

人民元は「覇権」を取れるか。

Eswar Prasad、Lei Ye

中国人民元は世界的により重要な役割を担うことになるが、近い将来にドルの地位に挑戦する事態は考えにくい。

中国経済は今や世界第2位の規模を誇り、世界経済の成長の主要な原動力となっている。同国のGDPは、計測の方法で異なるが、世界全体のGDPの10%-15%を占め、2011年には世界のGDPの伸びのほぼ4分の1が同国の成長によるものだった。しかし世界の第6位までの経済大国・地域のうち、中国の人民元だけが為替市場での取引が不自由で、世界全体には受け入れられていない、つまりハードカレンシーではないのだ。

中国政府ははまだ資本取引の自由化や変動相場移行には消極的なものの、人民元の国際的使用を促す幾つかの措置を最近講じた。中国経済の規模の大きさそのものや世界の生産や貿易に占めるシェアの増加傾向を考慮すれば、これらの措置は国際金融、貿易での人民元の役割増大の前触れとなるものだ。しかし、最大の関心事は、人民元が中国の経済に見合った、つまり世界で最も広く使われている米ドルのような地位に近付くのだろうか、ということである。

この疑問への答えは、人民元が以下に挙げる、関連はするが異なる通貨に関する三つの概念をどう満たすかによると考えられる。

● **国際性**: 国際貿易及び国際金融の取引がその通貨建てで行われ決済されているか、つまり国際取引の媒体であるか否か。

● **資本取引の自由化**: その国が課す金融資本の流入と流出の制限の度合い。資本勘定が完全に自由化された場合はこの制限が全くなくなる。

● **準備通貨**: その通貨が他国の中央銀行によって国際収支の危機に備え保有されているか否か。

ある国がその資本取引を完全に自由化していなくても、その国の通貨が国際的に使用されるケースはある。逆に資本移動の制限の全くない国の通貨が、国際的にはほとんど、あるいは全く使われていない場合もある。しかし、国際的な使用と資本取引の自由化の双方を満たすことが、ある通貨が国際的な準備通貨として認知されるために必要だ。

この小論は、これら3点に関する人民元の現状と展望を、中国の経済発展のバランスと持続性、加えてこれに付随する国際通貨制度への影響の観点から評価、分析する。

準備通貨になるには

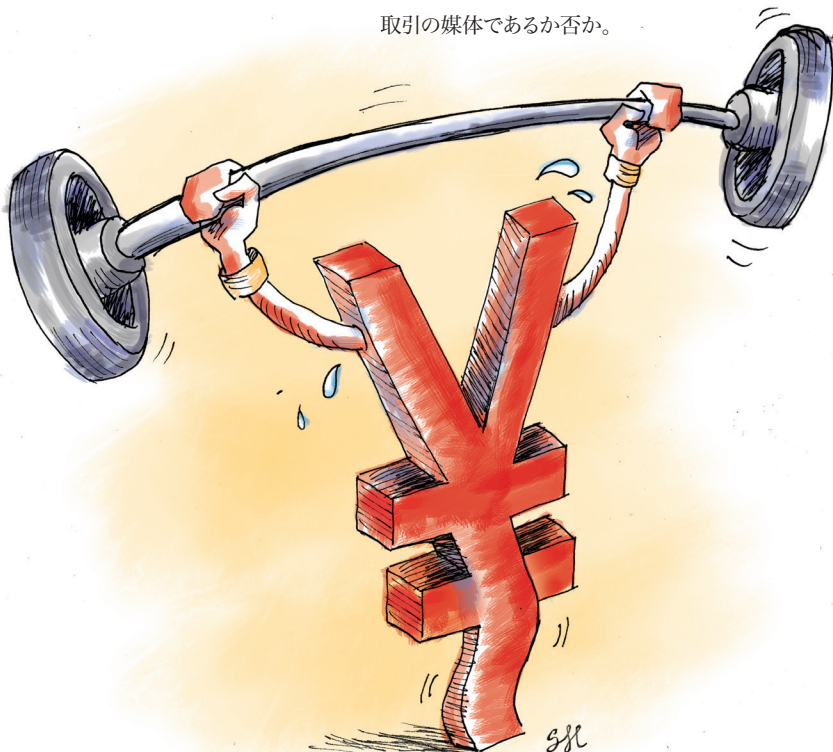
中国経済の規模と成長の見通しを考えれば、人民元がいずれは準備通貨となることは必至と広くみられている。その蓋然性と時期を測るには、準備通貨の一般的特徴を探り、そうした点で人民元がどこまで進んでいるかを評価する必要がある。ある通貨が準備通貨となるのに影響する一般的要因としては次のことが考えられる。

● **経済規模**: その国のGDP規模と国際貿易、金融に占める割合は、その国の通貨が準備通貨としての地位獲得において、決定的とまではいえないが重要な決定要因だ。

● **マクロ経済政策**: その国のマクロ経済政策の有効性、とりわけ低インフレと持続可能な国家債務水準へのコミットメントにより通貨価値の下落を防ぐという信頼を、ソブリン資産投資家から得ることが肝心だ。

● **為替レートの柔軟性**: 準備通貨は通常自由に取引され市場によってその価値が決定される。ただ、その国の中央銀行による外国為替市場への介入を全く排除するものではない。資本取引が自由であることは、完全変動相場制と全くの同義というわけではない。

● **資本取引の自由化**: 準備通貨はある国の貿易、金融取引相手国への支払い決済資金として受け入れられる必要がある。それにはこの通貨が世界の金融市場で容易に取引されていることが必要だ。もしその国が資本の流出入に制限を設けたり、外国



為替市場での出来高が薄く、同市場が政府の直接管理に置かれていたりする場合は、取引は難しくなる。

● **金融市場の成熟度:** 準備通貨を持つ国の金融市場は深みがあり流動性がなければならない。つまり海外投資家や他国の中央銀行が保有できる「安全な」資産の売り手と買い手が十分にいる市場形成が必要で、なかでも、これはソブリン債を取引する市場に言える。これら債券市場の売買代金(売買高)は、流動性を測る指標の意味からもやはり重要となる。

以上挙げた要因のうちどれが重要あるいは不可欠かを判断する絶対的な基準はない。例を挙げれば、スイス・フランは準備通貨の地位にあるが、世界のGDPや貿易に占めるスイスの割合は小さい。さらにユーロ圏、日本、米国など準備通貨を持つ多くの国や地域で公的債務が大きくなった上に増加を続けている。公的債務の増大はこれらの国、地域のマクロ経済の安定性に疑問を投げかけるものであるが、現時点ではまだ準備通貨としての地位に影響していない。実際、一部のエコノミストは米国の経験に基づいて、中国が人民元を準備通貨として世界に提供するには、大きな経常収支赤字を持つ必要があるだろうとの論を展開している。しかし、この論は的を得ていない。日本とスイスは恒常的な経常収支赤字を抱えているにもかかわらず、両国の通貨は準備通貨の地位を獲得したからだ。

人民元は基準をどう満たしているか。

世界貿易に占める中国の規模と重要性はよく認知されている。今や世界の財の貿易の10%を中国が占めるが、10年前は4%だった。また、貿易を通じて他の国や地域の経済との連関が広がっている。中国の財政、金融政策が長期的にインフレ期待を安定化させマクロ経済の安定をもたらすかは、まだ答えの出ていない問題だ。主要準備通貨国・地域と比較すると、統計に表れた中国の国家債務の水準は低く、財政赤字も小さい。それに加え、金融政策の独立性を犠牲にした人民元水準の厳格な管理にもかかわらず、直近のインフレ率は比較的落ち着いている。

次の問題は中国が資本取引を自由化しているかだ。中国政府は依然広範な資本規制を実施しているが、慎重に選択的に解除を進めている。その結果、外国資本が感じる中国の投資対象としての魅力を反映して、過去10年間にグロスの資本流入は急激に増加した。一方、外貨準備を除く資本の流出は、中国の企業や年金ファンドなどの機関投資家による海外への投資を含め、元来が少なかったとはいえやはり大幅に増加した。端的にいうと、中国の資本勘定は実体的により開放されてきているが、それでもユーロ圏、日本、スイス、英国、米国といった準備通貨国・地域のそれと比べまだ自由化の度合いが劣る。

自国の金融市場の発達、その国の通貨の国際的な位置付けを決める重要な要因だ。歴史的にみると、各準備通貨ともそれぞれ独自の状況と異なる目的の下に、その地位を獲得したが、共通する一つの点は準備通貨に昇格する過程では、自国の金融市場が強固であることが常に要求されたことだ。金融市場の発展でこの問題に関係するのは以下の点だ。

- **取扱商品の広範性:** リスクヘッジ用を含む幅広い金融商品が入手可能であること
- **取扱商品の深み:** 特定の市場での金融商品の取扱量が大幅であること
- **高い流動性:** 市場の高い売買代金水準(売買高)

債券市場が十分大きくなければ、人民元を国際取引で信頼して使うことはできない。もし人民元建て債券の市場での流動性が十分でなければ、外国企業にとって人民元の魅力はない。また外国為替リスクをヘッジするデリバティブ市場へのアクセスがなければ、輸出、輸入者ともに資本勘定の自由化によって為替変動が大きくなることへの懸念が増大するであろう。

中国の現状はどうなのだろうか。中国の金融システムは依然銀行が中心で、政府が銀行システムの大半を直接管理している。銀行部門による国内の総与信高は、株、債券市場を合計した規模を上回る。競争を制限することにより銀行の収益を保護する銀行システムの規模と構造、加えて規制による障壁が幅広い金融市場の発達を妨げている。

中国の債券市場は、主要準備通貨国・地域のそれと比べ、規模や流動性において大幅に遅れている。(図1を参照)ソブリン債市場の規模は、絶対額でみるとそれなりの大きさには達しているが、売買代金は小さい。社債市場の売買代金は比較的大きいが、市場自体の規模はまだ小さい。通貨別でみた国際的な債務証券の比率を分析すると似た構図が浮かび上がる。やはり現行の準備通貨国の通貨建てが圧倒的で、人民元建てはわずか0.1%という状況だ。

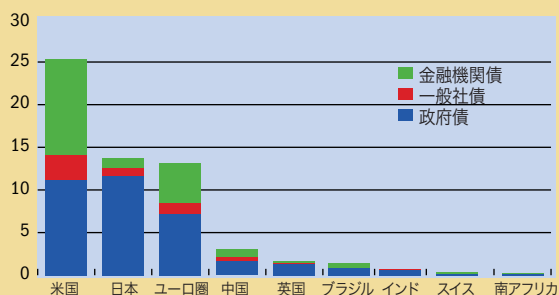
中国の債務証券市場の絶対的規模は国際比較の観点からは小さいが、市場が急成長していることを否定するものではなく、その成長は人民元を国際通貨に押し上げたいとの同国の意向と整合的だ。(図2参照)とはいえ、人民元の準備通貨への昇格は長期的目標と言っているであろう。

中国が大きな前進を果たした一つの分野が株式市場の発展だ。2005年の諸改革の後、市場全体の時価総額と売買代金が急増して6倍に達し、売買高も10倍を超える増加となった。しかし中国の株価は乱高下が激しく、企業統治への懸念もあり、同国株式市場が人民元の国際通貨としての役割を拡大するのに手助けする力は限定的といえる。

人民元の国際化の速度は、貿易だけではなく国際金融取引での使用頻度にも関係する。外国為替市場での取引高は、財と金融資産の国際取引の決済手段としてのその通貨の可能性を測るよい指標だ。2010年時点での外国為替市場における人民元の取引高は全取

図1
後塵を拝する中国債券市場

中国の債券市場の規模と流動性は、主要準備通貨国と比べると依然格段に劣っている
(国内の債務証券発行残高、単位:兆ドル、2010年現在)



出所: 国際決済銀行、著者による試算
注: 図は債券発行残高を国別、発行主体別に示した。ユーロ圏はエストニアを除外。

引高の1%に満たない状態だが、これは現実より小さい数字だろう。中国は香港特別行政区を外国為替の決済の重要な金融拠点として使っており、同特別行政区は世界の外国為替取引高の総額の5%を占めている。香港ではこのように活発に取引が行われており、人民元は、他の新興市場国通貨よりも、国際通貨としての地位を確立するに有利な立場にあるといえる。

中国のデリバティブ市場はまだ歴史が浅いが、三つの商品先物市場は先物とオプション契約の取引高では世界の上位20位に入っている。ただ、通貨の国際的使用の促進という観点では、大規模な商品デリバティブの市場は、より多様で流動性の高い金融デリバティブ市場ほどの効果は持っていない。

香港特別行政区に取引を誘導するという政策は、一般的には活発な国内金融市場が果たす役割をある程度肩代わりしているといえる。同特別行政区での人民元建て預金と同通貨による決済を許可された金融機関数は過去1年間に急増した。

オフショア市場で人民元の利用を拡大することは、資本取引の自由化による潜在的な打撃を受けるリスクを回避しながら、その国際通貨としての役割を事実上前進させた。しかし人民元の国際通貨として使用される潜在的可能性を全面的に実現するにはオンショア市場のより活発な発展が必要だ。最終的には、実質的な資本取引の自由化なしには、外国為替市場とデリバティブ市場を十分に発展させることは難しいだろう。

要約すると、過去10年で中国の金融市場はその取扱商品の幅、深み、流動性の点でささやかな前進をした。しかし、金融市場の発達における鍵となる側面では依然不十分で、金融システムの弱さは人民元の国際通貨としての役割を高める上で障害となりそうだ。

増す国際的存在感

中国の弱い金融インフラにもかかわらず、人民元の国際的存在感は増している。(図3、4を参照)中国は香港特別行政区を人民元の国際的使用を促進するための試験場として使ってきた。まず2004年に香港の居住者が人民元建ての預金口座開設を許されて個人向けの人民元ビジネスが始まった。対外貿易での決済や同通貨建て債券の発行な

どの試みも続いた。

中国の貿易量が急速に拡大していることを考えれば、通貨の国際化に向けた理にかなう第一歩は人民元での決済を促進することだろう。2009年の開始以来、貿易での人民元決済は急拡大している。2011年には人民元決済は中国の財とサービスの総貿易量の約8%に達した。香港特別行政区で国際決済に使われた人民元の月次送金額は、2011年には250億ドル近くに上り、2010年の平均値の2倍を超えている。

「飲茶ボンド」と呼ばれる香港特別行政区での人民元建て債券の発行も増加傾向にある。2007年から2010年にかけて3倍となり、2011年の第2四半期には約100億ドルに上った。ただ、同年の後半は欧州債務危機の悪化により、世界的に市場の地合いが悪化して人民元建て債の発行は減少した。

人民元のオフショア市場での利用を測るもう一つの尺度は銀行間の取引だ。このような人民元の決済取引は、香港特別行政区で銀行の人民元建て口座の開設が許可される2010年半ばまではなかった。それ以来、取引量、金額とも大幅に増加している。取引額の総額は2011年8月に5,000億ドルを越え過去最高額に達した。

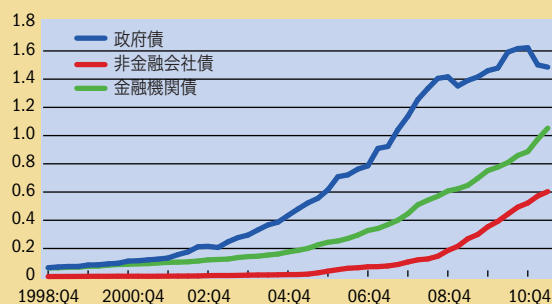
規模的にはまだささやかだが、人民元のオフショア市場の開設とそのさまざまな要素の拡大は、アジアでの貿易、金融取引で人民元が大きな存在感を発揮する前兆となるものだ。しかし、飲茶ボンドの発行や人民元での決済は依然規模としては小さく、そのほとんどが中国本土の企業とその香港特別行政区にある子会社間の取引に限られると主張する向きもあるかもしれない。また、この取引の一部は、資本規制を逃れる目的である可能性もある。早い話、オフショア人民元取引でさえその潜在的力を全て発揮するにはまだ至っていないということだ。

一方、中国の中央銀行は国際貿易、金融取引での人民元の使用とその拡大のために世界の他の中央銀行との通貨スワップ協定を締結したり拡大したりしている。まだこの2国間協定で約束された取引の規模は小さいが他の中央銀行に人民元建ての商品や金融ファシリティに慣れ親しんでもらおうとの中国の努力を示すものだ。

また人民元は、少数の中央銀行が外貨準備通貨の一つとして加え始めた。マレーシアとナイジェリアが2011年に人民元を準備通貨とし

図2
急迫する中国債券市場

絶対額ではまだ小さいが、中国債券市場は急拡大している
(国内債務証券発行残高、単位:兆ドル)

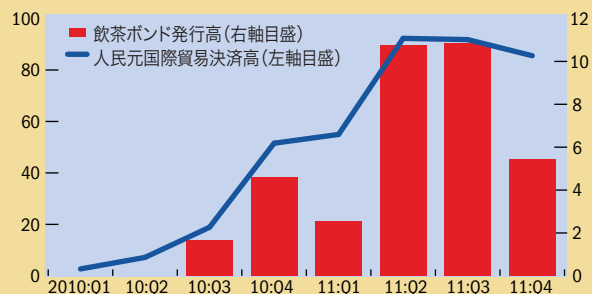


出所: 国際決済銀行
注: データは2011年9月現在

図3
増す人民元の国際的存在感

中国は香港特別行政区で人民元建ての「飲茶ボンド」を発行する一方、貿易取引を人民元で決済している

(単位: 10億ドル)



出所: CEIC (中国国家統計局) データ、ブルームバーグ、著者による試算

たことを初めて報告した。チリの中央銀行は現在、投資ポートフォリオの資産のうち0.3%を人民元建て商品で保有する。他の中央銀行でも人民元資産を加えることの検討を始めている。これらの人民元資産は原則的には公式の外貨準備には計上できない。同通貨の兌換性が欠けているからだが、これらの中央銀行は人民元資産を他の準備通貨同様に国際収支問題が起きた時の保険として考えており、兌換性の現状を意に介していないようだ。

こうした動きはいずれもまだ小規模ではあるが、人民元の安定性と国際通貨システムの中での将来の役割についての認識が変化し始めた兆候として象徴的な重要性を持つものだ。

ドルへの挑戦

それでは人民元は、米国ドルの最強の準備通貨としての地位を奪う軌道に入ったのだろうか。そうかもしれないが、その日はまだ遠いというのがわれわれの見解だ。より可能性が高いのは、今後10年で人民元が準備通貨の一つとなりドルの支配を侵食こそすれ終わらせることはないというシナリオだ。

現在世界の外貨準備の3分の2が米国ドル建ての金融商品で保有されている。外国為替市場でのドルの取引高や米国籍でない銀行の国際間の外貨建て負債でのドルの比率など他の指標も、国際金融におけるドルの支配的地位を確認させるものだ。確かにドルの準備通貨としての適格性に疑問を抱かせる米国のマクロ経済的な安定に対する懸念は増大している。米国の中央銀行である連邦準備制度理事会(FRB)はインフレの対策能力については世界から広く強い信頼を勝ち得ているが、同国の公的債務の増加は深刻な懸念を呼んでいる。米国の一般政府債務の総額は現在GDPの約90%で、IMFの予測では2016年までに対GDP比110%、総額で21兆ドル近くに上る。世界第1位の経済大国にとってこれは本来危険な領域であるが、日本と欧州が弱く新興市場国が引き続き外貨準備の積み増しのためにいわゆる安全資産を欲しているため、米国債務の増大がかえって国際金融システムの中でのドルの優位性を強固なものにするという逆説的な現象が起きる可能性がある。

さらに、ソブリン債などの安全で流動性の高い資産の入手のしやす

さという点では米国と中国には大きな差がある。金融市場の深み、幅、流動性で米国に太刀打ちできる国はない。債務を増やして米国に追いつこうとするより、中国はまず、他の金融市場を育て、質の高い人民元建て資産を増やすことに努力しなければならない。

人民元は国際貿易、金融での存在感が増している。今後さらにその重要性が増すことは確実だが、その兌換性が完全となり資本取引が自由化されない限り、ドルの優越性に挑戦することはおろか、有力な準備通貨になる可能性も低い。中国政府に与えられた試練は、その節度ある国際政策措置を実質的な国内改革を断行して補強することだ。人民元の国際通貨としての展望は、金融市場の発展、為替変動の柔軟性、資本勘定の自由化など幅広い政策によって決定される。中国経済の今後の成長軌道も世界経済の中での人民元の役割も、こうした政策で中国がどのような選択をするかに掛かっている。■

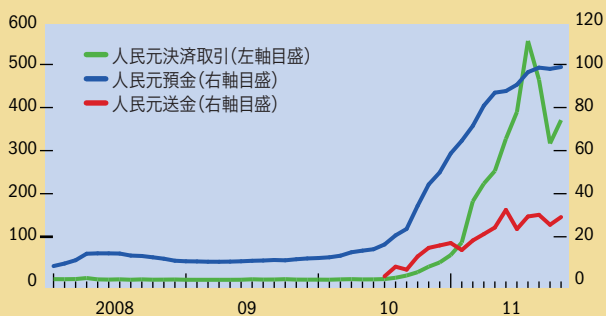
*Eswar Prasad*はコーネル大学貿易政策上級教授で、ブルッキングス研究所の国際経済研究のニュー・センチュリー・チェアー。 *Lei Ye*はコーネル大学の大学院生。

この論文は「人民元の国際通貨制度の中での役割」と題された著者のブルッキングス研究所での研究論文に基づくものである。

図4
銀行が後押しする海外での人民元の役割

銀行がオフショア市場で行う人民元の預金、送金、決済取引は2008年比で大幅に増加している。

(単位: 10億ドル)



出典: CEIC (中国国家統計局) データ、香港金融管理局