

In April 2022, Osaka City University and Osaka Prefecture University merge to Osaka Metropolitan University

Title	人民元オフショア市場と「管理された」国際化：国際金融秩序への挑戦
Author	村瀬 哲司
Citation	経済学雑誌, 112巻3号, p.169-196.
Issue Date	2011-12
ISSN	0451-6281
Type	Departmental Bulletin Paper
Textversion	Publisher
Publisher	大阪市立大学経済学会
Description	長沼進一・山下英次両教授退任記念号
DOI	

Placed on: Osaka City University

Osaka Metropolitan University

人民元オフショア市場と「管理された」国際化

——国際金融秩序への挑戦——

村瀬哲司

目 次

はじめに

- I. 人民元決済の進展と香港オフショア市場
 - 1. 元貿易決済から元經常・資本取引決済へ
 - 2. 香港オフショア市場業務が本格化
- II. 上海・香港の外国為替市場と人民元の国際流動性
 - 1. 上海外国為替市場
 - 2. 香港外国為替市場
 - 3. 人民元の国際流動性
- III. 人民元国際化戦略の具体的展開
 - 1. 管理された国際化の推進
 - (1) 人民元オフショア市場の概念
 - (2) 管理された国際化構想の輪郭
 - (3) 元資金の流れの管理
 - 2. 人民元国際化の現状と段階的国際化論の関係

- 3. 香港市場の優位性と上海国際金融センター
 - (1) 香港オフショア市場の優位性
 - (2) 上海国際金融センターの将来像
- IV. 管理された国際化戦略の意義と課題
 - 1. 意義
 - (1) 国際金融秩序への挑戦
 - (2) 東アジア通貨・金融協力
 - 2. 課題
 - (1) 「管理された」国際通貨と内外分離政策
 - (2) 内外分離政策の費用対効果
 - (3) 国内金融改革・金利自由化の遅れ
 - (4) 複数為替相場と複数金利の問題
 - (5) 漸進的資本規制緩和と「相場形成メカニズムの改善」

おわりに

はじめに

通貨の国際化には国内金融政策との葛藤が伴う。資本勘定の対外開放は、たとえ完全自由化でなくても国内金融政策の攪乱要因となることから、かつての日本、ドイツは一時期自国通貨の国際化に消極的だった。中国も、従来人民元の国際化にはきわめて慎重だったし、2008年12月国際化路線に転換した後も、中国人民銀行（以下人民銀行）は、元の「走出去」と称し、「国際化」の用語を避けている。

中国が取ろうとしている元の国際化戦略は、元市場の内外分離策であり、香港オフショア市場を実験の場としている。元建ての実需取引円滑化と、元に対する投機的資本取引の抑制を図りつつ、中国経済の過度のドル依存体质からの脱却を目指すものである。元市場の内外分離政策は、国際化による国内金融の攪乱を回避するための現実的な妥協策と考えられる。

[キーワード]

人民元、国際化、香港オフショア市場、内外分離政策

他方、中国政府は、時期は明示していないが、元を完全な交換性を持つ通貨、すなわち国際通貨にする目標を掲げている。中国政府の強い管理志向と通貨3原則に鑑みると、元市場の内外分離策は、実需と投機取引を区分して元の国際化を推進しようとする新たな実験とも解することができる。資本規制の一定部分を投機抑制のために維持しながら、人民元を「管理された」国際通貨にするという新しい試みではなかろうか。

成功の曉には、ドル、ユーロ、円など従来の国際通貨の既成概念を破ることになるだろう。国際金融秩序への挑戦であり、パラダイム・シフトを意味する¹⁾。

第1節は、元の国際化の進展状況を概観する。第2節は、上海と香港の外国為替市場の仕組みと元の国際流動性の増減要因を詳述する。これは次節以降の議論を理解するための基礎知識である。第3節は、中国政府が推進している政策を「管理された国際化」として解し、今後の具体的展開を推論する。第4節は、元の国際化戦略の最終目標とプロセスが既存の国際通貨とは異なることを指摘し、その意義と問題点を明らかにする。

I. 人民元決済の進展と香港オフショア市場

1. 元貿易決済から元経常・資本取引決済へ

人民元国際化の一環として2009年7月、貿易の元決済の試行が開始された。同年年末までの実績は30億元にとどまったが、10年第3四半期から大きく増加し、10年の年間実績は5063.4億元（貿易総額の2.5%）となり、11年第1四半期には貿易総額の7%を超えた。元決済は、貨物・サービス貿易とその他経常取引を対象とするだけではない。10月には新疆省で元による直接投資が試行され、年末までの対非居住者投融资の契約実績は投資案件427億元、融資案件814億元と報じられている。11年1月人民銀行は、対外直接投資の元決済試行を正式に通知した²⁾（公告 [2011] 第1号）。

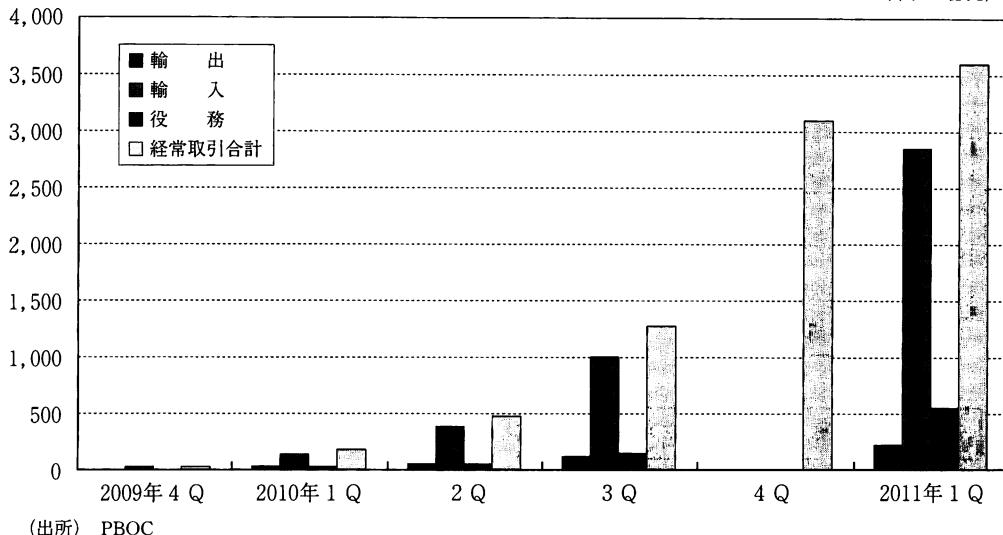
10年後半から元貿易決済の急増をもたらした要因は、6月に対象地域・業務が拡大されたこと、さらに7月香港での人民元オフショア業務が本格化したことにある。6月17日人民銀行など関連6部局は「クロスボーダー貿易人民元決済機構の拡大に関する問題の通知」（銀發[2010] 186号）を公布した。これにより、① 対象地域：海外は ASEAN・香港・マカオから全世界へ、国内は上海など5都市から20省・自治区・直轄市（中国の貿易の95%を占めるといわれる）に拡大された。② 対象業務：貨物貿易から経常項目のすべての決済が認められるようになった。③ 対象企業：貨物輸出はパイロット企業に対し、貨物輸入、サービスその他経常項目はすべての企業に元決済が認められることとなった。

1) 人民銀行の夏斌金融政策委員は「人民元の国際化の過程が、世界の主要な準備通貨が歩んだ道のりとは異なり、歴史上、かつてなかった現象であること……」と述べる。（2011年7月1日付け日本経済新聞「経済教室」）

2) 2011年3月までの実績は170億元（11年4月27日付け「上海証券報」）。

図表1 人民元貿易・役務取引決済額

(単位：億元)



(出所) PBOC

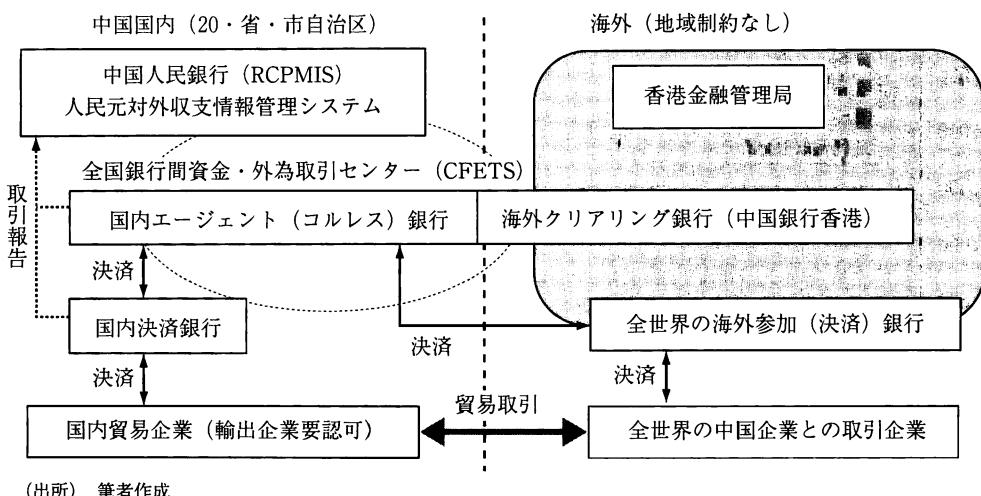
ここで注目すべき点は、2011年3月までの実績で輸出が全体の1割に満たないことがある（ただし10年第4四半期の内訳は公表されていない）。対外支払い（輸入、サービス支払）が圧倒的で、対外受取（輸出、サービス受取）は僅かである。元が切上げ傾向にあるなかで、本来は輸出業者が元決済を切望し、輸入業者はむしろ外貨決済を選好するはずであるが、これまで逆の現象が生じている。

この原因として第一に、上記③対象企業が、増税還付手続きの関連で貨物輸出はパイロット企業に限定されたことある。12月にクロスボーダー人民元決済の輸出パイロット企業第2陣（16試行地域67359社）が発表され（第1陣は365社），認定された企業は輸出増税還付を受けることができるようになった。認定企業が大幅に拡大されたことから、今後は輸出に関わる人民元決済も増えると考えられる。

第二に、輸入決済の割合が大きい原因是、すべての企業が対象となったことに加え、貿易相手企業との交渉力の問題が考えられる。すなわち元切上げ傾向のもと、貿易の相手方である海外企業は、中国の輸出業者に対し外貨建て支払い契約を要求する一方、輸入業者からは元による代金受取りを選好する。

第三に、10年7月から香港オフショア市場が本格的に動き出し、オフショア市場独自の人民元相場（CNH相場：11年夏まで上海市場に比べて対ドル高）が形成されるようになったことが挙げられる。すなわち中国の輸入企業が香港の同一グループ企業に対して元で決済し、さらにグループ企業が（中国国内の為替市場に比べ）割安なドルを香港で購入して対外決済をするケースが拡がったと考えられる。いわば二重為替相場を利用した裁定取引である。

図表2 人民元貿易決済スキーム（2011年3月現在）



(出所) 筆者作成

2. 香港オフショア市場業務が本格化

2004年に始まった香港における人民元業務は、第一期個人預金中心の小売業務から、07年中國国内金融機関による元建て債券発行により資本市場業務を含む第二段階に入った。08年末國務院は「金融30条意見」で香港での人民元業務発展の支援を表明、09年7月中国銀行（香港）が貿易の元清算（クリアリング）銀行に就任し、香港は対外貿易の元決済の中心的役割を担うこととなった（第三段階）。10年7月以降は、資産管理など人民元オフショア業務が本格化する第四段階にあるといえる。

これまで中国の貿易元決済の相手国地域は圧倒的に東アジアであり、なかでも香港のシェアは2010年70%を超えた（10年6月現在香港74%，シンガポール13%）。逆に香港の対中貿易（再輸出を含む）に占める元決済の比率は、筆者の試算によると10年第4四半期37.6%に達している。香港で貿易に従事する中小企業の37%がすでに元決済の実績があるとの報告もある。香港・中国間の貿易に限れば急速に元建化が進んでいると言える。

2010年7月19日人民銀行と香港金融管理局は、香港での人民元業務拡大に合意した。この結果、①企業の元口座開設（貿易決済に限らず、目的を問わない）、②企業の元借り入れ（ただし個人は認められず）、③元の銀行口座間での資金振替、ならびに④銀行による元建て金融商品の取り扱いが自由化された。

8月16日人民銀行は「域外のクリアリング銀行など3機構の銀行間債券市場への投資による人民元運用試行の関連事項についての通知」（銀發〔2010〕217号）を発表した。域外通貨当局、香港マカオの元清算銀行および貿易元決済参加銀行は、国内銀行間人民元債券市場への投資が認められる。この措置が実施されることで、当該海外銀行は、元資金の運用対象が広がることから、従来に比べ元預金に付利しやすくなる。

図表3 香港人民元オフショア市場の動き

第一期	03年6月	香港・中国間で経済貿易緊密化協定(CEPA)締結。
	04年2月	香港住民は人民元預金開設可。人民元の両替可。中国・香港間人民元送金可。
	05年11月	特定法人の人民元預金解禁。香港住民広東省内人民元支票可。
第二期	07年7月	香港で中国金融機関人民元債券発行。第一号中国開發銀行50億元。
	08年12月	國務院「金融30条意見」：香港人民元業務の発展支援。
	09年1月	人民銀行・香港金融管理局(HKMA)が2000億元3年通貨交換協定締結。
第三期	同 7月	人民元貿易決済開始。中國銀行(香港)が人民元清算(clearing)銀行。
	同 9月	香港で人民元国債60億元発行。
	同年 秋	中銀集団人寿保險有限公司が人民元保険商品販売開始
	10年 2月	HKMAが人民元業務 guideline 発表(free if not repatriated to mainland)。
	同 6月	人民銀行が人民元貿易決済対象地域拡大を通知。
第四期	同 7月	人民銀行と香港金融管理局が香港人民元業務拡大協定に調印。 Hopewell Highway 人民元社債発行。 CITIC Bank International(CBI) 人民元 CD 発行。 RMB/USDLR 直物為替取引成立(CNH 6.7650, 同日CNY 6.7802)。
	同 8月	人民銀行が海外銀行の中國国内銀行間債券市場投資試行を通知。 海通国際証券集団が人民元投資信託発売。
	同 10月	人民元為替オプション、金利スワップ(IRS)成約。 国際機関債(ADB, 12億元, 10年, 2.85%)発行。 中国銀行(香港)が貿易関連人民元決済枠(80億元)到達。 金融管理局が緊急流動性を提供。CNH相場がCNY比2.5%高へ乖離。
	同 11月	中国国債(2, 3, 5, 10年)合計80億元発行
	同 12月	HKMA 人民元貿易決済運用厳格化と為替ポジション規制通達(CNH相場下落)。
	11年 1月	人民銀行が対外直接投資の人民元決済試行を通知。 外貨管理局上海分局が海外銀行・企業の対内人民元貸付手続を通知。
	同 2月	中国銀行(香港)が人民元repo(債券現先売買)開始発表。
	同 3月	人民銀行は元貿易決済全国拡大、外準組入要請応諾、対内直投元決済検討を発表。 12・5計画「香港人民元離岸中心及び国際資産管理地位新発展支援」(第57章)
	同 4月	人民元建てREIT(不動産投資信託)上場。
	2011年5月現在香港市場 CNH 金融商品取引活性度 (資料: Standard Chartered Research)	直物為替: 1,000百万\$/日。先物為替スワップ: 500百万\$/日。金利スワップ: 0-100百万元/日。 点心債売買: 200百万元/日。点心債残高5月末: 1250億元。Money Market: relatively thin

(注) 斜体文字は香港オフショア市場に影響が大きい中国の金融・資本関連措置。

(出所) 筆者作成。

元建て預金残高は2011年3月末4510億元と10年初の7倍となった。従来から認められていた預金、クレジットカードなどに加え、法人向けに元貸出しが行われ、社債、投資ファンド、保険商品などが売り出されている。いわゆるディムサム(点心)債と呼ばれる元建て債は、仕組

み債（元建外貨払い債など）を含め多数発行されている。10年7月以降ホープウェル高速道路、マクドナルド、キャタピラーなど民間債、大手銀行による金融債、中国の国債、国際機関債が発行され、毎日2億元の債券が売買されている（11年5月現在）。

銀行間の元取引も開始された。香港で元資金の受け払いが行われる外国為替市場が成立し（それまでは資金決済を伴わない先物取引NDFだけ）、10年7月以来直物・先物為替の規模は10億ドル／日以上に成長した。銀行間で元を貸し借りする資金市場も徐々に形成されている。中国国内ではまだ試行段階の人民元為替オプションや金利スワップ取引も、10月に初めて成立了。11年に入ると元決済・清算銀行の中国銀行（香港）が元建債券現先売買（レポ取引）を開始、4月には元建てREIT（不動産投資信託）が上場され注目を集めた。

10年夏以降、香港市場は元建て金融商品の実験場の様相を見せており、流通市場の流動性が乏しいため、実際の取引活性度は低いと言われる。人民元のオフショア金融・資本市場は試験的に始まったばかりで、本格的に離陸するまでには至っていない。

II. 上海・香港の外国為替市場と人民元の国際流動性

1. 上海外国為替市場

人民元市場の内外分離政策という中国政府の戦略を理解するためには、国内の上海市場と国外の香港市場の仕組み、特にそれぞれの外国為替市場の基本的仕組みを把握する必要がある。制度論・技術論が中心になるが、人民元の国際化戦略を議論する上で、「細部に宿る悪魔」を知るための前提である。

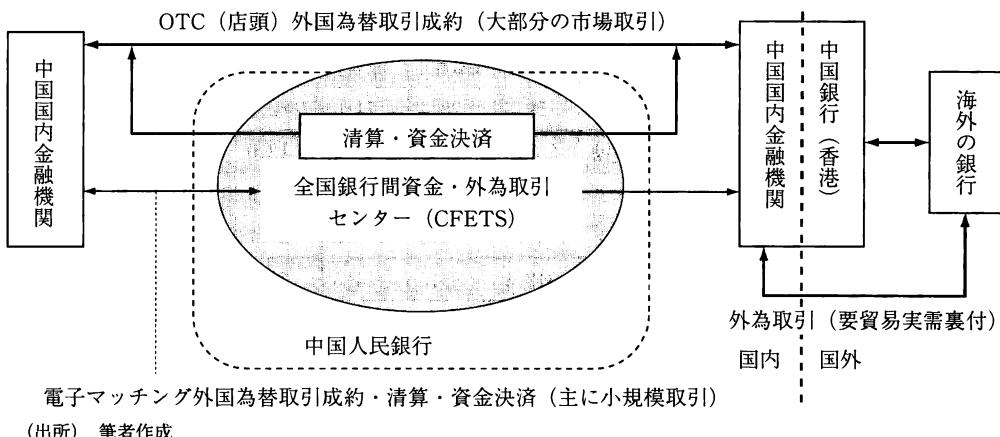
ロンドン、ニューヨークなど主要な外為市場は、商業銀行を中心とする市場参加者が通信手段で結ばれ分散化された目に見えない市場である。貿易と金融の中心地で自然発生的に発達し、そこでは居住者、非居住者を問わず自由に為替取引を行い、資金を決済する。通貨当局は、時には介入により相場形成に大きな影響力を有するにせよ、自由変動相場制のもとで通常は市場に参加しない。

2005年7月の人民元相場制度改革以降、08年7月～10年6月の2年間を除き（対ドル固定）、元は通貨バスケットを参考にする管理変動相場制のもとで運用されている³⁾。人民銀行は、恒常に市場介入することにより（制度改革以降はほぼ一方的なドル買い元売り）、元相場の大変動を抑え、「合理的な水準における基本的安定を維持」している（人民銀行「2011年第1四半期貨幣政策執行報告」）。

現在中国で運営されている外為市場は歴史が浅く、人民銀行が1994年上海に設立した外貨取引センター（中国外匯交易中心）が、全国主要都市のサブセンターをCFETS（China Foreign Exchange Trade System）と呼ばれるオンライン取引システムで結んで運営している。

3) 外貨管理条例第33条は「人民元の為替相場は、市場の需給を基礎とした、単一の、管理された変動相場制を採用する」と規定している。

図表4 中国国内の外為市場の仕組み（2011年3月現在）



CFETSは、外国為替取引システムに加え決済と清算機能を持つだけでなく、人民元の銀行間資金貸借と証券取引のシステムも提供している。

上海外為市場は、世界の主要市場とは異なる制度面での特徴を備えている。第一に、中央銀行がシステム運営をする官製市場であり、人民銀行はすべての為替取引の明細（当事者、金額、相場など）を把握できる。おそらく世界唯一為替取引の全貌を見ることができる市場である。第二に、参加者が原則国内居住者に限定され（商業銀行・金融会社など約300社）、海外からは中国銀行のみ直接参加している。一般の非居住者（海外）銀行は、国内コルレス銀行を通じて間接的に参加する⁴⁾。

第三に、為替取引は銀行相互の相対取引（OTC店頭取引）と競価取引（外匯交易中心が相手）が認められるが、資金決済はCFETSを通じて国内で行う。人民元は人民銀行、米ドルは中国建設銀行、ユーロなどその他外貨は中国銀行の国内口座を使って決済される。第四に、通貨当局が厳しい規制を課している。例えば、国内銀行の非居住者銀行との為替先物取引禁止、元買持ちポジション禁止、外貨借入枠設定、非居住者銀行との間での年間元累積売買額制限、為替取引の実需原則などがある。

この結果、世界の主要市場とくらべて上海市場は、中国の経済規模に比べて取引高が少ない。他方、一般顧客の裏付け（実需）のある為替取引の比率は、他市場に比べ圧倒的に高い。主要国際通貨の貿易取引に対する為替取引の倍率は、2010年4月ドル約240倍、円約140倍であり、大部分が資本取引であるのに対し、厳しい資本取引規制のもとにある人民元は約3.5倍に過ぎない（11年2月9日付け日本経済新聞）。

4) 2011年6月21日付け中国人民銀行「クロスボーダー人民元業務関連問題の明確化についての通知」（銀發〔2011〕145号）「11.（国内）銀行は貨物貿易項目下のクロスボーダー人民元決済ニーズに対してのみ（域外参加銀行と）人民元為替業務を展開することができる。」

図表5 上海市場および主要外国為替市場の特徴

通貨売買シェア (%)	市場規模（億ドル）と取引相手方内訳（%）							市場取引の自 国通貨比率：%
	2007	2010	2010	規模*	金融機関	顧客	居住者	
人民元	0.5	0.9	上海	19.8	28.4	71.6	82.2	17.8
香港ドル	2.7	2.4	香港	237.6	94.9	5.1	13.0	87.0
米ドル	85.6	84.9	ニューヨーク	904.4	88.2	11.8	39.5	60.5
ユーロ	37.0	39.1	ロンドン	1853.6	90.2	9.8	27.7	72.3
円	17.2	19.0	東京	312.3	85.5	14.5	29.7	70.3

(出所) Triennial Central Bank Survey, BIS, 2010に基づき筆者作成（相手方内訳の対象取引は直物、先物、スワップの合計）。*市場規模は2010年4月の1日当たり平均売買高。

2. 香港外国為替市場

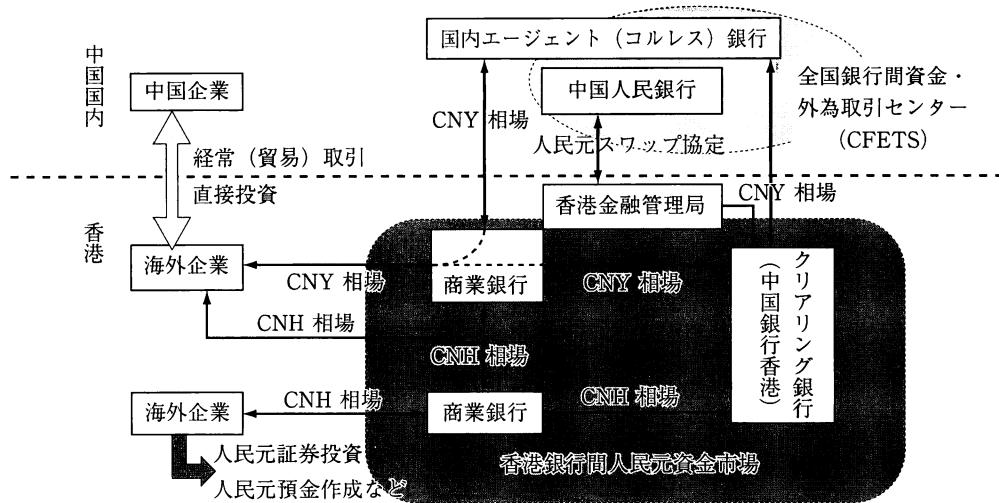
香港は、中国へのゲートウェイであり自由貿易港として、かつ為替管理のない国際金融センターとして繁栄している。外国銀行を中心に金融機関200社余りが営業拠点を有する世界有数の外為市場（2010年チューリッヒに次ぎ第6位）である。市場参加者の大部分が東京、シンガポール、中東、欧州などの非居住者（香港以外の外国銀行・機関投資家）で、為替取引の95%は売買利鞘を目的とする資本取引である。通貨当局による一般的な為替取引規制ではなく、例外として元の持高規制が10年12月初めて導入された。

為替取引は二種類の通貨の売買であり、取引は資金決済で完了する。契約締結から完了までに、相手方の契約不履行や経営破綻のリスクが存在することから、リスク軽減のために資金決済システムの工夫が重要である。香港では香港ドル、米ドル、ユーロおよび人民元の4通貨について即時グロス資金決済（RTGS）が可能である。元だけは中国銀行（香港）での清算・決済が義務付けられているが、その他通貨では地場指定銀行（米ドルは香港上海銀行、ユーロはスタンダード・チャータード銀行）だけでなく、ロンドンのCLS銀行（決済リスク軽減のため大手銀行が主要国中央銀行の協力を得て設立した決済専門銀行）の利用など、商業銀行は弹力的な資金決済方法を選択できる。

2010年7月商業銀行による人民元の為替売買は自由化され、為替相場も自由に香港市場で決まることとなった（自由変動相場制）。元高を見込む市場参加者は、投機目的で元を購入し、銀行口座に預け入れることが可能となった。一方、上海市場の元相場が適用される人民元清算銀行（中国銀行）と商業銀行との間の為替売買は、対中貿易など合法的な経常・資本取引の決済に限定されている。取引の種類により為替決済の経路が異なり、その結果適用相場も異なることから、元は事実上二重（複数）相場制の状態にある。

一つは上海市場で決定され、人民銀行が管理する為替相場（略号CNY）で、国内相場ないし公式相場と呼ぶことができよう。国内相場は、中国のすべての合法的対外取引——輸出入、サービス貿易など経常取引と直接投資、証券投資など資本取引——に適用される。国内相場

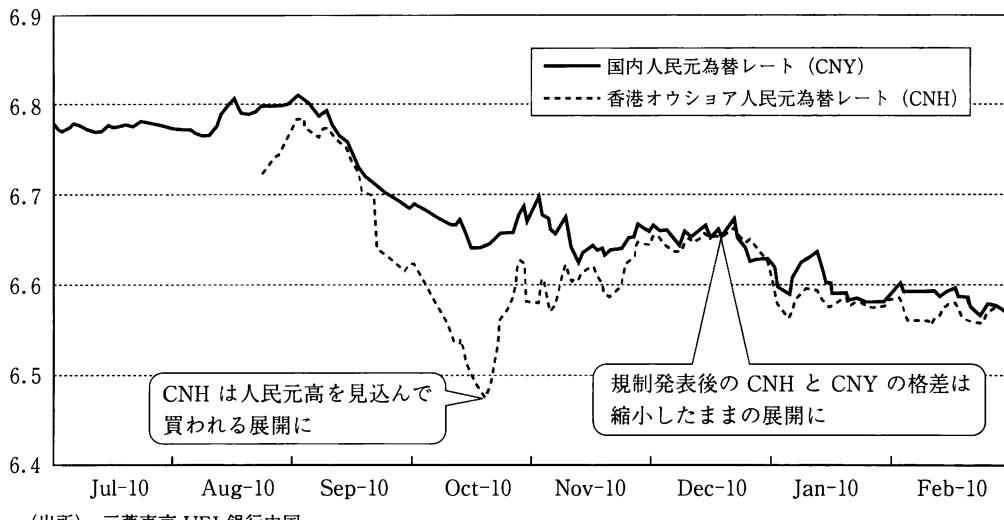
図表6 香港オフショア市場（為替資金）の仕組み（2011年3月現在）



(注) ← 矢印は為替取引を表す。CNY 相場は上海市場 (CFETS) で、CNH 相場は香港オフショア市場でそれぞれ決まる人民元相場。

(出所) 筆者作成。

図表7 人民元為替国内・国外取引レート推移



(出所) 三菱東京 UFJ 銀行中国

CNY を適用する場合、銀行は顧客から取引の裏付けとなる船荷証券写しなど証拠書類を徴求しなければならない。

もう一つは、香港市場で自由に決まる為替相場（略号 CNH）で、国外相場ないしオフショア相場である。国外相場 CNH は、上海市場へのアクセスが認められない非居住者間の取引——たとえばドル原資でディムサム債購入——に適用される。国外相場は、国内相場に比べ

11年夏まで概ね対ドル元高で、2010年10月中旬にはCNY 6.64元に対しCNH 6.47元と2.5%もの乖離幅を示した。10年12月香港金融管理局は、元貿易決済の運用基準を厳格化する通達を出した⁵⁾。これにより商業銀行は元ネット為替高の縮小を余儀なくされ、CNH相場とCNY相場の乖離幅は縮小した。11年9月下旬、欧州債務危機と金融不安を背景に、香港市場で元が売られ、CNH相場はCNY相場を下回った（乖離幅1.8%）。

3. 人民元の国際流動性

将来的に元が国際通貨の仲間入りをするには、元の国際流動性が中国の経済規模をある程度反映するまでに増加する必要がある。ドル・ユーロの国際流動性の残高は発行国・地域のGDPに匹敵する（円は約20%）。国際流動性とは、一義的に国際決済銀行（BIS）の銀行統計で使われる銀行のクロスボーダー資産・債務なし貸出し・預金残高としてとらえることができる⁶⁾。広義には国際債も含めることができよう⁷⁾。

本稿では人民元の国際流動性を非居住者が国内外で保有する元預金と定義する。従来から非居住者（個人）は中国国内の銀行に元預金口座を開くことができるが、残高を国外に送金することは制限されている。従って、非居住者国内元預金は現状まだ完全な国際流動性とは言い切れないが、制限は緩和の方向にある。中国国外での非居住者元預金は、2004年以降香港で可能となり、10年夏以降は世界各地の銀行で元預金口座が開設されている。

香港での元預金残高は、2004年に解禁されて以来09年まで概ね横ばいで推移し、増加したのは元が年率10%で切り上がった08年上半年の一時期だけであった。長期低迷の原因是、預金者が香港居住者に限定されていたこと、投資機会が豊富な香港市場において元預金の金利が極めて低かったこと（貯蓄預金金利0.5%前後、6カ月定期預金0.8%未満）にある。商業銀行としては元の資産運用手段がなく、中国銀行香港に低利で預託せざるを得なかったことから、預金者に魅力的な金利を提供できなかった。

2010年7月以降は状況が一変し、元預金は急増している。預金の増加要因としては、香港居住者の両替や中国からの観光客支払いに加え、対中輸出代金（中国の輸入）の元による受取り、さらに元切上げを見込む海外投資家の元預金設定などを挙げることができる。さらに同年末にかけて中国の元建て対外直接投資の試行にともなう元資金が流入した可能性もある。他方、ディムサム債や元建て投資信託、中国国内銀行間人民元債券市場など投資対象の多様化とともに、銀行の元預金運用先が以前より増え、それと共に元資金の一部は中国国内に還流している。

5) HKMA Ref.: B1/15C dated 23 December 2010 "Renminbi (RMB) cross-border trade settlement and net open position" http://www.info.gov.hk/hkma/eng/guide/circu_date/20111223e1.pdf

6) BIS locational and consolidated banking statistics: external positions of banks (Table 5A currency breakdown assets and liabilities, Table 7A external loans and deposits of reporting banks 参照)

7) BIS Quarterly Review, March 2011 (Table 13B International bonds and notes 参照)

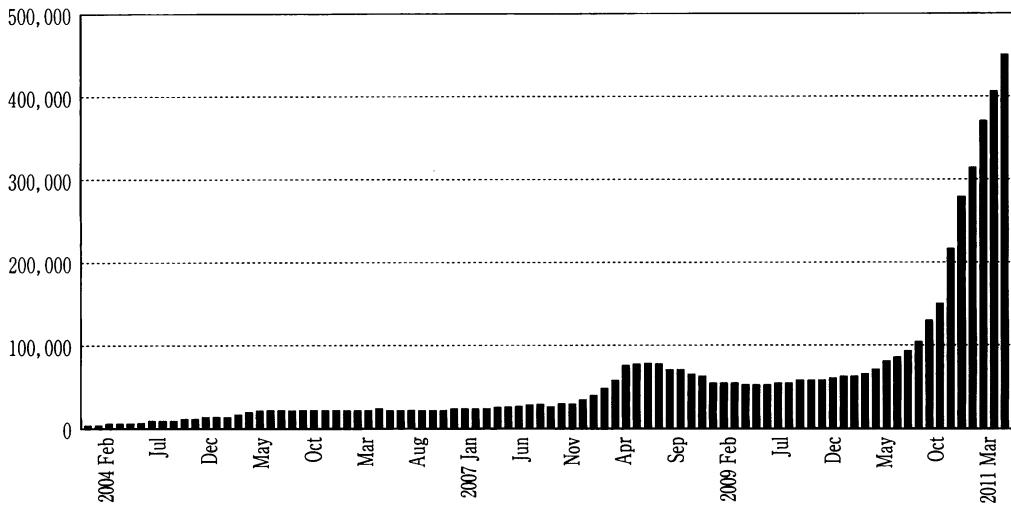
図表8 國際流動性の規模
(単位:10億ドル)

	対非居住者預金残高		国際債残高	
	2009年末	2010年末	2009年末	2010年末
米ドル	12,243	12,698	9,421	10,499
ユーロ	9,424	9,007	12,378	11,791
円	922	1,022	694	762
その他通貨	5,539	5,735	3,564	3,699
合計	28,128	28,462	26,057	26,751

(出所) BIS

図表9 香港の人民元預金残高推移

(単位:百万元)



(出所) HKMA

香港の対中輸入取引（中国の輸出）の元決済も国内還流の主要経路である。近い将来（2012～13年）幾つかの民間金融機関は、香港における元の流動性（預金と債券残高）が2兆元に達すると予測している。

今後中長期的に、世界的な人民元の国際流動性の規模は、中国の経常取引の元決済動向、資本取引の元決済動向、および海外の商業銀行による元の信用創造という三つの要因に左右される。

第一の経常取引に関し、中国の貿易収支と所得収支は黒字基調が予想されることから、元の対外供給は限定的であり、近隣諸国など地域的に偏在するだろう。経常収支尻（黒字または赤字）の累積は中国のネット対外資産負債ポジションを意味することから、資産超過幅が拡大している中国のポジションに鑑みると、このルートでの元の国際流動性供給は多くを期待できない。

第二の資本取引に関しては、直接投資・証券投資・銀行貸付けなど、対外債権債務が両建てで発生する。すなわち、中国のネット対外資産負債ポジションに影響しない。元建ての起債・

図表10 CNH（香港オフショア人民元）流動性の予測（年末）

(単位：億元)

	2010年 実績	2011年		2012年		摘要
		標準予測	強気予測	標準予測	強気予測	
中国対外直接投資	0	290	650	440	980	2010年末中国国内金融統計： 預金残高 71.8兆元 株式時価 265.4兆元 債券残高 20.2兆元
中国の貿易決済	1,530	2,820	5,240	2,920	5,410	
中国の観光客	470	760	1,420	790	1,470	
香港居住者の両替	470	760	1,420	790	1,460	
前年末現預金残高	680	3,150	3,150	7,790	11,880	
人民元預金残高	3,150	7,790	11,880	12,720	21,210	
人民元債券残高	650	1,100	1,100	1,860	1,860	債券残高
CNH人民元流動性	3,800	8,890	12,980	14,580	23,070	20.2兆元

(出所) 2011年2月15日付け HSBC "Offshore RMB: What's next?" 摘要は筆者加筆。

図表11 人民元国際流動性****の増減要因

	増加要因	減少要因	備考
経常取引元決済	1. 中国輸入代金支払 2. 役務代金支払（旅行・手数料等） 3. 配当・利息支払 4. 資産贈与支払	1. 中国輸出代金受取 2. 役務代金受取 3. 熊猫債・元貸付利息受取 4. 華僑送金受取	対外支払が受取を上回る（下回る） 金額だけ、中国の元建て対外債務が純増（減）。 *10年6月17日人民銀行等（銀發[2010]186号）
資本取引元決済	1. 対外直接投資** 2. 対外証券投資** 3. 非居住者起債（熊猫債）の代金海外送金 4. 非居住者元預金設定（国内・海外） 5. 国内銀行の対非居住者貸付** 6. 非居住者の対居住者元貸付回収 7. 人民銀行の通貨スワップ協定実行** 8. 国内銀行の対海外銀行元売却（ネット累積限度枠使用**） 9. 元建政府援助供与**	1. 対内直接投資 2. 対内証券投資*** 3. 非居住者起債（点心債）の代金国内送金 4. 非居住者元預金引出（国内・海外） 5. 国内銀行の対非居住者貸付回収 6. 非居住者の対居住者元貸付*** 7. 人民銀行の通貨スワップ協定返済 8. 国内銀行の対海外銀行元買入（ネット累積限度枠返済） 9. 元建政府援助回収	資本取引の場合、中国の対外債権・債務両建ての形で増減。 元の両建て（起債・貸付等）、元・外貨の両建て（外貨で元預金設定、元でM&A等）あり。 ** 1. 11年1月6日人民銀行[2011]1号 2. 将来的に国内から「点心債」投資。 5. 対銀行：元預金残高の1%，期間1ヵ月限度。対事業法人：貿易金融限定。 7. 11年4月末10ヶ国（8,292億元）締結済。 8. 国内銀行全体で約500億元と推測（中国銀行香港11年第1四半期40億元）。 9. アンタイド援助が条件 *** 2. 10年8月16日銀發[2010]249号 6. 11年1月14日国家外貨管理局（上海匯發[2011]4号）
信用創造	元預金原資に海外銀行が対非居住者貸付	同回収	規模は元預金準備率（11年香港25%）・信用乗数に依存。

****国際流動性は非居住者が国内外で保有する人民元預金と定義。（筆者作成）

銀行貸付と預金設定の組合せ、元建ての政府借款のように債権債務とともに人民元の資本取引が考えられる。あるいは外貨両替による元預金、元資金による海外企業買収、中央銀行間の通貨スワップ協定など債権債務の一方だけが元資金の取引もある。すなわち資本取引の種類と規模によって元の国際流動性の増減形態は異なる。中国の資本取引規制は段階的に緩和の方向にあり、今後の資本自由化の進め方（項目と速度）が元の国際流動性の規模を決定づけることになる。これはユーロ地域の経常収支はほぼ均衡しているにも拘わらず、自由な資本取引を背景にユーロの国際流動性が巨額に達していることからも理解できよう。

第三の信用創造に関し、その規模は海外における商業銀行の元建て融資の活性度に依存する。香港のように元預金に対し最低25%準備金積立を義務付ける場合と規制のない地域では、信用乗数は異なる。元建て融資に対する需要の有無にもよるだろう。香港の預金準備率が高く、元が切上げ傾向にある現状、元の信用創造は多く期待できない。

III. 人民元国際化戦略の具体的展開

1. 管理された国際化の推進

(1) 人民元オフショア市場の概念

まず人民元オフショア市場の概念を整理しておこう。人民元の国内資金の流れと海外での資金の流れを人為的に遮断し、中国通貨当局が認める資金・為替取引だけに相互交流を認める仕組みである。国内市場では元の為替相場は管理変動相場制が適用され、金利体系や金融商品開発は人民銀行が規制する。他方、海外市場では現地金融当局の監督のもと、原則として人民元取引は自由であり、為替相場、金利水準は市場の需給で自由に決まり、金融商品開発も基本的に市場参加者に委ねられる⁸⁾。

現在のように一方で国内人民元市場の管理・規制の必要性、他方で元の国際化の必要性があるなかで、オフショア市場創設は双方の妥協の産物であり、中国の通貨政策3原則の応用例と考えられる。将来もし元の為替相場が管理変動相場制から自由変動相場制に移行するがあれば、オフショア市場の意義は半減するだろう。国内金融市场・制度の自由化が大幅に進展する場合も、オフショア市場の存在価値は問われることになろう。中国の資本取引が欧米と同程度自由化されれば、人民元オフショア市場は消滅する。

(2) 管理された国際化構想の輪郭

元の国際化に関して、政府要人は「最終目標は交換可能通貨（可兌換货币）であるが、スケジュール表はない」⁹⁾と繰り返し述べている。2009年9月ダボス会議で温家宝首相は「貿易決

8) 中国国内に比べオフショアでは相対的に自由という意味で、香港では実質的に HKMA と人民銀行が金融商品開発を管理している。

9) 2010年7月30日易綱国家外匯管理局長新聞発表 http://www.safe.gov.cn/model_safe/news/news_detail.jsp?ID=900000000000000000,814&id=&type=2

済の試行など元の国際化は進展しているが、真に国際的な通貨になるには、なお相当な時間を必要とする」と発言した。第12次5カ年計画は「人民元の資本項目の交換性を徐々に実現する」と明記しており、胡曉煉人民銀行副総裁は「向こう5年間で資本勘定の開放は必ず大きく進展するが、具体的なスケジュール表はない」¹⁰⁾と説明している。

元を交換可能通貨にするという最終目標は掲げられているが、その具体的な戦略ないし手法は明らかでない。従って具体的な方策は、政府要人・機関の発言や年次方針、ならびに近年実施された施策の進め方などから推測するしかない。元の対外使用を経常取引から順次資本取引に拡大する手法、香港オフショア市場を中心とする元市場の内外分離政策、温家宝首相その他通貨当局が強調する通貨政策の3原則「主体性の確保、管理可能であること、漸進性、」(主動性、可控性、漸進性)、さらに以下((3)元資金の流れの管理)列記する要人発言などを総合的に勘案すると、「管理された国際化」「管理された国際通貨」というキーワードが浮上する。

将来、元は交換可能通貨になるものの、それは政府の為替管理を全くうけない完全な自由交換可能通貨ではなく、大規模な投機行為などの場合には有事規制の対象となる「管理された」国際通貨を目指すだろう¹¹⁾。経済実需に裏付けられた為替・資金取引と投機的取引を可能な限り区分して人民元市場を管理し、そのために国内市場とオフショア市場の内外分離策を維持する。資本自由化は漸進的に、かつ資本項目ごとに選択的に行う「管理された」国際化戦略を推進する。これが推測される人民元国際化構想の輪郭である。

元市場を国内とオフショアに内外分離する場合、政策の有効性の鍵となるのは、為替・資金取引の内外交流をどの範囲で許容し、どのように資金の流れを監視し、有事規制をするかという問題だろう。その際、欧米とアジアの主要な国際金融センターに設けられる中資系銀行の人民元清算センターが重要な役割を果たすと考えられる。

中国国外で売買される人民元の為替取引は、貿易や直接・証券投資など実需に裏付けられた取引と、単なる売買幅の利鞘稼ぎを目的とする(ある意味で投機的)取引に区分できる。CNY国内相場とCNHオフショア相場の二重為替制度のもとで、実需為替に対しては上海市場へのアクセスを認めることにより、CNH相場だけでなくCNY相場の利用も認める。利鞘目的の為替取引にはCNH相場だけが適用される。この仕組みが機能するためには、国内取引に限定されている中国外貨取引センター(CFETS)を、世界各地で人民元清算センターの役割を担う中資系銀行や一部選別された外国銀行に開放しなければならない¹²⁾。

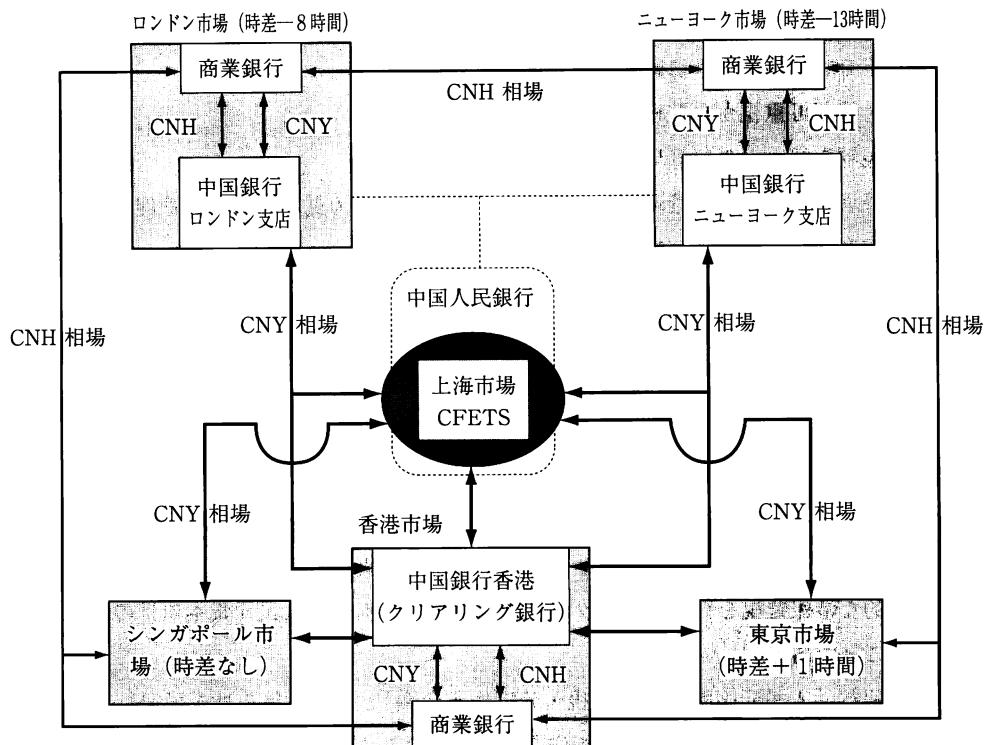
今後、中国の元建て貿易が増え、資本規制が漸進的かつ選択的に緩和されるに伴い、海外で

10) BTMU (China) 経済週報臨時号2011年3月16日第19期 page 15

11) 任志剛香港中文大学教授(前香港金融管理局総裁)は、将来的な姿として元の完全な交換性(full convertibility)、と自由交換性(free convertibility)を峻別し、リスク管理と金融の安全性のために前者を目指すべしと論じる。<http://www.josephyam.com>

12) 2011年4月日本経済新聞は、CFETSが海外銀行への開放を検討していると報じた。また、中国銀行(香港)は既にCFETSに参加している。

図表12 人民元のグローバル外為市場概念図



(注) 矢印は為替取引を表す。実需取引に適用される CNY 相場は上海市場 (CFETS) で決まる元相場。投機など資本取引に適用される CNH 相場はオフショア市場で決まる元相場。

(出所) 筆者作成。

の人民元流動性は増加する。通貨の種類あるいは実需・投機を問わず、ほとんど全ての資金は銀行口座を通じて流れている。中国政府は、元資金の流れを管理するために、香港市場と同様に欧米市場でも、元の資金決済を各地に設置する中国銀行などの人民元清算センターに集中しようとするだろう¹³⁾。

中国の主権下にある香港では、金融管理局が民間銀行に対し中国銀行香港での元決済を法令で義務付けている。しかし、東京、ニューヨーク、ロンドンなど中国の主権が及ばない地域では、他の手法をとらざるを得ない。各国通貨当局に協力を依頼する一方、民間銀行には各地の元清算センター利用を間接的に強制することになる。例えば、海外の銀行が為替の実需原則を無視したり、元清算センター以外での資金決済を行うなど、中国当局の意向に従わない場合には、中国国内でなんらかの不利益（例えば市場参入拒否）を与えることが考えられる。

(3) 元資金の流れの管理

以下紹介する通貨当局の説明から、今後の外国為替管理体制の改革、元の国際化政策におい

13) シンガポール金融通貨庁 (MAS) と中国人民銀行は、シンガポールで中資系銀行を人民元決済銀行に指名することに合意した。(2011年4月20日付け日本経済新聞)

て、資金の流れの監視、分析、対応という管理体制の整備が重視されていることが読み取れる。

(i) 「外為管理理念の五つの変化」¹⁴⁾：2010年7月国家外貨管理局は、為替管理における基本的考え方を将来次のように転換すると発表した。

- ・審査・許認可重視から監視・分析重視へ。
- ・事前規制重視から事後管理重視へ。
- ・行為管理重視から制度管理重視へ（从重行为管理转变为更加强调主体管理）。
- ・「推定有罪」から「推定無罪」へ。
- ・「原則禁止」（解禁事項列挙）から「原則自由」（禁止事項列挙）へ。

(ii) 外貨管理に関する易綱国家外貨管理局局長の論考¹⁵⁾：2011年1月ホームページで第12次五ヵ年計画における外為管理体制の改革について次のように説明した。「対外開放とリスク防止の関係を良好に処理し、貿易投資の円滑化と異常な資金フローの監視の関係を良好に処理し、外貨管理体制の改革の総体的な考え方は……貿易投資の円滑化をさらに推進し、外為市場の発展を加速し、外貨準備の運用管理体制を整備し、着実に跨境資本取引制限を緩和し、跨境資金監視・分析システムを整備し、リアルタイムで効果的な情報監視を行い、リスク管理しながら、一歩一歩人民元資本項目の交換性を実現することである。」

(iii) 人民銀行「人民元国際業務と監視・分析作業会議」¹⁶⁾：2011年3月人民銀行は国際的な人民元業務および関連の監視・分析作業について取りまとめ、同年の重点課題として情報システムの改善などリスク管理体制を強調した。

- ・貿易元決済の全国拡大。
- ・元による対外投融資、直接投資の拡大。
- ・元の還流チャネル拡大、外貨準備組入れ要請に積極対応。
- ・通貨スワップ協定・元決済協定など二国間協力推進。
- ・監視・分析作業の強化。

「跨境人民元業務は、一種の革新であり、それがもたらす変化と潜在的リスクに注意を払う必要があり、適時に動態観測と実態分析を強化し、跨境人民元の発展の趨勢を正確に把握する……業務の監視と分析と情報の共有を強化し、跨境人民元業務情報システム（跨境人民币业务信息系统 RCPMIS）を改善し、跨境人民元業務関連のリスク評価と予防管理を強化しなければならない。」

14) 问23：如何理解外汇管理理念的“五个转变”？http://www.safe.gov.cn/model_safe/news/news_detail.jsp?ID=9000000000000000,810&id=3&type=2.

15) 「加快外汇管理理念和方式转变 深化外汇管理体制改革」http://www.safe.gov.cn/model_safe/news/news_detail.jsp?ID=9000000000000000,864&id=3&type=1,2.

16) 「求真务实 开拓进取 推动跨境人民币业务暨有关监测分析工作再上新台阶」http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2011/20110302182752116769650/20110302182752116769650_.html

- (iv) 中国銀行ニューヨーク支店黎明静総經理の記者会見：中国銀行が米国で元業務を開始したことに関連し、「中国銀行の目標は米国に人民元の決済センターを設立することである」と発言。(11年1月14日付け日本経済新聞)

2. 人民元国際化の現状と段階的国際化論の関係

中国の多くの識者は、元の国際化は地理的にも機能的にも段階的に進めるべきであるという考えを表明している。地理的段階論は三段階を想定する。人民元は、まず国境貿易など中国周辺で主要取引通貨となり（周辺化），次に中国が大きな市場を提供し，経済関係が密接なアジア地域で中心通貨としての地位を確立する（アジア化・地域的国際化）。このアジア化の段階では，域内協力を通じて元の地域化を実現すべきだと主張する「地域協力賛成論」と，中国独自に元の地域化を実現するという「地域協力否定論」に分かれる（李曉（2011a）p. 25）。最後の段階で元はドル・ユーロに並びうる真の国際通貨となる（グローバルな国際化）。

機能的段階論も基本的に三段階を想定する。元はまず周辺・地域的な取引の貿易通貨となり，次に地域的に預金，債券などの金融資産を提供する投資通貨となる。最後に元の国際資本市場を発展させドル・ユーロに並ぶ準備通貨となり国際化は完成する。中国政府は，当初このシナリオに沿って2009年7月人民元貿易決済の試行を始めたが，貿易の元決済伸び悩みを背景に，貿易・投資通貨の機能は切り離せないと自覚し，10年7月香港オフショア市場での元建て金融商品解禁に踏み切ったと推測される。

2011年初めまでの元の国際化の現状は，地理的・機能的段階論の第2段階の初期に相当すると考えられ，東アジアにおける人民元の貿易通貨・投資通貨としての使用が急成長している。10年の貿易元決済の相手国・地域は香港が圧倒的で，これにシンガポールが続き，両者で全体の8割を占める。中国の貿易相手国・地域のうちアジアが53%を占め，また対外直接投資もアジアが72%（いずれも09年実績）を占めると，当分の間元の貿易と金融部門での国際化は，アジア中心に発展すると見込まれる。

人民元は準備通貨として，すでにフィリピン，マレーシア，韓国，カンボジアなど一部アジア諸国の外貨準備に組み込まれている（李曉（2011a）p. 24）。元は，国際通貨基金（IMF）の準備通貨としての一般基準（「外貨資産は交換可能外貨でなければならない」）を満たしていない。しかし，IMFのガイドラインは，実質的に外貨と交換可能な近隣国通貨の場合は外貨準備として認定の可能性があるとしており¹⁷⁾，元のアジア諸国の外貨準備組入れはこれに該当すると考えられる。

17) The Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity: Guidelines mentions that foreign currency assets must be in convertible foreign currencies. Guideline defines convertibility as "freely usable for settlement of international transactions." IMF issues paper (RESTEG) #2, December 2005

図表13 中国の主な貿易相手国・地域 (2009年)

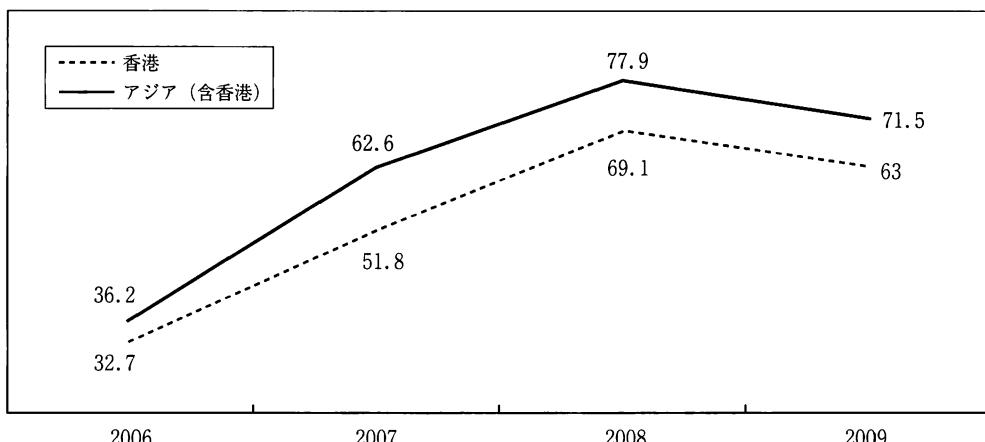
(単位: 億ドル)

地域・国	輸出	輸入	収支	地域・国	輸出	輸入	収支
アジア (53%)*	5,686	6,035	-349	アフリカ (4%)	477	433	44
香港 (8%)	1,662	87	1,575		24	147	-123
UAE	186	26	160		2,647	1,622	1,026
インド	297	137	159		367	51	315
シンガポール	301	178	123		313	79	234
ベトナム	163	47	116		571	644	-73
台湾	205	857	-652		141	283	-142
韓国 (7%)	537	1,026	-489		2,386	895	1,491
日本 (11%)	979	1,309	-330		2,208	774	1,434
サウジアラビア	90	236	-146		249	426	-177
マレーシア	196	323	-127		206	394	-188
タイ	133	249	-116		12,017	10,056	1,961

*括弧内は貿易総額に占める地域・国の割合。**EU 17%。網掛けは、中国の貿易赤字相手国・地域。

(出所) 中国経済データハンドブック(財) 日中経済協会

図表14 中国の対外直接投資に占めるアジア・香港の割合 (%)



(出所) 三井東京 UFJ 銀行

2010年 SDR の構成通貨（ドル、ユーロ、ポンド、円）が見直された時、元は構成通貨としての基準を満たさないとして、その採用は見送られた。理由として、中国は財・サービスの輸出額が大きい点で問題ないが、元は外貨準備としての保有が少ない上、自由利用可能通貨(freely usable currency) として認定できないことが挙げられている¹⁸⁾。

18) 南京で開催された G20 国際通貨セミナーで人民銀行貨幣政策委員会の夏斌、李稻葵委員は、「自由取引通貨」を SDR 構成通貨の要件とすべきでないと主張したと伝えられる。(2011年4月1日付)

SDRは公的準備資産の役割を担うことから、IMF協定第30条(f)に定める自由利用可能通貨でなければならない。すなわち「自由利用可能通貨とは、加盟国通貨であって、(i)国際取引上の支払を行うために現に広範に使用され、(ii)主要な為替市場において広範に取引されていると基金が認めるものをいう。」自由利用可能通貨は、ある通貨が自由変動通貨が完全な交換性を持つかという問題ではなく、その通貨が広くかつ深い(broad and deep)外国為替市場——その尺度は取扱高、先物市場の存在、狭い売買幅——を持っているかが決め手となる¹⁹⁾。すなわち、人民元が管理変動相場制であり、かつ通貨交換性が「完全」でないこと自体は、SDR構成通貨になる上で決定的な障害にはならないと解される。

3. 香港市場の優位性と上海国際金融センター

(1) 香港オフショア市場の優位性

元市場内外分離政策のもとで、香港は世界初のオフショア市場としての特権を獲得した。2011年に始まった第12次5ヵ年計画は、「香港の人民元オフショアセンター及び国際資産管理センター発展を支援する……香港の国際金融、貿易、船舶運輸センターとしての地位向上を支援、金融センターとして世界への影響力を強化する」と規定している(第57章第1節)。これは元市場内外分離の枠組みを維持する基本方針と解することができる。

内外分離政策が維持される限り、人民元オフショア市場は香港のみならず世界各地で展開する。シンガポールは、元の清算銀行を設置する方針と伝えられる。2010年から東京やその他アジア各地でも元預金を開設でき、これは非居住者オフショア預金と位置付けることができる。ただし、これら元預金取扱銀行は、地場で為替ヘッジおよび元資金の運用ができないので、香港の銀行相手にカバー取引を行わざるをえない。

今後、世界のオフショア人民元市場における香港市場の優位性は、以下の要因から揺るがないと考えられる。(i)中国にとって一国二制度のもとでの戦略的価値、(ii)中国と地理的に近接、(iii)中国と緊密な経済関係、(iv)中華言語・文化圏、(v)整備された金融・法的・制度的社会基盤。特に(v)に関しては、国際金融センターとしての高い評価に加え²⁰⁾、資金決済システムの優位性を特記しなければならない。香港における元の資金取引は即時グロス決済システム(RTGS)で行われ、中国の決済システム(CNAPS)とも直結している。中国銀行香港での元決済は、支払い完了性(settlement finality)を有しており²¹⁾、中央銀行での決済と同様に、元

▲証券時報)

19) “Review of the method of valuation of the SDR,” IMF, October 26, 2010

20) GFCI (Global Financial Centres Index 9) 2011によれば香港の評価は、ロンドン、ニューヨークに次ぐ第3位(上海は第5位)。

21) “Legal protection: Settlement finality offered by Clearing and Settlement Systems Ordinance in ▲

図表15 資本取引規制指數 (Capital Control Index: CCI)

資本取引の種類 (大項目および小項目) 1 : 規制有。 0 : 規制なし。	2004年		2009年		
	中国	中国	香港	日本	米国
1. 資本市場証券	1	1	0	1	1
居・非居住者間株債券売買 8項目	(8/8)	(8/8)	(0)	(3/8)	(3/8)
2. 金融市場商品	1	1	0	1	1
居・非居住者間売買4項目	(4/4)	(4/4)	(0)	(1/4)	(1/4)
3. 投資信託等	1	1	0	1	1
居・非居住者間売買4項目	(4/4)	(4/4)	(0)	(1/4)	(1/4)
4. 金融派生商品等	1	1	1	1	1
居・非居住者間売買4項目	(4/4)	(4/4)	(2/4)	(1/4)	(1/4)
5. 商業信用	1	1	0	0	0
居・非居住者間貸借2項目	(2/2)	(2/2)	(0)	(0)	(0)
6. 金融信用	1	1	0	1	0
居・非居住者間貸借2項目	(2/2)	(2/2)	(0)	(1/2)	(0)
7. 保証・担保等	1	1	0	1	0
居・非居住者間保証2項目	(2/2)	(2/2)	(0)	(0)	(2/2)
8. 直接投資	1	1	1	1	1
対内・対外直接投資2項目	(2/2)	(2/2)	(2/2)	(2/2)	(2/2)
9. 直接投資の清算	1	1	0	0	0
10. 不動産取引	1	1	0	0	0
居・非居住者間売買3項目	(3/3)	(3/3)	(1/3)	(1/3)	(1/3)
11. 個人資本移転	1	1	0	0	0
貸付・贈与・資産移転5項目	(5/5)	(5/5)	(0)	(0)	(0)
12. 商業銀行等金融機関関連規定	1	1	1	0	0
対外借入等9項目	(8/8)	(8/9)	(6/9)	(0)	(0)
13. 機関投資家関連規定	1	1	1	1	1
保険会社等4項目	(0/1)	(3/4)	(2/4)	(1/4)	(1/4)
15. 二重為替相場制度 (注)	0	0	0	0	0
資本取引規制指數 (CCI)	0.857	0.857	0.357	0.571	0.571
資本取引小項目の規制項目数	(46/47)	(38/51)	(13/51)	(11/51)	(11/51)

(注) 2010年香港オフショア為替市場発足により中国は事実上二重相場制となった。

(出所) Donald Keinball, Fengjuan Xiao "Effectiveness & Effects of China's Capital Controls," 2006 (<http://www.apeaweb.org/confer/sea06/papers>) の方法論に基づき IMF, AREAER 2005, 2010 から筆著作成。

→ Hong Kong," HKMA power point "CNH Market: A Hong Kong Platform for a regional solution" dated November 1, 2010

図表16 上海・香港金融市場の現状比較（2011年3月現在）

上海（国内）金融センター				香港（国際）金融センター			
元・外貨金融商品		売り手・債務者		元・外貨金融商品		売り手・債務者	
買 い 手 ・ 債 権 者	居 住 者	中国居住者	非居住者	買 い 手 ・ 債 権 者	居 住 者	香港居住者	非居住者
		通貨・商品別規制の範囲内自由 為替管理法	資本規制の範囲内自由 例：QDII等対外投融資			原則自由 為替管理なし	原則自由 例：外為売買・対外投融資
非居住者	非居住者	資本規制の範囲内自由 例：QFII等対内投融資	取引なし	非居住者	非居住者	原則自由 例：外為売買・対内投融資	原則自由 例：国際起債・協調融資等

(出所) 筆者作成

決済は無条件かつ取り消し不能となり完全に終了する。この元決済の法的保護は、他のオフショア市場に対して大きな強みとなろう。

(2) 上海国際金融センターの将来像

2009年4月国務院は、20年までに上海を国際金融センターに育成する構想を発表した。上海はすでに中国の国内金融センターの地位を確立しているが、「国際」金融センターとなるためには、定義により非居住者が内外金融取引を自由に行うことができる場にならなければならぬ。そのために資本取引規制を大幅に緩和する必要がある。

2004年末現在、国家外貨管理局は、IMFが定める資本取引43項目のうち11項目につき自由、11項目がほとんど制限なし、15項目が比較的の制限あり、6項目が厳格に制限されていると自己査定している（任志剛（2011）p. 7）²²⁾。また11年1月外貨管理局は「今までに、IMFにより7分類される資本取引40項目の中で、厳格に制限している主要項目はクロスボーダー金融派生商品取引等である。その他の項目は既に一定程度の交換性を実現しており、人民元資本項目の交換性の程度は明らかに高まった」と自賛している（易綱（2011））。図表16は、09年末現在で筆者が資本規制の有無をIMFの項目数で単純比較したもので、合計51項目のうち日米・香港は規制有10～13項目だったのに対し、中国は48項目を数える。

上海の国際金融センター構想と人民元市場の内外分離政策は、基本的に矛盾している。上海を本格的にロンドン・ニューヨークと並ぶ国際金融センターにしようとすれば、中国政府は分離政策を放棄し、国内市場への非居住者の参入を自由に認めなければならない。

分離政策の枠組みを維持するとすれば、管理された国際化のシナリオに沿って、平常時には上海でも相当程度自由な資本取引を認める一方、異常な資金フローなどリスク対応のための監

22) 他方、D. Keinballらは「中国の資本規制の効率性と効果」のなかで、2004年中国の資本取引規制指数（CCI）は0.857であるとして、規制の多さを示唆している（図表15参照）。

視・管理体制の網を張ることになろう。その際、たとえ巨大な国内人民元市場を背景にするにせよ、上海への国際資本の流れは限定的、選別的とならざるを得ず、規模と活性度の面で上海の国際金融センターとしての地位は香港に及ばないだろう。

IV. 管理された国際化戦略の意義と課題

1. 意義

中国政府が推進しようとする内外分離政策に基づく元の国際化戦略は、既存の国際金融秩序への挑戦（paradigm shift）と考えられ、また東アジアの地域通貨・金融協力にとって促進材料である。

(1) 国際金融秩序への挑戦

人民元は交換可能通貨をめざしており、最終的にはドルに匹敵する基軸通貨ないし準基軸通貨となることを意識している（易綱（2006））。ただし、目標となる交換可能通貨の在り方と移行過程において、ドル、ユーロあるいは円という現在の国際通貨体制を構成する主要通貨と大きく異なると考えられる。

(i) 目標

既存の国際通貨は、完全かつ自由な交換可能通貨として当局規制を前提にしていない。通貨の売買である為替取引は、当事者（居住者あるいは非居住者）、取引目的（実需あるいは投機）、取引形態（直物・先物為替、スワップ・オプションなど）、金額、相場水準（自由変動）など原則として市場に委ねられる。その結果、為替取引の大部分は資本取引となり、実需為替のシェアは少ない。通貨当局の介入は、為替相場の極端な行きすぎや市場の機能不全など例外的なケースに限定される。

中国の通貨当局がめざす国際通貨としての人民元は、管理された完全な交換可能通貨（managed but fully convertible currency）という概念と考えられる。平常時には為替取引は自由だが、実需取引と非実需取引（単なる利ざや目的の資本取引）の区分が監視され、通貨当局が異常と見る資金フローは規制される。「管理された完全な交換可能通貨」は矛盾した用語法（oxymoron）であるが、市場取引全てではなく、通貨当局が正常とみなす取引に対してのみ完全な交換性を持つ通貨と解すべきであろう。

(ii) 移行過程

ユーロに先立つドイツマルクや円が国際通貨になる過程において、通貨当局は資本取引の自由化を先行させた。西ドイツは1980年代中葉までに資本自由化を実現し、さらに国内金融市场の国際化促進策を打ち出した。日本は、79年対外取引を原則自由とした後、98年の金融ビッグバンに至るまで資本自由化と国内金融の自由化を漸進的に推進した。両国ともに系統的な市場監視・管理システムは存在しない。

人民元は、当局管理下の国際化の道を歩んでいる。元市場は人為的に内外分離され、オフ

ショア市場では原則として自由な取引が行われる一方、国内市場へのアクセスは厳しく管理されている。内外分離政策は、中国国内外の接点でシステム的に人民元クロスボーダー収支情報管理システム（RCPMIS：人民币跨境收付信息管理系统）と直接投資外為情報管理システム（直接投資外匯管理信息系统）によって監視・管理される²³⁾。オフショア市場では中資系銀行による元資金清算センターが、資金フローの管理・分析に重要な役割を果たすことになる。資本取引規制は漸進的・選択的に緩和されるが、金融派生商品など一部の取引に対する規制は最後まで残ると予想される。

(2) 東アジア通貨・金融協力

ASEAN+日中韓の地域通貨・金融協力は、これまで通貨危機の管理・防止が中心課題であり、為替相場の安定は協力対象となってこなかった。為替関連の議論が阻害された原因の一つが人民元の限定的な通貨交換性にあったことは間違いない²⁴⁾。当局管理のもとにせよ元の交換性が実現すれば、日本と中国が中心となり、域内で通貨の安定を議論する土壌が整うことになる。後は域内各国の政治意思の問題である。

中国政府にとって元相場の安定は、政治的・経済的に重大関心事である。欧州通貨制度（EMS）におけるドイツマルクの例が示す通り、人民元を地域通貨体制の一員と位置付ければ、その実効相場は安定することになる。その意味で「地域協力賛成論」は中国の国益に適う。

元を構成通貨とする ACU（アジア通貨単位）の創設が可能となる。単なる相場乖離指標としての ACU ではなく、構成通貨が交換性を持つことで、かつての欧州の ECU（欧州通貨単位）のように、東アジア域内の計算単位、投資・調達手段、さらに将来的に準備資産として利用する道が開けよう。ACU 具体化は、地域通貨体制実現への議論を一步進めることになる。ACU は銀行の帳簿上にだけ存在する合成通貨（計算単位）であることから、民間利用を自由化しても、通貨当局は完全にその動向を監視することができることから、中国政府は懸念するに及ばない。

2. 課題

中国政府が辿ろうとしている人民元国際化の道は、既存の国際通貨とは目標とプロセスが異なるだけに課題も多い。

23) 2011年6月21日付け中国人民銀行「クロスボーダー人民元業務関連問題の明確化についての通知」（銀發〔2011〕145号）2011年1月28日“A PBC Official Answers Press Questions on the Provisional Rules for the Pilot Program of RMB Settlement for Overseas Direct Investment”参照。http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2011/20110225150522992863089/20110225150522992863089_.html

24) 李曉は、東アジア通貨協力が挫折した直接原因として、「為替協調と協力の低迷」を「CMI 体制の欠陥」、「主要国の対立増大」とともに挙げているが、人民元の限定された交換性（すなわち円との非対称性）には触れていない。（李曉（2011b）p. 13）

図表17 中国の国際通貨戦略概念

	現在の動き	10-20年後	最終目標	備考
「管理された」人民元国際化の道筋	<ul style="list-style-type: none"> 内外市場分断政策。 貿易・経常取引の人民元決済から一部資本取引に拡大。 香港オフショア市場(運用・調達・リスクヘッジ手段)の確立。 	<ul style="list-style-type: none"> 地域化・アジア化の進展(対近隣・途上国取引で定着)。 2020年上海国際金融センター実現か? 2020年SDR構成通貨になるか? 	<ul style="list-style-type: none"> 管理された完全な交換性(国際通貨)実現。 有事規制のためモニタリング・規制実施手段など管理体制整備。 多極通貨体制の一角 	<ul style="list-style-type: none"> 内外市場分断と上海国際金融中心は矛盾。 管理費用対便益。 最終的に資本自由化の進展度合いと通貨の信認(ドルなど準備通貨対比)が鍵。
東アジア域内協力	<ul style="list-style-type: none"> 域内通貨協力の是非をめぐる論争 CAFTA*実施 	<ul style="list-style-type: none"> 人民元通貨圏実現 ASEAN+3自由貿易地域 	東アジア共同体?	<ul style="list-style-type: none"> ACU**創出は可能。 為替協調メカニズム導入の是非が焦点。
国際通貨制度改訂	<ul style="list-style-type: none"> G20重視 IMF改革 SDR配分 	<ul style="list-style-type: none"> ドル中心の多極準備通貨体制 SDR機能拡充 	超国家準備通貨体制?	グランド・デザインのもと現実的・漸進的・個別のアプローチ。

*CAFTA: 中国 ASEAN 自由貿易協定。 **ACU: アジア通貨単位。

(出所) 筆者作成

(1) 「管理された」国際通貨と内外分離政策

人民元国際化の目標は管理された国際通貨(交換可能通貨)であり、そのプロセスが内外市場分離政策と段階的・選択的な資本規制緩和の組合せであると考えられる。では目標が達成された段階で、内外分離政策は廃止されるのか、あるいは維持されることになるのだろうか。

既存の国際通貨で資本規制を理由に内外市場を分離している例は皆無である²⁵⁾。もし中国が、資本規制緩和により実質的に元の交換性を実現した段階で内外分離政策を廃止すれば、(海外から国内外為市場へのアクセスを認める)実需取引と(国外市場に限定する)非実需取引を区分する意義が失われる。人民銀行の情報管理システムと国外の中資系元清算銀行を通じる元取引の監視・管理体制が、その実効性を保てるか疑問である。従って内外市場一体化は、元はもはや「管理された」国際通貨ではなく、その時点の為替相場制度(管理あるいは自由変動相場制)の如何を問わず、ドル・ユーロ・円と同様の国際通貨となることを意味するだろう。

内外分離政策を維持すれば、中国と海外との資本の流れが、直接間接の形で通貨当局の監視の目を通ることになる。従って元の流動性がどの程度海外に提供されるのか疑問が残る。外国為替市場に関しては、上海(CFETS)市場と香港中心のオフショア市場に分断されるため、はたして十分な市場流動性を確保できるかの問題がある。ちなみに元がSDR構成通貨となる

25) 円については1986年創設のJOM (Japan Offshore Market)、ドルについては81年創設のニューヨークIBF (International Banking Facilities)があるが、これらはいわゆる「ユーロドル市場」との競争に対抗するため、外—外取引に対し預金準備率と税を優遇する制度である。

<http://www.newyorkfed.org/aboutthefed/fedpoint/fed34.html>

<http://www.central-tanshi.com/seminar/16-01.html>

には、Ⅲ.(2)で記述の通り、広くて深い外為市場を有する「自由取引通貨」と認定される必要がある。

(2) 内外分離政策の費用対効果

実需の有無によって為替市場を内外に分別する枠組みを全世界で維持するには、通貨当局と民間金融機関が多大な管理コストを負担しなければならない。現在香港で商業銀行は、上海市場のCNY相場を適用する取引に関しては、顧客から証拠書類を徴求・保管したうえ、資金決済に至る事務の流れを、オフショア市場のCNH相場適用取引と区分して管理している。人民元業務に従事する銀行は、すべてをコンピュータ処理できないため、大きな事務負担を強いられている。

中国主権下の香港では、このような分別事務管理を強制することは可能かもしれない（それにも限度があろう）。しかし欧米やその他アジア地域では、道徳的説得にせよ間接的強要によるにせよ、どの程度の実効性をもって実施・徹底できるのか疑問である²⁶⁾。例えば、仮装実需取引で有利な為替相場を悪用する事例の横行を防止できるだろうか。事務負担が過大であれば、銀行が元取引の取扱いに消極的になることも考えられる。「外国為替市場モニタリングにはコスト・リターンの観点が必要」である（絹川（2003）p.5）。

(3) 国内金融改革・金利自由化の遅れ

香港オフショア市場では人民元の為替・資金取引、預金・貸出金利、金融派生商品や仕組み債（structured bond）など銀行取引や金融商品開発が大幅に自由化されている。ホットマネーの受け皿にもなっている。この背景には政治的意図があると考えられる。すなわち、元の国際化を推進しつつ、ホットマネーの国内流入圧力を軽減し、金利自由化と国内金融・資本市場の改革のための時間稼ぎをすることである。

人民元相場の弾力化にせよ資本規制の緩和にせよ、その前提として国内金利の自由化と中小・地方金融機関など国内金融改革が不可欠であるが、既得権益集団の抵抗でなかなか進展しない。オフショア市場は、国内金融改革の時間稼ぎの意味があるだけに、国内市場参加者と金融当局に対する改革圧力が弱まる恐れがある。金利規制や業種別参入規制は、競争を妨げ、超過利得を享受する既得権益集団を温存する。香港オフショア市場は、中国国内で金融改革を先延ばしする口実に利用される懸念がある。さらに香港オフショア市場から利益を得る集団が、新たな既得権益化するリスクもある。

(4) 複数為替相場と複数金利の問題

「広くて深い」外為市場を持つ国際通貨は、一物一価の法則に従い、ある時点における单一

26) 2011年6月21日付け中国人民銀行「クロスボーダー人民元業務関連問題の明確化についての通知」（銀發〔2011〕145号）「11. ……域内エージェント銀行は域外参加銀行に、顧客に対する人民元売買ニーズの真実性審査強化について要求しなければならない。」「12. ……域外参加銀行は顧客が人民元売買を行った後の資金フローを追跡し……モニタリングを行わなければならない。」

図表18 人民元高（安）期待下でのオフショア・国内為替市場動向

		香港オフショア市場	上海 市 場
元高期待 (現状)	元相場	直物相場 (spot) (上海に比べ) CNH 相場高 (香港に比べ) CNY 相場安	
	先物相場 (forward)	NDF と DF に二分化 ^(注1)	swap と outright 相場に二分化 ^(注2)
国際收支	金 利	(上海に比べ) 低い (香港に比べ) 高い	
	経常勘定（貿易）	中国輸入決済有利（元売ドル買）	中国輸出決済有利（元買ドル売）
	資本勘定	ホットマネー（元買）吸收	ホットマネー流入緩和
元安期待 (想定)	外貨準備	—	当局ドル買い介入で増加
	元相場	直物相場 (spot) (上海に比べ) CNH 相場安 (香港に比べ) CNY 相場高	
	先物相場 (forward)	将来は NDF 消滅も	当局規制次第で不詳
国際收支	金 利	(上海に比べ) 高い (香港に比べ) 低い	
	経常勘定（貿易）	中国輸出決済有利（元買ドル売）	中国輸入決済有利（元売ドル買）
	資本勘定	元売り集中	ホットマネー流出圧力
	外貨準備	—	当局ドル売り介入で減少

(注1) NDF (non-deliverable forward : 資金決済を伴わない先物取引), DF (資金決済を伴う通常の先物為替)。

(注2) 国家外貨管理局2011年11月9日付けの投機資金流入規制により銀行為替持高管理（総合持高主義から現金主義へ）が強化されたことにより、先物相場が二極化した。

(出所) 筆者作成。

の為替相場（直物・先物相場）で売買される。内外市場が分離された人民元の場合、直物相場 (spot rate) は上海市場の建値 CNY 相場と香港オフショア市場の建値 CNH 相場の二重相場体系となっている。先物相場 (forward rate) は、香港市場では資金決済の有無により CNH 先物相場 (DF rate) と NDF 相場 (Non-Deliverable Forward rate) の二本に分かれ、上海市場では2010年11月銀行の為替持高規制が強化されて以来、先物アウトライ特相場 (forward outright rate) と先物スワップ相場 (forward swap rate) の二本立てになるという異常な状態が続いている。すなわち先物相場は合計四本の複数相場体系を現出している。

元金利に関して、中国国内は規制金利が維持されているのに対し、香港では銀行が自由に金利を決定できる。両者の金利には大幅な乖離があり、たとえば2011年6月現在、1年定期預金は国内基準金利3.25%に対し、香港の平均金利は0.58%である。

複数の為替相場と金利体系は、中国や香港の輸出入業者に有利な為替相場や貿易金融を受けようとする誘因となる。複数相場・金利水準の乖離が大きくなれば超過利潤 (rent) の源泉となる。事実、2010年 CNH 相場が CNY 相場に比べて元高ドル安に振れた時、CNH 相場を利用する中国の元建て輸入取引が増加した。内外市場分離政策が続く限り、複数為替相場・金利の発生は避けられない。将来、人民元が SDR あるいは ACU 構成通貨となるに際して、これら計算単位の相場・金利算出上の技術的問題を惹起する可能性もある。

(5) 漸進的資本規制緩和と「相場形成メカニズムの改善」

中国政府は、通貨政策の3原則を堅持する限り、人民元の為替相場と資金の流出入を「主体的に管理する」とともに、改革は漸進的に進めようとするだろう。これまで第11次五ヵ年計画のもとで、この基本原則に沿い元の相場形成メカニズムを改善し、資本規制緩和を進めてきた。これらを背景に、貿易規模・内外直接投資は拡大し、二桁経済成長に貢献した。他方、その代償は増え続ける外貨準備、過剰国内流動性とインフレ・リスクであった。今後も、管理変動相場制のもとで実態的に資本規制を続ける限り、外貨準備の増加は続くだろう（元安防止・元高誘導の市場介入をすれば別である）。

日本あるいは欧米のように自由に為替相場が変動し、資本が移動する制度のもとでは、政府による市場介入は原則としてない。民間部門は、時々の為替相場、金利動向および先行き見通しを背景に、国境を越えて自由に資本取引を行う。巨額の資本がグローバルで流出し、結果的にネット・ベースで経常黒字・赤字額に見合う資本流出入が記録される。従って、基本的に外貨準備の増減は利息収入と評価損益に限られる。

中国では、民間部門独自の為替相場感、金利予測のもとで対外的に資金を動かすことは厳しく制約されている。従って国際収支表の資本勘定に記録される、自由な民間資本の流れに代わって、政府部门が外貨準備積み上げ（米国債などへの対外投資）の形で国際収支の帳尻を合わせる姿となっている。中国政府が、通貨政策3原則に沿って「管理された元の国際化」を進めようとすれば、引き続き過剰な外貨準備と国内流動性の問題に悩むことになろう。

おわりに

元市場の内外分離政策を通じて、人民元を「管理された」国際通貨（交換可能通貨）にしようとする試みは、国際金融界の常識を覆す大実験である。貿易や直接投資など実需取引に対しては国内為替・資本市場を開放し、その円滑な実行を奨励する。利鞘稼ぎの資金取引については監視を強め、その範囲を海外市場に限定しつつ、通貨投機など行きすぎに対しては有事規制を発動する。

他方、内外分離政策の費用対効果の問題、国内金融改革が遅れるリスク、二重為替相場・金利水準がもたらす裁定取引の誘因、移行過程における過剰外貨準備・国内流動性の問題など、取り組むべき課題は少なくない。

実需取引を重視する基本姿勢は、実体経済に奉仕すべき金融経済の根本的な在り方を問うものである。巨額の国際資本の流れに翻弄され、通貨・金融危機を繰り返すという現行国際金融体制の弊害を削減する観点から、中国政府が試みる人民元の「管理された」国際化の成否を、今後注視していきたい。

参考文献

- 易 綱 (2006) 「以人民幣第一戦略促進和平發展」『中国経済報告』12月14日
- (2011) 「加快外汇管理理念和方式转变 深化外汇管理体制改革」国家外匯管理局, 1月18日
- 絹川直良 (2003) 「東アジア新興国の外国為替市場インフラ整備」国際通貨研究所, 9月1日
- 「人民元国際化」課題組 (2011) 「香港離岸人民幣金融市場：現状、前景、問題与風險」WP No. 2011W07, 中国社会科学院世界經濟与政治研究所国際金融研究中心, 4月18日
- 村瀬哲司 (2011) 「不透明な人民元国際化の行方——日中は通貨・金融で協力を」『中国が変える世界秩序』日本経済研究センター・清華大学国情研究センター, 3月
- 李 晓 (2011a) 「中国人民元の国際化について——その背景、経緯と課題」『Business & Economic Review』日本総研, 4月
- (2011b) 「東アジア通貨金融協力はなぜ挫折したか」『国際金融』1226号, 外国為替貿易研究会, 7月1日
- BNP Paribas (2011) "RMB Internationalization : the Rise of the Redback," May
- Dong He, McCauley, R. N. (2010) "Offshore Market for the Domestic Currency: Monetary and Financial Stability Issues," WP 02/2010 Hong Kong Monetary Authority
- International Monetary Fund (2010) "Review of the Method of Valuation of the SDR," 26 October
- HSBC (2011) "Offshore RMB: What's next?" Global Research, 15 February
- Standard Chartered (2011) "CNH supports CNY reserve-ification," 10 January
- Subacchi, P. (2010) "One Currency, Two Systems: China's Renminbi Strategy," Chatham House, October
- Yam, Joseph (2011) "A Safe Approach to Convertibility for the Renminbi," (www.josephyam.com), 9 April
- Yu Yongding (2011) "China Going Forward," The Star online (<http://biz.thestar.com.my>), 1 January