

Newsletter



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

香港人民元オフショア市場と中国経済へのリスク¹

龍谷大学 経済学部教授
(財)国際通貨研究所 評議員
村瀬 哲司

1. 香港オフショア市場と人民元二重為替相場

香港の人民元オフショア市場が活況を呈している。人民元建て預金と債券残高は9月末に1,700億元を超え、半年前の2倍以上となった。従来から認められていた預金、クレジットカードなどに加え、法人向けに人民元貸出が行われ、社債、投資ファンド、保険商品などが売り出されている。人民元預金口座の間で相互に資金振替もできるようになった。

特に銀行間取引の発展が目覚ましい。香港で人民元資金の受け払いが行われる外国為替市場が成立し、7月以来直物・先物為替の規模は3~5億ドル/日に成長した。銀行間で人民元を貸し借りする資金市場も徐々に形成されている。中国国内ではまだ試行段階の人民元為替オプションや金利スワップ取引も、10月に初めて成立した。

注目すべきは、香港で人民元為替取引が始まって以来、人民元は事実上の二重相場制の状態にあることである。一つはもちろん上海市場で決定され、中国人民銀行の管理する為替相場(略号CNY)で、ここでは上海相場(ないし公式相場)と呼ぼう。上海相場は、中国のすべての合法的対外取引—輸出入、サービス貿易など經常取引と直接投資、証券投資など資本取引—に適用される。もう一つは、香港市場で自由に決まる為替相場(略号CNH)で、ここでは香港相

¹東方早報(中国・上海の経済新聞)2010年12月7日掲載の中国語原文を翻訳したもの。国際通貨研究所の組織としての見解ではない。

場（ないしオフショア相場）と呼ぶ。香港相場は、上海市場へのアクセスが認められない非居住者間の取引—たとえばドルを原資とする人民元預金の設定—に適用される。香港相場は、上海相場に比べこれまで対ドル人民元高で、一時10月中旬にはCNY6.64元に対しCNH6.47元と2.5%もの乖離幅を示した。

2. 二重為替相場成立の背景

人民元が上海公式相場と香港オフショア相場の二重為替相場を持つに至った背景として、技術的要因と政策要因を挙げることができる。

技術的要因は、上海の中国外匯交易中心（CFETS）の利用の可否である。中国国内の銀行が相互に為替取引をする場合、中国人民銀行が運営するCFETSを利用することが義務付けられている。海外の銀行によるCFETSへのアクセスは、中国との貿易など合法的取引関連の場合にのみ、香港の清算銀行などを経由して間接的に認められる。その他の取引に起因する人民元売買は香港オフショア市場を使わなければならない。

政策要因は、国内市場の対外開放政策と人民元の国際化戦略に関連する。中国政府は、資本取引規制と通貨バスケットを参照する管理変動相場制を維持している。国内経済・社会の安定の観点からこれらの政策を堅持しつつ、漸進的に国内の金融改革を推進し、同時に人民元の国際化に取り組む方針である。2008年12月国務院はいわゆる「金融30条意見」の中で、香港での人民元業務の発展を支援する方針を明らかにした。香港を人民元オフショア市場と位置づけ、自由な金融取引を認めることにより、人民元のアジア化・地域化を促進しようという意図である。本年7月には中国の通貨当局と香港金融管理局との間の「決済協定」（Clearing Agreement）が改定され、人民元市場の内外分断政策が具体化された。

3. 香港オフショア市場の意義とリスク

香港人民元オフショア市場の中国経済にとっての意義として、次の2点が考えられる。第1は、香港で多様な金融商品を提供し、人民元の国際化を推進しつつ、国内市場の開放と金融改革のための時間稼ぎをすることである。2020年までに上海を国際金融センターにしなければならない。第2に、人民元切り上げを期待するホットマネーを香港に誘導することにより、中国国内への短資流入圧力を軽減することができる。オフショア人民元相場が公式相場を上回る差額（プレミアム）は、トービン税（短期資本移動に対する課税）に相当すると解釈できよう。

他方、中国経済にとってのリスクも小さくない。人民元の二重相場制は輸出入価格をゆがめる効果を持つ。中国の輸入企業は、輸入を人民元建てに切り替

えることにより、合法的にドル安人民元高相場を先取りし、その恩恵を蒙ることができる（相手方輸出企業は受け取った人民元を香港市場で売却）。9月末までの人民元決済累計額は1,971億元（うち輸出177億元、輸入1,571億元）と6月末706億元（うち輸出65億元、輸入564億元）に比べ急増しているが、その主因は輸入にある。本来の目的である輸出の人民元決済が低調で、輸入に偏っている背景は、一般貿易企業の競争力・対外交渉力に加え、二重相場制にあると考えて間違いあるまい。

さらに大きなリスクは、国内金融改革の遅れである。人民元市場を国内とオフショアに分断することにより、国内市場の参加者と金融当局に対する改革圧力が弱まるだろう。金利規制や業種別参入規制は、競争を妨げ、超過利得を享受する既得権益集団を温存する。香港オフショア市場は、中国国内で金融改革を先延ばしする口実に利用される懸念がある。

4. 日本と欧州の経験

中国でも1993年まで人民元は、二重為替相場制（公的相場と市場相場）を採用していたが、これは乏しい外貨準備を有効活用するための工夫であった。欧州では70年代初めの通貨混乱期に、フランスとイタリアが二重相場制をとったが、管理コストと有効性への疑問から短期間で廃止された。ベルギーは、短期資本による国内経済と貿易への攪乱を回避するため、公的相場（固定相場）と金融相場（変動相場）を適用する商取引を分類し、80年代を通じて二重相場制を維持した。欧州共同体（EC）で資本取引が完全自由化されるのを契機に、ベルギーもこれを廃止した。

日本の金融改革・自由化は1980～90年代を通じて実施されたが、金融当局は市場を海外と国内に区分して、海外での円建て金融自由化を先行させた。国内での金融自由化は、規制に守られた銀行・証券・保険業界の利害対立などから遅れ、金融業務の海外流出につながった。例えば、日本の大手商社は円建社債を発行するのに、コストが高く手続きが煩瑣な東京市場を避け、ロンドン市場を積極的に利用した。1995年のある調査によれば、外国金融機関の47%が東京市場を「実態面で自由化・国際化にほど遠い」と評価し、「満足している」は0%だった。根本的な金融改革は1998年のいわゆる「金融ビッグバン（Big Bang）」まで待たなくてはならなかった。この国内金融改革の遅れが、現在に至って円の国際化の停滞と東京国際金融センターの地盤沈下を招いた一因である。

5. 香港オフショア市場は短期の暫定措置

中国が国際通貨制度の改革に積極的役割を果たそうとするならば、人民元を早期に国際通貨の地位に引き上げる必要がある。「国際通貨」は、(i) 単一の

為替相場で、(ii) 世界の国際金融センターで自由に取引される通貨である。本年7月以来、人民元はこのいずれの条件も満たしていない。

人民元の二重相場制を解消するには2つの方法がある。第1は、あらゆる取引を対象に、海外銀行のCFETSへの直接あるいは間接的アクセスを認めることである。人民元は上海相場に収斂するだろう。第2は、CFETSを廃止し、中国国内の為替取引を香港など国際金融センターと同じ方式(民間情報ネットワーク)に揃えることである。人民元は、上海相場主導で世界の金融センターで売買されることになろう。

香港オフショア市場は、人民元国際化の過程において、短期間の過度的措置として位置づけられるべきである。中国は、金融改革に積極的に取り組み、国内市場の順序立てた対外開放を推し進めなければならない。上海は国際金融センターとなり、香港の独占的オフショア市場の地位はなくなるが、これまでの実績に裏付けられた、その相対的優位性は保たれるだろう。

以上

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 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

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