

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs
(財)国際通貨研究所

人民元国際化の課題

～鍵を握る人民元相場の弾力化～

(財) 国際通貨研究所
経済調査部 上席研究員
植田 賢司
ueda@iima.or.jp

<要 旨>

- ① 最近の中国政府は、1) 対外貿易人民元決済の試行、2) 香港オフショア人民元市場の整備、3) 非居住者人民元預金の解禁、4) 各国中央銀行との間の通貨スワップ協定締結、など人民元の国際化に向けた積極的な動きを展開している。
- ② これは人民元が国際通貨に向かうための第一歩であるが、最近の動きを総合すると、人民元先高感が強いなかで中国国内の輸出業者が被る為替リスクを人民元決済に変えることで和らげるための対策といった色彩が強い。このことで、趨勢的に上昇するかもしれない輸出企業の生産コストの問題には対処できないが、短期的な為替リスクには対処できる。一方で、非居住者にとって人民元使用の利便性が増すような為替・資本規制という観点からみると、有効な措置はあまり見当たらない。
- ③ 人民元相場先高感が強く、今後の相場の方向性がはっきりしていることは貿易決済における人民元の使用拡大の障害になりうる。人民元決済に移行することによって損失を被るリスクが高いのが輸出側・輸入側のいずれであるかが明らかで、互いに折り合いがつきにくいからである。先高感が後退するほど人民元相場が十分に上昇すれば、こうした障害はなくなる。ただ、そんな

ると、人民元決済によって為替リスクを回避したいという当初の目的を十分に果たせなくなってしまう。

- ④ 中長期的にみると、人民元の国際化を進めるうえでは、為替相場制度の柔軟化や国内金融市場の整備など多くの課題が横たわっている。

<本 文>

人民元の国際化は、2004年に香港で個人向けの人民元業務が解禁された頃は、中国専門家の間だけで取り交わされる言葉であったが、2009年に対外貿易人民元決済が試行されるに及び、にわかに世の中の注目を集め、現在に至っている。

本稿では、最近までの人民元の国際化の動きを包括的に整理したうえで、この動きの背景には人民元相場上昇リスクに対する備えといった側面が強いことと、人民元相場の先高感が続くうちは、そのことが人民元の使用促進の障害になる可能性を指摘する。また、中長期的にみても、人民元の国際化には様々な障害があり、依然として遠い道程であることを示したい。

1. 最近の人民元の国際化に向けた動き

1) 対外貿易人民元決済の進展

対外貿易決済については、以前から人民元を建値とする輸出入契約の締結が認められており¹、例外的に一部辺境地域における貿易決済に関して人民元の使用が認められてきた²。

こうした中、2008年12月、国務院常務会議は広東省及び長江デルタと香港・マカオの間、広西チワン族自治区及び雲南省とASEAN諸国との貿易に関して人民元による決済を試験的に実施すると発表した。2009年4月、国務院常務会議は対外貿易人民元決済を試行する最初の都市として、上海市及び広東省の広州市、シンセン市、珠海市、東莞市を指定。2009年7月には、中国人民銀行など関係部門から通知³が出され、対外貿易人民元決済制度がスタートした。

この時点では、相手方となる海外⁴の企業には制限がなかったが、国内のパイロット地域及び企業が限定され、先ず 365 社のパイロット企業が第一陣の認可

¹ 2003年3月、国家外為管理局『境内機構が対外貿易において人民元を建値通貨とすることの関連問題に関する通知』（匯発[2003]29号）

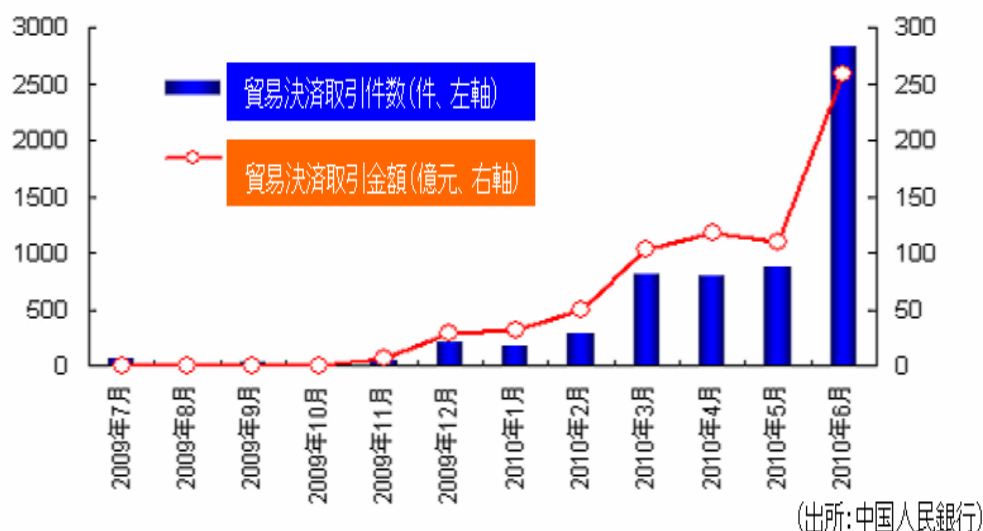
² 2003年9月、国家外為管理局『辺境貿易外貨管理弁法』（匯発[2003]113号）第4条

³ 中国人民銀行・財政部・商務部・税関総署・国家税務総局・中国銀行業監督管理委員会『クロスボーダー貿易人民元決済試行管理弁法』（公告[2009]第10号）。中国人民銀行『クロスボーダー貿易人民元決済試行管理弁法実施細則』（銀発[2009]212号）。

⁴ 本稿では対外貿易の相手方を便宜的に「海外の企業」と呼ぶが、中国本土外の企業を指し、香港・マカオ企業が含まれる。

を取得した。当初具体的なオペレーションが必ずしも明確でなく試行錯誤の状態であったことやそもそも海外企業に人民元資金がなかったこと、支払いを受けた海外企業にとって人民元の運用先がないことなどの課題もあり、利用実績は伸び悩んだが、中国当局の後押しもありその後徐々に件数・金額が伸びていった（図表 1）⁵。対象地域の範囲外ではあるが、日本との間でも個別に制度の利用が行われた⁶。

（図表 1）対外貿易人民元決済件数及び総額の推移



中国当局は試行の結果を検証した上で、試行開始からほぼ1年後の2010年6月、新たな通知を公布した⁷。これにより対象地域を中国国内では20省・自治区・直轄市に拡大し、海外はすべての国・地域に拡大した。また、輸出については対象となる16省・自治区・直轄市において引き続きパイロット企業管理制度が適用されるが、輸入、サービス貿易、その他経常項目下の決済については、上記の20省・自治区・直轄市ですべての企業に対して認められるようになった。適用地域の拡大と規制緩和を通じて、対外貿易人民元決済のさらなる推進が図られている。

以上のように中国が対外貿易人民元決済を積極的に推進する動きは、中長期的に人民元を国際通貨にするための第一歩としては評価できるが、最近の動き

⁵ 中国人民銀行が公表した『2010年第2四半期貨幣政策執行報告』によれば、試行開始から2010年6月末までの累計決済額は706億元に上り、うち中国本土と香港及びシンガポールとの間の決済が最も多く、両者合計で全体の87%を占めた。

⁶ 三菱東京UFJ銀行がインキ最大手のDICの中国法人と日本本社間の貿易取引の人民元決済を扱い、日本と中国の間の貿易で、初めて人民元決済が成立した。(2010年3月25日、日本経済新聞)

⁷ 中国人民銀行・財政部・商務部・税関総署・国家税務総局・中国銀行業監督管理委員会「クロスボーダー貿易人民元決済試行の拡大に関する問題の通知」(銀発[2010]186号)

に絞れば、主に国内の輸出業者の為替リスクを除去し、為替売買に係る諸コストの低減を図ることを目的としているとみられる。その背景には、世界的な金融危機の影響で外需が減退している中で、人民元が上昇すると国内の輸出業者の経営に大きな影響が及び、ひいては国内経済に与える影響が大きいことがあると思われる。こうした見方は後述するいくつかの事実とも符合する。

もちろん、趨勢的に中国の賃金コストが上昇すると予想されるなかでは、それが中国の輸出に及ぼす悪影響は、貿易決済通貨を人民元にしようが外貨にしようが、回避することはできない。しかし、少なくとも輸出契約から輸出決済までの間の為替リスクを被らずに済む。

2) 香港オフショア人民元市場の整備

2004年2月、香港で個人向けの人民元業務が解禁され、香港IDカード保有者は銀行で人民元口座を開設し人民元を保有できるようになった。また、香港ドルから人民元への両替も一定限度額の範囲内で認められた（現金の両替の場合1回当たりの限度額は2万元。人民元口座保有者が、香港ドルを人民元に交換（人民元転）して口座へ入金する場合の1日当たり限度額は2万元）。2005年11月には、第二弾として7業種を対象に法人向けにも人民元預金業務を解禁した（但し、人民元転は認めていない）。そして、2009年7月には、上述のとおり中国本土のパイロット地域、企業との間の貿易で人民元決済が行われるようになった。香港金融管理局の統計によると、これらの措置に伴い、2010年6月末時点で香港の人民元預金残高は897億元となっている。

2010年7月19日、中国人民銀行と香港金融管理局は香港における人民元業務の新たな拡大に関して合意した。これにより、全ての香港企業に対して人民元口座の開設が認められるようになった。また、企業間のみならず企業と個人の間での資金移動が認められるようになったほか、企業が行う人民元と外貨の交換について金額制限が撤廃された（個人については、引き続き香港IDカード保有者に限定した口座開設、一日当たり2万元の両替限度額という条件は不変）⁸。

なお、資本取引では、2007年6月、中国本土の銀行による人民元建て債券の発行が認められた。現在まで累計14件、総額393.8億元の人民元建て債券の発行が行われている（図表2）。その多くが中国本土の銀行によるものであるが、中国政府（財政部）や中国本土に進出している外資系銀行（東亜銀行、HSBC）

⁸ 為替リスクヘッジについて、従来香港ではノン・デリバラブル・フォワード（NDF）市場が形成されてきたが、今回の規制緩和を受けて人民元の先物為替予約業務が開始された。2010年7月28日『日本経済新聞』

による起債も行われている⁹。現状、その規模はまだ小さく、中国当局は本土への資本流入を規制しているため、香港で起債によって調達した人民元資金を中国本土に持ち込むにも当局の許可が必要な状況であるが、アジア開発銀行（ADB）や国際金融公社（IFC）による起債計画なども伝えられている。

（図表 2）香港における人民元建て債券の発行状況

（単位：億元、年、％）

発行日	発行体	金額	期間	表面利率	
2007年7月	中国国家開発銀行	50	2	3.00	
2007年8月	中国輸出入銀行	20	10	2	3.05
			10	3	3.20
2007年9月	中国銀行	30	20	2	3.15
			10	3	3.35
2008年7月	交通銀行	30	2	3.25	
2008年8月	中国輸出入銀行	30	3	3.40	
2008年9月	中国建設銀行	30	2	3.24	
2008年9月	中国銀行	30	20	2	3.25
			10	3	3.40
2009年6月	HSBC（中国）	10	2	SHIBOR3ヶ月物+0.38%	
2009年7月	東亜銀行（中国）	40	2	2.80	
2009年8月	中国国家開発銀行	20	2	2.45	
2009年8月	中国国家開発銀行	10	2	SHIBOR3ヶ月物+0.3%	
2009年9月	HSBC（中国）	20	2	2.60	
2009年9月	中国財政部	60	30	2	2.25
			25	3	2.70
			5	5	3.30
2010年7月	合和公路基建（ホープウェル・ハイウェイ、本籍地：ケイマン）	13.8	2	2.98	

（出所：各種公表資料）

以上のように中国当局が香港オフショア市場の整備を図る背景には、中国本土から香港へ輸出を行う場合に、相手方である香港の輸入業者に決済のための人民元を保有させることがあると思われる。香港当局にとっても、香港における人民元業務を多様化し、人民元建て金融商品への投資機会を増やすことによって、人民元を保有したい海外の投資家との間でビジネスチャンスを拡大させる狙いがあると思われる。

3) 非居住者人民元預金

従来、中国では海外企業の人民元口座（非居住者人民元口座）は個人とは異

⁹ 2010年2月、これまでの中国本土金融機関に加えて、海外企業も香港で元建て債券の発行が可能となった。なお、中国本土でも2005年10月に国際金融機関による中国本土での人民元建て債券の発行が解禁されたほか、外資系金融機関による人民元債券の発行も行われ、2010年5月には、三菱東京UFJ銀行の中国法人が10億元の人民元債券を発行している。

なり極めて制限的にしか認められていなかった。これが 2009 年に対外貿易人民元決済に関連して上海市、広東省、シンセン市等で認められるようになった¹⁰。地方レベルの規定だが非居住者人民元口座が認められたことは人民元の国際化にとって一つの注目すべきステップと言えよう。

中国当局が非居住者人民元預金の開設を認めた背景には、輸出の相手方である海外企業に人民元を保有させるための便宜を図ることがあると思われる。ただし、口座開設には中国人民銀行分局への申請が必要であり、人民元対外貿易決済を利用するとき、中国国内での不良債権の回収するときなど、要件が限定されている¹¹。また、口座開設後も当局による審査や管理が行われ、居住者との間で人民元の自由な移動を行えないなど、規制色が強いものとなっている。中国当局としては、非居住者が自由に人民元を保有し、自由に為替取引を行えるという本来の意味での人民元の国際化のために本措置を推進することは必ずしも意図しておらず、原則として貿易取引等の実需に限った制限的な運用としているものと思われる。

非居住者保有の自国通貨口座に関しては、日本においても 1960 年に対外決済において円の使用が始まったのと同時に、非居住者「自由円勘定」として認められた。この勘定には非居住者が対日輸出決済代金として受け取った外貨を銀行に売却して得た円の入金も可能だったため、その後の円高局面では、この非居住者円勘定が海外からの短期投機資金の流入チャンネルになり、我が国当局の為替管理にとって攪乱要因となった。こうした経験も踏まえて、中国は非居住者人民元口座の運用を慎重に考えているものと思われる。

4) 各国中央銀行との間の通貨スワップ協定締結

2008 年 12 月、中国は韓国との間で 1,800 億元のスワップ協定を締結したのを皮切りに、現在までに計 8 カ国・地域との間で計 8,035 億元のスワップ協定を締結している（次頁 図表 3）。

これらは、チェンマイ・イニシアティブ等にみられるように、短期流動性危機に対応するためにドルなどの外貨を互いに融通する中央銀行間のスワップ協定などとは性格が異なる。中国人民銀行によれば、人民元資金をスワップ協定に基づいて相手国に供与することで、貿易、直接投資における人民元決済を促進することを目的とするものである。実態的な効果については疑問視する向きもあり評価が難しいが、人民元の国際化の一環として紹介する文献が多いようである。

¹⁰ 上海市については、中国人民銀行上海分行『上海市境外機構境内人民元銀行決済口座管理暫定弁法』（滬銀發〔2009〕219号）

¹¹ 海外の銀行が人民元決済サービスを提供するために必要な場合に非居住者人民元口座の申請ができ、いわゆる人民元コルレス口座の開設も認められている。

(図表 3) 各国中央銀行との間の通貨スワップ協定

(単位: 億元)

時期	締結先	金額
2008年12月12日	韓国	1,800
2009年1月20日	香港	2,000
2009年2月8日	マレーシア	800
2009年3月11日	ベラルーシ	200
2009年3月23日	インドネシア	1,000
2009年3月29日	アルゼンチン	700
2010年6月9日	アイスランド	35
2010年7月23日	シンガポール	1,500
総額		8,035

(出所: 中国人民銀行)

2. 目的は為替・資本規制の自由化推進ではなく人民元高対策

人民元の国際化とは本来、「クロスボーダーの取引及び海外での取引における人民元の使用割合あるいは非居住者の資産保有における人民元建て比率が高まっていくこと」である¹²。そのためには、「非居住者が自由に人民元を保有し、人民元の受取り、支払い、他通貨との交換が自由にできること」が必要である。すなわち、非居住者の人民元使用に関わる為替・資本規制の緩和が必要である。

しかし、以上に示した人民元の国際化の一環として報道されている内容からは、人民元を国際通貨に向かわせるための第一歩としては評価できるが、人民元の国際化にむけて、為替・資本規制の緩和を積極的に推進する当局の意図はあまり感じられない。寧ろ、先行きの人民元相場上昇への対策と考えた方が自然であるように思われる。すなわち、輸出入業者に対して、人民元先高感が強いなかで被るかもしれない為替リスクを、対外貿易決済で人民元を利用することで減少させる機会を提供することが主な目的であるように思われる。

それは香港での人民元業務の拡大の動きや、原則的に貿易取引等の実需に限って非居住者人民元預金を認めたことが、中国当局による対外貿易人民元決済推進の動きと平仄があっていることから、伺うことができる。しかも、非居住者にとって人民元使用の利便性が増すような為替・資本規制の緩和という観点からみると、有効な措置はあまり見当たらない。したがって、貿易決済における人民元の使用拡大には限界があると考えられる。

もしも、自由化推進ではなく、人民元高対策であるとの見方が妥当であるとすると、その背景には次のようなものが考えられる。すなわち、世界経済の先行きが不安定ななかで、輸出は悪影響を被りかねない。しかも、先行き人民元

¹² 通貨の国際化の定義は、外国為替等審議会答申(1999)「21世紀に向けた円の国際化」－世界の経済・金融情勢の変化と日本の対応－に基づく。

高となれば、国際的な価格競争力は低下する。輸出企業が直面する厳しい環境のなかで、外貨建て決済では、人民元相場が上昇した場合、人民元建てでみた輸出受取代金が減少するリスクもある。輸出の人民元建て決済を進めることは、輸出企業が被る為替リスクを軽減することになる。こうした輸出企業への配慮が背景にあると思われる。

確かに、輸入業者にとっては、先行き人民元高の可能性が強いなかでは、人民元決済よりも外貨決済の方が、人民元建てでの輸入代金が小さくなるので、人民元決済は有利とはいえない。しかし、中国の輸出は輸入を大きく上回っていることから、中国全体として考えると、人民元決済を促進した方が有利である。なお、人民元の国際化は貿易面での動きが顕著であり、資本面での動きは活発とはいえないが、対外債権が対外債務を上回っており、人民元相場の先高感が強いなかでは、やはり中国全体で考えると、資本取引においても人民元建てを促進した方が有利である。

一方、人民元相場の先高感が続き、今後の相場の方向性がはっきりしているという事実も、貿易決済における人民元の使用拡大の障害になりうる。まず、輸出については、中国側から人民元決済を進めようとしても、海外の相手方は増価する可能性が高い人民元建てで契約ないし決済すれば、本国通貨建てでみた輸入支払代金が増加するリスクを被ることになるので、それを嫌う。逆に、輸入であれば、海外の取引相手は人民元建てで契約ないし決済を望むかもしれない。しかし、今度は中国側が外貨建てで契約ないし決済した方が、人民元建てでみた輸入支払代金は減少する可能性があるため、それを嫌う。

結局、今後の人民元相場の方向性がはっきりしているうちは、人民元決済によって損失を被るリスクが高いのが輸出側・輸入側のいずれであるかが明らかであるので、互いに折り合いがつかず、人民元の使用はなかなか進まない可能性がある。

もし人民元為替相場の決定メカニズムが弾力化されて、人民元相場先行高感が後退するほど相場が上昇すれば、人民元決済の拡大が期待できるかもしれない。しかし、そうなると今度は中国が人民元の国際化の一貫として対外貿易人民元決済に積極的に取り組んできた本来の目的、すなわち人民元相場上昇による為替リスクを回避したいという動機と矛盾してしまう。

このように、人民元の国際化と人民元相場の弾力化とは密接に繋がっている。為替・資本規制の緩和が遅々としている一方で、人民元相場の弾力化も非常に緩やかなペースでしか進まないのであれば、人民元の国際化は遅々としたものになると考えるのが自然であろう。

3. 国際化の鍵を握るのは為替相場制度の柔軟化と国内金融市場整備

中長期的に、非居住者にとっての人民元使用の利便性向上を図るような為替・資本規制の緩和を図ろうとする場合の大きな課題として以下の2つを挙げたい。

第1は人民元相場を決める為替制度の柔軟性を増進することに現状消極的とみられることである。当局による人民元相場のコントロールを維持・継続しようと考えているとすれば、為替・資本規制の緩和は難しくなる。緩和したら、人民元相場のコントロールが難しくなるからである。

中国は2008年夏以降、世界的な金融危機に対応して事実上人民元の変動をやめ米ドルにペッグさせる措置をとってきたが、2010年6月19日に中国人民銀行が人民元の弾力化を発表し、再び人民元を変動させることを決めた。しかし、その後の人民元の変動は小幅なものに留まっている。中国人民銀行貨幣政策委員会の李稻葵委員はメディアのインタビューに対して「為替レート形成メカニズムの改革を再開するときがきた。今後、人民元為替レートは双方向に変動し、柔軟性を持つだろう。ただ、現在は人民元の大幅な変動、特に対ドルレート的大幅切り上げの条件は存在しない。」¹³と述べ、弾力化が直ちに人民元の変動幅の拡大、人民元の急激な上昇をもたらすとの考えを否定している。これが人民元相場に対する当局のコントロールを維持しようとするスタンスと解釈できるとすれば、それは世界景気回復の先行きが脆弱な間は当面続く可能性を否定できない。

第2は、為替・資本規制の緩和を可能にするような十分な国内金融資本市場の整備にはまだ相当時間がかかるとみられる点である。為替・資本規制の緩和には、海外で経済・金融面でショックが起きても、その影響が十分に吸収できる整備された国内金融・資本市場が必要である。しかし、現状はそれに遠く及ばない状況であり、市場は依然として未整備である。

例えば、人民元金利の指標金利に育つことが期待されている上海銀行間取引金利（SHIBOR）が今年6月以降急騰した。これは年初来金融引締めのため公開市場操作等により資金が吸収されたことも一因であるが、7月に中国農業銀行による大規模な株式上場等が予定されたため、市場で資金が枯渇したことが主因の一つとみる向きがある。当局は市場に資金を放出する措置を採ったが、なかなか金利は低下しなかった。この事実は、市場の流動性の低さと金融調節の枠組みの不十分さによるものと解釈しうる。この解釈が妥当であれば、為替・資本規制の緩和によって、内外資本移動が自由になった場合、海外からの様々なショックを吸収することは難しい。2010年までに上海国際金融センターを建設

¹³ 2010年6月21日『中国網日本語版（チャイナネット）』

するという野心的な計画もあるが、その前に国内市場整備の課題は少なくない。

確かに、中国の経済、貿易、金融資本市場の規模拡大が続くことは、相手国に人民元の使用を促す要因として働き、特に中国周辺における使用通貨の構図を大きく変える可能性は否定しえない。しかし、「非居住者が自由に人民元を保有し、人民元の受取り、支払い、他通貨との交換が自由にできるようになること」という人民元の国際化に不可欠な条件を満たすまでには、多くの課題が横たわっており、現状を前提とすれば人民元の国際化は遠い道程と考えざるをえない。

以上

参考文献

何帆 [2010], 「人民元国際化の現実的選択」『国際金融』1209号 (22.2.1)。

張明 [2009], 「長期的かつ漸進的な過程となる人民元の国際化」『季刊中国資本市場研究』2009 Autumn。

関根栄一 [2010], 「国際化に向けて動き出した中国人民元の展望と日本の対応」『資本市場クォーターリー』2010 Spring。

福居信幸 [2009], 「人民元の国際化と香港の役割」『GLOBAL Angle』2009.6

萩原陽子 [2009], 「グローバル金融危機が促す人民元の国際化」経済情報 2009年6月24日

萩原陽子 [2010], 「中国はアジアを足がかりに人民元国際化を狙う」『エコノミスト』2010年7月27日。

Ken Miller [2010], “Coping With China’s Financial Power: Beijing’s Financial Foreign Policy,” *Foreign Affairs Report*, 2010, No.7.

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2010 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-chōme, Chūō-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町1-3-2

電話：03-3245-6934 (代) ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>