

人民元の国際化は2009年7月に貿易決済において人民元建てクロスボーダー取引がテストケースとして実施されて以降、決済範囲は金額的にも地域的にも拡大している。また、2009年9月に香港特区での中国財政省による人民元建て国債の発行以降、非居住者による人民元建て債券発行も拡大しつつある。また、各国との通貨スワップ協定もこれまで多くの国と締結してきた。

これに対して、人民元の国際通貨化には、国内的要因と国際的要因の両方において大きな課題を抱えている。本研究の目的は、人民元の国際化の進捗を整理すると共に、国際通貨化までの隔たりと課題を検討することである。

国内的要因は、政府による経済へコントロール性と係わるが、いわゆる「インポッシブル・トリニティ」の問題である。この点、以前拙稿で検討したので、ここでは金融政策のコントロール性を最重要視する可能性が高いことを繰り返しておく。

国際的要因は、世界市場における地位、国際決済の能力、対外的通貨価値の維持という国際通貨の成立のための条件と係わる。本研究はこれら条件獲得の問題点を探ることが主内容である。

まず、国際通貨の諸条件、①世界市場における中心的な地位、②国際金融市場の存在、③対外資産として価値下落しない通貨価値の3条件を整理する。次に、国際通貨化を考える際の諸論点、国際通貨の諸機能と諸機能部面の整理、英ポンドと米ドルの国際通貨化の過程の相違（ポンドは「私的国際通貨」、ドルは「公的国際通貨」）の検討、英ポンドと米ドルの国際通貨化における「先進国」という地位条件について検討する。最後に、上記の国際通貨の3条件について、現在の到達状況とその課題を検討する。

第1節 国際通貨化の諸条件

国際通貨機能から、その成立条件を規定できる。国際通貨の形態は国際通貨国の非居住者当座預金の振替である。ここから規定される国際通貨諸条件は、①世界市場における中心的な地位、②国際金融市場の存在、③通貨価値の維持の3つである。

（1）世界市場における中心的な地位

非居住者間の振替決済および居住者と非居住者間の振替決済が可能となるには、多くの非居住者がその国に振替口座を有してことである。では、この条件自体の成立には何が必要か。

第1に、多くの国と取引関係をもつことである。そうでなければ、多くの国の振替決済勘定は形成されない。つまり、他の国々よりも大きな国内経済規模が必要となる。第2に、経済発展段階が高いことである。大きい経済規模は商品取引では輸入規模、資本取引では資本輸入規模を拡張する条件である。これに対して、商品輸出および資本輸出については、資本の有機的構成の高度化、資本蓄積などが備わっていないなければならない。商品についてはその質および技術水準の高さ、資本については一般に高所得国としての資本蓄積の大きさが求められ、双方とも商品資本および貨幣資本としての過剰がその運動条件となる。

（2）国際金融市場の存在

次に、振替決済が可能となる国際金融市場の存在が条件である。ただし、単に振替決済銀行が存在すれ

ば事足りるわけではない。

第1に、決済について保険やリスクヘッジの他、様々な金融ファシリティの充実が必要である。第2に、国際決済口座は無利子の当座勘定である。そのため、常備部分以外は、換金性が高く低リスクの金融商品に転化させている。そのための証券・金融市場の充実が必要となる。国際通貨国における充実した金融市場は為替リスを回避できるからである。第3に、一定規模のオフショア市場が必要である。オフショア市場では、どんな国家市場よりも非居住者預金の運用において優位性をもつからである。

(3) 通貨価値の維持

最後に、非居住者預金の維持には、国際通貨国の通貨価値が下落しないことが条件となる。非居住者にとって国際通貨国の口座は外国通貨形態の金融資産である。その資産価値の目減りは損失である。決済利便性が高いだけでは、「長期に」決済勘定を維持できない。

第1に、対外通貨価値について、国際通貨国において外貨準備増減を除いた国際収支黒字が必要である。単に黒字であれば良いのではなく、その安定性が求められる。つまり、生成期における貿易収支の黒字構造、成立後の継続には経常収支の黒字構造が求められる。現実資本との関係性が弱い貨幣資本については、形態や運動の転換容易性（非確定的な形態と運動という特徴）を備えているため、資本収支（輸入）による経常収支赤字のファイナンス構造は不安定性を有する。したがって、長期的な経常収支の黒字構造が対外価値の下落を回避させる。第2に、国内通貨価値としてインフレーション回避が必要である。つまり、国際通貨国の高品質商品の購入や擬制資本への投資をする際、国内通貨価値の安定性が重要となる。

第2節 国際通貨に関する諸論点

ここでは、国際通貨の諸機能の整理、ポンドとドルにおける国際通貨の成立過程の相違、非先進国通貨の国際通貨化の可能性について検討する。

(1) 国際通貨の諸機能と成立条件

国際通貨には諸機能がある。一般に、国際通貨機能は支払手段機能（決済通貨・媒介通貨）、支払手段の準備金機能（資産通貨・準備通貨）、計算貨幣機能（ニューメレール通貨・契約通貨）に大別できる。これらは、取引業者間、取引業者と銀行間、銀行間、銀行と通貨当局間、通貨当局間（非国際通貨国間、国際通貨国と非国際通貨国）という各取引局面において、各々機能している。

決済通貨機能について、取引業者と銀行間では最終決済が保証されている。なぜなら、非居住者の決済は預金で行われ、それは現金化が可能であるからである。これに対して、通貨当局間における国際通貨国から非国際通貨国への支払は最終決済にはなっていない。国際通貨は現金ではなく信用貨幣であるにも関わらず、かつての金本位制や戦後の固定相場制下のように、金による決済（現金化）が保証されていないからである。そこで、上述の国際通貨の③条件が充足されていることが重要な意味を持つ。さらに、国際通貨の①・②条件と関連して、コルレス勘定を保有する銀行には、媒介通貨におけるコルレス勘定の集中が効率的決済（＝出合コストの低減）を実現する。

資産通貨および準備通貨についても国際通貨の③条件が重要である。為替相場安定化のための介入通貨は、通貨当局が準備通貨として常時一定規模を備えていなければならず、外貨資産としての価値維持が求められる。コルレス勘定についても、通貨価値下落は資本として本来的に望ましくない。

ニューメレール機能では、単に為替相場の安定だけでなく、為替相場の為替平価との近似という国内

通貨価値要因の安定が過大過小評価を回避する。

(2) 英国ポンドと米国ドルにおける国際通貨化の相違

資本主義経済確立以降、代表的国際通貨であったのは、英国ポンドと米国ドルである。しかし、両者の国際通貨化過程は異なる。今後、新たな国際通貨の生成可能性を検討するためには、この相違を整理する必要がある。

深町郁彌はポンドとドルの比較研究（深松郁彌『現代資本主義分析 9 現代資本主義と国際通貨』岩波書店 1981 年第 1 章）において、ポンドを「私的国際通貨」、ドルを「公的国際通貨」として位置付け、その成立および国際通貨機能を比較検討した。ポンドは、貿易業者と為替銀行における取引通貨、および貿易の決済通貨を中心に国際通貨機能を展開した。これに対して、ドルは、銀行間の取引通貨、為替媒介通貨を中心に展開し、戦後のドル散布も相俟って、各国の準備通貨となるという独自の過程があった。

この相違は、単なる国際通貨化のタイプの違いではなく、歴史条件の相違を踏まえることが大切である。ポンドについては、商品貿易が主たる国際取引であった産業資本主義段階において、国際決済は「世界の工場」たる英国に集中し、ロンドンに各国のコルレス勘定が「自然発生的」に形成された。つまり、銀行媒介通貨を中心にした国際通貨化である。ドルについては、第二次大戦後に唯一米国のみが産業基盤を温存したため、米国からの各国への経済・軍事支援によって散布されたドルが外貨準備として機能していった経緯がある。いわば上からのドルの国際通貨化であり、準備通貨や介入通貨を基礎とした国際通貨化である。各国の必要商品の米国からの輸入は、戦後直後は金によって、ドル散布によるドル残高形成後はその振替によって決済されていった。

もう一つ、ポンドがほぼ金本位制下における国際通貨だったのに対して、ドルは国内通貨制度として国内不換制下という違いがある。戦後の固定相場制維持は国内不換制ゆえにドルもインフレを内包し、早晩変動相場制に移行せざるを得ない構造であった。すなわち、ドル体制下では通貨価値変動を背景とした擬制資本運動の全面的展開をも内包していた。

(3) 途上国通貨の国際通貨化の可能性

ポンドとドルは国際通貨化の経緯は異なるものの、生成時期の英国と米国は突出した産業力・経済力を背景にして国際通貨化を進展した。国際通貨と優れた産業力・経済力の保有とはどう関係するのか。

①世界市場の中心国となるための資本構造形成には、A 多国間取引、B 取引規模の大きさ、C 資本の過剰蓄積が必要となる。A と B が決済の集中集積の達成に必然的であることは、容易に理解できよう。C については説明が必要である。今日、資本輸出入の規模およびその比重は不可逆的に拡大しつつある。つまり、資本輸出が可能でなければ、国際通貨化は極めて限定的となる。資本過剰は資本輸出を必然化するが、これは高度な技術水準をもつ直接投資や過剰な貨幣資本蓄積による証券投資などにおいて実現する。そのため、資本輸出が全面化するための先進国化が求められる。②国際金融市場については、A 資本の過剰、B 証券市場の充実、C 金融サービスの充実が必要となる。一般に、資本構造の発展段階と共に、資金調達形態は銀行借入から証券市場へと推移する。先進諸国の経験では、過剰資本の蓄積と共に、これを吸収する擬制資本市場の拡充されてきた。金融サービスについても、先進諸国の資本構造の発展段階と共に充実してきた経緯がある。ただ、非先進国のシンガポールや香港などの国際金融市場形成を見るかぎり、先進国条件は①より弱い。③対外的・国内的通貨価値維持については、A 国際収支における安定的黒字、B 途上国型インフレの回避が備わっていれば良く、②の条件よりもさらに先進国条件は弱い。中国にとっては

①のための先進国性の獲得が最も大きな課題となる。

第3節 中国の世界的資本構造における地位

国際通貨国はその生成期に、単に経済規模が大きいだけでなく、高生産力国＝高所得国であった。経済規模の大きさについては、より多くの国との多様な取引、および大きな取引規模によって決済の必要を増大させる。しかしながら、高生産力国については、その通貨を国際通貨として決済利用し、残高維持するための最終根拠（アンカー）となる。それだけではなく、高所得国通貨は、低所得国の通貨と比べて高い価値（購買力）を持つ。つまり、資本として世界市場で高い価値をもって資金を投下できる。本節では、いくつかの指標から中国の経済水準を概観する。

貿易では、現在、中国は量的に極めて高いパフォーマンスもつ。世界の輸出入額をみると、すでに輸出額では米独日を上回り2兆ドル（2012年）を超えている。輸入額についても、日独を上回り、米国に追いつく勢いである。輸出先についても、NAFTA への輸出比率が高い米国、東アジアへの輸出比率が高い日本と比べて、中国はあまり大きな偏りがなく、全方位的な輸出がなされている。また、輸出商品構成も機械機器やIT機器をはじめ高技術商品が輸出されており、いわゆる一次産品を輸出するような途上国の輸出構造でもない。人民元の国際化はこのような対外構造を基礎に進んでいる。どちらかと言えば英ポンドに近い形での国際化である。

しかし、資本取引では直接投資において、対内直接投資が対外直接投資を上回っており、先進国において典型的にみられる構造とは逆である。中国の場合、相対的低所得水準という資本輸入要因だけでなく国策上の要因もある。とはいえ、この構造は、中国における高所得化が実現するまで続く可能性が高い。

商品貿易における先進国的構造と資本取引における途上国構造のギャップは、中国の工業化や技術の高度化が海外企業によって担われていることに由来する。一般に、高生産国であれば、より多くの商品を作り出すから一人あたり生み出す価値が高くなり、高所得化が同時に進む。しかし、中国に資本輸入で入ってきた海外資本は、高い技術力による高生産性を有していても、これが中国全体の高生産性を代表していない。言い換えれば、中国のGDPが日本を上回って世界第2位になっても、一人あたりGDPが依然として途上国の域を脱していないことの反映でもある。英国や米国については、その国の高所得化（その時代の最先進国）の実現とともに国際通貨国としての地位を得ている。中国の高所得国化は、長期的には進むであろう。しかし現段階では単に国際取引が活発化しても、それが国際通貨国化を導くわけではない点を指摘せざるを得ない。

第4節 人民元に関する国際金融市場の拡大状況

国際金融市場の発展については、最も技術的に国際通貨化を進めやすい条件といえる。実際、中国は次々と国際金融上の規制緩和を実施し、国策上も国際金融市場の育成に力を注いでいる。

国際決済において取引業者の決済が収斂するのはインターバンク市場である。インターバンク市場の為替決済の充実が国際金融市場条件の鍵となる。中国のインターバンク取引は、直物取引では、取引が多い国々と通貨交換が開始されてきた。また、為替相場の変動幅も、ドルおよび非ドル通貨両方に対して拡大しつつある。現在、直物市場では為替の「出会い」を充実して、人民元の国際化が進展している。さらに、インターバンク債券市場では、2005年から非居住者の人民元建て債券発行が可能となり、国際機関や各国

中央銀行など公的性格が強い金融機関による投資が増大してきており、貨幣市場だけでなく資本市場においてもインターバンクの人民元の利用が拡大してきている。

しかし、先物取引については限定的である。2012年になって香港証券取引所が対ドル為替先物を上場し、世界初の人民元の通貨先物となったが、単位価格は10万ドルであり、個々の貿易取引の為替リスクの回避手段として充分なものではない。リスクヘッジよりは利殖目的のデリヴァティブの1つとみることができる。インターバンク市場で交換できるドルに釘付けされた諸通貨もあるから、先物の必要性が小さいようにみえる。しかし、ドル自体の変動と共に人民元価値も相対的に動くので、通貨価値は変化する。先物為替の範囲を今後どの程度まで拡大させていくのが焦点となろう。なお、銀行・顧客間では、2011年に人民元適格海外機関投資家による域内証券投資の試験的实施が始まった。2012年には輸出貿易で人民元決済が自由化され、さらに非居住者への全面的人民元業務の提供を銀行に許可した。

オフショア市場は香港にすでに存在していたが、香港特区で香港系銀行による人民元業務が開始されたのは2003年であり、他国市場で人民元取引が始まったのはさらに後である。2012年に人民元業務に関する香港とロンドンの協力が開始され、シンガポールなどにおいても人民元の取扱が拡大してきたが、なお限定的である。

人民元に関する国際通貨機能は拡充されつつあるが、こうした動向に伴って人民元は諸外国資本による影響が大きくなり、トレードオフの関係で当局によるコントロール性が弱まっていく。「インポッシブル・トリニティ」の問題として、中国当局がこうした動向をどこまで許容していくのが注目される。

第5節 価値上昇通貨としての人民元

準備通貨・決済準備金機能を果たすには、通貨価値の安定または上昇が求められる。現在、米ドルが長期的に価値下落しているにも関わらず、国際通貨性を維持しているのは、有力国際通貨が育っていない中で、国際決済上の利便性が優先されているからである。ただし、米ドル・英ポンドに共通するが、国際通貨の生成期には、その通貨保有による評価損はない。また、一般に代替的国際通貨が登場した際には、国際通貨の価値下落は大きな問題となる。

米国などからの人民元切り上げ圧力が続く現状では、この条件には何らの問題ないようにみえる。しかし、ドルやポンドと異なる過程の国際化という人民元の独自の問題がある。すなわち、自立的な国際収支の黒字化でなく、海外資本活動によって形成されてきた黒字という構造である。すなわち、中国では海外資本の輸入による資本収支黒字に加えて、中国での海外資本の生産による貿易黒字という、経常収支と資本収支における「双子の黒字」によって強い人民元上昇要因が形成されている。逆に言えば、一度何等かの理由から海外資本の撤退が起これば、人民元は資本収支・経常収支の双方の要因から対外価値が問われることになる。

現在の通貨スワップの拡大は、中国が取引を拡大しているだけが唯一の要因ではなく、人民元上昇圧力が続いていることと関係している。人民元「国際化」が今後進展することは間違いないが、人民元の「国際通貨化」には隔たりがあることも指摘しておかなければならない。

結びにかえて

人民元の国際化が進行しているが、国際通貨化には大きな隔たりがあり、それは人民元の国際化が英ポ

ンド・米ドルと異なる過程で国際化しているためであるということが本研究の結論である。英ポンド・米ドルの国際通貨化は、英国・米国が量的・質的に世界の中心国化を基礎にして進んだ。すなわち、単に国際取引量の拡大だけでなく、その国の通貨による国際決済が高所得国化によって裏付けられていた。

中国は国際通貨条件における最も重要な世界市場での地位について、質的な意味合いで中心国ではない。つまり、高所得国ではない。中国は貿易構造では先進国の様相を示している反面、資本（取引）構造では途上国の姿である。高技術商品を輸出（高生産性構造）にもかかわらず、高所得国ではないというギャップである。この歪な構造の原因は、中国が海外資本によって経済を拡大してきたことにある。

長期的に中国は高所得化するだろうが、国際金融市場の整備の延長線上に国際通貨化があるわけではないことは明記すべきである。近年の人民元の国際化に関する研究で、国際金融市場の整備の側面がやや強調され過ぎる帰来があると感じる。

主要参考文献（順不同）

- ・員要鋒『中国型金融制度』創土社 2013 年
- ・中国人民大学国際通貨研究所『人民元 国際化への挑戦』科学出版社東京株式会社 2013 年
- ・深松郁彌『現代資本主義分析 9 現代資本主義と国際通貨』岩波書店 1981 年
- ・村瀬哲司「人民元の『管理された』国際化と通貨政策 3 原則」『国際金融』1233 号 2012 年 2 月
- ・嶋野圭介「進展する人民元の国際化」『国際金融』1234 号 2012 年 3 月
- ・露口洋介「中国人民元の国際化と中国の対外通貨戦略」『国際金融』1234 号 2012 年 3 月
- ・李婧「人民元国際化実験に見る不均衡現象と新情勢下のドルリスク対策」『国際金融』1246 号 2013 年 3 月
- ・美野久志「人民元国際化の進展とビジネス①」『国際金融』1233 号 2014 年 6 月
- ・田口奉童「人民元国際化の進展とビジネス②」『国際金融』1233 号 2014 年 7 月
- ・拙著『今日の国際収支と国際通貨』梓出版社 1997 年
- ・拙稿「人民元の国際化と中国の国際金融市場整備」福井県立大学編『東アジアと地域経済』京都大学学術出版会 2013 年所収