



人民元の国際化の中国マクロ経済への影響¹

ークロスボーダー人民元建て決済ルートに基づく分析ー

徐 奇淵※

何 帆※※

要 約

1. 人民元の国際化の中国経済に与え得る次の潜在的なリスクが懸念されている。まず、人民元の切り上げ期待とそれに伴うホットマネー流入を誘発しかねない。また、人民元の国際化は外貨準備の一層の増加を招き、国内の金融政策の自由度を制約しかねない。さらに、オフショア市場とオンショア市場の間の裁定取引が盛んになり、マネーサプライのコントロールが困難になってしまう。
2. 具体的に、人民元の国際化は、次のルートを通じて国内経済に影響を与えている。まず、輸出と人民元建て対中直接投資（人民元 FDI）は、国内の貨幣需給に影響するだけでなく、外貨準備の増分を減少させる。また、輸入、人民元建て対外直接投資（人民元 ODI）、人民元適格国内機関投資家（QDII）では、中国本土の貨幣供給に与える影響が限られるが、外貨準備の増加分を上昇させる。さらに、中国本土機関による香港での人民元建て債券の発行、中国本土機関が受ける海外からの人民元建て貸付、海外機関による中国本土の銀行間債券市場への人民元建て投資、銀行間債券などに投資する人民元適格海外機関投資家（QFII）は、海外の人民元の低金利の中国本土への波及と、中国本土の貨幣供給の増加の二つのメカニズムを通じ、中国本土の金融資産価格を上昇させ、利回りを低下させる。

I、はじめに

2009 年 7 月にクロスボーダー人民元建て貿易決済の試行、2010 年 7 月に試行の対象業務や地域の拡大が実施されて以来、クロスボーダー人民元建て決済の規模は急速に拡大している。2009 年の試行開始から 2012 年 3 月までの間、クロスボーダー人民元建て貿易決済の規模は 3 兆元を超えた。人民元 ODI と海外からの人民元 FDI の規模も、2011 年の試行開始から 2012 年 3 月までの間、それぞれ 230 億元、1,377 億元に達した。現在、クロスボーダー人民元建て業務は、經常

¹ 本稿は、『金融与保険』2012 年 11 号掲載の「人民元の国際化の国内マクロ経済への影響-人民元クロスボーダー決済ルートに基づく分析」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。

※ 徐 奇淵 中国社会科学院世界经济政治研究所 副研究員

※※ 何 帆 中国社会科学院世界经济政治研究所 副所長

取引のすべての項目だけでなく、資本・金融取引の多くの項目も対象となっている。先進国が一般的に金融緩和を実施しており、国際資本移動に伴うショックが大きくなる中、人民元の様々なクロスボーダー移動ルートが開放されることにより、通貨当局は一層複雑な政策環境に直面するかもしれない。本稿は、各種ルートが中国マクロ経済に与え得る影響について分析・整理する。

Ⅱ、文献レビュー

クロスボーダー人民元建て決済の試行の規模が急速に拡大しており、試行の対象業務も絶えず緩和されている中、中国経済に与え得る潜在的なリスクも徐々に浮き彫りになり、それに関する議論も白熱化している。主な論点は、以下の通りである。

第一に、元高期待の持続可能性及びそれに伴うホットマネー流入の問題である。足元のクロスボーダー人民元建て決済の急拡大の大きな背景には元高期待がある（馮孝忠、2010）。人民元の国際化をさらに前進させるために、中国政府は資本取引を一層開放する可能性があり、特に、海外の人民元を国内の投資に還流させるという動きは、現状の国際情勢の下でより多くの短期国際資本の流入を招く可能性がある（張明、2011）。さらに、元高期待がいったん消えれば、クロスボーダー人民元建て決済の増勢は止まる可能性がある。その際、すでに形成された人民元建て資産は、香港市場において比較的大きなウェイトを占めるため、逆の動きの発生は香港金融市場を不安定化させる可能性がある（馮孝忠、2010）。王慶（2011）は、香港の人民元預金には次のような特徴があることから、ホットマネーと見なすことができるという。①主要保有者は個人ではなく企業である。②保有する動機は元高期待、金利差であり、投機性を持つ。③香港にある人民元は、中国本土への還流の機会を待っているものである。しかし、何東（2011）は、香港の人民元預金の保有者は主にクロスボーダー決済の参加者であり、すべての人民元預金をホットマネーと見なすことはできない、と主張する。ただし、Garber（2011）の分析では、元高期待という動機付けの下で、実際の取引の裏付けのある人民元建て決済でも投機の性質を帯びる可能性があることが示された。

第二に、人民元の国際化は外貨準備の一層の増加を招き、国内の金融政策に影響を与える点である。張斌（2011）は、対外資産負債残高表を用いて次のような考え方を示した。海外の主体がより多くの自国通貨建て資産を保有することは、中国政府がより多くの人民元建て負債を抱えると同時に、資産側でより多くの外貨建て資産、つまり外貨準備が増加することを意味する。張明（2011）も、人民元建て決済により、2011年第1四半期に外貨準備が408億ドル増加したと指摘した。しかし、馬駿（2011）は、オフショア人民元（CNH）は信用創造の効果を持つほか、漸進的に推進されてきたため、オフショア市場の発展が外貨準備に与える影響はコントロール可能だと考える。また、外貨準備が増加しても、それに対応する一部の人民元は還流されないため、すべての外貨準備の増加分を不胎化する必要はない。しかし、この分析は、次のように不十分なところがある。①貨幣供給の分析にとどまり、貨幣需要と資産価格に関する分析がない。②CNHの信用乗数を2と仮定したが、Garber（2011）の推計では1.07に過ぎない。つまり、同じ規模のCNH市場でも、外貨準備に与える影響はもっと大きくなるため、オフショア市場の発展が中国本土の金融政策に与える影響を過小評価している。

第三に、オフショア市場の裁定取引がオンショア市場に与えるインパクトと金融政策への影響である。Garber（2011）はオフショア、オンショア市場の裁定取引メカニズムを分析し、オフ

ショア人民元市場の存在により、中央銀行の外貨準備の多様化戦略の効果は外為市場で相殺される可能性が高くなるという結果を得た。余永定（2012）は、為替と金利の裁定取引を同時に考慮し、次のように指摘した。CNH とオンショア人民元（CNY）という二つの市場、二つの為替レートが存在し、しかも資金が自由に国境を越えて移動できるため、金利裁定、為替裁定の取引が横行している。国際金融環境の変化に伴い、為替裁定取引、金利裁定取引の方向が逆転すれば、オンショア市場も影響を受ける。これをベースに、張斌、徐奇淵（2012）は、人民元のオフショア、オンショア市場の取引主体、裁定取引のメカニズムについてさらに整理した上で、オフショア市場の発展が短期資本移動を加速させることがもたらす影響について分析した。

本稿では、いくつかの面で新しい分析を試みる。一つ目は、これまでの人民元のクロスボーダー移動ルートに関する研究は貨幣供給の分析が中心であるのに対し、本稿は、貨幣の供給と需要の両面から分析する。二つ目は、既存の文献を見ると、オフショア市場がオンショア市場に与える影響に関する研究は、外貨準備あるいは為替レートなどの変数の分析が中心だが、本稿は分析の対象を金利、資産価格などの変数にまで拡大する。三つ目は、本稿では、人民元のクロスボーダー移動の主要ルートを取り上げ、各ルートの異なる影響について総合的に整理し、政策策定の参考とする。

Ⅲ、人民元のクロスボーダー移動ルートの整理

人民元の国際化の道程を振り返ると、2009 年は人民元建て貿易決済がスタートした年であり、2010 年にはすべての経常取引にまで拡大した。2012 年の重要な動きは、資本・金融取引のうちの長期項目である直接投資に関するもので、2011 年末以降の進展は主に証券投資やその他短期資本移動に関するものである。国際収支表の枠組みをみると、すでに認可された人民元のクロスボーダー移動ルートは、図表 1 の通りである。

図表 1 人民元のクロスボーダー移動の自由化の動向

		借方	貸方	
経常	貿易収支	輸入(2009年)	輸出(2009年)	
取引	その他の収支 ^(注2)	その他の収支(2010年)		
資本・	直接投資	対外直接投資ODI(2011年)	外資の対中直接投資FDI(2011年)	
金融取引	証券投資	パンダ債(2005年)	債券	点心債の発行(2007年)
		人民元建てQDII(2007年)		中国本土の銀行間債券(2010年) 人民元建てQFII(2011年)
			株式・投資信託	人民元建てQFII(2011年)
	貸付	双方向のクロスボーダー人民元建て貸付(2012年)		

- (注) 1. () 内は実施開始の時期。
 2. 実際、経常取引の人民元のクロスボーダー移動はそれより前から行われている。当初は主に旅行者の携帯品というルートを経由した。2004 年 2 月に中国人民銀行が香港における人民元取り扱い業務を認可してから、条件付きの交換方法を通じて人民元のクロスボーダー移動が実現された(徐奇淵、劉力臻, 2009)。

(出所) 筆者作成

1. 経常取引

2009 年 7 月 2 日に国务院の六つの部・委員会がクロスボーダー人民元建て決済に関する試行管理弁法を公布し、クロスボーダー人民元建て貿易決済の試行は正式にスタートした。2010 年 6 月 22 日に国务院の六つの部・委員会は、「クロスボーダー貿易人民元建て決済の試行の拡大に関する問題の通知」を公布し、試行の業務範囲をすべての経常取引に拡大した。現在、すでに経常取引における人民元の自由交換が実現されている。2011 年の経常収支に占める財貿易関連の人民元建て決済の割合は約 75%である。2012 年 3 月末現在、クロスボーダー人民元建て貿易決済の金額は、3 兆元を超えた。経常取引のその他の収支の分析は財貿易に類似しているため、本稿は輸出入の人民元建て決済のみを対象に重点的に分析する。

2. 資本・金融取引の直接投資

2011 年 1 月に中国人民銀行が「対外直接投資の人民元建て決済の試行管理弁法」を公布し、人民元建て対外直接投資（ODI）のルートが切り開かれた。また、2011 年 10 月に商務部と中国人民銀行がそれぞれ公布した「クロスボーダー人民元建て直接投資関連問題に関する通知」、「外商直接投資人民元建て決済業務管理弁法」をきっかけに、人民元建て対中直接投資（FDI）のルートが切り開かれた。2011 年末、人民元建て対外直接投資は 201.5 億元、海外からの人民元建て対中直接投資は 907.2 億元に達した。

3. その他の資本・金融取引

人民元の流出ルートは二つある。

一つ目は、海外機関による中国本土での人民元建て債券「パンダ債」の発行である。2005 年以降、アジア開発銀行、世界銀行などは中国本土でパンダ債を発行した。二つ目は、人民元 QDII、すなわち人民元建て適格国内機関投資家である。2007 年に誕生した初の人民元 QDII の資産運用商品が始まりである。しかし、人民元レートが持続的な上昇過程にある上、中国本土の人民元債券の利回りが比較的高いため、この二つの業務、特にパンダ債の進展が比較的遅い。このため、本稿では人民元 QDII のみ分析する。

海外の人民元の還流ルートは、次のようなものがある。

①中国本土機関が香港で点心債（Dim sum bond）を発行し、人民元を還流する。

海外機関も香港で点心債を発行し、人民元を獲得してから海外に預けることができる。しかし、香港の点心債の発行体の 80%は本土機関であり、起債によって調達した資金の約 95%は本土に還流されている（Li, 2011）。このため、本稿は、主に本土機関が香港で点心債を発行してから、本土に還流するという状況について分析する。2007 年から 2009 年までの間、点心債の発行規模は一貫して 100 億元強で推移していたが、その後、条件が徐々に緩和される中、2010 年に 357 億元に増加し、2011 年には 1,000 億元を突破した。

②海外機関が債券、株式、投資信託など中国本土の証券市場に投資する。

2011 年初には、中国人民銀行は 13 の海外機関に対し中国本土の銀行間債券市場への投資を認可し、投資対象は主に中央銀行手形、政策金融債、国債である。2011 年 12 月には、中国人民銀行は「運用会社、証券会社の人民元適格海外機関投資家（RQFII）による中国本土への証券投資の試行弁法」を公布し、RQFII による中国本土の銀行間債券市場、株式、投資信託などの分野への投資を認可した。

③双方向のクロスボーダー人民元建て貸付。

2012年に深圳市政府は「金融サービスの改善を強化し、実体経済の発展を支えることに関する若干の意見」の中で、深圳・香港のクロスボーダー人民元建て貸付について言及した。この政策は国からの認可を待っている状況だが、本稿ではこの政策についても分析する²。しかし、次の二つの理由から、海外機関は中国本土から人民元建て貸付を受ける動機づけが乏しいと推測する。一つは、中国本土の人民元金利がオフショア市場の金利を大きく上回っているだけでなく、ドル、日本円などの通貨の金利より高い。もう一つは、元高の期待が依然残っている。このため、本稿では、中国本土機関が海外から人民元建て貸付を受ける状況のみ分析する。

一方、以上のルートのほか、預金準備金のルートを経由した人民元の還流というケースも説明しておかなければならない。香港の商業銀行は人民元預金準備金をクリアリング銀行である中国銀行（香港）に預け入れ、中国銀行（香港）は中国人民銀行の深圳市中心支行（支行は支店に相当）に預け入れることになっている。中国銀行（香港）の統計によれば、2010年末時点、中国人民銀行深圳市中心支行に預け入れられた人民元の規模は香港の人民元預金総額の88.7%に相当する（張穎、2011）。この割合は、2009年時点より数ポイント低下したが、このルートは人民元の本土への還流において最も重要なルートであることを示している。ただし、この部分の資金は直接中央銀行に還流し、市場から離れており、新たな通貨供給が発生しないため、本稿では特に分析しない。

Ⅳ、人民元のクロスボーダー流出ルートの分析

本節では、各ルートが引き起こした中国本土における貨幣数量の変化を分析した上、貨幣の需給の変化と合わせて、外貨準備、資産価格、金利に生じ得る変化について分析する。分析の前提として、中央銀行は、人民元レートを一定の水準に維持するように、外為市場に介入すると仮定する。

1. 輸入における人民元建て決済

前述のように、輸入決済ルートは、人民元が海外に流出する主要ルートである。ここでは、ドルに代わって人民元を輸入代金の支払い手段として使用した場合の影響について分析する。

基準ケース 1：中国本土企業がすべてドルで輸出入の代金を支払うと仮定する。国際収支黒字のため、市場では100億ドルの外貨の超過供給が発生する³。通貨当局は為替レートの安定を維持するため、この100億ドルを購入すると同時に、650億元のベースマネーを放出する⁴（1ドル＝6.5元と仮定する。以下同じ）。この時、外為市場の需給が均衡する。

² 訳者注：その後、2013年1月5日に「前海クロスボーダー人民元貸付け管理暫行弁法の実施細則」が公布・施行された。詳細については、関根栄一「中国・深圳前海地区での金融自由化に向けた実験のスタート」『季刊中国資本市場研究』2013年春号参照。

³ ここではドルが唯一の外貨と仮定する。

⁴ 外為市場への中央銀行の介入によって放出されたベースマネーは、預金準備率の引き上げ、中央銀行手形の発行を通じて相殺することができる。ここでは、相殺の部分に関する分析は行わない。外為市場への介入によって放出されたベースマネーの規模は、中央銀行が介入効果を相殺する時の負担の大きさとして理解することができる。

比較ケース 1：クロスボーダー人民元建て決済では、企業は 20 億ドルの代わりに人民元で輸入代金を支払うとすると、外為市場に 120 億ドルの超過供給が発生する。通貨当局は固定為替レートを維持するため、120 億ドルを購入すると同時に 780 億元のベースマネー（120 億ドル×6.5 元／ドル）を放出する。そのうち、130 億元（20 億ドル×6.5 元／ドル）分は、輸入代金の支払いに伴い、中国本土から流出する。つまり、ベースマネーは 650 億元しか増えていない。

貨幣供給の面から見ると⁵、このような代替行為は、貨幣供給の行為を変化させることができず、その結果は基準ケース 1 と同じである。貨幣需要の面から見ると、市場では、人民元に対する取引需要が増える一方、ドルに対する取引需要は減少する。このように、貨幣供給の増量が変わらず、需要は増加するため、比較ケース 1 において均衡金利は上昇する。これらの変化は実際の取引に裏付けられているため、市場における金利上昇は緩慢で、かつ限られる。一方、中央銀行のバランスシートを見ると、代替行為により、通貨当局の外貨資産（外貨準備）の増分が 20 億ドル多くなる。その他の行為は、中央銀行のバランスシート全体の規模を変化させないが、構造面の変化をもたらす。つまり、外貨資産の割合が高まる一方、自国通貨資産の割合は低下する。以上の分析結果をまとめたものが図表 2 である。

2. 人民元建て対外直接投資と人民元 QDII

まず、人民元建て対外直接投資を例にして分析する。

基準ケース 2：ドルで対外直接投資（ODI）をすると仮定し、金額は 20 億ドルである。国際収支黒字のため、市場では、100 億ドルの外貨の超過供給が発生する。中央銀行は固定為替レートを維持するため、この部分のドルを購入することにより、ベースマネーが 650 億元増える。

比較ケース 2：中国本土企業はドルの代わりに人民元で ODI を行くと、相当する金額は 130 億元になる。外為市場では、ドルの超過供給が 120 億ドルに変わる。中央銀行は固定為替レートを維持するため、受動的にこの部分のドルを購入すると同時に、780 億元のベースマネーを放出する。130 億元分の流出を除くと、ベースマネーの増分は 650 億元になる。同時に外貨準備は 120 億ドル増える。

図表 2 流出状況：輸入

	基準ケース： ドル決済	比較ケース： 人民元決済	変化	結果
貨幣供給：ベースマネー	+650億元	+650億元	増分は同じ	貨幣供給の増分が変わらず、貨幣の需要は増加する。比較ケースの金利は基準ケースより高くなるが、変化幅は限られる。
貨幣需要	Md	Md+	人民元取引 需要の上昇	
通貨当局のバランスシート	資産：+100億ドル	資産：+120億ドル、 -20億ドル相当の人民元資産	外貨準備の増分が20億ドル多い	外貨準備が20億ドル増加し、中央銀行の資産の中の外貨資産の割合が上昇する。

（出所）筆者作成

⁵ 初歩的な分析として、ここでの貨幣供給はベースマネーのみ考慮し、また、信用乗数が一定であると仮定する。

このように、前述した二つのケースの貨幣供給量は同じである。需要面では、ODIにおけるドルの役割は、人民元が取って代わったため、その分のドルに対する需要が低下し、人民元に対する需要は上昇する。この結果、比較ケースの均衡金利が上昇する。しかし、同じ理由により、金利上昇幅は限られる。さらに、比較ケースでは、中央銀行の外貨準備は 20 億ドル多く増えると同時に、中央銀行の外貨資産の割合も上昇する。以上の分析は、図表 2 の内容と一致する。人民元 QDII がドルで行われている QDII を代替するものであると仮定すれば、人民元 QDII の分析結果は人民元 ODI と同じになる。

V、人民元のクロスボーダー還流ルートの分析

1. 輸出面における人民元建て決済の影響

基準ケース 3：ドルで財輸出の代金を決済、受け取る場合、市場では 100 億ドルの外貨の超過供給が発生する。通貨当局は為替レートの安定を維持するため、この 100 億ドルを購入すると同時に 650 億元のベースマネーを放出する。この時の外為市場の需給が均衡すると仮定する。

比較ケース 3：ドルの代わりに人民元で輸出決済を行い、中国本土の輸出企業は（20 億ドル相当の）130 億元を受け取るとする。外為市場におけるドルの超過供給は 80 億ドルとなり、通貨当局は為替レートの安定を維持するため、外為市場から 80 億ドルを購入すると同時に 520 億元を放出する。しかし、輸出を通じ、海外から 130 億元が還流されるため、ベースマネーは 650 億元増加する。

貨幣供給の面から見ると、二つのケースのベースマネーは共に 650 億元増加する。貨幣需要の面から見ると、ドルの代わりに人民元で輸出を決済しても、人民元の貨幣需要を変えない。このため、二つのケースの均衡金利水準は同じである。また、外貨準備の増加分が 20 億ドル減少し、中央銀行の資産に占める外貨資産の割合は低下する。以上の分析結果をまとめたものが図表 3 である。

2. 人民元建て対中直接投資（FDI）

基準ケース 4：海外企業がドルで対中直接投資（FDI）を行い、金額は 20 億ドルとする。この時、市場におけるドルの超過供給は 100 億ドルである。為替レートの安定を維

図表 3 流出状況：輸出

	基準ケース： ドル決済	比較ケース： 人民元決済	変化	結果
貨幣供給：ベースマネー	+650億元	+650億元	増分は同じ	2つのケースとも市場の均衡金利水準は同じ
貨幣需要	Md	Md	人民元の取引需要は 変わらず	
通貨当局のバランスシート	外貨資産（外貨準備）： +100億ドル	外貨準備： +80億ドル	外貨準備の増分が20 億ドル少ない	中央銀行の資産の中の外貨資産の 割合が低下する。

（出所）筆者作成

持するため、中央銀行は 100 億ドルを購入すると同時に 650 億元のベースマネーを放出する。

比較ケース 4：海外企業はドルの代わりに人民元で FDI を行くと、金額は 130 億元になる。外為市場における超過供給は 80 億ドルとなり、為替レートの安定を維持するため、中央銀行は 80 億ドルを購入すると同時に 520 億元のベースマネーを放出する。海外から還流される 130 億元を加えると、ベースマネーの増加分は 650 億元になる。また、外貨準備は 80 億ドル増加し、基準ケース 4 より 20 億ドル少なくなる。

貨幣供給の面から見ると、二つのケースの増加分は共に 650 億元である。貨幣需要面では、生産能力が過剰になっている状況下で、FDI は、乗数効果を通じ、国内生産を増やし、貨幣需要のうちの取引需要を増加させる。しかし、このような貨幣需要の増加は、FDI における決済通貨の選択とは無関係である。つまり、どの通貨で決済しても、このような貨幣需要の増加は発生する。このため、二つのケース共に市場の均衡金利水準は変わらない。このように、人民元建て FDI の影響力は、人民元建て輸出決済の場合と全く同じである。

3. 中国本土機関が香港で人民元建て債券を発行した後に本土に資金を還流する

この場合、基準ケースは二つの選択肢がある。①香港でドル建て債券を発行し、調達した資金を中国本土に還流する。②中国本土で人民元建て債券を発行する。本稿では、後者を基準ケースとする。その理由は、第一に、一方の通貨だけ上昇期待がある中、香港での人民元建て債券の発行はドル建て債券の代替的選択肢になることが難しいため、前者は基準ケースになることができない。第二に、中国本土機関が香港で人民元建て債券を発行するのは、香港の人民元建て債券の発行コストが本土より大幅に低いからである。

基準ケース 5：中国本土企業が本土で 10 億元の人民元建て債券を発行し、マネーサプライは影響を受けないとする。国際収支黒字のため、外為市場では 100 億ドルの超過供給が発生し、通貨当局は為替レートの安定を維持するため、この 100 億ドルを購入すると同時に、650 億元のベースマネーを放出する。

比較ケース 5：中国本土企業が香港で 10 億元の人民元建て債券を発行し、調達した資金を本土に還流した後、ベースマネーは 10 億元増える。この時、外為市場の需給は影響されないが、中央銀行が同様の介入を行った結果、外貨準備は 100 億ドル増える。中央銀行はこのルートを通じ、650 億元のベースマネーを放出する。海外から還流される 10 億元を加えると、ベースマネーは 660 億元増加する。

貨幣供給面から見ると、比較ケース 5 の増加分が基準ケース 5 より大きいということは、貨幣供給の増分が上昇することを意味する。貨幣需要面から見ると、比較ケース 5 の貨幣需要は基準ケース 5 と同じである。しかし、次の二つのメカニズムを通じ、比較ケース 5 の金利は低下する。一つ目は、比較ケース 5 の貨幣供給の増加分が基準ケース 5 より大きい場合、貨幣需要が変わらない状況下で、金利は低下する。二つ目は、香港の人民元建て債券の金利は中国本土よりも大幅に低い水準にあるため、このルートの開放により、貨幣の数量の増加を通じ、国内債券市場の金利が低く抑えられることになる。金利が低下すれば、債券価格は上昇する。この時、ケインズの貨幣需要関数における投機的需要が増加し、最終的に貨幣需給の新たな均衡が実現される。このため、最終的な均衡状態において、金利低下により、比較ケース 5 の貨幣需要は基準ケース 5 を

上回る。以上の分析結果をまとめたものが図表4である。

4. 流入ルートの分析：RQFII と海外機関による中国本土の銀行間債券市場への人民元建て投資

RQFII の投資対象は、中国本土の銀行間債券市場のほか、株式、投資信託、その他の確定利付資産などである。中央銀行が認可した 13 の海外機関による中国本土の銀行間債券市場への人民元投資も含まれる。ここでは、まず、海外の人民元が中国本土の銀行間債券市場への投資によって還流されるルートについて分析する。中国本土の銀行間債券市場の対外開放が実施される前、海外機関はこの市場に投資することができなかったため、この政策の影響を直接分析することにした。

比較ケース6：ある海外機関が海外の人民元を使って中国本土の商業銀行から 10 億円の国債を購入すると仮定する。商業銀行の保有国債が減少すると同時に、保有現金・準備金は増加する。これにより、中国本土のベースマネーは 10 億元増える。外国為替と関わらないため、外為市場の需給は変化しない。

中国本土の銀行間債券市場の需要が増えることを受け、債券価格が上昇し、債券利回りは低下する。さらに、海外の人民元の収益率は比較的低いため、中国本土の債券利回りを一層低下させる。この時、ケインズの貨幣需要関数における投機的需要は増える。より詳しい分析では、RQFII によるその他の証券市場への投資も似たような効果を伴うことが示されている。以上の分

図表4 還流状況：中国本土機関が香港で人民元建て債券を発行した後の還流

	基準ケース： 中国本土での人民元 建て債券発行	比較ケース： 香港での人民元建て 債券発行	変化	結果
貨幣供給：ベースマネー	+650億元	+660億元	増分が上昇する	金利が低下し、債券価格は上昇する。貨幣の投機的需要が増え、間接的に実体経済に影響を与える。
貨幣需要	Md	Md+	金利が低下し、貨幣需要は増える	
通貨当局のバランスシート	外貨準備： +100億ドル	外貨準備： +100億ドル	増分は同じ	変わらず

(出所) 筆者作成

図表5 還流状況：海外機関による中国本土の銀行間債券市場への人民元建て投資

	比較ケース	結果
貨幣供給：ベースマネー	+10億元	均衡金利が低下し、債券・株式などの資産価格は上昇する。貨幣需要のうち投機的需要が増え、実体経済に間接的な影響を与える。
貨幣需要	貨幣需要、特に投機的 需要が増える	
通貨当局のバランスシート	変わらず	変わらず

(出所) 筆者作成

析結果をまとめたものが図表 5 である。

5. 中国本土機関の海外からの人民元建て貸付

基準ケース 7：中国本土企業が本土の商業銀行から 10 億元の貸付を受ける。

比較ケース 7：中国本土企業が海外の商業銀行から 10 億元の貸付を受ける。

この過程では、外為市場の需給は影響されず、中国本土の貨幣需要も変化しない。しかし、貨幣供給面の状況は異なる。比較ケースでは、海外から 10 億元の還流により、それに相当するベースマネーが増える。貨幣需要が変わらず、貨幣供給が増えるため、国内金利は低下し、これが貸付需要に直接影響を与える一方、間接的に金融市場の資産価格に影響を与える。この結果は、方向的には RQFII の場合に近い。

VI. 結び及び政策提言

人民元のクロスボーダー移動ルートの分類に基づき、それぞれ中国本土の貨幣の需給、外貨準備に与える影響について分析してきた。すべての分析結果を図表 6 にまとめた。それぞれの影響によって、人民元のクロスボーダー移動ルートは、次の三つのグループにまとめることができる。

一つ目は、輸出、人民元 FDI である。この二つのルートを経由した人民元のクロスボーダー移動は、国内の貨幣需給に影響するだけでなく、外貨準備の増分を減少させる。これにより、中央銀行の外貨資産の割合は低下する。このような人民元のクロスボーダー移動は、政策面で積極的に奨励すべきである。むしろ、取引が実際行われていることが、その前提条件である。

二つ目は、輸入、人民元 ODI、人民元 QDII である。これら取引は、中国本土の貨幣供給に与える影響に限られるが、外貨準備の増加分を上昇させる。この結論について、さらに二つの側面から見る必要がある。まず、この結果は分析の前提に左右される。分析の前提は、中央銀行が為替レート of 安定を維持するため、外為市場に受動的に介入することである。しかし、中央銀行が外為市場の需給で人民元レートを決めることを容認する場合、この種類の人民元のクロスボーダー移動は外貨準備の増加につながらない。この観点から、人民元レートの形成がより市場の需給を反映するように、人民元の為替制度改革を加速させ、人民元レートの柔軟性を高めるべきである。次に、人民元レートの相対的な安定が通貨当局の重要な目標であるなら、前述したルートを経由した人民元のクロスボーダー移動は外貨準備の増加をもたらすため、通貨当局は、外貨準備

図表 6 人民元のクロスボーダー移動ルートの影響のまとめ

	人民元の流出	人民元の還流	
	輸入 人民元 ODI 人民元 QDII	輸出 人民元 FDI	海外機関による香港での人民元建て債券の発行 海外機関による中国本土の銀行間債券市場への投資の認可 人民元 QFII 中国本土機関の海外からの人民元建て貸付
貨幣の需給	金利は上昇するが、変化は限られる	金利は変わらず	金利が低下し、債券・株式など資産価格は上昇する。貨幣への投機的需要が増え、間接的に实体经济に影響を与える
外貨準備	増分が大きくなる	増分が小さくなる	影響なし
その他	中央銀行の外貨資産の割合が上昇する	中央銀行の外貨資産の割合が低下する	利回りが低下し、債券価格は上昇する

(出所) 筆者作成

備の一層の増加に伴うコストとリスクを考慮する必要がある。

三つ目は、中国本土機関による香港での人民元建て債券の発行、中国本土機関が受ける海外からの人民元建て貸付、海外機関による中国本土の銀行間債券市場への人民元建て投資、銀行間債券などに投資する RQFII である。この種類の人民元のクロスボーダー移動は、中央銀行に外貨資産増加のプレッシャーをもたらさないものの、貨幣の需給に影響を与える。具体的には、海外の人民元の低金利の中国本土への波及と、中国本土の貨幣供給の増加の二つのメカニズムを通じ、中国本土の金融資産価格を上昇させ、利回りを低下させる。同時に、貨幣需要関数における投機的動機が強まり、間接的に実体経済に影響を与える。このように、これらルートを経由して還流される人民元の数量が膨大であれば、中国本土の通貨・金融環境は一定の影響を受けることになる。通貨当局は、細心の注意を払いながら、短期的には限度額による制限を継続しつつ、慎重なスタンスで漸進的に開放していかなければならない。

【参考文献】

- 馮孝忠 (2010) 「人民元国際化の四つの懸念」香港：『蘋果日報』、2010 年 11 月 18 日。
- 張明 (2011) 「人民元国際化：オンショアとオフショアの二つの面に基づいて」、中国社会科学院国際金融研究センター、Working Paper No.2011W09, 2011。
- 王慶 (2011) RMB Internationalisation Roundtable workshop in HK, HKMA, 23 May 2011。
- 何東 (2011) RMB Internationalisation Roundtable workshop in HK, HKMA, 23 May 2011。
- Garber, Peter (2011) “What Currently Drives CNH Market Equilibrium?”, for the Council on Foreign Relations/China Development Research Foundation Workshop on the Internationalisation of the Renminbi, Beijing, Oct 31-Nov 1, 2011。
- 張斌 (2011) 「香港オフショア人民元市場発展の困惑」、RCIF Policy Brief, 2011, 069。
- 馬駿 (2011) 「人民元オフショア市場の発展の中国本土の通貨と金融への影響」『人民元国際化：縁起与発展』、博源基金会編、北京：社会科学文献出版社、2011 年。
- 余永定 (2012) 「現在の人民元レートの変動から見る人民元の国際化」、北京：『国際経済評論』、2012 年第 1 期、18-26 ページ。
- 張斌、徐奇淵 (2012) 「為替レートと資本取引規制の下での人民元国際化」、中国社会科学院世界経済予測と政策シミュレーション実験室、CEEM Working Paper 2012. 002。
- 徐奇淵、劉力臻 (2009) 『人民元国際化の過程における為替レート変化の研究』、北京：中国金融出版社、2009 年。
- Li, Gangqiu (2011) RMB Internationalisation Roundtable workshop in HK, HKMA, 23 May 2011。
- 張穎 (2011) 「還流ルートを徐々に改善し、人民元オフショア市場を活性化する」『財經評述』第 32 号、中銀香港、2011 年。

著者紹介

徐 奇淵 (Xu Qiyuan)

中国社会科学院世界経済政治研究所 副研究員

2008 年東北師範大学経済学博士。一橋大学大学院商学研究科ビジティングフェロー、国際通貨研究所 (IIMA) 客員研究員などを経て現職。

専門は、人民元レート、人民元の国際化、インフレと金融政策、日本経済。

何 帆 (He Fan)

中国社会科学院世界経済政治研究所 副所長

1971 年、河南省生まれ。2000 年中国社会科学院大学院経済学博士。中国社会科学院世界経済政治研究所ポスドクフェローなどを経て現職。同研究所が発行している専門誌『世界経済』の編集部主任を務める。主要著書に『経済グローバル化時代の対外政策』（単著）『人民元レート改革の経済学分析』（共著）などがある。

- ・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