

2017年1月24日  
No.2016-037

## 中国は人民元の減価や資本流出の拡大にどのように対処すべきか

調査部 主任研究員 清水聡

### 《要 点》

- ◆ 2014年以降、人民元の対ドルレートは減価に転じた。その背景にあるのは、米中の景況感の違い、中国の経常収支黒字の縮小や資本流入の減少による増価圧力の低下などである。中国人民銀行は人民元の通貨バスケットに対する安定を図るようになっていくが、継続的な為替市場介入により外貨準備はピーク時から約1兆ドル減少している。
- ◆ 中国の金融収支（外貨準備を除く）は、2014年以降、流出超過が続いている。その原因は、第1に、長期的に資本取引規制の緩和が進んできたこともあり、様々な形での対外投資が拡大していることである。第2に、中国の景気減速や構造改革の遅れなどを受けて、海外投資家が資金を引き上げるとともに、国内投資家の間でも資本逃避的な動きが拡大していることである。中国企業は為替リスクへの対応を活発に行っており、人民元の減価観測が支配的である限り、資本流出が継続する可能性が高い。
- ◆ 2009年以降、人民元の国際化政策の推進に伴い、人民元建ての資本フローを中心に資本取引の自由化が加速した。しかし最近では、資本流出が拡大していることを反映し、流出規制の強化が多様な方法で行われている。また、それとともに資本流入規制を緩和する動きもみられる。
- ◆ 今後、人民元の増価期待と減価期待を可能な限り均衡させることを目指す必要がある。ただし、外貨準備の減少を伴う為替市場介入は極力控え、市場とのコミュニケーションの改善や、市場流動性の向上を実現するための政策（市場参加者の拡大やリスクヘッジ手段の拡充など）に注力していくことが重要であろう。中期的には、より柔軟性の高い為替制度への移行を目指す必要がある。一方、資本取引の自由化は慎重に進めるべきであり、当面は資本流出規制の強化もやむを得ない。その際、規制変更は透明なものとする、違法な取引に対する取り締まりを強化することなどが求められる。加えて重要なのは、資本流出を招いている根本的な原因である景気減速や構造改革の遅れなどに対処することであるのはいままでのない。

本件に関するご照会は、調査部・主任研究員・清水聡宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-2456

Mail: [shimizu.satoshi@jri.co.jp](mailto:shimizu.satoshi@jri.co.jp)

## 1. 為替政策、為替レート、外貨準備などの状況

### (1) 歴史的推移

中国では、景気減速とともに人民元の減価が進み、外貨準備の減少が顕著となっている。また、資本流出が拡大し、当局は対応に苦慮している。本稿では、これらの問題について述べる。

中国は2005年7月に固定相場制を変更し、「通貨バスケットを参考に調整した管理変動相場制」を採用した。以来、2008年7月～2010年6月の固定相場の時期を除くと、対ドル名目レートは2014年初めまでかなり規則的に増価してきた(図表1)。2005年の制度変更前の1ドル=8.28元から2014

年1月の1ドル=6.05元までの

上昇率は、36.9%に及んだ。また、BISによる実質実効レート

(2010年=100)も、2005年7月の85.0から2014年1月には121.2となり、42.6%上昇している。

この間の為替政策の特徴は、大きく2つある。第1に、中国人民銀行(以下、人民銀行)による管理が厳しく、柔軟性が低かったことである。通貨バスケットを参照するとしながらも、対ドルレートのボラティリティが際立って低く、実態としてはドルに対するクローリング・ペッグであった。対ドルレートの変動幅は基準値の上下0.3%から2.0%まで段階的に拡大されたが、それは管理が次第に弱められたことを意味するものではない。為替レートは

日常的な市場介入によってコントロールされており、その状況は現在まで大きくは変化していない。なお、実質実効レートは名目レートよりは変動しているものの、それほど大きなものではない。

第2に、前述の通り、人民元の増価が続いたことである。2000年代、中国では経常収支も金融収支も黒字であり、人民元は過小評価されていると批判され続けた。当局は、市場介入により、対ドルレートが緩やかに増価するように管理を行ってきた。その結果、2006年1月に8,450億ドルであった外貨準備は、2014年6月には約4.7倍の3兆9,932億ドルとなった(図表2)。

この間、国際収支にも変化がみられる。2007年に9.9%に達していた経常収支黒字の対GDP比率は、2013年には1.5%に低下した(図表3)。もちろん、これを人民元の増価の影響のみによるものと考えすることはできず、外需の低迷や中国のリバランス政策も影響していることには注意する必要がある。



## (2) 最近の状況

2014年以降、人民元の対ドルレートは減価に転じ、2014年初年から2016年末までの減価率は約12.6%となった(図表1)。最大の原因は、米中の景況感の違いである。米国では2013年半ばに金融政策の変更が示唆される一方、中国では景気減速から金融緩和が続き、米中金利差の縮小が予想されるようになった。ドルは、人民元以外の多くの通貨に対しても増価した。

第2の原因は、国際収支の変化である。前述の通り、経常収支黒字が大幅に縮小した上に、資本流入の勢いも弱まり、需給関係に基づく人民元の増価圧力が低下したと考えられる。

第3の原因は、外貨準備の減少の影響である。人民元の減価は輸出競争力の向上につながるため、中国にとって必ずしも悪いことではないが、急激な減価や大幅な減価は望ましくない。このため、減価を抑制する市場介入が継続的に行われており、外貨準備はピーク時の約4兆ドルから2016年12月には3兆105億ドルに減少した<sup>12</sup>。このような外貨準備の減少は、対外的脆弱性を高め、市場の信認を低下させることにより、人民元の減価を加速させている可能性がある。また、香港のオフショア人民元(CNH)市場に対する介入もみられるようになっており、香港市場の流動性の減少や銀行間金利の急上昇などの事態を招いている<sup>3</sup>。

第4の原因は、従来の為替政策運営の影響である。人民元をドルに対して安定させるとともに緩やかに増価させる政策を長期的に維持してきたため、相場観が一方向に傾きやすく、また、強固な相場観が形成されやすい。現状では、市場において「当面、人民元はドルに対して減価し続ける」という相場観が支配的になっているものとみられる。

こうした中、2015年8月11日に、人民銀行が毎日の基準値の設定方法を前日の終値を参考とする方法に変更し、市場実勢をより反映する姿勢が示されたほか、基準値が8月10日の1ドル=6.1162元から3日連続で切り下げられ、13日には1ドル=6.4010元となり、切り下げ幅は約4.7%となった。これらの措置は、人民元をIMFのSDR(特別引き出し権)の構成通貨バスケットに加えるために必要な運営上の課題を克服するために行われたとみられるものの、人民元の増価を抑制する意



(資料)CEIC, IMF WEO Database

<sup>1</sup> ただし、外貨準備残高は為替レートの変動によっても変化することには注意が必要である。例えば、IMFによると、2015年の減少額5,130億ドルのうち、市場介入による減少は3,420億ドルであった。

<sup>2</sup> IMFによれば、2015年末の外貨準備残高は、資本取引規制の存在を考慮した場合には最低必要額の190%、考慮しない場合には同118%であった。その後の残高変化から単純に計算すれば、2016年12月時点ではそれぞれ172%と107%となる。IMFは、中国では資本取引の自由化が進んできており、実態としては規制を考慮しない場合の数値に近づいているとしている。ただし、以上の数値はあくまでも目安であり、実際にはより詳細な検討を要することには注意する必要がある。

<sup>3</sup> 2017年1月5日には、当局の意向を受け、香港市場において人民元レートと翌日物銀行間金利(CNH Hibor)が急上昇し、人民元を売り持ちにしていた市場参加者の買い戻しを促した。前年の12月30日に12.81%であった同金利は1月5日には38.3%、1月6日には61.33%に上昇した。この動きを受け、上海市場における人民元の対ドルレート基準値は、1月6日には前日比639bp元高の1ドル=8.8668元に設定された。

図がなかったとはいきれないであろう。

同年12月には、中国外国為替取引システム（CFETS：China Foreign Exchange Trade System）が13通貨のバスケットによる人民元為替レートインデックス（CFETS RMB Index）を公表し、通貨バスケットに対する人民元の価値の安定を重視していることを強調した。併せて、BISによる通貨バスケットとSDRの構成通貨バスケット（人民元を除く4通貨による）によるインデックスも発表されることになった。

CFETS RMB Indexの推移をみると、2015年12月末の100.94から緩やかな低下が続き、2016年7月8日に94.25となった後は、若干の変動はあるものの安定的に推移し、同年12月30日には94.83となっている（発表は週次で行われる）。

2016年12月29日には、CFETS RMB Indexを原則として毎年末に見直すことが発表され、今回はバスケットを13通貨から24通貨に増やすこととされた（図表4）。米ドルの比率は、13通貨の際の26.4%から24通貨では22.4%に低下した。BISとSDRのバスケットでは、それぞれ17.8%と46.85%となっている。

CFETS RMB Indexは、2016年半ば以降安定しており、通貨バスケットに対する人民元の安定が図られていることは確かである。通貨バスケットを参照するとしながらも対ドルレートの安定を図ってきたかつての政策とは、異なるものになったということであろう。しかし、市場とのコミュニケーションを改善し、政策の透明性を高める余地は依然大きいと考えられる。また、通貨バスケット制は、より柔軟な制度に移行するまでの過渡的な政策と考えるべきであろう（後述）。

（図表4）2017年のCFETS通貨バスケット

通貨	比率 (%)
米ドル	22.40
ユーロ	16.34
日本円	11.53
韓国ウォン	10.77
豪ドル	4.40
香港ドル	4.28
マレーシアリング	3.75
シンガポールドル	3.21
英ポンド	3.16
タイバーツ	2.91
ロシアルーブル	2.63
カナダドル	2.15
その他(12通貨)	12.47

（注）比率が2%以上の通貨のみ表示。  
 （資料）CFETSウェブサイト

## 2. 資本流出の拡大

中国の国際収支の推移をみると、経常収支と金融収支がともに黒字という状況が続いてきた。経常収支黒字は2008年をピークに減少したが、2014年、2015年は輸入の伸び悩みもあって再び増加基調となっている（図表5）。

金融収支黒字は、リーマンショック以降、大幅に拡大した。内訳をみると、主に直接投資の流入と対外借り入れの増加によって拡大している。中国の高成長見通しと世界的な金融緩和が要因となり、多くの資金が流入したと考えられる。中国には多様な資本取引規制が存在しているにもかかわらず、資本フローが急速に拡大したことになる。

しかし、2014年以降、金融収支（外貨準備を除く）は流出超過となり、2014年は▲514億ドル、2015年は▲4,856億ドルの赤字となった。これに誤差脱漏を含めると、それぞれ▲1,596億ドル、▲6,739億ドルとなる。

以上を反映して、外貨準備による対外投資も減少した。2014年は▲1,178億ドルの流出超過（投資の増加）を確保したものの、2015年は3,429億ドルの流入超過となり、それだけ投資が減少したことになる。この傾向は2016年も続き、中国による米国債保有の減少をもたらしている。このことは、米中関係にも影響を及ぼす可能性があるだろう。

資本流出超過の拡大は、流入の減少と流出の増加の双方によって生じている。その原因は、大きく2つに分けられよう。第1に、長期的に資本取引規制の緩和が進んできたこともあり、様々な形での対外投資が拡大していることである。すなわち、企業が海外に投資機会を求める、家計が海外投資により資産運用を多様化する、などである。これには、国内の金融資本市場が未整備であるため、市場のボラティリティが高く投資しにくいことも影響しているとみられる。この点は、海外投資家による対内投資を抑制している原因でもあるといえよう。

(図表5) 国際収支の推移

	(百万ドル)				
	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
経常収支	215,392	148,204	277,434	330,602	172,747
貿易収支	311,570	358,981	435,042	566,998	366,923
輸出	1,973,516	2,148,589	2,243,761	2,142,754	1,447,269
輸入	▲1,661,947	▲1,789,608	▲1,808,720	▲1,575,756	▲1,080,346
サービス収支	▲79,725	▲123,602	▲172,355	▲182,356	▲183,006
第一次所得収支	▲19,887	▲78,442	13,301	▲45,363	▲6,669
第二次所得収支	3,434	▲8,733	1,446	▲8,677	▲4,501
資本移転等収支	4,272	3,052	▲33	316	▲337
金融収支	▲132,590	▲88,331	▲169,141	▲142,675	▲9,062
流出	▲399,586	▲651,666	▲580,634	▲49,067	▲156,871
流入	266,996	563,334	411,493	▲93,608	147,809
外貨準備以外の金融収支	▲36,038	343,048	▲51,361	▲485,614	▲303,171
流出	▲303,034	▲220,286	▲462,854	▲392,006	▲450,981
流入	266,996	563,334	411,493	▲93,608	147,809
直接投資	176,250	217,958	144,968	62,058	▲75,668
流出	▲64,963	▲72,971	▲123,130	▲187,801	▲176,647
株式	▲72,766	▲88,236	▲142,330	▲145,187	▲119,055
貸出	7,803	15,265	19,200	▲42,614	▲57,592
流入	241,214	290,928	268,097	249,859	100,979
株式	214,523	265,408	210,897	219,627	100,548
借入	26,691	25,521	57,200	30,232	430
証券投資	47,779	52,891	82,429	▲66,470	▲43,664
流出	▲6,391	▲5,353	▲10,815	▲73,209	▲69,797
株式	2,029	▲2,531	▲1,402	▲39,679	▲32,644
債券	▲8,420	▲2,822	▲9,413	▲33,530	▲37,153
流入	54,170	58,244	93,244	6,739	26,133
株式	29,903	32,595	51,916	14,964	17,146
債券	24,267	25,649	41,328	▲8,226	8,988
金融派生商品	0	0	0	▲2,087	▲3,154
その他投資	▲260,068	72,200	▲278,758	▲479,115	▲180,686
流出	▲231,680	▲141,962	▲328,909	▲127,577	▲199,093
流入	▲28,388	214,162	50,151	▲351,538	18,407
外貨準備	▲96,552	▲431,379	▲117,780	342,939	294,110
誤差脱漏	▲87,074	▲62,925	▲108,260	▲188,244	▲163,349

(注)2016年は1~9月。  
(資料)CEIC

第2に、中国の景気が減速し、構造改革もなかなか進まないため、中期的にも明るい成長見通しを持ちにくい状況となり、海外投資家が資金を引き上げるとともに、国内投資家の間でも資本逃避的な動きが拡大していることである。当面は人民元の減価が続くという相場観が支配的になっていることが、この動きをさらに助長している。

また、2009年以降、誤差脱漏がマイナスとなっているが、これは資本逃避を示すというのが一般的な見方である。2014年以降は▲1,000億ドルを超えており、拡大傾向が顕著である<sup>4</sup>。

以上の動きを投資の種類別にみると、まず直接投資に関しては、流入はほぼ横ばいを維持しており、バランスも流入超過となっているが、2014年以降は対外投資の増加が顕著となっている。これは主に国有企業を中心に行われており、その約3分の2は香港・シンガポール・インドネシアなどのアジア向けであり、それ以外ではオーストラリアや米国向けが多い。業種別では、資源、金融、卸小売りなどのサービス業が中心である。オーストラリア向け投資の65%は、資源関連となっている。ただし、最近では直接投資の中で社内ローンの増加が認められ、企業が規制の比較的緩やかな直接投資に該当する取引を利用して、国内資産へのエクスポージャーを減らそうとしていると考えられる。

次に、証券投資に関しては、2015年に流入の急減と流出の急増が生じ、収支は▲665億ドルと2006年以来の流出超過に転じた。これは主に内外市場の収益率見通しの違いを反映したものとみら

<sup>4</sup> ただし、誤差脱漏の多くの部分は、記録されていない貿易信用取引（中国企業の借り入れや輸入代金の先払い等）によるという指摘もある。

れるが、証券投資に対する資本取引規制は最も厳しいため、振れ幅は小さく金融収支に与える影響も小さい。

これに対し、その他投資は金額が大きく、直接投資に比較して不安定であるため、金融収支に最も大きな影響を与える要因となっている。2014年、2015年はそれぞれ▲2,788億ドル、▲4,791億ドルと大幅な流出超過となった。

これらの変化には、国内外の銀行の融資姿勢が影響すると同時に、為替レートに対する見方を反映した中国企業の行動が深くかかわっている。現在は人民元の先安観が支配的であるため、企業は輸出取引によって受領した外貨を人民元に転換せず、外貨預金に存置する傾向がみられる。このことが、対外資産の増加につながっている。また、アジアに対する投資意欲の強さを背景に増加してきたドル建て債務を返済する動きも活発となり、対外債務の減少に結びついている。

対外債務はもともとそれほど大きいわけではなく、債務の返済には限度がある<sup>5</sup>。しかし、企業が多様な方法で為替リスク管理を活発に行っていることは確かであり、人民元の減価が続くという見方が支配的である限りは、資本流出が継続する可能性が高い。

長期的には、対外資産の構成が外貨準備から民間資産にシフトすることは必ずしも悪いことではない。しかし、急激な変化は様々なリスクを高めることになるため、望ましくないといえよう。

なお、中国政府が汚職の摘発を強めたことも、資本逃避を促進している可能性がある。マカオのカジノがマネー・ロンダリングや非合法的な資本フローの経路として利用されてきたことから、2015年8月に人民銀行とマカオ通貨庁はこれらを防ぐための覚書を結んだ。また、数百億ドルに及ぶ違法送金を行っていた地下銀行の摘発も行われている。さらに、輸入金額の過大申告や輸出金額の過少申告が、資本逃避のために日常的に用いられる手段となっている<sup>6</sup>。

### 3. 資本取引規制の変更の状況

中国の資本取引の自由化は90年代半ばに開始され、長い時間をかけて自由化する確固とした漸進主義がとられてきた。総じて資本流入が流出よりも先に自由化されている。また、自由化が進んできたものの、個人の対外投資、証券投資、対外債務となる取引などに厳格な規制が残されている。

2009年以降、人民元の国際化政策の推進に伴い、貿易取引の人民元建て決済が拡大するとともに人民元の本土への還流メカニズムが作られ、短期資本フローに関する規制が緩和されることになった。外貨建ての資本フローが相対的に厳しく規制されている一方、人民元建ての資本フローに対する規制は緩やかとなり、短期資本フローの経路として利用されている。

ただし、最近では、資本流出が拡大していることを反映して、流出規制の強化が多様な方法で行われている。2016年7月には人民銀行が銀行に対して資本流出に該当する取引を控えるよう口頭で求めた（いわゆる窓口指導）ことが報じられるなど、政府が資本流出を抑え込もうとする姿勢が鮮明になっている。また、中国系の銀行が香港のオフショア市場で受け入れている人民元預金に対して国内と同じ17.5%の準備率が課されるなど、香港市場の流動性を管理してオフショア人民元売りを抑制しようとする動きもみられる。

昨年秋以降、こうした姿勢はさらに強固なものとなり、上海自由貿易試験区での資本移動の監視

<sup>5</sup> 対外債務は、2015年末に1兆4,162億ドル（対GDP比率は13.1%）にとどまる。全体の65.0%にあたる9,206億ドルが、短期債務となっている。

<sup>6</sup> 加えて、ビットコインの取引が資本逃避に利用されているという見方もある。

の強化や、国内企業による対外直接投資に対する監視の強化などが実施されている<sup>7</sup>。

一方、資本流入規制を緩和する動きもみられる。2015年7月には、人民元のSDR構成通貨バスケット入りをにらんで中央銀行・政府系ファンド・国際開発金融機関の銀行間債券市場（CIBM：China Interbank Bond Market）への参加制限を緩和する政策が実施されたが、2016年にはこれを民間金融機関に拡大する措置が発表されている。人民元のSDR入りを果たした中国が、資本取引の自由化を進めつつ、金融収支の流出超過の縮小を図ろうとしているものとみられる。

## 4. 求められる対策

### （1）為替政策

人民元の減価や資本流出の拡大は中国にとって深刻な問題となっており、これらに対処することは不可欠である。人民元の減価が資本流出を招き、それによる国際収支の悪化がさらに人民元の減価につながる悪循環に陥っていると考えられ、これを食い止めることが求められる。

前述の通り、従来の為替政策の影響から、為替市場の相場観は一方向に偏りがちになっている。長年、人民元の増価期待が持続した後、現在は減価観測が支配的になっている。また、為替市場介入を頻繁に行っているために、外貨準備の大幅な増加や、その後の減少が発生してきた。

今後は、人民元の増価期待と減価期待を可能な限り均衡させることを目指す必要がある。ただし、為替市場介入を頻繁に行うことは回避すべきである。外貨準備の適正水準は必ずしも明らかではないが、その減少が続けば市場の信認が失われ、事態はさらに悪化する。市場介入は、人民元の急落などの投機的な為替変動への対処に限定して行うべきであろう。

また、香港のオフショア人民元市場の流動性を抑制する方法がとられているが、金利が50%を超えて高騰する事態は通常ではなく、市場の健全な発展のためには好ましくない。こうした政策によって市場参加者が減少すれば、値動きがさらに激しくなることも懸念される。香港市場の人民元建て預金残高は2014年末のピーク時の約1兆円から2016年11月には6,276億元に減少しており、人民元の国際化の進展を阻む要因となっている（図表6）<sup>8</sup>。

為替レートに対する市場の見方を変化させるには、市場とのコミュニケーションを一層緊密化することが重要であろう。当局は

2015年末にCFETS RMB Indexを公表し、通貨バスケットを参照していることを強調したが、今後、為替政策の枠組みや運営方針に関するより詳細な情報を提供することが求められるよう。

また、人民元の減価を明確に意図した政策は、現時点では市



(資料) Hong Kong Monetary Authority

<sup>7</sup> 最近では、大口の資本取引や個人の外貨両替などに対する監視の強化が新たに実施されている（2017年1月20日付日本経済新聞「中国保有の米国債急減」参照）。

<sup>8</sup> ドルなどの経験をも、通貨の国際化の推進には、整備されたオフショア市場の存在が重要な役割を果たしている。

場の減価観測を増幅する可能性があり、リスクが高いと考えられる。少なくとも当面は、通貨バスケットに対する安定を最優先の目標として、政策を運営すべきであろう。

今後、資本取引が自由化されていくことを前提とすれば、中期的にはより柔軟な為替制度を目指さなければならない。そのためにも、市場介入の実施は極力控え、為替レートの決定はできる限り市場に任せるべきであろう。そして、市場とのコミュニケーションの改善や、市場流動性の向上を実現するための政策（市場参加者の拡大やリスクヘッジ手段の拡充など）に注力していくことが重要である。

## （2）資本流出対策

資本取引規制は、きわめて緩やかに自由化されてきた。全般的に流入規制に比較して流出規制の自由化が遅れて実施されてきたことに留意すれば、現時点でポートフォリオの内外分散などの目的から資本流出が拡大していることは、ある程度自然なことであるといえよう。ただし、現状は、それに加えて景気減速、構造改革の遅れ、人民元の減価などから資本流出が加速している。

資本フローの実態をみれば、資本取引規制は実質的にはかなり自由化されているといえる。こうした中、現状では、一段の自由化は当面先送りせざるを得ないであろう。一般的にも、資本取引の自由化は十分な準備をした上で慎重に行うべきであることが強調されるようになっている。

資本流出を抑制するための対策としてあげられるのは、第 1 に、マクロ政策による対応である。景気に対する悪影響をできる限り回避しつつ、金融引き締めを行うことが考えられる。

第 2 に、資本取引規制の変更（流入規制の緩和ならびに流出規制の強化）である。これを実施するに当たっては、以下の点に留意すべきであろう。①長期的な自由化の方針・計画を念頭に置くこと。資本流入規制の緩和は基本的には望ましいが、拙速に行えば将来の流出拡大につながりかねない。また、資本流出規制の強化に関しては、自由化に大きく逆行するような政策を実施すれば、信認の著しい低下につながりかねない。したがって、極力、時限措置などの形をとるべきであろう。②規制変更は透明なものとする。窓口指導のような方法によって取引の抑制を求めることは、望ましいとはいえない。③違法な取引に対する取り締まりを強化すること。規制の範囲内で行われている取引を抑制することは慎重に行うべきであるが、違法な取引を削減することは不可欠である。

第 3 に、資本流出の根本的な原因となっている景気減速や構造改革の遅れなどへの対処である。構造改革に関しては、特に金融改革が重要であろう。金融システムの未整備は、中国経済を市場化させる上で大きな障害となっており、改善が不可欠である。また、金融資本市場の整備によって国内に魅力的な投資対象を作り出すことが、資本流出の抑制に資すると考えられる。

## （3）まとめ

中国当局は、為替変動や資本取引をある程度自由化しつつも様々な形でコントロールを図る政策を継続しているが、それには限界がみえてきているのではないか。仮に、それらが維持不可能な政策であるとすれば、実施し続けることにはリスクがあり、いずれかの時点で政策スタンスを変更しなければならない。人民元が SDR の構成通貨バスケットに入った以上、資本取引規制を大幅に強化する方向に向かうことはできないとすれば、来るべき資本取引の自由化に備えて、まずは為替変動の一段の自由化を、時間をかけて行う必要があるだろう。中国当局は、金融資本市場を思惑通りにコントロールできるという考え方を、再検討すべき時期に来ているように思われる。