

# 中国が陥った国際金融のトリレンマ

資金移動を自由にした結果、ドル建て債務残高が増加して、ドル債務返済の資金流出が加速。人民元安を招いている。

竹中 正治  
(龍谷大学経済学部教授)

**人** 民元の陥っている矛盾を説明するに最も適した国際金融論の概念が「トリレンマ」別名「不可能の三角形」だ。これは、①国境を超えた資金移動の自由、②他国から独立した金融政策、③為替相場の安定性——という三つの要素を同時に満たすことのできる通貨金融制度はありえず、同時に実現できるのは二つまで、という命題だ。

「資金移動の自由」と「独立した金融政策」を選べば変動相場制になり、国際通貨として自由に売買できるドル、ユーロ、円、ポンドなどとなる。「独立した金融政策」と「為替相場の安定性」を選べば、固定相場制になる。「資金移動の自由」と「為替相場の安定性」を選んだ場合は、金本位制、統一通貨制度、カレンシーボード制（香港ドルなどが採用する）、米ドルへの連結制度）などがある。ユーロは、域内では統一通貨だが、域外の通貨に対しては変動する。



1997～98年のアジア通貨危機は、トリレンマの命題が否とする三つの要素を同時に実現した結果だ。東南アジア諸国連合（ASEAN）各国は、内外の金利格差が大きかったにもかかわらず、対ドル相場の変動を介入で抑制した。このため、低金利のドル建てで借入れ、高金利の自国通貨に転換して投資する、強いインセンティブ（動機付け）が発生し、そうした持ち高が累積した。その結果、自国通貨の下落で莫大

な為替損が発生し、ドル債務は返済不能となって、金融危機に陥った。人民元はドルに対する事実上の固定相場制の採用により、内外の資金移動は厳しく規制された。そのおかげで、中国はアジア通貨危機の波及を遮断できた。ところが、近年は「人民元の国際化」を掲げ、段階的に内外の資金移動を自由化している。人民元相場については、依然として介入で変動を抑制している（図）。

ば、ドル債務返済を含むさまざまな資金流出が加速し、人民元が一層下落する可能性が強まる。そこで中国政府は急激な相場変動を避けようと、市場のドル買いに対応（当局のドル売り）してきた。その代償として、外貨準備は14年のピーク時の4兆ドル近い水準から、今年2月末には3・2兆ドルまで急減した。それでも「3兆ドルを超える外貨準備は、危機を回避するのに十分」と考える人もいる。だが、3兆ドルの外貨準備が流動性のある形で保有されているかどうか、実は分からない。2000年代以降、中国の国有大企業は、海外で天然資源関係の事業を積極的に買収してきた。それに要するドル資金を外国為替市場で手当てせず、外貨準備を原資に、政府部門間の貸借でまかなっている可能性もある。その場合は、為替リスクはないが、代わりに天然資源価格の急落により、こうした事業は時価で評価すると莫大な減損状態にあるはずだ。そうならば、実際に使える、流動性のある外貨準備は3兆ドルよりはるかに小さくなる。

その結果、ドル金利が人民元の金利よりも大幅に低下すると、ドル資金を調達し、為替リスク、つまりドルショート（売り）の持ち高を拡大する中国企業が増えた。国際決済銀行（BIS）の推計では、昨年6月末時点の中国のドル建て債務残高は1・2兆ドル（約133兆円）に上る。ドルショートドル債務者は、人民元が下落すると為替損を被る。人民元安の予想が強まれば、

中国がアジア通貨危機型の危機に見舞われるというシナリオは、最悪のケースとして無視できない。

# 人民元の罠

## 中国

国の経済成長鈍化への懸念を背景に、2015年には中国から現預金などを含む約6400億ドル（約72兆円）の資金流出が発生した。また、中国当局は人民元の急激な減価を抑制するために人民元買い・ドル売り介入を行ったため、外貨準備は14年6月の約4兆ドル（約450兆円）から、16年2月には3・2兆ドル（約360兆円）と大幅に減少している。ただし、これは統計上で把握できる資金流出という意味合いに限られる。むしろ注目されるのは統計に計上されないビットコインを通じた資本逃避である。

ビットコインとは民間が発行したデジタルな擬似通貨（以下、仮想通貨）の一種で、銀行などを通じた既存のシステムを利用せずにクロスボーダーでの決済や送金が可能である。ビットコインは交換所を通じて法定通貨と交換することができる。このビットコインの取引量が15年10月以降、中国で急増した。中国の主要なビットコイン取引所における

月次取引量は、15年9月の約700万ビットコイン（約20億ドル）から12月には約8000万ビットコイン（約320億ドル）に達した。これは世界の主要なビットコイン交換所で取引される量の約90%を占める。国際収支上の資金流出と時を同じくして、人民元の減価リスクから逃れるために中国でのビットコインの取引が急増したと考えられる。特に中国では、個人が当局の許可なしに海外送金できる外貨は年間5万元（約85万円）と上限が決められている。また、15年9月末には海外での外貨引き出し・決済手法として銀聯カードを利用する際には、従来からあった1日1万元という上限に加え、年間10万元という制限の追加が公表された。

他方で、ビットコインに関して、中国では金融機関が関連ビジネスを行うことは禁じられているが、個人が交換所などを通じて取引することは自由であることから、さまざまな規制を迂回するためにビットコイン

が利用されたと見られる。中国当局もこのような状況にただ手をこまねいているわけではない。16年1月には中国人民銀行（中央銀行）が仮想通貨に関する検討会を開催し、当局による仮想通貨の発行の可能性について模索していることを明らかにした。ただし、中国当局は仮想通貨の管理の強化に関して二つの難問に直面している。

第一に中国は第13次5カ年計画においてイノベーションを成長の原動力として位置付けており、その一環として「インターネット+」を掲げ、インターネットとさまざまな産業の融合を推進している。国際的にも各国の金融機関が仮想通貨関連の技術活用を目指して研究を重ねている中で、当局が過度に管理を強めてしまえば、中国でのイノベーションを阻害しかねない。第二に、仮想通貨の取引はそもそもボーダレスで匿名

性が高いため、実効性のある規制が可能かは疑問が残る。中国当局が国内での仮想通貨の管理を強化しても、国外の仮想通貨の交換所への規制は難しい。このような難問を抱えながら、中国当局の仮想通貨の管理に関する試行錯誤は今後も継続するだろう。中国国内における仮想通貨に関する管理の強化もすぐに実施されるとは考えにくく、その間にも中国経済の減速や人民元の減価が再び懸念されれば、ビットコインを通じた資本逃避は拡大すると考えられ、金融政策や資本規制といったマクロ政策運営にも影響が出る可能性がある。今後の中国当局の対応が注目されよう。

規制と技術革新のジレンマ



## どん詰まり中国

海外送金できる外貨に上限がある中国では、ビットコインの取引量が急増している。

# ビットコインで進む資本逃避

矢作 大祐  
(大和総研研究員)

