



(2015年第2号)

2015年10月29日

ドイツ・マルクとの比較で見る中国・人民元国際化の進展

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 研究員
田村 友孝
tomotaka_tamura@iima.or.jp

<要旨>

- 中国は世界金融危機以降、ドル依存からの脱却を目指し「人民元国際化」を推進している。その手段として、貿易における人民元決済の拡大と金融の自由化、資本取引の自由化を段階的に進めている。
- 日本も同様に円の国際化を進めてきたが、うまくいっていない。過去、一国の通貨として国際通貨化に比較的成功的と評価されるのがドイツ・マルク（以下、DM）である。
- DMは、1980-90年代におけるドイツのEC（欧州共同体）域内での貿易拡大とEMS（欧州通貨制度）を基礎とした通貨価値の安定、さらに資本取引および国内金融・資本市場の自由化、国際化によって、国際通貨としての地位を確立した。
- 一方、人民元は、貿易面での国際化は着実に進展しているものの、資本取引の分野においても一段の取り組みが必要である。その前提として、自由な変動為替相場の実現や国内金融システムの安定化も重要であり、他にも取り組むべき課題は多い。
- ドイツとの比較から見える中国の課題は、国有企業改革をはじめとした構造改革による産業の輸出・国際競争力の強化、近隣諸国・アジア域内での協同体制確立による中国経済圏の拡大、通貨価値の安定である。

- 人民元国際化への取り組みは、諸外国から野心的だと捉えられることが多いが、中国自身は至って冷静に事を進めており、基本は漸進主義の姿勢を保っていくだろう。
- そんな中、2015年11月のIMF（国際通貨基金）理事会において、人民元はSDR（特別引出権）の構成通貨入りする見通しとなった。「国際通貨」としてのお墨付きを得る格好となる人民元は、今後、各国の準備通貨として保有されることが増えると予想される。
- しかし、「自由に交換可能な通貨」となっていない人民元は、未だ取引コストが高く使い勝手も悪い。中国は引き続き、残る課題の解消を進め「国際通貨」としての責任を全うしなければならない。

＜本文＞

はじめに

いまや、世界第2位の経済規模を持ち、世界で堂々たる力をつけた中国。足元では、中国自身が「新常态」と表現する同国の景気減速が、世界規模の株価下落、経済減速を誘発し、その圧倒的な影響力が注目を集めている。

その中国が世界金融危機以降、ドル依存からの脱却を目指し段階的に推し進めてきたのが、今では国策ともなった「人民元国際化」である。世界経済での大きなプレゼンスを手に入れた中国が、貿易・投資の円滑化を企図して自国通貨の影響力を拡大しようというのは、ごく自然の流れである。そんな中、SWIFT（国際銀行間通信協会）が発表した貿易以外も含めた世界の国際決済通貨に占める人民元のシェアは、2015年8月時点で、日本円を抜いて世界第4位（2.79%）まで上昇した。同月に行われた人民元相場の引き下げという一時的な要素を考慮する必要があるものの、着実にその影響力は高まっている。

人民元国際化は一体どの程度まで進み、残る課題は何なのだろうか。現在の中国のように自国通貨を国際化しようとする動きは、過去のドイツや日本でも見られたものである。しかし、日本円の国際化はあまり進んでいない。

そこで本稿では、基軸通貨ドルの時代において、過去、一国の通貨として国際通貨化に比較的成功したと評価されている「ドイツ・マルク」の軌跡をたどり、現在の中国・人民元との比較を通して、今後の人民元国際化の課題を明らかにする。

1. 国際通貨とは

ある国の通貨が国際化するとは、貿易・金融などの国際取引や為替取引において、計算単位・支払手段・価値の保存の3機能を果たすことである。これらの機能を満たす通貨が、国際通貨として認められる。

その前提として、国際通貨には次の3つの必要条件が存在する。これらの条件を満たすことで、その通貨の流通量が増え、利便性が向上し、さらに流通が拡大するという連鎖が発生する。国際通貨の中で中心的な役割を担う現代の基軸通貨は米ドルである。

- ・ 世界経済、貿易に占めるシェア
- ・ 金融、資本市場の成熟度
- ・ 通貨価値の安定、信認

2. ドイツ・マルクと中国・人民元国際化の比較

本章では、1980-90年代におけるDMの国際通貨化成功の軌跡と、中国のこれまでの取り組みとの比較を通して、人民元国際化の進展状況を確認していきたい。

まず初めに触れておくべきは、両国間で通貨国際化への姿勢が根本的に異なる、という点である。

ドイツが自国通貨の安定を最重要視しその変動を嫌ったため、1970年代までDMの国際化に消極的だったのに対し、中国は国策として人民元国際化を推進し、積極的に戦略を打ち出している。

なお、中国は、国内利用の「オンショア人民元：CNY (Chinese Yuan)」と香港をコアマーケットとする「オフショア人民元：CNH (Chinese Hong Kong)」の2通貨を併用する「双軌制」を採用し、CNYを厳格に管理する一方で、CNHでの国際化を進めている。このように、DMとは幾分異なる戦略をとっているものの、本稿では2通貨を特に区別することなく「人民元」と表記することとする。

下表は、筆者作成による国際通貨化の要素別進展状況のDMと人民元の比較表である。これは、あくまでも私見である点にご留意いただきたい。

図表1 ドイツ・DMと中国・人民元の比較表

	DM	人民元
世界経済、貿易に占めるシェア		
1 貿易規模、周辺地域貿易の主導権	○	○
2 決済通貨としての需要	○	△
3 輸出競争力のある工業製品	○	△
国際金融ネットワーク、金融・資本市場の成熟度		
1 国際金融ネットワーク（海外拠点）の整備	△	△
2 マクロ政策の安定	○	△
3 国内金融システムの成熟度	△	△
通貨価値の安定、信認		
1 近隣諸国との為替相場安定策の有無	○	×（なし）
2 地域統合、連携の深化	○	△

（出所）筆者作成 ※進展状況に応じて、○（達成）△（進展途上）×（未達成）を当てた

（1）世界経済、貿易に占めるシェア

①貿易規模、周辺地域貿易の主導権

通貨を国際化しようとする国は、第一に経済規模および世界貿易において中心国化している必要がある。これにより、その国の通貨を使用する際の為替コストが軽減され、その国の通貨を使用するメリットが発生する。ここでいう中心国とは、地域および世界の貿易において最大のシェアを占めるだけでなく、再生産の中心的役割を担うということである。消費（輸入）と生産（輸出）という再生産の中心となることで、貿易取引による継続的な資本移動を確保できる。

図表2 ドイツ（1989年）と中国（2014年）の経済、貿易規模

	ドイツ（1989年）	中国（2014年）
名目 GDP	1.25 兆ドル / 世界 3 位	10.38 兆ドル / 世界 2 位
輸出シェア	11.7% / 世界 2 位	12.4% / 世界 1 位
域内向け輸出に占めるシェア*	25.8% / 域内 1 位	30.1% / 域内 1 位, 2013 年

（出所）山本栄治『「ドル本位制」下のマルクと円』P125-127、IMF、WTO、JETRO

（原典）経済企画庁『世界経済白書 各国編』（平成2年版）、通商産業省『通商白書』（平成3年版）

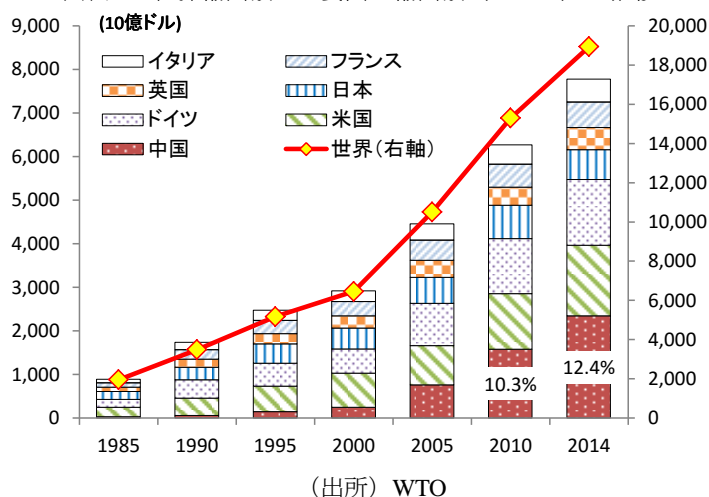
* 域内とは、EC12カ国（1989年時点）、東アジア諸国（日本、中国、韓国、香港、台湾、ASEAN）を指す

ドイツは、米国の資金需要国化（双子の赤字化）を背景に、1980年代中頃から対米輸出を増加させた。また、1980年代後半以降、EC統合の進展に伴い域内貿易を拡大させた結果、米国と世界1、2位を競うまでに貿易規模を拡大させ、EC域内貿易でも中心国化し、DM取引拡大の下地を作っている。

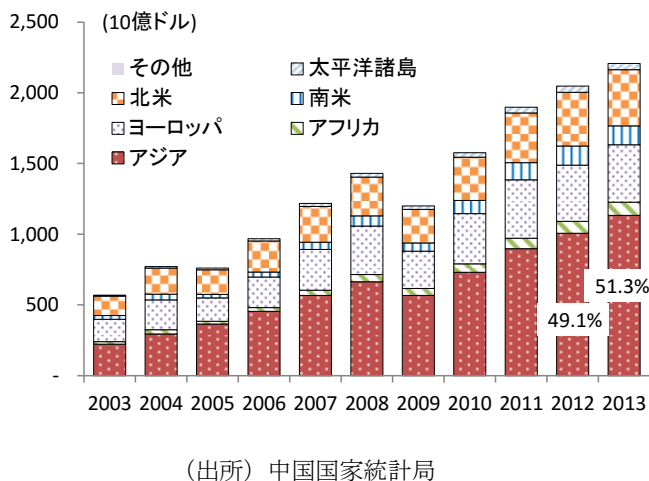
一方の中国も、改革開放政策の推進とともに対外貿易を拡大し、2009年に米国・ドイツを抜いて以降、輸出額世界1位の座に立っている（図表3）。また、東アジア域内貿易の面でも中国が最大のシェアを占め、域内での中心国化も達成している（図表4、5）。

当時のドイツ、現在の中国ともに世界および域内最大の貿易規模を持ち、貿易の観点では基準を達成しているといえる。

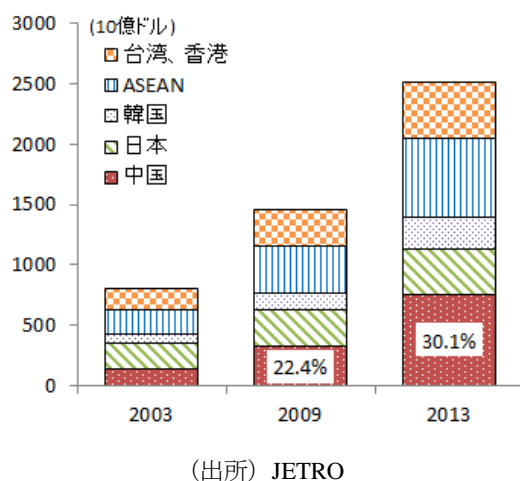
図表3 世界輸出額と主要国の輸出額（シェア）の推移



図表4 中国の各地域向け輸出の推移



図表5 東アジアの域内貿易（輸出）の推移



② 決済通貨としての需要

貿易規模の拡大に伴い、決済通貨として自国通貨が選択される機会が増える。貿易決済の拡大により、非居住者による自国通貨の保有が増加することで、資本取引の拡大にも繋がるのだ。

一般的に、貿易取引における契約通貨の選択に際しては、以下の傾向が見られる。

- ・ 自国内貿易金融体制が確立している工業諸国間の貿易決済では、輸出国通貨が選択される
- ・ 為替リスク回避のため、安定通貨（インフレ率が低く、為替変動の少ない通貨）が選択される
- ・ 一次産品は国際商品取引所と国際貨幣市場がある中心国通貨（ドル）で契約される

図表 6 貿易決済における自国通貨建て決済割合

ドイツ（1980年代平均）		中国（2014年）	
<輸出> 約 8 割 DM 建て	<輸入> 約 5 割 DM 建て	<輸出> 約 2 割 人民元建て	<輸入> 約 3 割 人民元建て

（出所）山本栄治『「ドル本位制」下のマルクと円』P129、中国人民銀行、中国税関総署

（原典）ドイツ連邦銀行月報

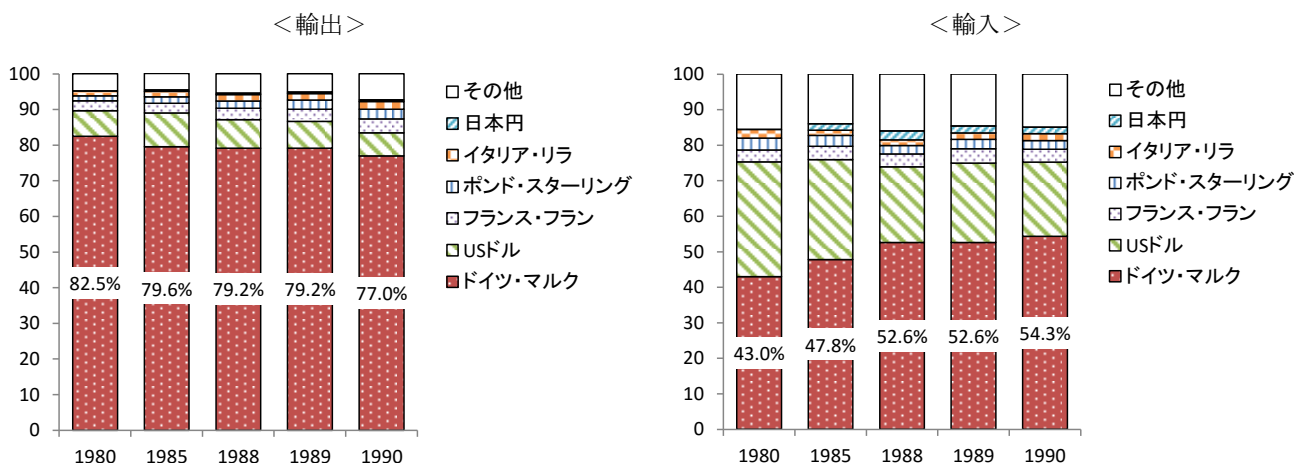
図表 6 のとおり、貿易決済における自国通貨建て比率には、大きな差がある。

ドイツは、20 世紀初頭の産業革命以降、重化学工業を主軸に台頭した。その後も、そうした基盤が保たれ、1980 年代の輸出は、対工業諸国向けが 8 割以上、特に EC 諸国向けが約 5 割を占めた。また、価格競争力の高い機械・輸送用機器、化学製品など重化学工業製品の輸出が多かった。こうした特有の貿易構造と EMS による DM の価値安定も相まって DM 決済が拡大した（図表 7、8）。輸入についても、EC 域外からの 1 次製品の輸入はほとんどがドル建てだったが、DM の価値安定と 1980 年代中頃以降の同製品の価格下落によるドル比率低下により、DM 建て決済比率が上昇した。

一方、中国は 2009 年 7 月に一部地域で貿易決済での人民元利用を開始した後、順次その解禁地域を拡大し、中国の貿易総額に占める人民元決済比率は、2014 年推計で約 25% にまで上昇している（図表 9）。中国は、経済発展とともに「世界の工場」として日米独をはじめとする先進工業諸国との貿易を拡大させ、かつ輸出の中心を工業製品へと

移行させてきた。さらに、人民元での貿易決済を促進するため、2国間通貨スワップ協定、クリアリング銀行の指定による人民元オフショア・センターの構築、人民元の直接交換取引の拡大などを進めてきた。しかし、人民元貿易決済の実態は、対香港取引が約7割を占めるともいわれ、数値の実態には十分に留意する必要があるだろう。

図表7 ドイツ貿易の契約通貨別パターン（単位：％）



(出所) 図表6と同様

図表8 ドイツ貿易の地域別通貨パターン（単位：％）

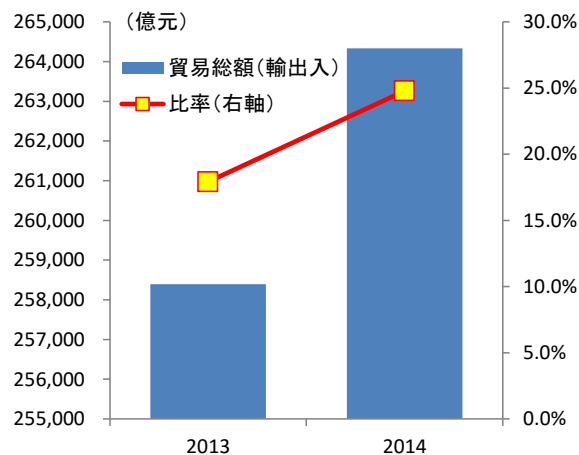
<1989年>

	マルク	USドル	他通貨
輸出			
欧州	80	2	18
アメリカ	62	37	1
その他	82	12	6
全世界	79	8	13
輸入			
欧州	60	11	29
アメリカ	14	67	19
その他	46	37	17
全世界	53	22	25

(出所) 山本栄治『「ドル本位制」下のマルクと円』P130

(原典) ドイツ連邦銀行

図表9 中国の貿易総額と人民元建て決済比率



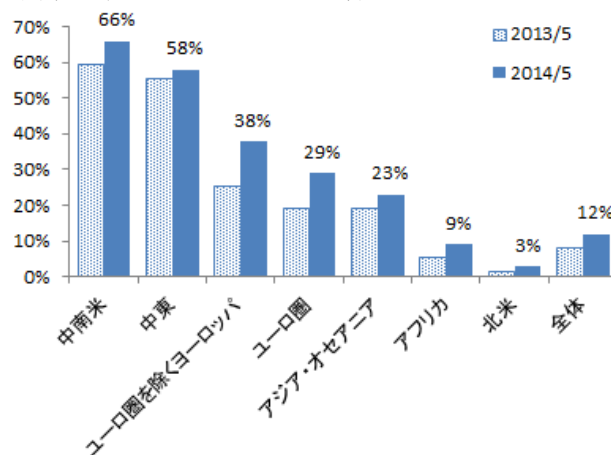
(出所) 図表6と同様

なお、貿易以外も含めた中国・香港とのクロスボーダー決済における人民元シェアは、各地域で万遍なく拡大傾向にあるが、伝統的にドルと地場通貨の連動性が高いアジアでのシェアが低い状況だ（図表10）。これは過去、外国企業の生産拠点誘致のために、ア

アジア各国が為替リスク軽減を図ろうとドル・ペッグを選択したためだと思われるが、今後の対中関係の進展次第ではさらなる拡大が期待される。

また、世界全体でみた国際決済通貨に占める人民元のシェアは、2015年8月時点で、日本円を抜いて世界第4位（2.79%）まで上昇している（図表11）。同月の人民元切り下げの影響も考慮する必要があるが、過去数年で順位を大きく上げており、人民元利用が急速に拡大していることが分かる。しかし、貿易決済の拡大と比較して緩やかな進展にとどまっているのは、資本取引での人民元利用が貿易決済と比較してあまり進んでいないことの表れであるといえる。

図表10 対中国・香港クロスボーダー決済における人民元シェア（地域別）



（出所）SWIFT

図表11 国際決済通貨ランキング*（単位：%）

	2012/1	2013/1	2014/1	2015/8
1	EUR 44.04	EUR 40.17	USD 38.75	USD 44.82
2	USD 29.73	USD 33.48	EUR 33.52	EUR 27.20
3	GBP 9.00	GBP 8.55	GBP 9.37	GBP 8.45
4	JPY 2.48	JPY 2.56	JPY 2.50	CNY 2.79
5	AUD 2.08	AUD 1.85	CAD 1.80	JPY 2.76
6	CAD 1.81	CHF 1.83	AUD 1.75	CAD 1.79
7	CHF 1.36	CAD 1.80	CNY 1.39	AUD 1.60
8	SEK 1.05	SGD 1.05	CHF 1.38	CHF 1.55
9	SGD 1.03	HKD 1.02	HKD 1.09	HKD 1.41
10	HKD 0.95	THB 0.97	THB 0.98	THB 1.04
11	NOK 0.93	SEK 0.96	SEK 0.97	SGD 0.89
12	THB 0.82	NOK 0.80	SGD 0.88	SEK 0.84
13	DKK 0.54	CNY 0.63	NOK 0.80	NOK 0.65
14	RUB 0.52	DKK 0.58	DKK 0.60	PLN 0.49
15	ZAR 0.48	RUB 0.56	PLN 0.58	ZAR 0.46

（出所）SWIFT

*USD:米ドル、EUR:ユーロ、GBP:ポンド、CNY:人民元、JPY:円、CAD:加ドル、AUD:豪ドル

③輸出競争力のある工業製品

価格競争力の高い高付加価値品の輸出決済には、輸出国通貨が選好される傾向がある。異なる通貨間の貿易取引がどの通貨で行なわれるかは、為替変動リスクをどちら側（輸出・輸入サイド）が負担するかということであり、価格決定権をどちらが有しているかということだからだ。

図表 12 輸出に占める高付加価値品（機械・輸送用機器、化学製品）の割合

ドイツ（1980-90年代）	中国（2010-14年）
・1980年 約57%	・2010年 約55%
・1990年 約62%	・2014年 約51%
→約6割を高付加価値品の輸出が占める	→ドイツと比較して若干ながら低位

（出所）WTO

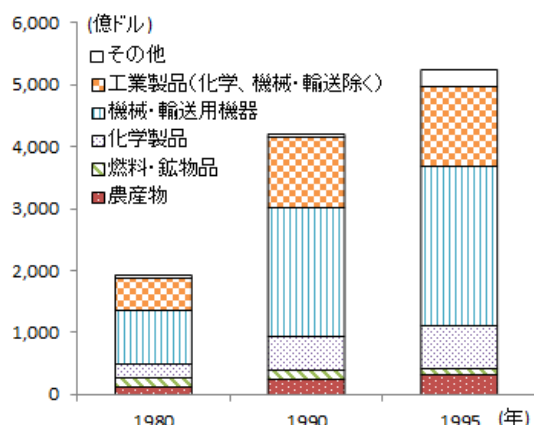
当時のドイツは、価格競争力の高い機械・輸送用機器、化学製品などの重化学工業製品の輸出が、約6割と大部分を占めていた（図表13）。加えて、域内における貿易シェア、水平的分業体制が確立されていたことから、DM建て貿易決済は順調に拡大した。

一方、中国の輸出に占める高付加価値品の割合はすでに大きいですが、それでも当時のドイツには及ばない（図表14）。そのため、政府は「メイド・イン・チャイナ2025¹」を掲げ、世界の工場から高付加価値産業を中心とする「製造強国化」を推進している。これにより、高付加価値品の輸出増加に伴う貿易決済での人民元使用の拡大が期待される。

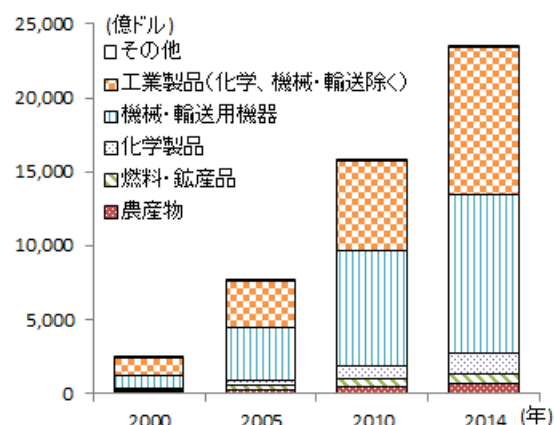
なお、先日発表された中国の2015年7-9月期の実質GDP成長率は、6.9%にとどまった。輸出も減速するなか、今後の持続可能な成長を確保していく意味でも、この計画の進展は極めて重要である。さらに、政府は輸出・産業競争力の強化に向けて、国有企業改革の推進を挙げているものの、改革は遅々として進まない。両取り組みの確実な推進と民間企業の活力を生かす政府の対応が望まれる。

¹ 2015年5月に発表された、製造業のイノベーション能力の向上やITと製造業の融合による産業の高度化を推進する計画。次世代IT、ロボット、航空宇宙産業など10の重大分野の育成を図る。

図表 13 ドイツの輸出品目の推移



図表 14 中国の輸出品目の推移



(出所) 図表 12 と同様

(2) 国際金融ネットワーク、金融・資本市場の成熟度

国際通貨化を図る際には、貿易による通貨流通量の拡大と合わせて、貿易により生じる経常収支を自由に取引できる環境が求められる。つまり、通貨の需給を自律的に調整するために、世界中の信用情報を収集する金融ネットワーク（海外拠点網）と自由な資本取引を行うための国内金融・資本市場の整備が必要である。

①国際金融ネットワーク（海外拠点網）の整備

国際金融ネットワークとしての国内銀行界の海外拠点数は、図表 15 のとおりである。

図表 15 国際金融ネットワーク（支店、出張所、子会社）

ドイツ（1980-90年代）	中国（2014年）
1970年8拠点→1990年225拠点到拡大 EC諸国を中心（半数超）に北米・アジア にも展開	2014年1,003拠点（四大銀行 ² 集計） 約6割を中国近辺（香港、マカオ、台湾） に展開

(出所) 山本栄治『「ドル本位制」化のマルクと円』P133、中国四大銀行のAnnual Reportから筆者集計

(原典) ドイツ連邦銀行月報

ドイツ銀行界は、1970年代以降、自前の拠点を持たず海外銀行との提携を基本とする「コルレス主義」から、実際に自前の拠点を有す「拠点主義」に方針転換し、企業の

² 中国工商銀行、中国建設銀行、中国銀行、農業銀行の国有銀行4行

貿易金融・現地サービス等多様な要求に応えるべく、海外拠点網を拡大した。当時の日米と比較すると絶対数では劣るものの、貿易構造に合わせて半数超を EC 域内に展開した点に特徴がある（図表 16）。

一方、中国銀行界でも、豊富なキャッシュフローを元手として、世界金融危機を境に海外投資を加速させた。図表 17 のとおり、数のうえではすでに十分な拠点数を有し、進出地域も拡大している。ただ、6割超を中国近辺（香港、台湾、マカオ）に展開しており、今後の中国の海外戦略に照らせば、アジアやアフリカ等の新興国への拠点拡大が求められるだろう。

図表 16 ドイツの国際金融ネットワーク

	ドイツ			日本			米国
	海外支店	現地法人	合計	海外支店	現地法人	合計	海外支店
1965年	-	-	-	47	5	52	211
1970	5	3	8	55	12	67	532
1975	34	34	68	100	22	122	762
1980	74	52	126	139	74	213	787
1985	99	657	186	191	155	346	916
1990	128	97	225	309	280	589	902

（出所）図表 15 と同様

図表 17 中国四大銀行の国際金融ネットワーク

	2012年	2013年	2014年	(参考) 2014年 メガ3行
中国工商銀行	317	329	338	1,331 ※グループ 企業含む
中国建設銀行	15	19	22	
中国銀行	613	620	628	
中国農業銀行	12	13	15	
合計	957	981	1,003	

（出所）図表 15 と同様、日系メガバンク 3 行公表資料から筆者集計

②金融・資本市場の成熟度

金融市場の発展の順序として、資本取引自由化の前に金融自由化が先行して進められるべきだとされる。その理由は、資本自由化を進めると自国内外で資金の流出入が増大するため、国内のみを前提としたマクロ政策や国内金融部門の保護が不可能になり、通貨・金融危機の危険性が高まったり、金利・為替相場の急変動リスクが高まるためである。だが、金融自由化を進めることで、金融機関・金融監督当局の金融リスクをコントロールするスキルが向上し、資本取引自由化後の混乱防止と資本取引のさらなる加速が期待できる。

(i) マクロ政策の安定

ア. 自由な変動為替相場制への移行

為替相場と貸出・預金金利は、資本取引の規模を調整する役割を果たすため、市場メカニズムに委ねる自由化が欠かせない。

国際金融においては、独立した金融政策、為替相場の安定、そして自由な資本移動の3つすべてを同時に成立させることは不可能だとする「国際金融のトリレンマ」という理論が存在する。これによれば、固定相場制を採用している限り、資本取引を自由化した場合、金融政策の独立性を保てなくなる。つまり、資本取引自由化によって資金運用に裁定が働き、各国の運用収益率が均衡する方向に動くため、運用収益率を決定する為替相場と国内金利を金融政策として自由に操作できなくなってしまう。一方、固定相場制を維持した場合、金融政策は固定相場を維持するために用いられることになり、国内景気対策として有効に機能しなくなってしまう。

図表 18 為替相場制度改革の沿革

ドイツ		中国	
1952年	ブレトン・ウッズ体制加盟		—省略—
1961年	DMを5%切り上げ	2005年	管理フロート制・通貨バスケット制に移行。以降、日中変動幅を順次拡大
1969年	DMを9.3%再切り上げ		—2008/7-2010/6まで、再びドル・ペッグ制—
1971年	変動為替相場制に移行 同年のニクソン・ショック後に固定相場制に戻るも、1973年には変動為替相場制に最終移行	2015年	為替レート基準値（中間値）改革による市場実勢化、人民元切り下げ →日中変動幅の拡大、基準値（中間値）の市場実勢化などに課題
	※ただし、欧州通貨間では1979年のEMS設立などで安定化策を推進		

(出所) 羽森直子『ドイツの金融システムと金融政策』、各種報道資料

図表 18 のとおり、両国とも自由な変動為替相場制への移行を徐々に進めてきた。しかし、ドイツがいち早く変動相場に移行しているのに対し、中国は為替の安定と独立した金融政策を優先してきたため、その歩みは遅れている。

ドイツでは、1950年代末以降の貿易黒字拡大を受けて、DM利上げ思惑による投機資

金流入が加速していた。また、当時の米国は、経常収支赤字とベトナム戦争による財政赤字の「双子の赤字」に悩まされ、ブレトン・ウッズ体制の中核である金本位制による固定相場制が揺らぎ始めていた。これを受けて、ドイツはいち早く変動為替相場制に移行、通貨高を容認するとともにそれに耐えうる産業の高度化を推進した。

一方、最近の中国は、2005年の管理フロート制・通貨バスケット制導入以降、一時的な固定レートの時期はあったものの、ドルとの為替リスク軽減のため、日中変動幅の拡大を進めている。2015年8月には、為替相場の市場実勢化と基準性を高める目的で、基準値（中間値）の算出方法を変更した。結果的に人民元の切り下げを伴ったこの改革は、当局の説明不足等も相まって、市場に大きな混乱をもたらした世界的な株価暴落という事態を招いた。この背景には、IMFから「2-3年以内に完全な変動相場制に移行すべき」という要請を受けたことがあると思われ、自由な変動相場制度へ移行する用意があることを示す狙いがあったと思われる。

いずれにしても、中国は日中変動幅の更なる拡大、基準値（中間値）への市場実態の正確な反映、さらには変動相場制の採用へと歩みを進めていく必要がある。

イ. 貸出・預金金利の自由化

貸出・預金金利の自由化は、為替相場の自由化とともに金融政策の有効性を高めるための重要な要素である。

図表 19 預貸金利自由化の沿革

ドイツ		中国	
1965年	期間2年半以上の長期預金金利を事実上自由化	2004年	貸出金利上限の撤廃 預金金利下限の撤廃
1966年	期間3ヵ月以上、100万DM以上の大口預金の金利自由化 民間預金保護制度を導入 (1998年に法的スキームを導入)	2013年	貸出金利下限撤廃により自由化
1967年	預貸金利全面自由化	2015年	預金金利上限を150%に拡大 預金保険制度を導入 期間1年超の定期預金の貸出金利自由化
1973年	標準金利制度撤廃による預貸金利完全自由化	10月	預金金利上限撤廃により預貸金利を原則自由化

(出所) 羽森直子『ドイツの金融システムと金融政策』、各種報道資料

図表 19 のとおり、両国ともに順調に歩みを進め、預貸金利の自由化を達成している。

ドイツは先進諸国に先駆けて、預貸金利の自由化を完了した。規制緩和を着々と進めると同時に、民間組織ではあるものの最初の預金保護制度を導入し、預貸金利自由化を進めた。金利自由化の結果として、金融機関間での競争が激化したが、有利な収益機会を求めた金融国際化の進展に繋がった。

一方、中国では、貸出金利の自由化は先行して実施されたが、預金金利には制限が残存していた。そのため、銀行の硬直的な金利が維持され、シャドーバンキング（影の銀行）の隆盛や金融バブルを許す大きな要因となっていた。これを受けて、政府は 2015 年 5 月に金利自由化への準備として預金保険制度を導入、そして直近 10 月に預金金利の上限を撤廃し、預貸金利の原則自由化を達成した。ただ、過度な金利競争に陥らないよう政府による窓口指導が行われる可能性があり、完全自由化にはしばらく時間がかかりそうだ。

中国で預貸金利の自由化が実現したことで、市場金利の誘導による金融政策の有効性が高まったり、国内投資家のリスク感覚の醸成による資本市場の成熟化に繋がることが予想される。一方で、金融機関間競争により不良債権問題などで揺れる銀行システムへのマイナスの影響も懸念され、行方は注視する必要があるだろう。

ウ. 金融政策の強化

資本取引を自由化した場合、一般的には海外からの資本流入・海外への資本流出が増加し、国内のマネーサプライに影響が及ぶ。これによる混乱を防止するため、より細やかで有効に作用する金融政策の採用が求められる。

具体的には、政府によって管理された「直接的な手段」（公定歩合操作、支払（預金）準備率操作、窓口指導など）から、市場での自由な取引を通じた「間接的手段」（市場金利を誘導する公開市場操作など）への移行が望ましいとされる。その理由は、自由化により資本市場の機能が向上するため、直接的な手段の有効性が薄れる一方で、金利や流動性に影響を与える間接的手段の有効性が高まるためだ。

図表 20 金融政策と手段

	ドイツ (1980-90 年代)	中国 (現代)
主な金融政策	短期市場金利や為替相場等の政策指標を利用した貨幣供給量 (マネーサプライ) コントロール	窓口指導や量的規制 (融資量規制など) といった直接的手段に依存
市場の基準金利策定の例	1985 年 FIBOR (ドイツ銀行間取引金利) 制定	2007 年 SHIBOR (上海銀行間取引金利) 制定

このように、両国の金融政策とその手段には、開きが存在している。

ドイツは、1970 年代に進行したインフレへの対応策として、1974 年に先進諸国に先駆けてマネーサプライ重視政策に移行し、短期市場金利 (インターバンクコールレート) や銀行準備、為替相場の操作を通じた市場メカニズムを尊重した金融政策を採用した。

一方の中国でも、本格的な市場経済への移行が進行にするにつれ、間接的手段による金融コントロールの必要性が高まったことから、1998 年以降に移行を開始した。しかし、金融市場の整備が不十分なため、その中心は依然として貸出やマネーといった「量」のコントロールや窓口指導などの直接的手段である。とはいえ、預貸金利の自由化を達成したため、SHIBOR など金融市場の基準金利の重要度・有効性が強化されていくものと予想される。今後は、金融市場の整備を継続し、「市場金利の伝導メカニズム」を利用した間接的コントロールへと移行していくことが肝要だ。

(ii) 国内金融システムの成熟度

ア. 銀行改革

国内金融市場の安定性を確保するためには、金融政策の強化と合わせて、中央銀行の独立性および金融規制監督体制の整備も必要である。

(a) 中央銀行の独立性確保

中央銀行の独立性は、政治の介入なしに適切な金融政策が行えるよう確保されるべきであり、長期的な国際的信用の確立という面からも重要である。

図表 21 中央銀行の権限、独立性

	ドイツ連邦銀行（1980-90年代）	中国人民銀行（現代）
権限	金融・通貨政策の策定、実施 通貨価値安定が至上命題	金融政策の企画、立案
手段	公定歩合・再割引政策、最低準備率操作、公開市場操作など	金利操作、預金準備率操作、窓口指導、公開市場操作など
独立性	高い 法的に連邦政府と同等の地位を規定	ない 国務院（内閣）の構成組織という位置づけ

図表 21 のとおり、取りうる政策手段にさほど違いはないが、当時のドイツ連邦銀行が政府からの独立性が非常に高かったのに対し、中国人民銀行は政府の指揮下におかれ独立性がない。

そのため、政府の意図で金融政策が実施される懸念が払拭されず、透明性の確保による国際的信用を得ることができない。しかし、中国人民銀行の周総裁は、国家の総合的な政策策定の役割を担っている点を独立性と引き換えにした恩恵とも述べており、この改革は最後まで進まない可能性も高い。

(b)金融監督の権限一元化

資本取引自由化による通貨・金融危機を防ぐためには、金融監督の一元化を含めた規制監督の強化を通じて金融システムを強靱化する必要がある。

図表 22 金融監督体制

監督部門	ドイツ（1980-90年代）	中国（現代）
銀行	連邦銀行監督局 （ドイツ連邦銀行と協同）	中国銀行業監督管理委員会 （中国人民銀行と協同）
保険、証券	それぞれ異なる機関	それぞれ異なる機関
備考	※その後、2002年に「連邦金融監督機構」を設立し、監督機能を一本化	※2013年、中国人民銀行主導で銀行、保険、証券の各監督委員会と協同する「金融監督部門間協調会」の開催が発表されている

このように、両国の金融監督体制にさほど違いはない。

しかし、現在は、金融取引が複雑化しリスクも多様化しているため、1980-90年代のドイツと単純に比較することはできない。ドイツはその後、2002年に金融監督機能を一元化した。中国は中国人民銀行主導で業界間連携会議が開催されているものの、あくまで情報共有であるため、その実効性には疑問符が付く。

近年、中国で問題となっているシャドーバンキング（影の銀行）の拡大に見られるように、リスクは業界をまたいで多様化しており、金融機関間の協力体制の構築および金融監督の一元化の早期実現が求められる。

イ. 資本市場の整備、自由化

自国通貨の国際通貨（媒介通貨）としての価値を高めるためには、貿易取引もさることながら金融取引の規模を拡大することがより重要である。なぜなら、非居住者にとって自由に取引できる健全で流動性のある金融・資本市場を確立することで、取得した通貨の有効な運用が可能となり、通貨保有のメリットが増加するためだ。

そのために、まずは「居住者が自由に取引できる国内市場」の整備が前提となる。国内金融市場の発展は、自国通貨の媒介通貨機能³の向上に大きく寄与するとともに、金融政策の有効性を高める役割も果たす。

図表 23 のとおり、両国とも資本市場の整備・自由化に着実に取り組んでいることが分かる。しかし、いずれも規制が残った状態で国際通貨化を進めてきたことが分かる。

³ 直接取引のない2国間の通貨取引において、その間に入って利用される通貨のこと。通常、流通量が最も多く、過不足の調整が最も容易な通貨が選択される。

図表 23 資本市場における規制緩和への主な取り組み

ドイツ (1980-90年代)		中国 (1990年代以降)	
1961年	IMF8条国移行	1990年	上海・深セン証券取引所開設
1964年	資本取引完全自由化	1994年	非居住者向け外貨建て株式(B株)売買開始
1981年	対内証券投資規制緩和 対内証券投資残存規制撤廃	1996年	IMF8条国移行
1984年	非居住者債券利子源泉課税(クーポン税)廃止	2001年	WTO加盟
1985年	外債市場第一次自由化(外銀へのDM建て外債引受主幹事の開放、発行形態(ゼロクーポン債・変動利付債等)の拡大等)	2002年	適格海外機関投資家(QFII)制度導入
1986年	外債市場第二次自由化(DM建てCD(譲渡性預金)発行認可等)	2005年	CP発行認可 非居住者による人民元建て債券(パンダ債)発行 非流通株改革本格開始
1987年	株式市場の2部市場の開設	2006年	中国金融先物取引所開設
1988年	ドイツ株価指数(DAX)導入	2007年	適格国内機関投資家(QDII)制度導入 香港で居住者向け人民元建て債券発行
1990年	外貨建て国内発行債券の発行認可 ドイツ先物証券取引所(DTB)開設 利子源泉課税(クーポン税)再導入→同年7月廃止	2010年	香港で非居住者向け人民元建て債券(点心債)発行
1991年	有価証券取引税廃止、DM建てCP(コマーシャルペーパー)発行認可	2011年	人民元建て適格海外機関投資家(RQFII)制度導入
1992年	外債市場のさらなる規制緩和(DM建てCP発行の非居住者開放、外銀へのDM建て外債発行主幹事の開放等)	2014年	人民元建て適格国内機関投資家(RQDII)制度導入 香港・上海ストックコネクト開始
1993年	ドイツ証券取引所(株)設立によるドイツ証券取引所の一本化	2015年	個人向けCD発行認可 →各種規制が残存し、完全自由化へは道半ば
1994年	MMF解禁		

(出所) 羽森直子『ドイツの金融システムと金融政策』、

日本証券経済研究所『図説 中国の証券市場 2011年版』、各種報道資料ほか

ドイツでは、銀行本体で銀行業務と証券業務をはじめ、ほとんどの金融業務を手掛ける「ユニバーサルバンク制度」をとっていたため、金融・資本市場の発達が阻害されてきた一面がある。例えば、金融業務規制をかいくぐって新型金融商品を開発するという形の発展が遅れたり、証券発行よりも低コストである銀行貸出が優先されるなどといった側面があった。

しかし、その後の金融国際化やEC統合の進展を背景に国際化圧力が高まり、1984年、DM 国際化抑制の最大の手段であった非居住者債券利子源泉課税（クーポン税）の廃止を皮切りに、徐々に資本市場の機能を拡大していった。その結果、DM への資金流入が加速し、1980年代末には、非居住者のDM 建て外債を利用した資金調達と運用の両方が活発化した（図表24）。

また、公債・株式市場も1980年代中頃から急速に国際化した。特に公債市場は、安定通貨DMへの信頼と米・独金利差の存在を前提に国際分散投資の対象として非居住者のドイツ国内投資の中心になり、1990年末には、公債：1,750億DM、株式：1,520億DMの規模まで拡大し、非居住者のドイツ国内投資全体の1/2を占めるまでになった。

こうした結果、公債発行残高に占める非居住者保有シェアも上昇した（1983年：9%→1989年34%）。なお、1990年以降の規制緩和は、東西ドイツの統一により急激な需要超過に見舞われ、経常赤字に転落し、その赤字を埋めるために国債の発行が求められた結果でもある点にも触れておきたい。

図表24 非居住者のDM建て資産・負債

	1980	1985	1989	1990
マルク建て資産				
対ドイツ国内	225	433	652	683
対ユーロ・バンク	274	398	578	631
マルク建て外債の保有	59	85	131	133
二重計算	-238	-360	-506	-562
合計	320	556	855	885
マルク建て負債				
対ドイツ国内	127	218	479	561
対ユーロ・バンク	234	400	614	691
マルク建て外債の保有	79	117	202	223
二重計算	-206	-353	-695	-793
合計	234	382	600	682
ネット・ポジション (資産－負債)	+86	+174	+255	+203

(出所) 山本栄治『「ドル本位制」下のマルクと円』P138 (原典) ドイツ連邦銀行

中国はというと、2011年には人民元建ての対外・対内直接投資が解禁されているが、資本市場の規制はまだ残っている。

まず、債券市場は大きく拡大してきたが、いくつかの問題が残っている。流通市場は大きく証券取引所市場、銀行間市場に厳しく分断され、流動性が低く取引コストが高い。複数の流通市場が存在する点は一般的だが、それぞれで監督当局、市場参加者、発行・流通銘柄が異なっている。また、国債の大半が銀行によって保有されており、機関投資家の割合が低い。さらに、伝統的に銀行主導の間接金融がメインのため、社債市場の発展が遅れている。そして、海外投資家に対しては、QFII や RQFII での限定的な開放にとどめており、こちらもさらなる自由化が求められている。

株式市場は、2005年に非流通株の取引が解禁されてから大きく拡大し、2006年以降、上海総合株価指数が急上昇した。現在はバブル的な相場がはじけて、落ち着いた推移を見せている（図表 25）。海外投資家に対しては、従来は QFII や RQFII による限定的な開放にとどめていたものの、2014年11月に香港・上海ストックコネクトが開始され、認可不要で中国 A 株の売買が可能となっている。いずれにしても、各制度には投資金額の上限などが定められており、全面開放にはまだ時間がかかる状況である。

また、中国株式市場は、保有額では法人が約 6 割を占める一方で、売買額は個人投資家が約 8 割と大半を占めるため、投機的売買が増加し相場の乱高下が発生しているとされる。その解消に向けて、政府は 2015 年 8 月、年金基金に総資産の最大 3 割まで株式投資を認める新規則を発表した。これは長期で運用する年金基金の株式投資解禁により、成熟した市場になるための第 1 歩として位置づけられる。その一方で、IPO が度々停止されたり、2015 年 7 月以降の株価急落時には、株価下支えのため政府による怒涛の介入が行われるなど、資本取引自由化の流れと逆行する動きも見せており、今後の動きを注視する必要がある。

なお、次なる取り組みとして、香港に続いて「深セン・上海ストックコネクト」の開通や上海自由貿易試験区での人民元自由交換、人民元送金の自由化などの資本取引自由化が検討されており、今後も緩やかではあるものの着実な改革が進んでいくものと思われる。

図表 25 上海総合指数の推移



(出所) Yahoo!ファイナンス

(3) 通貨価値の安定、信認

2 通貨比較の最後に、通貨価値の安定度および信認の度合いを確認する。

国際通貨には、通貨価値の対外的安定と保有リスクの低さが求められる。国際通貨となれば、その通貨を資産・準備通貨として保有する国が出てくる。この時、ただ保有するだけでなく保有による利益をもたらすことも重要であり、そのためには通貨価値が乱高下することなく、安定していることが必要となる。

当時のドイツにおいても、資本取引が完全に自由化されていたわけではなかった。しかし、その中でも DM が国際通貨化を実現できた背景には、EC 域内における通貨安定制度の存在があった。当時の欧州・ドイツと現在のアジア・中国では、この近隣諸国との通貨価値安定制度の有無が決定的に異なっている。

図表 26 近隣諸国との通貨安定制度の有無

ドイツ (1980-90 年代)	中国 (現代)
EC 域内の為替安定制度 EMS が存在 介入通貨として「アンカー」を担う	近隣諸国との通貨安定制度なし

1979 年、EC において、参加国間の為替相場安定と域内安定通貨圏の創設を目的とした為替安定制度として EMS が発足した。DM はドイツ連邦銀行による低インフレ・通貨安定策を背景にした安定通貨としての信頼と、EC 域内の中心国化を背景として「EMS

のアンカー」として機能し、各国との協調のもとで、DM と対 EMS 通貨との為替安定を実現した。これにより、DM の EC 域内での基軸通貨・介入通貨化が進み、DM の準備通貨としての地位が強化され、公的外貨準備におけるシェアが拡大した（図表 27）。

こうして、為替市場における「厚み（取引量）」と EMS による為替相場安定を手に入れた DM は、他国通貨を手に入れる際の媒介通貨機能までも獲得し、国際通貨としての地位を確立した。

図表 27 世界の公的外貨準備に占める各通貨のシェア（単位：％）

		1980	1985	1989	1990	1991	1992
マルク	世界全体	14.9	15.1	19.0	18.6	16.5	13.0
	先進国	14.3	19.5	22.5	21.9	20.0	14.4
	途上国	15.4	10.0	11.3	11.6	10.8	10.9
円	世界全体	4.4	8.0	7.7	8.8	9.4	8.1
	先進国	3.3	8.9	8.1	9.6	10.4	7.4
	途上国	5.4	6.9	6.9	7.3	7.7	9.0
米ドル	世界全体	68.6	64.8	60.2	57.5	58.4	64.4
	先進国	77.2	65.2	59.6	56.0	55.8	64.9
	途上国	59.9	64.5	61.3	60.7	62.7	63.6
ポンド	世界全体	2.9	3.0	2.7	3.4	3.6	3.2
	先進国	0.8	1.8	1.4	1.9	2.0	2.3
	途上国	5.1	4.3	5.6	6.4	6.0	4.6

（出所）山本栄治『「ドル本位制」下のマルクと円』P151 （原典）IMF

一方、現在のアジア・中国には、EMS のような近隣諸国との為替安定制度はもちろん存在しない。その中で、どのようにして自国通貨に対する信認を高めるのか。

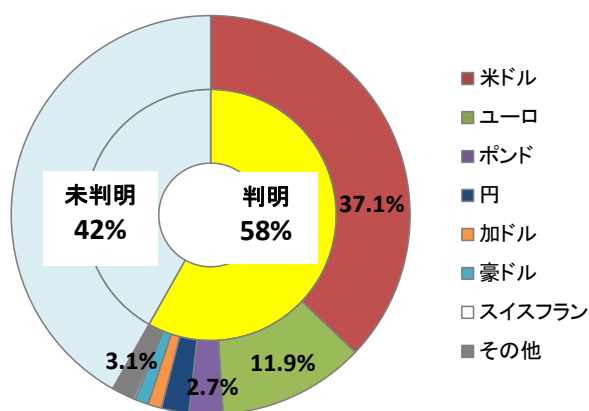
一つの手段としては、安定して人民元が使用される貿易圏の拡大が挙げられる。当時の EC においては、EC 統合の深化に伴って域内貿易が DM および各国通貨によって決済されていた。同様に、中国と東アジア各国がドルではない自国通貨あるいは人民元の保有と決済通貨としての使用を増やすことが国際通貨化への近道であろう。そのために、経済規模の維持や資本取引自由化の実現、政治・経済・社会面での国際的信用の確立を急ぐ必要がある。

世界の公的外貨準備における人民元の現在のシェアは、IMF が定期的に公表しているレポートの中では、個別項目が設けられていないため分からない（図表 28）。しかし、IMF が 2015 年 8 月に発表した加盟国内における公的外貨資産の調査によれば、2014 年末時点の人民元保有国は 38 カ国、全体に占めるシェアは 1.1% で世界 7 位となっている（図表 29）。なお、中国人民銀行の推計でも、海外中央銀行が保有する人民元の規模は、

2015年4月末時点で6,667億元（約1,050億ドル）とごく小規模に止まっており、各種残存規制の影響を受けて、外貨準備として人民元が広く採用されるには至っていないことが分かる。

今後、上記の取り組みとともに人民元建ての貿易決済がさらに拡大していけば、自国通貨と人民元との間の為替相場の変動による損失を避けるために、おのずと人民元建て資産・負債の保有が増えることが予測され、保有通貨に占めるシェアも引き続き拡大していくだろう。

図表 28 世界の公的外貨準備高に占める各国通貨のシェア（2015年第2四半期）



(出所) IMF, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves

※外貨準備の通貨構成を IMF に提供している国の外貨準備に占める各国通貨のシェア

図表 29 世界の公的外貨資産に占める各国通貨のシェア（単位：10億 SDR）

	2013年			2014年		
	金額	比率	報告国数	金額	比率	報告国数
USD	2,701	61.3%	127	2,961	63.7%	127
EUR	1,041	23.7%	109	978	21.0%	108
GBP	187	4.2%	108	190	4.1%	109
JPY	147	3.3%	87	160	3.4%	88
AUD	98	2.2%	79	98	2.1%	78
CAD	87	2.0%	84	92	2.0%	85
RMB	29	0.7%	27	51	1.1%	38
NZD	11	0.2%	27	11	0.2%	69
CHF	10	0.2%	73	11	0.2%	29
NOK	9	0.2%	45	9	0.2%	40
Other	66	1.9%	-	73	1.9%	-

(出所) IMF, staff survey of members' OFA holdings

※RMB:人民元、NZD:ニュージーランドドル、NOK:ノルウェークローネ、SEK:スウェーデンクローネ

3. 今後の展望

本稿では、DM と中国・人民元の比較を多方向から行ってきた。

DM は、ドイツの EC 域内での貿易拡大と EMS を基礎とした通貨価値の安定、さらに資本取引および国内金融・資本市場の自由化・国際化によって、基軸通貨としての地位を確立した。特に欧州においてドルに替わる国際通貨として大きな進展を果たし、1999 年にユーロに移行するまで国際通貨であり続けた。

しかし、人民元については、貿易面での国際化は着実に進展している一方で、資本取引の分野においても一段の取り組みが必要である。その前提として、自由な為替相場の実現や国内金融システムの安定化も重要であり、他にも取り組むべき課題は多い。

最後に、これらを踏まえたうえで、DM との比較で見えた中国・人民元の残る課題と人民元国際化の今後の展望をまとめる。

(1) 残る課題への対応

①資本取引の自由化

資本取引の役割は、経常取引の過不足を調整することであり、両者は表裏一体である。したがって、貿易決済だけを自由化・国際化して、資本取引を自由化・国際化しないという選択はあり得ない。

中国は貿易決済の国際化を大きく進めてきたのに対し、資本取引の自由化は少しずつ進行しているものの、様々な規制を残している。その動きを加速させるためには、前提条件である為替相場の変動幅拡大、預貸金利の自由化が必要だが、金利自由化から見て取れるように、これらはある程度進んではいる。しかし、同じく前提条件である金融政策の有効性強化、国内金融システム整備、資本市場整備は道半ばであり、さらなる取り組みを期待したい。

資本取引自由化については、時間をかけて慎重に進められている。今後は、自由化の前提条件の解消を着々と進めると同時に、先に検討が発表されている個人の海外投資解禁 (QDII2 導入) や国内金融機関や一般企業による対外借入規制 (現在は上海自由貿易試験区で許可) など残存する規制の撤廃を進め、資本市場を開放することが求められる。

②産業の国際競争力強化

DM の国際通貨化を達成した当時のドイツは、電気・化学・自動車といった重化学工

業を中心とした国際競争力の高い産業構造を後ろ盾として、輸出の増加およびそれに伴う DM 決済拡大という道筋を辿った。

現在の中国も順調に輸出を拡大し、工業製品の輸出を伸ばしてはきたものの、足元では輸出減速が目立ち始めており、その一因が企業の輸出・国際競争力の低下にあるといえる。

今後の持続的な成長に向けて、政府は上述した「メイド・イン・チャイナ 2025」による製造強国化を掲げているが、まず第一歩として取り組むべきは、数年来必要性が叫ばれている国有企業改革だろう。「国進民退」という言葉に表されるとおり、中国市場では国有企業が圧倒的な力を持っており、マクロ経済の成長が停滞する原因となっている。国内景気が減速する中、国際競争力強化のためには、国营企業の民営化が必要だ。ドイツはというと、1980 年代に入って戦後復興期に国営化した企業の民営化を急激に進め、フォルクスワーゲン（自動車）や VIAG（エネルギー）等の株式を上場した。また、EC 統合を控え競争力強化が急務となった 1990 年代にも、ドイツ国鉄（鉄道）やドイツテレコム（通信）などの公益企業を中心に民営化を進め、国際競争力の強化に取り組んだ。

中国政府は、2015 年 9 月、国有企業改革の推進に向けて、国家主導で国有企業の大規模再編を進めるといった意見を発表した。民営化という方向からは逸れてしまった。なお、中国には現在、約 11 万社の国有企業があるが、中央政府が運営する約 110 社について、2020 年までに約 40 社まで減らすことが検討されている。しかし、改革の具体策がはっきりと見えてこず、改革は遅々として進んでいないようだ。その理由の一つは、国有企業が政府（共産党）にとっての支持基盤であることだ。この改革が結果的に多数の失業者と社会不安を発生させる懸念があり、社会の不安定化を招く可能性がある。この問題にどう対処するかを含めて、改革の進展は引き続きフォローしていく必要がある。

長い目でみれば、「メイド・イン・チャイナ 2025」などの推進による競争力強化が必要なことは言うまでもない。だが、これには時間がかかる。したがって、さしあたっては国有企業改革の進展による着実な構造改革の実行に期待したいところだ。

③近隣諸国・アジア地域連携の強化

1980-90 年代のドイツでは、EC や EMS といった近隣諸国との協同体制が確立されて

いたために、DM 為替相場の安定と EC 域内での DM の流通拡大が実現できた。しかし、現在の中国にとってそのような協同体制は存在しない。

こうした中で人民元相場を安定させるためには、安定して人民元が使用される貿易圏を拡大することが重要である。近年、アジアの経済連携は着実に進み、中国の重要性も高まっている。それに伴い、今後もアジアにおける人民元建て決済比率は上昇していくと考えられる。

しかし、アジア地域は、伝統的にドルを重視する国が多く、自国通貨建てでなくドル決済が多い。また、足元ではドル高による通貨安の恩恵を受けているため、人民元使用に対するインセンティブに乏しい。さらに、当時の欧州と異なる点として、アジアには発展度合いの差および政治・宗教の違いが横たわるため、急速に地域統合が進むことが考えづらい。

この障壁を切り崩すために、目下中国当局が進めているのが、アジアから欧州までを繋ぐ「一带一路構想」および RCEP（東アジア地域包括的経済連携⁴）をはじめとする多国間貿易協定である。これらを推進することで、中国との取引拡大がアジア各国にメリットをもたらすという“実需”をアジア地域に提供することができる。また、その資金源としてのシルクロード基金、AIIB（アジアインフラ投資銀行）を足場に「中国経済圏」を創出することにより、アジア域内の発展・協力体制を作り上げ、域内貿易拡大とそれに伴う人民元取引の拡大を図っていくことも可能だ。すでに、インドネシアとタイで高速鉄道の受注に成功するなど、商業ベースの実力によるものではないが、影響範囲が拡大していることは事実である。

今後、こうした実体経済面での相互交流が人民元国際化の着実な推進役となり、貿易・投資・ODA 等様々な形で、アジア域内の人民元流通が広がっていくことだろう。

しかし、一つ注意しなければならないのは、当時のドイツがその安定した国内基盤を背景に EC 域内のリーダー的存在として、各国協調の中心となっていたのに対し、中国が現時点でそのような立場にあるとはいえないし、自らアジアを牽引するといった様子は見られないということだ。中国がその拡大する経済力をアジアのインフラ構築という国際公共財のために用いるのならば、アジアの発展への貢献と人民元取引拡大も可能で

⁴ ASEAN10 カ国に加えて、日本、韓国、中国、インド、オーストラリア、ニュージーランドの計 16 カ国で進める FTA 構想。

歓迎されるべきことだが、一方で、自国中心的な考えのもと、南沙諸島の埋め立てに代表されるように、地政学的な勢力圏の拡大を図る外交政策の道具として使う可能性も少なからずある。中国には、その経済力に見合った国際社会への貢献という視点を持って、地域の安定に貢献する姿勢を見せてもらいたい。

(2) 人民元国際化の今後の展望

これまでのところ、中国はその巨大化する経済力を足場に、人民元の国際化と中国経済圏の拡大を強力に推し進めている。こうした取り組みは、諸外国から野心的だと捉えられることが多いが、中国自身は至って冷静に事を進めており、基本は漸進主義の姿勢を保っていこう。

中国人民銀行が 2012 年に発表した資本取引自由化のスケジュールに関するレポートによれば、5～10 年以内に大部分の資本取引が自由化される方針が示されている。しかし、前述のとおり、資本規制が多く残っているため、人民元の国際化は、当面の間は現在推進しているクリアリング銀行の指定や通貨スワップ協定といったオフショア市場を中心に発展していくものと考えられる。中国は従来どおり、慎重に对外开放を進めるかわら、国内金融システムの整備等の課題解決を図ると思われるが、その進捗次第では、資本取引自由化にはさらに時間がかかる懸念もある。

現在は、中国市場の規模・安定性を背景に、人民元利用が本格的に拡大している状況で、人民元国際化を推進したい中国にとって好機といえる。しかし、最近の中国景気を鑑みれば、その勢いがいつまで続くのかは定かではない。その意味では、今後の人民元国際化に若干の減速が生じる可能性もあるだろう。

いずれにしろ、「管理された自由交換性の採用」を標ぼうし、資本取引規制の残るなかでの人民元国際化を目指す中国の動きは、歴史的に見ても大きな注目を集める。そんな中、一部報道では、2015 年 11 月の IMF 理事会において、人民元が SDR 構成通貨に採用される見通しだと報じられた。中国は、SDR 採用を見据えて、2015 年に入ってから人民元相場の市場実勢化や預貸金利自由化などの取り組みを加速させていた。「国際通貨」としてのお墨付きを得る格好となる人民元は、今後、各国の準備通貨として保有されることが増えると予想される。

しかし、様々な規制が残り、「自由に取引可能な通貨」が実現されていない状況下で

は、人民元の取引コストは未だ高く使い勝手が悪い。中国は引き続き、資本取引の自由化とその前提となる自由な為替相場の実現などのマクロ政策の安定化、国内金融システムの整備を着実に進め、「国際通貨」としての責任を全うしなければならない。改革が遅れることになれば、これまで以上に厳しい目を向けられることも考えられる。残る課題に中国がどこまで本気で取り組めるのか、人民元国際化の行方にこれからも目が離せない。

以上

参考文献

<書籍>

- Jeffrey A. Frieden, David A. Lake 『International Political Economy: Perspectives on Global Power and Wealth Third Edition』 St. Martin's Press New York (1995)
- 相澤幸悦 『現代ドイツの金融システム』 東洋経済新報社 (1993/6)
- 梶山恵司 『マルクのユーロ戦略と円の無策』 ダイヤモンド社 (1999/3)
- 公益財団法人日本証券経済研究所 『図説 中国の証券市場 2011年版』 (2011/3)
- 財団法人日本証券経済研究所 『ヨーロッパの証券市場 1997年版』 (1997/3)
- 佐久間浩司 『国際金融の世界』 日本経済新聞出版社 (2015/9)
- 羽森直子 『ドイツの金融システムと金融政策』 中央経済社 (1998/10)
- 山本栄治 『「ドル本位制」下のマルクと円』 日本経済評論社 (1994/6)

<レポート、論文>

- 中国人民銀行、中国4大銀行 『Annual Report』 各年度版
- IMF 『REVIEW OF THE METHOD OF THE VALUATION OF THE SDR—INITIAL CONSIDERATIONS』 (2015/8)
- SWIFT 『Renminbi's stellar ascension: Are you on top of it?』 (2015/10)
- SWIFT 『SWIFT RMB Monthly Tracker』 各号
- 加藤榮一 『ドイツにおける公企業の民営化』 信州大学経済学論集 第35号 (1996)
- 金森俊樹 『中国経済の構造問題を反映する人民銀行の金融政策』 大和総研 (2012/4)
- 権田理恵 『2015年「中国国有企業改革」のゆくえ』 みずほ銀行 (2015/4)
- 齊中凌 『銀行部門で見る中国金融市場のリスク』 JRI レビュー2015 Vol.4 No.23 (2015/1)

清水聡『進展する人民元の国際化と今後の展望』環太平洋ビジネス情報 2015 vol.15
No.57 (2015/5)

清水聡『人民元の SDR バスケットへの採用に関する議論』日本総研 (2015/10)

神宮建『人民元国際化と中国の金融債券市場の整備』季刊中国資本市場研究 2010 冬号

神宮建『中国の預金保険制度導入と金利自由化について』月刊資本市場 No.355 (2015/3)

関根栄一『「管理された」人民元国際化の現状と展望』野村資本市場研究所 (2015/8)

曾根康雄『中国の資本自由化と証券市場』月刊資本市場 No.355 (2015/3)

高海紅『人民元国際化の契機と挑戦』国際金融 No.1276 (2015/9)

中田理恵『中国株式市場が抱える構造的問題』大和総研 (2015/9)

中村明『わが国輸出の円建て取引低迷の背景と拡大の条件』三菱銀行月報 (1995/9)

三浦祐介『人民元国際化の進捗度と課題』みずほ総合研究所 (2015/7)

村瀬哲司『人民元国際化の鍵となる資本自由化と金融改革』国際通貨研究所 (2013/4)

村松健『中国資本市場の対外開放と滬港通』みずほ銀行 (2015/7)

室山雅志『ドイツ国営企業の民営化について』ニッセイ基礎研究所調査月報 (1992/11)

李衆敏『中国における金融業の海外投資の現状と課題』季刊中国資本市場研究 2012 冬号

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、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せよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、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います。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。

Copyright 2015 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934 (代) ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>