

広島経済大学経済学会

2009年度 第5回研究集会〔2009年12月3日（木）〕報告要旨

人民元の国際化

福 居 信 幸*

1. は じ め に

2009年7月6日に、「跨境貿易人民幣結算試点管理弁法」及び「同弁法実施細則」が公布され、中国本土の5都市（上海市、広州市、東莞市、珠海市、深圳市）と香港・マカオ、ASEAN 間の貿易取引について人民元建て決済が一部試験的に解禁された。

また、政府・中央銀行レベルでも、今までの日本との間の円・元通貨スワップ協定（30億米ドル相当）に加えて、世界金融危機以降、韓国（1,800億元）、香港（2,000億元）、マレーシア（800億元）、ベラルーシ（200億元）、インドネシア（1,000億元）、アルゼンチン（700億元）と相次いで通貨スワップ協定を締結した。有事の流動性供給に加えて、これらの地域との貿易や直接投資を支援する目的がある。

さらには、2004年以降、人民元国際化の実験を進めてきた香港において、2009年10月、中国本土外で初の人民元建て国債の発行（60億元）を解禁した。

このように、人民元国際化の動きが加速しているが、この背景には、世界金融危機の影響で米ドルの相対的地位が低下するなかで、決済や国際的な支払いの米ドル依存度を引き下げたいとの意図がある。また、2005年7月の人民元の切り上げ以来、人民元の対ドル為替レートは当時から2割以上上昇しており、中国の輸出競争力が大きく低下していることがある。輸出業者の大半は、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いておらず、加えて労働コストの上昇もあって採算が悪化しており、人民元建ての輸出価格の固定化が望まれるところである。

こうしたなか、人民元の国際化に関する議論が活発化しているが、議論の中身をみると、国際化の意味合いが論者によって微妙に違っているように見受けられる。

* 広島経済大学経済学部教授

そこで、本稿では、国際化の定義を明らかにした上で、今までの人民元国際化の歩みと今後の行方について考えてみたい。

2. 通貨の国際化の意味とそのメリットについて

一般に、ある国の通貨の国際化とは、「内外の利用者が、当該国の通貨をドルのような国際基軸通貨の代替通貨として受け入れられる状況」と定義できるが、円の国際化では、主にかような意味合いで使われてきた。この場合、国際化を測る尺度として、当該通貨が、経常取引や資本取引でどのくらい利用されているかなどの指標を用いるが、言わば「程度の問題」なので見方により評価が分かれることもある。とはいえ、円については、概ね国際化は不十分とみなされている。

また、国境を跨ぐ取引の決済通貨（以降対外決済通貨という）として利用が可能になるという意味で「国際化」と表現する場合がある。人民元の場合は、資本取引はもとより、貿易決済においても今まで制限されてきた通貨なので、ほとんどの場合かような意味合いで使われている。この場合、国際化を測る基準は、対外決済が自由化されているかどうかであり「程度の問題」ではない。

人民元の国際化は、後者の意味でようやく途についたばかりであるのに、最近の論調のなかには、一足飛びに前者の意味での人民元の国際化が、今すぐにも実現するかなのようなものもみられる。まず、対外決済通貨として完全に自由化されるまでに時間がかかるであろうし、さらに、国際基軸通貨に代替可能な通貨として受け入れられるようになるまでには、少なくとも20年以上の歳月を要するものと思われる。

このように、通貨の「国際化」という表現が用いられた場合には、どのような意味合いで使用されているかに留意する必要がある。

次に、国際化のメリットであるが、対外決済通貨の自由化のメリットとしては、経常取引では、輸出入業者が自国通貨の為替変動リスクを回避でき、外貨受取り時の人民元転や外貨支払い時の外貨購入にかかる為替取引コストを節約できることにある。資本取引でも同様に、自国からの投資や海外からの投資の受入の際に、為替変動リスクを回避したり、為替取引コストを節約したりできる。その結果、自国の貿易・投資の発展に資するというメリットがある。

また、国際基軸通貨に代替可能になるまで国際化が進むと、資本取引における自国通貨の利用が増えることで自国の金融業のビジネスチャンスが増え、ひいては自国の金融市場が国際金融市場として発展するというメリットが出てくる。また、国際基軸通貨の役割を自国通貨が補完することで、国際通貨体制の安定に寄与するこ

とができる。特に、米ドルやユーロの為替相場が乱高下する現状では、その変動が世界経済に与える影響を和らげることができる。加えて、通貨の発行額面と発行コストの差額が、貨幣発行益（シニョレッジ）として得ることができる。

一方、デメリットとしては、対外決済通貨の自由化は、非居住者に自国通貨の保有を許すことになり、通貨量のコントロールが効かなくなって自国の金融政策の障害になるリスクがある。また、1980年代半ばから政府主導で進められた円の国際化においては、「国際化の進展が、内外資本交流の促進を通じて金融の自由化をもたらし、それがまた国際化の進展を促す」という相乗効果がメリットとして強調されたが、金融自由化が、その後の金融バブルの発生と崩壊の一因となった面は否めない。アジア危機以降しばしば指摘される金融・資本市場の自由化プロセスの順序立てを考えると、通貨の国際化が外圧で主導されると支障が出てくる可能性もある。

3. 人民元の対外決済の現状

今回の貿易決済の試験的解禁は、未だ日も浅いが、解禁後2カ月間の取引規模をみると僅か7,000万元（約10.5億円）に止まっており、試験段階とはいえ中国当局の非常に慎重な態度が伺える。

実は、人民元の対外決済は、2003年9月の中国国家外為管理局（SAFE）「辺境貿易外貨管理規定」第4条において、既に国境貿易において認められていた。この結果、メコンデルタ地域の国境地帯などで決済に使用された人民元现金が、徐々に貿易相手国全土に流通し始め、特にここ数年は、中国からの観光客がもたらす人民元现金と相俟って流通が拡大しているようだ。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の報道や、ベトナムでは、ベトナム国家銀行が人民元の預金業務を行っているとの報道もある⁽¹⁾。また、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みられている。

また、香港では、従来から人民元国際化の「実験場」として、いち早く個人の人民元建て預金が認められ、中国・香港間での同一名義人による人民元送金が認められてきた。さらに、香港では、こうした合法的な人民元資金に加えて、中国本土からの地下銀行などを通じた非合法的な人民元資金の流入や、前述のような国境貿易で各地域に滞留した人民元の流入もあって、相当規模の人民元資金が積みあがっている。貿易決済においても、今回の試験的解禁に先んじて、2006年9月には、既に、中国原産品の対香港向け輸出決済を対象とし香港を最終消費地とする商品に限り人民元決済を認めるとの方向性が示されていた。今回の解禁では、同時にマカオやア

セアンとの間も対象になったが、香港にとってみると、悲願であった輸出入双方向の決済が可能になったことになる。特に、香港では地域経済に与える金融機関の影響が大きく、香港における人民元の国際化の動きは、金融機関に対する新たなビジネス機会の提供を通じた中国政府の香港支援策という側面もある。

4. 香港の人民元業務解禁・拡大の動き

香港での人民元国際化は、まず、2004年2月の香港居住者の人民元預金解禁で始まった。この解禁には、当初、中国本土の外で現金として滞留している人民元を、香港に集中してコントロールを図りたいとする中国金融当局の思惑もあった。実際、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経由して中国本土に回金される仕組みになっている。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⁽²⁾転も認められており、域外での新たな人民元の保有を許容することで、将来の人民元の国際化に向けた準備の意図も窺える。

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、小売、飲食、ホテル、運輸、医療、通信、教育などの業種で、香港政庁が指定した業者に対して、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、人民元預金口座の開設・入金が認められた。但し、法人に対しては、個人のように、香港ドルからの人民元転は未だ認められていない。

また、資本取引では、2007年7月、香港での中国本土の金融機関による人民元建て債券の発行が認められた。中国開発銀行が50億元を発行して以降、現在370億元が発行されている。このなかには、2009年6月に認められた外資金融機関（HSBC 及び東亜銀行）の現地法人の発行額70億元も含まれる。

今回の人民元建て国債発行解禁の背景には、今後の人民元建て債券発行のベンチマークを提供して、更に多くの人民元建て債券の発行を呼び込み、香港における人民元建て債券市場を段階的に拡大したいとの中国当局の意図が伺われる。また、発行体についても、中国本土の金融機関だけでなく、事業会社に拡大される可能性がある。加えて、重要なのは、非居住者による人民元建て債券の発行である。既に、2005年には、IFC や ADB による「パンダ債」の発行を解禁しているが、非居住者による人民元建て債券の発行は、調達資金の中国への還流の際の人民元高圧力を軽減できる。さらに、調達された人民元資金の外貨転を許容すれば、人民元売り要因になって中国の外貨準備を減らせることもできるというメリットも出てくる。但し、後者は、資本取引の自由化に繋がるものなので慎重を期す必要がある。

しかし、香港における人民元建て債券市場促進のためには、何よりも多額の人民

表1 香港における人民元業務の概要（2009年10月現在）

認可業務と対象者	内 容
1. 預 金	
・ 香港 ID（本人確認証明書）保有者	預入制限なし。預金金利，預入期間は各行に裁量あり。
・ 指定業者（法人）	小売，飲食，ホテル業等個人旅行消費サービス，運輸，通信，医療，教育などのサービス業者のなかで，香港政庁が指定した業者が開設可能。入金は，顧客から受領した人民元に限定され，自己保有の香港ドル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）	1 人 1 日当たり最大20,000元相当。
・ 人民元口座非保有者（個人）	1 回当たり最大20,000元相当。
・ 特定業者（法人）	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	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利用。
・ 香港居住者	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利用。
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，中国人民銀行，中国国家發展改革委員会等各種資料により筆者作成

元建て投資資金が香港で造成される必要がある。現在，香港における人民元預金残高は，2009年9月末現在で582億元に止まっているが，今後，個人の人民元転規制上限を大幅に引き上げたり，一般法人や機関投資家にも香港ドルからの人民元転を許

容したりして、新たな人民元資金の造成が必要になってくるものと思われる。

5. 通貨の国際化と資本取引自由化との関係及び今後の中国の方向性について

以下では、通貨の国際化が、資本取引の自由化へのプロセスにおいてどのような意味を持つかを考えてみたい。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おり、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⁽³⁾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、資本取引の自由化が避けては通れない課題となっている。

中国は、經常取引においては、自国通貨との交換性を実現しているいわゆる IMF 8 条国であるが、これは、中国国内における人民元との交換性を保証しているのであって、オフショア市場での交換や非居住者の自国通貨の保有については、先述の通り、一部の取引を除いて原則容認していない。シンガポール、タイ、韓国など 8 条国入りした後、資本取引の自由化を進めたアジアの国々でも、アジア危機以降は、概ね制限的である。例えば、シンガポールでは、經常取引も資本取引もシンガポール・ドルの対外決済は可能ではあるが、非居住者向けの貸出は制限しており「非国際化」策を採っているとされる⁽⁴⁾。また、タイ、韓国では、經常取引でも自国通貨建て決済には制限がある。

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、經常取引同様に資本取引においても、オフショアでの人民元の流通と交換性は制限したままで、人民銀行が中国国内での交換性を保証することで資本取引の自由化を達成できたといえるのか。さらには、こうした制限付きの資本取引の自由化の後でも、対外決済の自由化の意味での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非常に難しいテーマだが、一般には、通貨の国際化は、資本取引自由化の前提条件と考えられている。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。

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）は、資本取引の自由化以前であることはもちろん、經常取引の完全自由化（IMF 8 条国への移行）が行われた 1964 年 4 月よりも以前の 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、日本株の株式配当金などの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十分にあった。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%あり、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、寧ろ、国内の資本不足を補うものとして歓迎されたようである。

このように、資本自由化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。「狭義の円の国際化」は、固定相場制の下で実施されたものであり、当時は想定外であった変動相場制移行による影響は止むを得ない面もあるが、自由化措置を逆行させたことは否めない。

以上を中国の状況に照らし合わせて考えると、まず、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、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、日本が行ったような規制強化への逆行は極めて難しい。また、経常取引に限定して決済通貨の自由化を始めたとしても、既に中国の貿易総額の世界貿易総額に占めるシェアは8%を超えており、特に、アジア地域などでは潜在的な人民元決済ニーズも大きいことを考えると、そのインパクトは、「狭義の円の国際化」と比べてはるかに大きいものと予想される。

次に、資本取引における人民元の国際化のタイミングを考える上で、そのメリットを整理したい。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、対内直接投資は、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もあるが、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、証券投資においても、2006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実施している。但し、QDIIは、

投資家が、人民元高による為替差損を恐れ残高が積み上がっていない。

こうしたなかでの国際化のメリットを考えると、対内投資では、海外から人民元建ての債券調達資金や融資資金が流入するので、中国は、為替リスクを負わずにオフショア市場での資金調達が可能になる。しかし、現在でも、最終的な為替リスクは海外の投資家が負っているケースが多く、国際化のメリットはあまり大きくないといえる。一方、対外投資においては、国内投資に比べて収益性の高い案件であっても、趨勢的に人民元高が予想されるなかでは為替リスクを恐れて進まなかったような案件にも、スムーズに投資されるというメリットがある。しかし、これも、国内にまだまだ収益性の高い投資案件が多い中国の状況からみると、それほど緊急性はないと考えられる。

以上の点から、資本取引における通貨の国際化は、経常取引での国際化ほど明白なメリットが、今のところなさそうだ。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、経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えて、その本格的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、非居住者の人民元保有が十分厚みを増したうえで、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

表2 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	(2009年)
自国通貨の非居住者（オフショア）勘定導入	1960年	(2004年)
経常取引自由化	1964年	1996年
対内証券投資の自由化開始	1967年	2002年
対外証券投資の自由化開始	1969年	2006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、国境貿易にのみ人民元の対外決済を容認。また、2009年より地域限定で試験的に容認

(注2) 香港居住者にのみ人民元オフショア勘定を容認。

(注3) 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。

(出所) 日本銀行、中国人民銀行、香港金融管理局等各種資料により作成

いものと考えてる。

但し、国際基軸通貨の代替通貨として受入可能になるという意味での国際化のメリットは、また別物である。国際化に伴う金融ビジネスの拡大までは、今の中国に必要なかもしれないが、米ドルの不安定要因が増すなかでは、そのような悠長なことを考えている時間はないかもしれない。事実、中国当局には、国力の誇示といったことも含めて、米ドルに伍して人民元がいち早く国際基軸通貨の一角を担う夢をみる向きもあるかもしれない。

6. 人民元国際化の実験場としての香港

香港での人民元預金口座は、前述の非居住者自由円勘定と似ている。しかし、市場規模を比べると、自由円勘定が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。中国・香港間の貿易総額の世界貿易に占めるシェアは約1.5%なので、貿易決済の利用に限定すれば、当時の日本の自由円勘定の影響と比較してもインパクトは小さいといえる。

資本取引にまで国際化を進めた場合のことを考えると、上海や天津など中国内部にオフショア市場を設けると、アジア通貨危機時のタイの BIBF 市場のように、海外の投機資金を大量になかに呼び込む危険がある。また、万一、自由化を逆行させなければいけない状況が出てきても、中国・香港間取引の規制強化なら、一国二制度を楯にして国際的な非難を少しは和らげることができるかもしれない。

さらに、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、最近拡大している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。⁽⁵⁾ 中国本土の港湾設備の改善や内陸輸送のインフラの整備により、香港が物流の中継地になれない取引も増加しているが、「オフショア貿易」と呼ばれる、商流だけを香港に通す取引は依然として顕在である。オフショア貿易の目的は、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るが、中国アセアン間の貿易取引の増大は、ますます香港の優位性を際立たせることになるものと考えられる。⁽⁶⁾ 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。

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、その成功に向けての技量を兼ね備えており、中国当局も、これに向けて制度インフラを整えつつある。今までは、実験の進展が人民元高圧力を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かった。しかし、世界金融危機を契機に、国際基軸通貨としての米ドルに対する不安が増し、実験のスピードを上げる必要がでてきたことで、少しずつ天の利が到来しつつあるのかもしれない。

注

- (1) 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」）。
- (2) 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。
- (3) 「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。
- (4) 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。
- (5) 中国アセアン間の貿易総額は、2004年から2007年の3年間に倍増、2008年は2,311億ドル（前年比13.9%）。
- (6) 香港では、企業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ラインボイスと呼ばれる取引が盛んである。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、今以上に香港のラインボイスセンターの重要性が増すと見る向きもある。

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
- 范小晨「人民元貿易決済の実施と元の国際化へのロードマップ（2）」『BTMU 中国経済トピックス』2009年8月（No23）
- 西村陽造「人民元の国際化～利便性が十分でない通貨の国際化の実験」『財団法人国際通貨研究所・国際金融トピックス』2009年6月23日号
- 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 2004年