

2013年12月26日 全20頁

人民元の国際化とオフショア市場を巡る争奪戦

経済調査部
シニアエコノミスト 齋藤 尚登

[目次]

1. 優先された金融システムの強化・健全化
2. 資本取引自由化の進展度合い
3. 急増する人民元建て貿易決済
4. 人民元建て対内・対外直接投資の解禁
5. 相次ぐ通貨スワップ協定締結の目的
6. 地位高まる香港オフショア人民元市場
7. オフショア人民元市場を巡る争奪戦

【参考①】 注目される深圳市前海への越境人民元貸出とは？

【参考②】 上海自由貿易試験区と人民元の国際化

1. 優先された金融システムの強化・健全化

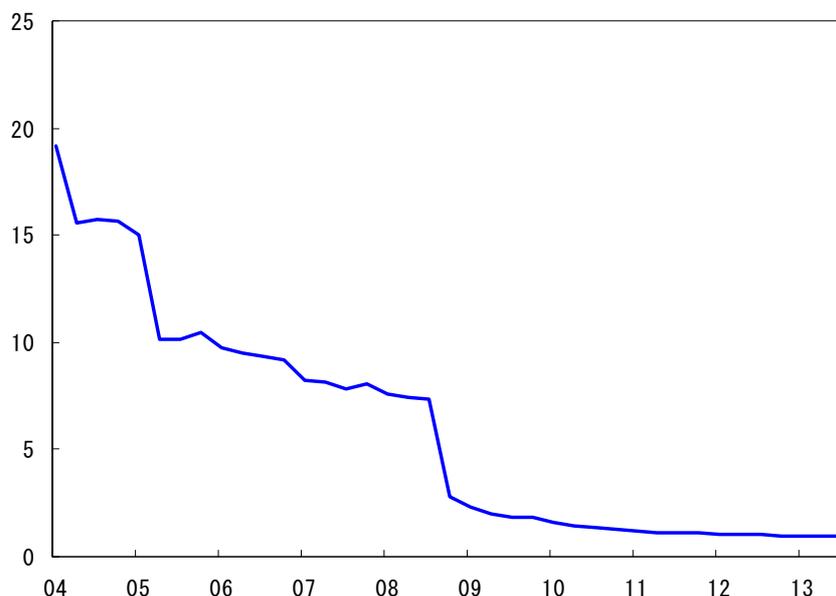
中国は1997年に発生したアジア通貨危機の教訓を強く意識している。その教訓とは、為替レートを事実上固定したまま、資本取引の自由化を推進した場合、投機資金の急激な移動が国内の金融システムや経済・金融政策に大きなダメージを与え得るということである。国際金融のトリレンマでは、自由な資本移動、固定相場制（安定した為替相場）、独立した金融政策の3つの目標は同時に実現することはできず、中国は長期間にわたり、人民元レートの安定ないしはそのコントロールを優先し、自由な資本移動を厳しく制限してきた。そして、資本移動の自由化と（管理）変動相場制への移行を阻んできたのが、脆弱な金融システムの存在であり、中国はまずは金融システムの強化・健全化を最優先で進めてきた。

金融システム健全化の観点で重要なのは、1999年以降の銀行が抱える巨額な不良債権の処理問題であった。中国の四大国有商業銀行は1999年に1.4兆元（GDP比15.6%）の不良債権を金融資産管理会社に移管したが、それでも2000年末の不良債権比率は35%に達していた。その後、中国政府は、四大国有商業銀行への公的資金（外貨準備）の注入、外資導入、株式会社化と内外市場での上場、劣後債の発行などの手段を通じて、不良債権の処理や自己資本比率の引き上げに取り組んだ。

貸出金利の下限引き下げと預金金利の上限引き上げが実施されるまでの、潤沢な預貸スプレッド（貸出金利と預金金利の差）によって、銀行は利益が上がりやすい環境に置かれ、これが不良債権処理の原資となったこともある。

この結果、中国の大手商業銀行の不良債権比率は、2009年9月末以降1%台での推移が続いている。

図表1 大手商業銀行の不良債権比率（単位：%）



（出所）中国人民銀行、中国銀行監督管理委員会より大和総研作成

金利自由化の動き

段階的ではあるが、金利や為替レートの自由化も進展している。

まず、金利の自由化については、「マネーマーケットと債券市場が先、預金と貸出が後」、預金金利と貸出金利については、「貸出が先、預金が後」、「長期と大口が先、短期と小口が後」という原則があり、これに従って、段階的に実施されている。

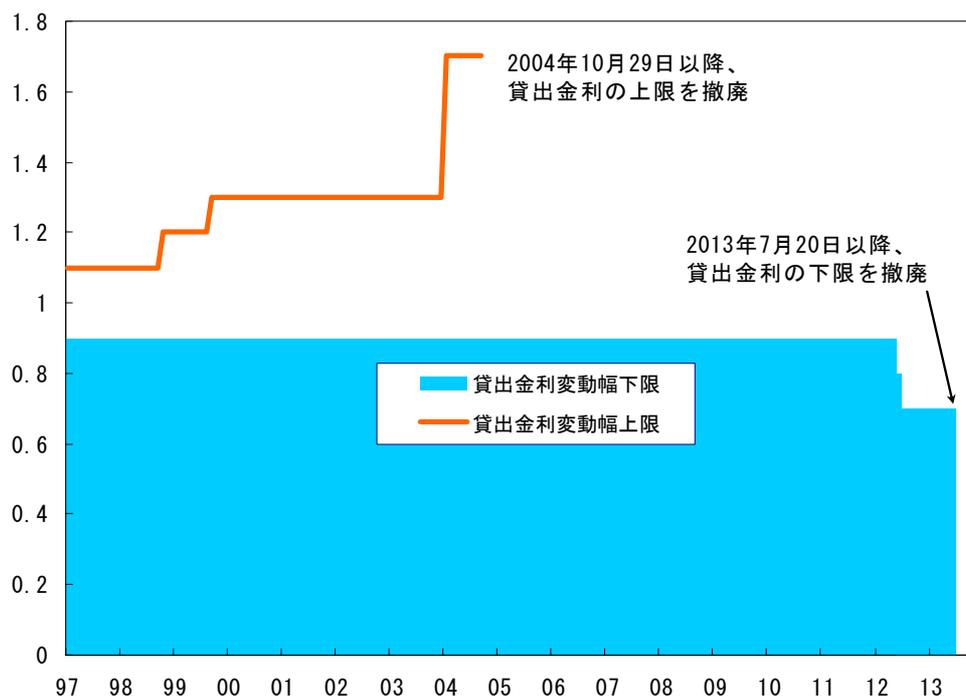
マネーマーケットや債券市場の金利自由化は1990年代に行われた。1996年6月に銀行間コールレート、1997年6月に銀行間債券市場の現物・レポレートが自由化され、1998年9月は入札方式によって金融債（国家開発銀行）が発行され、1999年10月には財政部が国内金融市場で初めて入札方式により国債を発行した。

貸出金利については、変動幅の上限が、1998年10月にそれまで基準金利の1.1倍だったものが1.2倍になり、1999年9月から1.3倍に、2004年1月に1.7倍に拡大された後、2004年10月には上限が撤廃された。銀行にしてみれば、リスクに見合う柔軟な貸出金利の設定が可能になったのである。

変動幅の下限は基準金利の0.9倍という水準が続いたが、2012年6月に0.8倍に、7月には0.7倍に引き下げられた。さらに2013年7月20日以降は、この下限が撤廃されている。

一方、預金金利は長らく固定金利だったが、2004年10月に基準金利を下回る金利設定が可能になり、2012年6月には、上限が基準金利の1.1倍まで引き上げられている。

図表2 貸出金利の規制緩和（単位：倍）



(注) 貸出基準金利に対する倍率

(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

中国の金利自由化の次の一手は、預金金利の上限のさらなる引き上げであろう。しかし、中国には預金保険制度は存在せず、金融機関の破たん処理法なども未整備である。次の一手に進むには、こうした制度的な金融インフラの整備が不可欠であろう。金利自由化は競争原理導入による効率向上を促す一方で、銀行の利鞘縮小につながり得るため、そのタイミングは慎重に計られるとみられる。

為替レートの変動に関する規制緩和

為替レートについては、1997年のアジア通貨危機以降、人民元の変動は厳重に管理され、対米ドルレートは、事実上の固定相場（1米ドル=8.28人民元）になっていた。

その後、2005年7月21日に中国人民銀行は、人民元の為替制度に「市場の需給に基づいて、通貨バスケットを参考に調整する管理フロート制を導入する」ことを決定した。対米ドルレートの1日の変動幅は、当日朝当局が発表する基準レートの±0.3%から、2007年5月に±0.5%に、2012年4月には±1.0%に拡大されている。

2013年11月に開催された中国共産党第18期中央委員会第三回全体会議（三中全会）は、人民元レートの市場化をより完全なものとするとし、マーケットでは人民元の対米ドルレートの変動幅がさらに拡大されるとの思惑が広がっている。当然、自由化に向けた大切なステップとなろうが、これは基準レートに対するその日一日の変動幅が拡大されるにすぎず、当日の終値が翌日の基準レートに反映されるわけではないことには注意が必要である。例えば、当日の終値が朝発表された基準レートに対して1%の元高で引けても、翌日の基準レートは元安に設定することも可能であり、基準レートの決定は当局の思惑次第となっている。人民元レートの市場化が大きく進展したとの判断は、その日の終値が翌日の基準レートにきちんと反映されるか、あるいは「基準レート」制度そのものが撤廃されてからとなろう。

2. 資本取引自由化の進展度合い

中国は1996年12月にIMF8条国¹に移行し、經常取引の制限を原則として撤廃した。それから17年が経過したが、資本取引の自由化については一部が実現したにとどまっている。

2011年のIMF（国際通貨基金）のレポートによると、中国の資本取引は、①非居住者による国内のマネーマーケット、投資信託市場への参入やデリバティブ取引に関連する4項目が厳格に規制されている、②債券・株式・不動産取引、個人の資本取引などに関連する22項目では部分的な自由化しか認められていないなど、40項目中26項目で自由化が全く実現していないか、部分的に実現しているにとどまる。

¹ IMF協定第8条では、国際収支の悪化を理由に、為替取引の制限をしないことを規定している。IMF8条国とはこの規定を受け入れた国のこと。ちなみに、日本は1964年にIMF8条国に移行した。

図表3 中国の資本取引自由化の進展度合い（単位：項目）

	厳格に規制	部分的に自由化	基本的に自由化	完全に自由化	計
資本市場・マネーマーケットでの取引	2	10	4		16
デリバティブおよびその他取引	2	2			4
預貸取引		1	5		6
直接投資		1	1		2
直接投資の清算			1		1
不動産取引		2	1		3
個人の資本取引		6	2		8
計	4	22	14		40

（出所）Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (IMF) より大和総研作成

資本取引自由化のロードマップ

中国政府は、公式には資本取引自由化のスケジュール表は存在しないとしている。ただ、そうしたなか、2012年2月に、中国人民銀行調査統計司が「中国の資本取引の開放を加速する条件は基本的に熟した」と題するレポートを発表し、今後の資本取引自由化について、3段階に分けた長期戦略を提案した。国務院（内閣）や人民銀行の正式な文書ではないが、当局が資本取引自由化に向けたロードマップを初めて示したものとして、大いに注目された。

同レポートは自由化の原則として、「先に中国への流入・後に中国からの流出」、「先に長期取引・後に短期取引」、「先に直接投資・後に証券投資」、「先に機関投資家・後に個人投資家」、「先に発行市場・後に流通市場」、「先に非居住者による国内取引・後に居住者による海外取引」という順番を挙げている。これを見てわかるのは、まずはリスクが小さい分野から着手し、後にリスクが大きい分野に踏み込む戦略だということである。

そして、同レポートは、不動産・株式・債券取引の規制緩和を一定程度行った段階で、中国の資本取引の自由化は基本的に実現するとしている。一方、デリバティブや個人投資家の資本取引などは、監督管理が難しく、リスクも大きいため、「長期」を超えた「将来」の検討項目と位置付けられている。投機性が極めて強い短期外債の項目は長期的にも自由化は想定されていない。

図表4 資本取引自由化のロードマップ

資本項目	リスクなど	期間
直接投資およびその清算	投資実需と相関、低リスク	短期（1年～3年）
商業取引に関する預金・貸出	貿易実需と相関、低リスク	中期（3年～5年）
不動産取引	経済需要と相関、中リスク	長期（5年～10年）
株式		
債券		
マネーマーケット	デリバティブの需要、リスク大	将来の検討項目
資本取引に関係ない金融機関の預金・貸出		
個人投資家の資本取引		
ファンド・投信		
担保貸出・保証貸出		
デリバティブおよびその他	監督難、リスク大	

（注）中国人民銀行調査統計司のレポートでは、色分けの部分が終了した段階で、資本取引の自由化は基本的に実現したとみなすとしている

（出所）中国人民銀行調査統計司レポート（2012年2月）により大和総研作成

3. 急増する人民元建て貿易決済

人民元の自由化・国際化のきっかけは世界金融危機

人民元が国際化される前は、海外における人民元取引は厳しく制限され、人民元の流通は、国境周辺の自然発生的な人民元圏と香港・マカオを例外に、基本的には中国国内にとどまっていた。このため、非居住者が人民元で貿易取引を行なったり、資金を運用することはできなかった。

中国が人民元の国際化を本格的に推進するようになったのは、2008年以降の世界金融危機によって、米ドルやユーロなど主要通貨の為替レートが大きく変動し、米ドルに過度に依存することのリスクが表面化したことが、きっかけである。世界金融危機の影響により、基軸通貨である米ドルへの信認が一時的にせよ低下するなか、周辺国・地域との人民元建て貿易決済を進めて、中国企業の為替変動リスクを低減すること、さらには米ドルへの過度の依存から脱却することも中国が人民元の国際化を進める大きな理由となった。経済規模や貿易額がこれだけ大きくなるなか、中国政府に人民元をそれにふさわしい国際的地位に引き上げたいとの希望があることは言うまでもない。さらに、既述のように、国内金融システムの強化・健全化に目処が付き、為替レートに関する規制緩和が一定程度進んで、人民元の国際化を進めるための準備が整ったこともあった。

人民元建て貿易決済の広がり

こうしたなか、2008年12月24日の国務院常務会議は、広東省・長江デルタ地域（上海市、江蘇省、浙江省）と香港・マカオ間の貿易取引、広西チワン族自治区・雲南省とASEAN間の貿易取引について、人民元建て貿易決済を試験的に導入することを決定した。2009年4月8日の国務院常務会議では、上海市と広東省の4都市（広州市、深圳市、珠海市、東莞市）の計5都市を選定して、人民元建て貿易決済のテストを開始することを決めている。

人民元建て貿易取引が本格的にスタートしたのは、2009年7月1日付けで、中国人民銀行などの6部門が「クロスボーダー貿易人民元決済試行管理方法」および関連細則を発表したことによる。日本が円建ての貿易決済を認めたのは1960年であり、中国は49年遅れでその後を追っていることになるわけだが、その後のスピード感は目を見張るものがある。もっとも、当初は輸出テスト企業が365社に限定されていたこともあり、2009年の人民元建て決済額は35.8億元にとどまっていた。

その後、2010年6月22日に、中国は、①テスト地域を12省、4自治区、4直轄市に拡大、②貿易相手国・地域を全ての国・地域に拡大、③対象取引をそれまでの貨物取引のみから經常取引全般に拡大、④輸入貨物貿易およびサービス貿易、その他の經常項目の決済については、国内対象地域内の企業の全てに開放（輸出貨物貿易は、引き続き輸出テスト企業に限定）、といった規制緩和措置を取った。2010年12月には、輸出テスト企業が365社から6万7,724社に拡大されている。この結果、人民元建て貿易決済規模が急速に拡大し、2010年の人民元建て決済

額は5,348億元となった。

さらに、2011年8月24日にテスト地域が全国に拡大され、2012年3月2日には、人民元建て貿易決済が輸出入経営資格を持つ全ての企業に拡大されている。これによって、中国国内の人民元建て貿易決済は中国国内の全ての貿易企業に認められるようになったのである。

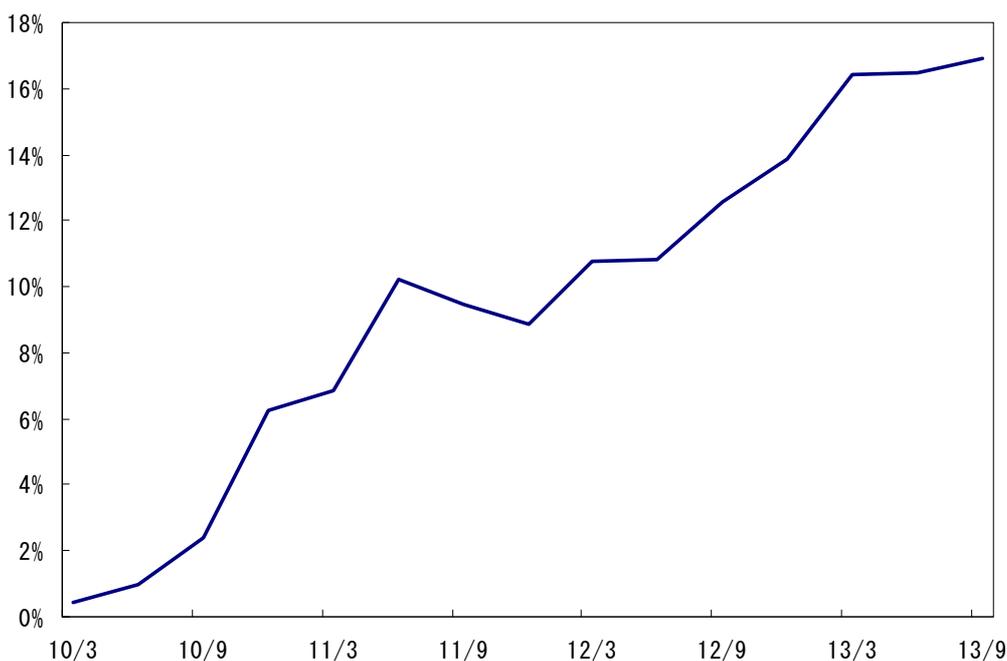
2011年と2012年の人民元建て貿易決済金額は、それぞれ2兆800億元、2兆9,465億元となり、貿易総額に占める割合は、それぞれ8.9%、12.1%に上昇した。2013年1月～11月の人民元建て貿易決済金額は4兆517億元で、貿易総額に占める割合は17.3%まで上昇している。

図表5 人民元貿易決済に関する規制緩和

2009/7/1	<ul style="list-style-type: none"> 中国の5都市（上海市、広東省広州市、深圳市、珠海市、東莞市）と香港、マカオ、ASEANとの間で、当局に認定されたテスト輸出企業による人民元貿易決済を解禁 テスト輸出企業365社を認定。2009年の人民元貿易決済額は35.8億元
2010/6/22	<ul style="list-style-type: none"> 中国の12省（広東省、遼寧省、吉林省、黒龍江省、江蘇省、浙江省、福建省、山東省、湖北省、海南省、四川省、雲南省）、4自治区（内モンゴル自治区、広西チワン族自治区、新疆ウイグル自治区、チベット自治区）、4直轄市（北京市、天津市、上海市、重慶市）に人民元貿易決済を解禁。全ての国・地域との経常取引に拡大 輸入貨物貿易、サービス貿易、その他の経常項目の決済を国内対象地域内の全ての企業に開放
2010/12	<ul style="list-style-type: none"> テスト輸出企業は67,724社に拡大。2010年の人民元貿易決済額は5,348億元
2011/8/24	<ul style="list-style-type: none"> 中国の10省（河北省、山西省、安徽省、江西省、河南省、湖南省、貴州省、陝西省、甘肅省、青海省）、1自治区（寧夏回族自治区）を追加、試行地域は全国に拡大 輸出貨物貿易については、従来通り政府の選定を受けたテスト輸出企業に限定 2011年の人民元貿易決済額は2兆800億元
2012/3/2	<ul style="list-style-type: none"> 人民元貿易決済を全ての輸出入経営資格を有する企業に拡大 2012年の人民元貿易決済額は2兆9,465億元

（出所）中国人民銀行より大和総研作成

図表6 貿易総額に占める人民元決済の割合（単位：％）



（出所）中国通関統計、中国人民銀行より大和総研作成

人民元の貿易決済は、中国の輸入決済（相手国・地域の輸出決済）で使用されるのが全体の8割～9割程度と圧倒的に多くなっているのが特徴である。元高傾向が続くなか、相手国・地域の輸出企業が人民元を受け取れば、為替差益が享受できるためである。

国・地域別には香港の輸出決済（中国の輸入決済）が全体の大多数を占め、これが、香港の人民元オフショアセンターとしての地位強化に結びついている。後述するように、香港では、人民元建て預金や人民元建て債券の発行、香港の人民元を中国の証券市場に投資する RQFII（Renminbi Qualified Foreign Institutional Investors）の導入など、人民元の運用手段が拡充されている。

4. 人民元建て対内・対外直接投資の解禁

人民元建ての対内直接投資

中国は既に、人民元建ての貿易決済だけでなく、人民元を使用した対内直接投資（域外から中国への直接投資）や対外直接投資（中国から域外への直接投資）も解禁している。

商務部は2011年10月12日付で「クロスボーダー人民元による直接投資関連問題に関する通知」を、中国人民銀行は2011年10月13日付で「外商直接投資人民元決済業務管理方法」を公表した（それぞれ同日発効）。これによって、域外の投資家は、合法的に取得した域外人民元を原資に、人民元で中国国内に直接投資を行うことができるようになった。ただし、対内直接投資を名目に、有価証券や金融デリバティブ商品への投資、委託貸出を行うことなどは禁止されている。

ちなみに、域外人民元とは、①域外の投資家がクロスボーダー人民元建て貿易決済で取得した人民元、②中国国内で取得し、かつ域外に送金した人民元利益、持分譲渡・減資・清算・前倒しの投資回収で取得した人民元、③域外の投資家が域外で人民元建て債券や株式を発行するなどして、合法的に取得した人民元、のことである。

中国人民銀行によると、2011年の人民元建て対内直接投資は907億元、2012年は2,510億元（399億米ドル）、2013年1月～11月は3,497億元（570億米ドル）となっている。中国が海外から受け入れた直接投資額は、2012年は1,117億米ドル、2013年1月～11月が1,055億米ドルであり、人民元投資の割合は、2012年は35.7%、2013年1月～11月は54.0%となる計算である。域外人民元の多くは香港で保有されており、香港から中国への直接投資が多くを占めると考えられる。

人民元建ての対外直接投資

次に、人民元建ての対外直接投資について、外貨準備が急速に積み上がってきた中国では、資源・エネルギーを確保する必要もあり、域外への直接投資に積極的に取り組んできた。これ

を「走出去」（外に打って出る）政策といい、この「走出去」を人民元建てで行おうという動きがみられるようになっている。

中国人民銀行が 2011 年 1 月 13 日付で発表した「海外直接投資の人民元決済試行管理方法」によると、①人民元貿易決済のテスト地域（現在は全国に拡大）の非金融企業は、人民元建てで対外直接投資を行うことができる、②これらの企業は海外直接投資により得た利益を人民元建てで国内に送金することができる、③域内銀行は、これら企業の直接投資先である企業・プロジェクトに対して、人民元建てで融資を行うことができる、ことになった。

中国人民銀行によると、人民元建て海外直接投資額は、2011 年は 202 億元、2012 年は 292 億元（46 億米ドル）、2013 年 1 月～11 月は 662 億元（108 億米ドル）と、2013 年に入って規模は拡大している。中国から海外への直接投資額（非金融）は、2012 年は 772 億米ドル、2013 年 1 月～11 月が 802 億米ドルであり、人民元投資の割合は、2012 年は 6.0%、2013 年 1 月～11 月は 13.5%となる計算である。同時期の対内直接投資の人民元の割合が、それぞれ 35.7%、54.0%だったことからすると、人民元の使用は低水準にとどまっているといえる。中国から域外への直接投資は資源・エネルギーの獲得を狙ったものが多いが、それらの国々で人民元の流通や調達・運用手段が整備されていないことなどが、海外直接投資における人民元の使い勝手の悪さにつながっている。

5. 相次ぐ通貨スワップ協定締結の目的

通貨スワップ協定とは、国や地域が、自分たちの外貨準備を使って、協定相手国（地域）と相互に通貨を融通することを取り決めた協定である。

中国人民銀行は、2008 年 12 月以降、各国・地域の中央銀行や通貨当局との間で人民元建ての通貨スワップ協定を締結。2013 年 11 月末時点では、23 ヶ国・地域の中央銀行・通貨当局との間で、合計 2 兆 4,782 億元（通貨スワップ協定が終了したベラルーシ、アルゼンチンを含まない）の通貨スワップ協定を締結している。当初は中国の周辺アジア国・地域、それに資源国との通貨スワップ協定締結が多かったが、最近では、2012 年 3 月にオーストラリア（2,000 億元）、2013 年 6 月に英国（2,000 億元）、2013 年 10 月には欧州中央銀行（ECB、3,500 億元）など、先進国との協定締結の動きが目立つようになっている。

一般的に、中央銀行間の通貨スワップ協定は、短期流動性の問題が発生し、いわゆる通貨危機に陥った場合などに備え、金融システムの安定維持・回復を目的に締結される。これに対し、中国人民銀行が締結している人民元建て通貨スワップには、その目的として、短期流動性支援のほか、①貿易決済、②投資決済、③相互通貨の外貨準備化の検討、が掲げられているのが特徴である。そこでは、危機対応だけでなく、貿易・直接投資の相互促進を通じた経済発展が目指されており、さらには貿易・投資の人民元決済や人民元の外貨準備への採用など、人民元の国際化が強く意識されている。

一例を挙げると、2013 年 1 月に、韓国銀行（中央銀行）が、韓国国内 12 行と通貨スワップ資

金の貿易決済支援制度に関する協定を締結。これにより、中国と韓国の企業はそれぞれ自国通貨で貿易決済を行うことができるようになった。

図表7 中国人民銀行が締結した通貨スワップ協定一覧

年月	締結相手	金額（億元）	備考
2008年12月	韓国銀行	1,800	2011年10月に3,600億元に拡大
2009年1月	香港通貨管理局	2,000	2011年11月に4,000億元に拡大
2009年2月	マレーシア国立銀行	800	2012年2月に1,800億元に拡大
2009年3月	ベラルーシ中央銀行	200	終了
2009年3月	インドネシア銀行	1,000	2013年10月に1,000億元
2009年3月	アルゼンチン中央銀行	700	終了
2010年6月	アイスランド中央銀行	35	2013年9月に35億元
2010年7月	シンガポール通貨庁	1,500	2013年3月に3,000億元に拡大
2011年4月	ニュージーランド準備銀行	250	
2011年4月	ウズベキスタン共和国中央銀行	7	
2011年5月	モンゴル銀行	50	2012年3月に100億元に拡大
2011年6月	カザフスタン国立銀行	70	
2011年12月	タイランド銀行	700	
2011年12月	パキスタン国立銀行	100	
2012年1月	アラブ首長国連邦中央銀行	350	
2012年2月	トルコ中央銀行	100	
2012年3月	オーストラリア準備銀行	2,000	
2012年6月	ウクライナ国立銀行	150	
2013年3月	ブラジル中央銀行	1,900	
2013年6月	イングランド銀行	2,000	
2013年9月	ハンガリー国立銀行	100	
2013年9月	アルバニア銀行	20	
2013年10月	欧州中央銀行	3,500	

(注1) 通貨スワップ協定の期間は3年間

(注2) 韓国、香港、マレーシア、ベラルーシ、インドネシア、アルゼンチン、アイスランドとの通貨スワップ協定は1期目が終了。韓国、香港、マレーシアは規模を拡大した上で2期目が開始。インドネシア、アイスランドは同規模で2期目が開始

(注3) モンゴルは通貨スワップ規模を50億元から100億元に、シンガポールは1,500億元から3,000億元に拡大

(出所) 中国人民銀行資料より大和総研作成

銀行間債券市場での運用も可能

通貨スワップは、中国の銀行間債券市場に対する、人民元投資の原資とすることもできるようになっている。

中国人民銀行は、2010年8月17日付で「海外の人民元建て決済銀行など、3類機関²による銀行間債券市場への人民元投資の試行に関する通知」（同日発効）を発表した。これによって、①香港・マカオの人民元決済銀行や貿易人民元決済を行う海外銀行が、人民元建て貿易決済と人民元建て投資業務で取得した人民元を中国の銀行間債券市場で運用すること、②海外の中央銀行・通貨当局が、通貨スワップ協定に基づき取得した人民元を中国本土の銀行間債券市場で

² 3類機関とは、香港・マカオの人民元決済銀行、貿易人民元決済を行う海外銀行、通貨スワップ協定を締結した海外の中央銀行・通貨当局。

運用すること、が認められるようになった。これは、人民元を保有する機関に、人民元を運用する場の一つを提供したものである。

以上のような人民元建ての貿易決済、対内直接投資、対外直接投資の導入、さらには相次ぐ通貨スワップ協定の締結などの効果により、人民元の為替取引も大きく増加している。BIS（国際決済銀行）の外国為替取引通貨別シェア³をみると、人民元のシェアは2010年4月の0.9%から2013年4月には2.2%に上昇した。順位は17位から9位にジャンプアップし、ニュージーランドドルやスウェーデンクローネを上回っている。

図表8 外国為替取引の通貨別シェア（単位：％）

通貨	1998	2001	2004	2007	2010	2013
米ドル	86.8	89.9	88.0	85.6	84.9	87.0
ユーロ	—	37.9	37.4	37.0	39.1	33.4
日本円	21.7	23.5	20.8	17.2	19.0	23.0
ポンド	11.0	13.0	16.5	14.9	12.9	11.8
豪ドル	3.0	4.3	6.0	6.6	7.6	8.6
スイスフラン	7.1	6.0	6.0	6.8	6.3	5.2
カナダドル	3.5	4.5	4.2	4.3	5.3	4.6
メキシコペソ	0.5	0.8	1.1	1.3	1.3	2.5
人民元	0.0	0.0	0.1	0.5	0.9	2.2
ニュージーランドドル	0.2	0.6	1.1	1.9	1.6	2.0
スウェーデンクローネ	0.3	2.5	2.2	2.7	2.2	1.8
ロシアルーブル	0.3	0.3	0.6	0.7	0.9	1.6
香港ドル	1.0	2.2	1.8	2.7	2.4	1.4
ノルウェークローネ	0.2	1.5	1.4	2.1	1.3	1.4
シンガポールドル	1.1	1.1	0.9	1.2	1.4	1.4
トルコリラ	—	0.0	0.1	0.2	0.7	1.3
韓国ウォン	0.2	0.8	1.1	1.2	1.5	1.2
その他を含む合計	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0

（注1）外国為替取引は直物、先物、為替スワップの合計。2010年は通貨スワップと通貨オプションを含む

（注2）1取引は2通貨の交換なので、合計は200%となる

（注3）3年毎の調査であり、データは4月月間

（出所）国際決済銀行 Foreign exchange turnover in April 2013 より大和総研作成

6. 地位高まる香港オフショア人民元市場

人民元の運用には、オフショア人民元市場での運用と、域外で保有されている人民元の中国本土での運用という2つのルートがある。前者のオフショア人民元市場で圧倒的なシェアを有するのが香港である。既述したように、人民元の貿易決済では、香港の輸出決済（中国の輸入決済）で使用されるのが大多数を占め、これが香港の人民元オフショア市場としての地位強化に結びついている。このほか、米ドルにペッグ（釘付け）されている香港ドルは基軸通貨米ドルに対する変動性が極めて低く、このことが香港ドルの米ドルに対する計算可能性を高めていることもある。

³ 1取引は2通貨の交換なので、合計は200%となる。

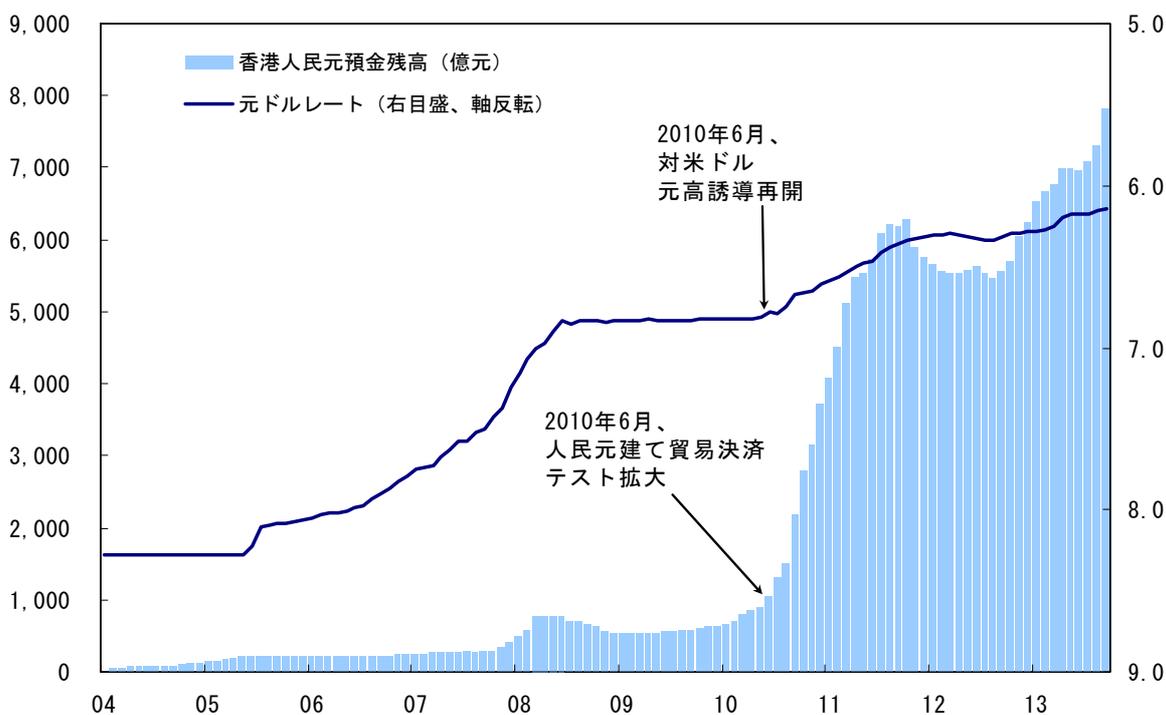
香港の人民元建て預金

香港では、2004年2月に人民元建て預金が導入された。香港の人民元建て預金が急増したのは2010年後半から2011年11月にかけてであり、これは、①世界金融危機による輸出低迷への対応策として2008年7月中旬から2010年6月中旬まで事実上ストップしていた元高誘導が再開されたこと、②人民元建て貿易決済のテスト地域が大きく拡大され、香港が保有する人民元が急増したこと、が理由である。

香港の人民元建て預金残高は2011年11月をピークに、いったん減少した。これは、中国本土への人民元の還流ルートが増えたこと（後述する点心債やRQFIIなど）や、元高期待が後退したことなどによる。こうしたなか、香港金融管理局は2012年8月1日より、香港の銀行が非居住者に対して人民元建て預金口座を開設し、人民元業務を提供するという新たな規制緩和策を打ち出した。香港居住者はオンショア（CNY）で1日あたりに購入できる人民元は2万元が上限であるが、非居住者はオフショア（CNH）での人民元購入に制限はない。

香港金融管理局によると、2012年末の香港の人民元建て預金残高は6,030億元と、香港の預金残高の9.0%を占め、2013年10月末時点では、同7,816億元、香港の預金残高に占める割合は11.0%に上昇している。ここもとの人民元預金の増加は、①非居住者の人民元預金に対する規制緩和、②米ドル金利に連動した香港ドル建て預金金利の低下、③人民元高の進行、により、人民元預金への選好が高まったためである。

図表9 香港の人民元預金残高と元ドルレート（軸反転）の推移（単位：億元、元）



(注) 元ドルレートは軸を反転しているの上方ほど元高

(出所) 香港金融管理局より大和総研作成

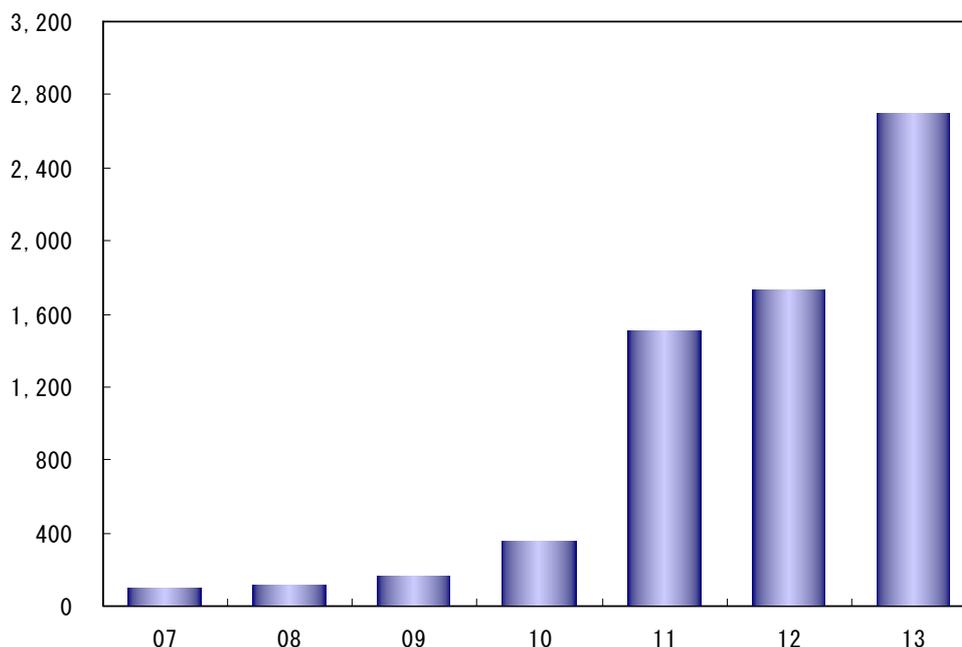
香港における人民元建て債券の発行

香港で発行される人民元建て債券も、人民元の運用手段として、その存在が大きくなっている。2007年6月8日の「域内金融機関の香港における人民元建て債券発行の管理暫定方法」の発効により、香港における人民元建て債券の発行が解禁された。香港で発行・流通している人民元建て債券は点心債（Dim Sum Bond）と呼ばれる。当初は政策銀行や国有銀行が起債主体であったが、その後、外資系銀行の中国現地法人、中国財政部（国債）が人民元建て債券を発行。2010年8月にマクドナルドが初の外資系企業として、2011年11月には上海宝钢集団が中国国内の非金融機関として初めて香港で人民元建て債券を発行した。

ちなみに、日本企業では、オリックス、三菱UFJリース、東京センチュリーリース、三井住友ファイナンス&リース、三井物産、日立キャピタルなどが香港で人民元建て債券の起債を行っている（2013年11月末現在）。

香港における人民元建て債券発行額は2010年の357億元から2011年は1,505億元、2012年は1,733億元、2013年は12月24日までで2,698億元と急拡大している。

図表 10 香港における人民元建て債券発行額（単位：億元）



（注）2013年は12月24日時点

（出所）ブルームバーグより大和総研作成

RQFIIによる中国本土への金融・証券投資

さらなる人民元の運用手段として注目されているのが、中国域外で保有されている人民元を中国の金融・証券市場に投資するRQFII（Renminbi Qualified Foreign Institutional Investors、「適格域外機関投資家による人民元域内証券金融投資」）である。

RQFII は 2011 年 12 月にスタートした。それ以前からあった QFII (Qualified Foreign Institutional Investors、適格域外機関投資家による域内証券金融投資) が、域外から持ち込まれた外貨を人民元に両替して中国の金融・証券市場に投資するのに対し、RQFII は中国域外で保有されている人民元をそのまま中国の金融・証券市場に投資する点が異なる。

RQFII の投資主体は、当初は、中国本土のファンド管理会社・証券会社の香港子会社に限定されていた。当初の投資上限枠は 200 億元で、80%以上を債券など固定収益商品に投資するとされたが、その後、RQFII の上限枠は、2012 年 4 月に 700 億元、2012 年 11 月には 2,700 億元へ拡大されている。

2012 年 4 月以降は、香港証券取引所に上場される人民元建 A 株上場投信 (ETF) の発行にも利用可能とされ、2013 年 3 月以降は、投資額の 80%以上を債券など固定収益商品に投資するとの規制は適用されなくなった。現在、RQFII が投資可能な中国国内人民元建て証券資産は、①取引所上場株式 (含む新株発行・増資・割当増資)、②上場債券、③証券投資ファンド、④上場ワラント、⑤中国証券監督管理委員会や中国人民銀行が認めるその他の金融商品である。

RQFII の投資主体は、2013 年 3 月以降、従来の中国本土のファンド管理会社・証券会社の香港子会社に加え、中国本土の商業銀行・保険会社などの香港子会社と、香港で登記・経営されている金融機関に拡大された。

2013 年 11 月末時点で、累計 57 社の金融機関に RQFII 資格が認められ、そのうちの 50 社 (中国本土のファンド管理会社 16 社、証券会社の香港子会社 14 社、商業銀行・保険会社の香港子会社を含むその他金融機関 20 社) に合計 1,446 億元の投資枠が与えられている。

RQFII は香港以外にも拡大されることが既に決まっている。中国証券監督管理委員会、中国人民銀行、国家外貨管理局は 2013 年 7 月 12 日に RQFII のテスト地域として、台湾、シンガポール、ロンドンを加える方針を正式に発表。当局は新規増加投資枠として、台湾に 1,000 億元、シンガポールに 500 億元、ロンドンに 800 億元の RQFII 投資枠を付与することを決定している。RQFII の上限枠は従来の 2,700 億元から 5,000 億元に拡大したことになる。

7. オフショア人民元市場を巡る争奪戦

人民元の自由化・国際化と日本

人民元の自由化・国際化は、日本企業の収益拡大や「円の国際化」にもメリットがある。

2011 年 12 月の日中首脳会談で、両国は金融協力の促進で合意した。その内容は、①日中間のクロスボーダー取引における円・人民元の利用促進、②円・人民元の直接取引市場の発展支援、③円建て・人民元建て債券市場の健全な発展支援、④海外市場での円建て・人民元建て金融商品・サービスの民間部門による発展促進、⑤日中金融市場発展のための合同作業部会の設置、である。

また、この日中首脳会談では、日本政府による中国国債の購入についても合意しており、中

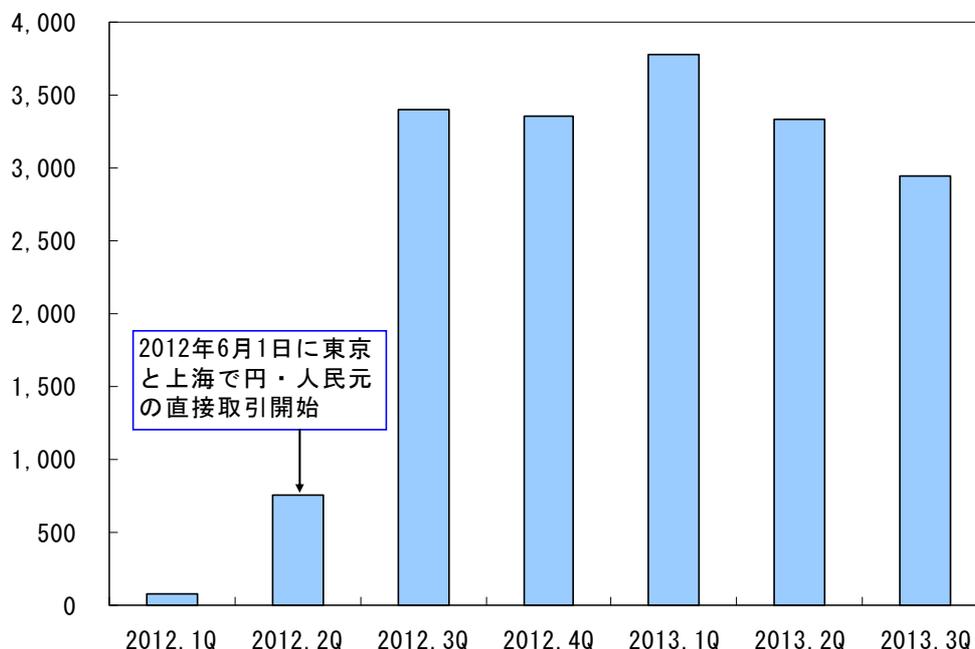
国当局は2012年3月、650億元の運用枠を認可した。しかし、2012年9月以降の日中関係悪化により、現在に至るまで、日本政府による中国国債購入は実現していない。

円・人民元の直接取引の開始

日中金融協力の一環として、2012年6月1日には、東京と上海の銀行間外国為替市場で、円と人民元の直接取引が開始された。それまで、円と人民元は、直接取引することができず、企業が円・人民元取引を行うには、まずは円を米ドルにしたうえで、それを人民元にするという2つの取引を行わなければならなかった。それが、円と人民元をじかに取引できるようになったのである。直接取引が一定の厚みを持つようになれば、取引コストは低下する。

中国の大手商業銀行の人民元為替売買の対顧客スプレッドは、中間値に対して香港ドルとマカオパタカは0.19%、取引で圧倒的なシェアを有する米ドルは0.2%であり、その他の通貨は0.4%となっているが、円・人民元の直接取引が始まってからは、円は0.35%のスプレッドが適用されている⁴。中国人民銀行貨幣政策執行報告によると、中国（上海）外国為替取引センターでの円・人民元取引は、2012年1月～3月の77.2億元から2012年7月～9月には3,398.0億元へと急増している。

図表 11 中国（上海）外国為替取引センターでの円・人民元取引（単位：億元）



(出所) 中国人民銀行「貨幣政策執行報告」より大和総研作成

日本の財務省貿易統計によると、2012年の日中貿易は26兆5,479億円（日本の輸出は11兆5,091億円、輸入は15兆388億円）と、中国は日本にとって最大の貿易相手国である。こうし

⁴ 豪ドルも人民元との直接取引が始まった2013年4月以降、中間値から0.35%のスプレッドが適用されている。

たなか、日中間の貿易決済は半分以上が米ドル建て、円建てが3割～4割、人民元建ては1%未満とされている。こうした状況を鑑みれば、今後、取引拡大の余地は大きいといえよう。

この他、中国は2013年4月10日に、上海の銀行間外国為替市場で、人民元と豪ドルの直接取引を開始している。オーストラリアにとって中国は最大の貿易相手国であり、豪ドルは、米ドル、日本円に続いて人民元と直接取引できる3番目の通貨となった。オーストラリア準備銀行のロウ副総裁は2013年4月、オーストラリアの外貨準備の5%程度を中国国債に投資する旨を表明している。

ちなみに、中国（上海）外国為替取引センターの通貨別取引額シェアをみると、円は、2012年1月～3月の0.1%から2013年7月～9月には4.5%へ、豪ドルは同様に取り扱いがない状態から0.8%へシェアを大きく拡大させている。人民元との直接取引の開始が起爆剤となっている様子がうかがえる。同様に、米ドルのシェアは99.2%から92.8%へ低下しており、使用通貨の多様化がある程度進展しているといえよう。

さらに、中国と英国は、人民元と英ポンド、中国とシンガポールは、人民元とシンガポールドルの直接取引の開始で合意しており、今後の動向が注目されよう。

図表 12 中国（上海）外国為替取引センターの通貨別取引額とシェア（単位：億元、%）

	米ドル	円	ユーロ	豪ドル	香港ドル	英ポンド	露ルーブル	リングgit	加ドル	バーツ	合計
2012.10	54,578.4	77.2	147.0	—	183.7	21.6	6.2	2.5	—	12.5	55,029.1
シェア	99.2	0.1	0.3	—	0.3	0.0	0.0	0.0	—	0.0	100.0
2013.3Q	60,399.7	2,944.6	794.3	548.7	287.6	58.9	15.4	2.6	1.4	0.3	65,053.5
シェア	92.8	4.5	1.2	0.8	0.4	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	100.0

（出所）中国（上海）外国為替取引センターより大和総研作成

「円の国際化」につながる可能性

これから東京市場において人民元の流動性を増やしていくには、日中貿易における円・人民元決済の拡大以外に、日本銀行と中国人民銀行の間で通貨スワップ協定を締結し、東京市場に人民元を供給することなども考えられよう。同時に、人民元を調達・運用できる人民元オフショア市場の発展も不可欠である。

円・人民元の直接取引が拡大し、東京市場での人民元オフショア市場が厚みを持つようになれば、取引コストや為替リスクのさらなる低下、資金調達・運用手段の拡大など、日本企業にもメリットがもたらされる。さらに、円の利用拡大、金融商品・サービスの多様化・拡大は、日本の金融機関の収益機会の増大や円のプレゼンス向上など、東京の金融市場の活性化につながる可能性がある。日本としては、人民元の国際化による円の地位低下を懸念するのではなく、これを如何にして日本企業の収益拡大や「円の国際化」の進展につなげていくかが重要であろう。

オフショア人民元の争奪戦

オフショア人民元市場については、香港は別格にしても、ロンドン、台湾、マカオ、ルクセンブルクなどが既に名乗りを上げ、今後の急拡大が想定されるオフショア人民元業務を巡り、まさに争奪戦の様相を呈している。

ロンドンは外国為替取引やクロスボーダー人民元決済において、中国、香港に次ぐ地位を占めている。SWIFTによれば、2013年8月の人民元の外為取引は世界の1.5%を占め、世界第8位となったが、中国と香港を除いた場合、その62%が英国で占められている。その一方で、人民元貿易決済や投融資では台湾、シンガポール、ルクセンブルク、マカオの後塵を拝しているのが、現状である。

こうした中、ロンドンではオフショア人民元市場としての地位向上を目指した取り組みを本格化している。2012年1月に、英国のオズボーン財務相が香港を訪問し、香港金融管理局との間でロンドン・香港間のオフショア人民元業務に関する民間共同フォーラムの設置で合意。香港とロンドンとの人民元決済における時差の問題を解消するために、香港の人民元為替取引時間を従来の8:30~18:30から5時間延長して8:30~23:30に変更している。さらに、2012年4月には、「ロンドンシティ・オフショア人民元業務センター計画」がスタートし⁵、ロンドンを人民元業務の西のハブとし、国際貿易と投資における人民元の使用割合を高めるとしている。

一連の動きの中で、とりわけ注目されたのは、2013年10月の第5回中英経済金融対話での様々な合意や政策発表である。

2013年10月15日に、第5回中英経済金融対話が中国の馬凱副首相と英国のオズボーン財務相の共同主催のもと北京で開催された。合意事項のうち人民元の国際化、あるいはオフショア人民元市場としてのロンドンの地位向上につながり得るのは、①人民元と英ポンドの通貨スワップ協定締結の有効活用を促進する（2013年6月に2,000億元、200億ポンド）。これにより両国の貿易の発展や、中国国内とロンドンのオフショア人民元市場の金融安定をサポートし、ロンドンの最も重要なグローバル人民元取引センターとしての地位を強固にする、②英国の規制当局は英国でリテール業務を行う中国の銀行が支店を開設することを認める。これにより、中国資本の銀行の資本効率と流動性効率を高め、両国の経済貿易交流のためのサービスを強化する、③ロンドンのオフショア人民元市場の発展をサポートし、英国財務省と香港金融管理局が強力なパートナーシップを構築する、④ロンドン、その他での決済、清算を通じて、ロンドンのオフショア人民元市場の流動性の維持をサポートする、⑤中国が英国に対して800億人民元のRQFII投資枠を付与する。ロンドンで人民元建て投資商品やコモディティ商品の取引を行うことで合意する、⑥中国建設銀行が2012年12月にロンドンで人民元建て債券を発行したことを歓迎し、双方は、さらに多くの中国資本の機関やその他の国際的企業が英国で人民元建て債券を発行することをサポートする、⑦双方はCIPS（クロスボーダー人民元支払いシステム）の発展をサポートする、⑧中国と英国は上海の外国為替取引センターとロンドンのオフショア

⁵ 専門委員会のメンバーは、当初の中国銀行、ドイチェバンク、バークレイズ、HSBC、チャータード銀行の5行から、現在では中国工商銀行、中国農業銀行、中国建設銀行、中国交通銀行、RBS、シティバンク、JPモルガン、オーストラリアニュージーランド銀行の8行が加わり、計13行で構成されている。

人民元市場で、人民元と英ポンドの直接取引を開始することで合意する。

こうした合意を受けて、オズボーン英財務相は、2013年10月15日に、中国工商銀行（ICBC）が近々、人民元建て債券をロンドンで発行することを明らかにし⁶、11月12日には、オフショア人民元市場の流動性を高めるため、ロンドンに拠点を置く決済銀行の設立を検討していることを表明している。

特に、今後重要になってくるのは、中英間の貿易拡大と貿易決済の人民元化の動きである。2012年の中英貿易額は631億米ドルであるが、これを2015年には1,000億米ドルに拡大する意向である。足元で中英貿易の人民元決済は10%未満であるが、2013年6月の通貨スワップ協定の締結により、その比率が上昇する素地は整った。英国で保有される人民元が増加すれば、英国での人民元建て資産運用のニーズが高まり、中国へのRQFIIの原資ともなる。

【参考①】注目される深圳市前海への越境人民元貸出とは？

中国国務院（内閣）は、2010年8月26日、香港との経済協力関係強化策として、「前海深圳・香港現代サービス産業協力区」（以下、前海）の設立を認可した。経済特区・深圳市の西部に位置する前海は、金融、現代物流、情報サービス、科学技術サービスなどの発展を重点に置き、「特区の中の特区」といわれ、2011年から始まった第12次5ヵ年計画でも重点開発地域の一つに掲げられている。

中国人民銀行の深圳市中心支店は、2012年12月27日付けで「前海クロスボーダー人民元貸出管理暫定方法」（同日発効）、2013年1月6日付けで、同暫定方法の実施細則（同日発効）を発表。その内容は、①前海で設立登記し、実際に経営・投資を行う中国企業は、香港で人民元業務を営む銀行から人民元を借り入れることが認められる、②前海クロスボーダー人民元貸出は、国家の政策に合致し、前海の建設と開発に使用する（有価証券やデリバティブ商品への投資、委託貸出、金融財テク商品の購入、非居住目的の不動産購入などに使用してはならない）、③前海クロスボーダー人民元の貸出期限と貸出金利は、貸手・借手双方により、合理的な範囲内で自主的に決定する、④中国人民銀行深圳市中心支店は、前海企業が借り入れた香港オフショア人民元に対して、残高管理を行う、などとなっている。

このうち③の貸出金利について、中国の1年物貸出基準金利は6.0%である。一方、香港では各銀行が独自に貸出金利を決定し、1年物は4.0%～5.0%となっている。香港から前海の企業に貸出を行う場合、香港の金利水準が適用されるので、中国本土より低金利で香港から人民元を調達することが期待できる。

また、外資系企業には「借入額を投資総額と登録資本金の差額の範囲内に制限する」という特有のルールがあるが、前海に進出した外資系企業が香港オフショア人民元を借り入れる場合

⁶ ロンドンではこれが中国の銀行本体として初めての人民元債券発行となる。2012年12月の中国建設銀行の人民元債券発行は同行のロンドン支店による発行だった。ロンドン初の人民元債券発行は2012年4月のHSBCによるもの。

は、この制限を受けない。

前海管理局によると、2012年末時点で、302社に前海への進出が認可され（登録資本金は372.7億元）、うち、中国企業が253社、外資系企業が49社（香港系46社、台湾系2社、米国系1社）となっていた。2013年に入るとこの動きが加速、2013年12月18日付けのチャイナデイリーによると、前海への進出が認可された企業数は3,000社を突破し、そのうち金融機関は6割を占める。

2013年1月28日に、香港で人民元業務を行う中国銀行（香港）、建設銀行、工商銀行、交通銀行、農業銀行、招商銀行、国家開発銀行、スタンダード・チャータード銀行、HSBC、東亜銀行、ハンセン銀行など中国と香港の銀行15行が、合計26のプロジェクトに対して20億元の貸出を行った。これが、香港から中国への初めての人民元貸出（越境人民元貸出）となった。既述の12月18日付けチャイナデイリーによると、これまでの越境人民元貸出申請額は200億元となっている。

この越境人民元貸出は、中国と香港との間の人民元の循環を促進するものであり、人民元の国際化の重要な一歩になることが期待されている。

【参考②】上海自由貿易試験区と人民元の国際化

2013年9月29日に発足した中国（上海）自由貿易試験区は、人民元の資本取引や金利の自由化を先行して行う方針が示され、内外から注目されている。

こうした中、中国人民銀行は2013年12月2日に「中国（上海）自由貿易試験区建設の金融支援に関する意見」を発表した。その骨子は、以下の通りである。

- 自由貿易区内に勤務し、条件を満たす個人は、規定に従い証券投資を含む各種域外投資を行うことができる。
- 自由貿易区内に勤務し、条件を満たす域外の個人は、規定に従い自由貿易区内の金融機関に非居住者用の域内投資口座を開設し、証券投資を含む各種域内投資を行うことができる。
- 自由貿易区内の金融機関と企業は規定に従い上海の証券取引所、先物取引所で投資を行うことができる。
- 自由貿易区内の企業の域外親会社は関係法規に従い域内の資本市場で人民元建て債券を発行できる。
- 自由貿易区内の企業（銀行を除く）は規定に従い域外から外貨・人民元の資金調達を行うことができる。
- 自由貿易区内の条件を満たす企業は規定に従い域外証券投資と域外デリバティブ投資業務を行うことができる。
- 自由貿易区内の金融機関と企業は域外から人民元資金を借り入れることができる。ただし、

その資金で有価証券投資、デリバティブへの投資や委託貸出を行うことはできない。

○条件が整えば、自由貿易区内で金利の市場化（自由化）を行う。

○自由貿易区内で条件を満たす金融機関に大口譲渡性預金証書（CD）の優先発行のテストを行う。

○条件が整えば、一般口座の小口外貨預金金利の上限を緩和する。

このように、いずれの措置も関連規定の発表を待つ必要があったり、条件が整えば、という注釈があり、直ぐに実行に移されるわけではない。今後の規制緩和のスピード感にも注目したい。

以上