

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs
公益財団法人 国際通貨研究所

香港におけるオフショア人民元市場

～現地視察レポート～

公益財団法人 国際通貨研究所
前総務部長
佐藤 真

要旨

- ・香港のオフショア人民元（CNH）市場は、2010年に香港で人民元口座開設が自由になって以降、順調に拡大し、現在では預金残高は約6,000億元、スポットの一日あたりの取引量は20～30億ドル程度にのぼり、流動性のある市場が形成されている。
- ・この市場は、香港金融当局、中国の国有銀行や中国資本企業などがそれぞれの役割を果たすことにより、オンショアとの連動性を維持し、原則として自由に取引できるオフショア市場としてうまく機能している。
- ・今後も、人民元取引は段階的に自由化されていくことが予想されるが、資本取引の自由化にはまだハードルも多く、オフショア市場のより一層の規模拡大には時間がかかろう。

1. 香港人民元市場の発展と特徴

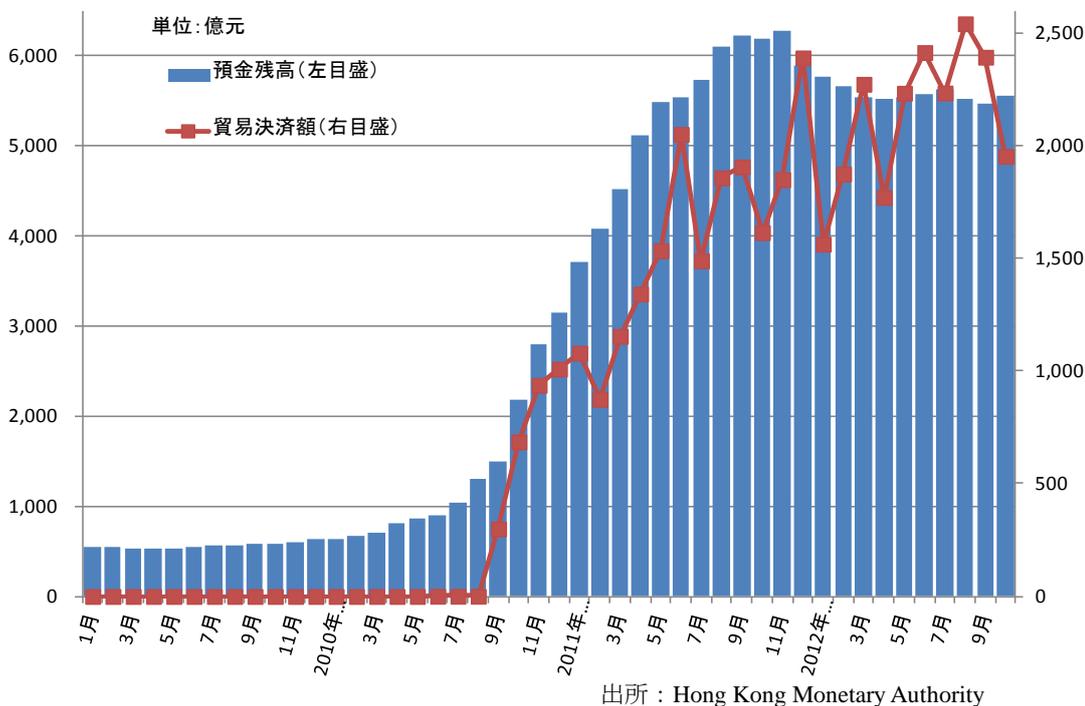
中国人民元の国際化は、中国政府により漸進的に実施されてきている。地理的にも中国本土に近く、アジアの金融センターである香港において、2004年に人民元のオフショアセンターとして香港居住者の個人預金口座開設を認めたことを皮切りに取引の拡大が図られてきた。そして2009年にクロスボーダーで人民元貿易決済が開始され、中国銀行（香港）が人民元の決済銀行（Clearing Bank）として業務を開始、さらに2010

年7月に香港での人民元預金開設が自由化され、貿易取引以外でも中国国外での人民元決済が自由化されたことにより、オフショア人民元（CNH）市場が一挙に拡大した。

中国政府は、国際化の一環として人民元建ての貿易決済を奨励してきたが、輸出よりも輸入決済を先行させてきた経緯にある。この結果、貿易黒字がありながら人民元による対外貿易支払いを通じて人民元が国外に流出した。オフショア人民元は、オンショアよりも高い相場で取引されていたことも、オフショアでの人民元売りを促した要因であろう。こうした資金が国外に蓄積されることにより、中国国外で保有される人民元資金が増加し、オフショア市場の人民元流動性が潤沢となり、市場が拡大した。

図1の通り、2010年から増加傾向を見せていた人民元建てのクロスボーダー貿易決済額と香港における人民元預金残高は、2011年に入ると急増した。香港での人民元貿易決済額は、2010年初は月間10億元未満だったものが、2011年初は1,000億元、2012年夏には2,500億元超まで増加、人民元預金残高も2011年第3四半期には6,000億人民元を超える水準にまで増加している。

図1 香港の人民元クロスボーダー貿易決済額と人民元預金残高の推移



人民元に限らず、途上国では対外取引の自由化が達成されておらず、当該通貨に為替規制、資本規制が存在する。この場合、これらの規制に直接縛られる居住者がアクセスするオンショア市場（国内）と、規制が直接及ばない非居住者がアクセスするオフショア市場（海外）が併存し、それぞれで市場取引が行われることになる。通常、これら

の規制は、非居住者により自由に取り引されるオフショア市場の国内政策への悪影響を排除するために実施される。厳格な規制が存在する場合には、オフショア市場が形成できない、あるいは形成できてもオンとオフで一物二価あるいは流動性が著しく乏しい市場となるなど、健全な金融市場の育成が阻害されるケースが少なくない。

しかし、人民元においては、一国二制度という独特の体制をもつ香港の地位を活用することにより、他ではあまり例を見ないオンとオフの間とも呼べる独特のオフショア市場が形成されている。その特徴として以下の点が挙げられる。

- ① 決済機関はオンショアでは中央銀行で、オフショアではコルレス銀行間で自由に行われるのが一般的であるが、香港の CNH には、当局の管理のもとで集中決済する唯一の民間金融機関＝中国銀行（香港）が存在する。
- ② 香港の通貨当局である香港金融管理局（HKMA : Hong Kong Monetary Authority）がオフショア人民元資金市場の安定と決済の確実性を確保するために、金融機関への流動性供給を行うほか、流動性比率、ネットポジション枠などのルールを導入するなど、管理監督機関の役割を果たしている。
- ③ その結果、同一通貨でありながら、オンショア人民元（CNY）と CNH と色分けされた 2 つの市場が存在し、政治体制と類似した一通貨二制度というべき管理体制が構築され、オンショアとオフショアの資金の流れが、規制に適合するようにコントロールされている。
- ④ 一般に、オフショアへの流動性供給やオン－オフの市場裁定などの機能はもっぱら市場へのアクセスをもつ銀行が担っていた。しかし、人民元の場合では、資本取引を制限しつつ貿易取引を中心に国際化を推進することから、オン－オフ両方の市場へアクセスできる貿易関係の中国実需企業あるいは中国資本の金融機関などが担う。このため、中国当局の政策を反映しやすいオフショア市場が形成されている。

中国の経済発展段階で、貿易や投資のゲートウェイとして機能してきた香港が、金融においてもその独自性を発揮することにより、自由な市場でありながら、中国政府の意向を反映した為替市場、資金市場を作ることに見事に成功している。

2. 為替市場

現在、人民元の為替市場は、3 つが併存する状態となっている。まず、中国国内で取引されるオンショア人民元（CNY）、香港で決済されるオフショア人民元（CNH）、そ

して 90 年代のオフショア人民元創設以前から取引されてきた人民元決済を伴わない CNY NDF (Non-deliverable Forward) である。このうち、CNH と CNY NDF は、香港で自由取引されている一方、CNY は中国国内で通貨当局の管理下で取引されている。

非居住者は直接中国本土の CNY 市場へアクセスできないが、一国二制度の香港からは、中国銀行 (香港) が例外的に、一定の制限のもとでアクセスすることが可能である。このオンショア市場へのアクセスや中国と香港にオフィスを構える中国資本などの商社による実需取引 (ラインボイス) を媒介にして、これらの 3 つの為替レート間で裁定が働き、中国国内での CNY とある程度連動した相場が、オフショア市場で形成されている。

中国国内の CNY 相場は、中国人民銀行 (PBOC) の基準レート±1.0%の値幅制限があり、当局によりコントロールされているが、CNH 相場は、市場における需給関係に基づき値幅制限もなく、自由に決定される。そのため、CNY と CNH の価格が大きくかい離れた時期も過去に何度かあったが、最近ではほぼ同じ水準で取引されている。市場関係者によれば、CNH のスポット市場では一日 20 億ドルから 30 億ドルの規模で取引され、十分な流動性があり、また、フォワード市場も 1 年物まで問題なく取引ができる規模になっている。ここで CNY と CNH の連動性について検証してみる。CNH と CNY のスポット相場の推移は、図 2 に示してある。



出所：Bloomberg

2010年7月にCNHが本格的に立ちあがってからしばらくの間は、人民元の先高観とCNHの希少性（不足）からCNHがCNYに対して大幅に割高となる水準で推移した。この割高なCNHに目をつけた輸入業者が、オフショア市場でドル買い人民元売りを行ったことからオフショアに人民元が供給され、CNHの割高観が解消されるとともに、香港における人民元預金残高が急増した。その後も、CNHがCNYより小幅プレミアムとなる状況が続いていたが、2011年秋に突然、CNHが値を下げてCNYより安くなる逆転現象が生じた。

この背景は以下の通りと考えられている。人民元の先高観が強い中で輸入業者や裁定機会をもつ金融機関などが、人民元NDF市場で割安となった先物のドル買い（割高の人民元売り）ポジションを積み上げた。NDFの期日には、実需決済用のドル買いCNY売りを中国銀行（香港）で行って決済をし、鞘を抜こうと目論んでいたが、同行のCNYの使用枠が上限に達したと伝えられ、当初見込んでいたCNYによる決済ができなくなる恐れが生じた。こうした事態にあわてた市場参加者が、NDFポジションのヘッジとしてCNH市場でドル買い手当てに殺到した。

オフショアからオンショアへのアクセスが部分的にしか行えず、制限があることを思い知らされた市場参加者は、その後、行き過ぎた価格での取引を避けるようになったとも見られる。現在ではこの3つの為替レートは、完全な裁定相場にはなっていないものの、ある程度までは連動する形で価格形成がされている。

実際に中国と貿易取引を行っている事業法人にとっては、香港市場と中国国内の価格差をうまく利用することにより、より有利な人民元ヘッジが可能となっている。これが香港のCNH市場を形成する原動力となっているといえることができる。

3. 資金・証券市場

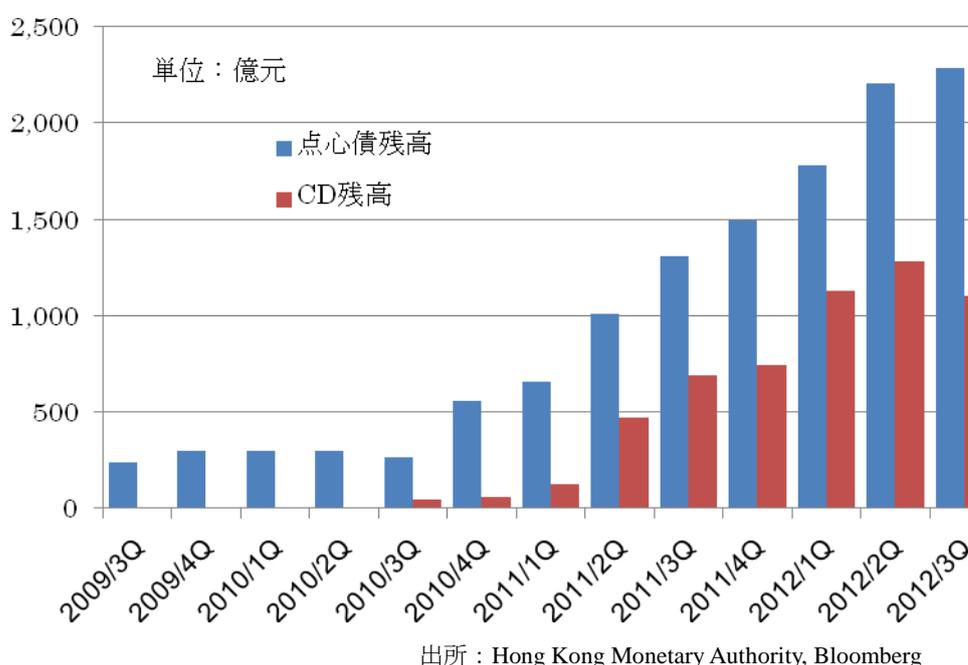
香港におけるオフショア人民元（CNH）総預金量は、2010年より急激に拡大し、2011年11月末に6,135億元のピークを付けたあとは、5,000億元後半で横ばいとなっている。

人民元預金が自由化された後は、成長力のある中国経済や人民元先高観などから人民元建て預金を保有したい個人投資家あるいは、中国向けの輸出代金を人民元で受け取る法人などが積極的に預金残高を積み上げたと見られる。しかし、その後、こうした需要が一巡したことや人民元の上昇が止まったこと、さらには、人民元建ての直接投資ルールの明確化や人民元建て輸出決済の拡大策がとられたことなどオフショア市場からオンショア市場への人民元還流ルートが拡大したことなどが、残高頭打ちの背景にあると

考えられる。

一方、残高自体は伸び悩みにあるものの、香港での人民元預金取引の拡大により人民元建ての金融商品のニーズは、むしろ高まる傾向にあり、インターバンクの資金取引高は、その後も拡大している。すでに地場銀行では、ATM で人民元での現金引出しのサービスを行っており、香港における人民元取引は一般化し、金融全般に浸透してきている。また、譲渡性預金（CD）残高や点心債の残高は引き続き拡大しており（図3）、資金取引の高度化という点では発展段階に入ってきているといえる。

図3 点心債残高とCD残高の推移



銀行の預金および貸出取引については、ターム物から5年などの長期についても可能である。しかし、貸出については、CNHの中国国内への持ち込みが、規制によって制限され、中国当局の許可が必要であることから、その規模は預金取引に比べて小さいようである。また、点心債の発行も、オフショア市場の金利上昇によりそのメリットが減少したこと、オンショアへの資金持ち込みに関する規制や中国国内での資金調達が容易であることなどの理由から期待されたほど広がりを見せていない。

デリバティブ取引についても金利スワップ（IRS）取引が拡大しつつあるが、LIBORやTIBORのような指標金利が創設されておらず、これが市場拡大の障害となっている。こうした状況を受けて、香港トレジャリー・マーケット・アソシエーション（Treasury Market Association）は、WEB上で参照レート提示を開始した。

今後も香港における人民元の金融ビジネスは、官民が一体となって多様な金融商品やサービスが提供されて、現地金融機関の大きな収益源となることは疑う余地はほとんどなかろう。

しかし、資金市場には課題も多い。為替市場は比較的連動性が強いものの、オフショアの資金取引は、オンショアとのパイプとして、決済銀行となっている中国銀行（香港）銀行が圧倒的な地位を占めており、金利裁定は働きにくく、金利決定メカニズムに不透明な部分が残る。

オフショア金利は、市場の創設以降、為替相場の安定とともに落ち着いた推移が継続している。しかしながら、オフショア市場である CNH は、金利水準のアンカーとなる政策金利がなく、ラストリゾートとしての中央銀行もないために、為替相場や貿易収支などの動向で先行き見通しが大きく変化した場合には、ボラティリティが急激に上昇することも排除できない。現在はオフショア資金が余剰の状況であり、CNH の金利はオンショア人民元（CNY）に比べて引き続き低い水準で安定してはいるものの、中国経済の状況次第ではこの環境が大きく変動する可能性も否定できない。

HKMA は、CNH の資金流動性を補完するスキームとして、2012 年 6 月にオフショア人民元決済流動性ファシリティを創設した。これは、中国人民銀行との間で締結している通貨スワップ協定に基づくもので、このスワップ協定は 4,000 億元の規模となっている。現在の預金残高が 6,000 億元程度であることを考慮すれば、CNH の資金流動性を確保する上では、十分な規模であり、有効な対策として評価できる。

オフショアの為替市場と資金市場は、相互に依存しあうものであり、香港における人民元市場が着実に安定してきているのも、両方のマーケットがうまく機能していることが背景にあるといえる。

4. 課題と展望

ここまで見てきたように、中国政府は、香港市場において一国二制度をうまく活用することで、国内の資本規制、為替規制を残しながら、経常勘定での国際化をかなりの程度実現しているといえる。一方で、香港も、人民元の国際化というビジネスチャンスをつかみ、そのオフショアセンターとして他に真似のできない機能を提供し、国際金融市場としての存在感を示している。現在までの人民元国際化は、双方にとって、WIN-WIN の状況にあるといえよう。

しかしながら、課題も多い。人民元取引は、資本取引のみならず、経常取引もエビデ

ンスの確認など制限が多く限定的であり、いまだ十分に厚みがあり、弾力性に富む為替や資金市場を形成するには至っていない。また、貿易決済額や預金残高も頭打ちとなってきた。市場取引の拡大には、中国本土では提供できないオフショアならではの金融商品を提供し、投資家や一般事業法人のニーズを満たすことである。それを実現するには、資本勘定のさらなる自由化がカギになろうが、中国国内での資本、為替規制の撤廃は、中国国内への影響が大きいだけに短期間に行えるものでもない。

また、ドルやユーロなどの主要通貨が不安定な状況となっている中で、アジアの中での準備通貨あるいは決済通貨として人民元への期待は大きい。オフショア市場の利便性が高まっているとはいえ、オン・オフの障壁はまだ高く、そこに至るにはまだ相当時間がかかると見ざるを得ない。

こうした状況下で、人民元国際化を含め地域金融市場の発展への貢献という点から日本あるいは円に期待される役割は大きい。まず、人民元市場の拡大という点においては、中国最大の輸入相手国である日本の経常取引を取り込む余地はかなりある。中国との貿易においては、ドルがまだ相当程度使われており、これを人民元建てあるいは円建てにシフトさせて、アジア域内通貨で決済されるようになれば、アジア域内金融市場の安定化、活性化という点でその意義は大きい。

本年（2012年）6月より日中両国で日本円と人民元の直接為替取引が開始されたが、取引量は期待したほど伸びていないようである。その背景には、日本からオン・オフの為替市場へ直接アクセスが制限されているほか、人民元の為替決済や預金勘定の制限など非居住者にとって使い勝手が悪いことなどがあろう。本稿で述べたように香港のオフショア機能を活用し、さらに円決済との連携をもたせるなどのサービスを提供することは、投資家や一般事業法人の利便性を高めるとともに東京市場の活性化にもつながろう。

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 2012 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

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