



# 人民元の国際化：プロセス、挑戦と道のり<sup>1</sup>

巴 曙松\*

## 要約

1. 改革開放から 30 年を経て、中国経済のプレゼンス拡大に伴い、人民元の国際化が進展している。2009 年 7 月から始まったクロスボーダー人民元決済は急増しており、人民元建て通貨スワップ協定も拡大し、対内・対外直接投資での人民元決済も始まっている。同時に、香港人民元オフショア市場も急速に拡大し、人民元は国際通貨への道を歩み始めている。
2. 一方、人民元の国際化は、米ドル等の国際通貨に比べ、初期段階にある。その理由として第一に、国際金融市場における人民元国際化の好機は一時的である。第二に、人民元の国際化には明確な全体像とスケジュールが必要である。第三に、クロスボーダー人民元決済の流入・流出は不均衡である。第四に、香港人民元オフショア市場もまだ初期段階にある。第五に、資本項目の開放や国内への還流ルートも限定的である。
3. 今後の人民元の国際化に当たっては、①実需に基づく貿易・投資面での使用拡大、②人民元の使用地域の継続拡大、③決済通貨、計算単位、価値貯蔵手段の順での機能強化、④オフショア・オンショア市場の並行した調和的発展、⑤資本取引の着実な自由化、が必要である。
4. 国内外での人民元需要が増しているこの機を捉え、中国は、人民元の国際化をテコとして、金融業全体の改革を推し進めるべきである。

## I、人民元国際化のプロセスと現状

改革開放から 30 年余り、中国経済は世界の経済システムに組み込まれつつある。中国の経済規模の急速な拡大に伴って、国際市場における人民元への需要も増えている。特に世界的な金融危機以降、主な国際通貨の相場が大きく変動し、世界経済のガバナンスの枠組みにも変化が生じたことが、人民元の需要拡大に直結した。客観的に見て、金融危機による動揺や主要準備通貨の相場変動に伴う人民元への需要が、そのまま人民元の国際化への推進力になり、人民元の国際化にとっては得難い好機になっている。市場の需要を背景に、中国は一連の措置を講じ、積極的かつ着実な方法で、人民元の国際化プロセスを進めている。

<sup>1</sup> 本稿は「人民元の国際化：プロセス、挑戦と道のり」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。原文では、「本稿の作成に当たり、交通銀行本店・呉博博士にご助力頂いたことに感謝する」との筆者の付言あり。

\* 巴 曙松 國務院発展研究センター金融研究所 副所長

### 1. クロスボーダー貿易人民元決済金額の急増

国内貿易企業による貿易・投資の利便性向上のため、中国は 2009 年 7 月から、上海など 5 都市でクロスボーダー貿易人民元決済を認める試行措置を始め、第 1 期では 365 社が対象に選ばれた。2010 年 6 月、試行措置の対象地域は北京など 20 の省（自治区、直轄市）に拡大、貿易相手先の対象範囲も、当初の香港・マカオ及び ASEAN から、世界のすべての国・地区に拡大した。これにより、試行措置の対象企業は 6 万 7,724 社に増えた。2011 年 8 月には試行措置の対象が全国に拡大、つまりクロスボーダー貿易人民元決済の地域制限が撤廃されたことになる。対象となる取引は、財貿易、サービス貿易を含む經常取引であり、資本取引の一部にも拡大されている。

政策支援と市場の需要を背景に、クロスボーダー貿易人民元決済の金額は急速に拡大している。2009 年に 35 億 8,000 万元だった決済金額は、2010 年には 5,063 億 4,000 万元に増え、2011 年にはさらに 2 兆 800 億元に拡大した（図表 1）。2011 年末現在、全国の銀行が取り扱った經常取引の人民元決済額は、累計で 2 兆 5,800 億元に達した。

### 2. 人民元建て通貨スワップ協定の拡大

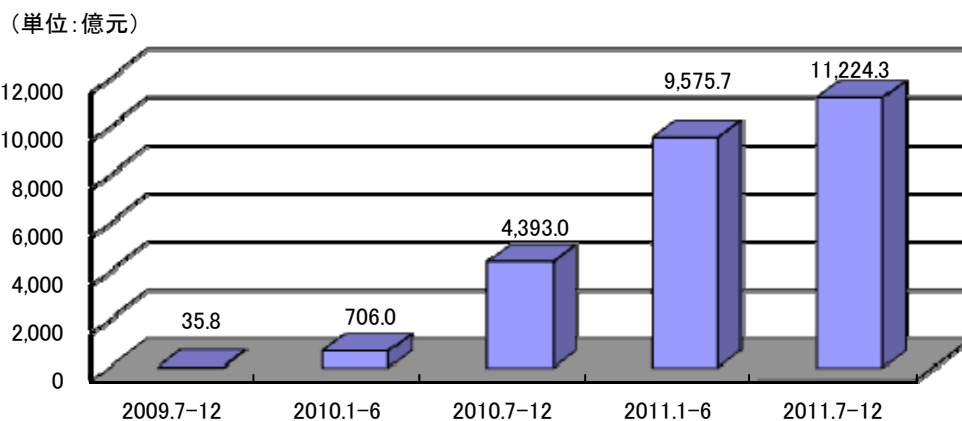
2008 年 12 月以降、中国は周辺国・地域との通貨協力を拡大してきた。2012 年 1 月末現在、中国人民銀行はすでに韓国、マレーシア、香港、アルゼンチン、UAE など 15 の中央銀行または通貨当局と人民元建て通貨スワップ協定を締結し、同協定枠は累計で 1 兆 3,362 億元に達した。うち 2011 年には、香港、韓国とのスワップ協定枠を倍増させている（図表 2）。

人民元建て通貨スワップ協定により、人民元は公的ルートを通じて海外経済体の金融システムに入り込み、これにより人民元の決済・流通の効率化が促された。現在、すでに一部の人民元建てスワップ協定が本格的に実行され、流動性不足の緩和、二国間の貿易・投資活動の発展促進、地域金融の安定維持に貢献している。

### 3. 資本取引における人民元建て決済の開始

クロスボーダー直接投資について、中国人民銀行は 2010 年から「リスク抑制が可能で、着実にかつ秩序が保たれる」ことを前提に、人民元建て対外投資の個別案件のテストを進めている。

図表 1 急増するクロスボーダー貿易人民元決済規模



(出所) 中国人民銀行「中国貨幣政策執行報告」

図表 2 中国人民銀行が締結した二国間人民元建て通貨スワップ協定

締結時期	中央銀行/通貨当局	スワップ枠(人民元)	備考	
2008年12月12日	韓国銀行	1,800億元	有効期間3年、双方が同意すれば延長可。	
2009年2月8日	マレーシア中央銀行	800億元		
2009年3月11日	ペラルーシ国立中央銀行	200億元		
2009年3月23日	インドネシア中央銀行	1,000億元		
2009年4月2日	アルゼンチン中央銀行	700億元		
2010年6月9日	アイスランド中央銀行	35億元		
2010年7月23日	シンガポール金融管理局	1,500億元		
2011年4月18日	ニュージーランド準備銀行	250億元		
2011年4月19日	ウズベキスタン共和国中央銀行	7億元		
2011年5月6日	モンゴル中央銀行	50億元		
2011年6月13日	カザフスタン国立銀行	70億元		
2009年1月20日	香港金融管理局	2,000億元		
2011年10月26日	韓国銀行	3,600億元		契約を延長し、スワップ枠を倍増。
2011年11月22日	香港金融管理局	4,000億元		
2011年12月22日	タイ銀行	700億元	有効期間3年、双方が同意すれば延長可。	
2011年12月23日	パキスタン国立銀行	100億元		
2012年1月17日	UAE中央銀行	350億元		

(出所) 中国人民銀行

2010年10月、新疆ウイグル族自治区は全国に先駆けて、クロスボーダー直接投資の人民元建て決済のテストを開始した。2011年1月及び10月、中国人民銀行は「対外直接投資の人民元建て決済テスト管理弁法」、「外商直接投資の人民元建て決済業務の管理弁法」を相次いで公布し、認可を受けた国内企業が人民元建ての対外投資、海外企業・個人が規定に基づき人民元建て対中直接投資を行うことが可能となった。2011年通年、銀行が取り扱った人民元建て対外直接投資（ODI）の決済額は201億5,000万元、海外からの人民元建て直接投資（FDI）の決済額は907億2,000万元に達した。

クロスボーダー証券投資の人民元建て決済については、中国政府は2010年8月、海外中央銀行、香港・マカオのクリアリング銀行、人民元建て貿易決済海外参加銀行を対象に、オフショアの人民元資金で中国本土のインターバンク債券市場に投資する制度を解禁した。2011年末現在、インターバンク債券市場への参加が認められた海外金融機関はすでに51社に上る。2011年12月、人民元建て適格外国機関投資家（RQFII）制度の試験的な運用が始まり、資格を満たした国内運用会社・証券会社の香港子会社は、香港で募集した人民元建て資金を原資に、中国本土の証券市場に投資できるようになった。

海外プロジェクトに対する銀行の人民元建て融資については、2011年10月、中国政府が「国内銀行業金融機関による海外プロジェクトへの人民元融資に関する指針」を発表し、国際的な決済能力を備えた国内銀行に、中国企業・機関による海外プロジェクト向けの融資を認めた。

#### 4. 急速に発展する香港人民元オフショア市場

人民元の国際化が進む中、香港の人民元オフショア市場も急発展を遂げ、いまや中国本土を除けば、人民元の保有量が最も多く、人民元業務が最も充実し、商品開発が最も活発な市場となっている。

まず、香港市場の人民元保有量が急速に増加している。クロスボーダー貿易人民元決済のテストから現在まで、若干の市場の変動はあったものの、香港の銀行業界全体の人民元保有額は、解禁当初の約560億元から2011年11月末には6,273億元にまで拡大した。その主体は、中国本土

企業とのクロスボーダー貿易決済の人民元資金である。現在、人民元預金は、香港の銀行の全預金残高の 10%程度を占めるまでになり、香港ドル、米ドルに次ぐ三番目の主要通貨となった。中国本土を除けば、香港は人民元資金が集まる最重要市場である。また、香港で人民元業務を取り扱う金融機関は、当初の約 40 社から 132 社へ拡大している（図表 3）。

次に、香港市場の人民元業務の種類が多様化している。人民元預金・貸出といった従来からの業務に加え、新たな業務拡大が大きく進展している。第一に、香港における人民元建て債券の発行体が増え、発行額も年々拡大している。2007 年から現在まで、すでに百社近くの金融機関、政府部門、多国籍企業などが、香港で累計約 2,000 億円の人民元建て債券を発行した。第二に、香港の金融機関は次々と多様な人民元建て資産運用商品を発売し、これには金利・為替レート連動型商品、保険商品、債券ファンドなどが含まれる。第三に、香港取引所が人民元建て上場商品を発表し、2011 年 4 月に初の人民元建ての「匯賢産業信託」<sup>2</sup>が香港取引所に上場し、取引されている。第四に、2011 年 12 月に RQFII 制度のテストが始まり、香港の人民元資産保有者にとって、RQFII を通じた中国本土の債券や株式市場への投資が可能になった。

## 5. 国際通貨への道を着実に歩き出した人民元

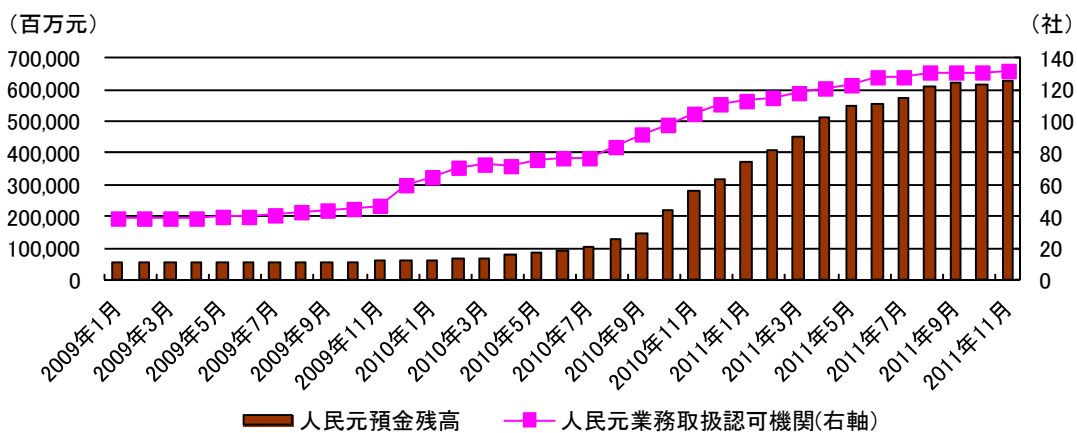
人民元が国際通貨への道を着実に歩き出していることは、以下の五点に表れている。

第一に、人民元はすでに中国におけるクロスボーダー貿易の主要決済通貨の一つになっている。中国の対外貿易のうち、人民元決済の比率は 2009 年の 0.04% から拡大し、2011 年第 2 四半期以降は 10% 前後を保っている（図表 4）。

第二に、より多くの周辺国で人民元が取引の媒介通貨として受け入れられるようになった。特に、中国との経済・貿易関係が密接な周辺国で、貿易決済や日常的な支払においても人民元が幅広く利用され、流通量や範囲が拡大しつつある。

第三に、人民元と様々な外国通貨との間で、市場化された為替メカニズムが構築されている。現在、中国の外国為替インターバンク市場では、人民元との交換可能な通貨は米ドル、ユーロ、日本円、香港ドル、英ポンド、マレーシア・リンギット、露ルーブル、豪ドル、カナダ・ドルな

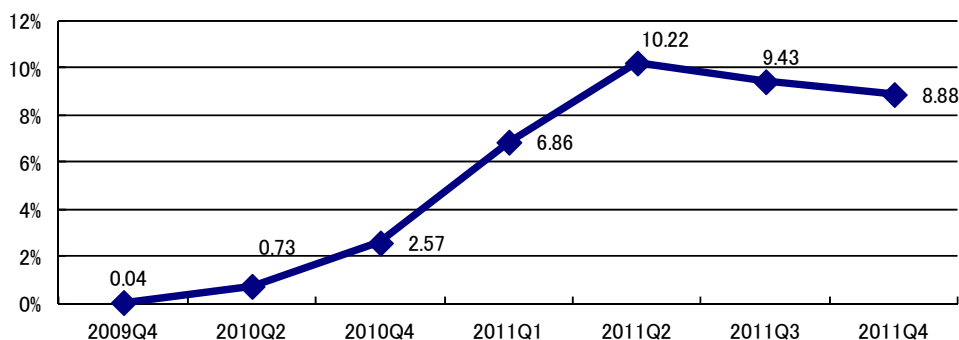
図表 3 香港の人民元預金残高と人民元取扱金融機関数



(出所) 香港金融管理局

<sup>2</sup> 香港で初めて発行された人民元建て REIT。原資産は北京市内の商業施設。(以上、訳者注)

図表 4 対外貿易総額のうち、人民元建て決済の比率



(出所) 中国人民銀行、中国税関より筆者試算

ど 9 種の主要国際通貨に上る。このほか、韓国ウォン、タイ・バーツ、ベトナム・ドン、ラオス・キップ、カザフスタン・テンゲなどの店頭取引も可能であり、タイ・バーツについては雲南省の銀行窓口での取引も可能である。

第四に、一部の国ではすでに人民元が準備通貨になっている。現在、すでに韓国、ベラルーシ、マレーシア、タイ、カンボジア、ロシア、フィリピンなどの中央銀行が、人民元を外貨準備に加えることを発表している。外貨準備に占める人民元の割合はまだ低く、たとえばタイでは 1%にも満たないが、人民元が価値貯蔵手段という国際通貨の重要な機能を担うきっかけがすでに開かれている。

第五に、国際通貨システムや国際金融ガバナンスにおいて、人民元への注目度が高まっている。2008 年の金融危機では世界中が影響を受け、特に米ドルへ過剰に依存してきた国際通貨システムの課題が浮き彫りになり、国際通貨システムの改革や、新たな国際経済・金融の枠組みに適した多面的な国際通貨システム構築の必要性が、より多くの国の共通認識となっている。国際的な金融市場環境が動揺する中、中国経済はなお急速かつ着実な発展を続け、人民元相場は安定的な上昇傾向を維持しており、国際金融市場の人民元に対する認知度や需要は大幅に高まっている。中国人民銀行は 2009 年 9 月、国際通貨基金 (IMF) と最大 500 億米ドルの IMF 債券購入の合意について調印した。中国はさらに、IMF の特別引出権 (SDR) の自由利用に参加し、IMF による加盟国への援助、特に後発国が迅速に交換可能な通貨を得られるための支援に加わり、世界的な金融危機への対処に努めている。こうした措置により、国際通貨システムにおける人民元の地位は高まり、人民元の SDR バスケット通貨入りに向けた条件づくりの足掛かりができています。

## Ⅱ、現在の人民元国際化をめぐる課題

人民元の国際化は、市場の需要を背景に大幅に進んでいるものの、米ドル、ユーロ、日本円といった国際通貨に比べ、まだ初期段階にある。人民元のさらなる国際化に向けては多くの課題がある。

## 1. 国際金融市場における人民元国際化の好機は一時的

国際環境の視点から言えば、現在のところ、世界的な金融危機による主要準備通貨の大幅な相場変動や、周辺国での人民元需要の高まりが、人民元の国際化を促す主要な推進力となって、人民元に対する強い需要が形成されている。市場の需要が大きい現在の好機を活かして人民元の国際化を進めれば、大きな効果が得られるだろう。しかし、こうしたタイミングは一時的なもので、欧米など主要経済体が危機から回復すれば、人民元の国際化は難しくなる。このため、市場の需要をよりの確に掴み、現在の好機を利用して人民元の国際化を進めるべきである。

## 2. 人民元国際化の影響は広範囲で明瞭な全体像とスケジュールが必要

市場の需要を受けて人民元の国際化が着実に進む中、マクロ面の金融政策、外貨管理、国内外の資本移動にも人民元の国際化による影響が及び始めており、人民元の国際化をめぐる各種改革の系統的なグランドデザインを定め、関連措置も含めた全体像を示すことが必要になっている。

海外の事例を踏まえると、通貨の国際化の受益者は企業、金融機関、家計などの市場参加者であることが多く、政府の意思決定部門は複雑な状況下でのかじ取りを迫られ、通貨の国際化に対し比較的慎重な、あるいは先送りの姿勢を取ることが多い。このため、通貨の国際化を進めるに当たり、明確なスケジュールやグランドデザインを示すべきである。

## 3. クロスボーダー人民元決済の内訳は不均衡

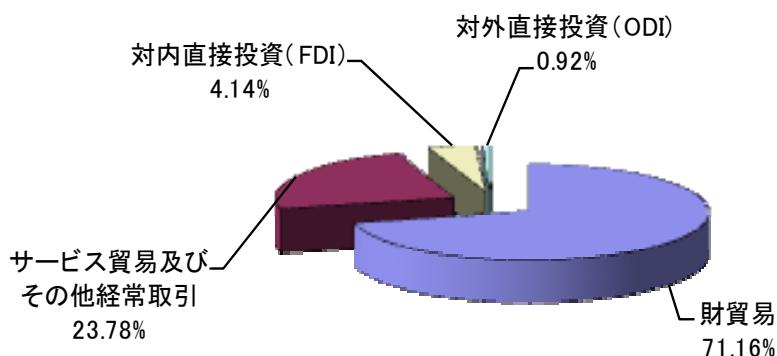
まず、人民元の輸出入決済の比率の不均衡が大きく、輸入に伴う決済の支出額が輸出に伴う決済の収入額を大きく上回っている。輸入決済の人民元金額が全体の 80%以上を占めており、2011 年第 1～3 四半期のクロスボーダー貿易人民元決済の受取・支払の比率は、それぞれ 1:5、1:2.9、1:1.7 だった。不均衡はやや改善されつつあるが、人民元のネットの流出の状況が短期的に変わるのには難しい。人民元の大幅な流出超過は人民元国際化の初期において必然的に起こる現象だが、一方で、人民元の中国本土への還流ルートが十分に整備されておらず、中国の金融市場が十分に開放されていない現状を反映している。

次に、経常取引と資本取引との比率も不均衡である。資本取引における人民元建て決済は、個別案件のテストとして徐々に自由化されているため、現時点では案件数が依然限られている。2011 年の人民元による対外直接投資と対内直接投資に伴う人民元建て決済は合計 1,108 億 7,000 万元にとどまり、資本取引と経常取引におけるクロスボーダー人民元建て決済額の比率は、1:19 になっている（図表 5）。経常取引における支払決済は、国際通貨としての初歩的な機能に過ぎない。加えて、資本取引における人民元建て投融資業務に比較して、決済規模の拡大の余地が限られている。

## 4. いまだ初期段階にある香港人民元オフショア市場

市場の広がりという点から見て、第一に、香港市場の既存の人民元建て金融商品の種類は多様性に乏しく、人民元建て ETF、人民元建てデリバティブなどのイノベーティブな商品はまだ検討・準備段階にあり、海外の人民元保有者にとって投資運用利益を獲得する選択肢はなお限られている。第二に、香港の人民元市場の参加者はまだ限られており、参加者数の拡大、参加者層の多様化が待たれる。現在、人民元オフショア市場の参加者は、主として中国本土と取引のある貿易企業、海外クリアリング銀行、海外代理銀行、中国系金融機関の香港支店などで、国際的な金

図表 5 2011年人民元建て国際決済の内訳



(出所) 中国人民銀行

融機関による人民元オフショア市場取引への参加を増やす必要がある。第三に、香港オフショア人民元市場の規模拡大に伴い、中国本土の人民元市場への影響力が強まり、中国本土の人民元市場の変動の動きや金融政策の効率性にもある程度の影響をもたらしている。

市場の厚みという視点から見れば、第一に、香港市場の人民元保有量は限られ、拡大のスピードも国際的な金融市場の変動に影響されており、拡大のペースが鈍化した時期もあった。2011年11月現在、香港の銀行の人民元預金残高は6,273億円の史上最高額に達したが、時価総額20兆元を超える中国本土の株式市場と債券市場に比べ、香港人民元オフショア市場の規模は限られている。しかも、国際的な金融市場の変動や人民元為替レート変動などの影響を受け、香港の人民元預金残高の伸びは鈍化し、さらに2011年10月末時点の同残高は前月比で0.6%減少した(前掲図表2)。2011年12月末時点の残高も、11月末時点に比べやや減少している。第二に、人民元建て商品の規模や流動性の改善が待たれる。現在、香港のオフショア外為市場の人民元のスポットとフォワード取引の1日当たり出来高はわずか10~15億ドルに留まる。オフショア人民元建て債券である「点心債」の流通市場での取引も活発とは言えない。初回のテスト対象であるRQFIIの投資規模もわずか200億元で、うち80%が本土債券市場に、20%が株式市場への投資に充てられた。他の人民元建て商品は、発行規模が小さく、収益率が低いなどの理由で、市場での流動性に課題を残している。

これとは対照的に、ロンドンの米ドルオフショア市場は世界最大の米ドル取引市場に成長しており、1日当たりの出来高は約5,000億米ドルと、米国本土市場の米ドル取引量を上回っている。ロンドン銀行間取引金利(LIBOR)は、金利の指標として国際金融市場で広く利用されている。ロンドンの米ドルオフショア市場の米ドルに対する役割と比べれば、香港の人民元オフショア市場にさらなるテコ入れが必要なことは明白である。

## 5. 資本取引の開放度や投資の国内還流ルートは限定的

資本取引において人民元の十分な自由交換や国境を跨いだ移動を認めることは、人民元国際化の必須条件とは言えないものの、人民元国際化の推進を大きく促す要件であることは疑いない。しかし現時点では、資本取引における人民元建て決済の規模は非常に小さく、2011年現在、クロスボーダー人民元決済総額に占める比率はわずか5%程度だった。近年、人民元の資本取引の自由化は進展してはいるものの、全体的に見ればまだ一部の限られた範囲に留まり、金融機関の

参加資格、審査・認可プロセス、投融資規模、資金フローの方向などの面で、厳しい規制が存在する。また、海外の人民元資金が、中国本土の証券市場、不動産市場、金融デリバティブ取引、短期対外債務などの資本取引に直接に投資することについては、依然として厳しく制限されている。

資本取引の開放度が限られているということは、中国本土の人民元資産の大規模な対外投資も、海外の人民元建て資産の中国本土市場への投資も制限されていることを意味しており、これが人民元の国際通貨としての受入れ度合いを制約している。

また、資本取引の自由化や人民元の国際化をめぐることは、学界においても理論面で意見が分かれている。賛成派は、現段階で人民元の国際化を進めることは市場の需要を踏まえたもので、中・長期的に見れば中国経済の発展モデルの転換や国際金融システムの均衡化に役立つとしている。他方、一部の批判者は、中国国内の金融システムが十分に市場化しないうちに人民元の国際化を進めれば、国内には資産価値が不安定に変動する「ソフトの資産」が蓄積される一方、価値変動のない人民元建ての「ハードの資産」が海外へ流出してしまうとして、国のバランスシートの観点から批判し、国内金融システムの市場化を積極的に推進してから人民元の国際化を進めるべきだとしている。実際に人民元の国際化を進める中で、国内の金融改革と人民元の国際化との間で相互促進の動きが多く出てくる点に異論は無いであろう。

### Ⅲ、人民元国際化の今後の展望にかかる考え方

#### 1. 市場の需要に基づくクロスボーダー貿易・投資面の人民元使用を拡大

世界の金融史上では、これまで英ポンド、米ドル、日本円、ユーロなどが主要な国際通貨として登場してきた。各通貨の国際通貨としての地位は、自国の強い経済・貿易面の実力に基づきながら、自国金融システムが開放されるに伴って、徐々に形成されたものである。国際市場がある通貨を認めるということは、実質的にはその国の経済発展の展望や金融システムの安定性に対する信頼感が土台となっていることを示している。

このため、人民元の国際化は、国内外の市場の需要に即して進めるべきであり、中国の経済発展や金融開放プロセスの必然の結果として実現されるべきものである。海外の経験を踏まえ、中国も自国経済の発展を足掛かりに、金融システムの整備と開放を進めつつ、クロスボーダーの貿易・投融資活動における人民元の使用を着実に拡大させなければならない。現在のところ、中国当局は人民元の国際化に向けた明確なスケジュールを示していないが、これは中国の政策決定者の人民元の国際化に対する実務的な姿勢を示すものであり、自国の経済発展や市場の需要を踏まえて着実な国際化を図る戦略を反映している。世界の経済金融システムの動揺が続く中で、クロスボーダーの貿易・投資活動での人民元使用を着実に増やしていることは、こうした実務戦略の表れである。

#### 2. 「周辺化→地域化→グローバル化」の展開で人民元の使用地域は引き続き拡大

人民元の使用地域の拡大は、三つの段階から成る。まず「周辺化」である。人民元は、周辺国との国境貿易での決済を通じて周辺国に流通するようになった。国境貿易での人民元建て決済は当初、市場の自発的な動きとして始まった。中国とベトナム、モンゴル、ベラルーシ、ロシアなどの周辺国との間で「自国通貨建て決済協定」が締結されると、人民元の海外流通の動きが強ま



り、加速された。続いて、「地域化」である。これは、中国の近隣国・地区において、国際貿易、クロスボーダーの投融資の決済に人民元をより効果的に活用するほか、準備通貨としての人民元導入により、人民元を特定地域で広く受け入れられる国際通貨にしていく動きである。最終段階となる「グローバル化」への道のりは、国際貿易の決済通貨として世界各国で認められ、国際金融市場において金融機関の取引計算単位として取引され、世界各国の外貨準備の中の重要な準備通貨の一つとなることを意味する。こうした道筋から、人民元がグローバル化に到達するには、なお長い時間が必要であることが分かる。

現在、人民元は中国周辺の ASEAN 諸国、中央アジア諸国、モンゴル、ロシアなどの国・地域で広く流通し使用されており、中国との間で実際にクロスボーダー人民元決済が行われている国・地域は 180 を超える。また、香港の人民元オフショア市場も、ある程度の規模に成長している。人民元の「周辺化」はほぼ完了しており、「地域化」の初期段階に移ったと言えるだろう。しかし、米ドル、ユーロと比肩しうる「グローバル化」の国際通貨との間にはまだ極めて大きな開きがある。

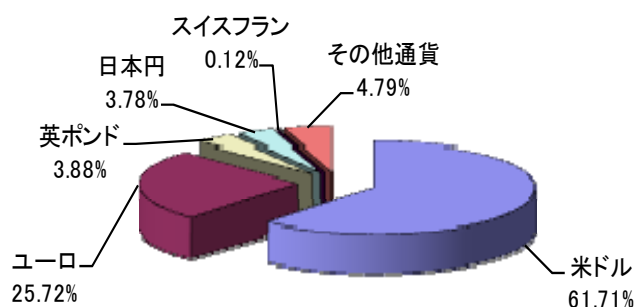
### 3. 「決済通貨→計算単位→価値貯蔵手段」の順番で通貨としての機能を深化すべき

人民元の国際化に向けた最初の課題は、まず国際貿易における重要な決済通貨としての機能を整えることである。人民元の場合、クロスボーダー貿易における決済通貨に利用されたことが、国際化のきっかけとなった。2009 年 7 月に始まったクロスボーダー貿易人民元決済の試行措置により、この動きは大きく加速され、現在、中国の対外貿易における人民元建て決済の比率は 10% に近づき、クロスボーダー貿易の決済通貨としての機能は初歩的ながら整いつつある。ただし、中国系企業が関与しない国際貿易決済では、人民元建て決済の比率はかなり低い。人民元が米ドルのように、第三国間の国際貿易の決済通貨として採用され、世界の国際貿易決済において相応のシェアを占めるためには、膨大な課題が残されている。現在のところ、人民元建て国際貿易決済の規模・比率を拡大する余地は大きい。

続いて、人民元を国際金融市場における取引の計算単位とするための条件づくりが必要になる。そのためには、効率的で厚みのある金融市場の受け皿を整え、中国本土の人民元市場の成熟化や自由化を促すとともに、海外の人民元オフショア市場の拡大や深化を図り、さらに国内外の市場間で人民元が円滑に相互流通するためのルートを作り、人民元資産の保有者が国際市場でも人民元のクロスボーダーの両替や投資取引を効率的に行えるようにする必要がある。このためには、人民元の資本取引の自由化、為替相場形成メカニズムの改革などと並行して進める必要があり、中国の金融改革と連携しながら、中・長期的に進めていかなければならない。

人民元が最終的には世界各国の価値貯蔵手段になるには、もっと長い時間が必要である。世界の外貨準備に占める比率は、国際通貨としての地位を示す重要な指標である。2011 年第 3 四半期現在、米ドルはなお世界の外貨準備の 60% 以上を占めており、ユーロ、英ポンド、日本円がこれに続いている（図表 6）。一方、人民元は一部の国の準備通貨として採用されているのみで、世界の外貨準備に占める割合はなお低い。今後、外貨準備通貨として多くの国に広く受け入れられ、最終的に世界各国の外貨準備の重要な構成部分となるには、人民元が国際貿易決済や国際金融市場での取引で幅広く利用され、通貨相場が相対的に安定し、自由交換が実現することが不可欠である。これらは、相当長期にかけて実現すべき目標となるだろう。

図表 6 世界各国の外貨準備高の通貨構成



(出所) 国際通貨基金 (IMF) , COFER (Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves)

#### 4. オンショア市場の開放とオフショア市場の育成を並行し市場の調和的發展を促進

今後の人民元の国際化に当たっては、まず国内金融市場を絶えず整備し、開放していくことが必要になる。国内金融市場が発展すれば、人民元の国際化に向けて十分な資金力や市場基盤が形成される。そのためには、国内金融市場の多層的なシステムを整備し、豊富な人民元建て商品群を揃え、十分な市場規模や安定的かつ安全な運営システムを整えることが求められる。また人民元為替相場形成メカニズムの改革や、金利・為替相場形成メカニズムの市場化とも緊密に連携させなければならない。同時に、中国本土市場の開放や、海外の人民元市場との双方向の資金移動、海外の人民元資金を引き付ける十分な魅力が求められる。これらは人民元の資本取引の自由化にも密接にかかわってくる。

続いて、香港の人民元オフショア市場の育成が必要である。人民元の資本取引が規制されている現行条件においては、まず海外で人民元の使用範囲が拡大できるようオフショア市場を育成するとともに、国内金融市場を国際金融リスクから隔離しておくべきである。現在、香港は中国本土との経済貿易緊密化協定 (CEPA) を背景に、本土外における人民元の最も重要なセンターとなっている。香港は成熟した国際金融センターとして、人民元オフショア取引センターとなるべきハード面・ソフト面の良好な条件を兼ね備えている。中国政府もまた、一連の政策を打ち出し、香港における人民元オフショア取引センターの整備を支援している。香港の人民元オフショア市場の広がりや厚みが増せば、海外投資家の人民元建て資産運用の需要に応える受け皿として、より多くの海外投資家を香港のオフショア人民元取引に呼び込める。香港は本土外における人民元取引・流通のオフショア金融センターになるだろう。さらには、香港オフショア人民元市場の求心力や波及力を背景に、東南アジア、ひいては国際社会における人民元の認知度向上や活用が促されるだろう。

第三に、人民元のクロスボーダーの移動ルートのさらなる拡大が必要である。海外市場における人民元の保有量が一定規模に達すれば、海外の人民元資金を中国本土市場への投資に充てる需要も生まれるとみられ、人民元の円滑なクロスボーダーの双方向の移動ルートを作る必要が出てくる。人民元のクロスボーダー移動ルートの一つとして、経常取引における貿易決済が存在するが、資本取引である多様な各種投融資業務は、より便利で大規模な人民元投資のルートとなる。このため、現在の経常取引における人民元決済を推進するだけでなく、リスクコントロールが可能な範囲内で、資本取引における人民元の自由交換を進め、多様なクロスボーダーの双方向の移動ルートを徐々に作り、人民元資金のクロスボーダー移動の良好なサイクルを形成していくべきである。

## 5. 人民元建てクロスボーダー取引と並行して資本取引の着実な自由化へ

資本取引は、国際収支における資本・金融取引を合わせたもので、具体的には資本の移転、直接投資、証券投資、融資業務、その他投資などを含む。現在、IMFで規定している40の項目のうち、中国はすでに三分の二以上の項目の一部または全部を自由化している。たとえば、外資による対中直接投資や中国資本による対外直接投資については、実質的にほぼ規制は撤廃されている。国際貿易や海外プロジェクトに関する銀行融資もほぼ自由化されている。インターバンク市場、株式市場、債券市場に関するクロスボーダー投資は、条件付きで自由化されている。残り三分の一の資本取引、例えば証券投資、デリバティブ取引、短期対外債務などについては、取引が試行対象に限られたり、取引規模がコントロールされたり、あるいは完全に制限されるなど、厳格な規制下に置かれている。

人民元の国際化を着実に進める中で、資本取引に対する厳しい規制が徐々に撤廃されていくことが予想される。資本取引の自由化は一気呵成に実現できるものではないが、資本取引の完全自由化を待って人民元の国際化を進める訳にもいかない。今後、資本取引の自由化と各種人民元のクロスボーダー業務の展開は連携させて進めるべきであり、同時並行、相互促進の枠組みを作ることが必須である。具体的な手法としては、①海外機関の中国本土における人民元建て債券（パング債）の発行規模の拡大、②外国企業の中国株式市場における人民元建て株式の発行の認可、③中国企業による人民元建て対外直接投資の奨励、④外資によるFDIやRQFII制度を通じた人民元建て対中投資の許容範囲を拡大し、中国本土の実体経済や証券市場への投資を認可、⑤中国による人民元での対外投資や援助などの実施——などが挙げられる。

もちろん、海外の事例が示す通り、資本取引の規制は少なければよいというものではない。資本取引の急激または過度な規制撤廃は、短期的な国際資本の大幅な移動を引き起こしかねず、コントロールを失えば国内資産価格や金融市場の安定が損なわれる恐れがある。このため、人民元の国際化を進める中で、段階的な進展を図り、人民元資本取引の開放と人民元資金のクロスボーダー移動の需要との乖離を抑え、国内金融市場の改革・整備とのバランスを保ち、国際資本移動による衝撃の防止に関する監督・管理との間に矛盾が起こらないよう努めるべきである。開放の度合いや進捗を正しく把握し、資本取引の自由化を人民元のさらなる国際化に向けた重要な推進力としなければならない。

## 6. むすびにかえて

中国は、国内外における人民元需要が増加している現在の好機を捉え、速やかに人民元の国際化を図り、タイムテーブルや理念などの明確な改革案を打ち出し、人民元の国際化をテコとして、金融業全体のさらなる改革を推進していく必要があるだろう。

## 著者紹介

### 巴 曙松 (Ba Shusong)

国務院發展研究センター金融研究所 副所長

1999年中央財經大学博士号取得。中国銀行杭州市分行副行長、中国銀行香港有限公司リスク管理部總經理補、中国証券業協会發展戰略委員会主任などを歴任。2003年8月より現職。著書に『中国貨幣政策有効性の経済学分析』、『金融的江湖』などがある。

- ・国務院發展研究センター（DRC）は国務院直属事業単位で、総合的な政策研究に従事する政策決定の諮問機関である。マクロ経済政策、發展戰略と地域経済政策、産業経済と産業政策、農村経済、技術経済、對外經濟關係、社会發展、市場流通、企業改革と發展、金融、国際經濟などの分野で著名な経済学者、専門家及び研究者を多数有する。



Chinese Capital Markets Research