



# 人民元の国際化： オンショア・オフショアの双方の視点から<sup>1,2</sup>

張 明<sup>※</sup>

## 要 約

1. 2008 年以來、米国のサブプライム危機をきっかけにドルの信認が揺らぎ、中国が外貨準備として蓄積してきたドル資産は、高いリスクにさらされるようになった。その一方で、中国の経済力が急速に台頭している中で、人民元がドルに代わり基軸通貨になることも視野に入りつつある。これを背景に、中国政府は、人民元の国際化を積極的に進めるようになり、成果を上げつつある。
2. 2010 年下半期以降、人民元建てクロスボーダー決済が急増しているが、その中で、輸入決済の規模が輸出決済を大きく上回っている。このことは、人民元レートが今後引き続き上昇するとの市場観測が根強い中で、中国に輸出する海外企業が人民元を受け取ることを通じて、為替差益を得ようとすることを反映している。
3. 香港は、2010 年以降人民元建て資産が急増していることに象徴されるように、人民元のオフショア市場として重要性が増している。投資家が人民元建て資産を運用する手段として、預金、債券、株式などがあるが、その中で人民元建て預金が圧倒的ウェイトを占めている。人民元の上昇による為替差益を得ることは、投資家にとって、人民元資産を持つ最大のインセンティブとなっている。
4. 資本勘定の自由化は、人民元国際化の前提条件である。しかし、それに伴って、資本の流出入の規模が大きくなり、その結果、為替レートが不安定になるだけでなく、金融政策の独立性も大幅に制約されてしまう。従って、当局は、人民元の国際化を慎重に進めていく必要がある。

<sup>1</sup> 本稿は中国社会科学院世界経済政治研究所国際金融センターWorking Paper No. 2011W09「人民元の国際化：オンショア・オフショアの双方の視点から」を邦訳した物である。なお、翻訳にあたり原論文の主張を損なわない範囲で、一部を割愛したり抄訳としている場合がある。

<sup>2</sup> 本稿の作成に当たっては、筆者及び何帆、徐奇淵、鄭聯盛、李婧、劉東民らが香港、深圳、広東及び雲南で行った実地調査が役だった。また、譚秀英氏からの修正の提案に謝意を表す。当然のことながら文責は筆者が負う。

<sup>※</sup> 張 明 中国社会科学院世界経済政治研究所国際金融研究室 副主任

## I. はじめに

米国においてサブプライムローン問題が顕在化した後の 2008 年以降、中国政府は人民元の国際化を加速し始めた。これは、クロスボーダー取引の人民元建て決済の試験的および全面的実施と、香港におけるオフショア人民元市場の急速な拡大にも表れている。中国政府が世界金融危機後に人民元の国際化を加速しているのはなぜだろうか。2010 年下半期から現在にかけて、クロスボーダー取引の人民元建て決済と香港におけるオフショア人民元市場が急速に拡大したのはなぜだろうか。人民元の国際化プロセスの背景には、どのようなリスクが潜むのだろうか。中国政府はいかにして人民元の国際化を進めるべきだろうか。

本稿では、こうした問いかけへの答えとして、まず中国政府が世界金融危機後に人民元の国際化を急ぐ原因を整理し、続いて一方通行的な使用に留まるクロスボーダー取引の人民元建て決済について論じる。さらに急速に拡大しつつある香港オフショア人民元市場について分析し、次いで当面の人民元国際化プロセスに潜むリスクをまとめ、最後に中国政府が今後いかに人民元の国際化を進めるべきかについて、政策提言を示す。

## II. 中国政府はなぜ人民元の国際化を急ぐのか

2008 年以降、中国政府は人民元国際化の動きを加速している。国際通貨には決済手段 (Medium of Exchange)、計算単位 (Unit of Account)、価値貯蔵手段 (Store of Value) という 3 つの役割がある<sup>3</sup>。中国政府はまずクロスボーダー取引において人民元建てによる価格表示・決済を導入、続いて海外からの直接投資にも人民元建ての価格表示・決済を拡大、さらに条件が整えば人民元を国際準備通貨にするという段階を経て、人民元の国際化を進める方針である。過去 30 年間の改革開放における「石を探りながら河を渡る」に例えられる慎重な試行錯誤を踏襲し、人民元の国際化でも「試験的実施」から「全面的実施」への道筋を進もうとしている。

2009 年 4 月 8 日、国務院は上海市と広東省の広州市、深圳市、珠海市、東莞市の 4 市で、クロスボーダー取引における人民元建て決済を試験的に実施することを決定した。2009 年 7 月 2 日には、国務院の 6 つの部・委員会 (中央省庁) がこの試験的実施に関する管理規定を発表し、実施に移した。

2009 年のクロスボーダー取引の人民元建て決済額はわずか 36 億元であったが、2010 年には 5,348 億元に急増し、2011 年は第 1 四半期だけで 3,603 億元に達した。クロスボーダー取引における人民元建て決済は事実上、2010 年下半期に始まったといえ、2010 年上半期にはわずか 670 億元であったものが、下半期には 4,678 億元に急増している<sup>4</sup>。

クロスボーダー取引の人民元建て決済額が 2010 年下半期から急増した理由として以下の二点が挙げられる。第一に 2010 年 6 月 22 日、国務院の 6 つの部・委員会が連名で「關於拡大跨境貿易人民幣結算試点有關問題的通知 (クロスボーダー取引における人民元建て決済の試験的実施拡大にかかる問題に関する通知)」を発表したことである。これによって、国内の試験的実施対象地域が増えた (5 都市から 20 の省・直轄市・自治区へ拡大) ほかに、貿易相手先に関する規制も

<sup>3</sup> Peter Kenen, "The Role of the Dollar as an International Currency", Occasional Papers No.13, Group of Thirty, New York, 1983.

<sup>4</sup> 中国人民銀行「中国貨幣政策執行報告」(2010 年第 1 四半期～2010 年第 4 四半期) <http://www.pbc.gov.cn/publish/zhengcehuobisi/591/index.html>

撤廃され、対象業務範囲が財貿易以外の他の經常勘定項目に拡大した。第二に 2010 年 7 月 19 日、中国人民銀行（中央銀行）と香港金融管理局は人民元業務に関する協力の覚書を締結した。これによって、香港の銀行は人民元建て口座や各種サービスに対する規制の対象外となり、企業・個人間での人民元建て送金・振込みも自由化された。香港・中国本土間の人民元建て取引も増加した。香港・本土間クロスボーダー取引の人民元建て決済額は 2009 年下半期、2010 年上半期及び同下半期に、それぞれ 19 億元、271 億元、3,421 億元と推移しており<sup>5</sup>、中国本土の人民元建てクロスボーダー取引決済総額の 53%、40%、73%を占めている<sup>6</sup>。

問題は、なぜ世界金融危機を受けて中国政府が人民元の国際化を政策の重点に掲げ、全力を注いできたかである。人民元の国際化の背後に、中国政府のいかなる戦略や思惑があるのだろうか。

まず、米国のサブプライム危機が、中国政府が人民元の国際化を急ぐ重要な外的要因となった。危機が起こるまで、米ドルは世界で最も安定した国際準備通貨であり、米国債は世界で最も流動性の高い安全資産であると考えられていた。中国政府が国際収支の「双子の黒字」を利用して外貨準備高を積み上げてきたことも、中国政府の米ドル・米国債に対する信頼感を裏付けている。しかし、サブプライム危機によって米ドル・米国債への信頼は失われた。具体的には次の二点が挙げられる。第一に米連邦準備制度理事会（FRB）がゼロ金利政策・量的緩和政策を続けた結果、（貿易加重）ドル指数は著しく下落し、将来にわたって米ドルの実質購買力が減退する見通しとなった。米ドルの下落は今後も中・長期的に続く恐れがある。第二に米政府が相次いで打ち出した経済刺激策によって財政赤字と政府債務が急激に拡大し、市場では米国債の信用リスクに対して懸念が出ている。2011 年 4 月 18 日、格付け会社 S&P（スタンダード・アンド・プアーズ）は米国債の信用格付けの見通しを「ネガティブ」に引き下げた<sup>7</sup>。2011 年上半期、米国の大手資産運用会社パシフィック・インベストメント・マネジメント・カンパニー（PIMCO）は保有する米国債をすべて放出した<sup>8</sup>。米政府最大の海外の債権者として中国政府が保有する米国債は、インフレや米ドルの下落、低い利回りという脅威に曝されている。

中国政府が短期間で構造調整策を通じて国際収支の「双子の黒字」を減らすことは難しい。このため、クロスボーダー取引・投資における人民元の使用を拡大し、対外貿易や資本のクロスボーダー移動の米ドル依存を減らすことを通じて、米ドル・米国債の大量保有に伴うリスクを抑えることができる。つまり、サブプライム危機後に米ドル・米国債の地位が弱まったため、人民元の国際化が中国政府にとってリスク管理の次善策となったのである。

次に、中国の経済力が急速に台頭していることが、中国政府が人民元の国際化を推進する重要な要因となった。2010 年に中国は初めて日本を抜き、世界第 2 位の経済大国となった。過去 100 年余りの間、世界第二の経済大国の通貨が国際通貨でなかった例は稀である。中国のような経済大国にとって、他国とのクロスボーダー取引・投資にあたって、第三国の通貨の為替変動リスクを負わなければならないのは、非常に望ましくないことである。一方で、過去の例を見ても、世

<sup>5</sup> ロイター社中国語ウェブサイト「香港跨境貿易人民幣結算匯款額月度數拋一覽（香港國際貿易人民幣建て決済送金額月別データ一覽）」<http://cn.reuters.com/article/hkBizNews/idCNnCH006434720110531>

<sup>6</sup> 中国人民銀行「中国貨幣政策執行報告」及びロイター社中国語ウェブサイト「香港跨境貿易人民幣結算匯款額月度數拋一覽」の関連データより算出。

<sup>7</sup> 「標普下調美国債評級展望 加深兩党分歧（S&Pが米国債の格付け見通しをネガティブに 深まる兩党の亀裂）」ウォールストリートジャーナル中国語ウェブサイト、2011 年 4 月 19 日付。<http://cn.wsj.com/gb/20110419/bus070424.asp>

<sup>8</sup> 「PIMCO格羅斯：投資者應回避米国債（PIMCO ビル・グロス：投資家は米国債を回避すべき）」東方財富サイト、2011 年 6 月 9 日付。<http://bond.eastmoney.com/news/1325,20110609141134914.html>

界の重要な経済体となった国の通貨が世界の基軸通貨となるまでには、長い時間が必要である。例えば、米国が英国を抜いて世界最大の経済体となった後、米ドルが英ポンドに代わって世界の基軸通貨となるまでに、約半世紀を必要とした。これらの事情を背景に、自国の経済力の急拡大に伴って、中国政府に人民元を国際準備通貨に発展させる動機が生まれたのである。基軸通貨の交替が息の長いプロセスである以上、中国政府は早期に人民元の国際化に着手すべきである。

さらに、政治経済学的な視点から見ると、人民元の国際化を推進することは、既得権益層からの妨害を最も受けにくい改革手段の一つである。中国の改革開放が山場に差し掛かるにつれ、既得権の再分配が起こることになるが、既得権益層からの反発は避けられず、今後の改革が困難を極めることは必至である。例えば、①金利形成メカニズムの市場化に対する、債務者（地方政府及び国有企業）や商業銀行（金利の市場化は預金・貸出金利の利ざや縮小につながりかねない）の反発、②為替レート形成メカニズムの市場化に対する、商務部（中国の対外貿易主管部門）や沿海部の地方政府の抵抗、③生産要素価格の市場化に対する、業界を主管する政府部門や独占企業、さらには利用者の反対、といったものが予想される。しかしながら人民元の国際化は、既得権益層との利害関係が表に出にくいいため、現段階では中国政府（特に中国人民銀行）にとって進めやすい改革手段の一つといえる。

### Ⅲ、オンショアの視点から：一方通行の人民元建てクロスボーダー決済

先述の通り、2009年7月に試験的实施が正式に始まって以来、クロスボーダー取引の人民元建て決済には著しい進展があった。HSBCは、中国と新興市場国・地域との貿易額のうち、3～5年後には少なくとも半分以上が人民元建てで決済される（現在は3%）と予測している。つまり、年間2兆米ドルのクロスボーダー取引が人民元建てで決済されることになる<sup>9</sup>。

人民元をクロスボーダー取引の決済通貨にすることは、中国企業にとって魅力が大きい。第一に、米ドル・ユーロの代わりに人民元建て決済を行うことで、中国企業はリスクを抑えることができる。外貨建てで価格を表示する場合、為替変動リスクが生じる。輸出入段階での為替変動リスクを回避するため、企業は外国為替先物取引を利用してレートを事前に確定しておく必要があるが、こうしたヘッジにはコストがかかる。クロスボーダー取引の人民元建て決済の導入は、これらのリスクやコストを減らすことにつながる。第二に、クロスボーダー取引の人民元建て決済の導入により、輸出企業が輸出で得た外貨を両替したり、輸入企業が輸入のために外貨を取得したりする手間が省け、両替にかかるコストが節約できる。第三に、中国企業が人民元建ての価格表示・決済を広く利用するようになれば、中国企業のクロスボーダー取引において、人民元レートの変動を熟知している中国企業の価格決定権が大きく強まる。

しかし、現実には理論より複雑である。中国社会科学院世界経済・政治研究所の調査団が広東省の数都市で行った実地調査によれば、中国企業はクロスボーダー取引で人民元を使用したいと考えているものの、海外の相手先企業は人民元建ての価格表示や決済に対して乗り気ではない。その主な原因としては以下のものが挙げられる。第一に、制度的慣性と規模の経済性を反映して、貿易当事者の間では米ドル建ての価格表示や決済、外国為替先物取引を利用した事前の為替レ

<sup>9</sup> 屈宏斌、孫瑤璋、郭浩庄「走向世界第三大貨幣：人民幣国際化指引（世界第3の通貨へ：人民元の国際化の手引き）」HSBCグローバル・リサーチ、2010年11月9日

ト確定が慣例になっており、新たな通貨への切り替えは相手に時間的・金銭的成本をもたらす<sup>10</sup>。第二に、人民元オフショア市場の規模はまだ小さく、香港企業以外の海外企業にとって、クロスボーダー取引のための人民元建て融資を獲得する場合も、手持ちの人民元を投資に振り向ける場合も、まだ大きな障害がある。中国の輸出入企業は通常、クロスボーダー取引における主導権や価格決定権が弱く（特に加工貿易企業）、パートナーとなる海外企業が人民元建ての価格表示に興味を示さない限り、中国企業から導入を図ることは難しい<sup>11</sup>。

では、2010年下半期から現在にかけての人民元建てクロスボーダー取引が急増しているのはなぜだろうか。この問いに答えるためには、クロスボーダー取引の人民元建て決済額の具体的な分布を分析する必要がある。現在、クロスボーダー取引の人民元建て決済は、主に「財の輸出」、「財の輸入」、「サービス貿易及びその他経常勘定項目」の3項目に分かれる。筆者らの集計によれば、2010年第1四半期から2011年第1四半期までの期間、これら3項目の全体に占めるそれぞれのシェアは8%、80%、12%であった<sup>12</sup>。つまり、これまでのクロスボーダー取引の人民元建て決済は、一方通行的な使用に留まっていることが明白である。クロスボーダー取引の人民元建て決済の80%が、中国の輸入企業の人民元口座からの支払であり、中国の輸出企業が人民元建てで受け取る代金はクロスボーダー取引全体に占める割合は10%に満たない。

クロスボーダー取引の人民元建て決済が典型的な「一方通行」になっているのはなぜだろうか。まず、市場では人民元レートが今後引き続き一方的に上昇すると観測が根強いことが挙げられる。人民元上昇観測により、海外企業は人民元資産を持つ（すなわち中国へ輸出し、人民元を受け取る）ことで、為替変動によるキャピタルゲインを得たいと考える。一方、人民元建ての融資を受けて中国からの輸入の支払に充てたいと考える海外企業は少ない。人民元レートが上昇すればコスト負担が増える恐れがあるためである。次に、現在のオフショア市場では人民元の供給量に限りがあり（2011年4月末現在、香港の人民元建て預金残高はようやく5,000億元に達したばかりである）、海外の輸入企業が人民元建て融資を獲得することは難しく、コストも高くつく。さらに、試験的実施プロセスにおいて、中国政府は輸入取引の人民元建て決済については大幅に規制緩和する一方、輸出貿易決済については厳しい規制を維持している。2010年6月に発表された「关于扩大跨境贸易人民币结算试点有关问题的通知（クロスボーダー取引における人民元建て決済の試験的実施拡大にかかる問題に関する通知）」では、20の省・直轄市・自治区で輸入時の人民元建て決済を認める一方、輸出貿易での人民元建て決済は16の省・直轄市・自治区の指定企業に限られている<sup>13</sup>。これらの中でも、人民元の上昇観測こそが、クロスボーダー取引の人民元建て決済の一方通行化を招く最も重要な原因である。

人民元が輸入代金の支払いに使われる額は、輸出によって得られる人民元の額より多いため、中国の外貨準備高の急増につながるだろう。中国企業が輸出によって受け取る通貨は米ドルのままだが、輸入は人民元建て決済への切り替えが進むため、外貨準備が余計増えてしまう。例えば、

<sup>10</sup> 何帆、張斌、張明、徐奇淵、鄭聯盛「香港離岸人民幣金融市場：現状、前景、問題と風險（香港オフショア人民元金融市場の現状、展望、問題そしてリスク）」中国社会科学院世界經濟政治研究所國際金融研究センターWorking Paper No.2011W07、2011年4月

<sup>11</sup> 曹遠征「人民元國際化：緣起与發展（人民元の國際化：その起源と進展）」『中国經濟觀察』博源基金会特別刊第十四号 2011年5月17日

<sup>12</sup> 中国人民銀行の「中国貨幣政策執行報告」（2010年第1四半期～2010年第4四半期）のデータに基づき筆者が算出。 <http://www.pbc.gov.cn/publish/zhengcehuobisi/591/index.html>

<sup>13</sup> 殷劍鋒「反思人民幣國際化的模式：日本的教訓（人民元の國際化モデルについての反省：日本の教訓）」中国金融40人フォーラム、2011年6月20日

2011年第1四半期に中国の外貨準備高は1,974億米ドル増えたが<sup>14</sup>、同期間の輸出、および輸入の人民元建て決済額はそれぞれ202億元と2,854億元であった<sup>15</sup>。つまり、市場レートで換算した場合、クロスボーダー取引の人民元建て決済の一方通行化により、外貨準備は408億米ドル増えたことになる<sup>16</sup>。この予想外の結果は、人民元の国際化を通じて米ドルへの依存を減らそうとした中国政府の思惑とは、明らかに相反する<sup>17</sup>。

こうした一方通行化を打開するためには、オフショア市場における人民元流通量を増やし、輸出にかかる人民元建て決済への規制をさらに緩和しなければならない。最も重要なのは、人民元為替レートの形成メカニズムを一層改善し、政府の外国為替市場への関与を減らし、より市場の需給関係に即した人民元レートを形成することである。一方的な人民元上昇観測を解消するには、人民元の米ドルに対する名目レートの1日当たり変動許容レンジを拡大し（現在の±0.5%から、±1~3%程度にする）、主要通貨に対する人民元レートの上下変動幅を広げることが特に重要になる。

#### IV. オフショアの視点から：急速に拡大する香港の人民元市場

2004年1月1日の「内地と香港間に関する更緊密な経済貿易関係の安排（中国本土・香港経済貿易緊密化協定、CEPA）」実施以降、香港の銀行は現地住民向け人民元建て預金サービスを開始したが、2009年末現在、香港の人民元建て預金残高は627億元に留まっていた。ところが、クロスボーダー取引の人民元建て決済の試験的实施に伴い、香港の人民元建て預金残高は2010年になって、爆発的に増加し始めた。2010年末現在、香港の人民元建て預金残高は3,149億元に急増して前年末の5倍に達し、2011年4月末には5,000億元を超えた<sup>18</sup>。業界では、香港の人民元建て預金残高は2011年末には1兆元を突破し<sup>19</sup>、2012年には2兆元に達するとの見方が大勢になっている<sup>20</sup>。

香港のオフショア人民元市場が2010年に入ってこれほど急速に発展したのはなぜだろうか。第一に、クロスボーダー取引の人民元建て決済の導入により、香港には豊富な人民元資金が流入するようになったためである。2010年のクロスボーダー取引の人民元建て決済総額は5,348億元だったが<sup>21</sup>、うち中国本土・香港間の決済額は3,692億元に上り、全体の69%を占めた<sup>22</sup>。第二に、中国人民銀行と香港金融管理局との間で2010年7月に人民元業務に関する協力の覚書が締

<sup>14</sup> 国家外匯管理局ウェブサイト <http://www.safe.gov.cn>

<sup>15</sup> 中国人民銀行「2011年第一季中国貨幣政策執行報告」 <http://www.pbc.gov.cn/publish/zhengcehuobisi/591/index.html>

<sup>16</sup> 筆者が上述のデータより算出。

<sup>17</sup> このほか、サービス貿易の輸出における人民元建て決済についての筆者らの調査では、利ざや目的と見られる取引例が見つかった。本土の人民元基準融資金利が上昇し続ける中、本土・香港の双方に拠点を持つ同系列会社の場合、香港の会社を通じて香港の商業銀行から低金利で香港ドル融資を受けることができるが、サービス貿易の輸入の名目で香港の商業銀行に人民元への両替を申請し、本土の関連企業に送金する例があった。こうした「人民元の国際化」が中国政府の当初の目的に反することは、疑問の余地がないだろう。

<sup>18</sup> CEICデータベース <http://www.ceicdata.com>

<sup>19</sup> 郭浩庄、屈宏斌、劉潔、Daniel Hui:「離岸人民幣：下一步是什麼？關注四大走勢（オフショア人民元：つぎのステップは何か？四大トレンドに着目）」HSBCグローバル・リサーチ、2011年2月15日

<sup>20</sup> Kevin Lai, Grace Wu and Sophia Huo, “Capitalizing on Renminbi-business opportunities”, Strategy and Economic Report, Daiwa Capital Markets, 2 March 2011.

<sup>21</sup> 中国人民銀行「2011年第一季中国貨幣政策執行報告」 <http://www.pbc.gov.cn/publish/zhengcehuobisi/591/index.html>

<sup>22</sup> ロイター社中国語ウェブサイト「香港跨境貿易人民幣結算匯款額月度數拋一覽（香港國際貿易人民元建て決済送金額月別データ一覧）」 <http://cn.reuters.com/article/hkBizNews/idCNnCH006434720110531>

結されたことによって、香港の企業・個人の人民元建て決済の利便性が大幅に向上したことがある。2010年下半期、香港のクロスボーダー取引の人民元建て決済の規模は上半期の13倍に、人民元建て預金残高は8倍に達した<sup>23</sup>。

香港における人民元建て預金残高の急増の背景については、まず、香港の企業・個人がなぜ人民元の保有を望むのか、そして人民元建て金融商品そのものに魅力があるのか、それとも人民元が一方的に上昇するという観測によるものなのか——といった重要な疑問がある。

人民元建て金融商品の種類・規模の面から見れば、香港の企業・個人が人民元建て資産を運用する手段はかなり限られている。

投資対象の一つ目は人民元建て預金である。香港では1年物の人民元建て預貯金金利は0.5～0.7%であり、中国本土の基準金利（1年物）の3.25%に比べて遥かに低い<sup>24</sup>。香港の人民元建て預金金利の低さは、人民元オフショア市場の決済メカニズムに起因している。現在、中銀香港（中国銀行の香港法人）は、香港で人民元業務を取り扱う唯一の銀行であり、香港の他の銀行は手持ちの余剰人民元を同行に預けることしかできない。中銀香港は、この人民元を中国人民銀行深圳支社に預ける。人民銀行深圳支社は、オフショア人民元建て預金に対して、1年物預金の金利をわずか0.99%に設定している。中銀香港が香港の他の銀行に提示する、経費差し引き後の利率は0.865%に留まる。この数字が事実上、香港の1年物人民元建て預金金利の上限となる。2011年3月31日以降、人民銀行深圳支社が中銀香港に提示する決済金利は0.99%から0.72%に引き下げられ（本土商業銀行の超過預金準備金に対する金利と統一）、これに伴って中銀香港が香港の他の銀行に示す1年物預金金利も0.865%から0.629%に下がり、香港における人民元建て預金金利はさらに低下した<sup>25</sup>。

二つ目の投資対象は香港で発行された人民元建て債券である。2007年6月に国家開発銀行が初めて香港で人民元建て債券を発行して以来、2011年3月末までに香港市場で発行された人民元建て債券は820億元に上る<sup>26</sup>。発行主体は政策性銀行（国家開発銀行など）から商業銀行（中国銀行など）、さらには香港資本銀行の本土子会社（HSBC中国など）、中国財政部、香港現地企業（合和公路基建など）、グローバル企業（キャタピラー社など）、海外金融機関（ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド(RBS)など）、国際金融機関（世界銀行）などに徐々に拡大された。現在、香港で発行された人民元建て債券の利回りは0.95-5.25%であり、香港の人民元保有者にとっては利回り多様性の面において優れた投資対象となっている<sup>27</sup>。香港で人民元建て債券取引が始まったばかりの頃、これらの債券は発行規模が小さいため「点心債（Dim-sum Bond、Dim-sumは中華風のスナックの意）」と呼ばれたが、市場規模が膨らんだ現在では、こうした呼称は実情に合わなくなっている。

三つ目の投資対象は、機関投資家を通じた本土インターバンク債券市場への投資である。2010年8月、中国人民銀行は「关于境外人民幣清算行等三類機構運用人民幣投資銀行間債券市場試点

<sup>23</sup> CEICデータベースのデータを基に筆者が算出 <http://www.ceicdata.com>

<sup>24</sup> CEICデータベース <http://www.ceicdata.com>

<sup>25</sup> 「香港人民幣業務再有新進展 存款息口會下調（香港の人民元業務に新たな進展 預金金利引き下げへ）」『世華財訊』2011年4月1日 <http://content.caixun.com/NE/02/id/NE02idu6.html>

<sup>26</sup> 中国人民銀行「2011年第一季度中国貨幣政策執行報告」<http://www.pbc.gov.cn/publish/zhengcehuobisi/591/index.html>

<sup>27</sup> 何帆、張斌、張明、徐奇淵、鄭聯盛「香港離岸人民幣金融市場：現状、前景、問題と風險（香港オフショア人民元金融市場の現状、展望、問題そしてリスク）」中国社会科学院世界經濟政治研究所國際金融研究センターWorking Paper No.2011W07,2011年4月

有関事宜の通知（海外人民元決済業務取扱銀行など3種類機関の人民元によるインターバンク債券市場への投資の試験的实施にかかる事項に関する通知）」を發表し、海外の中央銀行や通貨当局、香港・マカオの人民元決済業務取扱銀行、海外の参加銀行を対象に、合法的に取得した人民元資金を本土のインターバンク債券市場に投資することを認めた。これまでに、工商銀行アジア、建設銀行香港、ハンセン銀行、シティバンク香港支社、三菱東京 UFJ 銀行香港支社など 10 行余りが、本土インターバンク債券市場への投資を認められている。

四つ目の投資対象は、香港で新規発行された人民元建て株式（IPO）である。2011 年 4 月末、北京東方広場の 38 年分賃貸料収入を原資とする不動産投資信託「匯賢房地產信託投資基金」が香港での IPO を実施し、100 億元余りを調達した。これは、香港で実施された初の人民元建て IPO である<sup>28</sup>。さらに多くの企業が、香港での人民元建て IPO を年内に実施すると予想される。

利回りそのものから見た場合、これら 4 種類の人民元建て金融商品は、香港の類似商品と比べて決して有利とはいえない。例えば、市場では、匯賢房地產信託投資基金の利回りは 4.26% であり、香港における人民元建て預金金利は上回るものの、香港ドル建ての不動産投資信託の平均利回りである 5.5% と比べれば大幅に低い<sup>29</sup>。規模の面では、香港の人民元建て預金残高はすでに 5,000 億元を突破したが、これまで発行された人民元建て債券の累計金額は 1,000 億元にも満たない。投資対象が不足しているため、大量の人民元がやむなく香港の銀行に預けられ、低い利子率に甘んじているのである。香港の人民元建て預金のうち、定期預金の占める割合は、2009 年 1 月の 33% から 2011 年 4 月には 68% に上昇しており、このことも香港市場における人民元投資対象の乏しさを浮き彫りにしている<sup>30</sup>。こうした状況の中で、人民元建て預金残高がなお急増するのは、人民元レートの上昇観測に起因する部分が多い。

2010 年 6 月 19 日に中央銀行（中国人民銀行）は人民元為替制度改革を再開し、人民元の対ドルレートは再び上昇に転じた。2010 年下半期、人民元の対ドル名目為替レートは約 3% 上昇した。世界的なエネルギー・大口商品の価格上昇により、中国経済に輸入インフレ圧力がもたらされたため、市場では当局がインフレを抑えるべく、2011 年の人民元の対ドルレートの 5~7% 程度の上昇を容認するだろうと見ている。人民元建て金融商品そのものの利回りに、年間 5% 程度と予想される人民元の上昇を加算すれば、香港住民と企業の間で人民元資産が人気を集める原因は明白である。

最後に指摘すべき点として、2010 年下半期、香港のオフショア市場における人民元対ドルの直物為替レートと本土の為替レートとは大きく異なり、香港オフショア市場のレートが本土を大きく上回っている。2010 年 10 月、双方のレートの差は一時 200bp にまで広がった。この利ざやを求めて、多くの本土企業が、より有利な為替レートで外貨を入手するために、さまざまな経路を通じて人民元資金を香港に移し、それを使って香港市場で米ドルを購入している<sup>31</sup>。こうした裁定取引は、本土における外貨準備の蓄積を加速させるとともに、香港市場における人民元流通

<sup>28</sup> 「香港匯賢産業信託予期収益率 4%-4.26%（香港匯賢産業信託の予想利回りは 4-4.26%）」『用益信託網』2011 年 4 月 12 日 <http://www.yanglee.com/FDCXT/42467.html>

<sup>29</sup> 「香港首例人民幣 IPO 為何不火 定價可能過高（香港發の人民幣建て IPO、不人気の理由 高すぎる価格設定に原因か）」『新浪財經』2011 年 4 月 25 日 <http://finance.sina.com.cn/stock/hkstock/ggIPO/20110425/06359744450.shtml>

<sup>30</sup> CEIC データベースのデータを基に筆者が算出 <http://www.ceicdata.com>

<sup>31</sup> 何帆、張斌、張明、徐奇淵、鄭聯盛「香港離岸人民幣金融市場：現状、前景、問題と風險（香港オフショア人民元金融市場の現状、展望、問題そしてリスク）」中国社会科学院世界經濟政治研究所國際金融研究センター Working Paper No.2011W07, 2011 年 4 月

量の拡大を促している<sup>32</sup>。

## V、人民元の国際化はどのようなリスクに直面しているのか

中国政府にとって人民元の国際化の当初の目標は、クロスボーダー取引・投資における米ドル依存を減らし、世界の貿易・金融分野における人民元の地位を向上させることにあった。しかし、何事にも表裏の両面があるように、人民元の国際化を進めるに当たっては、相応のコストやリスクが伴う。

一つ目のリスクは、これまでの急速な人民元の国際化は、人民元が一方的に上昇するという観測を前提としたものであり、中国の金融市場の魅力を裏付けとするものではないことにある。

これまで急速に拡大してきたクロスボーダー取引の人民元建て決済は、典型的な「一方通行」の状態、人民元建て決済額の80%が、中国企業による輸入に伴うものである。このことは、貿易相手先の海外企業が、人民元の受取りは望んでも、人民元での支払は望まないことを意味している。言い換えれば、人民元が一方的に上昇するという観測が強いため、相手企業が人民元建ての資産を持ちたがり、人民元建ての負債を抱えたがらないのである。

ポートフォリオという観点からいえば、人民元の国際化は、海外の企業・個人が大規模な人民元建て資産を持つことを意味しており、人民元が次第に上昇する中で、彼らは利益を受けることができる。ただし、人民元の上昇観測を前提とする通貨の国際化はかなり不安定なものであり、将来こうした上昇観測が弱まったり、さらに逆転したりした場合、人民元国際化の大幅な減速や、国際化に逆行する動きも出かねない。海外の企業・個人による人民元資産の投げ売りが起きれば、中国の資本市場や人民元レートは新たなショックを受けるだろう。

二つ目のリスクは、現在の人民元の国際化の局面が、より大規模な外貨準備資産の蓄積をもたらすことである。これは、中国政府が人民元の国際化を進める目的とは相反する事態である。

クロスボーダー取引の人民元建て決済が一方通行化する中、中国企業はこれまで、輸出によって外貨を獲得し、輸入の際は人民元を外貨に両替していた。しかし、現在は人民元で支払うことが可能である。つまり、輸入のために使用するという外貨の役割が次第に薄れており、これは外貨準備高の急激な蓄積につながりかねない。

実際、人民元が一方的に上昇するという観測が消えなければ、海外の企業・個人は、外貨資産を中国の企業・個人の人民元資産と交換することを望むだろう。これが中国の外貨資産規模を急速に拡大させることには疑問の余地がないだろう。米ドルが中期的な下落リスクを抱え、世界が中期的なインフレリスクを抱える中、中国が過剰な外貨資産を保有するコストとリスクも上昇しつつある。

当然ながら、長期的にみれば人民元の国際化の進展により、決済手段、計算単位、価値貯蔵手段といった役割を果たす国際通貨としての人民元の地位が高まり、中国の政府・企業・個人の米ドル依存が減り、ひいてはさらなる外貨準備の蓄積が不要になるだろう。このため、人民元の国際化は最終的には中国の外貨準備高の減少につながる。つまり、中国の外貨準備高は、最終的には逆U字型のカーブを描いて落ち着くと見られる。

三つ目のリスクとして、人民元の国際化を進めるために、中国政府が資本勘定項目のさらなる

<sup>32</sup> ただし、こうしたレートの開きは持続せず、2010年末からはこの差はほぼ消滅した。

対外開放、特に海外から本土への人民元の還流ルートを拡大しなければならないことが挙げられる。しかし現在の国際環境では、これはより大規模な短期国際資本の流入を招きかねない。

オフショア人民元市場のさらなる発展や、クロスボーダー取引の人民元建て決済の推進のために、中国政府は人民元資産そのものの魅力を強化しなければならない。人民元が一方的に上昇するという観測だけでは不十分で、人民元を保有する海外の企業・個人に株式、債券、ファンドなどの市場を開放するとともに、海外企業による人民元建ての直接投資（FDI）に対する審査手順を簡素化する必要がある。

確かに、金融のグローバル化という流れは逆転不可能であり、中国政府はいずれ資本勘定項目の完全な対外開放を実現することになるだろう。しかし、はたして今がその時期なのだろうか。現在、世界金融危機はなお大きな脅威のままであり、米国、欧州、日本など先進国の中央銀行は大規模な金融緩和策を実施し、短期国際資本が大量に新興市場国へ流入しつづけている。「月間外貨吸収額一月間財貿易黒字一月間実行ベースFDI利用額」の式で大まかに計算すると、2011年第1四半期に中国へ流入した短期国際資本は1,414億米ドルとなり、四半期単位では過去最高となった<sup>33</sup>。つまり、現時点で人民元の国際化を進め、資本勘定項目を対外開放することは、短期国際資本の流入に新たな道筋を付けることになり、監督機関にとって、必ずしも得策ではない。

四つ目のリスクは、オフショア人民元金融市場が一定規模に達した後、オフショア市場の人民元資金価格（金利、為替レートなど）がオンショア市場の人民元レートの形成メカニズムを脅かし、ひいては中央銀行による独立した金融政策の実効力をも削ぎかねないというところにある。

ある研究によれば、オフショア市場の人民元流通量が少なくとも2兆元以上であることが、オフショア市場価格がオンショア市場での価格形成に影響を与える前提条件となる<sup>34</sup>。現在の増加率からすると、2012年末には、香港の人民元建て預金残高は2兆元を突破する見通しである。香港・中国本土の人民元市場における価格形成メカニズムはそれぞれ異なり、異なる金利・為替レートは大規模な「裁定取引」を助長し、最終的に本土の金利や為替相場に影響を及ぼすことになる。

しかし、視点を変えて見ると、オフショア市場で市場の需給関係に基づく人民元金利や為替相場が形成されれば、香港から中国本土に向けて改革を促す力が働き、本土の人民元金利・為替相場の市場化も進むだろう。これは、香港の人民元オフショア市場の重要な存在意義の一つであり、中国人民銀行が人民元の国際化を進める狙いとも考えられる。

## VI、中国政府は人民元の国際化を慎重に進めるべき

過去の事例が示す通り、世界最大の経済体になった国は、例外なく自国通貨が世界の基軸通貨となっている。中国のGDPは今後20年以内に米国を抜く可能性が高く、人民元は今後20年以内に国際通貨に成長するに違いない。ただし、通貨の国際化をめぐる歴史的経緯からも明らかな通り、経済規模で世界の頂点に立った後、自国通貨が世界の基軸通貨となるまでには、半世紀以上の時間を見ておかねばならない。通貨の国際化は、最終的には市場による選択の結果であり、

<sup>33</sup> 張明「短期国際資本正加速流入中国（中国への流入が加速する短期国際資本）」、中国社会科学院世界経済政治研究所国際金融研究センター財務・経済評論、No.2011.025、2011年5月

<sup>34</sup> 馬駿「人民幣離岸市場發展對國內貨幣與金融的影響（人民元オフショア市場の発展の国内通貨・金融に対する影響）」中国金融40人フォーラム論文、2011年2月27日

特定の主体（政府など）が人為的に進めた結果ではないためである。先述の通り、通貨の国際化はその国に利益をもたらすが、同時に多くのコストとリスクを伴う。特に重視すべき点は、通貨が国際化すれば、自国政府がマクロ経済政策によって国内のマクロ経済の安定成長を確保することが難しくなることである。さらに、通貨を国際化するには、為替レートや金利の市場化、資本勘定項目の完全な対外開放の実現など、前提条件を整えなければならない。国外の事例、コストやリスク、前提条件のいずれの面から見ても、中国政府は人民元の国際化を慎重に進めていく必要がある。

まず、為替制度が今なお柔軟性を欠いていることが、人民元の国際化プロセスに影響をもたらす重要な要因となっている。人民元の実効為替レートはまだ低く抑えられている上、中国政府が人民元の対ドルレートの変動許容レンジを小さく抑え、上昇を緩慢にする方針を取っているため、市場では人民元が一方的に上昇するという観測が強まっている。こうした中で、誰もが人民元資産を持ちたがり、安定した人民元収入を持たない事業者は人民元建て負債を抱えなければならない。クロスボーダー取引の人民元建て決済が現時点で一方通行的な使用に留まっているのも、香港市場の人民元建て預金残高が急速に拡大したのも、このためである。人民元の上昇観測が強い中、人民元の国際化を推進することで、中国の外貨準備高が急速に蓄積されることは必至であり、中国人民銀行（中央銀行）の不胎化に伴う負担が増大するとともに、国内に過剰流動性をもたらし、インフレや資産価格の上昇につながる。為替レートの決定メカニズムの市場化を待たずに人民元の国際化を急ぐのは、取るべき順序とは逆になっている<sup>35</sup>。

次に、中国国内の金融市場が未発達なため、海外の投資家に多様な人民元金融商品を提供することができず、人民元の国際化を急ぐ上で、大きな壁となっている。また現在、国内には充分な統一性と規模を兼ね備えた債券市場が存在していない。例えば政府債券の場合、国債と中央銀行手形の市場が分断されている。社債市場も、国有企業債、社債、ミディアムタームノート（MTN）、コマーシャルペーパー（CP）などの市場に分かれている。債券市場の監督体制は、典型的な縦割り型となっており、取引所の債券市場とインターバンク債券市場の間にも互いを繋ぐシステムが存在しない。株式市場は、国有株の放出、中小企業向けやベンチャー企業向け株式市場の創設などを経て成熟しつつあるが、世界の一流の株式市場と比べれば、なお大きな差がある。各種デリバティブ市場の発展の遅れはさらに深刻である。また、中国政府の人民元建て預金基準金利に対する規制も、金融市場の発達を妨げる重要な要因となっていることを指摘すべきだろう。預金・貸出金利のスプレッドが大きいため、中国の商業銀行は「何もせずに利益を得られる」状況にあり、サービスや商品を開発するインセンティブが欠如している。金融市場が未発達であることは、中国政府が資本勘定項目の早期開放に踏み切れない原因であると同時に、人民元建て金融資産の供給を抑えることを通じて、人民元の迅速な国際化を妨げている。

さらに、国際収支の「双子の黒字」が続いていることが、人民元の国際化を妨げる大きな障害となっている。自国通貨の国際化とは、何らかの手段による自国通貨の対外供給を意味しており、これは貿易赤字（経常勘定項目の赤字）や資本の純流出（資本勘定項目の赤字）によって実現される。国際収支の「双子の黒字」が持続していることは、中国政府が経常勘定項目や資本勘定項目において人民元資本を供給できる範囲が限られていることを意味しており、オフショア人民元

<sup>35</sup> 張斌「次序顛倒的人民幣国際化進程（順序が逆になった人民元国際化のプロセス）」中国社会科学院世界経済政治研究所国際金融研究センター財務・経済評論シリーズ No.2011.036,2011年6月22日

市場の発展には明らかに不利である。中国政府は世界最大の債権者であるが、中国の外貨準備は主として外国政府債券（特に米国債）の購入に充てられるため、それにより米ドルの準備通貨としての地位がむしろ強化されてしまっている。

最後に、資本勘定項目の対外開放の速度は、人民元の国際化プロセスの最終的な成否にも影響をもたらすだろう。現在、香港のオフショア人民元市場の発展を阻害する最大の要因は、中国本土の資本勘定項目規制である。仮に中国本土における株式市場や外資による直接投資について、人民元資金を保有する海外の投資家に対する市場開放が進めば、香港のオフショア人民元市場は引き続き急発展を遂げるだろう。ただし、世界金融危機以来、先進国が金融緩和策を取っているため、世界的に流動性が過剰になっており、新興国市場は大規模な短期国際資本の流入に直面している。こうした状況下でむやみに資本勘定項目を開放すれば、短期国際資本の流入が加速し、国内のマクロ経済や資本市場に深刻なダメージを与え、さらには新たな危機を招きかねない。このため、資本勘定項目の対外開放は、人民元の国際化に役立つとしても、中国経済の持続的かつ安定的な発展を考えれば、慎重かつ徐々に進めるべきである。

これらをまとめると、人民元の国際化は一気呵成に進めるべきではない。中国政府による人民元の国際化プロセスは、無計画に進めてはならず、ましてや地方政府にクロスボーダー取引の人民元建て決済のノルマを課することがあってはならない。自国通貨の国際化を推進するにあたっては、中国政府はドイツマルクの国際化路線（無欲の勝利）を参考にすべきである<sup>36</sup>。すなわち、現段階ではまず国内問題に適切な対応をすべきである。中国経済が今後 20 年程度の間、比較的速い成長を維持すれば、人民元の国際化は自ずと実現するだろう。

また、人民元の国際化を慎重に進めるために、中国政府は次の四つの政策措置を取ることが望ましい。第一に、人民元の為替レート形成メカニズムを改善し、特に人民元の主要通貨に対する一日当たりの変動許容レンジを拡大（例えば現在の 0.5% から 1-3% へ）することで一方的な上昇観測を解消する。第二に、金融市場の発展に力を入れる。具体的には、①金利の市場化を通じて商業銀行に圧力をかけ、金融イノベーションを促す、②政府債市場と社債市場を統合し、債券市場の監督部門を統一し、取引所の債券市場とインターバンク債券市場との相互連携により、債券市場の発展を促す、③ベンチャーキャピタルやプライベート・エクイティ（PE）、ベンチャー株式市場、中小企業株式市場、メインボードに至るまでの直接金融システムの整備に力を入れる。第三に、国内経済の構造調整により、国際収支の「双子の黒字」を解消する。具体的には、①国内の生産要素価格（資源や環境など）の市場化を早期に進める、②為替レートや金利の形成メカニズムを改革する、③輸出奨励・外資誘致のためのいびつな優遇政策を取り止める。第四に、資本勘定項目の対外開放を慎重かつ徐々に進める。中国政府は、人民元の国際化と、短期国際資金の大量流出・流入防止とのバランスを適切に取るべきである。資本勘定項目の対外開放は、中国のマクロ経済や資本市場の安定的かつ健全な発展を犠牲にしてまで進めるべきではない。

<sup>36</sup> 安冉、冷徳穆「德国馬克国際化進程及其对人民幣国际化的启示（ドイツマルクの国際化プロセス及び人民元の国際化へのヒント）」『雲南財經大学学报』2010年第5号 35-37頁

## 著者紹介

張 明 (Zhang Ming)

中国社会科学院世界經濟政治研究所国際金融研究室 副主任

1999年北京師範大学經濟学院經濟学部卒、2002年同大学修士課程修了。2007年中国社会科学院大学院經濟学博士号取得。畢馬威華振會計師事務所（KPMG）などを経て、2007年7月より現職。主要論文・著書に『グローバル金融危機と中国の国際金融の新戦略』2010年7月、『資産の証券化ハンドブック』（共著）などがある。

- ・中国社会科学院世界經濟政治研究所は、中国における世界經濟と国際政治問題に関する研究をリードする政府系のシンクタンクで、この分野の権威的學術誌である『国際經濟評論』を発行している。



*Chinese Capital Markets Research*