

第 8 章

オフショア市場と地域統合から
見た人民元国際化ロードマップ
の展開

人民元為替の形成メカニズムと その市場化改革

I 人民元為替の形成メカニズム

現在の中国人民元為替相場は、管理フロート制（Managed Float System）を採用している。世界の外国為替制度は、おおむね「変動制」と「固定制」、及びその中間にある「管理フロート制」の3つに分類される。管理フロート制は、管理変動為替相場制とも言え、固定制と変動制の間に位置づけられ、通貨当局の為替相場への介入を前提とする相場制である。当相場制の下では、為替レートの変動が、通貨当局によって定められた一定水準の変動幅に制限されている。

2005年7月、中国当局は、ようやく人民元為替改革を行い、アメリカドルとリンクする固定相場制である人民元相場の管理フロート制を導入した。人民銀行は、次の三つのポイントを挙げている：

- 1) 中国当局の主動性とコントロール、
- 2) 通貨バスケット制の導入、
- 3) 切り上げの漸進性

この中国式の管理フロート制については、BBC（Band、Basket、Crawling）と言う表現を用いて、次の3つの内容（特徴）にまとめられる。（注釈：ここでのBBCは、シンガポールで採用されている通貨「バスケット・バンド・クローリング（Band、Basket、Crawling）」方式とは合致していない。）

Bandとは変動幅のこと、いわゆる管理フロート制の下で、本来市場の需給に左右されるべき人民元レートの変動幅を一定の範囲内に制限すること。中国中央銀行の人民銀行が毎朝、現地時間の朝9時半に発表する中間値を基準値として、上下2.0%以内に一日の変動幅が定められている（2014年3月

より)。今後、人民元為替の市場化改革が継続的に深化されれば、この変動幅は拡大されていく。

Basket とは通貨バスケット制のことで、従来のアメリカドルのみならず、複数の通貨に対して連動させている。国際為替マーケットの急激な変動による国民経済への悪影響を最小限に抑制することのもう一つの目的である。

ただし、実際のオペレーションでは、やはりアメリカドルが中心となる。現在、人民元の通貨バスケットの中に、アメリカドル、日本円、EU ユーロ、韓国ウォン、シンガポールドル、イギリスポンド、マレーシアリンギット、ロシアルーブル、オーストラリアドル、タイバーツ、カナダドルという11の通貨が含まれているようであるが、それぞれの通貨の占める割合は発表されていない。

Crawling とは漸進性のこと、つまり人民元の切り上げは、一気に行うのではなく、徐々に改善していくことを指している。

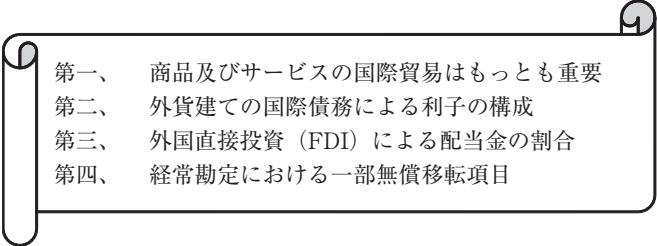
中国当局は、過去の日本の教訓を真剣に吸収しており、急激な通貨切り上げを極力避けたいと考えているものと思われる。

II 2005年以後の人民元為替改革の歩み

2005年の為替改革から2014年6月末まで、人民元対米ドルの基準値（中間値）が34.5%上昇、名目と実質有効レートは28.3%と36.6%上昇。2005年からの為替改革歩みは、図表8-2に示すように6段階に分けられる。

2005年7月21日に人民元が1\$ = 8.27元～8.11元に、一括2.1%切り上げ

図表8-1 人民元通貨バスケットの4大構成内容

- 
- 第一、 商品及びサービスの国際貿易はもっとも重要
 - 第二、 外貨建ての国際債務による利子の構成
 - 第三、 外国直接投資（FDI）による配当金の割合
 - 第四、 経常勘定における一部無償移転項目

図表 8－2 人民元為替改革の歩み

	元相場特徴	変動幅
段階 1	2005.7～切り上げ、為替改革がスタート、ペッグ制⇒管理フロート制。 1\$ = 8.27元から8.11元まで、一括2.1%切り上げ、2008年までに計19%切り上げ	元相場弾力化が開始、 1日変動幅は0.3%
段階 2	ペッグ制に一時戻り。 2008年の金融危機から再切り上げされるまで人民元為替の変動幅は縮小し、切り上げは一時停止された。	元相場弾力化が一時停止、6.82－6.84の区間を維持
段階 3	再び管理フロート制に戻り。 2010年6月人民銀行により為替制度改革を再開してから、2011年9月まで人民元為替を引き上げ続けた。	元相場弾力化が拡大、 1日変動幅は 0.3%⇒0.5%
段階 4	2011年9月～2012年9月、上下の双方向の変動が始まり、そのうち二度にわたって大幅な引き下げが見られた。	
段階 5	2012年9月～2014年2月、再び人民元の一方的引き上げが発生した。	元相場弾力化が拡大、 2012年4月から2014年2月まで1日変動幅は 0.5%⇒1%
段階 6	2014年～今まで。3月に為替変動幅に対する制限を緩和してから人民元為替は一方的な引き上げから上下に変動することが常態化しつつある。これは人民元為替が新しい段階に入っていることを意味している。	元相場弾力化が拡大、 2014年から1日変動幅は1%⇒2%

されてから、2008年にリーマンショックが発生するまでに、合計19%のアップとなった。

世界金融危機の影響により、2008年9月～2010年6月の間に、中国当局は、再び人民元為替相場をアメリカドルとリンクさせたペッグ制を用い、1\$ = 6.82～6.84元に固定させた。

経済回復に伴って、中国は、2010年6月より、管理フロート制を復活させた。今回は、人民元為替相場の弾力化を強調し、毎日変動幅を金融危機前の

0.3%から0.5%に拡大させ、さらに2012年4月と2014年3月からは、毎日変動幅をそれぞれ1%と2%までに拡大した。

注意しなければならないのは、2011年9月～2012年9月の間、人民元の為替は上下の双方向に変動し、さらに二度にわたって大幅の引き下げを見せたことである。同じく、2014年2月下旬から3月にかけて、為替変動幅に対する制限を緩和してからは、人民元為替は一方的の引き上げから、上下に変動することが常態化しつつある。これは人民元為替が、新しい段階に入ったことを意味している。

現在、人民元為替レートは、上下変動の双方向という「新常态」になっている。

Ⅲ 人民元為替の市場化改革

1 今後人民元為替の新しい方向—上下に変動する

8年間の切り上げを経て、特に2010年6月に、人民銀行が為替制度改革を再開してからは、人民元為替のドルに対する一方的な引き上げは終わった。

中国国内では、現在、人民元のドルに対する為替レートは徐々に均衡状態に近づいているという認識が多い。今後、為替レートの変動幅がさらに拡大されれば、為替の変動は、上下を送り返すことが常態化する可能性が大きい。

為替形成のメカニズムは、理論的に購買力平価説、利子率説、国際収支説、資産市場説などが存在するが、中国のGDPに占める貿易収支の割合が均衡になりつつあるため、以前のような国際貿易収支による為替に対する圧力はもはや主要な原因ではない。

しかし、2015年には、ドルの値上がり、中国経済の減速、人民銀行による更なる利下げなどの主要因により、人民元は為替改革以来最も強い値下げの圧力に晒されることになるであろう。ただし、USDCNHとUSDCNYとの関係が明確であるため、当面は、人民元の決定権は、中国国内にあると思われる。

2 為替の市場化の最大ネックは国内利子率の自由化の問題

人民元の市場化は、資本の自由化の前提条件である。すなわち、資本勘定を開放させるためには、まず人民元為替の市場化を推し進める必要がある。

中国と国際市場の間には、大きな金利差が存在している（約3%以上）が、中国は、現在、金利自由化への改革を強化している。最近、中国人民銀行は預金金利の制限幅を拡大するとともに、基準金利の制限を緩和した。これらは、2013年7月の貸付金利規制の緩和、2013年12月の銀行間市場に於ける大口譲渡預金業務の認可に続き、中国為替市場の改革の大きな一歩となった。さらに2015年はじめに、預金保険制度を設立する見込みである。ドイツ銀行は、中国は2016年末までに金利自由化への改革を終了させる可能性があるかと予測している。

3 為替改革は一番容易な改革であるのか

2014年11月の中国人民銀行副総裁の胡曉煉の発言によれば、2014年に入ってから人民銀行は為替に対する干渉頻度を大幅に減らし、3月以来基本的に市場に対する干渉をやめている。

一般的には、人民元為替改革は、金融改革の中において最も容易なものであるという認識がある。しかし、今後の人民元安の圧力の下で、特に長期間に大幅な切り下げがあった場合は、この見方が変わるかもしれない。

2015年の米ドル上昇圧力（中長期にドルが強くなる傾向）が見込まれる中でも、現時点で中央銀行は依然として現行の政策を変えずに改革を加速している。

4 将来の人民元の動向

人民元の動向について、いくつかの説を紹介する。

興業銀行の首席経済学者の魯政委氏：

現在の問題は、人民元為替に対する過大評価と変動幅の不足である。その解決策は毎日の中間値を市場に委ねることで人民元の上下幅を拡大させることである。つまり為替市場の価格に中国の経済状況を反映させることである。

中華工商時報の副編集長の劉杉氏：

中国は、人民元の過度の切り下げを放任することはしない。同時に資本勘定が完全に開放されないうちは、短期の金利差や長中期の国際収支と購買力の点からも人民元の切り下げを完全に容認するには至らない。

CASS 世界政治経済研究所国際投資室主任の張明氏：

ファンダメンタルズからは、過去3年において中国の経常収支黒字のGDPに対する割合は3%を下回り続けた。投機マネーの流入を除けば2014年の比率はおそらく1から2%までになる。これは、目下の人民元為替水準が均衡の状態に近づきつつあることを意味している。為替の安定の点から見れば、ドル高の背景の下において人民元は適当に引き下げたほうがよい。

筆者の考え：

為替の安定を保持することは、人民元国際化の戦略的要求を満たし、経済大国としての義務を果たすことになる。

短期的な切り下げの圧力があるが、人民元の傾向的且つ中長期的な値下げは、資本市場が完全に開放されるまでは海外人民元資産の投資チャネル確保を難しくし、海外投資家の人民元に対する信頼を損ね、人民元国際化の戦略に影響を及ぼす。

さらに、現時点では管理フロート制のため、中央銀行側が決定権を持つ。結論からいうと、今後10年ほど米ドル高傾向の中で、人民元がむしろ切り下げられるかもしれない。しかし、人民元は、値下がり政策を容認しても、その幅は限られたものである。

第2節

人民元国際化の実態

I 人民元国際化の提起

1 人民元国際化が提起された背景

人民元国際化が提起された背景として、リーマンショック以後には、外貨準備資産の減価リスクの防止、国際通貨制度の公平性の欠如、及び今後の米

中競争が、主な理由として挙げられた。

1) まず、外貨準備資産の減価リスクの防止がメイン。

中国の外貨準備は高すぎ、且つ対外投資収益が損失を続けている。1993年から経常収支の黒字を維持し、20年間、資本輸出を続けてきた。その結果、5兆元の海外資産と3兆元の海外負債があり、2兆元の海外純資産があるのに、十数年来の対外投資収益は赤字のままである（図表8-3、8-4）。

2) 解決策としての人民元国際化。

余永定氏（CASS教授、元国家貨幣政策委員会メンバー）は、世界金融危機以後、中国は次の3つのことに直面していると指摘する。①国際通貨制度改革、②アジア地域通貨と金融協力、③人民元の国際化。上記①（主に米ドル基軸通貨のこと）にはあまり期待できない（IMFのSDRの改革を進めるぐらい）、②には中日間の政治的立場の違いと互いの不信のために、地域内の為替レートの協調が基本的にできず、アジア共同通貨の設立の道は相当遠い。よって、③の人民元国際化が中国にとって近道であろうと分析している。

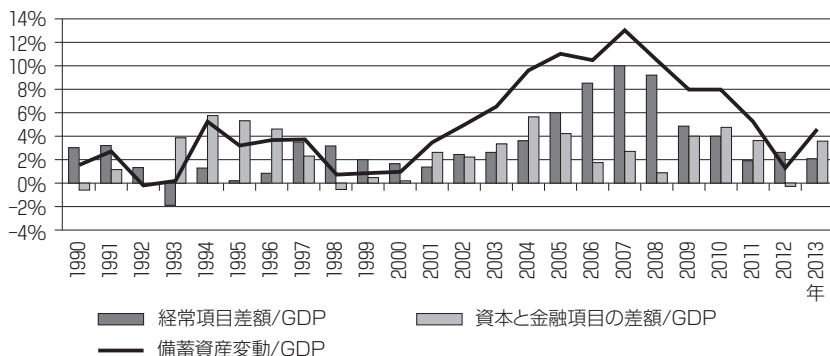
人民銀行首席経済学者の馬駿氏は、米国主導の国際通貨制度に多くの欠陥があるとし、目下3つの代替案をあげた。即ち、①SDR、②金によるドルの代替、③ドル、ユーロ、人民元の3つの（多極的）基軸通貨体制の構築。この中、①と②の実現は困難であり、③の実現可能性のほうがはるかに大きい。

2 人民元国際化のマクロ条件

人民元国際化のマクロ条件として、中国は現在世界第2の経済国、第1の貿易国および第3の対外投資国である。中国は全世界のGDPの7%から10%を創出しており（80年代の日本に相当）、貿易総量も当時の日本に及んでいる。

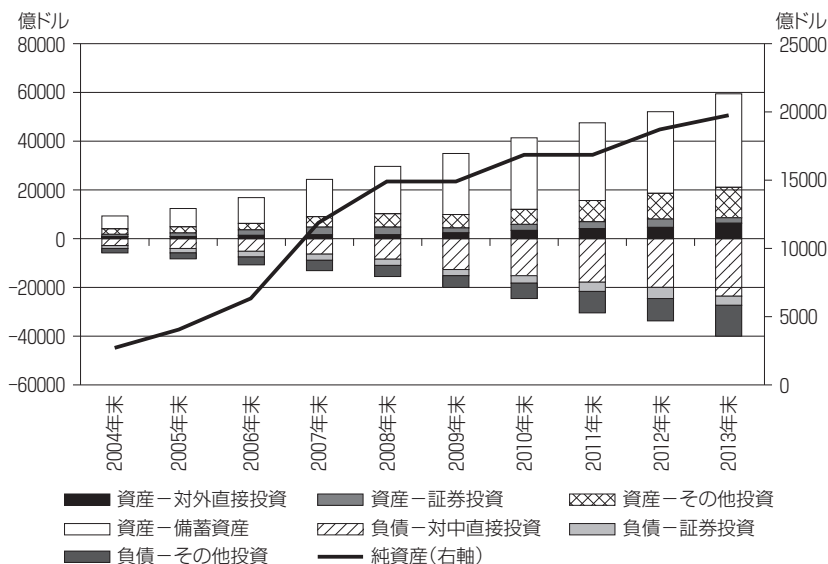
また、第二に、通貨が上昇する傾向にあること、第三にインフレ率が高いことが挙げられる。

図表 8－3 経常収支、資本勘定の差額および準備資産の変動と GDP の比



(出所) 国家外貨管理局、国家統計局。

図表 8－4 経常収支、資本勘定の差額および準備資産の変動と GDP の比



(出所) 国家外貨管理局。

3 人民元国際化の最終目標

人民元国際化の最終目標は、ドルとユーロと同じように、世界的ハード通貨になること。即ち、従来、国内貨幣として担ってきた交換手段、計算単

位、保蔵手段という三つの役割を国際取引ないし国際通貨制度に徐々に拡張させて、それぞれ媒介通貨、表示通貨、保有資産の役割を果たさせると考える。

また、人民元の国際化は、中国の国際的な地位を高めると同時に、シニョリッジの獲得にも狙いがあると思われる。

Ⅱ これまでの人民元国際化の推移

1 リーマンショック以前

人民元国際化は、2008年まで、民間の自発的な市場行為を中心に、中国の周辺地域から始まったと考えられる。

そのきっかけは、1992年から開始した、辺境地域経済開発戦略による辺境貿易の促進であり、その特徴は、中国政府の主導というより、むしろ民間の自主的な活動であった。

中国は、ロシアやモンゴルなど14の国と陸上で接し、歴史上からも隣国との間に「互市貿易」を形成していた。特に中国の改革開放によって、辺境住民による辺境貿易は急速に展開し、辺境貿易における人民元建て貿易決済は、人民元地域化の第一段階となった。

2 2009～今まで

2009年以後、従来の辺境貿易における民間・自発的な市場行為を中心とした段階から、政府主導且つ全面・多様な段階になっている。そのきっかけは、2009年に、人民元貿易決済を促進する政策が出されたからであり、通貨国際化の2つの基本条件である、貿易通貨、投資通貨の機能を促進してきている。

当面、中国人民元を海外に広める主な手段としては、貿易、通貨スワップ協定、人民元クリアリングバンク・ネットワークの設立によるオフショア市場の開拓、米ドル以外の主要な通貨との直接取引、人民元建債券の発行、対外直接または間接投資、地域・国家間協力・援助、観光などが挙げられる。

3 これまでの人民元国際化の実績

2014年10月までに、クロスボーダー人民元決済規模は8兆元に及び、中国とクロスボーダー人民元決済を行う国家は174に及んだ。

現在では、28の通貨当局が中国と通貨スワップ協定を締結している。また12の経済体の中央銀行と人民元クリアリングバンクを調印しているが、そのうち、8件が、2014年に行われた。そして、30を超える中央銀行が、人民元をその外貨準備通貨にしている。

香港金融管理局総裁の陳德霖によれば、現時点では約20%の対外貿易、30%の外国からの直接投資（FDI）および18%の海外直接投資（ODI）は人民元によって決済されている。

SWIFTのデータによれば、現在、人民元は世界2位の国際貿易通貨、第7位の清算通貨、さらに為替市場で最も取引されるトップ10の通貨に入っているとされる。

以上のように人民元は、貿易通貨から投資通貨さらに備蓄通貨に向けて発展を進めている。

III クロスボーダー貿易決済からオフショア資本市場の開拓へ

人民元は、貿易貨幣から金融投資貨幣、備蓄貨幣というルートに沿って発展している。

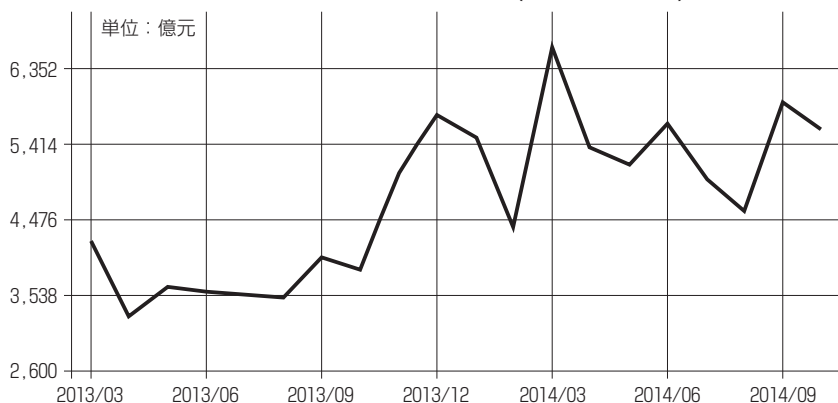
1 貿易通貨から投資通貨

1.1 貿易と対外直接投資における人民元クロスボーダー決済

1) 貿易の場合、クロスボーダー貿易の人民元決済は、人民元国際化の基礎で、2009年以来の重要戦略である。2013年の実績では、次の3つの特徴みられる。

まず、規模と割合が急速に上昇し、規模は前年より57.5%の増加、割合は24.5%に及ぶ。また、貨物貿易を主にしているが、サービス貿易の規模が増加しつつある。2013年では貨物貿易は65.2%、サービス貿易は34.8%であった。さらに、輸出と輸入は安定しており、輸出の増加が早い。それぞれの割

図表 8－5 中国クロスボーダー貿易人民元決済 (2013.3-2014.10)



(出所) 中国金融信息网 <http://dc.xinhua08.com/537/>

合は40.6%と59.4%であった（図表 8－5）。

2) 投資の場合、人民元が、対外および外国から中国への直接投資に占める割合はいずれも増加している。

2013年の中国の対外 ODI 規模は、世界で第3位となり、そのうち、人民元決済は19.4%で、2012年と比べ181.2%増加した。2013年の中国への FDI における人民元の割合は61%にのぼり、前の年と比べ25.6%増加した。

1.2 主要なオフショアセンターにおける人民元フロー増加の割合

1) 成長が速い

SWIFT によれば、2014年9月までに、人民元の世界における決済通貨のランキングは7位（図表 8－6）、前年比13.2%増加、他の通貨の平均増加幅の8.1%を大きく上回った。しかし、金額の割合で見ればまだ1.72%（8月1.57%）、これに対して米国ドルとユーロの割合は約4割と3割であった。

2) 香港の人民元国際化への貢献が大きい

人民元クロスボーダー貿易とオフショア人民元商品のいずれにおいても絶対的な地位を占めている。2014年9月までに、香港の世界のオフショア人民元センターにおけるシェアは、決済が97.26%、証券が71.73%、預金が56.8%、貿易融資が99.91%であった。

3) 香港以外のオフショア人民元センターの発展は非常に速い

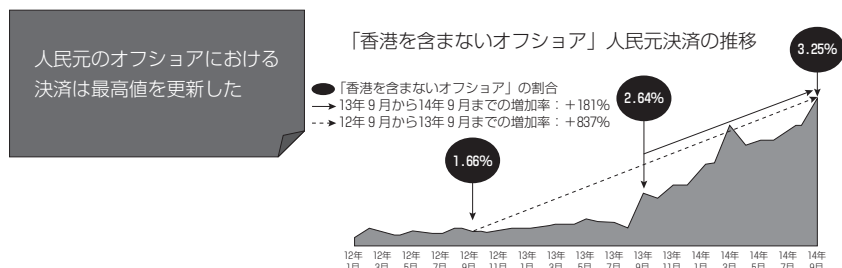
図表 8－6 世界生産貨幣における人民元

	2013年 1 月		2014年 9 月
フォリント	0.25%	新トルコ・リラ	0.33%
新トルコ・リラ	0.29%	メキシコ・ペソ	0.36%
メキシコ・ペソ	0.34%	ロシア・ルーブル	0.38%
ニュージーランド・ドル	0.35%	ランド	0.46%
ランド	0.42%	ニュージーランド・ドル	0.51%
ロシア・ルーブル	0.56%	デンマーク・クローネ	0.53%
デンマーク・クローネ	0.58%	ズウォティ	0.63%
人民元	0.63%	ノルウェー・クローネ	0.72%
ノルウェー・クローネ	0.80%	スウェーデン・クローナ	0.86%
スウェーデン・クローナ	0.96%	シンガポール・ドル	0.94%
タイバーツ	0.97%	タイバーツ	0.96%
ホンコンドル	1.02%	ホンコンドル	1.02%
シンガポール・ドル	1.05%	スイス・フラン	1.40%
カナダドル	1.80%	人民元	1.72%
スイス・フラン	1.83%	カナダドル	1.78%
オーストラリアドル	1.85%	オーストラリアドル	2.02%
日本円	2.56%	日本円	2.74%
ボンド	8.55%	ボンド	8.59%
ドル	33.48%	ユーロ	29.43%
ユーロ	40.90%	ドル	42.93%

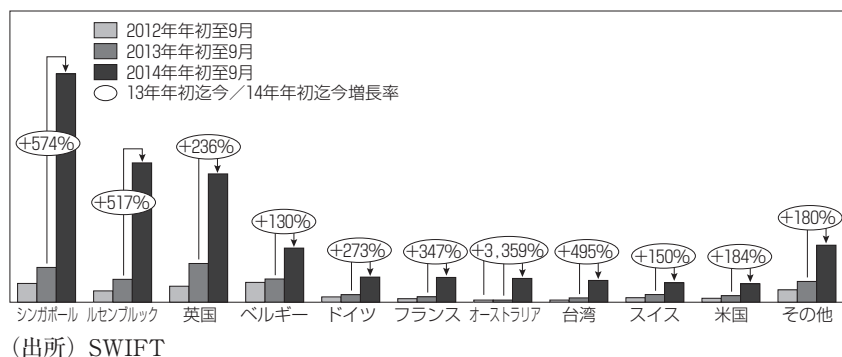
(出所) SWIFT

2012年 9 月～2014年 9 月までの増加は837%、全体の平均379%の増え幅を大幅に上回る（図表 8－7、8－8）。香港を除けば、2014年 9 月の世界全体の割合は3.25%である。規模から見て、シンガポール、ルクセンブルグ及び英国がトップ 3 を占め、それぞれの増え幅は574%、517%、236%である（図表 8－8）。

図表 8-7 「香港を含まないオフショア」人民元決済の推移と人民元センタートップ10



図表 8-8 「香港を含まないオフショア」人民元センタートップ10



2 国際資本市場の開拓状況から見る人民元国際化の現状

最近、通貨スワップ協定の強化、人民元クリアリングバンクの設立などの人民元オフショアセンターの建設と同時に、国内資本市場においても、後述のように「滬港通」とRQDIIなどの試行が開始された。

これは人民元国際化の中心が、クロスボーダー人民元貿易決済からオフショア市場の開拓に移っていることを意味する。

図表 8-9 のとおり、現在、国際資本市場の開拓では、1) 人民元オンショア、と2) 人民元オフショアの市場建設が、同時に進行している。

また、時間の推移に従って、さらに多くの内容が出現すると予想できる。

次に、1) 人民元国際化とオンショア資本市場の建設、及び2) 人民元国際化とオフショア資本市場の建設、に分けて説明する。オンショアという言い方は正しくないかもしれないが、あくまでも海外と区別するためである。

図表 8－9 国際資本市場と国内市場の開拓状況

オンショア資本市場の建設	オフショア市場の建設
滬港通 クロスボーダー人民元移動 RQDII	通貨スワップ協定 通貨の直接取引 RQFII 人民元クリアリングバンク オフショア人民元債券およびその他の人民元決済商品

2.1 人民元国際化とオンショア資本市場の建設

中国国内資本市場における、クロスボーダー人民元資本の流れのチャネルと規模が増加していることも、オフショア人民元市場の規模の拡張を意味している。また、現在テスト中のオンショア市場（上海 FTZ）は、将来における人民元オフショア市場への切り替えの準備段階と考えてもよい。

2014年に、中国は、人民元オンショア投資のチャネルに関わる改革を早めており、主に、1）滬港通、2）クロスボーダー人民元資本の移動、及び3）RQDII の3つがその中心である。

1）「滬港通」（上海・香港・ストック・コネクト）

「滬港通」とは、上海と香港で試験的に行われた、上海と香港証券取引所の間で相互の上場株式の売買注文ができるシステムで、人民元のみで決済される。「滬港通」の試験的導入は、人民元の国際化に向け、大きな一歩を踏んだ。即ち、中国政府が資本自由化を実行する決心を示したことである。「滬港通」が安定期に入った後は、「深港通」も開始されると思われる。

そのほか「滬港通」に対する人民元の需要を満たすため、2014年11月17日から、香港市民は、制限なく人民元の両替を行うことができるようになった。これまで、香港市民は、毎日2万元(3264ドル)の両替しかできなかった。

2）クロスボーダー人民元資本の移動

2012年12月以来、国務院は、浙江省義烏市、シンセン市前海地区、上海、および広西省雲南省など10の区域において、個人口座における人民元決済、クロスボーダー人民元貸し付けなどのクロスボーダー人民元業務を実験的に展開させた。

図表 8-10 人民元クロスボーダー資本移動の代表的実験地域：上海、深セン、温州、義烏

名称および 設立年月	実験業務内容および特徴	業務の進展
中国上海自由貿易試験区、 2013年9月29日	業務内容：クロスボーダー人民元貸付、人民元資金プール、人民元による海外 M & N 業務を執り行っている。さらに、海外資金プール、海外貸付、為替決済の業務も行っている。 特徴：オフショア金融センターの構築	2014年4月までの上海自由貿易区におけるクロスボーダー人民元貸付は26件総額45億元に達する。人民元資金プール12件、取り扱い金額は46億元。オフショア人民元決済額は462億元。前の年と比べ増加率は90%である。
前海深港現代服務業合作区、2012年12月27日	業務内容：香港における人民元の発展状況および深セン前海建設発展の需要から前海の企業が香港より人民元融資を受けた際の残高管理を行う。貸出利率は貸借の双方によって自主的に定める。 特徴：香港の隣、中国におけるクロスボーダー人民元貸付。	2012年に開始されて以来2014年8月26日までに、83の企業によるクロスボーダー人民元貸付総額は440億人民元となった。 そのほか、外資企業に対する外国送金依頼および継続差額清算業務の規模は、2014年7月末までに総額13.56億ドルとなった。
温州金融改革総合試験区、 2012年3月28日	業務内容：温州における個人直接海外投資業務。 特徴：民間資本の海外投資を可能にした。	
義烏市国際総合貿易改革試点、2013年8月23日	業務内容：オフショア人民元業務外貨管理。 特徴：国内で唯一の個人の人民元オフショア決済。	

(出所) 中国金融信息网 <http://dc.xinhua08.com/537/> より作成

これらの手法や経験は、将来全国に向けて普及できるようにテスト中である（図表 8-10、8-11）。

3) RQDII（中国投資家に海外人民元市場の開放）

QDII（Qualified Domestic Institutional Investor）とは、適格国内機関投

図表 8-11 人民元クロスボーダー資本移動の代表的実験地域：辺境の新疆、雲南、広西

名称および 設立年月	実験業務内容および特徴	業務の進展
中ハホルガス 国際辺境合作 センター、 2013年8月9 日	業務内容：区域内銀行が直接国際的な融資活動を行うことができる。国内企業が区域内の銀行において開いた NRA 口座で定期預金、現金の受渡、融資担保の業務ができる。さらに、人民元と中央アジア諸国の貨幣との為替業務も取り扱える。 特徴：中国と中央アジアの為替決済センターの確立。	試験営業期間において人民元 NRA 口座を 6 件、外貨 NRA 口座を 4 件開設し、総額 2 千 7 百万元の預金残高となった。
滇（雲南）桂 （広西）沿辺 金融総合改革 試験区、2013 年11月21日	業務内容：人民元貸付業務による国外決済の利便性の向上を目指し、人民元為替業務、人民元現金出入国管理業務、人民元海外投資ファンド業務を行う。 特徴：周辺区域における人民元貿易の自由交換ができる。	2014年上半期までに、広西省クロスボーダー人民元決済は 818 億元となり、前の年と比べ 102.9% 増加した。2014 年中に 1800 億元に達する予定である。
広西東興重点 開発開放試験 区、2013年9 月25日	業務内容：2013年7月10日義烏の次に個人クロスボーダー人民元銀行業務を開始し、国内 2 例目となった。 特徴：ベトナムドンとの兌換為替体制を確立したことにより民間為替の圧縮につながった。	2014年7月10日までに、クロスボーダー人民元決済 153.3 億人民元を行い、前の年と比べ 252% の増加となった。

（出所）中国金融信息网 <http://dc.xinhua08.com/537/> より作成

資家を指し、承認を受けた国内機関投資家に対して、海外証券資産への投資を制限つきながら認めるものである。11月28日までに、127の国内投資家（QDII）が886.73億ドルの上限額を獲得した。

RQDII の R は人民元。すなわち、国内投資家に対して開放されたクロスボーダー人民元市場である。QDII との違いは、主に人民元であること。

2014年11月に中国は、正式に RQDII 業務を開放した。これは、中国の資

本勘定開放の重要な一歩となった。そのほか、RQDIIは、人民元にとって重要な海外投資チャネルになり、国内からの投資手段が少ないという問題に対して、一定の解決策を示した。

同時に人民元による投資を行うことで、投資家は、人民元の値上がりによる為替リスクの心配を取り除くことができる。これは、投資家のリスクの分散および資産のポートフォリオから見て有意義なことである。

また、人民銀行は、QDR（Qualified Domestic Resident：適格国内投資家）の検討を進めており、将来的には、条件に適合した国民が海外の株式と不動産への投資を許可される。さらに、国内企業に対して、海外における人民元口座での株式の発行を許可し、人民元による配当を可能とする政策を進めている。

2.2 オフショア資本市場の建設

2014年には、オフショア人民元市場の発展が最も注目された。現在、10の主要な国と地域において、オフショア人民元業務が開始されている。このうち、香港、ロンドン、シンガポールがトップ3である。

次に、1) 通貨スワップ協定、2) 通貨の直接取引、3) RQFII、4) 人民元クリアリングバンク、5) オフショア人民元債券などの人民元商品、という5つの内容を中心にオフショア人民元市場の状況を紹介する。

1) 通貨スワップ協定

通貨スワップ協定は、異なる通貨を持つ二つの国において、互いの中央銀行の事前の約束に基づき、即ち、二つの同じ金額・同じ期間・同じ利子率の計算方法を前提に、異なる通貨の債務交換に関して、政府レベルで正式に結ばれた協定である。通貨交換又は互換協定とも呼ばれる。2009年2月8日に結ばれた、中国とマレーシアとの二ヶ国通貨スワップ協定の例を見ると、中国とマレーシアとの間で合計800億の中国人民元（約400億のマレーシアリングギット）、期間は3年間で、互いの投資や貿易を行う場合に、自国の通貨が直接、表示や媒介などの機能を果たすことができ、第三国の通貨（例えば米ドル）を使わなくても可能であるという内容である。

通貨スワップは人民元国際化の重要な一環であり、提携先から見れば、香港や韓国などの周辺貿易国、インドネシアなどの新興国、地区のハブ国家で

あるトルコ、アラブ首長国連邦、さらにニュージーランド、オーストラリア、スイス、カナダなどの西側諸国という順に、徐々に拡大している。

現在までに28の中央銀行と協定を交わしており、通貨スワップの総額は3兆元を超える。このうち、スイス、スリランカ、ロシア、カタール、カナダの5ヶ国の中央銀行と、2014年に調印した。

2) 人民元の直接取引

2014年9月末現在、元と直接取引できる通貨が9つある。

世界主要通貨は7つあり、それぞれは米ドル、日本円（2012年6月）、ニュージーランドドル（2014年3月）、豪ドル（2013年4月）、英国ポンド2014年6月、ユーロ（2014年9月）、シンガポールドル（2014年10月）である。

上記の7つのほかに、ロシアルーブル及びマレーシアリングットとも直接取引ができる。これら以外は、米ドルを媒介する必要がある。

2012年6月から、円は米ドルの次に人民元と直接取引できる主要貨幣となった。人民元が円と直接取引できるようになったことにより、日中間の貿易と投資活動を拡大させ、両国の金融業に対して新たな業務を提供するとともに、人民元の国際化に対しても重要な一歩となった。これは、中日両国に対してウィンウィンになる政策であるが、現状では、まだ理想的なものとはいえない。

3) RQFII

人民元国際化において、元の国内と国際市場での双方向の流通は、非常に大きな問題で、RQFIIの推進は、この問題の解決につながる。

QFIIは、Qualified Foreign Institutional Investors（適格国外機関投資家）である。RQFIIとは、Rは人民元のこと、香港市場を経由して人民元に両替し、上海や深センなど中国本土の金融商品に投資するという制度である。QFIIと同じように、中国証券監督管理委員会（CSRC）から認定を受け、中国国家外貨管理局（SAFE）から投資枠を得た金融機関が、香港当局の承認を得て、投資信託を設けるという仕組みである。

4) 人民元クリアリングバンク

人民元クリアリングバンク・ネットワークの建設は、人民元海外オフショアセンターの重要な一環である。

2014年に入ってから、人民元国際化のペースが速まり、アジア太平洋地区からヨーロッパ、中東、アメリカ大陸に及ぶ人民元クリアリングバンク・ネットワークが形成されつつある。2014年の11月までに12の国と地域の中央銀行と調印を行った。そのうち、2014年1年間でイギリス、ドイツ、フランス、韓国、カナダ、オーストラリア、ルクセンブルグ、カタールなどの8ヶ国の中央銀行と調印を行った（図表8-12）。

しかし、日本での人民元クリアリングバンクの開設は、遅れを取っている。加えて、中国は、近年「一帯一路」構想を取っており、すなわち日本を迂回し、西に関係の発展を求めている。これは、中国の本意ではないが日本には不利である。日本における人民元クリアリングバンクの早急の設置が必要である。

5) オフショア人民元債券及びその他の人民元商品

オフショア人民元債券市場の規模は、まだごくわずかであるが、発展し続けている。2014年の10月末までに、16の国内銀行が、オフショア人民元債券1055億元を発行したほか、大陸以外の企業が、国内で人民元債券5億元を発行した実績がある。

主な実績は、香港の「点心債」、台湾の「宝島債」、シンガポールの「獅城債」、アラブ首長国連邦の「酋長債」、フランスの「凱旋債」、マレーシアの「金虎債」、ドイツの「歌德債」、オーストラリアの「大洋債」、韓国の「キムチ債」、ルセンブルグの「申根債」である。

2014年、オフショア人民元債券の発行は、前年比で2倍になると予測されている。ムーディーズの副総裁は、「この動きの背景に人民元安ドル高があるとして、投資者は、人民元債券を単なる通貨ではなく、固定収益資産とみなしていることの現れである」とした。

香港を例にあげると、「点心債」（dim sum bonds）が、2007年国家開発銀行によりはじめて発行された。近年「点心債」は、香港オフショア人民元市場で最も重要な業務となった。2014年1月から9月までに香港で発行された人民元債券は1636億人民元で、昨年より40%増加した。発行者は、国内外の金融機関と企業に及ぶ。2014年9月時点の未償還「点心債」残高は、3740億人民元で、年始より2割増加となった。目下、香港で発行されたCDを含

図表 8-12 世界各地にある人民元のクリアリングバンク

開設地	開設時期	委任銀行
香港	2003年	中国銀行
マカオ	2012年 9 月24日	中国銀行
台湾	2013年 1 月25日	中国銀行
シンガポール	2013年 2 月 8 日	中国工商銀行
独フランクフルト	2014年 3 月28日	中国銀行
英ロンドン	2014年 6 月18日	中国建設銀行
仏パリ	2014年 6 月	中国銀行
ルセンブルク	2014年 6 月	中国銀行
韓国ソウル	2014年 7 月	中国交通銀行
カタール・ドoha	2014年11月	中国工商銀行
豪州シドニ	2014年11月	中国銀行
カナダ	2014年11月	中国交通銀行

む人民元債券は 4 千億人民元に及ぶ。

さらに、2014年10月14日に、初めて英国で人民元債券が発行された。これは英国政府が発行した、30億人民元に及ぶ人民元債券で、英国の外貨準備資産プールに注入された。これは、人民元の国際化にとって重要な意味を持つ。英国が、人民元を当国の準備貨幣にすることは人民元の先行きに対する肯定であり、人民元は、国際貨幣としての取引、決済、投資、備蓄の機能を備えつつあることを表している。

他方、現在、中国香港、シンガポール、ロンドンにおいて、人民元決済の金融商品を出しているが、オフショア人民元プールの規模が小さいことや人民元に投資する機関投資家の数と規模が限られていることにより、活発な人民元金融商品市場の形成は、難しいと思われる。

地域統合から見た人民元国際化 ロードマップの展開

中国は、オフショア人民元センターを建設すると同時に、地域統合による人民元国際化を進めている。

そのために、自らに対して有利なグローバルゼーション戦略を立ちあげようとしている。

I 「ASEAN+ チャイナ」経済関係の深化

1 貿易と投資

「ASEAN+ チャイナ」FTA は、2010年にスタートした。自由貿易区の設立は、区域内諸国の貿易状況に影響するだけでなく、区域外ならびに全世界に対しても影響を及ぼしている。

ASEAN は、中国の投資、貿易、及び人民元地域化にとって重要な戦略区域である。同じ「アジア工場」のサプライチェーンの中にもありながらも、中国と ASEAN 貿易の相補性は、依然競争性より大きい。

2013年、中国と ASEAN の貿易は、それぞれ第3位と第1位で、総額は中国の総貿易額の10.6%を占めている。その成長速度も、過去10年間、日米 EU を超え、極めて速い（図表8-13）。

2014年1～8月で、中国と ASEAN の人民元貿易決済は、総額の13%を占めたのに対して、世界全体では15.8%である。香港の桁はずれの額を考えれば、ASEAN の値は、高いのではないと思われる。

投資をみると、中国の ASEAN に対する ODI は、フローでは全体の13.67%、ストックでは5.4%であり、香港、EU に続く第3位である。相当部分の ODI が、香港とケイマン諸島を経由して ASEAN に向かったことを考慮に入れると、おそらくさらに高くなるとと思われる。2013年の中国による ODI

図表 8-13 中国と ASEAN 諸国の貿易額の推移

(単位：100万ドル)

貿易総額				
	2004	2008	2012	2012/2004
世界	1,417,432	2,943,089	4,205,659	3.0
ASEAN	111,361	230,177	374,904	3.4
日本	188,667	293,830	366,267	1.9
アメリカ	255,265	437,890	578,173	2.3
EU	241,981	533,365	635,333	2.6
中国の輸出額				
世界	856,204	1,810,527	2,387,460	2.8
ASEAN	48,393	113,174	179,036	3.7
日本	94,340	143,230	188,435	2.0
アメリカ	210,517	356,305	444,407	2.1
EU	171,487	400,719	423,262	2.5
中国の輸入額				
世界	561,229	1,132,562	1,818,199	3.2
ASEAN	62,967	117,003	195,868	3.1
日本	94,327	150,600	177,832	1.9
アメリカ	44,748	81,586	133,766	3.0
EU	70,494	132,646	212,071	3.0

(注) 香港経由を含めるために相手国・地域の輸入額より算出。

(出所) UNCTAD データベースより。

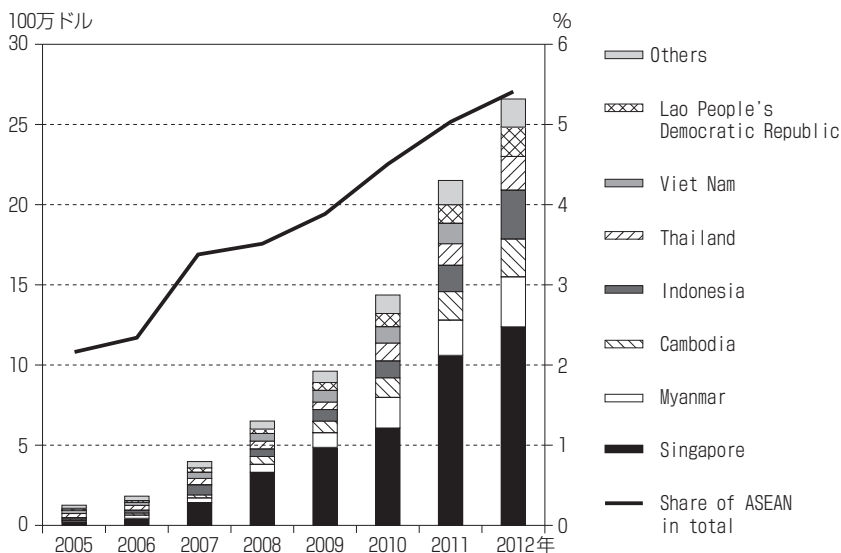
は、世界全体の58.5%を占め、ケイマン諸島は8.6%、さらに中国の途上国に対する ODI は、85.1%である（図表 8-14、8-15）。

2 中国の対 ASEAN 新戦略：21世紀海上シルクロードの建設

地政学と経済発展のいずれの視点からも、ASEAN は、中国にとって重要な位置にある。2010年、中国は ASEAN との自由貿易区を設立したことで、18億人の人口をも含んだ、世界最大規模の自由貿易区となった。

最近の「一帯一路」戦略の提起によって、中国のローカリゼーション戦略

図表 8-14 2005～2012年 ASEAN での中国直接投資の割合及びストック



(出所) UNCTAD、World Investment Report 2014

図表 8-15 2013年中国の各経済区域への投資状況

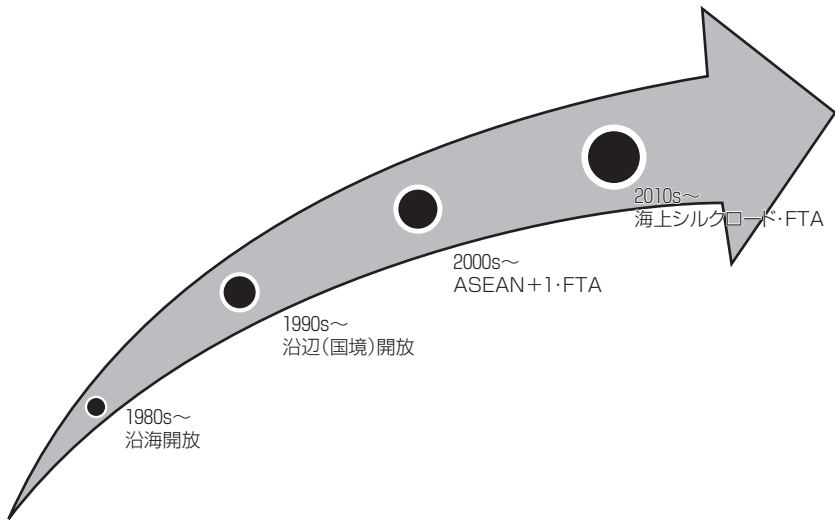
経済区域	金額	フロー		ストック	
		前の年と比べ(%)	割合	金額	割合(%)
中国香港	628.24	22.6	58.3	3770.9	57.1
ヨーロッパ	45.24	-26.1	4.2	401.0	6.1
ASEAN	72.67	19.1	6.7	356.7	5.4
アメリカ	38.73	-4.3	3.6	219.0	3.3
オーストラリア	34.58	59.1	3.2	174.5	2.7
ロシア連邦	10.22	30.2	0.9	75.8	1.1
合計	829.68	17.7	76.9	4997.9	75.7

(出所) 中国海外直接投資公報2014

は、より一層レベルが上がっている。特に海のシルクロードは、ASEAN を含んでおり、ASEAN との関係がより深まると考えられる。

中国が、こうした戦略を提起したのは、歴史的・地理的な優位性を十分に発揮させようとする狙いがある。中国は、はるか昔から陸上・海上・シルクロードを利用し、貿易、通商を行ってきた。そのため現在に至っても、一定

図表 8 - 16 中国の対 ASEAN 戦略の推移と展開



的な基盤が残っている。さらに、ASEAN において、膨大な華人・華僑のネットワークも存在しており、戦略の展開に大きな助力となると見込まれている（図表 8 - 16）。

そのほか、中国は ASEAN の間に ASEAN を貫通する軌道の建設を進めている。

1996年11月、タイのバンコクで開かれた第2回アジア欧州首脳会議（ASEM）で、マレーシアのマハティール首相によって「汎アジア縦貫鉄道」が提唱。同案は、シベリア横断鉄道など既存の鉄道と連結して、アジアと欧州をつなぐ鉄道網である。シンガポールを出発し、クアラルンプール（マレーシア）、バンコク（タイ）、ヤンゴン（ミャンマー）を経て、中国の昆明、北京、丹東から平壤に向かい、韓国のソウル、釜山に到着する計画構想である。ASEM はまた、昆明からイスタンブール（トルコ）までを結ぶ「シルクロード鉄道」と、ヤンゴンからインドのカルカッタ、ニューデリーを経て、テヘラン（イラン）、イスタンブールを結ぶ「南アジア横断鉄道」を建設することも検討するとしている。

全体の完成には、相当の月日を要するが、中国と ASEAN と結ぶ工事は、

図表 8-17 「汎アジア縦貫鉄道」



既にスケジュールに上がっており、一部の施工を開始している。おそらく、高速鉄道の輸出も伴うものと思われる。図表 8-17 に示されているように、3つの路線に分かれている。

Ⅱ アジア太平洋の一体化戦略から見る中国版のグローバル化戦略

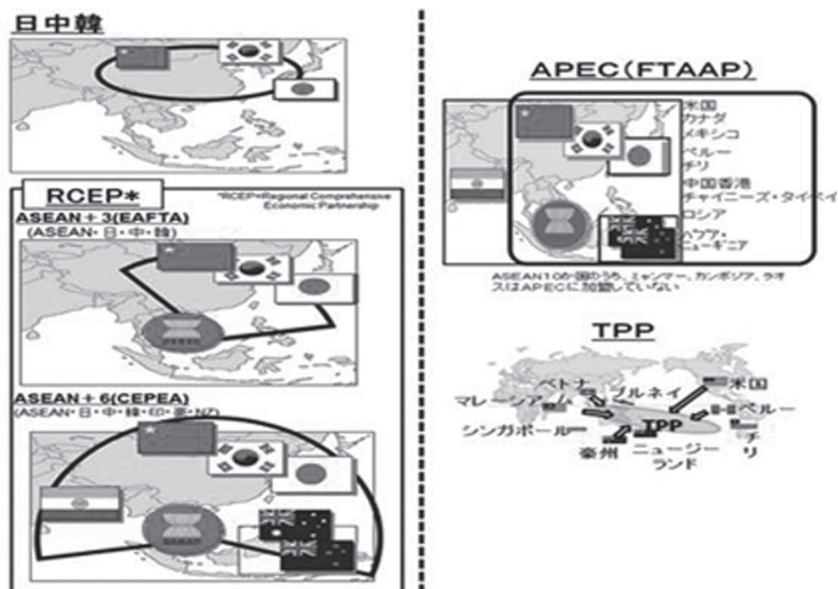
1 「一帯一路」と「アジアインフラ投資銀行」の提唱

「一帯一路」戦略について

一帯とは、陸路でのシルクロード経済帯を指す。一路とは、海路での21世紀海上シルクロードを指す。習近平主席は、2013年9月カザフスタンでシルクロード経済帯を、同10月インドネシアで21世紀海上シルクロードの建設を提起した。インフラ建設、文化交流などを通じて、貿易・投資などの分野での協力体制を構築する一種の FTA である。

陸と海の21世紀シルクロード FTA 建設は、1978年以來の改革開放発展戦

図表 8-18 中日韓自由貿易区、ASEAN+3 自由貿易区、RCEP、FTAAP および TPP



(出所) 経産省ホームページ

略に次ぐ、中国の対外開放戦略の第二段階と位置づけられる。

「一帯一路」戦略は、米国がリードしている TPP と対抗するか、むしろハードルの高い TPP 加盟を目指す前段階ではないかと分析されている。

21世紀海上シルクロードでは、特に、ASEAN との経済連携強化が強調されている。

中国は、21世紀海上シルクロードを生かして、ASEAN+CHINA をさらに深化させたい。さらに、ASEAN との緊密な経済関係 (ASEAN+1、ASEAN+3) を軸に RCEP の構築でリーダーシップを発揮しようとしている (図表 8-18)。

「アジアインフラ投資銀行 (AIIB)」について

2013年10月、習主席と李首相が南アジアを歴訪した際に、中国はアジア諸国のインフラ建設を支援する「アジアインフラ投資銀行 (AIIB)」の設立を提唱した。

現在ではベトナム、インド、シンガポール、アマンなど22の国家が資本金

拠出の意思を示し、銀行設立資本金は、当初の500億ドルから1000億ドルに増加している。将来的には本部を北京に置いて2015年末に開業する予定である。

この時期に「アジアインフラ投資銀行」を設立する狙いとしては

1) 「一帯一路」戦略に貢献。

2) 人民元国際化の第一歩の地域化を推進。

3) アジア開発銀行（ADB）などを補完（競合相手とも言われる）。（米日中の ADB 出資率はそれぞれ15.7%、15.6%、5.5%。資本金は1,650億米ドル）

新銀行の設立は、一部で米国主導の国際金融制度への挑戦とも受取られたが、アセアンを含むアジア諸国には歓迎されている。原因としては、アジアにおけるインフラ施設の改善に大規模な資金が必要とされているが、ADB はそのニーズに応え切れないことが挙げられる。

2010年、世界銀行は、中国の出資率を2.8%から4.2%に引き上げた。しかし中国は GDP では世界第2位であるが、日本は6.8%、米国は15.8%をそれぞれ出資している。

ADB においては、米国と日本のそれぞれの出資率は15%であり、米国は ADB での増資を拒んでいる上に他国の増資にも反対している。さらに米国には、IMF とともに、かつて日本が提唱した「アジア通貨基金」の構想を弾圧した過去がある。

「シルクロード基金」の設立について

2014年11月8日、APEC を北京に開催する際に、習主席が設立を宣言したもので、資本金は400億米ドルである。

一部の報道では、中国版「Marshall 計画」と言われている。筆者は、それは片思いではないかと思う。その理由は、過去の「Marshall 計画」と違って、「シルクロード基金」は地域協力・開発が中心で、援助が目的ではないことである。

2 中国のアジア太平洋での地域統合戦略は TPP への加盟準備

2014年に中国で開かれた APEC において、習近平主席は、アジア太平洋地域統合というキーワードを言い続けていた。

アジア太平洋地域統合戦略とは、「一帯一路」戦略を元に、アジア太平洋地域において3つの地域統合戦略を推し進めることである。

1) 北東で、中日韓朝ロ東北アジアの地域統合を推進する。

2) 南で、中国＋アセアンとの自由貿易区を基礎に、重点的に中パ回廊、バンラディッシュ中国インド回廊、中シンガポール回廊を建設する。

3) 西で、中国及び中央アジア地域統合において、カザフスタン、トルクメニスタン、ウズベキスタン、タジキスタンを含め、ヨーロッパアジア大陸橋(Eurasia Land Bridge)と中国、イラン、トルコ回廊の建設を目指す。

推進の方法は、2つのステップに分けられる。

1) インフラ施設の整備(交通、電力、通信を含む)。そのために、AIIBを設立し、「シルクロード基金」を作った。

2) 双方の経済・貿易・交流を拡大、し金融業を含めた中国資本の進出を促進させる。

中国とアジア新興諸国は、米国主導のTPP・TIPPによる挑戦を受けている。米国が主導するTPPは、自身の経済モデルの普及だけでなく、中国に対する制約でもある。

長期的に見て、これら新たな協定に積極的に参加することは、中国にとってチャンスと捉えたほうがよい。

しかし、中国を含めたアジア諸国は、短期的にこれを受け入れることは困難である。

中国は、いずれTPPに加盟するであろう。短期間の戦略として、中国は、当面RCEPとFTAAPを推進していくであろう。

筆者は、米国が早かれ遅かれ中国のTPP加入を受け入れる考えている。

米国は、ABC(Anyone but China)戦略という意図を若干持っているが、新興諸国、特に中国が参加しない地域統合は、実質的な意義を持ち合わせていない。

『2014年の世界投資報告書』によれば、世界の2013年と2005～07年の直接投資を比較した結果、新興諸国を主とする地域統合の発展速度は、先進国を中心とする地域統合(TPPなど)より遥かに高い。TPPに関しては、2013年の値は2005～07年の平均値より上回っているが、それは、TPPの中の新

図表 8-19 地域統合から見る2013年と2005～07年の世界直接投資

Regional/inter-regional groups	Average 2005-2007		2013		Change in share (percentage point)
	FDI Inflows(\$ billion)	Share in world	FDI Inflows(\$ billion)	Share in world	
G-20	878	59%	791	54%	-5
APEC	560	37%	789	54%	17
TPP	363	24%	458	32%	8
TTIP	838	56%	434	30%	-26
RCEP	195	13%	343	24%	11
BRICS	157	11%	304	21%	10
NAFTA	279	19%	288	20%	1
ASEAN	65	4%	125	9%	5
MERCOSUR	31	2%	85	6%	4

(出所) UNCTAD, *World Investment Report 2014*

興市場の成長が米国の減速を相殺しているからと考えられる（図表 8-19）。

TPP 交渉に入る前に、中国は、まず、RCEP と FTAAP（即 APEC）の交渉を続けるであろう。しかしこの 2 つは、それぞれ米国とインドからネガティブな見方をされている。

TPP の存在により、米国の FTAAP に対するニーズを大きく低下させ、今後 FTAAP に関しては、アジア貿易の一部を TPP に組み込むことが予想されている。このような条件となれば、アジア太平洋地域自由貿易の中において、中米の協力関係を深めることに大きな意義となる。

東アジア地域包括的経済連携（RCEP：Regional Comprehensive Economic Partnership）は、日中韓印豪 NZ の 6 カ国が、ASEAN と持つ 5 つの FTA を束ねる広域的な包括的経済連携構想であり、2011 年 11 月に ASEAN が提唱した。その後、16 カ国による議論を経て、2012 年 11 月の ASEAN 関連首脳会合において、正式に交渉が立上げられた。RCEP が実現すれば、人口約 34 億人（世界の約半分）、GDP 約 20 兆ドル（世界全体の約 3 割）、貿易総額 10 兆ドル（世界全体の約 3 割）を占める広域経済圏が出現する。

3 中国版のグローバル化の最終目標と現状

地域統合戦略において、TPP への加盟は、中国にとって最終目標ではない。

邵宇氏（東方証券首席経済学者）は、1）中国の最終目標を、新たな対外利益交換モデルの構築にあるとして、自らの利益に適う国際貿易、投資、貨幣循環システムを作ること、グローバル戦略において大きな意味を持つとした。2）また、貿易によって国と国の経済関係を深めることができ、過剰設備と資本を投資・輸出することもできる。3）さらに、この過程において、人民元国際化戦略を組み込むことができる。最終的には中国の経済的影響力は、人民元の国際化によって引き上げられるとしている。

中国において、今後実施されるアジア太平洋地域統合戦略及び「一带一路」戦略がお互いに呼応すれば、中国版のグローバリゼーションの助力になる。

評論家の石齊平氏は、中国版グローバリゼーションは、3つのステージ、1）各種 FTA の拡大、2）陸地海上の相互関係の深化、3）人民元国際化を含んだ世界経済の新たなスタンダードのセッティングから成るとしている。

しかし、現在の中国はその戦略の初期段階にある。とくに国際金融分野においてノウハウと人材が乏しい。一方、米国は G8、IMF、世界銀行、地域的開発機構、国連、BIS、IOSCO のメンバー国という立場から、国際政策の方向を誘導することができる。さらに、米国財務省は、通常 IMF と世界銀行の専務理事、総裁、副総裁などを任命することができる。これに対して中国の国際機関における発言力はまだ低い（図表 8-20 を参考）。

つまり、中国が軍事力によって米国と対抗することは、まずない。経済分野において、米国と大きな差が存在していることは、中国政府が充分認識しているため、「協力+競争」による、ウィンウィンの関係を構築することがただひとつの道である。

Ⅲ 人民元国際化ロードマップの展開図

総括して言えば、人民元の国際化は、1つのメインラインと2つの次元を中心に推進されている。

1）まず、メインラインは、資本の自由化と為替の自由変動である。

図表 8-20 国際組織における中国の参加状況

組織名称	参加する中国の機関	機関のランク	活動の状況	備考
G20	外務省	国家指導者 大臣級	1年に2回	
	財務省			
	中国人民銀行			
	銀行監督管理委員会			
国際通貨基金（IMF）	中国人民銀行	中央銀行総裁 局長	1年に2回 月次会議	執行理事一名と 若干名の顧問を 派遣している
世界銀行（WB）	財務省	中央銀行総裁 局長	1年に2回 月次会議	執行理事一名と 若干名の顧問を 派遣している
経済協力開発機構 （OECD）	参加しない	会議によって異 なる	臨時会議	
金融安定理事会（FSB）	人民銀行	中央銀行総裁	1年に4回 会議	香港金融管理局 が参与
	財務部	大臣級		
	銀行監督管理委員会	部長		
国際決済銀行（BIS）	中国人民銀行（株主）	中央銀行総裁	1年に4回、 委員会が決定	香港も1つの株 主とする
支払決済委員会（CPSS）	中国人民銀行	中央銀行副総裁 あるいは局長	4回	香港参与
グローバル金融 システム委員会（CGFS）	中国人民銀行	中央銀行副総裁 あるいは局長	4回	香港参与
国際会計基準審議（IASB）	財務省	副大臣		香港参与
	銀行監督管理委員会	局長		
バーゼル銀行 監督委員会（BCBS）	中国人民銀行	中国銀行総裁		
	銀行監督管理委員会	銀行監督管理委 員会会長がこの 委員会の副主席		
証券監督者国際機構 （IOSCO）	銀行監督管理委員会	主席 副主席 局長	1年に2回	香港証券監督委 員会は技術委員 会の委員である
技術委員会				
執行委員会				
新興市場委員会				
アジア・太平洋地域委員会				
保険監督者国際機構（IAIS）	保険業監督管理委員会	次席		

（出所）藩・成（2011）

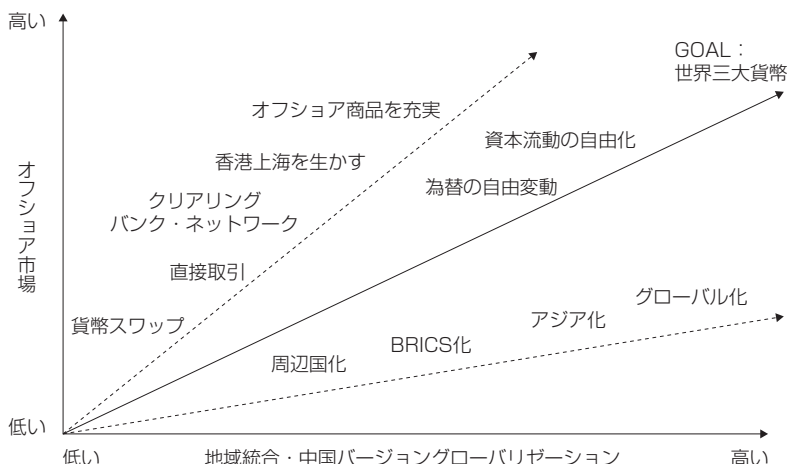
資本の自由化について、資本勘定の開放は、まず人民元の開放（図表 8-21を参考）からはじまり、そしてドルなどの他通貨が続く。資本の自由化は、人民元国際化の最大のネックである。

図表 8-21 資本勘定開放の詳細

ルート A (人民元と他の貨幣を自由両替刷る場合)	ルート B (資本勘定の元に人民元をクロスボーダーさせる場合)
個人の為替両替制限額を引き上げ、最終的に限度を廃止する。	国外銀行に対して為替手形を抵当に国内銀行から間接的に人民元の入手を許可する。人民元の入手及び国外への送金を許可する。
ある程度の額までを個人もしくは企業に対して理由なく両替させることを可能にし、限度額を次第に緩和し最終的に取り消す。	国外銀行に対して「点心債」を抵当に国内銀行から間接的に人民元の入手を許可する。人民元の入手及び国外への送金を許可する。
QFII の規模を拡大させ、最終限度額の制限を取り除く	国外銀行に対して国内債券を抵当に国内銀行から間接的に人民元の入手を許可する。人民元の入手及び国外への送金を許可する。
外国投資者の両替制限額を緩和しつつ、最終的に取り消す。	国外の銀行と企業に対して国内での「パンダ債」の発行を許可し、さらに国外への送金を許可する。
外国投資者の国内人民元金融商品への当為範囲を徐々に拡大させる。	国外の銀行と企業に対して国内での CD の発行を許可し、さらに国外への送金を許可する。
国外に対する債務の制限を徐々に緩和し総額に対する限度から比例許可制に変更する。	国外企業に対してクロスボーダー人民元貸付を強化する
国内銀行が資本勘定の元での両替を許可し、外貨による貸付および国外企業に対する貸付を許可する。	個人に対して一定金額の海外に対する人民元送金を許可し、限度額を徐々に引き上げる。
	企業に対して一定金額の海外に対する人民元送金を許可し、限度額を徐々に引き上げる。
	国内の投資家に対して、国外の人民元債券市場の投資を許可する。
	香港市民に CNY による人民元両替の限度額を引き上げる。
	そのほかの人民元オフショア市場の投資家に対して CNY による人民元両替の限度額を引き上げる。
	RQFII の規模を拡大させる。
	第 3 類機関の銀行間市場での投資限度額を拡大させる
	国外銀行による国内企業に対する人民元クロスボーダー貸付を許可する。

(出所) 馬駿、劉立男「資本開放の順序と人民元クロスボーダー流動」2013

図表 8-22 人民元国際化ロードマップの展開図



このメインラインを実現させるためには、人民元為替の市場化改革を通して、為替の自由変動につなげる必要がある。

2) 2つの次元とは、次の2つのことである。

一つは、人民元オフショア市場建設（通貨スワップ、直接取引、クリアリングバンクなど）を通じて、人民元オフショアの広さと深さを高める。

もう一つは、中国版のグローバル化の地域統合を通して（貿易、投資、ODA など）、人民元の周辺化、BRICS 化、アジア化とグローバル化を進める。

人民元国際化ロードマップの展開は、図表 8-22に示されているように、人民元資本勘定の開放と人民元の自由変動というメインライン、またオフショア市場と地域統合・中国版グローバル化の2つの次元において、同時に進行している。

通貨国際化の初期段階に、このような形になることは、他の例からはあまりにも見られない。

また、世界をターゲットとした中国の地域統合戦略の展開に従い、今後、貿易、投資、ODA など様々な形で、人民元の国際化推進が予想される。

これに伴い、多種多様な人民元の出現も予想できる。例えば、貿易元、

BRICS 元、Marshall 元、Commodity 元、石油元、ユーロ（オフショア）元、地政安保元などである。

現在、世界における貨幣備蓄のウェイトでは、ドルが6割、ユーロが3割に対して、人民元は1%に満たない状況である。人民銀行首席経済学者の馬駿は、世界の貨幣市場に対して、まず今後20年余りは、ユーロの代替として1-2割のウェイトにまで成長する。さらに2030年から2060年にかけて、ドルを代替することを予想している。ドルを代替する過程は、急速なものと考えられ、人民元ウェイトは、50%もしくはさらに高くなるという予測も挙げている。これはこれまでの予測において、もっとも権威的かつ内容からは震撼するものとなった。

第4節

人民元国際化における 中国政府スタンス及びその問題点

I 中国政府のスタンス

1 資本勘定の両替を加速させている

これまで中国政府は、資本勘定の開放を時期尚早と考えてきた。しかし、2013年からこの見方は大きく変更され、賛成の意見が増えつつある。さらに戦略的プランと実際の推進の両方において、ペースを速めている（図表8-23）。

中国政府と世銀研究所との共同研究によれば、中国では2030年までに資本自由化が実現されると予測したが、現在のペースを見れば、あと5～8年で実現されるだろう。

2 香港と上海の役割を生かして

香港と上海の役割を生かすことは、中国政府のもう1つのスタンスである。香港は、中国にとって特別に位置づけられる存在である。中国は香港と

図表 8-23 中国政府の資本勘定開放における戦略と具体的な進め方

	2013まで	2014から
戦略的な考え	なし或いは重要視されていない 部分的にのみ見られる 意識が統一されていない 体制内に反対意見が多い	本格的に考えられ始め 実行され始めた トータルの計画はまだないが 反対意見が少なくなっている
推進方法	漸進式 貿易・投資・ODA を中心 とする	漸進式だが、加速している 人民元オフショア建設を加速 地域統合の推進により全領域 に展開
人民元マーケット	香港をメインとするオフ ショア市場の強化	①オフショアのネットワーク を建設 ② Onshore 市場の上海を金融 センターに（上海 FTZ のスタ ート）⇒国内 Offshore 市場を 目指す？
資本取引の自由化	①論争が激しく、慎重論 が主流 ②資本勘定の項目の中で、 すでに75%が開放された	①改革派が主流、反対・疑問 の声がまだあるが、少数派の ようだ ②上海前海実験区を利用して、 まず人民元のための資本取引を オープンに ③香港と世界の人民元を大陸 に流させる、前海と上海をテ ストに ④大陸の人民元を海外に流す

上海の地理的位置を利用して、人民元の国際化を進めている。

海外の資本が中国大陆と取引する場合には、一旦香港を通さなければなら
ないという考え方である。これも、人民元国際化（資本取引の自由化）によ
って生じうるリスクをある程度ヘッジするやり方と考えられる。

上海を人民元オフショア金融センターにすることは、中国が、上海に国際
金融センターを建設する一環である。

図表 8-24 香港と上海などによる資本自由化への試み

分類		上海 モデル	前海 モデル	香港	中国	日本
経常勘定		◎	◎	◎	◎	◎
					1994年より開放	1972年より開放
資本勘定	全体	▲	▲	◎	× ⇒ △ 1999年予定した	◎ 1984年より開放
	元のみ	○ 香港と テスト中	○ 香港と テスト中	◎	× ⇒ △	
	元と外貨	×	×	◎	×	

注：開放度の順は◎○▲△×。

中国は、上海自由貿易区を資本勘定開放の試験区域として、将来的に自由貿易区内にオフショア金融センターを建設する考えがあるではないかと思われる（図表 8-24）。

Ⅱ 人民元国際化の問題点

人民元国際化の問題点は、まず、人民元に対する過大評価である。

元の清算額は、2014年 4 月までに、世界の1.4%。しかもそのほとんどが大陸香港の間（2014年 9 月香港は97.26%）でわずかな額である。

貿易の場合では、2013年に、媒介通貨から見れば、元 vs. ドルは、8.7% vs. 81%、米ドルは人民元の約10倍。また中国の8.7%の内、80%が香港で決済され、香港を除く世界での人民元決済額は、まだ小さい。

国際債券市場では2013年半ばの人民元債券の割合がわずかに0.3%、且つその内の75%は大陸と香港の企業が所持している。そのほかの国の同時期の人民元債券の所持割合は0.1%未満である。

外貨準備から見れば、2014年初までに、米ドル、ユーロ、人民元の世界での割合は、それぞれ60%、25%、0.01%である。よって、人民元の規模がご

図表 8-25 通貨のトリレンマから 3～5 年後の中国への予測

	資本の自由化	為替レートの固定	金融政策の独立性
日本、米国など	◎	×	◎
ユーロ加盟国など	◎	◎	×
10年前の中国	×	◎	◎
現在の中国	× ⇒ △	○ ⇒ △	◎
3～5 年後の中国 (予測)	▲ or ○	▲ or ○	◎

注：開放度の順は◎○▲△×。

くわずかと分かる。

次の問題点は、人民元国際化の難易度が高いことである。FT は、2014年 6 月24日に今後の困難を、次の「3つの山」として表現した。

1) 元の価格の面から見れば、金利と為替レートの市場化という山（金利自由化と為替変動制）。

2) 元の流動性の面から見れば、資本勘定での兌換（資本取引）を完全に自由化する難しさという山。

3) 元マーケットの深さの面から見れば、人民元債券市場がまた小さいという山である。

今後、政府の実行力が問われる。通貨のトリレンマ（Mundell - Fleming Model）の観点から、論争が続けられている。資本の自由移動、金融政策、為替制度の三者は、互いにそれぞれの独立性を有し、同時に三つの目標を全部実現することができないということである（図表 8-25）。

中国政府は、1996年に IMF 8 条国になって、貿易の自由化を実現した。当時は「5 年かけて、資本の完全な開放を実現する」という前向きの宣言を行ったが、その翌年、アジア通貨危機が発生したことをきっかけに、一転慎重な姿勢に変わった。

現実はこの政策により、リーマンショックによる金融危機の中国経済への影響をある程度防止できた点から見て、中国政府の主張は空論ではないこともわかる。今も、国内での慎重論が一部まだ強い。その代表者は元貨幣政策委員会委員の余永定教授である。

最後に、筆者が強調したいのは、統制が強い中国にとって、自由化による

政治的な意味もあることである。

今後の中国にとって、資本勘定での兌換を自由化することは、経済のみならず、政治改革とも言える。

人民元の国際化に当たっては、人民元の自由兌換への実現、及び人民元為替の完全な変動制への転換などが避けられないが、他方、完全な資本自由化になれば、中国経済、社会、政治が混乱に陥る可能性も否定できない。

<主な参考文献>

- ・川村雄介監修・著（2013）『習近平時代の中国人民元がわかる本』近代セールス社
- ・潘・成（2011）「中国融入グローバル金融枠のロード選択」、Edwin Lim、Michael Spence 編著『中国経済中長期の発展と転換』中信出版社
- ・中国人民大学国際貨幣研究所（2014）『人民元国際化報告2014』中国人民大学出版社
- ・馬駿、劉立男「資本開放の順序と人民元クロスボーダー流動」2013
- ・UNCTAD（2014）*World Investment Report 2014*