



## 急拡大する円・人民元直接為替取引と若干の問題点

龍谷大学 経済学部教授  
公益財団法人 国際通貨研究所 上席客員研究員  
村瀬 哲司

円と人民元の直接取引が 2012 年 6 月、東京と上海市場で始まってから半年を経過した。両市場では円・人民元の為替取引が量的に急拡大しており、取引コストは縮小している。この間の事情は、国際セミナーなどで既に幾人かの識者によって報告されているが、あえて重複を承知の上、現状を整理してみたい。

### (1) 上海市場の出来高

上海外国為替市場における人民元対外貨の取引は、従来ほぼ 100%米ドルで占められていた。2011 年 1 年間のスポット為替取引実績 35.5 兆元（約 4.8 兆ドル）のうち、ユーロなどドル以外の 7 通貨の取引額は合計 2,372.5 億元（うち日本円 306 億円）と 0.7% にすぎなかった<sup>1</sup>。人民元とドル以外の外貨の為替取引は、流動性のあるドルを媒介通貨として、通常当該外貨とドル、ドルと人民元と二つの取引に分解されるためである。

円・人民元の直接取引開始によって、人民元取引でのドル独壇場の姿が形を変え始めた。人民元対外貨取引における円のシェアは、2012 年第 1 四半期には香港ドル 0.33%、ユーロ 0.2% に次ぐ 0.14% にすぎなかったが、第 2 四半期の 1.4% を経て、直接取引が始まった第 3 四半期には 6.0% (3,398 億元、1 営業日平均 54 億元) に飛躍的に拡大した<sup>2</sup>。6 月から日本の 3 メガバンクを含む 10 行が、円・人民元取引のマーケット・メーカー<sup>3</sup>として相場を提示しており、中国にある日本のメガバンクは、第 4 四半期の 1 日当たり平均

<sup>1</sup> 2011 年第四季度中国貨幣政策執行報告

<sup>2</sup> 2012 年第一、第二、第三季度中国貨幣政策執行報告

<sup>3</sup> マーケット・メーカーは、銀行間市場で円・人民元のレートを提示することと、顧客から受けた注文のカバー取引を円・人民元で行うことの二つの義務を負う（2012 年 6 月 9 日日本経済新聞 電子版）。

取引量を 40～70 億元（500～800 億円）と推測している<sup>4</sup>。

売買コストも縮小している。銀行の対顧客売買相場は、従来ドルは仲値±0.20%、その他の外貨は±0.40%の спреッド（銀行の売値と買値の差・幅）が一般的であったが、6月1日を境に円・人民元の спреッドだけ±0.35%に縮小した<sup>5</sup>。

## （2）東京市場の出来高

かつて東京市場における人民元取引は少額で（2011年4月の1営業日当り平均取引高は、スポット為替で0.3億ドル（約2億元）、円との直接交換取引はほとんど行われていなかった<sup>6</sup>。

円・人民元直接取引が開始されてから取引額は漸増している。市場関係者によれば、1日平均取引額は、6月100億円（8億元）前後で始まり、夏場やや低迷したあと、9月以降100億円台に回復した<sup>7</sup>。メガバンクへのヒアリングによると、2012年4-9月期の人民元為替取扱実績は、金額、件数ともに前期比ほぼ倍増し、かつ売り買いがほぼ均衡しているとのことであった。

取引コストに関し、6月以前において銀行の対顧客レートは、参考相場として片道40銭（3.1%）の спреッドが提示されていたが、直接取引開始に伴い対顧客レートは実際の売買が可能な公表相場に変更されるとともに、spreッドも30銭（2.4%）に縮小した。銀行間市場における спреッドは、従来の米ドルを介した取引とほぼ同じと考えられる<sup>8</sup>。

## （3）取引拡大の背景となる実需

円・人民元為替取引の中核部分は、貿易、経費や利益送金、直接投資など日中間の経済取引（実需）を裏付けにしていると考えられる。2011年の日中貿易は輸出入合計27兆5,411億円（前年比+3.9%、財務省貿易統計・以下同じ）、2012年上半期実績は13兆1,479億円（前年同期比-1.9%）であった。日中貿易の建値に関する公式資料は見当たらないが、3～4割が円建て取引とみてよいだろう<sup>9</sup>。

また、2011年日本の対中直接投資実行額は63.3億ドル（≒5,000億円≒460億元、前年比+55.0%、中国商務部統計・以下同じ）、2012年上半期実績は40.7億ドル（≒3,200億円≒300億元、前年同期比+16.7%）であった。通貨別内訳は不明である。

<sup>4</sup> BTMU 中国月報第83号（2012年12月）人民元レポート「2012年人民元相場動向と2013年見通し」

<sup>5</sup> 2012年12月9日国際アジア共同体学会での露口洋介氏資料「円・人民元直接交換の現状と課題」

<sup>6</sup> 2011年7月25日東京外国為替市場委員会「東京外国為替市場における外国為替取引高サーベイ」の結果について。サーベイによると、この他に人民元NDF3.2億ドルの取引実績がある。

目黒克幸「日中金融協力と円・人民元直接交換取引」2012年7月23日金融財政事情

<sup>7</sup> 2012年7月2日日本経済新聞、12年11月30日国際貿易

<sup>8</sup> 三菱東京UFJ銀行ホームページ

<sup>9</sup> 前掲金融財政事情

#### (i) 上海市場

以上から 2012 年上半期の円建て貿易に伴う円・人民元貿易為替は 4~5 兆円 (3,000 ~4,000 億元) に上ると推測され、大部分はドルを介在して決済されたと考えられる。従って、上海市場における円・人民元直接取引の規模は、円建て輸出入に加え、その他經常取引や一部資本取引、さらに金融機関の自己売買取引、東京市場の人民元カバー取引などを含めると、第 3 四半期の実績 3,398 億元から今後大きく伸びても不思議でない。

#### (ii) 東京市場

他方、日中貿易に占める人民元決済の比率は、これまで 1%未満とされてきたが、メガ銀行の実務担当者によれば 1%程度に増えつつあるとの感触である。国際的な銀行間送金の手順を定める SWIFT (国際銀行間金融通信協会) によると、日本と中国 (香港を含む) 間の送金に占める人民元建ての比率は 2%強 (2012 年 1~9 月) である<sup>10</sup>。

日本の居住者を当事者とする経済取引 (貿易その他の經常・資本取引) を人民元建てで行うと、円・人民元の交換は通常東京市場で発生する。東京インターバンク市場内部で売り為替と買い為替が均衡すれば取引は東京で完結するが、そうでない場合や大口取引の場合は、カバー取引は香港のオフショア人民元 (CNH) 市場あるいは一部上海のオンショア人民元 (CNY) 市場を通じて行われる。東京市場の円・人民元直接取引の規模は、上海市場の 5 分の 1 以下であり、市場関係者によれば、人民元建て実需に限られている現状では、「邦銀や在東京の中国資本系銀行の自己勘定取引の存在も一定の割合を占めているとのことである。

#### (4) 若干の問題点

円・人民元直接交換取引は、2011 年 12 月 25 日の日中首脳間合意に基づき、両国の金融当局の実務者が「日中金融市場の発展のための合同作業部会」などで検討を重ねた結果、上海と東京で同時に具体化されたものである。

上海市場においては、中国人民銀行が管理する外貨交易センター (CFETS) を銀行間為替取引のプラットフォームとし、すべての銀行間為替取引は CFETS を通じて決済される。この市場特性を背景に、2012 年 6 月円・人民元取引のマーケット・メーカー制度の創設と、円・人民元の基準値設定メカニズムの変更 (米ドルを介する算定方式からマーケット・メーカー提示の直接レートを基にする決定方式に変更) という、金融当局主導で具体的な制度改革が行われた<sup>11</sup>。

一方、東京市場においては、市場メカニズムに委ねられた自由市場という性格から、金融当局が前面に出ることはなく、3メガバンクなど民間銀行とボイスブローカー (仲介業者) が、自主的に直接取引を開始し、円・人民元の取引相場が常時提示されるよう

<sup>10</sup> 人民元建て送金の比率が極端に低い米国を除けば、世界各国と中国・香港との国際送金における人民元のシェアは平均 10%である。SWIFT RMB Tracker (August 2012), Press release dated 22 October 2012

<sup>11</sup> 2012 年 5 月 31 日 BTMU(China)実務・制度ニュース・レター「日中当局による「人民元円の直接交換市場創設」中国金融当局の公表内容参照

になった。当時の安住財務大臣の記者会見から分かるとおり<sup>12</sup>、特段新たな制度が設けられたわけではなかった。

### (i) 上海市場

一般論として、中国の為替管理、資本取引規制、人民元市場の内外分離（オン・オフショア）政策によって、2020年までに上海国際金融センターを実現するとの構想にも拘わらず、クロスボーダー人民元貿易決済の主役の座は香港に奪われている<sup>13</sup>。

円・人民元直接取引について、上海の市場関係者は次のように記している<sup>14</sup>。「現時点では国内における円・人民元実需は限られており、金融機関の自己売買目的中心に取引されている感は否めない。また、人民元の対米ドル相場が値幅制限付近で取引が成立しない時には、円・人民元取引も取引が限定され、売値と買値の幅が平時より拡大していたことから、当該市場導入目的の一つであった米ドルに左右されない価格形成にはまだ至っていない。」

すなわち、外貨の基準値からの日中変動幅規制（ドル±1%、円その他通貨±3%）は、米ドルのみならず、ときには円・人民元の相場形成を妨げている。円・人民元相場は、現在もドル円、ドル人民元のクロス相場が基準であり、2012年10月末～12月中旬のように人民元の対ドル市場価格が（当局の恣意的な）基準値の変動バンドの上限に張り付くという異常な状況では、円・人民元の価格形成も円滑にできない。

### (ii) 東京市場

民間金融機関主体で円・人民元直接取引が開始されるまでの過程で、財務省など金融当局の支援がなされたことは間違いない。半年間の市場体験を踏まえ、特に東京市場における人民元の為替カバー方式と流動性確保に関し、わが国金融当局がイニシアティブを取って、両国当局が一段と関与することが求められる。

東京市場での円・人民元相場は、香港市場のCNH対ドル相場と円ドル相場を基準に設定される。比較的少額の取引は、銀行間でも円・人民元直接取引でカバーされるが、大口取引や東京で銀行間売買が成立しない場合には、香港CNH市場で従来通りドルを媒介して為替のカバーを行う。中国の規制により、上海の銀行との人民元為替売買（CNY）は、3か月以内の貿易実需に限定されるためである<sup>15</sup>。CNH/CNY取引のコスト（相場水準＋銀行手数料）は通常あまり変わらないとはいえ、相場は時に大きく乖離すること

<sup>12</sup> 安住財務大臣閣議後記者会見の概要(平成24年5月29日(火曜日))

①6月1日より東京・上海両市場で円と人民元の直接交換が開始する。

②第三国通貨を介さない取引により、取引コストの低下、金融機関の決済リスクの低減のメリットあり。

③市場参加者の一層の取組みに期待すると共に、政府としても中国との対話・協力を引き続き行う。

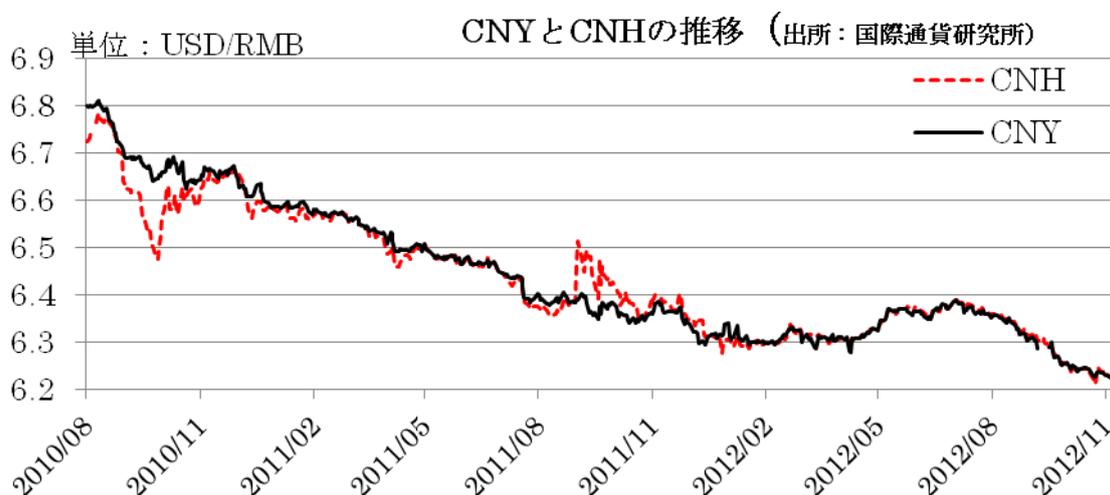
([http://www.mof.go.jp/public\\_relations/conference/my20120529.htm](http://www.mof.go.jp/public_relations/conference/my20120529.htm))

<sup>13</sup> 2011年中国の人民元貿易決済額2.0兆元強のうち1.9兆元が香港の銀行で資金決済された。“Hong Kong as Offshore RNB Center” Keynote remarks by Mr. Eddie Yue, HKMA at IIMA International Financial Seminar, 11 October 2012

<sup>14</sup> 前掲BTMU中国月報第83号（2012年12月）

<sup>15</sup> 2011年6月21日付け中国人民銀行「クロスボーダー人民元業務関連問題の明確化についての通知」（銀發[2011]145号）

がある上、CNHの場合、介在する銀行が多い。さらに、ドルを介在させるCNHの売買は旧来の決済リスクを伴う。クロスボーダーで銀行間の円・人民元直接取引を可能にするべく、東京と上海の銀行間アクセスを、貿易のみならずその他經常取引や直接投資など、広い範囲の実需を背景とする人民元為替売買に拡大することが求められる。



人民元の流動性確保は、東京市場で円・人民元直接取引を活性化し、ひいては東京がその優位性（円のマザーマーケット、緊密な日中経済関係）を生かして国際金融センターとして発展する上で不可欠と考えられる。参考になるのは、香港金融管理局が 2012 年 6 月 14 日に始めた人民元流動性ファシリティ<sup>16</sup>で、これを東京で行うには日中間で新たな通貨スワップ協定の締結が必要になる。いま一つは、香港の中国銀行と同様に、東京に中国資本系の人民元クリアリング銀行の設置を促すことである<sup>17</sup>。

上海市場へのアクセス拡大、流動性確保のための円・人民元通貨スワップ協定の締結、あるいは人民元クリアリング銀行の東京設置は、いずれも中国と日本の通貨政策に直接かかわる問題であり、すぐには結論を出しにくいかもしれない。しかし、中長期的に日中間の貿易・経済交流をさらに高めると同時に、円・人民元直接取引を一つの梃子として、東京国際金融センターを大いに発展させるためには、金融当局をも交えて真剣に議論すべきテーマと考える。

<sup>16</sup> HKMA Press Release (14 June 2012) “Renminbi Liquidity Facility to Renminbi Business Participating Institutions”

<sup>17</sup> 理論的には邦銀もクリアリング銀行になりうるが、中国の金融当局の意向を体して行動することが期待されるクリアリング銀行に、中国資本系銀行以外の銀行が認可されることは考えにくい。なお、中国人民銀行は、中国銀行台北支店を中国銀行（香港）に次ぐ二番目のクリアリング銀行として認可した。2012 年 12 月 11 日中国人民銀行公告[2012]第 18 号

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、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思わ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おります。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 2013 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 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 Hongokucho 1-chome, Chuo-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](mailto:admin@iima.or.jp)

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