

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

(財)国際通貨研究所

人民元の国際化と香港の役割¹

(財) 国際通貨研究所

開発経済調査部部長 福居 信幸

fukui@iima.or.jp

1. はじめに

2005年7月の人民元の切り上げ以来3年が経過し、対ドル為替レートは、当時から20%以上上昇している²。特に昨年11月頃から、上昇ピッチは加速しており、本年末には1米ドル=6.5元まで進むとみる向きもある。この背景には、インフレ抑制と、人民元の切り上げ圧力に対する緩和の目的がある。当面は、上昇ペースをコントロールしながら、これを容認していく中国当局のスタンスが窺える。ユーロや円に対しては人民元安になっており、実効相場で見るとそれほど元高にはなっていないという側面はあるものの、国内の輸出競争力の観点からみると間違いなく中国にとって不利になっている。特に、米ドル建て価格の引き上げが、人民元の上昇スピードに追いつかない中小の輸出業者にとっては、労働コストや原材料価格の高騰と相俟って、採算割れも生じている。この人民元の為替変動リスクを回避するためには、中国の輸出業者が、人民元建ての輸出契約を締結するのが一番の対策であり、制度としては、2003年3月に発行された「国家外貨管理局通達」(2003年29号)により、中国内企業が輸出契約において価格表示を人民元建てで締結することは可能になっている。しかし、人民元は、一部の地域を除いて、対外決済通貨としては認められていないことから、決済時には当該人民元相当の外貨を用いざるを得ず、実務上非常に煩雑である。従って、中国の輸出業者が、人民元建て契約を推進していくのは困難である。こうした観点から、中国においても、近い将来、人民元の対外決済通貨化(以下、この意味で「国際化」と言う³)を進めたいとの要請が必然的

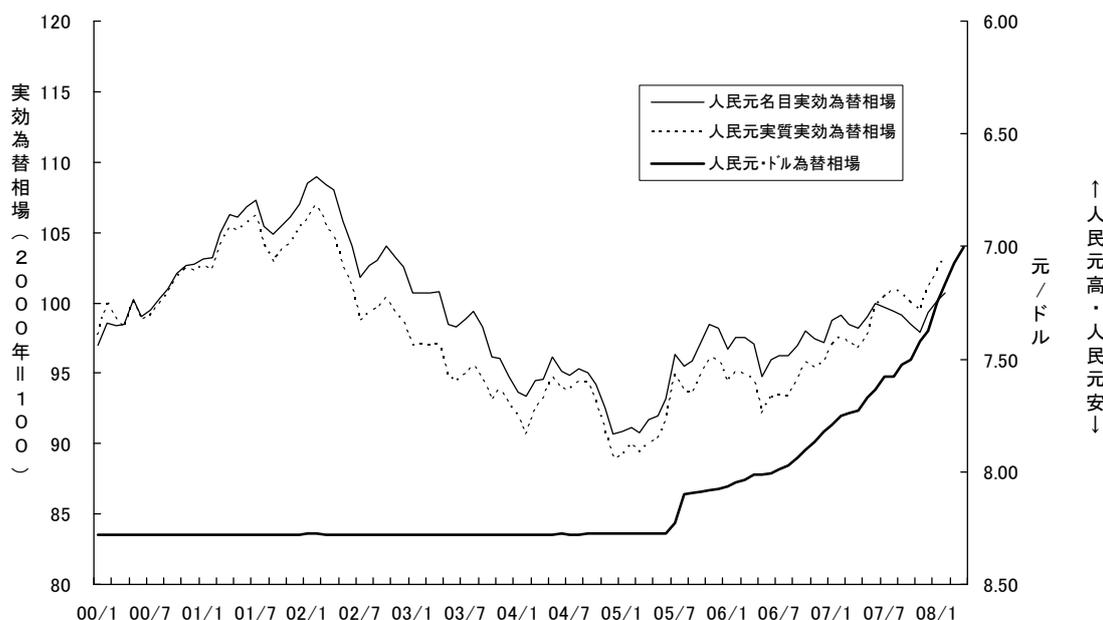
¹ 本稿は外国為替貿易研究会 国際金融 1191号(2008.8.1発行)に掲載されたものである。

² 変動後の為替相場を分母として計算した上昇率(IMF方式)。2005年7月21日の切り上げから丸三年で21%の上昇。

³ 一国の通貨の「国際化」とは、必ずしも明確な概念ではないが、一般には、「ある国の通貨が当該国の居

に出てくるものと思われる。実際、香港では、香港の居住者が香港の銀行に人民元口座を保有することができ、同一名義人であれば中国・香港間での人民元送金が認められている。特に、昨年末以降、このオフショア人民元預金が急増して話題になっている⁴。また、中国・香港間の人民元による貿易決済も近々可能になるとの話もある。こうした香港の動きの背景には、人民元業務の進展を新たなビジネス・チャンスとしたい香港金融界の思惑や中国政府の支援姿勢がある反面、この進展に伴うホットマネー流入への懸念から生じる中国金融当局の慎重姿勢も窺える。このように、香港で試行的に人民元の国際化を行い、やがては、グローバルに国際化を進めていくための「実験場」とする試みが、遅々としたペースながらも進んでいるので展望してみたい。

人民元相場の対ドル・ベースと実効相場ベースでの推移



(資料)IMF, *International Financial Statistics*

2. 香港の人民元業務解禁・拡大の動き

香港を人民元国際化の実験場とする動きの第一弾は、2004年2月の香港の銀行における個人向け人民元業務解禁である。これにより、香港の居住者（IDカ

住者以外の経済主体によって広範囲に利用される状況」を指す。ここでは、決済通貨としての自国通貨の使用の可否や交換性に重きを置いて、「他の通貨との自由な交換が認められることを前提として、取引に拘わらずクロスボーダー取引の決済通貨として用いることが可能になること」と定義する。

⁴ 2008年4月末の香港金融機関の人民元建て各種預金残高は766億元（約1150億円）。今年になって、毎月前月比20%増のスピードで拡大し続け、昨年末対比では、2.3倍と急増している。中国側からは、香港居住者の中国本土の金融機関における人民元預金の急増とも相俟って、ホットマネーの流入加速の一因になっているとの指摘もある。

ード保有者)であれば、香港の銀行で人民元預金を保有できることとなった。この解禁には、香港・マカオの域外やメコンデルタ諸国などで、中国の意図せざる形で海外に流出した人民元を、香港に集めてコントロールを図りたいとする当局の思惑もあったと思われる。また、預金の形で香港の銀行に集められた人民元は、決済銀行である中国銀行の香港現法を經由して中国本土に回金される仕組みになっており、域外にある人民元の回収という意味合いも強い。しかし、一方で、上限付きとはいえ個人の香港ドルからの人民元転⁵も認められたことから、域外での新たな人民元の保有を許容することで、将来の人民元国際化の実験場作りに備える意図も窺える。さらに、この時、同一名義口座であれば、1人1日当たり最大5万元を上限に、中国・香港間の人民元送金が解禁され、人民元国際化の第一歩が示された。この他、中国本土の銀行と香港の銀行が、それぞれ発行する人民元建てのデビット・カードやクレジット・カードの相互利用も可能になった。

翌2005年11月の第2弾では、限定的とはいえ、法人の人民元預金口座が認められた。具体的には、旅行、小売、飲食、ホテル、交通、通信、医療、教育の8業種のなかで、香港政庁が特定した指定業者に対して、中国本土の旅行者等から受領した人民元の香港ドルへの両替とともに、預金口座の開設が認められた。但し、法人に対しては、個人のように、香港ドルから人民元への両替は未だ認められていない。この他、個人に対しては、新たに、広東省での消費財購入に限り、1日8万元を限度に人民元建て小切手の振り出しが認められ、1日当たりの送金上限金額も5万元から8万元に増額されている。

資本取引では、昨年7月、香港での中国金融機関による人民元建て債券の発行が認められた。第一号は、中国の政策銀行の一つである中国開発銀行が50億元を発行、その後、中国輸出入銀行が20億元、中国銀行が30億元を発行し、間もなく交通銀行も30億元の発行を予定している。購入者は、人民元預金を預かる香港の銀行と香港の居住者であるが、退蔵している資金と併せて約1000億元と言われる香港居住者の人民元総額からみても、合計で130億元の発行はかなりの金額と言える。それまで、中国銀行の香港現法に対する預け金や、低金利の預金しか運用対象がなかった投資家の購入意欲は強く、今のところ順調に消化されている。しかしながら、オフショア人民元建て債券市場の創設というには、あまりにも規模が小さく、一過性のものになってしまう可能性も否めない。中国当局は、将来的に数百億元の発行を認めるとの向きもあるが、そのためには、人民元預金からのシフトだけに止まらず、個人の人民元転規制上限を大幅に引き上げたり、香港の機関投資家に香港ドル資金の人民元転を許容した

⁵ 現金への両替のみならず、香港ドルを対価として人民元転した上で人民元口座への入金も可能。但し、1日1回当たり2万元が上限。

りして、新たな人民元資金の造成も必要であろう。また、現状、中国国内金融市場は過剰流動性の状態にあり、預金を扱わない政策性銀行以外に中国の銀行にとっての発行ニーズはそれ程強くないと思われるが、人民元資金の調達に苦しむ外資現地法人にも発行が認められるようになると、市場が活性化するかもしれない⁶。

さらに、未だ実現に至っていないが、人民元による中国・香港間の貿易決済を認めようとする動きがある。2006年9月のドナルド・ツァン香港行政長官の施政報告のなかで謳われたもので、中国原産品の対香港向け輸出決済を対象に、香港を最終消費地とする商品に限り人民元での決済を認めるとの方向性が示された。また、香港からの対中輸出取引の人民元での決済についても中国・香港間で研究中とも発表された。前者については、域外に滞留する人民元を中国に回収する動きなので、中国当局の抵抗も少なく早期の実施が期待されたが、同時に発表された人民元建て債券の発行が既にスタートしているにも拘らず、2年近く経過しても実現していない。「香港を最終消費地とする」という制約条件が、自由貿易を標榜する香港では、実務的に取引の特定が難しく障害になっているかもしれない。また、後者の逆方向の決済は、さらにハードルが高いが、双方向での人民元による貿易決済が解禁されない限り、前者だけでは、決済用の手持ちの人民元がやがては枯渇する。さらに決済を続けるためには、香港ドルから新たな人民元転への両替が必要となるが、常に元高圧力になってしまう。やはり、最終的には、双方向取引の解禁によって、香港での人民元の流通量を増やす必要があるだろう。

以上の試みを、喩えて言うなら、中国本土と香港の間に、米ドルや円など外貨を扱う「海」（自由市場）の傍に、人民元のオフショア市場という小さな「池」を設け、中国銀行の香港現法という蛇口で水量（香港における人民元の流通量）を調整しながら、両替、預金、カード、小切手、債券といった「魚」（金融商品）を徐々に「池」に放流するようなものである。今は、差し詰め、貿易決済という「稚魚」の放流のタイミングを図っているところといえる。そして、これらの「魚」が人民元オフショアの「池」でうまく成育しそうなら、「海」との間に「水門」（例えば実需原則）を設けた上で、水量を調節しながら、「海」に向けて徐々に「池」を開放して行く壮大な実験と言えるかもしれない。

⁶ さらに筆者は、ユーロ市場において、日本国内が未だ完全に自由金利ではなかった時代に、日系企業の海外現地法人がユーロ円債を発行し、日本の機関投資家に売却した取引のアナロジーから、規制金利の下で運用難に陥っている中国の機関投資家が、香港市場で発行された中国金融機関の人民元建て債券を購入する可能性も将来的にはあるとみている。香港市場を使った中国国内規制金利の事実上の自由化である。もともと、中国国内債券市場の空洞化にもつながるので、中国当局も簡単には認めないかもしれない。

香港における人民元業務の概要（2008年6月現在）

認可業務と対象者	内容
1. 預金 ・香港身分証（IDカード）保有者 ・特定業者（法人）	預入制限なし。預金金利、預入期間は各行に裁量あり。 旅行、小売、飲食、ホテル、交通、通信、医療、教育の8業種のサービス業者のなかで、香港政府が特定した指定業者は開設可能。但し、入金は、顧客から受領した人民元に限定、自己保有の香港ドルからの両替による入金は不可。
2. 両替（HK\$⇔RMB） ・人民元口座保有者（個人） ・人民元口座非保有者（個人） ・特定業者（法人）	1人1日当たり最大20,000元相当。 1回当たり最大20,000元相当。 顧客から受領した人民元の香港ドルへの両替は可能。
3. 送金 ・人民元口座保有者（個人）	中国本土内の同一名義人口座に1人1日につき最大80,000元。
4. 人民元カード ・中国本土居住者 ・香港居住者	中国本土の銀行発行の人民元建デビットカードとクレジットカードの香港域内使用。 香港の銀行発行の人民元建デビットカードとクレジットカードの中国本土使用。
5. 小切手 ・人民元口座保有者（個人）	広東省での消費財購入に限った人民元建て小切手の振り出し。但し、1日当たりの振出額を80,000元に限定し、譲渡を禁止。
6. 人民元建て債券発行 ・中国本土金融機関	中国本土の銀行の人民元建て債券の発行と香港居住者の購入が可能。但し、上記両替制限は、当該債券の購入の際にも適用。

（資料）香港金融管理局季報2004年3月号、中国人民銀行広告2005年第26号及び同行・国家發展改革委員会広告2007年第12号より作成

3. 香港以外で進む人民元国際化の足掛かりと中国 ASEAN 間の貿易取引増大の影響

香港以外にも、以前より、中国・ミャンマー間など一部のメコンデルタ地域の国境地帯で人民元が流通していたが、最近になって拡大しているとの指摘がある⁷。これは、中国当局が認めた一部の国境貿易での人民元現金による決済で利用された人民元が、当該貿易相手国の全土に流通していったものである。ベトナムでは、既に、人民元は全域で流通しており、ベトナム国家銀行では人民元預金業務を行っている。また、ラオスの東北地域では、本国通貨のキップに代わって流通しているとさえ言われている⁸。さらに、カザフスタンなど中央アジア 5 カ国、ロシア、パキスタンでも人民元が流通しており、モンゴルとの国境貿易では、取引総額の 3 分の 1 以上が人民元の現金取引といわれる。このようなルートでの自然発生的な人民元の国際化は、金額的には未だ規模も小さく、また、当該地域の金融市場は、規制下で海外の金融市場と直結していないことから、中国への影響はほとんどない。しかしながら、当該地域の貿易量が飛躍的に拡大すれば、中国にとっても大きなインパクトになる可能性がある。

さらに、人民元による貿易決済は、今のところアセアンでは、中国とカンボジア、ラオス、ミャンマー、ベトナムの CLMV 諸国間の貿易に限定されているが、タイ、マレーシアなどいわゆるアセアン先進 6 カ国との間にも、将来的に、人民元決済を求める声が強まる可能性がある。特に、中国アセアン両域間にお

⁷ 中国社会科学院金融研究所・曹紅輝博士の研究調査（2008年4月23日付「北京週報」）

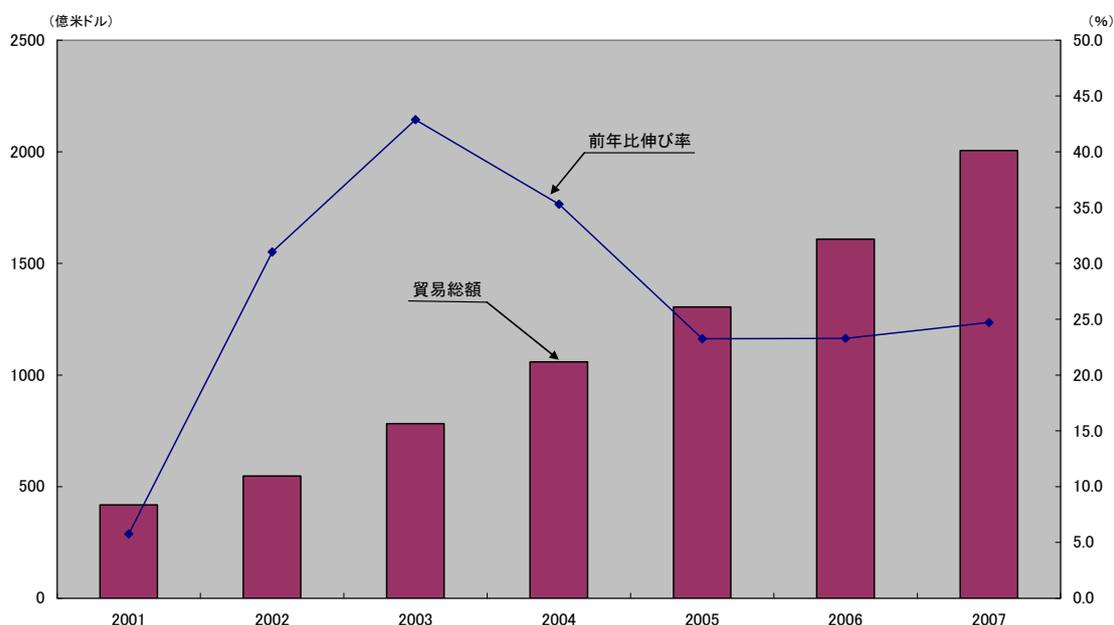
⁸ かつて CLMV 諸国では、非公式のドル化が進んでいたが、これに代わり、今度は人民元化が進んでいく可能性があるのか興味深い。

ける貿易量が急拡大しているだけに、その影響も大きくなりそうだ。これらの地域との間は、現状では、米ドル建てか、もしくは国や商品によっては、バーツ建てなどアセアン側の通貨が、決済通貨として用いられているケースもある。アセアン側には、自国通貨建てであればメリットがあるかもしれないが、米ドル建てとする積極的な理由は、石油や食品などの国際市況産品を除けば、それほど大きくはないように思われる。アセアン側企業にとっては、決済通貨を人民元に変更することで自国通貨の対人民元相場変動リスクを負うものの、米ドルの減価リスクを負うことに比べれば、元高の進行で自国通貨ベースの受取額が増えメリットが大きいとの判断も成り立つ。実際、シンガポールのある造船会社は、中国向け船舶輸出代金を、最近、米ドルから人民元建てに変更したとの報道もある⁹。また、中国国内市場をターゲットとする最終消費財の対中輸出では、為替変動の如何に関わらず安定した価格で商品を提供することで競合他社に優位に立てる可能性もあるので、人民元による決済ニーズが、今後高まってくるかもしれない。一方、中国側にとっては、対人民元で米ドル安基調が続くと予想される間は、敢えて輸入決済通貨を米ドルから人民元に変更するインセンティブは働かないかもしれないが、長期的な視点に立って安定的な価格での供給を受けることを選好すれば、これに応じる可能性もある。さらに、中国のアセアン向け輸出取引においても、中国のシェアが大きく競争力のある商品については、中国側から要請されれば、アセアンの輸入者も人民元決済への変更を認めざるを得ない状況も出てくる。

このように、中国アセアン間の貿易取引は、人民元決済が認められれば、これにシフトしていく可能性の大きい取引と言えるが、その現状をみると、2007年の貿易合計額が2千億米ドルを超えた。2004年に1千億米ドルを超えたばかりなので、僅か3年で倍増したことになる。米中間の貿易合計額3千億ドルには未だ及ばないが、日中間の貿易合計額2.4千億ドルに接近しており、本年にも届きそうな勢いになっている。この背景には、中国の国内市場の開放とアセアンの域内分業の加速があるが、中国アセアンFTAの進展も大きな要因である。一方、現時点でも、人民元による貿易決済圏の進展の可能性が高いCLMV諸国との間に限ってみると、輸出入合計で未だ200億米ドルに満たないので、これだけでは、今のところ大きなインパクトはないかもしれない。

⁹現状では、当該人民元対価と同等の外貨（例えば米ドル）での決済となる。また、180日以上延払い契約であれば、20万ドル以上の場合、中国の輸入者は、当局に外貨建て債務の登記（外債登記）を行わなければならない。こうした人民元建て契約では、契約時点で外貨建て債務金額が確定できず登記に支障が出る場合もある。この問題は、先述した現時点での元建て契約の実務上煩雑な原因の一つ。

中国・アセアン10カ国間貿易(輸出入)総額推移



4. 通貨の国際化と資本取引自由化との関係についての一考察

先進国では、自国通貨と自由な交換が可能な資本取引を容認している。途上国においても、アジア通貨危機以前には、資本取引の自由化¹⁰が進んだ。こうしたなか、中国においても、名実ともに先進国の仲間入りをするためには、資本取引の自由化は避けては通れない課題となっている。この資本取引の自由化へのプロセスにおいて、通貨の国際化はどのような意味を持つのか考えてみたい。

中国は、経常取引においては、自国通貨との交換性を実現しているいわゆるIMF8条国であるが、これは、中国国内（中国人民銀行との間）における人民元との交換性を保証しているのであって、自国以外（オフショア）での交換や交換を可能にする非居住者の自己通貨の保有は、先述の通り一部の取引を除いて原則容認していない。他の8条国でもそうした国々は多く、また、実際、経常取引の決済通貨として、当該8条国の通貨が選択され、自国以外の市場で交換を求められるニーズは極めて乏しいといえる。一方、韓国、シンガポール、タイ、インドネシアなど、8条国入りした後に資本取引の自由化を進めた国々においては、アジア通貨危機の後に規制強化に転じた国であっても、経常取引における自国通貨の対外決済は可能としているようだ。但し、マレーシアでは、自

¹⁰ 「資本取引の自由化」とは、政府による制限や審査がなく資本取引が自由に行えると言った意味で用いられることもあるが、ここでは、通貨の交換性に焦点を当てて考えたい。

国通貨の取引を原則国内に限定¹¹する「非国際化」を採っている。また、自国通貨での決済を經常取引だけに認めている韓国や、經常取引と資本取引の両方に認めているシンガポール¹²では、非居住者向けの自国通貨の貸出を制限して、非居住者の自国通貨の保有を制限する「非国際化」策を採っている。このように、各国の自国通貨の国際化に対する姿勢は、先進国を除けば、資本取引の自由化の進展に拘らず区々と言える。

アジアのクロスボーダーにおける資金決済等金融取引規制

	シンガポール	香港	タイ	マレーシア	インドネシア	フィリピン	ベトナム	中国	韓国	台湾	インド
1. 外貨預金											
国内外貨建	可	可	制限有	可	可	可	可	可	可	可	制限有
海外地場通貨建	制限有	可	制限有	不可	不可	不可	不可	不可	不可	不可	不可
海外外貨建	可	可	制限有	可 (一部制限)	可	可	要許可	不可	制限有	可	要許可
非居住者・ 国内地場通貨	可	可	制限有	可	可	可	制限有	不可	制限有	可	不可
2. 外国送金(貿易外)											
仕向送金	自由	自由	実需原則	地場通貨建 は不可	地場通貨建 は不可	地場通貨建 は不可	実需原則	制限有	自由	制限有	地場通貨建 は不可
被仕向送金	自由	自由	自由	地場通貨建 は不可	自由	地場通貨建 は不可	自由	制限有	自由	制限有	自由
3. 輸出入											
(輸出)											
決済期間	自由	自由	船積後 360日以内	船積後 180日以内	自由	自由	自由	制限有	制限有	自由	船積後 180日以内
前受	可	可	可	可	可	可	可	制限有	制限有	可	受領後1年以内 船積義務
決済手段	L/C・送金	L/C・送金	L/C・送金	L/C・送金	L/C・送金	L/C・送金	L/C・送金	L/C・送金	L/C・送金	L/C・送金	L/C・送金
(輸入)											
決済期間	自由	自由	自由	中銀指導に より1年以内	船積後 360日以内	360日以内	自由	制限有	自由	自由	船積後 180日以内
前払	可	可	可	可	可	可	可	制限有	制限有	可	制限あり
決済手段	L/C・送金	L/C・送金	L/C・送金	L/C・送金	L/C・送金	L/C・送金	L/C・送金	L/C・送金	L/C・送金	L/C・送金	L/C・送金
(地場通貨建対外決済)	可	可	可	不可	不可	不可	不可	不可	不可	不可	被仕向のみ可
4. 外貨集中義務	無	無	15日以内に ハーツ転or外貨 預金へ入金	無	無	無	無	無(外貨保有 限度有)	無 (規定未確認)	無	無
5. 先物予約	可	可	概ね1年迄	可	可	事前登録分 のみ可	12ヶ月迄	実需12ヶ月迄	6ヶ月迄	実需12ヶ月迄	実需12ヶ月迄
6. 為受・為払	可	可	居住者の為に 非居住者に対し 支払うことは 不可	要許可	規定なし	規定なし	規定なし(但し 個別申請要)	不可	申告	可	要許可

(資料)三菱東京 UFJ 銀行提供資料をもとに筆者作成

それでは、中国は、資本取引の自由化を進める上で、どのように人民元の国際化を果たすべきなのか、あるいは、經常取引同様資本取引においても、オフショアでの人民元での流通と交換性は制限したまま、中国国内で人民銀行が交換性を保証することで、資本取引の自由化を果たすことができるのか。さらには、資本取引の自由化の後も当面は、国際化を果たす必要はないものなのか。通貨の国際化と資本取引の自由化との政策の順序立ては難しいが、先述の通り、アジア危機以前に資本取引の自由化を進めた東アジア諸国の大半は、8 条国に移行した後に、資本取引においても通貨の国際化を容認した経緯もあり、一般に

¹¹ 2007 年 4 月以降、リングット建て資産購入に関わる資本取引については、実需証明書の提示を条件にオフショア市場においてリングットの購入が可能。但し、即時にマレーシア国内に送金することが必要で、オフショア市場での滞留(預金)は不可。

¹² シンガポール・ドルの「非国際化」政策は、規制緩和の方向にあり、現在は、非居住者の金融機関に対するシンガポール・ドルの貸出について、5 百万シンガポール・ドルの上限があるのみ。

は、資本取引自由化の前提条件と考えられているようだ。

この問題を考えていく上で、参考になるのは日本の特異な例だ。実は、対外決済での円の使用の容認（以下、「狭義の円の国際化」と言う¹³）は、資本取引の自由化以前であることはもちろん、経常取引の完全自由化（IMF8条国への移行）が行われた1964年4月より以前の1960年7月に、非居住者の「自由円勘定」の創設とセットで実施されている。将来的な円建て貿易の促進に寄与するものとして導入されたようだ。この勘定には、日本の輸入決済資金として居住者から支払われた円のみならず、日本の株式配当金等「外資法」で認可された一部資本取引に加えて、非居住者が外貨を銀行に売却して得た円の入金も可能であった。従って、当初から、この自由円勘定を通じて、ホットマネーが流入してくる余地はあり、事実、その後、円高に市場が大きく振れた時には、短期資本取引の資金流入のチャンネルになっていた。導入当時、日本の世界貿易に占めるシェアは既に3.3%で経常取引に限定しても相応の影響が出る可能性もあったが、ドル全盛の時代であったので急速に円建てにシフトする可能性は少ないとされ、また、短期資本の流入についても、コントロールできる範囲であれば、国内の資本不足を補うものとして寧ろ歓迎されたようである。

このように、資本自由化のプロセスの非常に早い段階で行われた「狭義の円の国際化」であるが、60年代末からの対外ショックに伴う国際金融市場の混乱時には、円転規制や残高規制を導入、その後も規制強化と緩和を繰り返した時期があった。当時固定相場制度であったからこそ、「狭義の円の国際化」にいち早く踏み込めたのであり、変動相場制への移行のなかでは、止むを得ない措置であったかもしれないが、自由化措置を状況に応じて後戻りさせたことは否めない。しかし、当時の日本と異なり、現在では、先進国、途上国を問わず資本取引の自由化は相当進展しており、また、既に中国国内には多くの外資が進出していることから、このような後戻り政策は国際社会の反発を生じ兼ねない。従って、中国が一度人民元の国際化を行えば、その際の為替相場制度の状況次第ではあるが、日本が行ったような規制強化への逆行は極めて難しいと言える。また、国際化の当初は、経常取引に限定したとしても、既に中国の貿易総額の世界貿易に占めるシェアは8%近くになっており、加えて、潜在的な人民元決済ニーズも大きいことを考えると、経常取引の国際化ですら慎重を期す必要があるものといえる。

さて、資本取引の自由化を進める際の通貨の国際化だが、自由化の前に国際化をしていないと、国内の金融機関が、自国の為替市場で、全ての非居住者と自国通貨の交換を行わなければならない、その最終尻では、中銀が交換を保証し

¹³ 一般に「円の国際化」とは、単に円が対外決済通貨として用いられるだけでなく、「国際取引における円の使用又は保有の高まり」を指すので、ここでは敢えて「狭義の円の国際化」とした。

なければならない。資本取引の場合は、大量の資金がしかも瞬時に動くので、ボラティリティーが非常に大きなものになる。当然、豊富な外貨準備がなければ対応は難しい。また、その際には、固定相場制の維持は不可能であり、現在の中国のような非常に管理された変動相場制度ですらも維持は不可能になるだろう。実際、完全な資本取引の自由化を果たした国で、資本取引における自国通貨の国際化を実施していない国はない。

次に、中国居住者の視点から、現在の資本取引の自由化の進捗状況に照らし、通貨の国際化のメリットを考えてみたい。まず、対内投資であるが、証券投資は、現在、適格外国人機関投資家(Qualified Foreign Institutional Investors; QFII)制度により規制されており、直接投資も原則許可制である。しかし、後者は、最近でこそ外資選別の動きに伴い規制強化が図られている面があるが、数年前迄は、積極的な外資導入策の下でかなり自由であった。一方、対外投資の方は、かつては資本流出を恐れて非常に慎重なスタンスであったが、膨張を続ける外貨準備と元高圧力を背景に制限政策を転換しており、直接投資については、「走出去」(対外進出奨励)戦略を取る一方、証券投資についても、昨年、適格国内投資家(Qualified Domestic Institutional Investors; QDII)制度をスタートさせて規制緩和を行っている。但し、QDIIは、当局の思惑に反し、投資家が人民元高による為替差損を恐れ残高は積みあがっていない。こうした中での国際化のメリットを考えると、対内投資では、人民元建ての債券やローンなどで、為替リスクを負わずにオフショア市場で資金を調達することが可能になるが、現状、海外からの投資意欲は極めて旺盛で、(国内市場で人民元に交換された)投資資金の為替リスクは海外投資家が負っているため、メリットはあまり大きくない。一方、対外投資では、国内に比べて収益性の高い投資が人民元建てで可能になるので、特に、人民元高が予想されるなかではメリットは大きいかもしれない。しかし、こうしたオフショアでの人民元建ての調達・運用が可能になる迄には、非居住者の人民元保有が相当進んでいないといけないし、非居住者側のニーズもないと始まらない。何よりも時間がかかる。

これに比べて、經常取引での国際化は、自国の輸出入業者が為替リスクを負わないという明白なメリットがあり、資本取引に比べれば実現は容易である。それならば、先ず資本取引の自由化のタイミングとは切り離して、經常取引における人民元国際化のメリット・デメリットだけを考慮して、その実施のタイミングについて検討すれば良いのではないか。しかる後に、資本取引でも先述のようなメリットが出てくるほど非居住者の人民元保有が十分厚みを増した上で、資本取引の自由化自体のメリット・デメリットを睨みながら、資本取引における国際化を検討すれば良いのではないだろうか。但し、經常取引における国際化を容認すると、人民元の場合は、貿易量も大きいので、人民元建て貿易金融

のニーズが直ぐに拡大して、これを端緒に一気に資本取引における国際化の要請が高まる可能性もある。

日中の資本取引自由化プロセス比較

自由化の内容	日本	中国
自国通貨を対外決済通貨として容認	1960年	原則不可
自国通貨の非居住者（オフショア）勘定導入	1960年	(2004年)
經常取引自由化	1964年	1996年
対内証券投資の自由化開始	1967年	2003年
対外証券投資の自由化開始	1969年	2007年
非居住者の自国通貨建て債券発行認可	1970年	2005年
資本取引自由化	1979年	未実施
居住者の海外（オフショア）市場での自国通貨建て債券発行認可	1984年	2007年
オフショア市場創設	1986年	未実施

(注1) 中国は、香港居住者にのみ自国通貨のオフショア勘定を許容。
(注2) 中国の証券投資は、対内投資では、適格外国機関投資家制度（QFII）、対外投資では、適格国内機関投資家制度（QDII）により規制されている。

5. なぜ人民元国際化の実験場が必要であり、香港がそれに相応しいのか

実は、香港での人民元預金口座は、先述の「非居住者自由円勘定」と類似している。但し、当該勘定への入金には、①中国本土旅行者から受領した人民元は可能であるが貿易決済資金は不可、②資本取引は不可、③香港ドルを対価に得た人民元を入金できるのは個人だけで一日一人当たりの上限も定められているなど、非居住者自由円勘定と比べて制限的である。また、市場規模を比べてみると、現在の国際金融市場は、当時とは比較にならない程拡大してはいるものの、自由円勘定は原則どの国の非居住者でも取得出来たのに対し、香港における人民元口座は、中国本土の人口対比僅か 0.5%に満たない香港 ID 保有者に限定されている。さらに、国際化した後のインパクトを比べると、中国・香港間の貿易総額の世界貿易に占めるシェアは僅か 1.5%なので、經常取引に限定すれば、日本の自由円勘定と比べて大きくない。一方、グローバルに人民元の国際化を行うと、經常取引に限定したとしても、中国の貿易総額の世界貿易に占めるシェアは 8%近くを占めているので、そのインパクトは非常に大きい。また、先述の通り後戻りも難しい。

以上から、最初は、制御可能なごく限られた狭い地域で、当該地域と中国本土との間での貿易決済においてのみ人民元を決済通貨として使用し、その影響を確認しながら、徐々に開放していくのが得策と考えられる。その実験の場所として、中国当局は、一国二制度の枠組みをうまく活かせる香港を最優先として考えているようだ。一方、中国には、北京に近く、ともに環渤海経済圏を構成する天津に、人民元のオフショアセンターを作る構想がある。詳細が発表されていないので、単純に香港との比較はできないが、中国内部に開くケースでは、中国国内市場とオフショア市場との遮断策がきちんと講じられていないと、

アジア危機直前のタイの BIBF 市場のように、海外の投機的な資金を大量になかに呼び込む危険がある。香港は、香港ドルにおいては既に内外非分離型のオフショア市場を有しているが、ここに、分離型の人民元オフショア市場を作るとすると、一国二制度の下では域外であるので、中国内に作るよりはコントロールし易い。特に、初期段階では、オフショア市場の参加者を香港法人に限ることで、中国内のオフショア市場と比べて、より制限した形で取引をスタートできるという利点がある。

更に、香港には、地の利、人の利がある。今まで国際金融センターとして培われた金融インフラ面での環境に加え、先ほど展望した中国アセアン間の貿易の中継地としての地理的メリットも大きい。最近では、中国本土の港湾設備の改善や内陸輸送のインフラ整備により、香港を通さず直接中国本土とアセアン間を移動する貨物量が増加したことで香港の地位の低下を懸念する声もあるが、「サービス貿易」と称される商流だけを香港に通す取引は、依然として顕在である。「サービス貿易」の目的は、香港の優れた金融インフラを利用して、決済・資金・為替の集中化を図ることであり、特に、潜在的な人民元建て取引需要の多い中国アセアン間の取引増大は、人民元国際化のための実験場を目指す香港にとっては有利な要因となろう¹⁴。もちろん、人の利については、金融・法律・会計等各方面の専門家のレベルが高いことがあることは言うまでもないが、加えて、アセアンに張り巡らされた香港の華人ネットワークを利用できるというメリットもある。

実は、香港の人民元国際化の実験場化、言い換えれば、香港の人民元オフショアセンター化は、香港金融界の悲願であり、中国政府に対し、香港金融管理局など官民挙げて同業務の拡大を要請している。但し、この要請は、金融のグローバル化による国際金融センター間の競争激化のなか、新たな金融ビジネスによってその地位を固めたいとする香港側の利権確保だけに拠るものだけではない。日本や他の先進アジア諸国の例をみるまでもなく、資本取引の自由化と同時に、自国通貨の国際化は避けては通れないテーマであり、そのための実験場の成功は、中国にとっても必要なプロセスであるというのが香港の主張である。

以上のように、香港は、人民元国際化の実験場としての要件と、また、その

¹⁴ 「サービス貿易」は、「オフショア貿易」とも呼ばれる。定期的な統計はないが、2002年に実施された香港当局のヒアリング調査で、当時の段階で、再輸出も含めた香港の貿易全体と同程度の取引額があることが明らかになっている。香港では、グループ間の貿易取引を集中して、決済の集中管理やネットィング、あるいは、それを通して行う貿易金融、さらには、異種通貨間の決済に伴う為替リスクの集中管理を行うリインボイスと呼ばれる取引量が多い。特に、中国・香港間で人民元での決済が可能になると、人民元の為替リスク管理が香港で可能になるので、今以上に香港のリインボイスセンターの重要性が増すと見込む向きもある。

成功に向けての技量と気概を兼ね備えており、中国当局もこれに呼応してインフラを整えつつある。しかしながら、現在のように人民元高圧力が依然強い間は、実験の進展は、こうした圧力を一層強める要因になりかねないだけに、中国当局としても慎重にならざるを得ない。天の利が、到来するまでには今しばらく時間がかかりそうである。

6. 終わりに

今回は詳しくは触れられなかったが、通貨の国際化のテーマは、為替相場政策や為替相場制度とも密接不可分の関係にある。現行の人民元為替制度は、建前は、通貨バスケットを参照する管理フロート制だが、実際は、米ドルに対するクローリング・ペッグに近く、通貨の国際化をスタートさせるに当たって、この現状をどうするかも極めて重要な課題である。今後、是非、検討してみたいテーマである。最後に、東アジアの共通通貨バスケット構想に対する人民元国際化の議論のインプリケーションを付け加えたい。バスケット通貨の構成通貨を考える場合に、当該通貨の非交換性が重要な制約要因となるが、人民元を入れようとする、いつもこの問題が付き纏う。資本取引の自由化の進展状況が問題とされているのであれば、まずは、その前提条件としての人民元の国際化の進展をどうするかという視点も重要であろう。バスケット通貨構想を推進する観点からも、香港での人民元国際化の実験を支援してみてもどうか。

以上

参考文献

荒巻健二「資本取引自由化の Sequencing－日本の経験と中国への示唆」、開発金融研究所報 2004 年 11 月号

浦田秀次郎・日本経済研究センター編「アジア FTA の時代」日本経済新聞社

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 2008 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, Nihonbashi Hongokuchō 1-chōme, Chūō-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 : 03-3235-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

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