

# 中国に立ちはだかる国際金融のトリレンマ

## <要旨>

国際金融のトリレンマの理論によれば、独立した国内金融政策、安定した為替相場、自由な資本移動、の三つは同時に実現できない。実際、日米を含め殆どの国は上記三つのいずれかを放棄している。これに対して中国は、金利・為替・資本移動の自由化を極めて漸進的に進める過程において、国内金融政策の自由度を優先しつつ、状況に応じて為替と資本移動に関する規制の強弱を調整することで、海外の資本・技術を取り入れて成長し、グローバルな通貨危機等の波及を阻止できた。

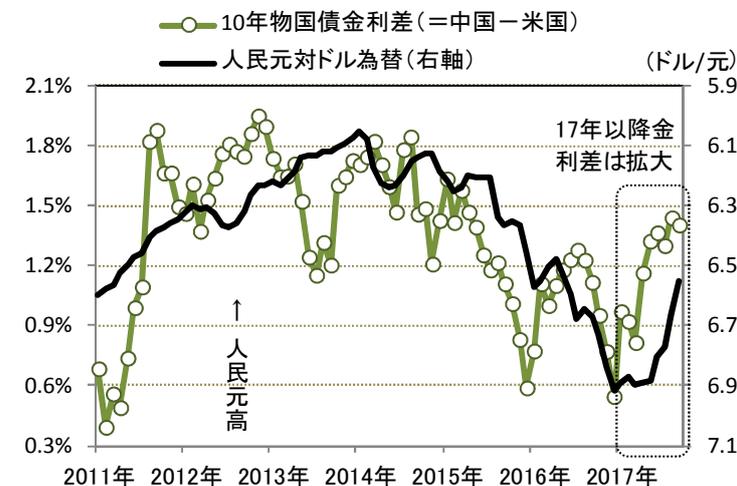
しかし、資本移動を段階的に自由化した結果、近時は人民元相場と内外金利差の相互影響が強まっている。これにより、国内金融政策が制約を受けたり、資本移動の自由化が一部後退するなど、三兎を追う政策運営は難しくなりつつある。

中国は、グローバル経済に組み込まれた今や世界第2位の経済大国であり、こうした国は最終的に日米など主要国と同様の変動相場制に移行することで、国内金融政策の高い自由度を保持しつつ、自由な資本移動を許容することが避けられないと考える。移行が後手に回れば国際競争力が阻害されたり、国内バブルが膨らむ虞がある。一方で、拙速に過ぎれば、大規模資本逃避や急激な人民元安が懸念される。中国は今後一層難しい舵取りを迫られることになる。

## 1. 人民元は昨年から一転、近時は大きく上昇している

人民元は、国内の経済成長鈍化や米国金融政策の方向転換を背景に、2016年にかけて急速な元安が進んだものの、2017年に入ると下げ止まりに転じ、直近では元高が進行している。(図表1)

図表1 人民元為替と米中金利差の推移



(資料)CEICデータ、三井住友信託銀行作成

(注)データは月末の終値、直近2017年9月は9月15日の終値

足元における人民元上昇の背景には、①当局がより厳格な資本流出規制を導入したこと、②秋の共産党大会<sup>1</sup>を意識した財政出動などで中国の経済成長率が小幅に改善したこと、③米国の金融引締政策(利上げ)が当初予想よりも緩慢なペースで進むとの観測でドル安が進んだことなどが挙げられる。

さらに、前掲図表1の通り、中国当局による市場金利の引上げを受け、米中の金利差が改善したことも理由の一つと考えることができる。もっとも、理論上においては、国境を跨ぐ資本移動の開放が限定的である中国において、国内外の金利差などを狙った裁定取引は難しく、国内の金融政策と為替相場の相互影響は小さいはずである。

そこで本稿では、国内金融政策と為替制度、資本移動の3者関係を説明する国際金融のトリレンマの理論を用いて、中国の金融政策運営の持続性や今後の方向性を考えてみた。

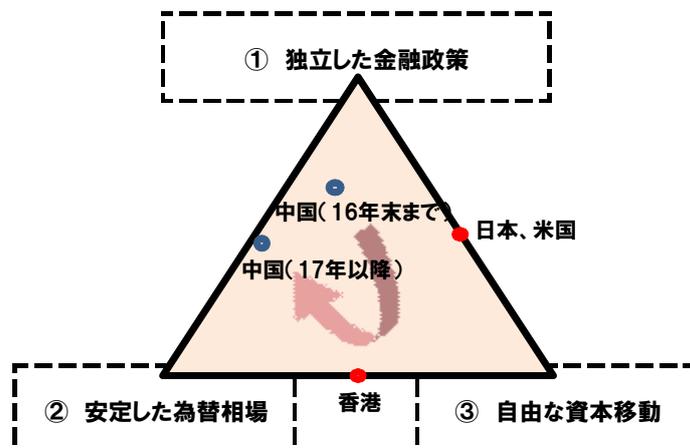
## 2. 国際金融のトリレンマと中国の政策運営

国際金融のトリレンマの理論は、①独立した金融政策(海外との金利差によって為替レートをコントロールする必要がなく、自由な国内金融政策が実施できること)、②安定した為替相場(固定相場制)、③自由な資本移動、は同時に実現されず、どれかを放棄してはじめて残りが実現されるという内容である。

現状、日本や米国をはじめとする多くの先進国は、変動相場制を採用し為替相場の安定性を放棄することで、独立した国内金融政策と国内外における自由な資本移動を確保している。また、香港や一部湾岸諸国は独立した国内金融政策を放棄することで、自由な資本移動と基軸通貨に対する為替相場の固定化を実現している。

それに対して、金利と為替、資本移動に関する自由化改革の途中段階にある中国は、3者の関係を3つの点からなる三角形の面として捉え、状況に応じて各々のバランスを取り、最適な解を求めるような、謂わば「三兎を同時に追う」政策運営を採っている。(図表2)

図表2 国際金融のトリレンマのイメージ図



(資料) 各種公開資料より、三井住友信託銀行作成

<sup>1</sup> 中国共産党の全国代表大会は5年に一度開催されており、次回の第19回大会は2017年10月に予定され、第2期の習近平政権の発足が見込まれている。

同国は1990年代以降、金利・為替・資本移動に関する自由化改革に着手し、それぞれの改革をほぼ同時に推進してきた。しかし、安定した経済発展環境の維持を優先するため、改革には漸進的なアプローチを採り、現状はいずれの自由化も未完成の状況である。

金利についてはインターバンク市場における取引金利の自由化は殆ど完成しているものの、銀行の預金・貸出金利については、当局から窓口指導などを受けるため中央銀行発表の基準金利から大きく乖離することはできない。また、為替は固定相場制からは脱却したものの、中央銀行発表の基準値レートの上下一定範囲内における変動のみが許容される「管理フロート制」となっている。そして、資本移動についても、特定の機関投資家に限定した国内証券市場への参入許可や一部大都市における自由貿易区の設立などに留まっている。かかる状況の下、同国はこれまで、国内金融政策の独立性を優先するような政策運営を行いながら、内外情勢を考慮し為替相場と資本移動に関する規制の強弱を調整してきた。

このような政策運営により、海外から必要な資本・技術を取り入れながら、経済のグローバル化を進め高い経済成長を実現させた。同時に、通貨危機や金融危機などに際しては、為替と資本移動のコントロールによりグローバル金融市場からの悪影響を緩和させ、安定した経済発展環境の維持にも役割を果たし、総じて有効であったと評価できよう。

### 3. 今後は政策舵取りの難度が上昇

同国の政策運営手法はこれまである程度功を奏したとはいえ、今後も有効であり続けるとは限らない。特に、昨今行われた資本移動の段階的な自由化により、規制の範囲内における資本の流入が可能となったほか、グローバル経済との結びつきの強化により規制を迂回した非合法的な資本移動を防止することも難しくなっている。その結果として内外金利差と為替相場の相関関係が強まっており、国内金融政策の制約要因となってしまう状況も見られるようになった。

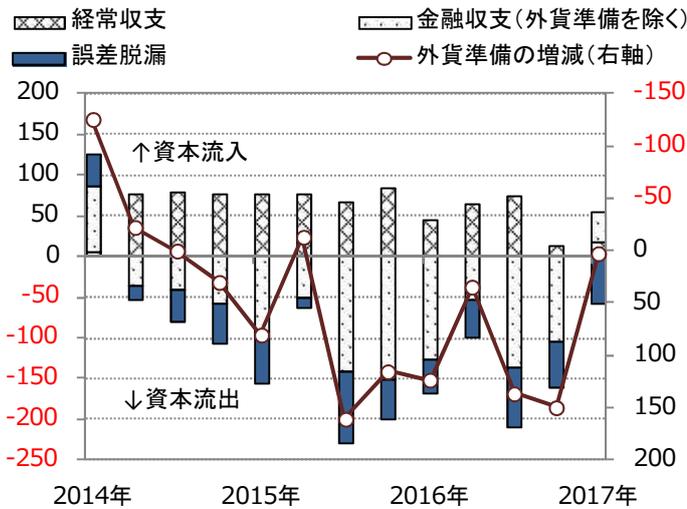
近年、同国の経済成長率は鈍化傾向を辿り、中央銀行は経済成長を支えるため、2015年にかけて預金・貸出基準金利の引き下げなど金融緩和政策を実施した。一方、海外に目を向けると、米国の金融政策は緩和から引締め大きく方向転換され、米国金利やドルが上昇し、米中間の金利差も縮小していた。

そうした中、2015年8月の中央銀行による人民元為替の切り下げ<sup>2</sup>を受け、人民元安の観測が中国内外で急速に台頭し、金融機関や一般企業、そして一部個人投資家までが、合法的・非合法的な手段を講じ外貨建て資産への転換<sup>3</sup>に動いた(次頁図表3)。2016年末にかけて、中国からの資本流出と人民元安が同時に進行し、自己増殖的に加速していた。さらに、中央銀行による相場維持のための継続的な為替介入の結果、同国の外貨準備が急速に減少したため、中国当局による為替相場の安定維持能力に対する懸念が高まった(次頁図表4)。

<sup>2</sup> 中央銀行である中国人民銀行が、2015年8月11日に人民元の基準値レートを前日比約3%切り下げした。当局は切り下げについて、市場実勢価値により近づけるため、基準値レートを前日の市場終値近辺に設定する運営に変更した一環であると説明した。

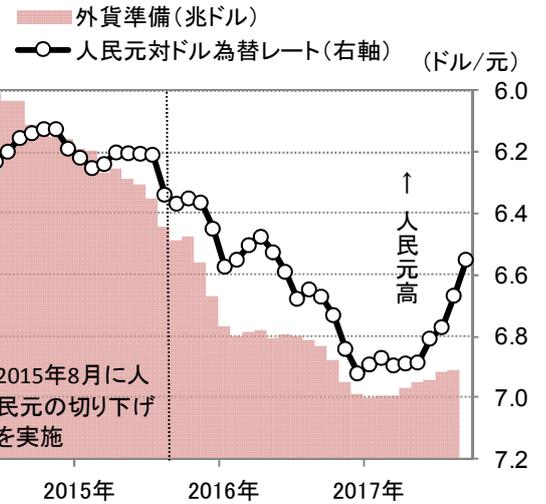
<sup>3</sup> 国際収支表の内、外貨準備を除いた金融収支のマイナス幅が拡大していることから、合法的な資本流出の増加が読み取れる。他方、非合法的な資本移動は国際収支表の誤差脱漏の部に含まれ、非合法的な資金流出の増加は、誤差脱漏のマイナス幅が拡大する一因と考える。

図表3 中国の国際収支の推移(単位:兆ドル)



(資料)CEICデータ、三井住友信託銀行作成  
 (注)外貨準備の増減は「+」=減少、「-」=増加

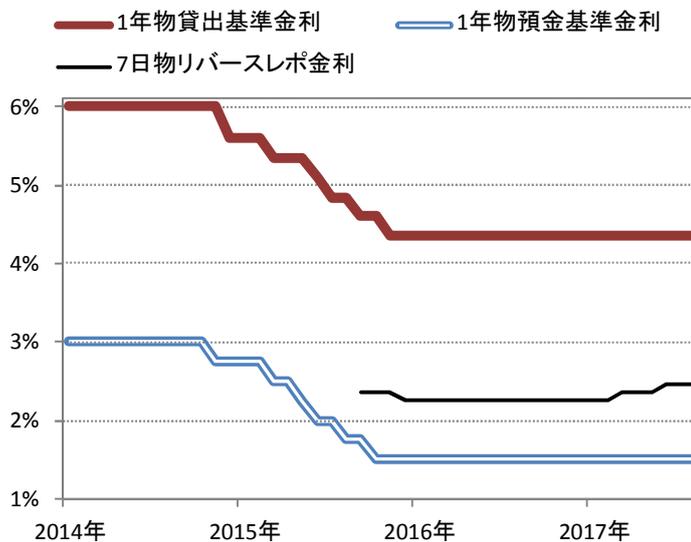
図表4 人民元為替と外準の推移



(資料)CEICデータ、三井住友信託銀行作成  
 (注)データは月末値。外貨準備は2017年8月末値まで  
 為替は2017年9月(直近値は9月15日の終値)まで

このような状況を打開するため、中国当局は今年に入り、資本流出に関する規制の厳格化を発表したほか、リバースレポ金利などインタバンクにおける政策金利の引上げにも踏み込んだ<sup>4</sup> (図表5)。市場金利の引上げについて、当局は金融リスクの防止が目的であると説明したが、急激な人民元安を食い止めるために、同国がこれまで優先してきた国内金融政策の自由度をある程度諦めざるを得なかった、と考えることもできる。

図表5 各種政策金利の推移



(資料)CEICデータ、三井住友信託銀行作成

<sup>4</sup> 但し、実体経済への影響を配慮し、企業や家計部門の調達コスト増加に直結する預金・貸出基準金利については、現在も低水準で据え置かれている。

一連の措置により足元では人民元安の流れが食い止められ、為替相場に関する懸念は一旦後退したが、この小康状態は長続きしない可能性がある。

まず、市場金利の引上げが徐々に実体経済に影響することが予想されるため、中国経済は党大会開催後において再び成長ペースが鈍化する恐れがある。また、米国の利上げは今後も続く見込みで、米中の金利差は再び縮小する可能性が高いことから、人民元は再び減価圧力に晒される懸念があり、その対応で中国当局は再び難しい選択に迫られることが予想される。

当局にとって、経済成長の鈍化局面において為替相場のみを意識した国内金利の引上げは、更なる景気悪化につながりかねず、現実的ではないとみる。また、為替介入による人民元の相場維持は外貨準備の急減につながり、外貨準備の急減はまた当局の為替コントロール能力に対する懸念を引き起こすことで、人民元安を食い止めるどころか、更なる拍車をかけてしまう恐れがある。当局による、為替介入を通じた相場維持も徐々に限界に近づいている。

また、資本移動に関する規制強化は一時的に資本流出を抑制する効果があるものの、自由化改革の流れに逆行する動きとも言えるため、長期的に見ればその弊害が大きい。不人気の資本移動規制は、海外からの投資を阻害し同国の産業高度化に必要な先進技術導入に支障をもたらすほか、余剰な資金が国内に滞留し、不動産市場などに流れ込むことで国内の資産バブルを助長するなど、中国経済のファンダメンタルズを損なってしまうこととなる。

以上から、同国が採ってきた三兎を追う政策運営は国際金融のトリレンマの壁にぶつかりつつあり、当局の政策運営の舵取りは今後、より難しくなることが予想される。

#### 4. 総括

中国はこれまで、金利と為替、資本移動に関する自由化改革を進めてきたが、改革には漸進的なアプローチを採ったため、現状はいずれの自由化も未完成である。かかる状況の下、同国は国内金融政策の独立性を優先するような政策運営を行いながら、内外情勢を考慮し為替相場と資本移動に関する規制の強弱を調整するという、三兎を同時に追うような政策運営を採っている。これまでのところ、その政策運営により国内金融政策の独立性を優先的に確保しながら、海外から必要な資本を取り入れた。また、通貨危機や金融危機などに際し、グローバル金融市場からの悪影響を緩和させ、安定した経済発展環境の維持にも一定の効果を挙げた。しかし、国境を跨ぐ資本移動の自由化が段階的に行われる中で、近時では為替相場と内外金利差の相関関係が強まり、当局による政策運営の難度が上昇しており、いよいよ国際金融のトリレンマという壁にぶつかりつつある状況となった。

中国はいまや世界第2位の経済大国であり、これまで積極的に海外の資本・先端技術を取り入れて高成長を成し遂げたことを踏まえると、最終的には、日米の採用するモデルを目指すことが避けられないと考える。つまり、為替相場に対するコントロールを諦め、変動相場制に移行することで、国内金融政策と資本移動の自由度向上を目指すことが求められる。

但し、変動相場制と資本移動の自由化への移行には大きなリスクを孕む。為替制度の変更は、その発表方法やタイミング次第で、当局による為替コントロールの失敗として受け止められる恐れ

がある。また、変動相場制への移行に成功した後においても、内外環境の急変により人民元安の観測が急速に台頭するリスクがある。それに資本移動の自由化も加わると、同国からの大規模な資本流出と人民元安のオーバーシュートが発生しかねず、最悪の場合、経済の混乱や社会の不安に発展することも排除できない。

今後、日米のモデルを目指して為替と資本移動に関する自由化改革を加速させるのか、それとも上記リスクを恐れて改革の前進に踏み出さず、現状の三兎を追う政策運営を無理に続けて結果的に一兎すら確保できなくなるのか、難しい選択に直面する中国当局の舵取りに注目したい。

(海外調査チーム シェン ショウイー 盛 曉毅 : Sheng\_Xiaoyi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。