

## &lt; 論 文 &gt;

## 人民元の現状と「管理された国際化」

奥 田 宏 司\*

## On the Controlled Internationalization of the Renminbi

OKUDA, Hiroshi

It is said that the internationalization of the Renminbi has been in progress since 2009. The fundamental reason for it was that, in the face of the risk of capital loss in Dollar reserves caused by Lehman Shock in 2008, China had to decrease foreign reserves in dollars or had to explore ways to use the Renminbi in international trades.

In 2009 China took a measure to promote the settlement of Chinese goods trades in Renminbi, instead of Dollar. But as Chinese authorities have not approved capital movement between mainland China and foreign countries including Hong Kong, and nor the establishment of the foreign banks account in Chinese banks, Chinese authorities were obliged to take substitute policies of allowing the residents of Hong Kong to exchange HK\$ to Renminbi, and to establish a clearing bank in Hong Kong.

In addition to them, two institutions were established: QF II and QD II, the former allowing foreign financial institutions to invest in Chinese bonds and the latter allowing the domestic financial institutions to invest in foreign bonds. However, in both cases, a certain limit is put upon the amount of investments. Thus Mutual investments between China and foreign countries including Hong Kong are controlled by Chinese authorities.

Therefore, to sum up, we cannot state that the Renminbi is advancing toward the internationalization in the same way as the Dollar or Euro.

**Keywords** : The internationalization of the Renminbi, Clearing Bank, QF II, QD II

キーワード : 人民元の国際化、人民元貿易決済、クリアリング銀行、適格外国機関投資家、適格国内機関投資家

---

\* 立命館大学・国際関係学部

## はじめに

小論は前稿<sup>1)</sup>を引き継ぎながら、それ以後の人民元の「国際化」の種々の進展を確認し、人民元の「国際化」の現段階を明確にしようとするものである。筆者は本文でも述べるが、人民元の現段階は一般にいわれているように「管理された国際化」<sup>2)</sup>であり、その段階から「本来の国際通貨化」に進むことはかなり長期にわたってあり得ないと考えている。

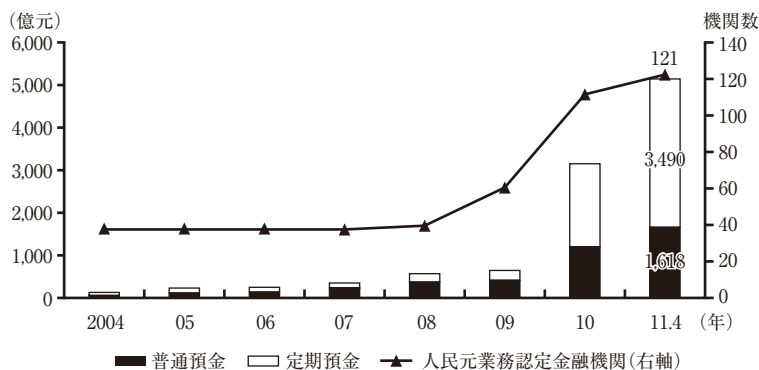
人民元の現段階と今後の展望は、一言でいえば以上のようなものであるが、現段階の「国際化」の進展の概要を十分に把握する必要があるし、それを受けて、なぜ、2009年以後中国当局は急速に人民元の「国際化」を進めようとしているのか、それがなぜ「管理された」ものにとどまらざるを得ないのかもはっきりさせなくてはならない。また、「管理されたもの」にとどまることから、その「国際化」には本来の国際通貨化には不必要な補足的な諸政策と諸措置が必要になることを示さなければならない。さらに、「管理された国際化」は今後も順調に進み、行き詰まりはないのかも示さなければならないだろう。

## I、香港等での人民元預金の発生とオフショア市場における人民元決済

## 1) 香港等への人民元の特別の供給ルート

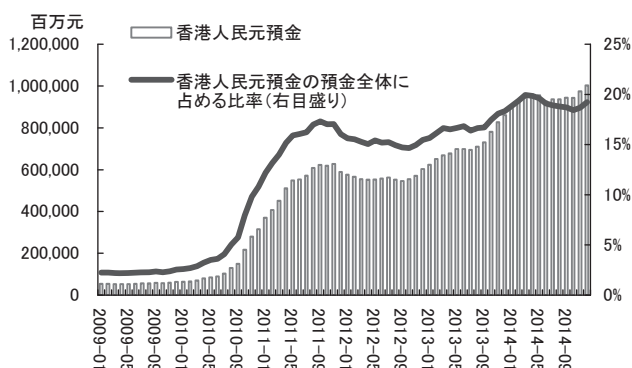
2004年以降、香港で人民元の預金が生まれてきているが、とりわけ、リーマン・ショック後の2010年から人民元預金が急増している（第1図）。その後、同預金は2011年には6000億元に達し、その後若干減少するが2014年には1兆元にのぼっている（第2図）。この人民元預金を原資として香港での人民元建の債券発行も2011年から増大している（第3図）。これらの現象をもたらしている背景には中国当局と「一国二制度」の下の香港当局によるリーマン・ショック後の人民元取引に関する諸規制の大きな緩和があるのである。

第1図 香港オフショア人民元預金額の推移



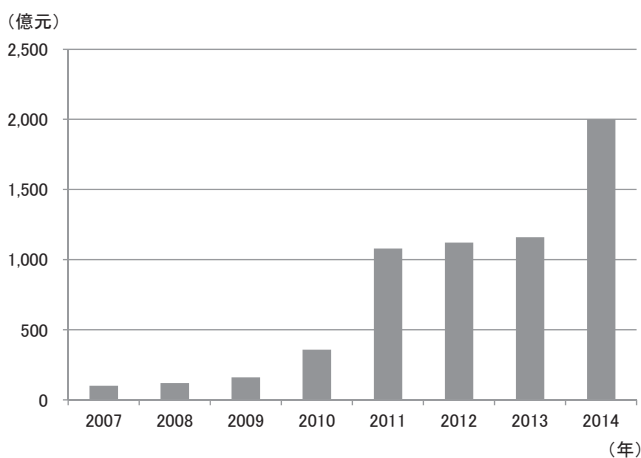
リーマン・ショック以前から中国の経常収支黒字が急増し、他方、厳しい対外投資規制によって投資収支も黒字（資金流入）で推移していたから外貨準備（ドル準備）が大きく膨らんでいた（第1表）。ドル準備は米国債だけでなく米政府機関債、地方債へも投資されていたが、リーマン・ショックによって大きな損失を受けた。そのために中国要人によるドルを中心とする現代国際通貨体制への批判も相次ぎ、ドルに替わる人民元の利用を進めるための諸政策が展開されていくことになる。その詳細を見る前に香港等で取引される人民元がどのように供給されるのかということをはっきりとしなければならない。

第2図 香港人民元預金の推移



出所：東京三菱 UFJ、BTMU (China) 経済週報、2015年2月28日、5ページ。

第3図 香港での人民元建債券の発行



(注) 2014年は香港特別行政区の発表に基づく(2015年2月26日付中国証券報)。

出所：財務省、関税・外国為替等審議会、第25回外国為替等分科会(2015年5月18日)、関根栄一「管理された人民元国際化の現状と展望」(資料2)、4ページ。

というのは、中国の経常黒字の上に中国当局は厳しい対外投資規制を敷いており、中国本土から香港を含む海外への人民元の自由な資金流出は通常はあり得ない。それでは、香港等での人民元預金はどのような資金を源泉としているのであろうか。いくつかの特別なルートがあり、それらが拡大されてきたのである<sup>3)</sup>。これらの香港等への人民元供給ルートがなければ人民元の「国際化」は実現するはずもないのである。まず第1のルートは香港居住者による香港ドルの人民元への転換規制の緩和である。現金であれば1回につき、預金であれば1日当たり2万円の転換を認めるというものである（この上限規制は2014年11月に撤廃された<sup>4)</sup>——後述）。人民元がドルに対して上昇していけば（第4図）、香港ドル<sup>5)</sup>の人民元への転換によって為替益が安定的に得られるのである。この結果、香港における預金に占める人民元預金の比率は20%にまで上昇している（第2図参照）。第2のルートは中国本土から香港等への旅行者（華僑の分を含む）が持ち込んだ人民元现金である。これらの現金は香港の「指定業種」（小売、宿泊、交通など）に渡り、「指定業種」は受領した人民元现金を香港の銀行に対して香港ドルと交換できる。こうして人民元が香港の銀行に入ってくる。この額がどれぐらいの額になるのかは正確に把握できないが、中国の国際収支表の「誤差・脱漏」に含まれているであろう（「誤差・脱漏」の流出は、2009年に412億ドル、10年532億ドル、13年776億ドルなどとなって

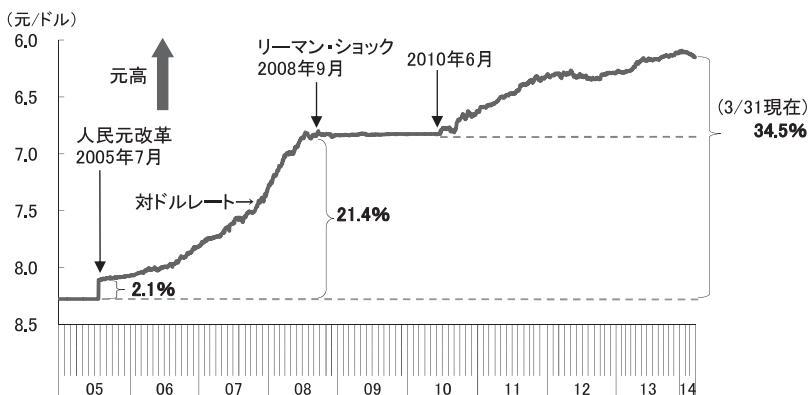
第1表 中国の国際収支

(億ドル)

	2000	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	(2010)	2011	2012	2013
経常収支	205	459	687	1,341	2,327	3,540	4,124	2,611	3,054	(2,378)	1,361	2,154	1,828
投資収支	20	528	1,107	969	486	920	433	1,769	2,214	(2,822)	2,600	-360	3,232
外貨準備	-107	-1,166	-1,898	-2,510	-2,847	-4,607	-4,796	-4,005	-4,717	(-4,717)	-3,878	-966	-4,314

出所：IMF, *International Financial Statistics, Yearbook*, 2008, p. 220 (2000, 2003), Aug. 2011, p. 334 (2004～2010年), Jan. 2015, p. 225 (2010～2013年) より。

第4図 人民元の対ドルレートの推移



出所：『季刊中国資本市場研究』2014、Summer、45ページ（関志雄氏の論稿）より。一部改変。

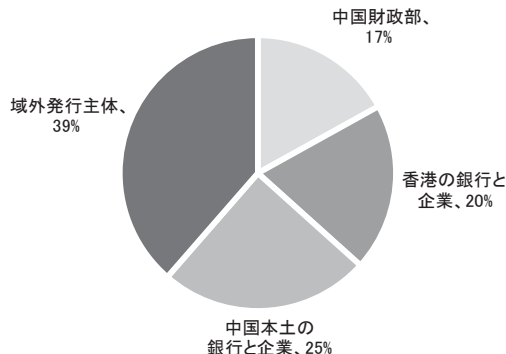
いる<sup>6)</sup>。

第3のルートは中国当局が各国と結んでいる通貨スワップ協定である。2015年5月末時点での人民銀行が結んだスワップ協定は32カ国で総資金規模は約3兆1000億元となっている<sup>7)</sup>。これらの協定の一部はアジア通貨危機を受けて締結された「チェンマイ・イニシャティブ」を含むものであるが、最近の協定は海外への人民元供給を狙いとしたものである。通貨スワップは利用されると、実質上、中国当局による人民元融資となろう。というのは、スワップ枠が実際に使われると、海外の当局が人民元を利用し、人民銀行は相手国通貨を受け取ることになるが、人民銀行が相手国通貨を利用することはほとんどないからである。2014年末時点での相手諸国の人民元の利用額は807億元であるという<sup>8)</sup>。第4のルートは、09年7月に認可された対外的な人民元決済による人民元の供給（中国の人民元決済の輸入等）、2011年1月以降、貿易等の人民元決済が3ヶ月以内に行われることを条件に認められる香港等の銀行によるクリアリング銀行との人民元為替取引である<sup>9)</sup>。また、後述する香港等への人民元建・証券投資などによる人民元の流出がある（実際はネットでは中国への流入——後述）。

以上の特別のルートによって香港等へ人民元が供給され、その人民元が經常取引の決済、債券発行、証券投資等に中国当局に管理されながら利用されて人民元の国際化する事態が進行しているのである。香港での人民元建債券の発行の推移を第3図で示したが発行主体は第5図に示されている。2009年には中国財政部が人民元建国債の発行を開始、2010年からは非居住者にも発行が認められ<sup>10)</sup>、2014年には発行全体に占める域外発行主体が39%、中国財政部が17%、中国本土の銀行・企業が25%、香港の銀行・企業が20%となっている。中国財政部による発行は香港へ流出した人民元の本土への還流のためのものにもなっている。これによって香港への人民元のネット流出額が管理できるのである。

現在、香港を含む人民元オフショア市場は全世界に広がり、2014年末には人民元預金は2兆1000億元を上回るようになってきているが、そのうち50%弱が香港での人民元預金となっている<sup>11)</sup>

第5図 香港における人民元債券発行主体（2014年）



出所：第2図と同じ、5ページ。

第2表 人民元オフショア・センターの状況

(10 億円)

	クリアリング銀行	人民元預金	RQFII 割当額	中国人民銀行の スワップ・ライン
香 港	中国銀行香港	981.4	270	400
マカオ	中国銀行マカオ	103.8	0	なし
台 湾	中国銀行台湾	310.2	100	なし
シンガポール	中国工商銀行シンガポール	257.0	50	300
韓 国	交通銀行ソウル	117.1	80	360
マレーシア	中国銀行マレーシア	n.a.	0	なし
オーストラリア	中国銀行シドニー	200.0	50	200
カタール	中国工商銀行ドーハ	n.a.	30	なし
タ イ	中国工商銀行タイ	n.a.	0	なし
英 国	中国建設銀行ロンドン	25.4	80	200
ドイツ	中国銀行フランクフルト	50.0	80	350
フランス	中国銀行パリ	20.0	80	350
ルクセンブルク	中国工商銀行ルクセンブルク	67.2	0	350
スイス	未定	n.a.	50	150
カナダ	中国工商銀行カナダ	n.a.	50	200

(注) ドイツ・フランス・ルクセンブルクのスワップ・ラインは欧州中央銀行が代替。

出所：清水聡「人民元の国際化の現状と展望」『国際金融』2015年6月1日、28ページ、なお、清水氏はここに示されている数値の日付を記されていないが、2014年末現在のことであろう。

(第2表)。かくして、オフショア人民元が増大してきているのであるが、オフショア人民元は国内外を自由に資金が移動するユーロダラー、ユーロ円などとは異なる性格のものであることを忘れてはならない。したがって、後述するように上海での為替相場と香港での相場は異なり(香港等では両相場が併存している——後述)、両地での金利差も残存する。

## 2) クリアリング銀行による人民元決済

ところで、香港等のオフショア市場で人民元取引が行われるとその決済が必要になる。オフショア市場の人民元取引の決済は如何になされているのであろうか。中国当局が本土内の銀行に外国の銀行が一覧払預金口座を設定し、口座間の振替、口座残高の補充・運用を行うことを認めていれば、もちろん人民元決済はすみやかに行われる。ところが、これらを認めれば、中国本土内も含めて全世界で人民元の為替取引、人民元・貸付、人民元の短資移動などが自由に行われることになり、中国当局は本土内の銀行に外国銀行が自由に口座設定、口座間の振替、口座残高の補充・運用を行うことを認めていない。

したがって、オフショア市場の人民元取引の決済にはこれとは別の決済の方策が必要となった。それがクリアリング銀行の設立である。世界各地におけるクリアリング銀行の設置状況は第2表に示されている。人民銀行は2003年12月に香港でのクリアリング銀行として中国銀行

の現地法人を指定した。これにより香港にて人民元預金が発生する初源的なインフラができることになり、2004年から人民元預金が現実にも生まれることになった。クリアリング銀行は人民銀行に口座をもち、中国国内の人民元決済制度（CNPS）の会員となり、本土内の銀行間市場に参加しうる。このことを前提にクリアリング銀行は、香港で人民元業務を行なう「参加銀行」に対して自行において人民元口座の設定を認め、参加銀行が香港居住者、「指定業種」等からの人民元預金を受け入れることを可能にしたのである。しかし、当初、参加銀行間の口座振替は認められなかった。それゆえ、香港等のオフショア市場においてクリアリング銀行が設定されたとしても、参加銀行間の人民元の貸借、人民元為替取引は不可能であり、参加銀行に人民元の持高が形成された場合もそれを解消することは不可能であった。参加銀行間の人民元口座の振替が認められるようになるのは2010年7月になってからのことである。これにより香港にて銀行間の人民元の為替取引、人民元の短期融資が可能となる<sup>12)</sup>（後述）。

ともかく、香港にクリアリング銀行が設立され、人民元預金が発生したことを受けて、中国当局はドルの役割を低下させる意図をもって2009年7月、対外決済に人民元を利用することを認める。2009年以後の人民元決済額の推移は第3表<sup>13)</sup>に示されている。それまでは対外決済に使われるのはすべて外貨であった。それでは、中国のドル建決済はどのようなものか、そこに一部であるが人民元決済が行われるというのは決済の様式にどのような変化が現われるのであろうか。このことを正確に理解されないと、貿易取引における人民元の評価において誤解が生じる可能性がある。例えば、輸出入全体に占める人民元決済の割合が2014年10月には25%に達しているというが<sup>14)</sup>、これを日本の財務省「貿易取引通貨別比率」と比較しながら両通貨の国際化水準を判定するには留保が必要であろう。日本の場合には、日本に所在する銀行に外国銀行の一覧払口座が設定されて決済されているのであるが、中国の場合の決済はそれとは異なり、国際化の基準が違うからである。以下、具体的に貿易決済の経緯を見ていこう。まずは、ドル建決済の場合である。

中国が日本に対してドル建で輸出した場合の決済が第6図に示されている。この図における

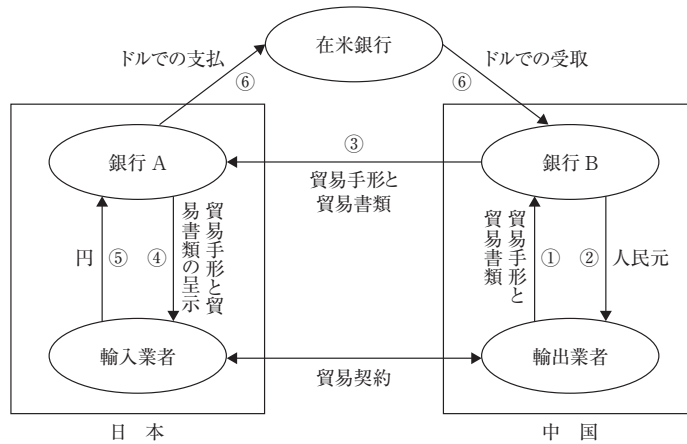
第3表 経常取引人民元決済金額（億元）

	貨物貿易	サービス貿易とその他	合計
2009年	32	4	36
2010年	4,380	683	5,063
2011年	15,606	5,202	20,808
2012年	20,617	8,764	29,381
2013年	30,189	16,109	46,298
2014年	58,974	6,565	65,539
累計	129,798	37,327	167,125

注：2009年～2013年までの中継貿易はサービス貿易に、2014年以降は貨物貿易に組み入れている。

出所：前掲 BTMU (China)、2015年7月2日、3ページ。

第6図 中国の日本へのドル建輸出の決済



出所：筆者の作成

①～⑤については別段記すことはないだろう（ただし、②はドル/元の為替相場で、⑤はドル/円の為替相場で換算した金額）。最後の日本の銀行 A による中国の銀行 B へのドル決済（⑥）であるが、これも別段のことはない。銀行 A も銀行 B も在米銀行にドルの一覧払口座をもっており、銀行 A の口座から輸入代金が引き落とされて銀行 B の口座に振り込まれる（銀行 A と銀行 B が異なる在米銀行に口座を開設している場合には、アメリカの銀行間決済制度を通じて）。これでドル建決済が完了する。

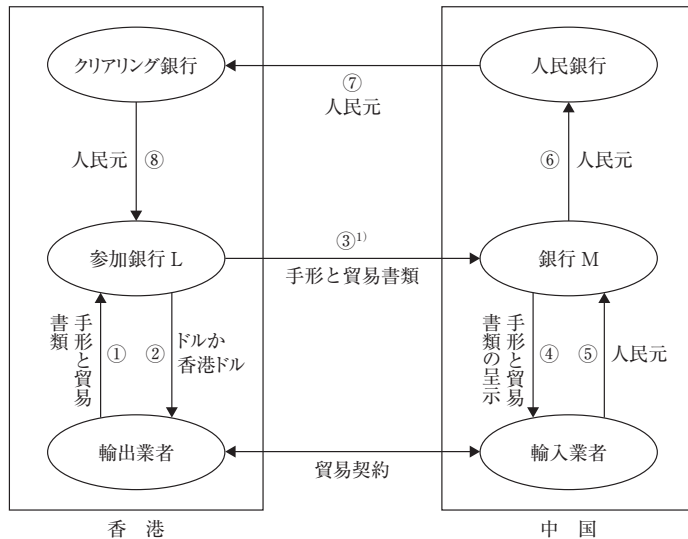
それでは 2009 年 7 月に認められた人民元の決済はどのようなであろうか。貿易決済についてのいくつかの基本事項、クリアリング銀行が設立されていることを前提にすると以下になると考えられる。

香港から中国への人民元決済の輸出の例が第 7 図に示されている。香港の輸出業者は輸出手形と貿易書類を香港の銀行 L に持ち込み（第 7 図の①）、輸出業者は輸出代金を為替相場で換算してドルまたは香港ドルで受け取る（②）。銀行 L は輸出手形と貿易書類を中国の銀行 M に送付する（③、場合によってはクリアリング銀行を経由して中国の銀行 M へ送付する）。銀行 M は手形と書類が届くと輸入業者へ呈示して（④）、輸入代金の支払を受ける（⑤）。銀行 M は輸入代金を人民銀行にある自行の口座から引き落とし（⑥）、人民銀行にある香港のクリアリング銀行の口座に貿易代金が振り込まれる（⑦）。次にクリアリング銀行は自行にある銀行 L の人民元口座に輸出代金を記帳する（⑧）。これで決済が終了する。このように人民元決済がいくつかの手続きを必要とするのは銀行 L が中国の銀行 M に一覧払口座を設定できないからである。

クリアリング銀行が中国の銀行 M の海外支店あるいは現地法人である場合にはもう少し簡潔なものになりうる。①②の手続きが終わって銀行 L は輸出手形と貿易書類を銀行 M に送付し、



## 第7図 香港から中国本土への輸出の人民元決済



注1) 場合によってはクリアリング銀行を経由して。  
出所：筆者の作成。

④⑤の手続きが終わり、銀行 M におかれているクリアリング銀行の口座（本支店口座）に貿易代金が振り込まれ、同時にクリアリング銀行にある銀行 L の口座に代金が振り込まれる。これで貿易決済が完了する。

この場合、銀行 L は人民元の買持となるので、銀行 L は中国から人民元決済で輸入している業者と取引している別の参加銀行と為替取引を行ない持高を解消することになる。しかし、クリアリング銀行に開設されている参加銀行間の人民元口座に振替が認められるのは前述のように 2010 年の 7 月になってからであり、それまでは参加銀行間の人民元の為替取引は事実上できなくて、持高調整はスムーズには行えなかった。したがって、時間を追って次にクリアリング銀行に開設されている参加銀行間の人民元口座に振替が認められるように規制が緩和されたのは当然のことであろう。

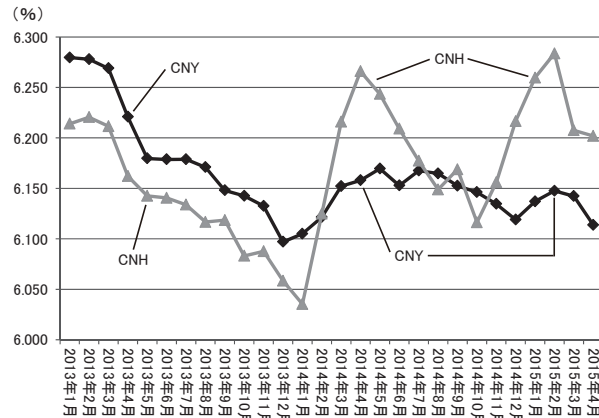
また、対外的な人民元決済がスムーズに進むためには、参加銀行がクリアリング銀行と人民元の為替取引が可能とならなければならなかった。それを可能とする通知が 2011 年 1 月に出されることになる。それによると、参加銀行は 3 か月以内に人民元で中国との貿易決済を行う顧客と為替取引を行った場合に限り、その持高を解消するためにクリアリング銀行と人民元為替取引ができるようになったのである。その場合の相場は、クリアリング銀行が CNPS（中国国内の人民元決済制度）とリンクしていることから上海相場が基準となる。したがって、クリアリング銀行に置かれている参加銀行の人民元口座の振替を基礎とする参加銀行間の為替取引の際の為替相場（CNH の相場）と参加銀行がクリアリング銀行と行う為替取引の相場（CNY

の相場)が異なり、2つの相場が香港で成立することになった(第8図)。また、これらの措置により参加銀行は持高規制を受けることになり、人民元の資産あるいは負債の大きい方の額の10%以内に持高を抑えなくてはならないことになった<sup>15)</sup>。さらに、内外資金移動が遮断されていることから香港と上海との短期金利差も解消されていない(第9図)。

## Ⅱ、対内外長期資本取引

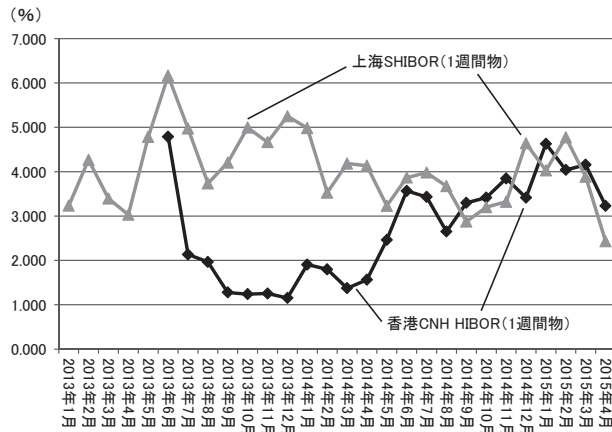
以上のように、人民元預金の増大を背景に2009年7月にクロスボーダー人民元決済制度が

第8図 上海と香港の対ドルレート推移



出所：第3図と同じ、23ページ。

第9図 上海と香港の人民元インターバンク金利推移



出所：第3図と同じ、23ページ。

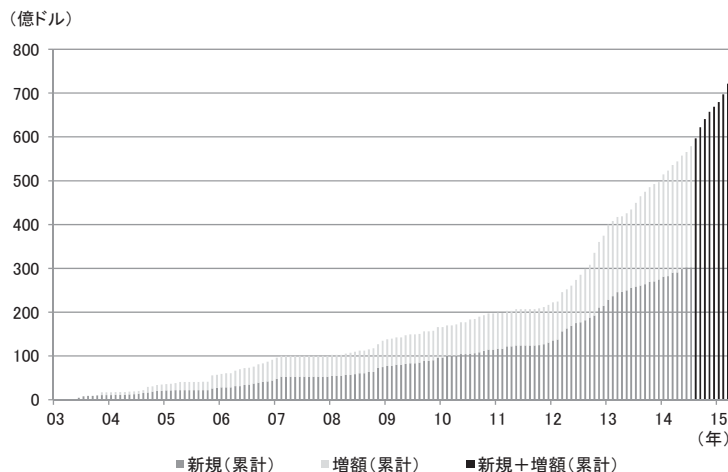
発足し、本格的な人民元の「国際化」が始まっていくのであるが、本節では長期資本取引における人民元の「国際化」の状況をサーベイしよう。

### 1) 外国投資家の国内証券市場への投資（QFⅡ）と中国居住者の海外証券投資（QDⅡ）

対内外証券投資であるが、中国当局は全般的には資本取引を厳正に規制したうえで、種々のライセンスを国内外の機関に与え、運用枠を設定してその枠内での資本取引を認めていく。中国証券監督管理委員会が優良外国人投資家に国内の証券市場に参画するライセンスを供与し、国家外貨管理局が投資運用枠を与えるのが「適格外国機関投資家（QFⅡ）制度」である（外貨から人民元への転換を伴う投資）。2002年に同制度は発足し、通常、海外投資家に投資が認められない「A株」などへの投資が認められた。当初の運用枠は100億ドルであったが、2012年以後運用枠が増大し、2015年4月末でライセンスを与えられている機関は268機関<sup>16)</sup>で認可運用枠の合計は736億ドルに増大した（第10図）。

他方、認定された中国国内の金融機関を通じて居住者が一定の運用枠内で対外証券投資を認める制度が「適格国内機関投資家（QDⅡ）制度」である（2007年9月開始、人民元の外貨への転換を伴う投資）。2010年3月末時点で76の機関がライセンスを与えられ、640億ドルの運用枠が設定されている<sup>17)</sup>。しかし、中国の運用会社が海外市場に不案内で短期間に経験豊かな運用スタッフを配置することが困難であるとか<sup>18)</sup>、人民元が上昇傾向にあることからQDⅡファンドの募集が困難になる現象さえ起こるとい<sup>19)</sup>。人民元相場が2015年はじめまで上昇傾向

第10図 QFⅡの認可動向



(注) 1) 2015年4月末時点。

2) 2014年7月末時点までは新規(累計)と増額(累計)に分けて把握可能。

出所：第3図と同じ、9ページ。

にあるから人民元をドル等に転換して投資することに損失が生まれるからである。中国の国際収支表を見ても対外証券投資が2010年に76億ドル、11年には投資の引揚げが62億ドル、12年、13年に投資が復活したが64億ドル、54億ドルにとどまっている。他方、対内証券投資は2010年に317億ドル、12年、13年には542億ドル、659億ドルにのぼっている<sup>20)</sup>。QDⅡの中国国内から人民元を外貨に転換しての投資が人民元相場の上昇傾向のために伸び悩み（設定枠の全体が利用されず）、逆にQFⅡの外貨を人民元に転換しての投資が伸びる（設定枠の上限近くまでの投資）ことから、収支均衡を重視する統制のもとでの対内外証券投資であっても収支では資金流入超過になるのである。

## 2) クロスボーダー人民元建証券投資（RQFⅡとRQDⅡ）

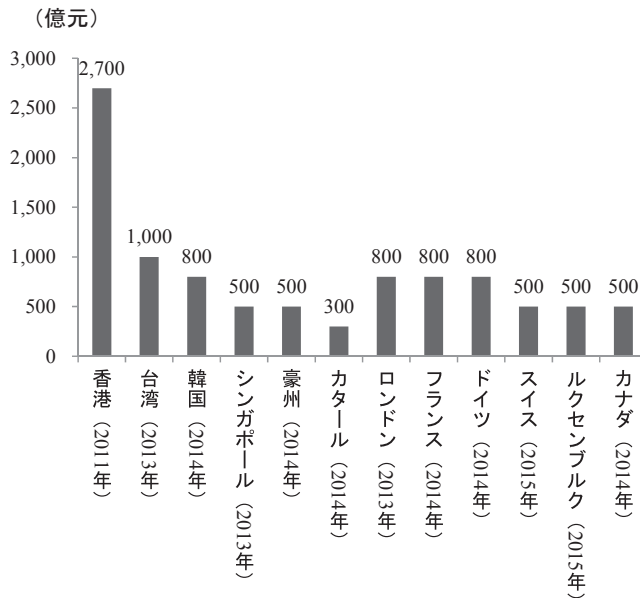
その後、香港等で人民元預金が増加してくるのを受けて、「人民元建適格外国機関投資家（RQFⅡ）」制度が2011年12月に発足することになった。同制度は特定の機関にライセンスと運用枠を与え、香港等のオフショア市場で累積されてきた人民元を中国国内へ投資することを認めるものである。当初は中国本土系証券会社・運用会社の香港子会社にライセンスが与えられ、運用枠は200億元であった。その後、ライセンスは海外の機関にも与えられるようになり、2015年4月29日時点の運用枠の国・地域別配分は第11図のように拡大された。QFⅡもそうであるが、ライセンスの供与、運用枠の配分には各国の間の、各機関の間の競争が生まれるだろうし、中国当局による各国、各金融機関相互の競争の組織化、「分断」手段ともなりえよう<sup>21)</sup>。この制度は、香港での中国財務部による人民元建債券の発行と同様、香港等に流出した人民元を還流させる手段ともなるものである。

また、2014年11月には「人民元建適格国内機関投資家（RQDⅡ）制度」を発足することになった。こちらの方は特定の国内機関にライセンスを与え香港等の海外市場での人民元証券への投資を認めようとするものである。この制度では各機関別の運用枠を設定するのではなく、「実際の募集金額まで投資ができるとされている」<sup>22)</sup>。

## 3) 上海・香港相互株式投資制度

2014年11月から上海・香港相互株式投資制度（上海・香港ストックコネクト）が始動した。関根栄一氏がその現状と課題を示されている<sup>23)</sup>ので、それに基づきその概要を示そう。同制度は、上海と香港の両サイドから双方向で株式の購入ができるというものである。具体的には、①上海証券取引所が中国の投資家による香港株の売買を、香港聯合取引所がグローバルを含む香港の投資家による上海株の売買を仲介するというもので、②上海株への投資対象は「上証180指数の構成銘柄」、「上証380指数の構成銘柄」、A株・H株同時上場のA株であり、上海株への投資枠は3000億元、1日当たりの投資枠は130億元、③香港株への投資対象は「ハンセン総合大型株指数構成銘柄」、「ハンセン総合中型株指数構成銘柄」、A株・H株同時上場のH

第11図 RQFII 運用枠の国・地域別配分



(注) 1) 2015年4月29日時点の数値。

2) 台湾の1,000億元は2014年4月9日付上海証券報に基づく。

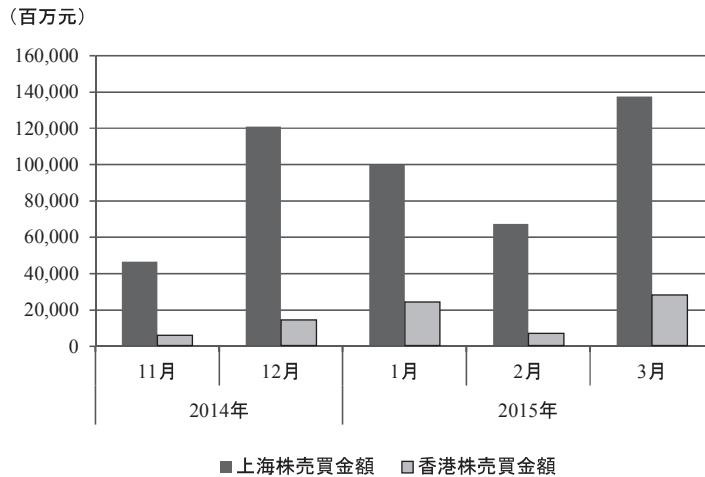
出所：第3図と同じ、9ページ。

株で、香港株への投資枠は2500億元、1日当たりの投資枠は105億元、また、中国の投資家は機関投資家と証券口座及び資金口座に合計で50万元以上を有する個人投資家となっている。ここで注意しなければならないことは、関根氏は指摘されていないが、香港市場での「ハンセン総合指数構成銘柄」の株式は香港ドル建であるから、上海からの「ハンセン総合指数構成銘柄」への投資は人民元の香港ドルへの転換が伴う。

2014年11月の「コネクト」の開始後、香港から上海株への買需要が多く2015年3月には1375億元にのぼっている。他方、中国本土の投資家は「香港市場での各種手数料が高く、為替手数料の負担」<sup>24)</sup>もあって、香港株への買需要が小さく(第12図)、「北熱南冷」の状態になっているという。しかし、上海から香港株への投資が低位であるのは、手数料の高さ、為替手数料の負担問題だけではないのではないだろうか。

関根氏は2014年11月から中国本土における利下げがあり、これによって同年12月末に「上海総合指数」が3200ポイントを超え、A株とH株を同時上場している銘柄の格差が生まれ、上海株に比べ割安感のある香港株の買注文が2015年1月に増加し、「北熱南冷」の状態に変化が現われてきているといわれている。そのことはあろうが、香港を含む海外の投資家は人民元相場の上昇を背景に人民元建株式への需要が全体的に高いのに対して、上海の投資家は人民元を香港ドルに替えて香港ドル建株式へ投資するのであるから為替差損のリスクを考慮せざるを

第12図 上海・香港ストックコネクト：上海株と香港株の売買金額



(注) 2014年11月17日に始動。

出所：関根栄一「上海・香港ストックコネクト始動後の現状と課題・展望」『野村資本市場クォーター』2015 Spring, 4 ページ。

得ない<sup>25)</sup>。したがって、関根氏が言われる局面の変化は一時的現象にすぎないのではないだろうか。

また、「コネクト」の開始に当たり課税政策が公表されたが、キャピタルゲイン課税、配当課税について、香港の投資家と上海の投資家の間には一定の差が設けられた。上海の法人投資家にはキャピタルゲインに対して課税されるが、香港の投資家には一時的に免除され、配当課税については源泉所得税が上海の投資家には20%、香港の投資家には10%となっている<sup>26)</sup>。

このように、上海・香港相互株式投資制度（上海・香港ストックコネクト）が始動したが、人民元相場が上昇傾向にある限り、香港から上海への投資がかなり上回る状況が今後も継続しよう。そうすると、関根氏も指摘されているように<sup>27)</sup> RQFIIの運用枠の増加とあいあまって香港での人民元の流動性が逼迫する。そのためにとられた措置が香港居住者の人民元の転換規制（1日2万元を限度）の撤廃（2014年11月）であるが、これによって人民元相場の上昇傾向が続けば、香港居住者の人民元への転換がますます増加し、香港から上海への投資が増加するという「循環」が持続するであろう。

#### 4) 対内外直接投資の人民元決済

2015年6月に人民銀行が公表した『人民元国際化報告』によると、2014年の対外直接投資における人民元利用額は1866億元に増加し、対内直接投資の人民元利用額は8620億元にのぼったという（第4表、『報告』の表3）。ここで言われている「直接投資における人民元利用」とはどのような事態なのか説明がないが、以下のようなことであると考えられよう。

第4表 直接投資人民元決済金額（億元）

	ODI <sup>1)</sup>	FDI <sup>2)</sup>	合計
2011年	159	907	1,066
2012年	262	2,544	2,806
2013年	1,034	4,816	5,850
2014年	1,866	8,620	10,486
累計	3,321	16,887	20,208

注1) 中国の対外直接投資

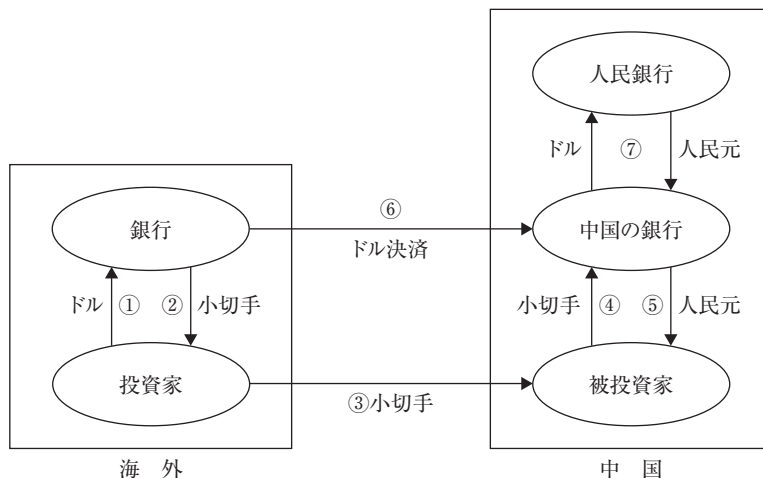
2) 海外の対中直接投資

出所：前掲 BTBU、2015年7月2日、3ページ、人民銀行『人民元国際化報告』2015年6月の表3。

中国への対外直接投資は2010年まではもっぱらドルで行われ、それ以後もほとんどはドルで行われている（第13図）。海外の投資家は銀行に対しドルを対価に人民元建・小切手を受け取り（①②、為替相場場で換算）、それを中国の被投資家（子会社、合弁の相手企業等）へ送付し（③）、被投資家はその小切手を中国の銀行に提示して人民元を受け取る（④⑤）。中国の銀行と海外の銀行との決済が必要であるが、それは中国の銀行が海外の銀行に保持しているドルの口座にその代金が振り込まれることで銀行間での決済が行われる（⑥）。最後に中国の銀行は人民銀行にドルを売り、人民元を回収する（⑦）。

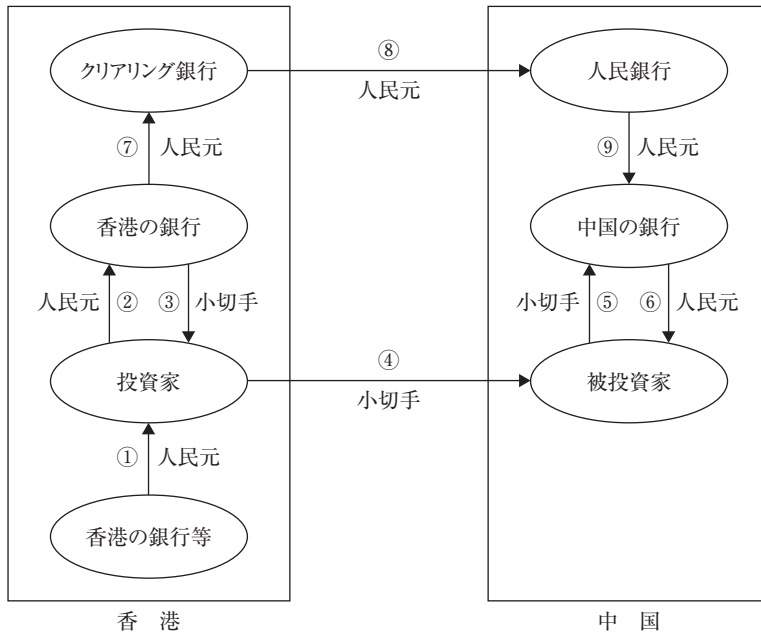
そのような中国への投資に一部人民元が利用されるのである（第14図）。投資家は香港等の銀行から人民元を調達し（①）、投資家は香港の銀行に対してその人民元を対価に人民元建・小切手を受け取り（②③）、投資家は中国の被投資家へ小切手を送付し（④）、被投資家は中国

第13図 ドル建対中直接投資の決済



出所：筆者の作成

第 14 図 人民元対中直接投資の決済



出所：筆者の作成。

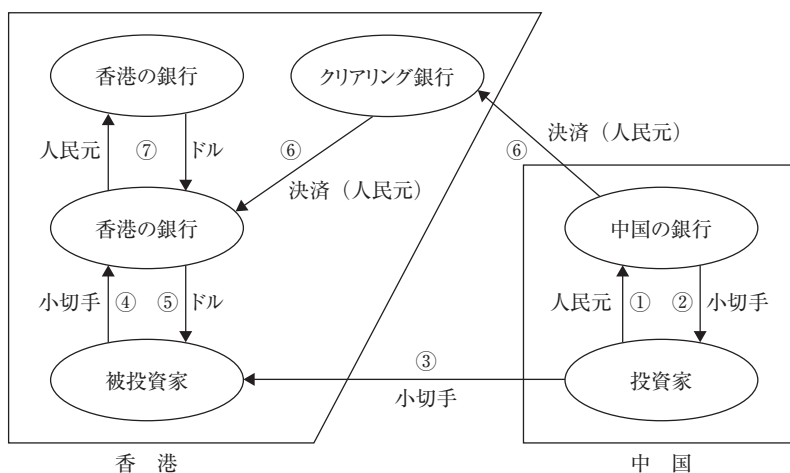
の銀行に小切手を引き渡し人民元を受け取る（⑤⑥）。次に香港の銀行と中国の銀行の間で決済が必要であるが、それは香港に設定されているクリアリング銀行を經由して行われることになる。つまり、香港の銀行はクリアリング銀行に対して人民元を支払い（⑦、クリアリング銀行に置かれている口座からの引き落とし）、クリアリング銀行は人民銀行に設定している口座から人民元の引き落としによって人民元を支払うのである（⑧）。最後に中国の銀行は人民銀行に設定されている口座に人民元が振り込まれ、人民元を回収する（⑨）（場合によっては中国の銀行に置かれているクリアリング銀行の口座を使って決済）。

中国の対外直接投資における人民元の利用は以下のようであろう（第 15 図）。中国の投資家は中国の銀行に対して人民元を支払い（①）、人民元建・小切手を受け取る（②）。それを被投資家に送付し（③）、被投資家はその小切手を香港等の銀行に提示してドル等を受け取る（④⑤、為替相場で換算）。次に香港等の銀行と中国の銀行との間で人民元決済が必要であるが、それはクリアリング銀行を經由して行なわれる（⑥）。あるいは、クリアリング銀行と中国の銀行の相互が人民銀行に開設している口座を使って決済を行う（図には示していない）。香港の銀行がクリアリング銀行から受け取った人民元（⑥）をドルに替える場合（持高調整）は他の銀行と為替取引を行う（⑦）。

中国本土内の銀行に外銀が決済勘定を設定できないのであるから、人民元の利用はいずれにしてもクリアリング銀行の設定があって可能となるのである。しかし、その決済の経緯は上に



第15図 中国の人民元対外直接投資の決済



出所：筆者の作成。

見てきたようにやや複雑になることは確かである。

### 5) 外為市場における人民元の地位と

リーマン・ショック以後の人民元の国際化の進展をみてきたが、これらの進展を受けて国際銀行間通信協会（SWIFT）によると、2014年12月時点で人民元は世界第2位の貿易融資通貨、第5位の支払通貨、第6位の外国為替取引の通貨になっているという<sup>28)</sup>。しかし、人民元の国際化は中国当局の管理と統制のもとで進んできているもので、これらの通貨の機能における人民元のランクも冷静にみなければならぬ<sup>29)</sup>。中国の貿易額が大きく、その4分の1近くが人民元による決済になっていることから、また、管理の下でありながら種々のスキームを開発して人民元建投資を進めてきたことからSWIFTの数値があるのであるが、自由な外為市場におけるランクが人民元の地位を客観的に示しているものと思われる。そこで、ロンドン外為市場における人民元の地位をみておこう（ニューヨークの外為委員会の公表統計には人民元の区分が示されていない）。第5表に2015年4月のロンドン外為市場における新興諸国通貨の対ドル為替取引額（1日平均）が示されている。直物取引では人民元はメキシコ・ペソ、シンガポール・ドル、トルコ・リラに次ぐ取引額であり、アウトライト先物取引ではこれらの諸通貨のなかではトップであるがとび抜けた額ではない。スワップではトルコ・リラ、シンガポール・ドル、南ア・ランド、メキシコ・ペソよりも少ない額になっている。人民元の地位は、先進各国通貨の地位はもちろん、いくつかの新興諸国通貨と比べても特段に高いというものではない。それは、やはり人民元の短資移動が自由でなく、他の新興諸国以上に厳しい資本取引規制があるからであろうと考えられる。

第5表 ロンドン外為市場における取引額<sup>1)</sup> (2015年4月の1日平均) 億ドル

	直物	NDF	アウトライト先物	スワップ
南ア・ランド	120	n.a.	25	118
メキシコ・ペソ	195	n.a.	28	91
シンガポール・ドル	177	n.a.	45	137
ロシア・ルーブル	71	19	15	81
トルコ・リラ	171	n.a.	59	256
ブラジル・レアル	19	104	3	2
韓国ウォン	23	107	6	2
人民元	145	73	75	88
インド・ルピー	24	111	9	1

注1) 対ドル取引。

出所：The London Foreign Exchange Joint Committee, *Semi-Annual Foreign Exchange Turnover Survey, April 2015, 27 July 2015* より。

### Ⅲ、人民元の「管理された国際化」の今後——まとめに代えて——

以上に述べてきた人民元の国際化を受けつつ、今後の人民元の交換性について人民銀行の周小川総裁は、2015年4月に「伝統的な完全な自由交換性」ではなく、「管理された自由交換性」を採用すると強調したという<sup>30)</sup>。この「管理された交換性」という言葉はこれまでにみてきた人民元の国際化にまさに照応しているといえよう。人民元の「管理された国際化」という規定はすでに村瀬哲司氏によってなされていたものである<sup>31)</sup>が、筆者もこの規定に異論はない。

しかし、この規定を前提にしつつもいくつかの問題が提起されよう。①中国当局が人民元の「管理された国際化」に踏み出した理由は何か。②「管理された国際化」にとどまらざるを得ない理由は何か。③中国当局が「完全な国際化」ではなく「管理された国際化」にとどめることからどのような諸政策・諸措置が補充的に必要になったのか。④「管理された国際化」は今後も順調に進み、行き詰まりはないのか。⑤「管理された国際化」から「本来の国際通貨化」はありうるのか。以下では順次これらの問題に簡単に言及していこう。

まず、第1点であるが、急激に増加していくドル準備の運用難と減価・損失発生の懸念がある。リーマン・ショック以前からドル準備の運用の政府機関（政府系ファンド、SWF）が設立されていたが、リーマン・ショック後にドル準備の運用難、減価・損失の懸念は大きくなってきた。2005年のドルベッグからの離脱以後、人民元相場は漸次的とはいえ上昇してきたからドル準備には「評価損」が生まれていたし、一部には米政府機関債、州債に投資されていたドル準備はリーマン・ショックによってかなりの損失を被った。これらを受けてリーマン・ショック後に中国要人による現在の国際通貨制度への批判的言辭が発せられるとともに人民元国際化の諸政策と貿易・投資に関する諸規制の見直しが急速に進展していく<sup>32)</sup>。小論では論じないが、

中国のアフリカ、南アジア諸国への「援助」やアジア・インフラ投資銀行（AIIB）の設立もドル準備を利用するものである。

次に第2点であるが、とはいえ、内外の資本移動は厳格に統制することが最重要課題とされた。とくに、1990年代後半のアジア通貨危機を念頭に外国資金の大量流入出によるバブル発生とその崩壊が恐れられた。前節でみてきたように対内外証券投資に割当額、投資枠等が設定されるかたちで統制され、自由な投資は認められていない。先進諸国でさえもときに困難を伴う自由な資金移動と混乱に対する国内の人的対応力、金融的対応力、諸制度が中国では不十分と認識され、また、国際的に流動する資金の規模がきわめて大きいと認識されているのである。さらに、人民元相場への統制がある。人民元相場は国際収支構造からいえばより高くなるころなのに、2005年以後も当局の介入により相対的に低位にしかも安定的に管理され、それが中国の高い成長率を実現してきた。内外の資金移動を自由化することは人民元相場が大きく変動することにつながり、それは国内の格差が大きい経済構造と種々の企業に悪影響をもたらし、社会的混乱になりかねないものと考えられ、人民元相場を管理するためにも資金移動の自由は認められないとされたのである。

第3点。国際収支構造のゆえに、また資金移動の自由がないために人民元の国際化には香港等に人民元が流出する特別のルートを設定しなければならなくなった。とくに、香港居住者に対して人民元への転換を認め、各国の当局と通貨スワップ協定を結ぶことになった。さらに、内外の自由な資金移動を基本において阻止するために、中国当局は中国国内の銀行に外国銀行の一覧払口座の設定、振替、口座残高の補充と運用を決して認めず<sup>33)</sup>、人民元の自由な決済制度を導入していないから、これに代わる人民元の決済制度を作らなければならなくなった。それが香港等のオフショア市場におけるクリアリング銀行の設定である。先進諸国が世界の各地にクリアリング銀行を設定するようなことは基本的にない。自国内の銀行に外銀の口座設定、振替、残高補充を認めれば済むのである。クリアリング銀行を利用した人民元の決済はそれだけ複雑になり、オンショア市場とオフショア市場において2つの人民元相場の形成、2つの金利を生み出すことになった。また、それが自由な短資移動による裁定取引とは別の「裁定取引」をつくりだすことにもなった<sup>34)</sup>。

第4点。上述してきた特別のルート以外に人民元が海外へ流出する諸条件は現在でも乏しい。人民元の流出がなければ海外での人民元の利用は不可能で国際化は進展しない。香港居住者による香港ドルの人民元への転換によって人民元が大部分供給されてきた。人民元への転換は1日2万元が限度として認められていたので香港居住者は人民元がドルに対して上昇していけば、香港ドルを人民元に転換して銀行に預金すれば確実に為替益が得られる。14年に11月には1日に2万元という制限が取り払われ<sup>35)</sup>、香港へ大量の人民元が流出する条件が作られた。オフショア市場のなかでの香港の地位は「一国2制度」によるもので特別である。他のオフショア市場には香港のような人民元の流入口は存在しないからである。香港での人民元相場と金利

が他のオフショア市場での相場と金利を規定するだろう。

ところが、香港居住者の人民元への転換は人民元相場が漸次的であれ上昇傾向をもっているから持続するのである。2015年春以来中国の株価が下落し、QFII、「上海・香港ストックコネクト」を通じて行われていた海外投資家による中国株式への投資が引き揚げられ、中国本土から海外へ資金がかなり流出している可能性がある。それが人民元相場の弱含みをもたらしているものと考えられる。2015年8月11日、12日、13日に人民銀行は人民元の基準相場を引き下げる措置をとった（ドル売りの為替介入）。人民元相場下落は香港における人民元預金を減少させるだけでなく本土への株式投資などを減少させる。為替リスクが伴うからである。人民元相場が下落していけば人民元の国際化は遅れることになるだろう。

最後に、人民元の「管理された国際化」を脱出し、今後「本来の国際通貨化」へ進展しうるのだろうか。そもそも人民元の本来の国際通貨化とは、どのような事態が実現することであろうか。何度も述べてきたように、その事態とは、中国本土内の銀行に外国の銀行が一覧払口座の設定、振替、残高補充が認められて人民元決済がその口座を利用して自由に行えること、その決済システムを通じて自由に為替取引が行えること、自由な短期資金移動が進むことである。それが実現したときには香港等におけるクリアリング銀行の設置は不必要になるだろう。短資移動が自由であるから香港と上海において人民元為替相場が異なることはなくなるし（それにしたいが、香港における2つの相場の消滅）、香港の短期金利は上海の金利に収斂していくだろう。

このような事態になれば、為替相場は国際収支構造と短資移動の状況によって絶えず変動するだろう。つまり管理された相場制から変動相場制への転換であり、中国国内の経済状況如何によっては大量の短期資本の流入出も起こりうる。国際的な余剰資金は規模があまりに大きく、その資金の流入出が中国経済の擾乱を起こすこともありうるだろう。中国にはそれに対する耐性が十分でなくそれに懸念が強くもたれているがゆえに、前述のように人民銀行の周総裁は「伝統的な完全な自由交換性」でなく、「管理された自由交換性」を強調するのである。人民元の本来の国際通貨化には長い道程が必要であり、しかも容易な道程ではないだろう。

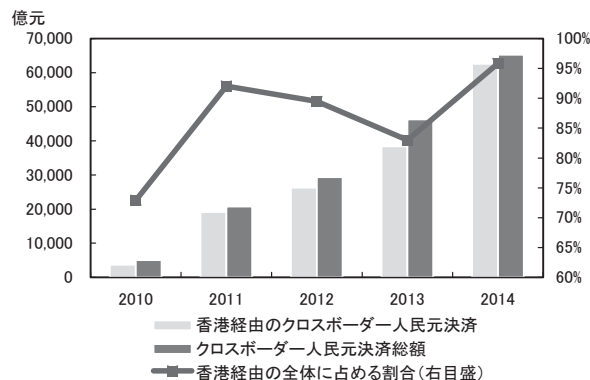
(2015年8月17日、脱稿、9月8日、加筆)

#### 注

- 1) 拙稿「香港での人民元取引と対外的な人民元決済の限界」『立命館国際地域研究』第36号、2012年10月。
- 2) 村瀬哲司「人民元の「管理された」国際化と通貨政策3原則」『国際金融』2012年2月。
- 3) 前掲拙稿、86～87ページも参照されたい。
- 4) 香港金融管理局、Guideline & Circulars, Our Ref.:B1/15C,12 November 2014, Renminbi (RMB) Business. また、東京・三菱・UFJ、BTMU (China) 経済週報、2015年2月28日(第241期)、5ページにも示されている。
- 5) カレンシー・ボード制により香港ドルはほとんどドルに対してペッグされている。
- 6) IMF, *International Financial Statistics, Yearbook 2014*, p246 より。

- 7) 東京三菱 UFJ、BTMU (China) 経済週報、2015年7月2日(第259期)、4ページ。2012年1月までの通貨スワップ協定の状況については前掲拙稿、87ページの第1表参照。
- 8) 同上、4ページ。
- 9) 前掲拙稿、87ページ参照。
- 10) 外為審(第2図の出所をみられたい)への関根栄一氏の資料、4ページ。
- 11) シンガポール、オーストラリアなどで人民元預金はやや大きくなっているのはスワップ協定によるものであり、スワップ協定を原資にしない人民元預金のほとんどは香港居住者による人民元への転換と中国本土の旅行者による持ち出しであろう。それゆえ、通貨スワップを原資とする預金を除けば全オフォア市場における人民元預金に占める香港の比率はかなり高いであろう。
- 12) しかし、クリアリング銀行の参加銀行との為替取引、クリアリング銀行の人民元融資はこの時点では認められていない(前掲拙稿、89～90ページ参照)。
- 13) なお、香港経由の人民元決済はクロスボーダー人民元決済総額の9割以上となっている(付図)。
- 14) 前掲 BTMU、2015年2月28日、2ページ。
- 15) 香港金融管理局(HKMA)のCircular, 23 Dec. 2010より、前掲拙稿90～91ページ参照。
- 16) 財務省、関税・外国為替等審議会、第25回外国為替等分科会(2015年5月18日)への関根栄一氏の資料、6～7ページ。
- 17) ブルームバーグ(<http://www.bloomberg.co.jp/news/123-L5A2A30D9L3501.html>) (2015年7月18日)
- 18) 巴曙松「中国における QD II と QF II の発展状況に関する評価及びその展望」『季刊中国資本市場研究』2010年夏号、16ページ。
- 19) 同上、19ページ。
- 20) IMF, *International Financial Statistics, Yearbook*, 2014, p.246.
- 21) この配分のなかにはアメリカ、日本が含まれていない。AIIB 設立への日米の対応も関係しているのであろうか。
- 22) 清水聡「人民元の国際化の現状と展望」『国際金融』2015年6月、29ページ。
- 23) 関根栄一「上海・香港ストックコネクト始動後の現状と課題・展望」『野村資本市場クォーターリー』2015 Spring。
- 24) 同上、12ページ。
- 25) 日本の投資家による円をドル等の外貨に転換しての対外投資にもみられたリスクである(とりあえずは奥田、神澤編『現代国際金融第2版』法律文化社、2010年、63～64ページ参照)。
- 26) 前掲関根論文、10ページ。なお、QF II、RQF II の発足時には課税政策が公表されていなかった。「コネクト」に伴い QF II、RQF II の課税の一部が公表された。つまり、「コネクト」が開始された2014年11月17日以後のキャピタルゲインには企業所得税は免除とされるが、以前に取得されたキャピタルゲインには課税されるという(同上10～11ページ)。

### 注 13) の付図 香港経由のクロスボーダー人民元決済推移



出所：前掲 BTBU、2015年2月28日、6ページ。

- 27) 同上、12 ページ。
- 28) BTMU (China) 経済週報、2015 年 7 月 2 日、2 ページ。
- 29) IMF スタッフは、IMF が SDR の構成通貨に人民元を入れるかどうかの判断に「利用の自由度」を挙げ、主要な外為市場において取引されているかという基準もその一つとして指摘し、その基準を考慮して、人民元を SDR の構成通貨に入れることが年内に認められた場合でも少なくとも実行を 2016 年 9 月末まで見送ることとするとの見解を表明した (IMF, Transcript of a Conference Call by Senior IMF Officials on Staff Report: "Review of the Method of the Valuation of the SDR—Initial Considerations", August 4 2015)。
- 30) 関税・外国為替等審議会、第 25 回外国為替等分科会 (2015 年 5 月 18 日) への関根栄一氏の資料 2、19 ページ。
- 31) 村瀬哲司、前掲論文。
- 32) 筆者はこれまで同様の趣旨で「国際化」の契機をみてきた。以下を参照。前掲拙稿「香港での人民元取引と対外的な人民元決済の限界」80 ページ。アジア・インフラ投資銀行 (AIIB) 構想も同趣旨である。拙稿「グローバル・インバランス論と対米投資における日本と中国のちがひ」『立命館国際研究』28 巻 1 号、2015 年 6 月、219 ページ。
- 33) 拙稿「現代国際通貨体制の分析と諸範疇の明確化」『立命館国際研究』25 巻 3 号、2013 年 3 月、52～53 ページ参照。
- 34) この「裁定取引」については小論では論じていない。以下をみられたい。前掲拙稿「香港での人民元取引と対外的な人民元決済の限界」93～99 ページ。
- 35) 香港金融管理局、Guideline & Circulars, Our Ref.:B1/15C,12 November 2014, Renminbi (RMB) Business.