

動相場制』の実態」、第三部（第6章～第8章）「『完全変動相場制』への道」、第四部（第9章～第11章）「注目されるチャイナマネーの行方」、第五部（第12章～第15章）「人民元の国際化に向けての課題」である。

人民元改革という場合、大きく分けて人民元為替レート制度の改革と人民元の国際化の二つの視点が考えられる。第I部から第三部は、人民元為替レート制度に関するものであり、第四部と第五部は人民元の国際化に関わるテーマを取り上げている。もちろんこの二つの視点は相互に密接に関係している。本書では、この二つの視点について、著者がリアルタイムでどのような判断をしていたか、そして本書編纂の時点でどのように見ているかが示されている。

本書の内容を概観しよう。まず第I部では、2005年7月21日に行われた人民元の米ドルバグから管理変動相場制への移行前後の論文が集められている。第1章は、2004年の論文であり、日本など海外の国々から人民元切り上げ圧力が強まっていたことに対して、人民元切り上げは日本のためにはならないことを説明している。日本は当時中国とは産業構造が競争的ではなく補完的であったことから、人民元の切り上げは、日本製部品や工作機械などの対中輸出を減少させ、さらに中国からの中間財の調達コストが上昇するなどマイナスの影響を受ける可能性が高いことが指摘されている。

次の第2章は、2005年6月の論文である。固定レート制を維持することによって、対外不均衡が拡大し外貨準備が増大していることが中国国内の金融政策に緩和方向の圧力をかけていることが指摘され、その解決策として管理変動相場制への移行が提案されている。2005年7月21日の管理変動相場制への移行を見事に予言していたわけである。また、ここでは「国際金融のトリレンマ説」が示されている。海外との間で資本取引が活発になっていく中で、金融政策の独立性を維持するために、変動相場制への移行が求められる。

第II部では、管理変動相場制移行後の人民元為替レート変動の動向とその背後にある考え方について検討が加えられている。第3章では、2005年から2015年に亘る論文で管理変動相場制移行後の人民元為替レートの変動の経緯を

【書評】

関志雄著

『未完の人民元改革 国際通貨への道』

(文真堂、2020年4月、xi+217頁、
2,300円+税)

本書は、著名なエコノミストである関志雄氏が、2004年以降に執筆した人民元に関する論文を体系的に整理統合したものである。「はしがき」によると、人民元の為替レート制度の完全変動相場制への移行を軸にして、論文を発表時期順に配置するのではなく、次の5つのテーマに分けて15章に章立てして整理している。第I部（第1章～第2章）「WTO加盟後の人民元切り上げをめぐる議論」、第II部（第3章～第5章）「2005年以降に採用されている『管理変

検討している。人民元の対ドル為替レートは1ドル=8.2765人民元の事実上固定レート制から、2005年7月21日に1ドル=8.11人民元へと約2%切り上げた後、管理変動相場制へと移行した。その変動ルールとして中国人民銀行は「市場の需給を基礎とし、通貨バスケットを参考に調整される管理変動相場制」を実施すると説明している。これはBBC（バンド、通貨バスケット、クローリング）方式を採用したことを示している。人民元の対ドルレートは2008年9月のリーマンショックから2010年6月までの間、一時事実上のドルペッグに戻った状態を挟んで、2015年8月まで元高傾向を続けたが、その後元安傾向に転じた。本章に取り上げられた2010年5月の論文では、インフレ圧力の高まりと為替介入による流動性の膨張への対応として、翌6月に行われた事実上のドルペッグからBBC方式への復帰を正しく予想している。

第4章は、2016年の論文である。2015年8月11日の人民元為替レートの決定ルール見直しの内容が詳細に説明されている。各マーケットメーカーは前日終値を基準にして、これに前日から当日にかけての主要通貨の為替レートの変動から計算されるバスケット通貨の変動を加えて報告する「前日終値+通貨バスケット調整」方式が導入された。人民元の為替レートが通貨バスケットに連動して決定されることがより明示的になった。本章ではこの方式の内容や実態について詳細に説明が行われている。

そして、第5章では、2009年、2017年、2019年の論文で人民元為替レートをめぐる対米摩擦について取り上げられている。リーマンショック後に2008年9月から2010年6月まで一時的に米ドルペッグ制に復帰した際や、2015年8月以降の元安局面において米国からの切り上げ圧力が高まった。本章では、米国による為替操作国認定をめぐって米国側と中国側双方の主張をバランスよく紹介している。そして、このような摩擦を避けるためには完全変動相場制へ移行することが中長期的な目標になると指摘している。

第Ⅲ部では、金融政策との関連で完全変動相場制への移行が望ましいことが説明されている。第6章は、2007年に書かれた論文で、為替介入による外貨準備の増加がベースマネーを増やし、流動性の膨張を招いていることを指摘している。

2005年7月の人民元レートの切り上げと固定レート制から管理変動相場制への移行後も、さらなる切り上げ期待で投機的資金の流入を招き、ドル買い・人民元売り介入が大規模に行われた。この介入がさらにマネー（M2）の量を増やしたと説明されている。そしてこのような流動性膨張を抑えるために人民銀行自ら中銀手形を発行して流動性を吸収したり、預金準備率を引き上げたりするなど様々な方策がとられていることが述べられている。そしてこのような流動性膨張を抑える根本的な手段として変動相場制への移行の必要性が主張されている。

第7章は、2008年の論文で、1970年代初めの日本の変動相場制移行の経験から中国への教訓を提示している。日本の変動相場制への移行はタイミングが遅すぎ、準備も不十分なまま行われ、円高防止のための金融緩和政策がその後の高インフレを招いた。中国は完全変動相場制へのロードマップを前もって用意しておくべきと提案している。

第8章では2006年、2010年、2014年の論文が配置され、日本のバブルの経験から学ぶべき教訓が論じられている。2006年当時の中国の不動産価格と株価の上昇の原因は元高圧力に対する当局の介入によって過剰流動性が発生していることにあると指摘している。これは、1980年代後半の日本に似ており、日本では円高に伴うデフレ圧力を和らげるために金融緩和を行ったことがバブルの原因だったとしている。2014年の論文でも中国はバブル状態にあるが、日本との差異として銀行がほとんど国有であることや、人民元レートが管理されており資本取引が規制されていることから投機マネーが入りにくいことなどが指摘されている。そして、最後に配置された2010年の論文では、日本の教訓を踏まえた先行きを展望した金融政策の重要性が指摘されており、流動性膨張の原因となる為替介入を回避するために、為替レートに柔軟性を持たせ、金融政策の独立性を高めることが提起されている。

第Ⅳ部は、介入の結果積み上がった外貨準備を有効に活用するため、対外投資を多様化する動きについて述べられている。第9章は、2013年の論文であり、2012年末の中国の対外総資産に占める外貨準備の比率が65.5%と日本の16.5

%に比して極めて高い比率であることが指摘されている。一方、負債側を見ると中国の総負債のうち直接投資が62.8%を占めている。日本は4.9%に過ぎない。中国の対外投資は、収益性が相対的に低い外貨準備が多く、対外負債はコストの高い直接投資が中心となっている。この結果中国の投資収益収支は赤字となっている。

第10章は2015年の論文である。投資収益率の改善のため、2007年にソブリンウェルスファンドである中国投資有限責任公司(CIC)を設立し、よりリスクの高い高収益の投資を増やしている。また、「一带一路」構想と絡めてシルクロード基金やアジアインフラ投資銀行(AIIB)などを設立したり、中国企業の対外直接投資を奨励したりしている。

第11章では、2004年、2008年、2019年の論文が並べられ、中国企業の対外直接投資奨励策である「走出去」戦略が説明されている。「走出去」戦略は、第10次5か年計画(2001年—2005年)で始めて提起され、産業政策や安全保障という中国政府の意図を反映している。中国の国有企業による買収は、海外で政治問題化するケースが目立つ。このような政治の壁と、中国企業自身の能力の問題もあって、2008年の論文では「走出去」戦略が期待される成果を挙げるまでは、当分低収益に甘んじなければならないと述べられている。そして2019年の論文では、中国企業がM&Aなどの対米直接投資を行うことに対して、米国側の警戒が強いことが指摘されている。米国は法律などによって中国への技術移転を制限している。これは、中国企業の対外直接投資には逆風であり、このよう状況に対応するため中国側では「自主開発能力」の向上に力を入れ始めている。中国企業による対外投資の拡大が大きな課題に直面している状況にあることが説明されている。

最後の第V部では人民元の国際化に向けての課題が取り上げられている。第V部全体が2018年に書かれた論文であり、それに2019年のデジタル人民元についての論文と証券業と証券市場の対外開放についての論文、さらに2009年のSDR準備通貨構想についての論文が付録として挿入されている。

第12章では、人民元国際化の経緯が説明されている。2009年7月に人民元クロスボーダー貿

易決済が開始され、その後実施された人民元国際化のための様々な措置が説明されている。その結果、人民元貿易決済額は2015年第3四半期にかけて急増したが、その後元安の進行を受けて2017年第4四半期にかけて減少した。第12章末に挿入された付録では、中央銀行デジタル通貨(デジタル人民元)の発行が人民元の国際化に貢献する可能性があるが、資本取引に対する規制が続く中、その効果は限定的と指摘されている。また、証券市場については2019年9月に海外の機関投資家に中国の証券市場への投資を認めるQFII(外貨建てで中国国内に送金)とRQFII(人民元で送金)の制度について、投資限度額を撤廃する方針が公表された。これらの措置によって海外との間で人民元資金がより円滑に循環するようになっている。

第13章では、資本取引の自由化について取り上げられている。中国では、為替レートが未だに管理変動相場制であり、完全変動相場制に移行するまでは資本取引規制が必要である。一方で、資本取引の自由化は人民元国際化の前提条件である。資本取引自由化を進めるには、金利の自由化、為替レートの完全変動相場制への移行、そして金融システムの強化を合わせて進めていかなければならない。しかし、2016年以降資金流出に伴う元安圧力をかわすために資本規制が強化されている。為替レート制度については、管理変動相場制の運営方式が2017年5月に「前日終値+通貨バスケット調整」方式から「前日終値+通貨バスケット調整+反循環的要因」方式に改められた。新しい方式は当局の裁量の余地が広がっており、完全変動相場制への移行が一步後退したことを意味する。現状、依然として資本取引は完全ではないがある程度自由になっており、為替レート制度についても完全ではないがある程度変動が認められている「中間的制度」が採用されている。この制度の下で金融政策もある程度の独立性と有効性が保たれている。金利の自由化については2015年10月の預金金利の上限撤廃によって形式上金利は完全に自由になった。しかし、人民銀行は依然として預金・貸出の基準金利を公表し続けており、銀行の金利設定に関して一定のコントロールを続けている。

第14章では、「通貨圏」という考え方から人

民元の国際化がとらえられている。中国に加えNIEs、ASEANを考えた場合、中国が最大の貿易相手であり「元圏」という最適通貨圏の条件が満たされつつある。ただし、金融面で見ると、ポートフォリオ投資については米国が依然として最大の投資先となっている。人民元がアジアにおける基軸通貨になるためには、中国において、開放的で流動性の高い金融市場が確立されることが必要である。また、「一帯一路」構想の対象国も「元圏」の潜在的候補であるが、中国企業による一帯一路への投資はリスクが高く、慎重にならざるを得ないため、同地域における人民元利用の急拡大は見込めないと指摘されている。

最後の第15章では、「国際通貨体制」というグローバルな視点から人民元の国際化が考察されている。ドルによる一極支配が崩れつつある中、国際通貨体制の多元化が進んでいる。本章では、この多元化体制を安定させるために、ドル、ユーロと人民元を中心とする三極通貨体制の可能性を提起している。しかし、GDP世界第2位で、輸出額世界第1位、輸入額も世界第2位という中国の地位に比較して、人民元の国際通貨としての地位は、まだ低い。国際通貨の多元化が進んでいるとはいえ、ドルが依然として基軸通貨の役割を果たしている。今後、中国の経済力の向上に加え、資本取引の自由化、為替レートの完全変動相場制への移行、金利の自由化などの改革が進み、多くの国々が為替政策を対ドル安定から対人民元安定に切り替えていくことが、人民元国際化がさらに進展する前提条件である。そして、国際通貨の使用には慣性が働くことを考えれば、遠くない将来に米中GDPが逆転しても、ドルから人民元への基軸通貨の交代が直ちに起こることは考えにくいということを指摘している。

以上が本書の内容の概観である。人民元の為替レート制度の完全変動相場制への移行という改革、そして人民元国際化を進めるための資本取引の自由化を中心とした改革が現状では未完である、したがって、これらの改革を完成に向けて進めるべきであるということが、本書の題名である「未完の人民元改革」に込められた主張であろう。

本書でなされた指摘は的確であり、評者も全

面的に賛同する。評者の理解を一つ付け加えるなら、第3章で指摘された人民元の為替レート変動方式は、基本的にはシンガポールの制度に倣ったものである。シンガポールドルの為替レートは主要通貨のバスケットに連動し、名目実効為替レートが一定のバンドの中で変動するように調整されている。そして、シンガポールでは為替レートのコントロールが金融政策として行われており、国内のインフレ率が高い場合は名目実効為替レートの上昇トレンドを引き上げ、インフレ率が落ち着くと上昇トレンドを水平に近づけるという運営が行われている。

本書でも、物価上昇に伴って人民元の対ドル為替レートが上昇していることが指摘されている。この点は、名目実効為替レートで見ても、同様の傾向がみられる。また、2015年8月11日に人民元の対ドル為替レートが大きく引き下げられたいわゆる人民元ショックについても、その前に名目実効為替レートが急上昇しており、為替レートが下落圧力にさらされていたことが指摘されている。これらは、人民元の為替レートが名目実効為替レートをコントロールする形で運営されていることを示している。

今後を見据えた場合、人民元改革はどのように進展すべきであろうか。本書の第13章で指摘されているように、現在は人民元の為替レート制度と資本取引規制が「中間的制度」となっている下で、金融政策のある程度の独立性と有効性が保たれている。今後、資本取引がより自由になっていくと、金融政策の独立性を保持するために為替レート制度を完全変動相場制に移行させることが必要となる。したがって、人民元レートが均衡水準と一致する時期に、できるだけ早く完全変動相場制に移行すべきというのが本書の主張である。

次に、人民元の国際化についてみると、評者の認識では、2009年7月にクロスボーダー人民元決済が認められた主な理由は、対外取引の米ドルに対する過度の依存からの脱却を図ることである。従って、中国当局が望んでいるのは、中国の対外取引の受払について、できるだけ米ドル比率を引き下げ、人民元比率を引き上げることである。2009年7月以前は事実上ゼロであった中国と海外との間の人民元建てのクロスボーダー決済が、10年後の2019年には19.67兆

元となり、中国の対外受払全体に占めるシェアは38.1%と過去最高値に達した（中国人民銀行2020、2頁）。中国の対外受払に占める人民元比率を引き上げるという意味での人民元の国際化は、着実に進展している。本書でも指摘されている中国当局の様々な施策に加え、人民元で決済する対外取引を外貨での決済より有利に取り扱うという手法が効果を上げていると見られる。例えば、対外貿易取引の受払については実需証明の必要があるが、外貨建ての場合に比べ人民元建ての方が、提出書類が簡素化されている。

一方、本書で指摘されている通り、国際通貨として広く使われるようになるという意味での人民元の国際化は遅れている。BISの統計による世界の外国為替取引に占める人民元の比率は、本書で示された2016年4月の4.0%から2019年4月には4.3%に上昇している。しかし、通貨別ランキングでは第8位と変わっておらず、順位は低いままである。また、SDRに占める人民元の構成比率は第3位であるが、IMFの統計によると世界の外貨準備に占める人民元の比率は2020年6月末に2.1%で第5位にすぎない。為替取引高が低位にとどまっている理由は、資本取引が厳しく制限されているからである。ある通貨の外国為替買取引高がその通貨発行国の貿易取引額（輸出入合計）の何倍にあたるかを2019年4月の統計で見ると、円の場合188倍である。経常取引全体が貿易取引額より多少大きいことを勧告しても、為替取引のほとんどが経常取引ではなく、資本取引を原因として行われていることが分かる。これに対して、人民元の倍率は15倍と非常に低い倍率となっており、円に比べて資本取引が厳格に規制されていることが分かる。本書では、人民元の国際化を進めるためには資本取引の自由化と金利の自由化の進展に加え、債券市場の発展が必要と主張されている。

以上のような今後のあるべき姿についての主張に対して、本書の現実に対する認識はどうか。本書では、資本取引規制は2016年以降むしろ強化されており、その自由化は遅くなる可能性が高いと指摘されている。資本取引の自由化が進まなければ、金融政策の独立性を維持するために為替レート制度を完全変動相場制

に移行する必要性は薄れる。為替レート制度の改革についても、2017年5月の「反循環的要因」の導入によって当局の裁量の余地が広がり、完全変動相場制への移行が一步後退したと述べられている。本書では資本取引自由化は、金利の自由化、為替レートの弾力化、金融システムの強化と同時に進行すべきと指摘されている。したがって、完全変動相場制への移行と資本取引の自由化の双方とも、相当時間がかかるという認識が示唆されているといえよう。

この点を評者なりに敷衍すると、中国では依然として銀行の預金・貸出金利が当局によってコントロールされている。金利が規制されていると、金利を政策手段とした金融政策は十分機能しない。金利が規制されているのは、金利水準全体を低位に保つことに加え、銀行の利鞘を確保することが主因である。本来市場で成立するはずの金利と異なった水準の金利が適用されているわけで、市場で資金の需給が一致する保証はない。従って貸出量をコントロールする窓口指導が必要になる。完全変動相場制に移行する前に資本取引が自由化されると、規制金利の水準が維持できなくなると同時に、資金の流出入によって貸出量のコントロールの有効性が失われ、金融政策の独立性と有効性が低下するおそれがある。

一方、銀行の利鞘確保の必要性は依然として存在する。中国の銀行の貸出先については政府の意向が強く働く。特に現在はコロナ禍で、コロナ対応産業や中小零細企業への積極的な融資を求められている。政府の意向に沿って貸出を行うと不良債権が増加する可能性がある。この不良債権をスムーズに処理するためにも利鞘が確保される必要がある。このように考えると、銀行の経営改革を行い、金利を自由化して金利を政策手段とした金融政策に移行することができなければ、資本取引を自由化することは難しい。特に銀行の為替ポジションに対する規制や為替フォワード取引の実需原則の撤廃など、短期資本取引に対する規制の自由化は困難である。

中国人民銀行の易綱行長が金融政策を担当する貨幣政策司の副司長であった2003年に発行した書籍において、国際金融のトリレンマが取り上げられている（易2003、214頁）。そこでは三角形の頂点としての3つの選択肢のうちどれか

一つを放棄し、他の2つを実現するという解決だけでなく、状況によってはどれか一つを実現しながら残る2つの選択肢について中間的な状態に維持するという解決がありうることが紹介されている。これは、為替レート制度については、完全変動相場制やカレンシーボード制のようなコーナ解ではなく、管理変動相場制のような中間解が安定的な選択となりうるという説である。中国政府は、今の中国がどのような状況にあると判断しているのだろうか。その判断によっては、本書の現実認識が示唆するように完全変動相場制移行や資本取引の自由化のテンポはかなり遅くなる可能性がある。

本書は、人民元をめぐる幅広いテーマをわかりやすく整理して解説し、筆者のエコノミストとしての深い知識と的確な現実認識に裏打ちさ

れた主張が示されている。今後時間がかかるにせよ、人民元為替レート改革や人民元国際化は着実に進んで行くだろう。本書は、研究者、企業家、投資家、政策担当者など、関係するすべての人々が、このような状況にどのように対応すべきかを考える際に、必読の書といえる。さらに、日本にとっては、本書で示されている人民元の未来を見据えて、円の未来がどうあるべきかを考えることが必要である。本書は、その際にも貴重な示唆を与えてくれる。

<参考文献>

中国人民銀行（2020）『人民币国际化报告』
易綱（2003）『中国的货币化进程』北京、商務
院書館

露口 洋介（つゆぐち ようすけ・帝京大学）