



(2013 年第 1 号)

2013 年 4 月 24 日

### 人民元国際化の鍵となる資本自由化と金融改革

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

#### 要旨

1. 人民元の国際化は順調に進んでおり、通貨スワップ網は拡充され、オフショアセンターは多様化している。
2. 中国は資本自由化を進めるに際し、当面は人民元使用を優先する資本取引の規制緩和を行い、その後外貨を含め慎重に順を追って自由化する意向と考えられる。
3. 金融改革は、資本自由化にあたって避けて通れず、また国内金融構造の最近の変化を背景に、急ぎ取り組むべき課題である。政府は改革プログラムを策定し、2015 年をめどに実現に努めているが、既得権益集団の抵抗も予想され、改革の難航もありうる。
4. 場合により金融改革・資本自由化が遅れ、人民元国際化の鈍化あるいは一時的棚上げがあっても不思議でない。

#### はじめに

2013 年 3 月の全国人民代表者会議における政府活動報告で、温家宝首相（当時）は金融改革に取り組む姿勢を強調するなかで、「金利・為替レートの市場化改革を着実に推進し、人民元のクロスボーダー使用を拡大し、人民元資本項目の交換性を段階的に実現

する」と明言した。この簡潔な一文には、人民元の国際化、資本自由化と国内金融改革の三つの重要な政策項目が含まれている。本稿は、この三つの項目の関連性と中国政府がどのように推し進めようとしているのかを論じ、若干の展望を試みたい。

## 1. 着実に進む人民元の国際化

### (1) これまでの経緯

約4年前国際金融危機の最中、中国政府は人民元（以下元と称す）の国際化に向け、大きく政策の舵を切った。狙いは中国経済の米ドル依存体質の改善である。政策の三本柱の一つは、対外貿易における元決済の促進で、2009年に制限的に試行された後、2012年夏までにすべての輸出入会社に認められることとなった。同時に元を使う資本取引も規制が緩和され、2011年から元建て直接投資も内外双方向で始まった。人民元適格海外機関投資家制度（RQFII）を通じて香港から国内証券市場への投資が可能になり、限定的ながら対外・対内元建て貸付も行われるようになった。

第二は、香港を中心とする元のオフショア市場の育成である。資本規制で守られた国内金融・資本市場とは別に、海外で非居住者が元で取引できる市場を作るべく、2010年7月香港で本格始動した。企業による銀行口座開設、借入れ、資金振替、為替取引が自由化されて以降、香港での元建て金融商品は多様化し、取引は個人、非居住者に拡大した。香港金融管理局は、元の即時グロス決済（RTGS）と支払いファイナリティの法的保証、本土との通貨スワップ協定を利用した人民元流動性供与枠の設定など、中核オフショアセンターとしてのインフラ整備を進めている。

第三は、各国・中央銀行との間で元・相手国通貨スワップ網を構築することである。2008年12月韓国との通貨スワップ協定を皮切りに、2012年末までに18カ国・地域と総額16.6兆元の協定を結んでいる。2013年3月にはブラジル中央銀行と1900億元（600億レアル）のスワップ協定を締結した。少なくとも8カ国が元を外貨準備に加えることを発表している。

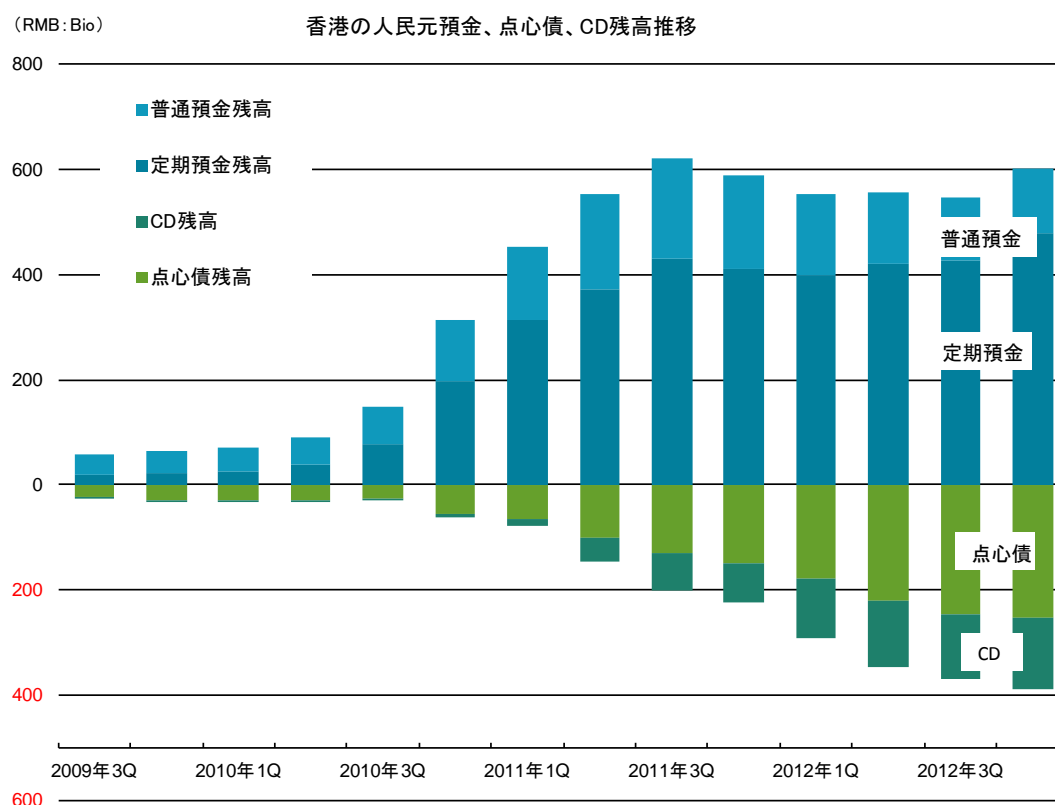
### (2) 国際化の現状

非居住者による元取引が解禁されて3年間は、中国経済の高成長と元切上げ期待を背景に、元への需要が過熱し、国際化の度合いを示す各種指標は驚異的な伸びを示した。しかし、2012年からは様相を異にし、一時期「国主導の国際化、足踏み」（日本経済新聞）との評価も聞かれた。

2012年の中国の貨物貿易額は、前年比6.2%増の3.87兆ドルで事実上世界一となった

とみられる。貨物貿易の元決済額は前年 1.56 兆元（元建て貿易決済比率 8.6%）から 2.06 兆元へ増加したことから、元建て決済比率は 10%程度に上昇したと推測される。また元建ての対内外直接投資は、前年 1109 億元から 2840 億元へ著増した。

香港における 2012 年末の元預金残高は、6030 億元で過去のピーク 2011 年 9 月 6222 億元に達しておらず、年間を通じほぼ横ばい推移だった。2012 年前半に元の切上げ期待が後退したことが影響している。しかし銀行預金に CD（譲渡性預金）と点心債残高を加えると姿は一変し、2011 年末 8121 億元から 2012 年末 9912 億元へ 22.1%増加している。2012 年の香港の元預金増加の鈍化は、元相場の頭打ちに加え、金融商品の多様化、中国本土での資金運用の拡大、オフショア市場の拡がりを反映していると考えられる。



(Source: HKMA, Bloomberg)

2013 年に入ると、対ドル最高値を記録するなど元相場の回復を背景に、香港の人民元預金残高も急増し、2 月末 6517 億元と過去最高となった。

### (3)香港中心の複数オフショア市場へ

2012 年から複数の人民元オフショア市場を形成する動きが活発になっている。ロンドンを欧州における人民元オフショアセンターにすべく、英国は中国・香港と政府ベースで協力を合意した後、毎年 2 回民間ベースの定期会合を開催している。ロンドンの元預金残高は 2011 年末約 1000 億元から 2012 年 6 月末 143 億元に急減する一方、元為替（スポット）は前年比 150% 増の 1 日平均 17 億ドルと香港に匹敵する取扱高となった。元建て債も 2 件発行された。元預金急減の理由として、ほとんどが投機性資金で、貿易決済資金など実需関連の残高が少ないことが一因とされている（City of London (2013)）。

アジア地域では、2013 年 2 月台湾で中国銀行が元決済銀行に就任、続いてシンガポールで中国工商銀行が指名された。従来の国外銀行勘定（OBU）に加え国内銀行勘定（DBU）での元預金が解禁された台湾では、元預金残高が 2013 年 3 月 483 億元（前年同月 115 億元）に達した。シンガポールの元預金残高は、2012 年央 600 億元から最近では 1000 億元弱に増加したと推計されている<sup>1</sup>。

2012 年 6 月日本と中国の間で円・元直接為替取引が開始され、上海市場では円の為替取扱シェアが 2012 年第 4 四半期 7.4%（前年同期 0.1%）1 日平均 9 億ドルに急増する一方、東京市場の元為替は 2012 年 10 月の調査で 1 日平均 3 億ドル（前年 4 月 0.3 億ドル）と、直接取引の効果が確認されている。2013 年 4 月には中豪両国首脳が元豪ドル直接交換に合意した。

## 2.人民元の国際化、資本自由化と金融改革

### (1)中国が直面するトリレンマ

国の政策として、独立した金融政策、安定した為替相場（固定相場制）および自由な資本移動の三つの目標は同時に実現することはできず、一つは捨てなければならない。このことは国際金融のトリレンマとして広く知られている。

日本を含む先進国の多くは、自国の中央銀行による独立した金融政策と内外の自由な資本移動を確保する一方、自由変動相場制を採用することで為替相場の安定を犠牲にしている。香港のような小さな経済単位やユーロ加盟国のように共通通貨を使う国々は、為替相場の安定と資本移動の自由を選択する。代償として、景気・インフレ動向に応じて金利水準を調節する金融政策の自律性を放棄している。他方、ベトナムやミャンマーなど途上国では、国内経済の混乱を避けるため資本取引を厳しく規制することが珍しく

<sup>1</sup> 出所:台湾中央銀行 HP および 2013 年 2 月 8 日付 WSJ 電子版”ICBC Picked as Yuan-Clearing Bank in Singapore”

ない。独自の金融政策は行いつつ、為替相場は固定相場制から変動相場までさまざまである。

第1表 国際金融のトリレンマと中国の状況

	独立した 金融政策	固定 相場制	自由な 資本移動	備考	
日本、米国、英国、豪州	○	×	○		
香港(カレンシーボード)、 ユーロ加盟国(単一通貨)	×	○	○	ユーロは対外的に変動相場、欧州 中銀は金融政策の独立性確保	
ベトナム、ミャンマー	○	△	×	ベトナム準固定、ミャンマー管理変動	
中国	2005年7月以前 (08年夏-10年夏)	△ 行政手段中心	○ ドルペッグ	×	資本規制にかかわらずホットマネーが 流出
	現在	△ 行政手段中心	△ 管理変動制	△ 元優先緩和	人民元オフショア市場が一部ホッ トマネーの受皿に
	今後目指す方向性	△→○ 金利機能活用	△→×	△→○△	当局の監視・管理を前提に変動相 場、限定的資本自由化へ

(出所) 筆者作成

中国は長い間、厳重な資本規制のもと固定相場制を採用してきた。元は切下げ傾向にあったため、中国政府は資本逃避に目を光らせなくてはならなかった。しかし、世界貿易機関(WTO)加盟ごろから状況は一変し、貿易黒字と外貨準備の急増を背景に、海外からの元切上げ圧力が強まり、規制の網をくぐってホットマネー(国際短期資本)が流入した。

2005年元は管理変動相場制に移行、資本規制は流入促進・流出抑制方針から流出入の均衡管理に改められ、さらにその後2007年流出促進・流入抑制に切り替えられた。以来、対内・対外直接投資を事実上自由化するなど、実需に裏付けられた資本項目は次第に規制が緩和された。金融政策は、外貨準備急増による過剰流動性とホットマネーの圧力によって制約され、銀行の窓口指導や預金準備率の上げ下げなど、主として量的調節に頼らざるを得ない状況が続いてきた。金利手段の利用は限られていた。

2012年から中国が直面するトリレンマは新たな段階に入りつつあるように思われる。政府は、元相場が均衡水準に近づいたとして、為替市場への介入頻度を大幅に減らし、相場の日中変動幅を±0.5%から±1.0%に拡大した。中国人民銀行調査統計局は2月、「わが国が資本自由化を加速する条件はほぼ整った」と題する報告書を公表し、自由化の順

序とタイムスケジュールを示した。すなわち短期的（1～3年）に直接投資を大幅緩和、中期的（3～5年）に貿易関連融資を緩和し元の国際化を推進する。長期的（5～10年）には、資本流入に続き流出を自由化、不動産・証券市場を段階的に開放する。そして金融市場を強化し、市場の管理方法を数量型から価格型管理に移行するとした。9月国務院は2015年までの国内金融改革プログラムを公表した（概要は後述）。

これらを受けて2012年11月中国共産党第18回全国代表大会は、「金融体制改革を深化させる。金利と為替レート市場化改革を着実に推進し、人民元資本項目の交換性を段階的に実現する」との方針を明示した（アンダーライン筆者）。

## (2)人民元の国際化と資本自由化

これまで自国通貨の国際化を政策目標にかかげたのは日本と中国くらいではなかろうか。先進国の多くは自然体で臨んでおり、かつての西ドイツやスイスは消極的だった。1998年松永大蔵大臣（当時）は、円の国際的な活用に積極的に取り組むと公式に発言したが、皮肉なことに、円の国際化はその頃がピークで、現在まで日本経済の停滞を背景に、貿易の円建て比率は横ばいで推移し、外貨準備や国際債券での円のシェアは大きく下落している。

中国政府は、元の「国際化」推進とは公式に言っていない。しかし、元のクロスボーダー使用、オフショア市場の振興、外国中央銀行による元保有の奨励、元の資本項目の規制緩和など、政策の目指すところは国際化である。

中国社会科学院の余永定氏は「資本自由化は通貨の国際化の必要条件だが充分条件ではない」と、両者の関係の本質をついている。元の国際化には資本自由化を避けて通れない。充分条件ではないということは、日本の事例を見れば自明だろう。

さらに資本自由化の前提となるのが、安定した金融システム、マクロ経済政策手段の整備、価格機能が働く経済環境（金利・為替の市場化を含む）、適切な外貨準備といった条件である。途上国の多くはその発展段階に至っておらず、国際資本の動きから自国経済を守るために、資本規制を行っており、これまでの中国もその例にもれない。

第2表 ドイツ・日本・中国の通貨国際化と資本自由化・国内金融改革の進め方

ドイツ	為替自由変動相場 (1972年) 金利自由化 (60~70年代)	→	資本自由化 (1981年)	→	マルク (ユーロ) はドルに次ぐ国際通貨へ		
日本	為替自由変動相場 (1972年)	→	資本自由化 (80年代)	→	金利の漸進的自由化 (80~90年代)	→	円は国際通貨となるも国際化不十分
中国	人民元の国際化開始 (2009)	→	人民元オフショア市場拡大 クロスボーダー取引推進 (10~)	→	人民元が国際通貨になれる時期はいつか?		
	<ul style="list-style-type: none"> <li>資本規制 40 項目 (IMF) のうち 2/3 以上部分的ないし実質的に自由化済</li> <li>為替管理変動相場</li> <li>国内金利規制</li> </ul>	→	<ul style="list-style-type: none"> <li>人民元の資本自由化を先行させ元外貨同時の自由化は慎重</li> <li>為替変動幅拡大 (2012)</li> <li>国内貸出預金金利の裁量限度拡大 (2012)</li> </ul>	→			

(出所) 筆者作成

ドイツの事例を振り返ると、1970年代までに金利の自由化と為替の変動相場制移行を実現した後、資本規制をすべて撤廃した。1980年代中葉、マルクの国際化について消極姿勢から中立に転じ、その後マルクとその実質的な後継通貨ユーロは米ドルに次ぐ国際通貨の地位を占めている。

日本の事例では、資本自由化と金利自由化の時期がドイツとは逆転しており、それが現在まで円の国際化と東京の国際金融センター化に少なからぬ影響を及ぼしている。当時の大蔵省と金融業界は、資本自由化後も金利の自由化には慎重で、オフショアのユーロ円市場の自由化を先行させ、既得権益集団の利害が錯綜する国内市場を後回しにした。その結果、円建て起債がほとんど海外に流れ、国内債券市場の「空洞化」を招くなど、国内市場の発展と国際化が遅れることとなった。

中国は、リーマンショックに続く世界金融危機の最中に、元の国際化を急ぐべく政治的決断を下した。ドルとユーロの相場が大きく上下するなか、狙いは中国経済のドル依存を軽減し、いずれは脱却せんとするものである。ドル建てがほとんどの輸出入の為替リスクを軽減し、3兆ドルにのぼる外貨準備の目減りに対処せんとするのである。

2008~2009年当時、元の為替相場はドルに再ペッグされ、国内の金融改革は事実上凍結されていた。資本規制は、直接投資など実体経済に直結する分野は相当程度緩和さ

れていたものの、元の国際化に必要な国境を越えた資金貸借、証券取引、為替取引などは嚴重に規制されたままであった。換言すれば、通貨の国際化に必要な条件は満たされていなかったのである。

政府は、国内経済・社会の安定のために資本規制は維持したまま、一国二制度下の香港に人民元オフショア市場を作り、国外でまず元取引を自由化するという、ある意味で奇策に打って出た。あたかも鎖国をしながら出島を作るようなものである。

同時に貿易など經常取引での元の使用を奨励し、資本取引については元を使用する場合に限り、規制を優先的かつ段階的に緩和する方策をとることとした<sup>2</sup>。元の対外取引は、貿易にせよ、直接投資、資金貸借、証券投資にせよ、すべて通貨当局の監視・管理システムに登録されることから、全貌を把握しやすく、不測の事態への対処が容易との判断があるものと解される。さらに、元建て取引の普及は元相場の変動を抑えるとの考えが、中国国内にあることも背景だろう。

対内証券投資は、2002年から適格海外機関投資家制度（QFII）を通じて行うものとされ、総枠は2012年までに800億ドルに引き上げられた。他方、2011年にスタートした人民元を使う同様の投資枠（RQFII）は、発足から僅か1年の2013年3月現在2700億元（約430億ドル）に拡大された<sup>3</sup>。これは、いかに特定の元建て資本取引が奨励されているかの一例である。

中国政府は、2020年までに上海を国際金融センターに発展させることを公約し、同時に香港の国際金融センターとしての繁栄も支援するとしている。この両者の関係をどう考えるかという疑問に対して、筆者が上海で面談した興業銀行のチーフ・エコノミスト魯政委氏は、「鍵は2015年までの元を優先する限定的資本自由化にある」と解説する。すなわち、「元建ての資本自由化ならば元の自由変動相場制を急ぐ必要がない<sup>4</sup>。その間2015年までに、上海の金融・資本・商品市場としての魅力を高めると同時に、国内金融改革を進める。次期5カ年計画の期間中に外貨を含む資本自由化と人民元の自由変動

---

<sup>2</sup> 「人民元資本項目の交換性を段階的に実現する」の原文は「逐步实现人民币资本项目可兑换」である。この表現は2011年1月18日付の外貨管理に関する易綱中国人民銀行副総裁・国家外貨管理局局長の論考においても、2013年3月5日の温家宝首相による政府活動報告においても、判で押したように全く同じである。

<sup>3</sup> 出所：2013年4月11日付BTMU（China）実務・制度ニュースレター「証監会・国家外貨管理局によるRQFII新規を打ち出し—試行範囲を拡大、投資規制も大幅緩和—」  
なお、2013年2月台湾・中国本土人民元直接決済が開始された際、台湾に対しRQFII1000億元が設定されたが、これが上記2700億元に含まれるか否かは明らかでない。

<sup>4</sup> この発想は、国際通貨の為替売買を前提に考える我々には奇異に映る。しかし、海外からのアクセスを制限する上海の閉鎖的外為市場が当たり前の中国の多くの学者にとっては、当然のロジックなのかもしれない。実際には、香港の自由な人民元為替市場が上海市場の相場形成に影響しており、このロジックは破綻を免れまい。



相場制移行を実現し、中国市場を大幅に对外开放する。上海は自ずから国際金融センターの地位を獲得し、巨大な国内市場を背景にいずれ香港を圧倒する」とのシナリオである。

人民元取引に偏った部分的資本規制の緩和は一時的な、現在の 5 カ年計画が終わる 2015 年をめどとする施策とも考えられる。元を国際通貨にするには、いずれ通貨の如何を問わない資本取引の自由化が必要である。そのためには前提となる国内の金融改革を進め、その進捗に応じて、難易度の低い資本項目から高いものへ順次規制緩和を進めなければならない。

### 3.金利・為替レートの市場化と立ちはだかる難問

#### (1)金融改革への本格的取組み

2012 年 9 月国務院は、「金融業発展・改革の第 12 次 5 カ年計画」を公表した。これは中国人民銀行など金融 5 官庁が 2 年間にわたり検討した結果に基づく金融改革プログラムである。2015 年までに GDP に占める金融業の比率を 5%へ、社会融資規模に占める直接金融の比率を 15%に上げるとした上で、取組むべき金融改革の重点分野、基本方針と道筋が示されている。

なぜ今、金融改革が必要とされるのかを理解するには、資本自由化をめぐる議論に加え、国内の金融構造の変化を知る必要がある。中国人民銀行は、金融指標として社会融資規模、すなわち一定期間に実体経済が金融システムから調達した資金総額（フローの概念）を公表している。主要項目は人民元貸付、外貨貸付、委託貸付、信託貸付、銀行引受手形、社債および一般企業の国内株式発行である。

社会融資規模は、リーマンショック後の 4 兆元景気対策をきっかけに 2008～2009 年に急増した。内訳に関しては、その後のインフレ対策で銀行貸付けが量的に絞られるとともに、規制金利は低く抑えられたことから、人民元貸付の構成比が大きく落ち込む一方（2013 年第 1 四半期 44.8%）、金融政策の直接の規制対象にならない委託・信託貸付と銀行引受手形の合計割合（同 32.3%）が拡大している。

第3表 社会融資規模の推移と構成

	社会融資規模								
	総額 (億元)	構成 (%)	人民元 貸付	外貨 貸付	委託 貸付	信託 貸付	銀行引 受手形	社債	株式 発行
2002年	20112	100	91.9	3.6	0.9	—	-3.5	1.8	3.1
2003年	34113	100	81.1	6.7	1.8	—	5.9	1.5	1.6
2004年	28629	100	79.2	4.8	10.9	—	-1.0	1.6	2.4
2005年	30008	100	78.5	4.7	6.5	—	0.1	6.7	1.1
2006年	42696	100	73.8	3.4	6.3	1.9	3.5	5.4	3.6
2007年	59663	100	60.9	6.5	5.7	2.9	11.2	3.8	7.3
2008年	69802	100	70.3	2.8	6.1	4.5	1.5	7.9	4.8
2009年	139104	100	69.0	6.7	4.9	3.1	3.3	8.9	2.4
2010年	140191	100	56.7	3.5	6.2	2.8	16.7	7.9	4.1
2011年	128286	100	58.2	4.5	10.1	1.6	8.0	10.6	3.4
2012年	157631	100	52.0	4.9	8.1	8.1	6.7	14.3	1.6
13年1-3月	61522	100	44.8	7.2	8.7	13.4	10.2	12.2	1.0

(出所) 中国人民銀行より筆者作成

社会融資規模の構成内訳の変化は、現在までの貸出し窓口指導や預金準備率操作など量的調節に偏った金融政策の手法が限界に達し、金融政策の効果が弱まっていることを示している。金利調節という価格機能を通じた金融政策を確立することが急務であり、そのために金利の市場化（自由化）、政策金利の波及ルート整備など金融改革が必要となる。

なお、委託・信託貸付と銀行引受手形の3項目は、いわゆる狭義のシャドーバンキング（影子銀行）を形成し、2012年第3四半期の残高は13.7兆元、名目GDPの26%である。これにインフォーマル金融（民間貸借）、その他信託資産、民間保有の社債残高を加えたものが広義のシャドーバンキングで、24.4兆元、GDPの半分程度の規模と推計される（李立栄（2012））。

「金融業発展・改革の第12次5カ年計画」は金融改革の重点分野として、以下を挙げる。

- ①金利の市場化（自由化）を段階的に推進
- ②人民元為替レート形成メカニズムの整備
- ③人民元資本項目の交換性を段階的に実現
- ④外貨準備運用の改善

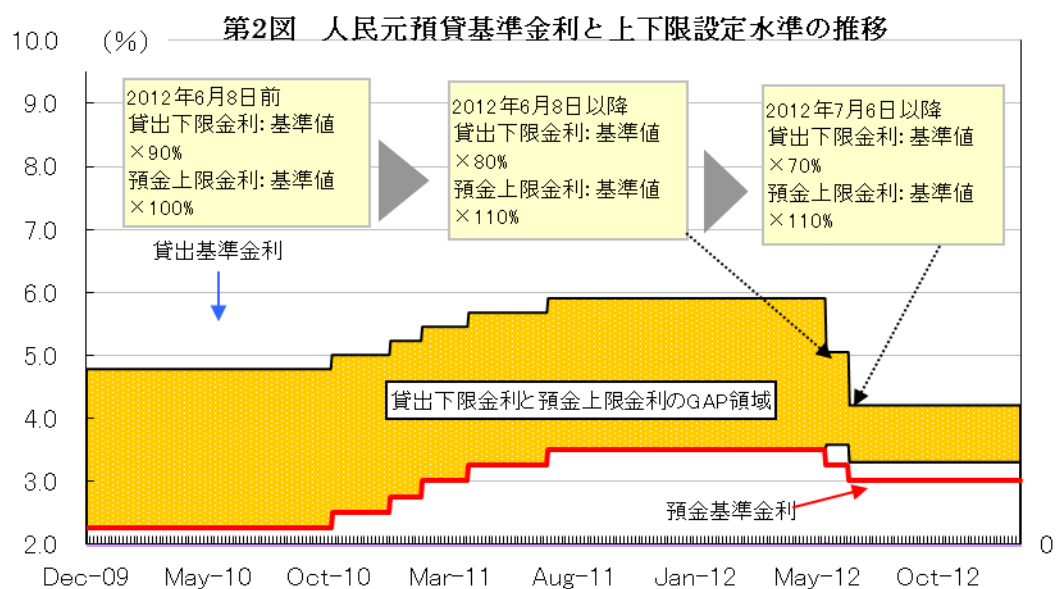
## ⑤金融機関改革の継続

## ⑥民間資本の金融サービス分野への参入奨励

これらはいずれも、2015年までに完了する改革というよりも、さらに時間をかけて継続すべき改革分野と考えられる。この他にもプログラムは、マクロ金融コントロールの整備、現代的金融組織体系の構築、多様な金融市場体系の構築の加速（例：株式・債券・金融・外為・金・保険・先物・金融派生商品市場）、金融業の対外開放の深化、金融監督の強化と金融の安定・安全の維持など、極めて網羅的に課題を採り上げている。

### (2) 金利の市場化改革と課題

2012年6月と7月中国人民銀行は2カ月連続で基準金利を引下げ、同時に貸出下限金利を基準値の90%から70%に引下げる一方、初めて預金上限金利を基準値の110%に上げた。この結果、期間1年の貸出・預金限界金利の利鞘は2.5%から0.9%に大きく縮小した。既にそれまでに3000万元以上の大口預金金利は自由化され、貸出金利の上限と預金金利の下限は撤廃されていたが、一般預金金利の上限引上げは、銀行に新たな価格競争と経営合理化への努力を強いることになった。四大国有銀行など大型銀行は、1年以下の定期預金金利こそ基準金利より引上げたものの、普通預金や1年超の定期預金の金利は引き続き基準金利をそのまま適用した。他方、小型銀行は競争上すべての預金金利を限度いっぱい上げるところが出てきたという（関志雄（2012））。



(出所) Bloombergより三菱東京UFJ銀行(中国)作成

金融改革プログラムは、「①基準金利に対する上限・下限規制の緩和、②市場での基

準金利の形成、③中央銀行の市場オペレーションへの効果の波及」の原則に沿って、金利自由化を段階的に推進するとしている。①に関しては上記のとおり大きな一歩を踏み出し、今後は規制の完全撤廃が問題になろう。規制金利に代わり②市場で基準金利として上海銀行間取引金利（SHIBOR）の役割が重要になることから、その信頼性を高めねばならない。中国人民銀行の金融政策は、社会融資規模における銀行貸出しの比重低下に伴い、量的規制から金利機能重視に移行せざるを得ないことから、③市場オペの波及効果を確実なものにするため、資金市場と債券市場の一層の整備が必要である。

2013年1月、香港で人民元業務を行う銀行は、深圳前海地区の企業に対し金利を自由に設定して元貸出しを行うことが認められた。HSBCなど15行が総額20億元の融資を決め、適用金利は貸出下限金利（当時4.2%）に近い4.3~4.5%と報じられた。この動きに関し、中国人民銀行の周小川総裁は記者会見で「前海湾で試行されているオフショア人民元業務の改革は、中国全体の金融市場の対外開放を促進することに繋がる」と述べている<sup>5</sup>。

銀行の扱う商品は、預金・貸出しともに基本的に同質で、銀行は商品内容の差別化よりも、低利の貸出しと高利の預金といった価格競争に陥りがちである。従って、金利が自由化されれば利鞘は縮小し、銀行は資産負債管理（ALM：期間と金利水準のマッチングなど）や信用リスク管理を強化しなければならない。

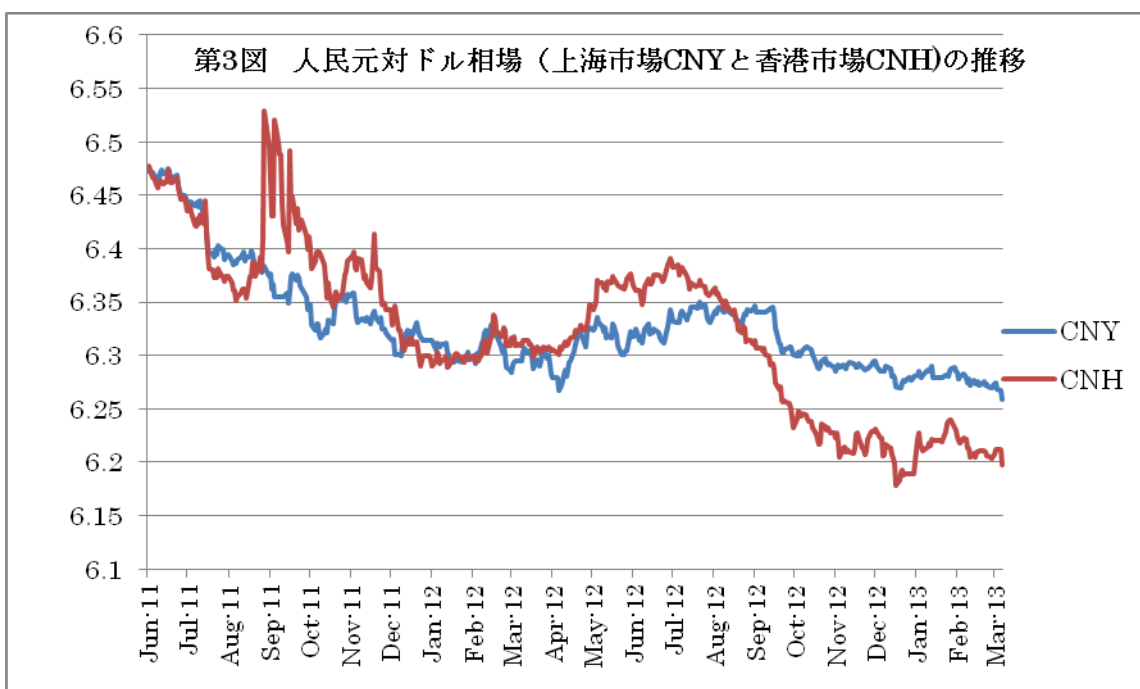
当然競争に敗れ破産する銀行もあるだろうから、銀行の破綻処理と市場退出に関する法体系の整備などルール作りを進めなければならない。預金者保護のために預金保険制度の制定も必要である。2007年全国金融工作会议で「預金保険条例」の制定が決まったが、その後の世界金融危機で議論が凍結され、今回の金融改革プログラムで改めて導入が明示された。ただし、破綻処理と預金保険をめぐるのは大型銀行と中小金融機関、その背後にある中央政府と地方政府の利害が相対立することが考えられ、容易に決着しないかもしれない。四大国有銀行にとって破綻は考えにくいことから、これらの問題は単にコスト増に結びつく。特に預金保険料を一律にすれば、個人預金の過半のシェアを占める大型銀行が、中小銀行の破綻コストの大部分を負担することになる。もし信用リスクに応じて預金保険料に格差をつければ、中小金融機関にとって保険料負担が過大になり、経営を圧迫する恐れがある。この問題の解決なしには、金利の完全自由化はあり得ない。

---

<sup>5</sup> 出所：”China: RNB Q&A” 5 February 2013, HSBC Global Research, “China Weekly” March 21<sup>st</sup> 2013, Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ

### (3) 為替レートの市場化改革と課題

人民元レートは貿易企業のみならず広範な企業・消費者の採算・利害に係わるだけに、政府としては現行の「管理」変動相場制を継続したいに相違ない。しかし香港のオフショア市場が発展するにつれ、市場の需給によって自由に決定される香港人民元相場（CNH）が上海市場の人民元相場（CNY）に与える影響が無視できなくなった。もちろん CNY 相場も CNH 相場に影響しており相互に関連して動いているが、香港の自由な CNH 相場が元の先行き期待感を先取りしており、上海の官製管理相場がそれを後追いつける傾向がみられる。上海では通貨当局が毎日基準相場を決定し、CNY はその上下1%の範囲内で売買されるが、香港の CNH 実勢相場が1%の範囲外にある場合、上海市場では為替取引が極端に細るか、あるいは通貨当局が市場介入するかしかなのが現状である。事実、2012年10月から12月にかけて上海の外為取引はマヒ状態に陥った。香港の元レートが自由に変動する以上、上海市場の変動幅も拡大せざるを得ないだろう。



金融改革プログラムは、元レートに関しては、主体性、コントロール可能性、漸進性の三原則のもとで、「市場の需給を基礎とし、バスケット通貨を参照した管理変動相場制度を整備し、為替レートの上下双方向への変動弾力性を増加させ、人民元為替レートの合理的均衡水準での基本的安定を維持する」としている。

管理変動相場制のもとでも変動幅を拡大すれば、実態的には自由変動相場制に近いものになるので、資本自由化の妨げになることはないだろう。ただし、変動幅拡大は、金融機関や為替取引に携わる企業には、為替リスクの増大を意味することから、リスク管

理体制の強化とリスクヘッジ手段の多様化が必要である。

さらに将来の課題として、上海を国際金融センターに発展させ、外為市場を東京や香港に匹敵する規模にするためには、現行市場の運用・管理体制を抜本的に改める必要があるだろう。現在、上海で金融機関が為替取引を行う場合、実需を裏付けにしなければならず、投機的取引は認められない。取引は原則として国内金融機関どうしで行われ、すべての取引は通貨当局が管理するシステム（CFETS：中国外貨取引システム）に入力しなければならない。従って海外からの参入は、一部の中資系銀行を除き認められない。

上海が元のマザー・マーケットとして世界有数の外為市場になるには、内外の市場参加者に門戸を開き、深くて大きく流動性のある市場に育たなくてはならない。金融改革プログラムにはその展望が全く欠けているが、それは2015年以降いずれ検討すべき長期課題と考えているのであろうか。

第4表 最近10年の中国金融改革をめぐる主な動き

年	対象分野*	改革事項
2004	金利	貸出金利の上限規制を撤廃、預金金利の下限を事実上撤廃
2005	為替	人民元が小幅切上げ、固定相場制から管理変動相場制へ移行
	金融機関	株式制へ移行した中国建設銀行が上場、外資を14%受入れ
	金融・債券市場	企業による短期融資債券（CP）発行可能に
2006	金融機関	株式制へ移行した中国銀行、工商銀行が上場、外資受入れ（15%、8%）
2007	金利	短期金利の指標として上海銀行間取引金利（SHIBOR）導入
	為替	人民元の対ドル日中変動幅を±0.3%から±0.5%に拡大
	金融機関	信託管理監督システムを構築、信託会社を整理・免許交付
	金融・債券市場	株式会社・有限会社による社債（公司債）発行を試行
	政策	全国金融工作会議で預金保険導入を決定（ただし13年春現在未実施）
2008	金融・債券市場	企業による中期債券（MTN）発行可能に
	元国際化	初の人民元通貨スワップ協定を韓国と締結
	為替	夏以降人民元を米ドルに再ペッグ（事実上の固定相場制復活）
2009	元国際化	人民元の貿易決済開始
	金融・債券市場	地方政府債発行開始
2010	為替	夏以降人民元は事実上の固定相場から管理変動相場に復帰
	元国際化	香港の人民元オフショア市場が本格機能（元預金など取引急増）
	元国際化	海外中央銀行・決済参加銀行が国内で人民元債券取得可能に
	金融機関	株式制に移行した中国農業銀行が上場
	政策	「社会融資規模」概念導入（前年からオフバランス取引急増）
2011	政策	中国版バーゼルⅢ（銀行の健全性管理監督基準）を公表

	政策	オフバランス資産の一部を預金準備率の対象に追加
	元国際化	人民元による対外・対内直接投資および一部貸付可能に
	元国際化	香港を通じ人民元適格海外機関投資家制度（RQFII）を試行
2012	為替	中国人民銀行による為替市場介入が大幅に減少
	為替	人民元の対ドル日中変動幅を±0.5%から±1.0%に拡大
	金利	貸出金利は基準金利の0.7倍、預金金利は同1.1倍まで自由に
	政策	中国人民銀行が短期金利調節手段としてレポ・リバースレポ導入
2013	金融政策目標	政府活動報告/李克強首相が金利・為替相場の市場化改革を強調
	元国際化・金利	香港の銀行から深圳前海地区への人民元貸付自由金利で可能に

\* 金融改革の対象分野は金利、為替、金融機関、金融・債券市場、人民元の国際化（資本規制）および政策（金融政策・金融監督）に限定し、株式市場は含まない。

（出所）新聞、雑誌、ネット情報から筆者作成

## おわりに

ドイツなど先進国は、金利・為替レートの自由化など金融改革と資本自由化を相前後して完了した後、おおむね通貨の国際化には自然体で臨んだ。中国は、先進国の事例とは異なり、元の国際化を国策として推進し、並行して金利・為替レートの自由化と人民元資本項目の規制緩和を同時に進めようとしている。

ドル依存からの脱却という危機意識が元の国際化の発端となった。それにはある程度の資本自由化が必要条件であるが、国内の未熟な金融体制がそれを許さない。そこでオフショア市場を中心とする「管理された」元の国際化を選び、元に限った限定的資本規制の緩和と金融改革プログラムの実施に、一挙に取組もうとしている。このうち難問は、既得権益集団の利害が絡む金融改革である。

金融改革と資本規制の緩和は歩調を合わせて進めなければならない。もし金利の自由化が遅れる場合、あるいは国内経済・社会の安定の要請で資本自由化のテンポが遅れる場合には、元の国際化は鈍ることになる。場合によっては一時棚上げもありうる。中国は難易度の高い道筋を歩もうとしている。

## 参考文献

- 植田賢司「中国人民銀行による人民元資本取引自由化に関する報告書」Newsletter No. 15, 国際通貨研究所、2012
- 植田賢司「外貨管理に関する易綱中国人民銀行副総裁・国家外貨管理局局長の論考」Newsletter No.1, 国際通貨研究所、2011

- 関志雄 「進む金利の自由化—銀行の預貸金利を中心に—」季刊中国資本市場研究 2012 年秋号、(公財)野村財団
- 関根栄一 「2015 年までの中国の金融分野の改革プログラムの公表」季刊中国資本市場研究 2013 年冬号、(公財)野村財団
- 巴曙松 「人民元の国際化：プロセス、挑戦と道のり」季刊中国資本市場研究 2012 年夏号、(公財)野村財団
- 村瀬哲司 「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—」国際経済金融論考 (2011 年第 2 号)、国際通貨研究所、2011
- 余永定 「人民元の国際化か資本自由化か」季刊中国資本市場研究 2012 年春号、(公財)野村財団
- 李立栄 「中国のシャドバンキング (影子銀行) の形成と今後の課題—資金仲介の多様化と金融自由化の方向性—」2012 年 12 月 8 日神戸大学金融研究会での PPT 資料  
“London RMB business volumes: January-June 2012” City of London Economic Department,  
January 2013

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 2013 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 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：03-3245-6934 (代) ファックス：03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

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