



——「熱点」とは中国語で、今注目のホットな話題、という意味である

## 人民元オフショア市場の 創設に向けた動き

### I. 中国人民銀行の機構改革と人民元オフショア市場の創設

2008年8月14日、国务院弁公庁（内閣官房）は、中国人民銀行（中央銀行、以下、人民銀行）の機構改革に関する通知を公表した（通知の日付は2008年7月10日付）。

同機構改革のポイントは、以下の三項目から構成される。一つ目は、人民銀行の主要職責を①金融サービス業の改革・発展戦略を立案し、重要課題を総合的に研究し調整・解決し、金融サービス業の協調的かつ健全な発展を促進すること、②重要な金融業のクロスボーダーM&Aが国家の金融安全に与える影響の評価に参画し政策提言書を出し、金融サービス業の秩序だった開放を促進すること、としている。二つ目は、人民銀行が、国家発展改革委員会、財政部等のマクロ経済省庁との連携を強めることとしている。三つ目は、人民銀行が、中国銀行業監督管理委員会、中国証券監督管理委員会、中国保険監督管理委員会といった金融サービス業の管理監督機関との連携を強めることとしている。総じて、人民銀行の企画立案機能と総合調整機能を高め、金融サービス業の開放に伴うクロスボーダーM&Aの審査機能を付与していることが特徴である。

一方、個別には、「匯率司」（為替相場局）を新設することが話題を呼んでいる。中でも「人民元の国際化の進展度合いに基づき、人民元オフショア市場を発展させる」ことが為替相場局の役割の一つとされた点が、内外の市場関係者からの注目を集めている。

### II. 香港の人民元市場

実は香港では、大陸観光客の受入と増加に伴う現地での人民元の流通に伴い、2004年2月25日から人民元預金業務が解禁されている。2008年6月末時点の預金残高は776億元（約1.3兆円）で、在香港の銀行のうち40行が人民元預金業務のライセンスを持っている。香港の人民元預金は、大陸の人民元預金43兆8,989億元（2008年6月末時点、約708兆円）と比べても0.18%の規模に過ぎないが、資本取引、為替取引、国内金利に規制が課されている中国にとって、大陸の規制が適用されない香港の人民元市場は、1980年代の日本にとってのユーロ円市場を類推させる。

香港での人民元預金業務の解禁に続き、2007年からは、人民銀行による認可の下で、大陸の政策性銀行や商業銀行による香港人民元債の発行が解禁された。香港人民元債の発行は、香港での人民元預金の運用手段を確保し、かつ人民元の大陸への還流を促すためとされる。また、現時点では、香港人民元債は大陸でよりも低コストで発行されている。例えば、2008年8月21日に発行された中国輸出入銀行の香港人民元債30億元（3年物）の表面金利は3.4%で、大陸での同期物の収益率4.6%を120bp下回っている。このため、既存の発行体以外の銀行や保険会社も、香港人民元債の発行を希望している模様である（2008年8月27日付中国証券報）。これも規模

の面では比較にはならないが、国内の規制が適用されないという意味で、1980年代の日本の居住者によるユーロ円債発行を想起させる

### Ⅲ. 人民元オフショア市場の制度設計

そもそもオフショア市場とは、資本取引の自由化の一環として、非居住者からの資金調達や非居住者に対する資金運用を国内取引と切り離し、制約を少なくして自由な取引を行えることを目的に創設された国際金融市場を指し、優遇措置（税制、金利、預金準備率）が講じられている。オフショア市場は二つの種類に分けられる。一つは、非居住者の国内外の資金貸借を遮断しない内外一体型の市場である。ロンドンや香港がこのタイプに該当する。もう一つは、金融機関に特別勘定としてのオフショア勘定を設け、国内金融取引とは分離した形で資金の貸借を行う遮断型の市場である。日本がこのタイプに該当する。

日本では、1986年12月に東京オフショア市場（JOM：Japan Offshore Market）が創設されたが、その背景には、前述の通り既に海外に規制の緩やかなユーロ円市場があり、日本の資金調達者や資金運用者が海外で活発に円取引を行っていたことに対する当局や市場関係者の問題意識や危機感があった。

香港の人民元市場では、預金金利は大陸の方が高いことから、直ちに大陸から人民元が大量に香港に流出する事態は想像しにくい。大陸側の海外旅行ブームによる香港での人民元預金の増加が続き、かつ低コストでの起債環境が続くとすると、金融機関以外の事業会社による債券発行も視野に入ってくる。さらに、債券業務に加え、貸出業務の解禁も視野に入ってくるかもしれない。これらは、人民元の国際化の窓口としての機能強化を掲げる香港にとっては好機となろう。一方、今回提起された人民元オフショア市場に関する内容や進め方は今後人民銀行が研究を行うことになるが、仮に遮断型の市場を本土内に作る場合でも、本土での金融自由化をどう進めるかという問題からは避けて通ることはできないだろう。今後の人民元オフショア市場の創設を巡る議論が注目される。

株野村資本市場研究所 主任研究員  
関根 栄一