

中国、人民元商圏の拡大加速 域外投資家からマネー流入

「一帯一路」構想をてこに、中国が人民元商圏の拡大を進めてい

さいとう 尚登
（大和総研主席研究員）

中国が「人民元商圏」の拡大に向けて着々と下地作りを進めている。2017年5月、中国人民銀行（中央銀行）は、対ドル基準レートの算出方法を変更した。先立つ4月に行われた米中首脳会談での米中貿易不均衡問題の中で、米側から元安への強い不満が表明された可能性が高く、それを受けての措置と思われる。算出方法は、前日の人民元レートが元安の場合はある程度元高方向に、同様に元高の場合は元安方向になるように作用する要素を基準レート算出の際に加味する形に変わった。

な元高は中国国内への資金流入を促す。域外投資家は外貨換算で為替差益を得ることが可能となり、人民元を保有するインセンティブが高まることにつながるからだ。

国内の債券市場を少しずつ開放していることも投資家が人民元を持つメリットを大きくしている。現在、人民元の運用には、域外の人民元預金や点心債（オフショア市場における人民元建て債券）などオフショア人民元市場での運用と、中国国内の人民元市場での運用の二つの方法がある。後者には、11年12月に導入された、中国域外の機関投資家による人民元を用いた域内金融・証券投資である「RQFII」などがあるが、なかでも14年11月に上海市場・香港市場双方の株式投資を認める「滬港通（上海・香港ストックコネクト）」、16年12月に深圳市場・香港市場の「深港通（深圳・香港ストックコネクト）」が始まったことは大きな意味を持つ。域外投資家は香港のプロロー

經由で売買注文を出すことで、上海株・深圳株の売買ができるようになった。事実上、中国株式市場への自由な参入が可能となったのである。17年7月には、域外金融機関が香港經由で中国の銀行間債券市場で売買ができる「債券通」（ボンドコネクト）がスタートした。債券通は事実上、中国債券市場への域外投資家の自由な参入を認めるものと言える。ボンドコネクト開始以来、中国銀行間市場における域外投資家の債券保有残高が大きく増加した（図1）。中国では金融リスクの低減が重視され、銀行融資以外の形で資金を供給するシャドーバンキング（影の銀行）への規制が強化された結果、市場金利が大きく上昇しており、相対的に高い金利が域外投資家を引き付けたのだろう。

当時でいえば元安に振れにくくするための制度変更だが、対ドル基準レートの算出方法変更を機に15年8月以降進めてきた人民元切り下げによる元安が明確に反転した。マーケットは、中国政府が通貨高を志向していると受け止め、米中貿易不均衡問題が一段とクローズアップされるにつれて、元高は加速した。持続的

のニーズがある。ただし、域外の人民元の借り手にしてみれば、元高局面では外貨換算の元利払い負担は増大することになる。沿線国からは、いずれ元レートの安定化を求める声が大きくなることも予想される。

郭樹清・中国銀行保険監督管理委員会主席は、人民銀行副総裁兼党委員会書記に任命された。易総裁は党委員会副書記である。総裁が副書記、副総裁が書記というのは、中国共産党の人事序列からみると極めて異例な組み合わせだ。この背景には、①総裁は党内序列では郭氏のように中央委員レベルが相当とされるが、易氏は中央委員候補にとどまり、重みに欠けること、②党内では外国での滞在歴が長い人物をあまり重用しない風潮がある一方、易氏の世界、特に米国に向けた顔としての役割を最

大限發揮できるようにしたことなどがあろう。易総裁に求められるのは、マーケットに対して金融・為替政策を丁寧なタイムリーに説明する役割と、金融外交の顔としての役割であろう。一方で、金融改革や人民元の国際化といった政治的判断を伴う政策は、習近平氏やその経済ブレーンである劉鶴氏らのトップダウンで実施される可能性が高い。人民銀行内の改革の旗振り役は人民銀行の郭書記となる。郭氏は、周前総裁らとともに、金融分野の改革派と目される。金融改革も人民元の国際化も主導するのは「一党」という構図がより一層強固になったと言えるだろう。

人民元市場における非居住者による人民元建て債券発行もインフラプロジェクトの重要な資金調達手段になりつつある。16年にはパンダ債の発行が1230億元（2兆1000億円）と前年の100億元（1700億円）から激増するなど（図2）、それなりのボリュームを持ち始めており、日本では三菱東京UFJ銀行当時、みずほ銀行が18年1月にパンダ債を発行した。

人民元商圏の拡大を進めていくために、中国共産党の影響力がより強くなってきた。15年間にわたり人民銀行総裁を務めた「ミスター人民元」とも呼ばれた周小川氏は18年3月の全国人民代表大会（全人代、国会に相当）をもって退任し、後任に

新興国に人民元ニーズ
アジアを中心に発展途上国のインフラ投資でも人民元のニーズは高まっている。中国が進める大規模な対外経済政策「一帯一路（海と陸のシルクロード）」は構想からインフラ整備の段階に入った。関連する金融手段には、アジアインフラ投資銀行（AIIB）、シルクロード基金、政策銀行・商業銀行による（投）融資がある。さらに、パンダ債（中国国内人

しての地位を確固としたものにする可能性が高まる。当然、基軸通貨ドルを有する米国は、ドル離れをよしとはしない。足元で繰り広げられている米中貿易不均衡問題を巡るさまざまな見解は、後から見れば、長期にわたる戦いの火蓋が切られた象徴と見なされるのかもしれない。

ドル沈没

図1 域外投資家の中国債券持ち分は右肩上がり
（億元）
14,000
12,000
10,000
8,000
6,000
4,000
2,000
0
-2,000
-4,000
-6,000
-8,000
-10,000
-12,000
-14,000
2014/7 15/1 7 16/1 7 17/1 7 18/1
（年/月）
（出所）中央国債登記決済有限責任公司、上海清算所より大和総研作成

改革は党主導が鮮明に
人民元商圏の拡大を進めていくために、中国共産党の影響力がより強くなってきた。15年間にわたり人民銀行総裁を務めた「ミスター人民元」とも呼ばれた周小川氏は18年3月の全国人民代表大会（全人代、国会に相当）をもって退任し、後任に

図2 2016年にパンダ債発行額が激増
（億元）
1,400
1,200
1,000
800
600
400
200
0
2005 06 07 08 09 10 11 12 13 14 15 16 17
（年）
（出所）ブルームバーグより大和総研作成

エコノミスト
2018.5.8



債券通（ボンドコネクト）開通式には中国人民銀行の潘功勝副総裁が出席した

Bloomberg

債券通開通儀式

国内の債券市場を少しずつ開放していることも投資家が人民元を持つメリットを大きくしている。現在、人民元の運用には、域外の人民元預金や点心債（オフショア市場における人民元建て債券）などオフショア人民元市場での運用と、中国国内の人民元市場での運用の二つの方法がある。後者には、11年12月に導入された、中国域外の機関投資家による人民元を用いた域内金融・証券投資である「RQFII」などがあるが、なかでも14年11月に上海市場・香港市場双方の株式投資を認める「滬港通（上海・香港ストックコネクト）」、16年12月に深圳市場・香港市場の「深港通（深圳・香港ストックコネクト）」が始まったことは大きな意味を持つ。域外投資家は香港のプロロー

エコノミスト
2018.5.8