



人民元の国際化と決済リスク対応策¹

主任研究員 吉田頼且

(Yorikatsu Yoshida)

e-mail: yoshida@iima.or.jp

中国は未だ人民元建て貿易・資本取引が自由化されていないため、通貨の国際化を議論するには程遠い状況にある。しかし、徐々に資本取引の規制が緩和され、非公式ながら周辺諸国・地域での人民元の流通が増大し経済圏が形成されつつある現状を勘案すれば、中長期的には人民元の国際化が進捗すると予想される。ついては、今後人民元の国際化が進展するプロセスについて考えてみたい。また、同プロセスにおける今後の主要課題を検討するとともに、人民元の国際化に向けた課題としての証券・為替取引の対外決済リスク削減に焦点をあて、その対応策を展望する。

1. 人民元の国際化のプロセス

(1) 3段階の国際化

人民元の国際化は3段階で行われるとみられる。第1段階は、經常取引や資本取引規制の緩和であり、中国は徐々にこの段階に入っている。人民元が交換性を取得することが目標となる。中国の現在の外為規制では、經常取引は実需ベースでの外貨建て取引が認められているが、資本取引が規制されているため人民元には完全な交換性がない。また人民元建て取引は經常取引、資本取引ともに認められていない。(図表1)。

第2段階は、人民元建て取引の自由化である。人民元建て対外支払・受取の決済取引や、人民元建て対外直接投資・証券投資が何ら規制を受けずに自由に行われ、海外の金融市場で人民元の売買・貸借取引が規制を受けることなく活発に行われる段階である。開発途上国でこの段階に至っている国は少ない。その背景として、オフショア市場で自国通貨が活発に取引されると為替相場の不安定化につながると見て制限している点があげられる。

第3段階は本来の通貨の国際化であり、人民元が、米ドルやユーロ、円のように国際通貨としての信認を得て、商品・サービス輸出入取引の建値通貨や貿易決済のための通貨と

¹ 本稿は、外国為替貿易研究会『国際金融』第1138号(2005.1.1付)に掲載されたものである。

して広く使用され、国際金融市場での人民元建て起債が増加し、さらには国際通貨としての信認から、各国政府の外貨準備の選択肢として選好され保有されることまでを含む。いわゆる「円の国際化」は、この段階における拡大をめざしている政策である²。

図表 1：中国の主要外為規制（2003 年末時点）

取引種類	建値	規制内容
輸入に関わる海外への支払	人民元 外貨	不可 可能だが実需原則あり、支払目的による証拠書類の提出義務や当局の事前許可が必要
輸出に関わる海外からの受取	人民元 外貨	不可 可能だが実需原則あり、受取目的による証拠書類の提出義務や当局の事前許可が必要
非居住者への貸付	人民元 外貨	不可 不可
非居住者からの借入	人民元 外貨	不可 可能だが、当局の事前許可が必要
国内決済	人民元 外貨	自由 原則不可
居住者の海外口座開設	人民元 外貨	不可 原則不可
非居住者の国内口座開設	人民元 外貨	不可 原則不可
対外直接投資	人民元 外貨	不可 可能だが当局の事前許可が必要
対外証券投資	人民元 外貨 外貨	不可 海外株式投資は当局の事前許可が必要 海外債券購入は認可銀行は手持ち外貨内で可能

(出所) IMF, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2003, 東京三菱銀行資料等から作成

（２）資本取引自由化のプロセス

第 1 段階での課題の資本取引自由化については、中国経済が高成長を続け直接投資を始めとする資本流入が増大するなかで、海外や進出外資系企業からの要望が益々高まっている。国際競争力をつけた中国企業も増加しており、資金の対外調達・運用のニーズを展望すれば資本取引規制を緩和する方向へ踏み出さざるを得ない。また外貨準備高が増大するなかで先進国からの為替相場切り上げ圧力が強まっており、その対応策としても、資本取引規制を緩和し外貨流出入を弾力化することで為替相場調整圧力を緩和する必要がある。

一方、資本取引の自由化は、国内金融市場を開放することになり、脆弱な銀行や金融システムに多大なショックを及ぼすことから、中国における金融リスクの解決、とくに国内金利の自由化や公開市場操作による金融政策の確立、銀行監督体制の充実等金融システムの整備が必要となる。そのためにはこれらの基礎となる金融機関経営の正常化が

² 財務省(2003)「円の国際化研究会座長とりまとめ」は、円の国際化の必要性と目指すべき方向、貿易取引の円建て化に向けてとるべき方策、アジアにおける域内金融・経済協力と円の役割、我が国の金融・資本市場の国際金融センターとしての活性化についてとりまとめている (<http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/frame.html>)。

前提となるが、銀行システムにおける不良債権の水準は高く、正常化の実現には時日を要する。したがって、資本取引の自由化は段階的に徐々に行われると考えられる。

(3) 為替相場制度の変更時期

資本取引の自由化とその前提となる国内金融システム整備と合わせて、今後実質的な固定為替相場制度が変更される可能性が高い。中国の経常収支の黒字や外貨準備高の増大により、実質的なドル・ペッグ制の固定相場に焦点が当てられ海外からの人民元切り上げもしくは固定相場の弾力化への圧力が強まっているが³、為替相場制度の変更は国内金融改革や資本取引の自由化と密接に関連している。

国際金融の「不可能な三角形」に従えば、自由な資本移動、独立した金融政策、固定的な為替相場は同時に成立しない。現在の中国は、資本規制により自由な資本移動を犠牲にして他の 2 つを手に入れている。今後資本取引の自由化が進展すると、自主的な金融政策を維持するためには固定為替相場を弾力化する必要が生じる。

中国の現在の金融政策は、為替管理によって外からの影響を遮断し、金利を規制し、ベース・マネーの調節すなわち量的コントロールを中心とした運営を行っている。中国は国内金融市場整備の重点項目として金利の自由化を進めていく必要があり、これが同時に資本取引自由化の前提になっているが、金利が徐々に自由化されていけば、金融政策の運営は量的コントロールから金利コントロールへ移行してゆくと思われる。金利の自由化を始めとする国内金融改革を先行させ、それが進展する過程で資本取引の自由化が行われ、それに合わせて為替相場の変動幅の弾力化が進展してゆくこととなる⁴。

(4) 人民元建て取引自由化の時期

第 2 段階の課題であるが、中国政府は為替相場の不安定化につながる人民元のオフショア市場拡大は当面回避すると思われることから、資本取引規制を緩和しても人民元建て取引の自由化は慎重に進めるとみられる。

アジア通貨危機で実際に通貨投機を受けた各国通貨当局は、オフショア市場に自国通貨が流出し投機筋の手に渡ると、自国通貨売り取引が容易になることを認識したため、多くの国がオフショア市場で自国通貨が取引されることを回避する「自国通貨の非国際化政策」

³ 2004 年 11 月、スノー米財務長官は、過去最大規模に増大している米国の経常赤字削減のためには、貿易収支の最大の赤字相手国たる中国が柔軟な為替相場制度への制度改革を行う必要があると指摘した（2004 年 11 月 17 日付共同通信）。同月、李若谷中国人民銀行副総裁は、「中国は人民元相場の柔軟性拡大に向かっているが、外部からの強い圧力のもとでは動けない。また米国の貯蓄率の低さが経常赤字の原因であり、人民元切り上げでは米国の構造問題は解決できない。」と語った（2004 年 11 月 24 日付日本経済新聞）。

⁴ 2004 年 11 月発表の IMF Country Report No.04/351 では、為替相場の弾力化が中国の自主的な金融政策の維持と対外ショックへの適応能力を高めるとし、その方法として通貨バスケットによる為替相場のバンド幅拡大を挙げている。中国人民銀行幹部は、同レポート公表を受けて、「さらに改革を進め、市場需給の変化に適応し、柔軟な為替相場形成メカニズムを構築する。」と語り、人民元改革の加速を表明した（2004 年 11 月 8 日付時事）。

を取っており、マレーシア、タイ、インドネシアも 99 年以降非国際化政策を強化した。韓国も非居住者による資金移動を伴う取引については抑制的な姿勢をとっている。シンガポールは従来から資本取引を自由化しつつ「シンガポールドルの非国際化政策⁵」を取っていたが、国内債券市場育成の見地から徐々に規制を緩和し、2004 年 5 月には、「シンガポールドルの非国際化政策」の名称を改め、「シンガポールドルの非居住者金融機関向け貸出政策」に変更した。但し引き続き大口貸出によるオフショア市場へのシンガポールドル流出には歯止めをかけている⁶。

しかし、長期的には資本取引が自由化され、中国国内における証券市場の発展によって金融資本取引が活発になってくると、対外人民元建て取引のニーズが増大してくると見込まれる。中国経済の世界経済に占める重要度が増すにつれ、人民元取引が活発になればオフショア市場での取引も認める必要に迫られ、通貨の非国際化政策を放棄せざるを得なくなると予想される。最終的には、国内資本市場が成熟し人民元建て対外取引が拡大するなかで、東アジア域内の金融協力体制が整備され、域内共通通貨制度の検討の進捗等により域内諸国の為替相場の安定化が見込まれる時期に、市場の人民元への信認が増大していれば、第 3 段階の人民元の国際化が進展するとみられる。

一方、人民元建て取引を含む資本取引が自由化され人民元の国際化が進展すると、人民元建て証券投資や外国為替取引にかかわる対外決済リスクの削減が重要な課題となつてこよう。

2. 中国の証券・為替決済リスク

資本取引規制が緩和されていくと、人民元建て国債や社債、株式の取引量が増加し決済システムの整備が課題となる。証券引渡しと資金決済が同時に行わなければ証券引渡しリスクや資金決済リスクにさらされる。資本取引自由化の一環として対外証券投資を徐々に認める方向にあるが、対外証券投資についても同様のリスクが発生する。外国為替資金決済についても人民元と外貨との同時決済によって決済リスクを回避する方策が必要となる。こうした観点から、中長期的に人民元の国際化を進展させるための課題として、決済リスクの削減が焦点となる。

⁵ IMF(2001) Country Report no.01/177 によれば、シンガポールドルの非国際化政策は 1980 年代に遡る。1970 年代に全ての為替取引規制を撤廃したが、1983 年 MAS Notice 621 で次のように規定された。「銀行は非居住者に対する 5 百万シンガポールドルを越える貸出や居住者に対するシンガポール建て貸出で海外での使用を目的とする貸出を検討する場合は、事前にシンガポール通貨庁(MAS)に相談しなければならない。」

⁶ MAS は、2004 年 5 月 28 日、非居住者非金融機関によるシンガポール建て債券・株式発行代わり金を海外に持ち出す際の外貨転換義務を撤廃した(SFA04-N04)。しかし、非居住者金融機関に対する 5 百万シンガポールドルを越える貸出代わり金をシンガポールドルのまま海外に持ち出すことは引き続き規制し外貨転換義務を課している。

(1) 中国の資金・証券決済システムの現状

中国では未だ資金決済システムと証券決済システムが連動しておらず、証券の引渡しと資金決済の同時決済 (DvP) が実現していない。したがって証券を引き渡したが資金受領が行われないリスクや逆に資金を支払ったが証券引渡しが行われないリスクが存在する。

中国の大口資金決済システムは、中国人民銀行が運営する全国レベルの銀行間システム (EIS) があるが、EIS は次世代の電子決済システム (CNAPS) への移行過程にある。大口資金を 1 件毎にグロス・ベースで即時処理を行う日銀ネットと同様の機能を持つ即時グロス決済 (RTGS) システムを導入しているが未だ本格的に稼働していない。2005 年までに全国展開の完了を目指しているが、それまでの間は CNAPS と EIS が並存することになる。しかし、日銀ネットと異なり、商業銀行は人民銀行のホスト・センターに直接アクセスできない。商業銀行の各支店が同一エリアの人民銀行の分行・支行と接続した上で、さらに人民銀行の分行・支行がホスト・センターに接続するという二重構造になっているため使い勝手が悪く、また決済量が膨大になった際にうまく機能するかどうか懸念が残る。

債券市場での国債、社債の決済システムとしては、集中保管決済機関である中央国債登記結算有限責任公司 (CDC) が存在し、CDC の国債決済システムと CNAPS による資金決済システムとの接続による国債決済の DvP 化を目指している。CNAPS における RTGS が本格稼働し、記帳システムとのリンケージができれば DvP が可能となる見込みである。

株式市場での株式、投信、転換社債の決済機関は、中国証券登記結算有限責任公司 (SD&C) があり、全ての上場証券は SD&C への登録が義務付けられ、100%無券面化が図られている。決済口座が投資家名で開設され、SD&C は証券会社や各投資家の証券残高や資金残高もチェックできる。しかし、DvP については、中央銀行の人民元資金決済システムで未だ RTGS が本格稼働しておらず、記帳システムとのリンケージがなされていないため達成されていない。

(2) 中国の為替資金決済システムの現状

人民元と米ドル建ての為替資金決済は、在ニューヨークのコルレス銀行にある口座を通じての決済となるため、時差の関係から人民元の支払いが行われてから米ドルが口座に振り込まれるまで、資金決済リスクにさらされている。この為替資金決済リスクはヘルシュタット・リスクと呼ばれており、世界的にリスク削減の取組みが行われている。その一環として、2002 年 9 月に CLS システムがスタートした。CLS は、異種通貨間の外為取引を同時に決済することを可能にするプロセスである⁷。リアルタイムで決済することにより、従来クロス・ボーダー取引において時間帯が異なることから生じていた決済リスクである

⁷ CLS サービスは、CLS Bank により提供される。CLS Bank は、対象通貨国の主要外国民間銀行の出資により設立され、外為取引を手始めに、マルチ・カレンシー決済のための新しいグローバル・インフラの提供をめざしており、ニューヨークに本拠を持つ銀行としてニューヨーク連銀の監督下にある。

ヘルシュタット・リスクをなくす異種通貨間の同時決済 (PvP) のグローバル決済システムである。ただし CLS の対象通貨は、現状では主要国の通貨に限定されており、今後対象通貨の拡大が検討される予定である⁸。

3 . 中国の対外証券・為替決済リスクの削減方法

資本取引自由化や通貨の国際化の進展に伴って発生が予想される対外決済リスクの削減のための手段として、アジア域内で格段に整備が進んでいる香港の決済システムを活用する方法が考えられる。さらに、東アジア域内にアジア・クリアと名付ける域内国通貨を含めた資金・証券の総合決済メカニズム構築の検討が長期的研究テーマとして進められており、将来的に実現すれば域内諸国の対外証券決済リスクの削減手段となりうる⁹。

(1) 香港の資金・証券決済システムの現状

香港では、大口資金決済リスクを軽減するため 1996 年 12 月に香港ドル RTGS システムの稼働が開始した。香港ドル RTGS システムの決済は、決済機関としての香港金融管理局 (HKMA) に保有される各銀行の決済口座を通じて行われる。香港の RTGS システムは、HKMA が運営する証券保管決済機関 (CMU) とのリンクにより、資金決済システムと証券決済システムが連動しており、証券の引渡しと資金決済が同時に行われる DvP ベース決済を実現している(図表 2)。

この点の優位性を生かして、中国に対し証券保管決済機関のリンクを働きかけ、2004 年 4 月、香港金融管理局と中国の国債保管決済機関 (CDC) との間で、CMU と中国側記帳システム (GSBS) をリンクさせるための合意書が調印された。このバイラテラル・リンケージは中国側が CMU に口座を開く片方向形態であるが、CDC メンバーの中国の金融機関等が、香港 CMU にある CDC の口座を通じて、香港や海外向け投資証券の保管と DvP ベースによる決済が可能となる¹⁰。

このリンケージの本格稼働は中国の対外投資自由化の進展如何によるとみられるが、香港は欧州の国際証券保管決済機関のユーロクリアやクリアストリームとリンクしているため、中国が香港を通じてこれら欧州機関とつながることとなる。また、香港当局は、2002 年 12 月から米国財務省証券の決済およびカストディー・サービスの提供も開始しており¹¹、

⁸ 対象通貨は、米ドル、ユーロ、円、英ポンド、スイスフラン、カナダドル、豪ドルの主要 7 カ国の通貨でスタートし、2003 年 9 月、シンガポールドル、デンマーククローネ、ノルウェークローネ、スウェーデンクローナの 4 カ国通貨が対象通貨に追加された。今後、香港ドル、韓国ウォン、ニュージーランドドル等が対象通貨に追加される予定である (www.cls-group.com)。

⁹ ASEAN + 3 (日中韓) のプロセスの中で各国が協力して、アジア域内通貨建ての債券発行市場育成イニシアティブ (ABMI) を進めている。ABMI には、決済システムの検討を含む 6 つのワーキング・グループが設置されており、その進捗状況を発信するアジア・ボンド・ウェブサイト (www.asianbondsonline.adb.org) によれば、アジア開銀 (ADB) が中心となり、域内諸国の決済機関をリンクさせたクロス・ボーダー証券取引の決済システムであるアジア・クリアの研究を行っている。

¹⁰ 2004 年 4 月 28 日付香港金融管理局 (HKMA) プレスリリース。

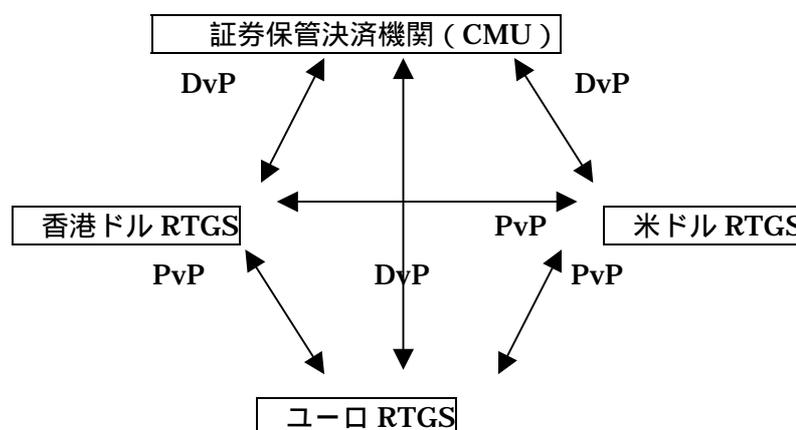
¹¹ 香港当局はシティバンクをカストディアンに指名し、財務省証券のカストディーを CMU に代行して行

中国とのリンクによって、中国の金融機関等が香港 CMU に保有する CDC の口座を通じて、香港時間帯に米国財務省証券の保管や決済を行うことも可能となろう。

(2) 香港の為替資金決済システムの現状

香港は、アジア時間帯における米ドル取引の効率的な決済を行い、香港ドル RTGS と連結させた両通貨間の同時決済 (PvP) ベースの外為決済を可能とするため、2000 年 8 月、米ドル RTGS システムをスタートさせている(図表 2)。米ドル RTGS システムの決済は、香港上海銀行に各行が開設する決済口座を通じて行われ、香港ドル RTGS とリンクさせることで、異なる時間帯での資金決済リスクであるヘルシュタット・リスクを消滅させた。今後中国国内の資金決済システム整備の進展に伴い、同システムと香港のシステムをリンクさせれば中国の対外米ドル資金決済への活用が可能となる。さらに香港当局は、2003 年 4 月から、ユーロ RTGS システムを稼働させている。ユーロ RTGS 決済はスタンダード・チャータード・バンクに開設される口座を通じて行われるが、ユーロ建て資金決済についても中国側との決済リンクageを実現できれば為替資金決済リスクの削減が可能となる。

図表 2 : 香港の DvP・PvP 決済システム



(出所) 香港金融管理局 (HKMA)

(3) 今後の展望

香港は、金融インフラ整備を一貫して推進しており、整備された決済システム・インフラの優位性を生かすことによって、市場開放に向かう中国の対外金融センターとしての地位を築いて行く戦略と見られる。中国側にとっては、対外投資の決済を香港のシステムを活用することで、証券保管決済の効率化と決済リスクの削減を図ることが可能となる。為替資金決済についても、人民元が CLS の対象通貨となるまで、香港の外為決済システムを

わせている。ニューヨーク連銀が運営している財務省証券の決済システムである Fedwire Book-Entry Securities Transfer System と CMU のリンクについても同時に稼働させた。

活用する可能性が高まるとみられる。

中国政府当局は 2004 年 2 月、香港での個人向け人民元業務取扱いを解禁した。香港は、人民元が自由に取引可能となる際には、人民元のオフショアセンターとして人民元取引の決済を取り込む意向を示している。香港に人民元決済拠点を置くことは、人民元と香港ドルの統合を円滑に進めるためにも役立つと考えられる。

こうした観点から、今後中国が国内資金・証券決済システムを整備し、資本取引や人民元取引の自由化を進め人民元の国際化が進展するに従って、中国と香港の決済システム・リンケージを拡大強化し対外取引の決済リスク削減を図る展開が予想される。また、将来東アジアの域内資金・証券の総合決済システムとしてのアジア・クリアの構築が実現すれば、同システムを通じて決済することによっても中国の証券取引の対外決済リスク削減が可能となろう。

(主要参考文献)

EMEAP (2002), *Payment Systems in EMEAP Economies*, Executives' Meeting of East Asia and Pacific Central Banks

HKMA (2003), *Quarterly Bulletin No.34 March 2003*, Hong Kong Monetary Authority

IIMA (2004), *Settlement Systems of East Asian Economies*, Institute for International Monetary Affairs

Copyright 2005 Institute for International Monetary Affairs. All rights reserved.