

# 巻頭 特集

## 香港人民元オフショア市場の 発展の現状と挑戦<sup>1</sup>

巴 曙松<sup>\*</sup>

### 要 約

1. 2009年7月のクロスボーダー人民元建て貿易決済の実施に伴い、オフショア人民元業務が急速に拡大している。現状では、すでに香港を中心とする人民元オフショア市場が形成されており、開放的なオフショア人民元市場と相対的に規制されているオンショア人民元市場との間の相互の影響力が著しくなっている。
2. 人民元オフショア市場の発展の現状を踏まえ、同市場の発展における挑戦を分析すると、人民元オフショア市場の具体的な課題として、①人民元オフショア市場発展の長期的な目標と拡がりとのギャップ、②人民元オフショア市場での預金・貸出比率の不均衡是正と信用創造能力の向上、③国際資本移動の影響を強く受ける市場規模が挙げられる。
3. 従って、国内金融市場の発展状況の趨勢に合わせた判断に基づく対策として、①現在の国際金融市場の変動と国際市場における人民元に対する需要の増加という好機を利用すること、②香港人民元オフショア市場の自己循環メカニズムを形成すること、③オフショア市場をオンショア市場の改革の原動力とすること、④人民元資本取引の開放を適時・適切に推進すること、⑤香港オフショア人民元センターをメインとし多くの市場が併存するオフショア人民元市場システムを構築すること、が必要である。

## I. 人民元オフショア市場の発展の現状

クロスボーダー人民元建て貿易決済が全面的に実施されて以来、現在のオフショア人民元業務は全般的に急速な発展を遂げており、新たな趨勢も見られ、深く分析するに値する。

### 1. クロスボーダー人民元建て貿易決済の全面的展開と香港の主要な役割

2009年7月のクロスボーダー人民元建て貿易決済のテスト以降、当局はテスト地域、業務範囲、参加主体、関連政策など各分野で積極的に推進を続けている。2012年2月時点で、クロスボーダー人民元建て貿易決済はすでに全面的に展開されており、中国国内で財貿易、サービス貿

<sup>1</sup> 本稿は、「国務院發展研究センター—野村財団共同研究会議：通貨の国際化と人民元の展望」（2012年5月26日開催）で発表された「香港人民元オフショア市場の発展の現状と挑戦」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、一部を割愛したりまたは抄訳としている場合がある。

<sup>\*</sup> 巴 曙松 国務院發展研究センター金融研究所 副所長

易、その他經常取引に従事するすべての企業は価格計算、決済、受取・支払の通貨として人民元を選択することができるようになった。政策上の支援と市場の需要にけん引され、クロスボーダー人民元建て貿易決済の金額は増え続けている。2009年、2010年、2011年の中国のクロスボーダー人民元建て貿易決済の金額はそれぞれ35.8億元、5,063.4億元、2.08兆元となっている。

クロスボーダー人民元建て貿易決済の総額のうち、中国本土と香港との人民元建て貿易決済は大きな比率を占めている。2011年に香港の人民元建て貿易決済金額は1.9兆元と、2010年の5倍強で、比率は92%に上昇した。香港はクロスボーダー人民元建て貿易決済の主なプラットフォームになりつつある。

## 2. オフショア人民元業務の急速な発展と同センターとしての香港

クロスボーダー人民元建て貿易決済にけん引され、オフショア人民元業務は急速に発展しており、香港で人民元オフショア金融センターの基本的な枠組みが形成され始めている。

第一に、香港のオフショア人民元預金規模が急増している。2009年7月のクロスボーダー人民元建て貿易決済のテストから2011年末まで、香港の銀行システムにおける人民元のストックは僅か2年半の間に560億元足らずから5,885億元に増加した。また、この間、ピーク時には6,272億元に達し、増加率は10倍以上に達した。現在、人民元預金は香港の銀行預金総額の約10%を占め、香港市場で香港ドルと米ドルに次ぐ3番目の通貨になっている。香港はすでに中国本土の人民元市場以外で海外最大のオフショア人民元の資金プールとなった。

第二に、香港オフショア人民元の資金調達業務に新しい動きがある。2007年から現在まで、100社近くの金融機関、中国財政部、多国籍企業などが香港で人民元建て債券を累計2,000億元発行した。香港の人民元貸付も急増しており、2010年末の20億元から2011年末には308億元に達した。

第三に、オフショア人民元（CNH）市場が急速に発展し、オフショア人民元の統一的な価格形成メカニズムが確立されつつある。米ドル対人民元のスポット取引の1日当たりの出来高は2010年の初日の1億米ドルから現在の20億米ドルに増加し、フォワード市場の出来高はノンデリバラブル・フォワード市場を上回っている。市場の需要にけん引され、「香港財資協会」（トレジャリー・マーケット・アソシエーション、略称TMA）が2011年6月に米ドルと人民元のスポットレート（フィキシング（値決め））を導入し、統一的なオフショア人民元レート形成メカニズムを確立した。

第四に、人民元建て金融商品の多様化である。香港の金融機関は人民元建ての預金証書、証券商品、投資信託、保険、金、外国為替取引、貿易融資など各種の人民元建て資産運用商品を相次いで発売している。

第五に、人民元業務の取扱機関が増加し、決済ネットワークも改善している。うち前者では、香港における人民元業務取扱金融機関が急増しており、2004年の32社から2011年末の133社に増えた。また後者では、香港における人民元決済プラットフォームに参加する銀行が増え続けており、2011年末には183行に達し、その大半は外国銀行の支店あるいは中国本土銀行の海外支店で、これらによって世界30カ国をカバーする人民元支払決済ネットワークが築かれている。また、約800行の海外または中国本土外の銀行が香港の参加銀行に人民元業務を委託している。

### 3. 資本取引の還流メカニズムの確立とオフショア人民元の投資ルートの多様化

クロスボーダー人民元建て貿易決済のテストが実施された当初、人民元は主に貿易決済という単一のルートを通じ、国境を越えて移動していた。還流メカニズムや投資ルートを欠いていたため、本土外市場の人民元は主に定期預金の形で保有されていた。保有量が一定の規模に達した後、本土市場に投資、還流するニーズが自ずと発生するため、人民元のクロスボーダーの双方向の移動ルートを徐々に確立する必要がある。

過去一年間、クロスボーダーの人民元建ての直接投資と証券投資という2つの決済分野において、当局は新たな措置を相次いで打ち出した。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の三種類の金融機関によるオフショアの人民元資金での中国本土のインターバンク債券市場への投資、本土企業による人民元建ての対外直接投資（ODI）、本土外の企業と個人による人民元建て対中直接投資（FDI）、一定の資格を有する運用会社や証券会社の香港子会社による人民元建て資金での本土のインターバンク債券市場と株式市場への投資が認可された（RQFII（人民元建て適格外国機関投資家））。2011年末時点で、インターバンク債券市場への参加が認められた本土外機関は51社に達し、そのうちオーストリア中央銀行の参加は先進国の中央銀行として初めて人民元を受け入れた象徴となった。2011年通年で、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201.5億元、海外からの人民元建て直接投資（FDI）の決済額は907.2億元、RQFIIの資格を付与された機関は21社で、その投資枠は合計200億元となっている。

これらの政策の実施により、資本取引における人民元のオンショアとオフショア市場の双方向の移動メカニズムが基本的に確立され、オフショア人民元の投資ルートも多様化しつつある。

### 4. 開放的なオフショア市場と相対的に規制されたオンショア市場間の相互の影響

巨大なオンショア人民元市場に比べ、香港のオフショア人民元市場の規模は小さく、多くの場合において、オンショアの人民元価格は香港のオフショア市場の人民元価格に対し、明らかに主導的な役割を演じている。また、海外の人民元市場は開放的な国際金融市場であるのに対し、オンショア人民元市場は依然として資本規制など何重もの規制下に置かれているため、国際市場が大きく変動する場合、オフショア人民元市場がオンショア人民元市場に与える影響も出てくる。

オフショア市場のメカニズムの側面から見ると、国際市場の激しい変動により、資金が米ドルなど強い通貨に流れ、人民元など新興市場通貨の下落期待が生じた場合、オフショア市場における人民元需要が弱まり、オフショア人民元相場が下落し、オンショアとオフショアの人民元相場のスプレッドが逆転する。この時、クロスボーダー貿易決済では人民元建て輸出決済額が輸入決済額を下回り、オフショア市場における人民元のストックが減少し、金利が上昇し、オフショア人民元建て債券の発行規模が減少し、金利が低下し、オフショア人民元のスポットレートが下落傾向を見せ、逆転したスプレッドがさらに拡大し、オフショア人民元のストックがさらに減少する。オフショア人民元に対する明確な上昇期待が表れた場合は逆の動きになる。

このため、人民元の上昇あるいは下落期待に関わらず、人民元のオフショア市場とオンショア市場の相互の影響力が多様化し始めている。また、為替・金利のスプレッドを利用した裁定取引に誘引され、前述したオフショアーオンショア市場間の一連の動きには一定のポジティブ・フィードバックがあるため、香港市場における人民元の規模はしばしば大きく変動する。2011年末に香港のオフショア人民元規模が減少した背景を見ると、ドル高が人民元など新興国通貨の

下落を直接もたらしたものの、下落した通貨の中では人民元が相対的に強かった。一方このことは、香港市場における人民元業務の発展の原動力は主に上昇期待であるとの判断は正しくないことを示している。すなわち、人民元レートの双方向の変動が明確になりつつある時においては、香港のオフショア人民元業務の発展の原動力は、国際市場での貿易などの需要にあることを示している。

## II. 現状の人民元オフショア市場の動向

### 1. 人民元オフショア市場発展の長期目標と拡がりや厚みの現実とのギャップ

今後の人民元オフショア市場の拡がりの観点では、第一に、香港市場の人民元建て金融商品を引き続き増やす必要がある。同市場での人民元建てエクイティ関連の金融商品は相対的に不足しており、現状では人民元建てエクイティ関連の金融商品は「匯賢産業信託」<sup>2</sup>しかなく、同商品以外に、より厳密な意味での人民元建て株式にまで拡大しなければならない。第二に、香港の人民元市場の参加者が拡大し、参加者の顔ぶれも多様化していく必要がある。現在、人民元オフショア市場の主要参加者は中国本土と貿易関係のある輸出入企業、海外のクリアリング銀行、海外のエージェント銀行、中国系金融機関の香港子会社などであり、人民元オフショア市場での取引への国際的な金融機関の参加の度合いを引き上げる必要がある。

今後の人民元オフショア市場の厚みの観点では、第一に、香港市場の人民元のストックが限られていることが課題として指摘できる。第二に、人民元建て商品の規模と流動性を改善する必要がある。現在、香港市場における人民元のスポット取引とフォワード取引の一日当たりの出来高は僅か 20 億元前後にとどまっており、人民元建て「点心債」の流通市場の取引を一層活発化させる必要がある。第三に、オフショア市場の人民元の規模の増加率が鈍化している点が課題である。増加率が予想を下回ったこと背景には、オフショア市場の人民元が譲渡性預金証書（NCD）やその他の投資ルートにシフトしたことがあり、また人民元の上昇期待などの要因が短期的に香港の人民元規模の拡大に与える影響が大きいことを反映している。

香港の人民元オフショア市場でのこのような状況とは対照的に、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として、一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、金利の指標としてすでに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機能と比べ、香港の人民元オフショア市場との間には大きな差がある。

### 2. 人民元オフショア市場での預金・貸出比率の不均衡是正と信用創造能力の向上

2011 年末の香港の銀行システムの人民元預金残高は 5,885 億元で、貸出は僅か 308 億元にとどまっており、預金に対する貸出の比率が不均衡で、香港の銀行システムにおける人民元の信用創造が不十分であることを示している。その原因は、主に香港市場における人民元の運用手段が限られていることにある。米ドルの国際化の経験を見ると、ユーロダラー市場の信用創造メカニズムは、米ドル市場規模の拡大、米ドルの国際化に向けた影響力の強化、米国本土金融市場へのイ

<sup>2</sup> 2011 年 4 月に香港で初めて発行された不動産投資信託（REIT）。原資産は長江実業が北京で開発した複合商業不動産。（以上、記者注。）

ンパクトの軽減において、重要な意味を持っていた。国際決済銀行（BIS）の研究によれば、ユーロダラー市場の貨幣乗数は19世紀から70年代まで平均約5倍となっている。ユーロダラー市場と比較した場合、香港のオフショア人民元市場の信用創造力を高める必要があることは明らかである。

### 3. 国際資本移動の影響を強く受ける人民元オフショア市場の規模

オフショア人民元自身の信用創造が不十分であることから、オフショア市場の人民元預金は主にオンショア市場に依存し、貿易取引及び資本取引のルートを通じてオンショア市場から送り込まれてくる。

第一に、貿易取引面を見ると、2011年9月以前の時期は、香港オフショア市場の米ドル対人民元レートが本土より低いため、輸入貿易の方が、輸出貿易よりも人民元建て決済を好む傾向にあった。この結果、人民元建て貿易決済による輸入が輸出を上回り、人民元のネットの流出となり、香港の人民元のストックの増加が続いていた。ところが、2011年9月下旬以降は、国際金融市場の激しい変動を受け、米ドルが上昇し、人民元及びその他の新興市場通貨が一斉に下落し、香港オフショア市場における人民元の上昇幅が低下し、さらにはストックが減少した。

第二に、資本取引面を見ると、香港市場の人民元金利が本土よりも低い上に、当局が2011年後半に人民元建て直接投資、RQFIIを導入したことにより、人民元の還流ルートが増え、国内外の企業は香港で人民元建て債券の発行あるいは商業融資の形を通じた本土への還流ができるようになった。このため、人民元の上昇期待の弱まりや、国内外の人民元スプレッドが比較的大きい状況下で、香港市場における人民元預金規模の増加率は鈍化する傾向が見られている。

## Ⅲ. 人民元オフショア市場のさらなる発展に向けて

### 1. 現在の国際金融市場における好機を利用すべき

中国は、国際金融市場の激しい変動と国際市場における人民元に対する需要の増加という好機を利用し、適時にオフショア市場の発展を推し進め、人民元オフショア市場の発展における戦略的な制度構築と制度調整の強化に重点を置くべきである。

海外市場の経験を踏まえると、オンショア市場の支えがなければ、オフショア市場の発展は難しい。今日でもなお、ロンドンの米ドルオフショア市場はすでに大規模に発達しているが、資金調達者の大半は依然として米国本土企業であり、この段階においてもやはり本土金融市場の発展は欠かせない。香港オフショア市場の規模は拡大し続けており、その影響も大きくなりつつあるため、全体の枠組みの設計と制度調整を強化する必要性が高まっている。その中には、人民元オフショア市場の発展の位置づけ、オフショアとオンショアの両市場間の連結メカニズムの確立、オフショア市場の発展と国内金融市場改革の関連性、資本自由化の推進などが含まれる。国際的な環境から見ると、国際金融危機がもたらした主要準備通貨の為替レートの大きな変動は、客観的に見ると、人民元に対する需要を増加させ、人民元オフショア市場の発展を推進する好機となっている。欧米経済が回復したり、あるいは米ドルが強くなれば、人民元オフショア市場の発展を推進することは大きく困難となる。

## 2. 香港人民元オフショア市場の自己循環メカニズムを形成すべき

中国は、香港オフショア人民元建て金融商品を増やし、香港人民元オフショア市場の持続可能な自己循環メカニズムの形成を徐々に促すべきである。

資本取引における人民元の還流メカニズムが確立され始めている状況下で、香港市場の人民元保有者には二つの投資の選択肢がある。一つは香港市場の人民元建て金融商品に投資することであり、もう一つは限られた還流メカニズムを通じて本土金融市場に投資することである。オフショア市場のスタート段階では、適切な還流メカニズムを確立し支援することが必要だが、長期的には、香港のオフショア人民元の自己循環メカニズムが形成されるかどうかは鍵である。このためには、人民元保有者の投資を惹きつける香港市場の魅力を高め、人民元建て金融商品を増やし、香港における人民元の使用範囲を拡大する必要がある。具体的な措置としては、本土企業による香港市場での人民元建て新規株式公開（IPO）の確立・奨励、人民元建て上場投資信託（ETF）の加速、A株指数関連商品の発売、人民元建てコモディティ取引の導入などが含まれる。

## 3. オフショア市場をオンショア市場の改革の原動力とすべき

中国は、オンショア金融市場の市場化改革を推進し、オフショア市場の発展にけん引された「開放で改革を促す」というオンショア人民元市場の改革の原動力を作り出すべきである。

香港の人民元オフショア市場は、オンショアの人民元金利と為替レートが完全に市場化されておらず、資本取引が完全に自由化されていない条件の下で、オンショア市場以外で出来た人民元市場である。オフショア市場の人民元は完全に自由交換ができ、金利と為替は市場の需給によって決まる。現時点の人民元オフショア市場は依然として規模が比較的小さな開放型市場であるため、オフショア市場の人民元価格に与える国際金融市場の変化のインパクトが大きい。そして、オンショア人民元の規模が大きく、しかもオンショアの金利・為替相場形成メカニズムが完全に市場化されていないため、国際金融市場に著しい変化が生じた場合、国内外の人民元市場では外部のシグナルによる価格への影響に対する反応が一致しないため、内外市場で価格差が生じ、また投機と裁定取引などにより、国内外間で異常な資金移動などが発生する可能性がある。ただし、このような並存するオンショアとオフショアの金利・為替相場形成メカニズムは、オンショア人民元の金利・為替改革を安定的に推進するために参考とされるものであり、金融改革の一層の推進にとって今後の進むべき方向を模索するための新しいプラットフォームでもある。

## 4. 人民元資本取引の開放を適時・適切に推進すべき

中国は、オフショア市場の発展と経済の対外開放のニーズに対応するため人民元の資本取引の開放を適時かつ適切に推進すべきである。

オフショア市場の長期的かつ健全な発展のためには、オンショア市場との間で利便性があり、かつ迅速な双方向のルートを確立しなければならない。次のステップは、引き続きクロスボーダー人民元業務の展開とオフショア市場の発展を結び付け、資本取引の開放を安定的に推し進め、両者の同時進行、相互促進を進めるべきである。具体的な措置としては、海外機関の中国本土における人民元建て債券（パンダ債）の発行規模の拡大、海外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、中国企業による人民元建て対外直接投資の奨励などが含まれる。

## 5. 香港をメインに複数の人民元オフショア市場を形成すべき

中国は、香港オフショア人民元センターをメインに、多くの市場が併存するオフショア人民元市場システムを構築すべきである。

現在、香港の人民元オフショア市場は急速な発展を遂げており、人民元オフショア金融センターが具体化され始めている。また、ロンドンなど金融センターも人民元業務の展開を模索している。例えば、中英両国はロンドンでのオフショア人民元市場の創設を支援する合意に達した。シンガポールでは、人民元預金、クロスボーダー貿易決済、債券の発行・上場などの分野で進展があった。また、シカゴ・マーカンタイル取引所は、人民元の通貨先物・オプションの上場並びに人民元の証拠金の受け入れを計画している<sup>3</sup>。上海も人民元オフショア市場の実現可能性について研究を始めた。

人民元の国際化の推進に伴い、市場の需要と金融センターの競争に後押しされ、今後、世界でいくつかのオフショア人民元市場が現れることが予想される。この過程において、香港市場は自身と本土との緊密な経済・貿易関係や、中国政府の強力な支援という優位性を発揮し、市場の拡がりや厚みの両面で人民元オフショア市場の確立を引き続き進めるべきである。一方、香港は他の金融センターとの協力関係を強化し、人民元の使用範囲を拡大することを通じて、香港自身の人民元オフショア市場の発展の空間を拡大していかなければならない。

### 著者紹介

#### 巴 曙松 (Ba Shusong)

国務院発展研究センター金融研究所 副所長

1999年中央財経大学博士号取得。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総経理補、中国証券業協会発展戦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。

<sup>3</sup> 2011年8月に取引開始（訳者注）。