



(2011 年第 2 号)

2011 年 06 月 17 日

人民元市場の内外分離政策と「管理された」国際化

～国際金融秩序への挑戦～

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

要約

①中国が採ろうとしている元の国際化戦略は、元市場の内外分離策であり、香港オフショア市場を実験の場としている。元建ての実需取引円滑化と、元に対する投機的資本取引の抑制を図りつつ、自国の対外決済における過度のドル依存体質からの脱却を目指すものである。元市場の内外分断政策は、国際化による国内金融の攪乱を回避するための現実的な妥協策と考えられる。

②中国政府は、時期は明示していないが、元を完全な交換性を持つ通貨、すなわち国際通貨にする目標を掲げている。政府の強い管理志向と通貨政策 3 原則に鑑みると、元市場の内外分離策は、実需と投機取引を区分して元の国際化を推進しようとする政策意思の表れとも解することができる。資本規制の一定部分を投機抑制のために維持しながら、人民元を「管理された」国際通貨にするという新しい試みではなかろうか。

③「管理された」国際化を進める上で、取り組むべき課題は多い。完全な通貨交換性との関係、内外分離政策の費用対効果、国内金融改革・金利自由化との関係、複数為替相場・金利の問題などである。成功の暁には、ドル、ユーロ、円など従来の国際通貨の既成概念を破ることになるだろう。国際金融秩序への挑戦であり、パラダイム・シフトを意味する。

I. 人民元決済の進展と香港オフショア市場

(1) 元貿易決済から元経常・資本取引決済へ

人民元国際化の一環として 2009 年 7 月、貿易の元決済の試行が開始された。中国の対外貿易取引における元決済は、年末までの実績は 30 億元にとどまったが、2010 年第 3 四半期から大きく増加し、2010 年の年間実績は 5063.4 億元（貿易総額の 2.5%）となり、2011 年第 1 四半期には貿易総額の 7%を超えた。元決済は、貨物・サービス貿易とその他経常取引を対象とするだけではない。10 月には新疆ウイグル自治区で元による直接投資が試行され、2011 年 1 月中国人民銀行（以下人民銀行）は、対外直接投資の元決済試行を正式に通知した。

ここで注目すべき点は、2011 年 3 月までの元貿易決済の実績で輸出が全体の 1 割に満たないことである。対外支払い（輸入、サービス支払）が圧倒的で、対外受取（輸出、サービス受取）は僅かである。元が切上げ傾向にあるなかで、本来は輸出業者が元決済を切望し、輸入業者は外貨決済を選好するはずであるが、これまでは逆の現象が生じている。

この原因として第一に、増値税還付手続きの関連で貨物輸出はパイロット企業に限定されたことある。第二に、輸入はすべての企業が対象となったことに加え、貿易相手企業との交渉力の問題が考えられる。第三に、2010 年 7 月から香港オフショア市場が本格的に動き出し、オフショア市場独自の人民元相場（CNH 相場:上海市場に比べて対ドル元高）が形成されるようになったことが挙げられる。すなわち中国の輸入企業が香港の同一グループ企業に対して元で決済し、さらにグループ企業が割安なドルを香港で購入して対外決済をするケースが広がったと考えられる。いわば二重為替相場を利用した裁定取引である。

(2) 香港オフショア市場業務が本格化

2004 年に始まった香港における人民元業務は、第一期個人預金中心の小売業務から、2007 年中国国内金融機関による元建て債券発行により資本市場業務を含む第二段階に入った。2008 年末国務院は「金融 30 条意見」で香港での人民元業務発展の支援を表明、2009 年 7 月中国銀行（香港）が貿易の元決済・清算銀行に就任し、香港は対外貿易の元決済の中心的役割を担うこととなった（第三段階）。2010 年 7 月以降は、資産管理など人民元オフショア業務が本格化する第四段階にあるといえる。

これまで中国の貿易元決済の相手国地域は圧倒的に東アジアであり、なかでも香港のシェアは 2010 年 70%を超えた。逆に香港の対中貿易（再輸出を含む）に占める元決済の比率は、筆者の試算によると 2010 年第 4 四半期 37.6%に達している。香港で貿易に従事する中小企業の 37%がすでに元決済の実績があると

の報告もある。香港・中国間の貿易に限れば急速に元建化が進んでいる。

2010年7月人民銀行と香港金融管理局（以下HKMA）は、香港での人民元業務の拡大に合意した。この結果、①企業の元口座開設、②企業の元借り入れ、③元の銀行口座間での資金振替、ならびに④銀行による元建て金融商品の取り扱いが自由化された。8月香港の元清算銀行および貿易元決済参加銀行などは、国内銀行間人民元債券市場への投資が認められた。

元建て預金残高は2011年3月末4510億元と10年初の7倍となった。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、法人向けに元貸出しが行われ、社債、投資ファンド、保険商品などが売り出されている。いわゆるディムサム（点心）債と呼ばれる元建て債は、仕組み債（元建外貨払い債など）を含め多数発行されている。解禁以降ホープウェル高速道路（Hopewell Highway）など民間債、大手銀行による金融債、中国の国債、国際機関債が発行され、毎日200百萬元の債券が売買されている。

銀行間の元取引も開始された。香港で元資金の受け払いが行われる外国為替市場が成立し（それまでは資金決済を伴わない先物取引NDFだけ）、2010年7月以来直物・先物為替の規模は5～6億ドル/日に成長した。銀行間で元を貸し借りする資金市場も徐々に形成されている。中国国内では試行段階だった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。2011年に入ると中国銀行（香港）が元建債券現先売買（レポ取引）を開始、4月には元建てREIT（不動産投資信託）が上場され注目を集めた。

2010年夏以降、香港市場は元建て金融商品の実験場の様相を見せているが、流通市場の流動性が乏しいため、実際の取引活性度は低いと言われる。人民元のオフショア金融・資本市場は、本格的離陸に向けて試行している。

図表 1. 香港人民元オフショア市場の動き

第一期	2003年6月	香港・中国間で経済貿易緊密化協定（CEPA）締結。
	2004年2月	香港住民は人民元預金開設可。人民元の両替可。中国・香港間人民元送金可。
	2005年11月	特定法人の人民元預金解禁。香港住民による広東省内での消費財購入の際の人民元小切手振り出し可。
第二期	2007年7月	香港で中国金融機関人民元債券発行。第一号中国開発銀行50億元。
	2008年12月	国務院「金融30条意見」：香港人民元業務の発展支援。
	2009年1月	人民銀行・HKMAが2000億元3年通貨交換協定締結。
第三期	2009年7月	人民元貿易決済開始。中国銀行（香港）が人民元清算（clearing）銀行。
	2009年9月	香港で人民元国債60億元発行。
	2009年秋	中銀集団人壽保險有限公司が人民元保険商品販売開始
	2010年2月	HKMAが人民元業務ガイドライン発表（本土還流しない限り取り扱いは自由）。

	2010年6月	人民銀行が人民元貿易決済対象地域拡大を通知。
第四期	2010年7月	人民銀行とHKMAが香港人民元業務拡大協定に調印。 Hopewell Highway 人民元社債発行。 CITIC Bank International (CBI) 人民元CD発行。 RMB/USD直物為替取引成立 (CNH6.7650、同日 CNY6.7802)。
	2010年8月	人民銀行が海外銀行の中国国内銀行間債券市場投資試行を通知。 海通国際証券集団が人民元投資信託発売。
	2010年10月	人民元為替オプション、金利スワップ (IRS) 成約。 国際機関債 (ADB、12億元、10年、2.85%) 発行。 中国銀行 (香港) が貿易関連人民元決済枠 (80億元) 到達。 HKMAが緊急流動性を提供。CNH相場がCNY比2.5%高へ乖離。
	2010年11月	中国国債 (2、3、5、10年) 合計80億元発行
	2010年12月	HKMA 人民元貿易決済運用厳格化と為替ポジション規制通達 (CNH相場下落)。
	2011年1月	人民銀行が対外直接投資の人民元決済試行を通知。 外貨管理局上海分局が海外銀行・企業の対国内企業人民元貸付手続を通知。
	2011年2月	中国銀行 (香港) が人民元レポ (債券現先売買) 取引開始発表。
	2011年3月	人民銀行は元貿易決済全国拡大、外準組入要請応諾、対内直投元決済検討を発表。 12・5計画「香港の人民元オフショアセンター及び国際資産管理センターとしての発展を支援」(第57章)
	2011年4月	人民元建て REIT (不動産投資信託) 上場。
	2011年5月現在香港市場 CNH 金融商品取引活性化度 (資料: Standard Chartered Research)	
直物為替: 1,000百万\$前後/日。先物為替スワップ: 500百万\$/日。金利スワップ: 0-100百万元/日。ディムサム債売買: 200百万元/日。ディムサム債残高5月末: 1250億元。銀行間資金取引: 乏しい流動性。		

(注) 斜体文字は香港オフショア市場に影響が大きい中国の金融・資本関連措置。

(出所) 筆者作成。

II. 上海・香港の外国為替市場と人民元の国際流動性

(1) 上海外国為替市場

2005年7月の人民元相場制度改革以降、2008年7月～2010年6月の2年間を除き(対ドル固定)、元は通貨バスケットを参考に管理変動相場制のもとで運用されている。人民銀行は、日常的に市場介入することにより、元相場の大幅な変動を抑え、「合理的な水準における基本的安定を維持」している(人民銀行「2011年第1四半期貨幣政策執行報告」)。

現在中国で運営されている外為市場は歴史が浅く、人民銀行が1994年上海に

設立した外貨取引センター（中国外匯交易中心）が、全国主要都市のサブセンターを China Foreign Exchange Trade System（以下 CFETS）と呼ばれるオンライン取引システムで結んで運営している。CFETS は、外国為替取引システムに加え決済と清算機能を持つだけでなく、人民元の銀行間資金貸借と証券取引のシステムも提供している。

上海外為市場は、世界の主要市場とは異なる制度面での特徴を備えている。第一に、中央銀行がシステム運営をする官製市場であり、人民銀行はすべての為替取引の明細（当事者、金額、相場など）を把握できる。第二に、参加者が原則国内居住者に限定され（商業銀行・金融会社など約 300 社）、海外からは中国銀行のみ直接参加している。一般の非居住者（海外）銀行は、国内コルレス銀行を通じて間接的に参加する。第三に、為替取引は銀行相互の相対取引（OTC 店頭取引）と外貨取引センターが相手となる取引（「競価取引」）が認められるが、資金決済は CFETS を通じて国内で行われる。人民元は人民銀行、米ドルは中国建設銀行、ユーロなどその他外貨は中国銀行の国内口座を使って決済される。第四に、通貨当局が厳しい規制を課している。例えば、国内銀行の非居住者銀行との為替先物取引禁止、元買持ちポジション禁止、外貨借入限度額設定、非居住者銀行との間での年間元累積売却額制限、為替取引の実需原則などがある。

図表 2. 上海市場および主要外国為替市場の特徴

通貨売買シェア (%)	市場規模 (億ドル) と取引相手方内訳 (%)								市場取引の自 国通貨比率: %
	2007	2010	2010	規模*	金融機関	顧客	居住者	非居住者	
人民元	0.5	0.9	上海	19.8	28.4	71.6	82.2	17.8	元対価 79.3
香港ドル	2.7	2.4	香港	237.6	94.9	5.1	13.0	87.0	HKD 対価 30.6
米ドル	85.6	84.9	ニューヨーク	904.4	88.2	11.8	39.5	60.5	USD 対価 86.8
ユーロ	37.0	39.1	ロンドン	1853.6	90.2	9.8	27.7	72.3	£ 対価 17.8
円	17.2	19.0	東京	312.3	85.5	14.5	29.7	70.3	円対価 79.7

（出所）Triennial Central Bank Survey, BIS, 2010 に基づき筆者作成（相手方内訳の対象取引は直物、先物、スワップの合計）。

*市場規模は 2010 年 4 月の 1 日当たり平均売買高。

この結果、世界の主要市場と比較し上海市場は、中国の経済規模に比べて取引高が極めて少ない。他方、一般顧客の裏付け（実需）のある為替取引の比率は、他市場に比べ圧倒的に高い。主要国際通貨の貿易取引に対する為替取引の倍率は、2010 年 4 月ドル約 240 倍、円約 140 倍であり、大部分が資本取引であるのに対し、厳しい資本取引規制のもとにある人民元は約 3.5 倍に過ぎない

(2011年2月9日付日本経済新聞)。

(2) 香港外国為替市場

香港は、中国へのゲートウェイであり自由貿易港として、かつ為替管理のない国際金融センターとして繁栄している。外国銀行を中心に金融機関 200 社余りが営業拠点を有する世界有数の外為市場である。市場参加者の大部分が非居住者（香港地場銀行以外の外国金融機関）で、為替取引の 95%は売買利鞘を目的とする資本取引である。通貨当局による一般的な為替取引規制はなく、唯一例外として元の持高規制が 2010 年 12 月導入された。

香港市場の強みの一つは、資金決済システムで、香港ドル、米ドル、ユーロおよび人民元の 4 通貨について即時グロス資金決済 (RTGS) が可能である。元だけは中国銀行 (香港) での決済・清算が義務付けられているが、その他通貨では地場指定銀行 (米ドルは香港上海銀行、ユーロはスタンダード・チャータード銀行) に加え、ロンドンの CLS 銀行 (決済リスク軽減のため大手銀行が主要国中央銀行の協力を得て設立した決済専門銀行) の利用など、商業銀行は弾力的な資金決済方法を選択できる。

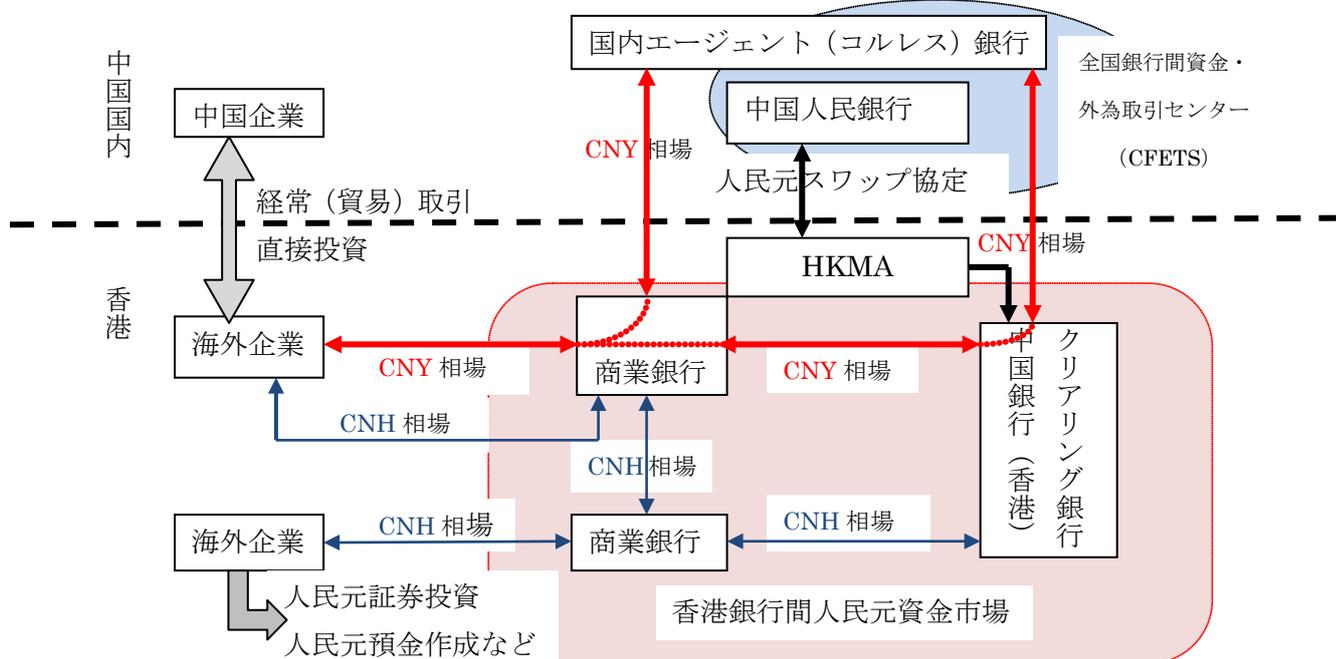
2010 年 7 月商業銀行による人民元の為替売買は自由化され、為替相場も自由に香港市場で決まることとなった (自由変動相場制)。元高を見込む市場参加者は、投機目的で元を購入し、銀行口座に預け入れることが可能となった。一方、上海市場の元相場が適用される人民元決済・清算銀行 (中国銀行) と商業銀行との間の為替売買は、対中貿易など合法的な経常・資本取引の決済に限定されている。取引の種類により為替決済の経路が異なり、その結果適用相場も異なることから、元は事実上二重 (複数) 相場制の状態にある。

一つは上海市場で決定され、人民銀行が管理する為替相場 (略号 CNY) で、国内相場ないし公式相場と呼ぶことができよう。国内相場 CNY は、中国のすべての合法的対外取引—輸出入、サービス貿易など経常取引と直接投資、証券投資など資本取引—に適用される。香港で国内相場 CNY を適用する場合、銀行は顧客から取引の裏付けとなる船荷証券写しなど証拠書類を徴求しなければならない。

もう一つは、香港市場で自由に決まる為替相場 (略号 CNH) で、国外相場ないしオフショア相場である。国外相場 CNH 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に適用される。国外相場は、国内相場に比べこれまで概ね対ドル元高で、2010 年 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。2010 年 12 月 HKMA は、元貿易決済の運用基準を厳格化する通達を出した。これにより商業銀行は元ネット為替持高の縮小を余儀なくされ、CNH 相場と CNY 相場の乖離幅は縮小した。それでも 2011 年 4 月下旬の

相場は1ドル CNY6.52元に対して CNH6.49元と二重相場は続いている。

図表3. 香港オフショア市場（為替資金）の仕組み（2011年3月現在）



(注) ←→ 矢印は為替取引を表す。CNY相場は上海市場 (CFETS) で、CNH相場は香港オフショア市場でそれぞれ決まる人民幣相場。(出所) 筆者作成。

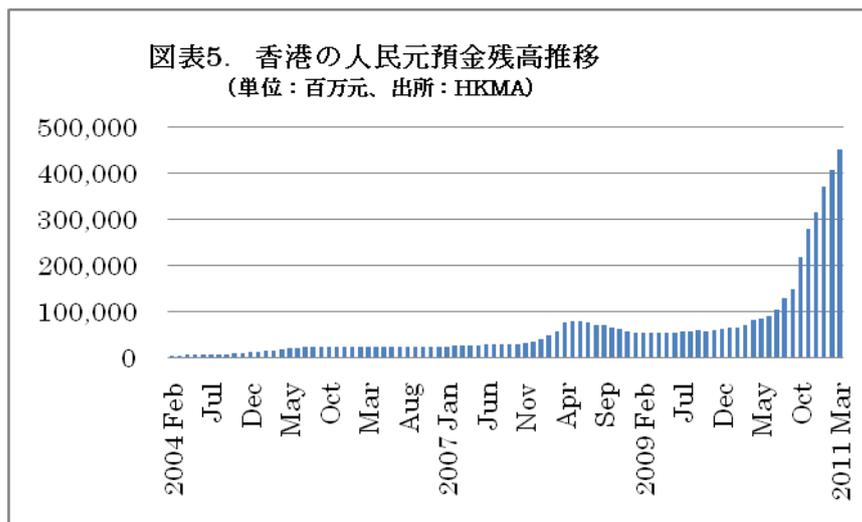
(3) 人民幣の国際流動性

将来的に元が国際通貨の仲間入りをするには、元の国際流動性が中国の経済規模をある程度反映するまでに増加する必要がある。ドル・ユーロの国際流動性の残高は発行国・地域のGDPに匹敵する(円は約20%)。国際流動性とは、一義的に国際決済銀行(BIS)の銀行統計で使われる銀行のクロスボーダー資産・負債ないし貸出・預金残高としてとらえることができる。広義には国際債も含めることができよう。

図表4. 国際流動性の規模

単位：10億ドル 出所：BIS	対非居住者預金残高		国際債残高	
	2009年末	2010年末	2009年末	2010年末
米ドル	12,243	12,698	9,421	10,499
ユーロ	9,424	9,007	12,378	11,791
円	922	1,022	694	762
その他通貨	5,539	5,735	3,564	3,699
合計	28,128	28,462	26,057	26,751

本稿では人民元の国際流動性を非居住者が国内外で保有する元預金と定義する。従来から非居住者（個人）は中国国内の銀行に元預金口座を開くことができるが、残高を国外に送金することは制限されている。従って、非居住者国内元預金は現状まだ完全な国際流動性とは言い切れないが、制限は緩和の方向にある。中国国外での非居住者元預金は、2004年以降香港で可能となり、2010年夏以降は世界各地の銀行で元預金口座が開設されている。



2010年7月以降、香港の元預金は急増している。預金の増加要因としては、香港居住者の両替や中国からの観光客支払いに加え、対中輸出代金（中国の輸入）の元による受取り、さらに元切上げを見込む海外投資家の元預金設定などを挙げることができる。さらに2010年末にかけて中国の元建て対外直接投資の試行にともなう元資金が流入した可能性もある。他方、ディムサム債や元建て投資信託、中国国内銀行間人民元債券市場など投資対象の多様化とともに、銀行の元預金運用先が以前より増え、それと共に元資金の一部は中国国内に還流している。香港の対中輸入取引（中国の輸出）の元決済も国内還流の主要経路である。幾つかの民間金融機関は、2013年までに香港における元の流動性（預金と債券残高）が2兆元に達すると予測している。

今後中長期的に、世界的な人民元の国際流動性の規模は、中国の経常取引の元決済動向、資本取引の元決済動向、および海外の商業銀行による元の信用創造という三つの要因に左右される。

第一の経常取引に関し、中国の貿易収支（貨物とサービス）、所得収支は黒字基調が予想されることから、元の対外供給は限定的であり、近隣諸国など地域的に偏在するだろう。

第二の資本取引に関しては、直接投資・証券投資・銀行貸付など、対外債権

債務が両建てで発生し、中国のネット対外資産負債ポジションに影響しない。元建ての起債・銀行貸付と預金設定の組合せ、元建ての政府借款のように債権債務ともに人民元の資本取引が考えられる。あるいは外貨両替による元預金、元資金による海外企業買収、中央銀行間の通貨スワップ協定など債権債務の一方だけが元資金の取引もある。すなわち資金取引の種類と規模によって元の国際流動性の増減形態は異なる。中国の資本取引規制は段階的に緩和の方向にあり、今後の資本自由化の進め方が元の国際流動性の規模を決定づけることになる。

第三の信用創造に関し、その規模は海外における商業銀行の元建て融資の活性度に依存する。香港のように元預金に対し最低 25%準備金積立を義務付ける場合と規制のない地域では、信用乗数は異なる。元建て融資に対する需要の有無にもよるだろう。香港の預金準備率が高く、元が切上げ傾向にある現状、元の信用創造は多く期待できない。

図表 6. 人民元国際流動性^{*1}の増減要因

	増加要因	減少要因	備考
経常取引元決済	1.中国輸入代金支払 2.役務代金支払（旅行・手数料等） 3.配当・利息支払 4.資産贈与支払	1.中国輸出代金受取 2.役務代金受取 3.パンダ債・元貸付利息受取 4.華僑送金受取	対外支払が受取を上回る（下回る）金額だけ、中国の元建て対外債務が純増（減）。
資本取引元決済	1.対外直接投資 ^{*3} 2.対外証券投資 ^{*4} 3.非居住者起債（パンダ債）の代金海外送金 4.非居住者元預金設定（国内・海外） 5.国内銀行の対非居住者貸付 ^{*5} 6.非居住者の対居住者元貸付回収 7.人民銀行の通貨スワップ協定実行 ^{*6} 8.国内銀行の対海外銀行元売却（ネット累積売却限度枠使用 ^{*7} ）	1.対内直接投資 2.対内証券投資 ^{*9} 3.非居住者起債（ディムサム債）の代金国内送金 4.非居住者元預金引出（国内・海外） 5.国内銀行の対非居住者貸付回収 6.非居住者の対居住者元貸付 ^{*10} 7.人民銀行の通貨スワップ協定返済 8.国内銀行の対海外銀行元買入（ネット累積	資本取引の場合、中国の対外債権・債務両建ての形で増減。元の両建て（起債・貸付等）、元・外貨の両建て（外貨で元預金設定、元でM&A等）あり。

	9.元建政府援助供与 ^{*8}	売却限度枠返済) 9.元建政府援助回収	
信用 創造	元預金原資に海外銀行 が対非居住者貸付	同回収	規模は元預金準備率（2011 年 香港 25%）・信用乗数に依存。

- *1 国際流動性は非居住者が国内外で保有する人民元預金と定義。（筆者作成）
- *2 2010 年 6 月 17 日人民銀行等（銀発[2010]186 号）
- *3 2011 年 1 月 6 日人民銀行[2011]1 号
- *4 将来的に国内から「ディムサム債」投資。
- *5 対銀行：元預金残高の 1%、期間 1 ヶ月限度。対事業法人：貿易金融限定。
- *6 2011 年 4 月末 10 カ国（8,292 億元）締結済。
- *7 国内銀行全体で約 500 億元と推測（中国銀行香港 2011 年第 1 四半期 40 億元）。
- *8 アンタイト援助が条件
- *9 2010 年 8 月 16 日銀発[2010]249 号
- *10 2011 年 1 月 14 日国家外貨管理局（上海匯発[2011]4 号）

III. 人民元国際化戦略の具体的展開

（1）管理された国際化の推進

①人民元オフショア市場の概念

まず人民元オフショア市場の概念を整理しておこう。人民元の国内と海外における資金の流れを人為的に遮断し、中国通貨当局が認める資金・為替取引だけに相互交流を認める仕組みである。国内市場では元の為替相場は管理変動相場制が適用され、金利体系や金融商品開発は人民銀行が規制する。他方、海外市場では現地金融当局の監督のもと、原則として人民元取引は自由であり、為替相場、金利水準は市場の需給で自由に決まり、金融商品開発も基本的に市場参加者に委ねられる。

現在のように一方で国内人民元市場の管理・規制の必要性、他方で元の国際化の必要性があるなかで、オフショア市場創設は双方の妥協の産物であり、中国の通貨政策 3 原則の応用例と考えられる。将来もし元の為替相場が管理変動相場制から自由変動相場制に移行することがあれば、オフショア市場の意義は半減するだろう。国内金融市場・制度の自由化が大幅に進展する場合も、オフショア市場の存在価値は問われることになるだろう。中国の資本取引が欧米と同程度自由化されれば、人民元オフショア市場は消滅する。

②管理された国際化構想の輪郭

元の国際化に関して、政府要人は「最終目標は交換可能通貨（可兌換货币）であるが、スケジュール表はない」¹と繰り返し述べている。2009年9月ダボス会議で温家宝首相は「貿易決済の試行など元の国際化は進展しているが、真に国際的な通貨になるには、なお相当な時間を必要とする」と発言した。第12次5カ年計画は「人民元の資本項目の交換性を徐々に実現する」と明記している。

元を交換可能通貨にするという最終目標は掲げられているが、その具体的な戦略ないし手法は明らかでない。従って具体的な方策は、政府要人・機関の発言や年次方針、ならびに近年実施された施策の進め方などから推測するしかない。元の対外使用を經常取引から順次資本取引に拡大する手法、香港オフショア市場を中心とする元市場の内外分離政策、温家宝首相その他通貨当局が強調する通貨政策3原則「主体性の確保、管理可能であること、漸進性」、さらに要人発言などを総合的に勘案すると、「管理された国際化」「管理された国際通貨」というキーワードが浮上する。

将来、元は交換可能通貨になるものの、それは政府の為替管理を全く受けない完全な自由交換可能通貨ではなく、大規模な投機行為などの場合には有事規制の対象となる「管理された」国際通貨を目指すだろう²。経済実需に裏付けられた為替・資金取引と投機的取引を可能な限り区分して人民元市場を管理し、そのために国内市場とオフショア市場の内外分離策を維持する。資本自由化は漸進的に、かつ資本項目ごとに選択的に行う。これが推測される「管理された」人民元国際化構想の輪郭である。

元市場を国内とオフショアに内外分離する場合、政策の有効性の鍵となるのは、為替・資金取引の内外交流をどの範囲で許容し、どのように資金の流れを監視し、有事規制をするかという問題だろう。その際、欧米とアジアの主要な国際金融センターに設けられる中資系銀行の人民元決済・清算センターが重要な役割を果たすと考えられる。

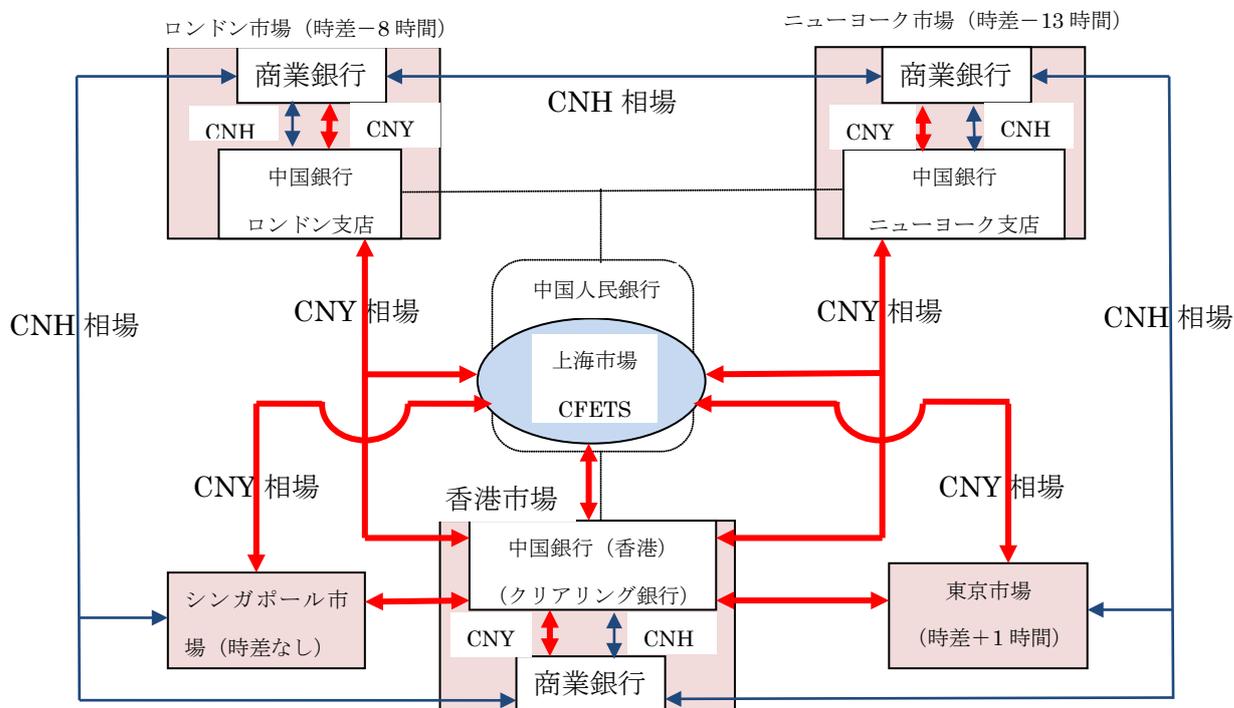
中国国外で売買される人民元の為替取引は、貿易や直接・証券投資など実需に裏付けられた取引と、単なる売買幅の利鞘稼ぎを目的とする（ある意味で投機的）取引に区分できる。CNY 国内相場と CNH オフショア相場の二重為替制度のもとで、実需為替に対しては上海市場へのアクセスを認めることにより、CNH 相場だけでなく CNY 相場の利用も認める。利鞘目的の為替取引には CNH 相場だけが適用される。この仕組みが機能するためには、国内取引に限定されている CFETS を、世界各地で人民元決済・清算センターの役割を担う中資系銀

¹ 2010年7月30日易網国家外匯管理局長新聞発表

² 任志剛香港中文大学教授（前 HKMA 総裁）は、将来的な姿として元の完全な交換性(full convertibility), と自由交換性(free convertibility)を峻別し、リスク管理と金融の安全性のために前者を目指すべしと論じる。
<http://www.josephyam.com>

行や一部選別された外国銀行に開放しなければならない。

図表7. 人民元のグローバル外為市場概念図



(注) \longleftrightarrow 矢印は為替取引を表す。実需取引に適用される CNY 相場は上海市場 (CFETS) で決まる元相場。 投機など資本取引に適用される CNH 相場はオフショア市場で決まる元相場。

(出所) 筆者作成。

今後、中国の元建て貿易が増え、資本規制が漸進的かつ選択的に緩和されるに伴い、海外での人民元流動性は増加する。中国政府は、元資金の流れを管理するために、香港市場と同様に欧米市場でも、各地に設置する中国銀行などの人民元決済・清算センターに元の資金決済を集中しようとするだろう。

中国の主権下にある香港では、HKMA が民間銀行に対し中国銀行 (香港) での元決済を法令で義務付けている。しかし、欧米など中国の主権が及ばない地域では、他の手法をとらざるを得ない。各国通貨当局に協力を依頼する一方、民間銀行には各地の元決済センター利用を間接的に強制することになるだろう。例えば、海外の銀行が為替の実需原則を無視したり、元決済センター以外での資金決済を行うなど、中国当局の意向に従わない場合には、中国国内でなんらかの不利益 (例えば市場参入拒否) を与えることが考えられる。

③元資金の流れの管理

以下紹介する通貨当局の説明から、今後の外国為替管理体制の改革、元の国際化政策において、資金の流れの監視、分析、対応という管理体制の整備が重視されていることが読み取れる。

(i) 「外為管理理念の五つの変化」³：2010年7月国家外貨管理局は、将来的に為替管理における基本的考え方を、審査・許認可から監視・分析重視へ、事前規制から事後管理重視へ転換すると発表した。

(ii) 外貨管理に関する易綱国家外貨管理局局長の論考⁴：2011年1月ホームページで第12次五カ年計画における外為管理体制の改革について次のように説明した。「対外開放とリスク防止の関係を良好に処理し、貿易投資の円滑化と異常な資金フローの監視の関係を良好に処理し、外貨管理業務を推進する。外貨管理体制の改革の総体的な考え方は・・・貿易投資の円滑化をさらに推進し、外為市場の発展を加速し、外貨準備の運用管理体制を整備し、着実にクロスボーダー資本取引制限を緩和し、跨境資金監視・分析システムを整備し、リアルタイムで効果的な情報監視を行い、リスク管理をしながら、一步一步人民元資本項目の交換性を実現することである。」

(iii) 人民銀行「人民元国際業務と監視・分析作業会議」⁵：2011年3月人民銀行は国際的な人民元業務および関連の監視・分析作業について取りまとめ、同年の重点課題としてクロスボーダー人民元業務情報システム（RCPMIS：人民币跨境收付信息管理系統）の改善などリスク管理体制を強調した。

(iv) 中国銀行ニューヨーク支店黎曉静総経理の記者会見：中国銀行が米国で元業務を開始したことに関連し、「中国銀行の目標は米国に人民元の決済センターを設立することである」と発言した。（2011年1月14日付日本経済新聞）

（2）人民元国際化とSDR

人民元は準備通貨として、すでにフィリピン、マレーシア、韓国、カンボジアなど一部アジア諸国の外貨準備に組み込まれている（李曉（2011）p.24）。元は、国際通貨基金（IMF）の準備通貨としての一般基準「外貨資産は交換可能外貨でなければならない」を満たしていない。しかし、IMFのガイドラインは、実質的に外貨と交換可能な近隣国通貨の場合は外貨準備として認定の可能性があるとされており、元のアジア諸国の外貨準備組入れはこれに該当すると考えられる。

2010年SDRの構成通貨（ドル、ユーロ、ポンド、円）が見直された時、元は構

³ 「外汇管理政策热点问答（五）」

⁴ 「加快外汇管理理念和方式转变 深化外汇管理体制改单」

⁵ 「求真务实 开拓进取 推动跨境人民币业务暨有关监测分析工作再上新台阶」

成通貨としての基準を満たさないとして、その採用は見送られた。理由として、中国は財・サービスの輸出額が大きい点で問題ないが、元は外貨準備としての保有が少ない上、自由利用可能通貨（freely usable currency）として認定できないことが挙げられている⁶。

SDRは公的準備資産の役割を担うことから、IMF協定第30条（f）に定める自由利用可能通貨でなければならない。すなわち「自由利用可能通貨とは、加盟国通貨であって、（i）国際取引上の支払を行うために現に広範に使用され、（ii）主要な為替市場において広範に取引されていると基金が認めるものをいう。」自由利用可能通貨は、ある通貨が自由変動通貨か完全な交換性を持つかという問題ではなく、その通貨が広くかつ深い（broad and deep）外国為替市場—その尺度は取扱高、先物市場の存在、狭い売買幅—を持っているかが決め手となる⁷。すなわち、人民元が管理変動相場制であり、かつ通貨交換性が「完全」でないこと自体は、SDR構成通貨になる上で決定的な障害にはならないと解される。

（3）香港市場の優位性と上海国際金融センター

①香港オフショア市場の優位性

元市場内外分離政策のもとで、香港は世界初のオフショア市場としての特権を獲得した。2011年に始まった第12次5カ年計画は、香港の競争力向上を支援するとして「香港の人民元オフショアセンター及び国際資産管理センターとしての発展を支援する…香港の国際金融、貿易、船舶運輸センターとしての地位向上を支援、金融センターとして世界への影響力を強化する」と規定している（第57章第1節）。これは元市場内外分離の枠組みを維持する基本方針と解することができる。

内外分離政策が維持される限り、人民元オフショア市場は香港のみならず世界各地で展開しうる。シンガポールは、元の決済・清算銀行を設置する方針と伝えられる。2010年から東京やその他アジア各地でも元預金を開設でき、これは非居住者オフショア預金と位置付けることができる。ただし、これら元預金取扱銀行は、地場で為替ヘッジおよび元資金の運用ができないので、香港の銀行相手にカバー取引を行う。

今後、世界のオフショア人民元市場における香港市場の優位性は、以下の要因から揺るがないと考えられる。（i）中国にとって一国二制度のもとでの戦略的価値、（ii）中国と地理的に近接、（iii）中国と緊密な経済関係、（iv）中華言語・文化圏、（v）整備された金融・法的・制度的社会基盤。特に（v）

⁶ 南京で開催された G20 国際通貨セミナーで人民銀行貨幣政策委員会の夏斌、李稻葵委員は、「自由取引通貨」を SDR 構成通貨の要件とすべきでないと主張したと伝えられる。（2011 年 4 月 1 日付け証券時報）

⁷ “Review of the method of valuation of the SDR,” IMF, October 26, 2010

に関しては、国際金融センターとしての高い評価に加え、資金決済システムの優位性を特記しなければならない。香港における元の資金取引は即時グロス決済システム（RTGS）で行われ、中国の決済システム（CNAPS）とも直結している。中国銀行香港での元決済は、支払い完了性（settlement finality）を有しており⁸、中央銀行での決済と同様に、元決済は無条件かつ取り消し不能となり完全に終了する。この元決済の法的保護は、他のオフショア市場に対して大きな強みとなろう。

②上海国際金融センターの将来像

2009年4月国務院は、2020年までに上海を国際金融センターに育成する構想を発表した。上海はすでに中国の国内金融センターの地位を確立しているが、「国際」金融センターとなるためには、非居住者が内外金融取引を自由に行うことができる場にならなければならない。そのために資本取引規制を大幅に緩和する必要がある。

2004年末現在、国家外貨管理局は、IMFが定める資本取引43項目のうち11項目につき自由、11項目がほとんど制限なし、15項目が比較的制限あり、6項目が厳格に制限されていると自己査定している（Joseph Yam（2011）p.7）。また2011年1月外貨管理局は「現在までに、IMFにより7分類される資本取引40項目の中で、厳格に制限している主要項目はクロスボーダー金融派生商品取引等である。その他の項目は既に一定程度の交換性を実現しており、人民元資本項目の交換性の程度は明らかに高まった」と自賛している（易綱（2011））。他方、2009年末現在で筆者が資本規制の有無をIMFの項目数で国別に単純比較すると、合計51項目のうち日米・香港は規制有10～13項目だったのに対し、中国は48項目を数える。

上海の国際金融センター構想と人民元市場の内外分離政策は、基本的に矛盾している。上海を本格的にロンドン・ニューヨークと並ぶ国際金融センターにしようとするれば、中国政府は分離政策を放棄し、国内市場への非居住者の参入を自由に認めなければならない。

分離政策の枠組みを維持するとすれば、管理された国際化のシナリオに沿って、平常時には上海でも相当程度自由な資本取引を認める一方、異常な資金フローなどリスク対応のための監視・管理体制の網を張ることになろう。その際、たとえ巨大な国内経済・人民元市場を背景にするにせよ、上海への国際資本の流れは限定的、選別的とならざるを得ず、規模と活性度の面で国際金融センターとしての地位は香港に及ばないだろう。

⁸ “Legal protection: Settlement finality offered by Clearing and Settlement Systems Ordinance in Hong Kong.”

HKMA power point “CNH Market: A Hong Kong Platform for a regional solution” dated November 1, 2010

IV. 管理された国際化戦略の意義と課題

(1) 意義

中国政府が推進しようとする内外分離政策に基づく元の国際化戦略は、既存の国際金融秩序への挑戦（パラダイム・シフト）であり、また元の国際化そのものは東アジアの地域通貨・金融協力にとって促進材料と考えられる。

①国際金融秩序への挑戦

人民元は交換可能通貨をめざしており、最終的にはドルに匹敵する基軸通貨ないし準基軸通貨となることを意識している（易綱（2006））。ただし、目標となる交換可能通貨の在り方と移行過程において、ドル、ユーロあるいは円という現在の国際通貨体制を構成する主要通貨と大きく異なると考えられる。

(i) 目標

中国の通貨当局がめざす国際通貨としての人民元は、管理された完全な交換可能通貨（**managed but fully convertible currency**）という概念と考えられる。平常時には為替取引は自由だが、実需取引と非実需取引（単なる利ざや目的の資本取引）の区分が監視され、通貨当局が異常と見る資金フローは規制される。「管理された完全な交換可能通貨」は矛盾した用語法（**oxymoron**）であるが、市場取引全てではなく、通貨当局が正常とみなす取引に対してのみ完全な交換性を持つ通貨と解すべきであろう。

(ii) 移行過程

人民元は、当局管理下の国際化の道を歩んでいる。元市場は人為的に内外分離され、オフショア市場では原則として自由な取引が行われる一方、国内市場へのアクセスは厳しく管理されている。内外分離政策は、中国国内外の接点で系統的にクロスボーダー人民元業務情報管理システムと直接投資外為情報管理システム（直接投資外匯管理信息系统）によって監視・管理される。オフショア市場では中資系銀行による元資金決済・清算センターが、資金フローの管理・分析に重要な役割を果たす。資本取引規制は漸進的・選択的に緩和されるが、金融派生商品など一部の取引に対する規制は最後まで残ると予想される。

②東アジア通貨・金融協力

ASEAN+日中韓の地域通貨・金融協力は、これまで通貨危機の管理・防止が中心課題であり、為替相場の安定は協力対象となつてこなかった。為替関連の議論が阻害された原因の一つが人民元の限定的な通貨交換性にあったことは間違いあるまい。当局管理の下にせよ元の交換性が実現すれば、日本と中国が中心となり、域内で通貨の安定を議論する土壌が整うことになる。後は域内各国の

政治意思の問題である。

中国政府にとって元相場の安定は、政治的・経済的に重大関心事であるが、単独での確保は困難だろう。欧州通貨制度（EMS）におけるドイツマルクの例が示す通り、人民元を地域通貨体制の一員と位置付ければ、その実効相場は安定することになる。

元の交換性が高まれば、元を構成通貨とするACU（アジア通貨単位）の創設も可能となる。単なる相場乖離指標としてのACUではなく、構成通貨が交換性を持つことで、かつての欧州のECU（欧州通貨単位）のように、東アジア域内での計算単位、投資・調達手段、さらに将来的に準備資産として利用する道が開けよう。ACU具体化は、地域通貨体制実現への議論を一步進めることになる。ACUは銀行の帳簿上にだけ存在する合成通貨（計算単位）であることから、民間利用を自由化しても、通貨当局は完全にその動向を監視することができる。

図表 8. 中国の国際通貨戦略概念

	現在の動き	10-20 年後	最終目標	備考
「管理された」人民元国際化の道筋	<ul style="list-style-type: none"> ・内外市場分断政策。 ・貿易・経常取引の人民元決済から一部資本取引に拡大。 ・香港オフショア市場（運用・調達・リスクヘッジ手段）の確立。 	<ul style="list-style-type: none"> ・地域化・アジア化の進展（対近隣・途上国取引で定着）。 ・2020 年上海国際金融センター実現か？ ・2020 年 SDR 構成通貨になるか？ 	<ul style="list-style-type: none"> ・管理された完全な交換性(国際通貨)実現。 ・有事規制のためモニター網・規制実施手段など管理体制整備。 ・多極通貨体制の一角 	<ul style="list-style-type: none"> ・内外市場分断と上海国際金融中心は矛盾。 ・管理費用対便益。 ・最終的に資本自由化の進展度合いと通貨の信認(ドルなど準備通貨対比)が鍵。
東アジア域内協力	<ul style="list-style-type: none"> ・域内通貨協力の是非をめぐる論争 ・CAFTA^{*1}実施 	<ul style="list-style-type: none"> ・人民元通貨圏実現 ・ASEAN+3 自由貿易地域 	東アジア共同体？	<ul style="list-style-type: none"> ・ACU^{*2}創出は可能。 ・為替協調メカニズム導入の是非が焦点。
国際通貨制度改革	<ul style="list-style-type: none"> ・G20 重視 ・IMF 改革 ・SDR 配分 	<ul style="list-style-type: none"> ・ドル中心の多極準備通貨体制 ・SDR 機能拡充 	超国家準備通貨体制？	グランド・デザインのもと現実的・漸進的・個別のアプローチ。

*1 CAFTA:中国 ASEAN 自由貿易協定。

*2 ACU:アジア通貨単位。

(出所) 筆者作成

(2) 課題

中国政府が辿ろうとしている人民元国際化の道は、既存の国際通貨とは目標とプロセスが異なるだけに課題も多い。

①「管理された」国際通貨と内外分離政策

人民元国際化の目標は管理された交換可能通貨であり、そのプロセスが内外市場分離政策と段階的・選択的な資本規制緩和の組合せと考えられる。では目標が達成された段階で、内外分離政策は廃止されるのか、あるいは維持されることになるのだろうか。

既存の国際通貨で資本規制を理由に内外市場を分離している例は皆無である。もし中国が、資本規制緩和により元の交換性を実現した段階で内外分離政策を廃止すれば、(国内外為市場へのアクセスを認める) 実需取引と(国外市場に限定する) 非実需取引を区分する意義が失われる。人民銀行の情報管理システムと国外の中資系元決済・清算銀行を通じる元取引の監視・管理体制が、その実効性を保てるか疑問である。従って内外市場一体化は、元はもはや「管理された」国際通貨ではなく、その時点の為替相場制度(管理あるいは自由変動相場制)の如何を問わず、ドル・ユーロ・円と同様の国際通貨となることを意味するだろう。

内外分離政策を維持すれば、中国と海外との資本の流れが、直接間接の形で通貨当局の監視の目を通ることになる。従って元の流動性がどの程度海外に提供されるのか疑問が残る。外国為替市場に関しては、上海市場(CFETS)と香港中心のオフショア市場に分断されるため、はたして十分な市場流動性を確保できるかの問題がある。

②内外分離政策の費用対効果

実需の有無によって為替市場を内外に分別する枠組みを全世界で維持するには、通貨当局と民間金融機関が多大な管理コストを負担しなければならない。現在香港で商業銀行は、上海市場のCNY相場を適用する取引に関しては、顧客から証拠書類を徴求・保管したうえ、資金決済に至る事務の流れを、オフショア市場のCNH相場適用取引と区分して管理している。人民元業務に従事する銀行は、すべてをコンピュータ処理できず、一部人手による処理を余儀なくされるため、大きな事務負担を強いられている。

中国主権下の香港では、このような分別事務管理を強制することは可能かもしれない(それにも限度があろう)。しかし欧米やその他アジア地域では、道徳的説得にせよ間接的強要によるにせよ、どの程度の実効性をもって実施・徹底できるのか疑問である。例えば、仮装実需取引で有利な為替相場を悪用する事例の横行を防止できるだろうか。事務負担が過大であれば、銀行が元取引の取扱いに消極的になることも考えられる。

③国内金融改革・金利自由化の遅れ

香港オフショア市場では人民元の為替・資金取引、預金・貸出金利、金融派生商品や仕組み債など銀行取引や金融商品開発が大幅に自由化されている。ホットマネーの受け皿にもなっている。この背景には政治的意図があると考えられる。すなわち、元の国際化を推進しつつ、ホットマネーの国内流入圧力を軽減し、金利自由化と国内金融・資本市場の改革のための時間稼ぎをすることである。

人民元相場の弾力化にせよ資本規制の緩和にせよ、その前提として国内金利の自由化と中小・地方金融機関など国内金融改革が不可欠であるが、既得権益集団の抵抗でなかなか進展しない。オフショア市場は、国内金融改革の時間稼ぎの意味があるだけに、国内市場参加者と金融当局に対する改革圧力が弱まる恐れがある。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。さらに香港オフショア市場から利益を得る集団が、新たな既得権益化するリスクもある。

④複数為替相場と複数金利の問題

「広くて深い」外為市場を持つ国際通貨は、一物一価の法則に従い、ある時点における単一の為替相場（直物・先物相場）で売買される。内外市場が分離された人民元の場合、直物相場は上海市場の建値 CNY 相場と香港オフショア市場の建値 CNH 相場の二重相場体系となっている。先物相場は、香港市場では資金決済の有無により CNH 先物相場と NDF 相場の二本に分かれ、上海市場では 2010 年 11 月銀行の為替持高規制が強化されて以来、先物アウトライト相場と先物スワップ相場の二本立てになるという異常な状態が続いている。すなわち先物相場は合計四本の複数相場体系を現出している。

元金利に関して、中国国内は規制金利が維持されているのに対し、香港では銀行が自由に金利を決定できる。両者の金利には大幅な乖離があり、たとえば 2011 年 4 月現在、1 年定期預金は国内基準金利 3.25% に対し、香港の平均金利は 0.58% である。

複数の為替相場と金利体系は、中国や香港の輸出入業者にとり有利な為替相場や貿易金融を受けようとする誘因となる。複数相場・金利水準の乖離が大きくなれば超過利潤（rent）の源泉となる。事実、2010 年 CNH 相場が CNY 相場に比べて元高ドル安に振れた時、CNH 相場を利用する中国の輸入取引が増加した。

図表 9. 人民元高（安）期待下でのオフショア・国内為替市場動向

		香港オフショア市場	上海市場	
元高期待 (現状)	元相場	直物相場 (spot)	(上海に比べ) CNH 相場高	(香港に比べ) CNY 相場安
		先物相場 (forward)	NDF と DF に二分化*1	スワップとアウトライト相場に二分化*2
	金利	(上海に比べ) 低い	(香港に比べ) 高い	
	国際収支	経常勘定 (貿易)	中国輸入決済有利 (元売ドル買)	中国輸出決済有利 (元買ドル売)
		資本勘定	ホットマネー (元買) 吸収	ホットマネー流入緩和
		外貨準備	—	当局ドル買い介入で増加
元安期待 (想定)	元相場	直物相場 (spot)	(上海に比べ) CNH 相場安	(香港に比べ) CNY 相場高
		先物相場 (forward)	将来は NDF 消滅も	当局規制次第で不詳
	金利	(上海に比べ) 高い	(香港に比べ) 低い	
	国際収支	経常勘定 (貿易)	中国輸出決済有利 (元買ドル売)	中国輸入決済有利 (元売ドル買)
		資本勘定	元売り集中	ホットマネー流出圧力
		外貨準備	—	当局ドル売り介入で減少

*1 NDF (non-deliverable forward: 資金決済を伴わない先物取引)、DF (資金決済を伴う通常の先物為替)。

*2 国家外貨管理局 2011 年 11 月 9 日付けの投機資金流入規制により銀行為替持高管理 (総合持高主義から現金主義へ) が強化されたことにより、先物相場が二極化した。
(出所) 筆者作成。

⑤ 漸進的資本規制緩和と「相場形成メカニズムの改善」

中国政府は、通貨政策 3 原則を堅持する限り、人民元の為替相場と資金の流出入を「主体的に管理する」とともに、改革は漸進的に進めようとするだろう。これまで第 11 次五カ年計画のもとで、この基本原則に沿った元の相場形成メカニズムを改善し、資本規制緩和を進めてきた。これらを背景に、貿易規模・内外直接投資は拡大し、二桁経済成長に貢献した。他方、その代償は増え続ける外貨準備、過剰流動性とインフレ・リスクであった。今後も、管理変動相場制のもとで実態的に資本規制を続ける限り、外貨準備の増加は続くだろう (元安防止・元高誘導の市場介入をすれば別である)。中国政府が、通貨政策 3 原則に沿って「管理された元の国際化」を進めようとするれば、引き続き過剰な外貨準備と国内流動性の問題に悩むことになるだろう。

おわりに

元市場の内外分離政策を通じて、人民元を「管理された」国際通貨 (交換可能通貨) にしようとする試みは、国際金融界の常識を覆す大実験である。貿易

や直接投資など実需取引に対しては国内為替・資本市場を開放し、その円滑な実行を奨励する。他方、利鞘稼ぎの資金取引については監視を強め、その範囲を海外市場に限定しつつ、通貨投機等行きすぎに対しては有事規制を発動する。

他方、内外分離政策の費用対効果の問題、国内金融改革が遅れるリスク、二重為替相場・金利水準がもたらす裁定取引の誘因、移行過程における過剰外貨準備・国内流動性の問題など、取り組むべき課題は少なくない。

実需取引を重視する基本姿勢は、実体経済に奉仕すべき金融経済の根本的な在り方を問うものである。巨額の国際資本の流れに翻弄され、通貨・金融危機を繰り返すという現行国際金融体制の弊害を削減する観点から、中国政府が試みる人民元の「管理された」国際化の成否を、今後注視していきたい。

参考文献

- 易綱 (2006) 「以人民幣第一戰略促進和平發展」『中国經濟報告』12月14日
- 易綱 (2011) 「加快外匯管理理念和方式转变 深化外匯管理体制改革」国家外匯管理局、1月18日
- 「人民幣國際化」課題組 (2011) 「香港離岸人民幣金融市場：現狀、前景、問題與風險」WP No.2011W07、中国社会科学院世界經濟与政治研究所國際金融研究中心、4月18日
- 村瀬哲司 (2011) 「不透明な人民幣國際化の行方—日中は通貨・金融で協力を」『中国が変える世界秩序』日本經濟研究センター・清華大学国情研究センター、3月
- 李曉 (2011) 「中國人民幣の國際化について—その背景、経緯と課題」『Business & Economic Review』日本総研、4月
- BNP Paribas (2011) “RMB Internationalization: the Rise of the Redback,” May
- Dong He, McCauley, R.N. (2010) “Offshore Market for the Domestic Currency: Monetary and Financial Stability Issues,” WP 02/2010 Hong Kong Monetary Authority
- International Monetary Fund (2010) “Review of the Method of Valuation of the SDR,” 26 October
- HSBC (2011) “Offshore RMB: What’s next?” Global Research, 15 February
- Standard Chartered (2011) “CNH supports CNY reserve-ification,” 10 January
- Subacchi, P. (2010) “One Currency, Two Systems: China’s Renminbi Strategy,” Chatham House, October
- Yam, Joseph (2011) “A Safe Approach to Convertibility for the Renminbi,” (www.josephyam.com), 9 April
- Yu Yongding (2011) “China Going Forward,” The Star online (<http://biz.thestar.com.my>), 1 January

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、宜しくお願い申し上げます。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 2011 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>