについては明らかにされていない (大井等[2003])。

第3のグループは、貨幣の価値貯蔵の役割に焦点を当てた研究であり、こうした研究からは、通貨価値が安定している国 (中央銀行の独立性や金融政策運営に対する高いクレディビリティのある国、財政の安定している国)、また、流動性が高く、自由なアクセスが可能な資本市場を備えている国の通貨が国際通貨として使用されることが示されている (Maggiore [2013]等)。

3-3 人民元国際化を進める上での中国の課題

以上のように人民元国際化は着実に進展しており、先行きも中国の経済規模拡大等にあわせて人民元国際化が進む可能性が高いと考えられる。しかし、人民元国際化を巡る有識者の見解や【BOX-3】で紹介した国際通貨の条件から明らかかなように、中国が国策として掲げている人民元国際化を一段と推進してい

くには、依然として、大きな課題が存在している。

第 1 の課題は、海外からの投資の受け皿となるような市場メカニズムが機能する金融資本市場の育成・発達である。主要国では、中央銀行が先行きの経済・物価見通しや金融政策に関する考え方を発信するとともに、それを基に幅広い主体が先行きの金融政策等に関する予想を形成し、活発に安全資産である国債が売買されることを通じて、ベンチマークとなるイールドカーブが形成されている。そして、それが内外金利差等を通じて為替レートに、また、基準となる安全資産金利に企業のリスク度合いに応じたプレミアムが上乘せされることで社債等のリスク性資産の金利に、それぞれ波及していく。

この点、中国では、金融政策運営に関する透明性向上を進めているほか、債券取引参加者の拡大等を通じて金融資本市場の育成に取り組んでいるが、いまだ途半ばである。すなわち、中国では、金融政策運営に関して、年 4 回金融政策執行報告が公表されているが、その内容は、実際に行った対応の説明がほとんどであり、先行きの政策運営について市場とコミュニケーションを十分に図ってきたとは言い難い。また、為替相場制度については、当局はより市場メカニズムを活用する方針を示しているが、どの程度のスピードで為替相場の柔軟性を高めていくかなどについて、市場とのコミュニケーションを改善する余地がある。さらに、社債市場においては、国有企業が発行の中心となっていることもあって、市場での元本保証意識が強く、信用リスクに応じた社債金利のプライシングが形成されていないとの声が聞かれている。引き続き、社債における信用リスク・プライシングの定着に向けた取り組み（格付け制度の整備、国有・民間企業の情報開示の促進、会計制度の改善等）を進める必要がある。

第 2 の課題としては、金融経済の安定を維持する中での資本取引の自由化の推進が挙げられる。これまでの多くの国の経験からは、資本取引の自由化により資本の流出入は大きく増加するが、ネットで資本流出となるか、あるいは、資本流入となるかは、国によって異なっている（図表 12）。このため、中国において資本取引の自由化を進めた場合、ネットで資本収支がどうなるかを事前に予測することは困難であるが、①中国は資本流出規制を資本流入規制よりも後に緩和する方針であること²¹、また、②中国の経済発展とそれに伴う金融深化（financial deepening）が進むことを踏まえると、時間の経過とともに、クロスボーダーでの金融資産の多様化のモメンタムが高まり、その結果として、資本流出規制を緩和した場合には、ネットで資本流出が生じる可能性がある。

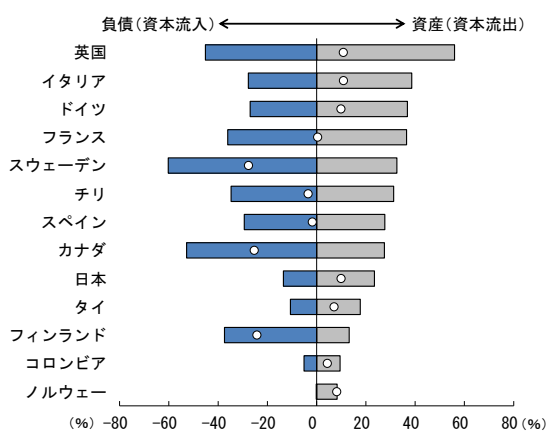
この点、中国において資本取引が自由化された場合に、ネットで資本収支が

²¹ なお、中国は、資本取引の自由化について、完全な資本取引の自由化ではなく、管理された資本取引の自由化を目指すスタンスにある。

どうなるかを分析した先行研究では、大きさには違いがあるものの、いずれも、ネットで資本流出が生じるとの結果となっている（図表 13）。こうした先行研究を踏まえると、金融経済の安定を維持しつつ、資本流出規制の緩和を慎重に進める必要があると考えられる。

なお、この課題に関連して、資本取引の自由化と国内金融の自由化の順序も重要である。国内金融の自由化や金融規制の整備よりも、資本取引の自由化が先行した場合には、規制の迂回（arbitrage）等により過度な資本フローが生じ、金融経済活動の行き過ぎが生じうる。実際、日本では、資本取引が国内金融よりも先に自由化された結果、ユーロ円を原資とするインパクトローン等の貸出が増加し、1980年代後半の資産価格バブルの一因となった。また、東アジア諸国でも、1990年代に資本取引が先に自由化されたこと等を背景に、金融セクターが多額の米ドル建て負債を抱え、それが、1997年の通貨危機の引き金となった。こうした経験を踏まえると、中国は、国内金融の自由化と規制整備を行い、金融システムの頑健性を高めたうえで、資本取引の自由化を実施することが望ましいと考えられる。

【図表 1 2】 資本取引自由化後の各国の
対外資産・負債の変化



(注) 資本取引の自由化後 5 年間ににおける各国の対外資産・負債の伸び率 (GDP 対比)。図表内の「○」はネットの資本流出/流入を示す。

(資料) IMF

【図表 1 3】 中国における資本取引自由化の影響

	(GDP 対比、%)		
	Bayoumi and Ohnsorge (2013)	He et al (2012)	Sedik and Sun (2012)
資産	9.4-15.1	21	3.3
負債	1.7-9.9	16	2
純資産	4.1-8.2	5	1.3

(注) 中国の資本取引が自由化されたと仮定した場合の中国における対外証券投資残高の増加率 (推計) に関する先行研究。

4. 結びに代えて

本稿では、中国の人民元国際化に関する施策、現状、先行きと今後の課題について論じてきた。本節では、1980年代後半以降の円の国際化に関するわが国の経験からみた人民元国際化へのインプリケーションを述べ、結びに代えることにする。

わが国では、1970年代から1980年代における経常収支不均衡の持続を背景に、その是正を主な目的として、1983年から1984年にかけて、日米円ドル委員会が開催された。そして、その報告書の中で、金利自由化、資本取引自由化、市場インフラの整備の方向性が示され、1980年代以降、規制緩和や市場インフラの整備など様々な施策が実施された。こうした施策の効果もあって、1990年代前半にかけ、貿易や国際的な金融取引における円の使用は拡大したが、その後は、わが国経済の成長率が長期的に鈍化し、世界経済に占めるウェイトが低下する中で、円の国際的なプレゼンスも低下してきた。こうした経験は、規制緩和や市場の整備は、自国通貨国際化の必要条件であるが十分条件ではないことを示唆している。

こうした中で、中国が、過剰生産能力の解消や国有企業改革の推進、投資主導型成長から消費主導型成長への転換など構造調整を円滑に進め、中国経済が持続的成長を続けていくことは、世界経済の安定成長の実現に資するだけでなく、中国が国策として掲げている人民元国際化の一層の推進にもつながると考えられる。

以 上

【参考文献】

- 大井博之・大谷聡・代田豊一郎、「貿易におけるインボイス通貨の決定について：『円の国際化』へのインプリケーション」、『金融研究』第22巻第3号、日本銀行金融研究所、2003年、91～130頁
- 外国為替等審議会、「円の国際化について」、1985年
- 中国人民銀行、「人民元決済の試行開始についての上海記念式典における蘇寧副行長のスピーチ」、2009年
- 張明、「人民元の国際化：オンショア・オフショアの双方の視点から」、野村財団季刊中国資本市場研究 2011 秋号、2011年
- 藤原作弥、「パリ・ユーロプラス第三回ファイナンシャル・フォーラムにおける挨拶」、日本銀行、1999年
- 余永定、「人民元国際化の再考」、国際経済評論 2011年5期、中国社会科学院世界経済政治研究所国際金融研究センター、2011年
- Bayoumi, Tamin and Franziska Ohnsorge, “Do Inflows or Outflows Dominate? Global Implications of Capital Account Liberalization in China,” IMF Working Paper 13/189, International Monetary Fund, 2013.
- Cœuré, Benoît, “The International Role of the Euro: Concepts, Empirics, and Prospects,” Speech delivered at Saint Joseph University, 2015.
- European Central Bank, *The International Role of the Euro*, July 2015.
- Farhi, Emmanuel, Gourinchas, Pierre-Olivier, and Hélène Rey, “Reforming the International Monetary System,” Centre for Economic Policy Research, 2011.
- Fischer, Stanley, “The Federal Reserve and the Global Economy,” Remarks at the Per Jacobsson Foundation Lecture, 2014 Annual Meetings of the IMF and the World Bank Group, October 11, 2014.
- Goldberg, Linda, “What is the Status of the International Roles of the Dollar?” VOX, CERP’s Policy Portal, 2010.
- Gourinchas, Pierre-Olivier, Rey, Hélène, and Nicolas Govillot, “Exorbitant Privilege and Exorbitant Duty,” IMES Discussion Paper No.2010-E-20, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2010.
- He, Dong, Cheung, Lillian, Zhang, Wenlang, and Tommy T. Wu, “How Would Capital Account Liberalization Affect China’s Capital Outflows and the Renminbi Real Exchange Rate?” *China and the World Economy*, Vol.20, No.6, 2012, pp.29-54.

- Kim, Kyungsoo, and Young Kyung Suh, "Dealing with the Benefits and Costs of Internationalization of the Korean Won," presented at the conference of Currency Internationalization: Lessons from the Global Financial Crisis and Prospects for the Future in Asia and the Pacific, co-hosted by the BIS Asian Office and the Bank of Korea, 2009.
- Krishnamurthy, Arvind, and Annette Vissing-Jorgensen, "The Aggregate Demand for Treasury Debt," *Journal of Political Economy*, Vol.120, No.2, 2012, pp.233-267.
- Krugman, Paul, "Vehicle Currencies and the Structure of International Exchange," *Journal of Money, Credit, and Banking*, 12, 1980, pp.513-526.
- Maggiore, Matteo, "Financial Intermediation, International Risk Sharing, and Reserve Currencies," Harvard University, 2013.
- McKinnon, Ronald, *Money in International Exchange: The Convertible Currency System*, Oxford University Press, Inc., 1979.
- Rhee, Gwang-Ju, "The Recent Experience of the Korean Economy with Currency Internationalization," presented at the conference of Currency Internationalization: Lessons from the Global Financial Crisis and Prospects for the Future in Asia and the Pacific, co-hosted by the BIS Asian Office and the Bank of Korea, 2009.
- Sedik, Saadi Tahsin, and Tao Sun, "Effects of Capital Flow Liberalization-What is the Evidence from Recent Experiences of Emerging Market Economies?" IMF Working Paper 12/275, International Monetary Fund, 2012.