



中国から見た中日通貨協定の意味と課題¹

張 斌※

肖 立晟※※

要 約

1. 2012 年 12 月、中日両国間でクロスボーダー取引における人民元・円の利用を促進し、貿易決済における人民元と円の利用の利便性を高めること、日本から中国本土への人民元建て直接投資ができること、日本企業が東京市場をはじめとする海外市場での人民元建て債券の発行ができること、などを含む通貨協定が結ばれた。また、日本政府は 2012 年に最大 100 億米ドル相当の人民元建て中国国債を購入する方針と発表した。
2. 世界の経済大国並びに重要な外貨準備保有国である日本が人民元建て中国国債を購入することは、国際社会における人民元のイメージを高め、特に人民元の国際準備通貨としての地位を高めることにもなる。また、中日両国が互いに相手国の通貨建て資産を外貨準備資産として保有することは、東アジア地域における米ドルへの過度の依存及びそれに伴う負の影響を軽減し、外貨準備資産の運用益の向上に寄与する。中日通貨協定が結ばれたことは東アジア地域金融協力の有益な試みであり、今後の国際通貨システムの変貌にもつながる。

1、進展する中日通貨協力

中国人民銀行（中央銀行）は、2011 年 12 月 25 日に日本当局による中国国債への投資に関する申請手続きが行われていることを発表した。また、発展を続ける中日間の経済・金融関係を促進させるため、中日の首脳は両国の金融市場における相互協力を強化することに合意したと述べた。その内容には、両国間のクロスボーダー取引における人民元・円の利用を促進し、貿易決済における人民元と円の利用の利便性を高めること、日本から中国本土への人民元建て直接投資ができること、日本企業が東京市場をはじめとする海外市場での人民元建て債券の発行ができること、などが含まれる。

安住財務大臣は 2011 年 12 月 20 日、日本政府が 2012 年に最大 100 億米ドル相当の人民元建て中国国債を購入する方針と発表した。現在、海外の投資家が人民元建て中国国債を購入するには

¹ 本稿は中国社会科学院世界経済政治研究所世界経済予測政策模擬実験室「中国外部経済環境モニター 財政評論 11003：中日通貨協定に対する評価」（2011 年 12 月 30 日）を邦訳したものである。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。

※ 張 斌 中国社会科学院世界経済政治研究所世界経済統計・応用研究室 主任

※※ 肖 立晟 中国社会科学院世界経済政治研究所国際金融研究室 研究員

2つの方法がある。一つ目は、QFII（適格海外機関投資家）資格を持つ投資家が香港の流通市場を通じて人民元建て中国国債を購入することで、二つ目は中国政府と特別の協定を結ぶことである。今回の場合は後者になる。

Ⅱ、人民元の国際化の一環としての日本による中国の国債購入

日本は世界の経済大国並びに重要な外貨準備保有国である。日本政府が100億米ドル相当の人民元建て中国国債を購入することは、国際社会における人民元のイメージを高め、特に、人民元の国際準備通貨としての地位を高めることにもなる。

中日両国が互いに相手国の通貨建て資産を外貨準備資産として保有することは、東アジア地域における米ドルへの過度の依存及びそれに伴う負の影響を軽減し、外貨準備資産の運用益の向上に寄与する。2011年11月末時点で、アジア地域の外貨準備の総額は6兆米ドルに達し、その7割超が米ドル資産である。東アジア地域における米ドルへの過度の依存は、世界経済の不均衡だけでなく、マクロ経済の急激な変動をもたらした。東アジア諸国は1997年の金融危機以降、このような局面を変える試みをしてきたが、実質的な進展は見られていない。しかし、今後より多くの東アジアの国が人民元建て資産を自国の外貨準備資産として選ぶだろう。東アジア諸国が互いに相手国の通貨建て資産を外貨準備資産として保有することは、東アジア地域における米ドル需要の減少、地域全体の対外不均衡の軽減に有利に働く。米連邦準備制度理事会が金融政策の量的緩和を相次いで実施し、米ドルの中長期にわたる実質的な購買力が低下する中、これらの行動は外貨準備資産の価値の維持および増加の実現に役立つ。

中日通貨協定が結ばれたことは東アジア地域金融協力の有益な試みであり、今後の国際通貨システムの変貌にもつながる。東アジア諸国は地域為替政策の協調、地域債券市場の設立などの分野で協力を図ってきたが、現在のところ成果が乏しい。通貨スワップを主な内容とするチェンマイ・イニシアティブは現下の東アジア地域金融協力における最も重要な進展ではあるが、実施の面では大きな困難に直面しており、2008年の金融危機の際、通貨スワップ協定は役割を発揮することができなかった。域内の準備通貨としての人民元の機能の強化、伝統的な国際準備通貨に対する過度の依存の軽減、地域通貨スワップ協定の多様化及び関連メカニズム作りの推進、東アジア準備通貨のプールの設立などの措置を通じ、東アジア諸国は新しい地域金融協力の道筋を見出している。これらの取り組みの積み重ねは、現状の国際通貨システムを変えていくだろう。

中日通貨協力の強化は人民元の国際化に寄与すると期待されるが、合理的な順序（シークエンス）に基づき金融の対外開放を実施してこそ、はじめて人民元による貿易決済が真の活路を見出すことになる。さもなければ人民元による貿易決済は、裁定取引を通じて金利スプレッドと為替スプレッドを取る道具になってしまい、短期資本移動と国内のマクロ経済の安定性に与える衝撃を強めることになる。人民元による貿易決済の政策が実施されて以来、オンショアとオフショアの人民元レートのスプレッドを取ることが、企業が人民元による貿易決済を選ぶ主な動機になっている。一部の対外貿易に関わる企業・海外金融機関・ヘッジファンドには、人民元と米ドルの裁定取引から利益を得る完璧な仕組みができています。このうちの金利スプレッドと為替スプレッドを取る行為は、本土の外国為替市場の需給及びそれに関連する通貨供給と市場の信頼に大きな影響を与える。このように、人民元による貿易決済は、ある程度資本規制の緩和に繋がっている。しかし、為替相場形成メカニズムが市場化する前に資本規制を緩和することは非常に危険であり、

歴史上にも多くの悲惨な教訓がある。また、これについて、世界の学界では一般的に金融の対外開放の順序として適切でないと考えられている。

中国は人民元の為替相場形成メカニズムの改革を加速させ、債券市場を積極的に発展させ、人民元の国際化を実現する歴史的な機会をつかまなければならない。為替相場形成メカニズムの市場化が実現しなければ、人民元の国際化が実質的な進展を得ることは難しい。これまでの「進展」（香港での人民元預金の増加）は裁定取引がもたらした一時的な現象であり、長続きはしない。為替相場形成メカニズムの改革の進展に合わせて資本規制を緩和すべきであり、海外の投資家が多く選択肢の中から選べるように債券の種類を増やすべきである。中国国内の債券市場の規模は 20.4 兆元に過ぎず、市場の厚みと広さは将来の国内と海外の需要を満たすには不十分である。中国は、将来の金融の対外開放と人民元の国際化に伴う需要を満たすために、債券市場を一層発展させなければならない。

著者紹介

張 斌 (Zhang Bin)

中国社会科学院世界経済政治研究所世界経済統計・応用研究室 主任

中国社会科学院大学院卒、経済学博士。2003 年より中国社会科学院世界経済政治研究所にて研究に従事。ハーバード大学国際開発センター（CID）ビジティングフェローなどを経て現職。専門は為替レートと国際収支、地域通貨協力、中国マクロ経済。

肖 立晟 (Xiao Lishen)

中国社会科学院世界経済政治研究所国際金融研究室 研究員

2011 年南開大学経済学院卒、経済学博士。2011 年より中国社会科学院世界経済政治研究所国際金融研究室にて研究に従事。専門は国際金融。

- ・中国社会科学院世界経済政治研究所は、中国における世界経済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、この分野の権威的学術誌である『国際経済評論』を発行している。



Chinese Capital Markets Research