

経済マンスリー [論文]

人民元国際化の進展と金融改革が広げる可能性

【要旨】

- ◇ グローバル経済・金融危機以降、中国政府は国際取引におけるドル依存を修正し、人民元の国際化を急速に進展させた。具体的には、①国際決済における人民元使用の解禁による人民元決済規模の急拡大、②貿易・投資をカバーするスワップ協定の締結先の増加（20 カ国）、③非居住者に人民元の調達・運用の機会を提供するオフショア人民元センターの発展——という 3 つのパターンで急展開している。
- ◇ オフショア人民元センターとして中核的な役割を果たしているのは香港市場であるが、世界的に人民元のプレゼンスが拡大してきたことから、香港以外でも、台湾、シンガポール、ロンドン、東京などオフショア人民元センターとしての地位向上を目指す市場が増えてきた。
- ◇ 人民元の国際化は着実に進展しているものの、厳しい為替管理・資本取引規制により他通貨と自由に交換できない点が国際通貨としてのウィークポイントとなっている。ところが、習近平政権への移行に伴い、その少し前から、前政権時代には乏しかった金融改革の動きが目立ってきた。中央銀行が資本移動自由化の基本的条件は整ったとしてタイムスケジュールを提示して旗振り役を務めるなか、政府の政策も金融改革志向を強めるようになってきた。こうしたなかで、5 年振りの為替相場変動幅拡大、8 年振りの金利規制緩和、人民元国際化の実験地区限定の貸出金利完全自由化などが実現している。
- ◇ 新政権の下での金融改革の加速という環境変化により、人民元の国際化が飛躍的に進み、経済活性化にも寄与するというベストシナリオが期待できる反面、急速な自由化に中国の金融システムが対応しきれず、混乱を招くというワーストシナリオも想定し得る。今後の可能性は大きく広がったことになり、時々刻々と変化する金融情勢の迅速な把握が一段と重要になってきたといえよう。

グローバル経済・金融危機以降、人民元の国際化は急速な進展を続けている。中国政府が米国発の危機発生を踏まえ、ドルに過度に依存した従来の国際取引慣行から脱却すべく、人民元国際化に向けての体制作りに注力したことが奏功した。もっとも、人民元には、資本移動規制が厳しく、交換性を欠く点という国際通貨としては大きなウィークポイントがあり、国際化の進展の阻害要因となっていた。

ところが、習近平・新政権は今後 10 年、高成長から安定成長への移行期を担当するうえで、安定成長期の潜在成長率を高めるために遅れている金融改革にも注力し始め、人民元国際化の進展を阻む資本移動規制も緩和に向かう公算が出てきた。そこで、以下では、これまでの人民元国際化の進捗に加え、金融改革に伴う新たな可能性についてみていく。

1. グローバル経済・金融危機を契機に一気に進んだ人民元国際化

(1) 順調に増える人民元決済

人民元の国際化は、グローバル危機以降、①国際決済における人民元使用の解禁、②貿易・投資をカバーするスワップ協定の締結による人民元の海外への供給、③香港を活用した非居住者への人民元の調達・運用の機会の拡充——という 3 つのパターンで急展開した（第 1 表）。

人民元決済は 2009 年 7 月に中国の 5 都市と香港、マカオ、ASEAN との間で、パイロット企業に限定した貿易取引において解禁された。その後、2012 年にかけて、地域は中国全体と世界全体、取引は経常取引ならびに直接投資、取引主体も全企業に拡大されていった。ただし、当局は、2011 年 6 月、海外において人民元為替売買を伴うケースについては、支払期限 3 カ月以内の貿易取引に限定し、為替取引と決済を同一銀行で行い、その銀行に実需原則に基づく管理を促す等の規制を導入し、ホットマネーの流入抑制を図っている。

スワップ協定の締結も、2008 年 12 月の韓国とのスワップ協定を始めとして、次々と協定締結国を増やしている。2013 年にもブラジル（1,900 億元）、英国（2,000 億元）が加わり、協定締結先は 20 カ国・地域に達している。スワップ協定は、通常、短期流動性危機を回避するためのツールであるが、中国が締結したスワップ協定は、二国間相互の貿易・直接投資の促進に力点を置いており、人民元がハードカレンシーではないことから、海外において調達が困難となる人民元決済資金を供給するという意味合いが強い。すでに、香港・シンガポールではスワップ協定に基づく人民元供給が実施されており、制度整備も進みつつある。香港金融管理局は、2012 年 6 月、銀行に対し、スワップ協定に基づく人民元の流動性供給制度を開始、さらに 2013 年 1 月からは銀行の借り入れ要請の期限を 2 日前から 1 日前に短縮している。

第 1 表：人民元の国際化の動き

①国際決済における人民元使用

2008年12月24日	国务院常务会议で、貿易対策の一環として、「広東・長江デルタと香港・マカオ」、「広西、雲南とASEAN」の貿易について人民元決済の試行が決定。
2009年7月1日	中国の5都市(上海市および広東省の広州市、深セン市、珠海市、東莞市)と香港、マカオ、ASEANとの間で、当局に認定されたパイロット企業による人民元建て貿易決済を解禁。
2010年6月17日	中国の12省、4自治区、4直轄市と全世界との経常取引に拡大。ただし、輸出は引き続きパイロット企業に限定。
2011年1月6日	上記、人民元決済解禁地域に所在する企業・銀行の対外直接投資における人民元決済を解禁。
2011年6月3日	クロスボーダー人民元決済に関わる人民元為替売買業務に対する管理を強化。
2011年8月24日	人民元決済解禁地域を中国全土に拡大。
2011年10月14日	人民元建て対内直接投資解禁。
2012年2月3日	人民元建て輸出決済を貿易権を有する全企業に解禁。

②スワップ協定締結

時期	締結先
2008年	韓国(12月12日:1,800億元⇒2011年10月26日:3,600億元⇒中韓首脳会談で期限を2017年に延長)
2009年	香港(1月20日:2,000億元⇒2011年11月22日:4,000億元)、マレーシア(2月8日:800億元⇒2012年2月8日:1,800億元) ベラルーシ(3月11日:200億元)、インドネシア(3月23日:1,000億元)、アルゼンチン(3月29日:700億元)
2010年	アイスランド(6月9日:35億元)、シンガポール(7月23日:1,500億元⇒2013年3月8日:3,000億元)
2011年	ニュージーランド(4月18日:250億元)、ウズベキスタン(4月19日:7億元)、モンゴル(5月6日:50億元⇒2012年3月20日:100億元) カザフスタン(6月13日:70億元)、タイ(12月22日:700億元)、パキスタン(12月23日:100億元)
2012年	UAE(1月17日:350億元)、トルコ(2月21日:100億元)、オーストラリア(3月22日:2,000億元)、ウクライナ(6月26日:150億元)
2013年	ブラジル(3月26日:1,900億元)、英国(6月23日:2,000億元)

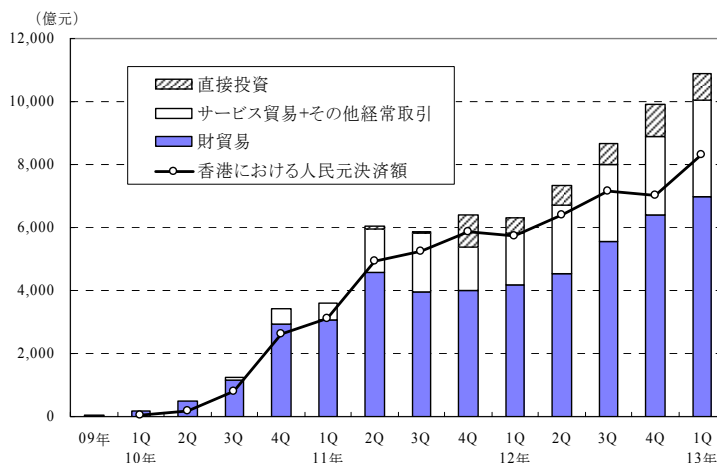
③非居住者への人民元の調達・運用の機会の拡充

2009年6月25日	中国の金融機関に限定されていた香港での人民元建て債券発行が外国金融機関に解禁され、HSBCが初の発行実施。
2009年9月28日	中国政府が香港で初の人民元建て国債発行(60億元)。
2010年7月7日	香港での人民元建て債券発行が企業に解禁され、香港企業ホブウェル・ハイウェイ・インフラストラクチャーが初の発行、8月にはマクドナルドが外資系企業として初の発行。
2010年7月19日	中国人民銀行(中央銀行)と香港金融管理局は、香港での人民元業務拡大に関する合意文書に調印。香港において、①投資目的での人民元への交換、②人民元建ての証券・保険商品への投資——などが解禁。
2010年8月17日	海外の金融機関に中国の銀行間債券市場における人民元資金の運用を解禁。
2011年11月25日	宝鋼集団が認可を受け、中国企業として、香港で人民元建て債券を初発行。
2011年12月16日	認可を受けたファンド管理会社および証券会社(人民元適格外国機関投資家;RQFII)に対して人民元建てで対内証券投資を認める制度を導入。

(資料)各種報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

こうして体制整備が進むなか、人民元決済は順調な拡大を続けている(第1図)。経常取引については、2009年の36億元から2010年には5,063億元、2011年には2兆800億元、2012年には2兆9,400億元に達した。2012年の内訳は財貿易が2兆600億元(中国の財貿易全体に占めるシェアは8.4%)、サービス貿易およびその他経常取引が8,765億元であった。2011年から開始された直接投資に関しても、対外投資が202億元から304億元、対内投資が907億元から2,536億元へと拡大した[中国の直接投資(金融を除く)全体に占めるシェアは対外投資で4%、対内投資で16%]。なお、香港統計によれば、2012年の香港の人民元決済額は2兆6,325億元にのぼっており、経常取引・資本取引を合わせた人民元決済全体のほぼ8割を香港向けが占めたことになる。

第1図：人民元決済額の推移



(資料) 中国人民銀行、香港金融管理局資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

国際銀行間通信協会（SWIFT）によれば、人民元決済額は、2012年12月に前年比+171%、市場シェアは前年同月の0.25%から0.63%に拡大し、世界20位から13位に上昇した。とくに、香港、ロンドン、シンガポールなどのオフショア人民元センターでの使用が急増しているとのことであった。ちなみに、日本円（シェア：2.56%）はユーロ（同40.17%）、ドル（同33.48%）、ポンド（8.55%）に続く世界4位であった。

(2) 世界に広がりをもせる人民元オフショアセンター

ハードカレンシーでないというウィークポイントをもつ人民元の国際化を進めるに当たり、海外において人民元の調達・運用を可能とするオフショア人民元センターは不可欠である。中国当局はその中核的な役割を香港市場に担わせるべく、人民元取扱いに関する規制緩和を進め、オフショア人民元センターとしての機能向上ならびに市場規模拡大を促している。一方、世界的に人民元のプレゼンスが拡大してきたことから、香港以外でもオフショア人民元センターとしての地位向上を目指す市場が増えてきた。

①香港：機能・規模ともに拡充

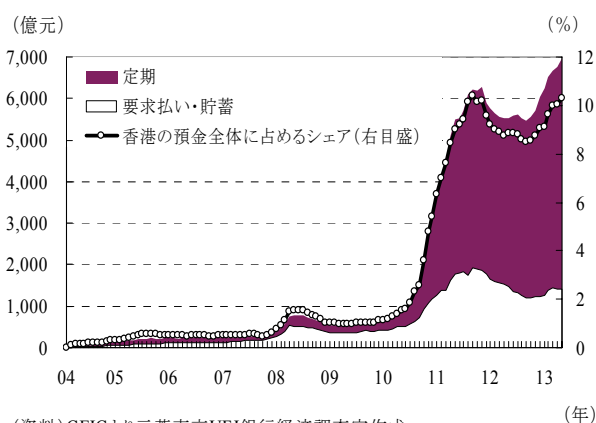
香港はグローバル危機前からすでにオフショア人民元センターとして歩み始めていた。2004年に人民元預金が解禁されたのに続き、2007年には人民元建て債券の発行も解禁されたが、発行体が中国の金融機関に限定されたこともあり、盛り上がりを欠いていた。

しかし、グローバル危機後の規制緩和により状況は一変した。人民元建て債券は、発行体が大幅に拡充され、点心債という名称で世界的に認知されるようになった。2009年6月には外国の金融機関にも人民元建て債券発行が認められ、9月には中国の国債も発行されるようになり、さらに2010年7月には企業による発行も解禁となった。同じく2010年7月に、香港においては、個人・法人を問わず、人民元口座開設

や人民元による資金決済を自由に行うことができることになり、①投資目的での人民元への交換、②人民元建ての証券・保険商品への投資——などが解禁され、オフショア人民元センターとしての機能が飛躍的に高まった。

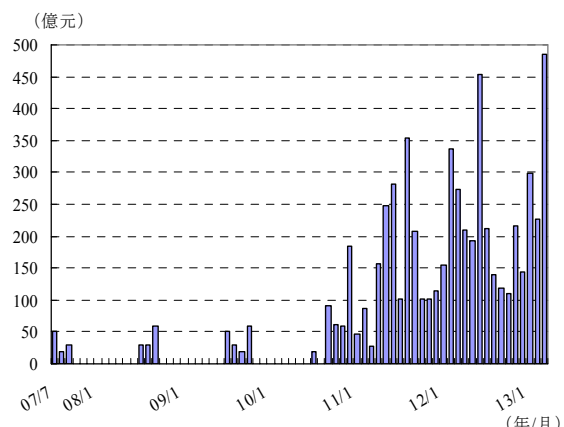
こうしたなか、香港における人民元預金残高は2010年後半から2011年にかけて急増し、香港全体の預金残高のほぼ1割を占めるに至ったが、その後、人民元高期待の後退や他の人民元建て商品への需要シフトなどもあって伸び悩んだ（第2図）。ちなみに、2013年5月時点で6,985億元となっている。

第2図：香港における人民元預金残高



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：香港における人民元債券発行額



(資料)各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

一方、点心債の発行額は、2007～2009年の100億元台から2010年には358億元、2011年には1,079億元と急増したが、2012年には1,122億元と小幅増加となった（第3図）。発行主体には中国、英国を中心に大手金融機関が多いが、無格付け・低格付けの企業も少なくない。グローバル企業による発行は市場の厚みが乏しいこともあり、マクドナルド、キャタピラーなど一部にとどまっている。こうしたなかで、投資動向は、預金同様、人民元の上昇期待に左右されるところが大きいとみられている。

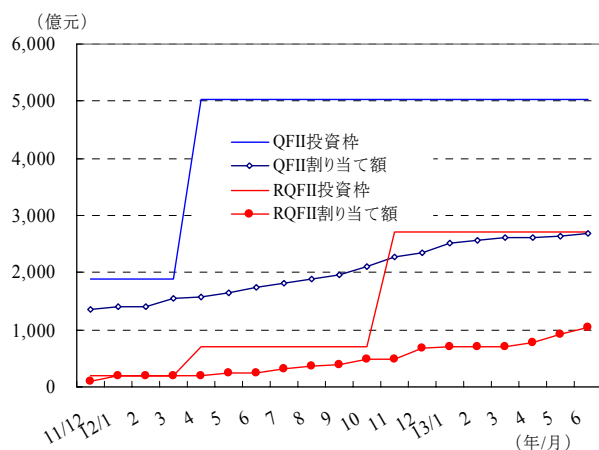
金融市場においては透明性向上の動きが進んでいる。2012年初から、金融機関や市場関係者で構成する財務市場協会（TMA）のウェブサイトを通じ、香港の発券銀行3行を始めとして銀行間取引の参照金利の提示が始まった。その後、三菱東京UFJ銀行、JPモルガンチェースなど外資系銀行なども加わり、TMAに参照金利を提示する銀行は13行に増えた。そこで、2013年6月24日から、TMAはそれまでの申告銀行に3行を加えた16行の申告に基づき、オフショア人民元の香港銀行間金利の公表を開始した。指標金利の導入により、貸出拡大やデリバティブ商品の拡充に弾みがつくと期待されている。

香港市場は対中証券投資の窓口としての機能も強化されている。中国では、2002年から海外の機関投資家に対して認可額の範囲での対内証券投資を解禁するQFII（適格外国機関投資家）制度を導入しているが、2011年12月16日には別途、証券会社・資産運用会社の香港子会社を対象として、保有する人民元による対中証券投資を認めるRQFII（人民元適格外国機関投資家）制度が新設された。当初の投資枠はRQFII全

体で 200 億元と QFII 全体の 300 億ドルの 10 分の 1 程度に設定されたが、2011 年末までにファンド管理会社 9 社、証券会社 12 社に対し、200 億元の割り当てを完了した(第 4 図)。このため、2012 年 4 月には RQFII の投資枠は 700 億元に、さらに、11 月には 2,700 億元に増額された。その後、2013 年 3 月には、①RQFII 資格を中国の銀行や保険会社の香港子会社、香港を主な営業拠点とする全ての金融機関に拡大、②投資枠の 2 割という株式への投資上限を撤廃——など一段と規制緩和が進んだ。こうしたなか、2013 年 6 月時点で 30 社に 1,049 億元が割り当てられている。

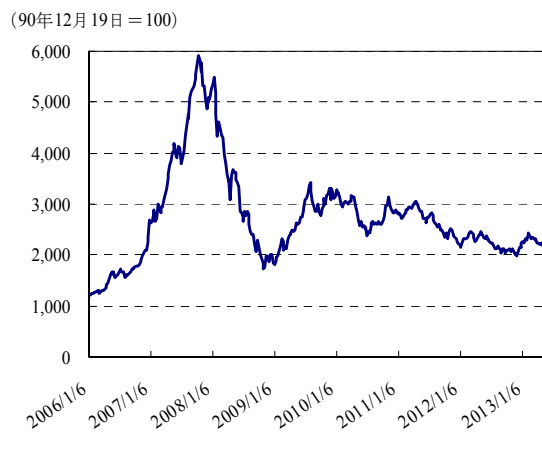
なお、2012 年 4 月の RQFII の投資枠増額と同時に、QFII の投資枠も 300 億ドルから 800 億ドルに増額され、同年 6 月には、申請資格、投資範囲などで規制緩和が行われた。2013 年 6 月時点で QFII 制度の下では、207 社に 435 億ドル、人民元換算で 2,685 億元が割り当てられている。

第 4 図: 対中証券投資枠と割り当て額



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 5 図: 上海総合株価指数



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

こうして、QFII、RQFII の認可額は拡大してきたが、合計しても、投資対象である国内投資家向け株式の流通時価総額の約 2%にとどまっている。そこで、2013 年初に証券監督管理委員会(証監会)の郭樹清主席(当時)は外国人投資家の投資枠を 10 倍に拡大する意向を示した。外国投資家の拡大は、低迷する中国の株式市況の回復のみならず(第 5 図)、ファンダメンタルズに基づく投資行動、上場企業のモニタリングなど市場機能の向上を促す意味での期待も大きいと考えられる。また、郭主席は、機関投資家向けの QFII、RQFII のみならず、個人投資家向けの RQFII2 についても、RQFII の 2,700 億元とは別枠での導入を検討していることを明らかにした。

さらに、2013 年 7 月、米中戦略・経済対話直後というタイミングで、証監会は人民銀行、国家外国為替管理局と連名で、QFII の投資枠を 800 億ドルから 1,500 億ドルに引き上げるとともに、RQFII を香港のみならず、台湾、シンガポール、ロンドンなどに拡大すると発表した。

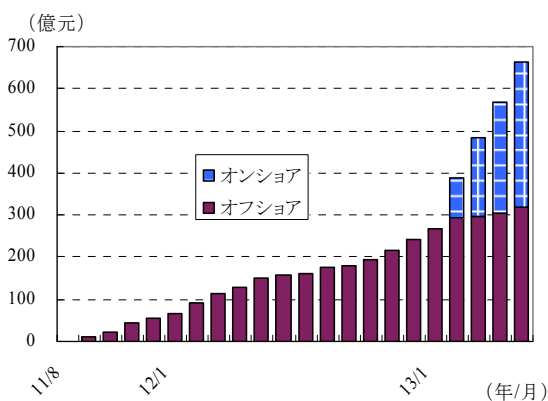
②台湾：中台関係強化が寄与

台湾の馬英九政権は 2008 年の発足以来、中国の高度成長のメリットを取り込むべく、経済関係強化を進めるようになった。2010 年には経済協力枠組み協定（ECFA）を締結し、その一環として、金融協力も急速な進展をみせている。

2011 年 7 月、台湾所在の銀行のオフショア勘定ならびに台湾の銀行の海外支店で人民元業務が解禁されると、翌 8 月には、台湾の中央銀行が台湾を人民元オフショアセンター化する方針を明示するに至った。

2012 年 8 月には、中台金融当局が通貨決済協力覚書を調印、2013 年 1 月に中国銀行台北支店が決済銀行に指定され、2 月に人民元直接決済が解禁された。これを受けて、日本の 3 メガ銀行等外資系を含め 46 行が認可を受け、預金、送金、貸出等の人民元業務を開始した。各銀行が優遇金利を提示し、人民元預金の吸収を急いだこともあり、5 月にはオンショア残高が 2011 年 7 月に先行して始まったオフショア残高と合計で 663 億元に達した。香港の人民元預金残高の 1 割程度とはいえ、香港で残高がこの水準に達したのは、解禁からほぼ 6 年を経過した 2010 年初頭であったことからすれば、相当に速いペースで拡大しているといえよう（第 6 図）。本年末には、1,000～1,500 億元に膨らみ、シンガポールを上回る第 2 のオフショア人民元預金市場になるとの見方もある。こうして人民元資金が順調に積み上がるなかで、台湾当局は、6 月の香港における先行導入に続き、台湾でもオフショア人民元の銀行間金利の導入を急ぐ意向を示している。

第 6 図：台湾の人民元預金



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

また、台湾でも 2013 年 3 月に中国信託銀行が人民元建て債券（台湾ではフォルモサ債と呼ばれている）を初発行した。同行を含め、これまで 5 社が合計で 39 億元のフォルモサ債を発行している。台湾金融当局は、今後の市場発展のために中国企業の発行なども視野に入れて、規制緩和を進めようとしている。

さらに、対中証券投資の機会拡大も期待されている。2013 年 1 月、第 1 回中国台湾証券・先物監督管理協力会議が開催され、証券分野の相互交流・開放に関する合意がなされた。その合意には、台湾における RQFII 認可も含まれ、香港における投資枠

2,700 億元に対し、台湾は 1,000 億元の投資枠を要望し、中国は積極的な検討を約した。また、条件を満たす台湾市民が保有する人民元を中国の資本市場に投資する RQFII2 制度についても検討対象となった。

③シンガポール

香港に並ぶアジアの金融センターとして、シンガポールも早くから人民元オフショア市場としてプレゼンス拡大を志向してきた。

グローバル危機後、中国が各国と相次いでスワップ協定を締結するなか、シンガポールとは 2010 年 7 月に 1,500 億元で協定した。さらに 2013 年 3 月には両国のスワップ協定は 3 年の期限が到来する前に、3,000 億元と 2 倍に増額して再度締結された。2011 年 3 月、中国工商銀行は、シンガポールに海外初の人民元センターを立ち上げ、預金、決済、クレジットカード、電子バンキング等の人民元建てサービスを開始した。これに追随し、他行も人民元業務を拡大するなかで、2011 年 6 月、シンガポールの最大手 DBS 銀行は企業への貸出にあたり、スワップ協定の適用を申請し、新たな人民元調達ルートに先鞭をつけた。2012 年 6 月には、シンガポールにおける人民元預金残高が 600 億元に膨らんだとのシンガポール金融管理局高官の話が報道されて以来、新たな情報が得られていないが、現在は 1,000 億元程度に達しているとの見方もある。

2013 年には香港、台湾に続き、シンガポールでも人民元決済銀行が指定された。これは、中国・シンガポール自由貿易協定に基づく金融サービスにおける提携強化についての 2012 年 7 月の合意事項の一つで、一段の市場活性化への貢献が期待されている。工商銀行シンガポール支店は 5 月に人民元決済銀行としての業務を開始しており、このタイミングに合わせて、HSBC、スタンダードチャータード銀行が合わせて 15 億元の人民元建て債券をシンガポールで初めて発行した。

④ロンドン

アジア域外で、人民元オフショアセンター化に積極的なのがロンドンである。2011 年 9 月、ロンドンで行われた第 4 回英中経済財政金融対話で王岐山副首相は英国のオズボーン財務相に対し、ロンドンを人民元オフショア市場として発展させることを支持する意向を表明した。

また、2012 年 1 月、オズボーン財務相の香港訪問に際して、英財務省と香港金融管理局（HKMA）との間でオフショア人民元業務のロンドン・香港間の協力強化のための民間共同フォーラムの設置で合意した。同フォーラムには、HSBC、スタンダードチャータード銀行、中国銀行、ドイツ銀行、バークレイズ銀行が参加している。これに伴い、HKMA はロンドンの取引時間帯をカバーすべく、人民元決済システムの取引終了時間を午後 6 時 30 分から午後 11 時 30 分に大幅延長した。

民間共同フォーラムのメンバーである HSBC は 2012 年 4 月に香港以外で初となる 20 億元の点心債の発行に踏み切った。その後、オーストラリア・ニュージーランド銀行、ブラジル銀行も追随した。

加えて、英国の銀行はかねてより、英当局に対し、スワップ協定締結を働きかけていると報じられてきたが、2013年6月22日、2,000億元・200億ポンドで実現し、ロンドンにおいても人民元の流動性確保の道が開かれた。

⑤東京

日中間の金融協力の強化については、2011年12月の野田首相の訪中時の温家宝首相との会談における合意に沿って迅速な展開となった。合意の主な内容は、①クロスボーダー取引における円・人民元の利用促進、②円・人民元間の直接交換市場の発展支援、③円建て・人民元建て債券市場の健全な発展支援、④海外市場での円建て・人民元建て金融商品・サービスの民間部門による発展促進、⑤上記分野の協力促進のための「日中金融市場の発展のための合同作業部会」の設置——などであった。上記③には、日本当局による中国国債への投資についての申請手続きが含まれていたため、2012年3月に日本当局は中国当局から650億元の購入枠の許可を取得した。また、上記②で示された「円・人民元間の直接交換市場」についても、2012年6月1日から東京市場、上海市場で同時に取引が開始された。

しかし、その後の日中関係の悪化が逆風となり、準備作業の遅れから、日本当局による中国国債の購入は未だに実現されていない。一方、円・人民元間の直接交換については、上海市場で1日当たり500億～1,000億円、東京市場で150億円と、両市場合わせて、開設後1年でほぼ倍増したと報じられている。ちなみに、統計上の最新データは2012年後半時点であるが、日中貿易取引に占める人民元決済のシェアは日本側の輸出で1.5%、輸入で0.6%と拡大余地は大きい。今後の市場の発展には、スワップを通じた人民元資金の調達ルートの拡充など、日中当局間の金融協力強化に期待するところが大きい。

2. 政権移行に伴い、強まる金融改革志向

こうして、人民元の国際化は着実に進展し、世界各国で人民元オフショアセンター化を目指す動きが広がりつつある。しかし、依然として、厳しい為替管理・資本取引規制により他通貨と自由に交換できない点が国際通貨としての普及にとって大きな障害となっていることには変わりない。

ところが、2012年11月の共産党大会で胡錦濤政権から習近平政権へと移行するに当たり、その少し前から、胡政権時代には乏しかった金融自由化の動きが加速している。その背景には習政権の改革志向の影響が窺われる。以後10年に渡る政権担当期は人口ボーナスが終焉することもあり、高成長から安定成長へのスムーズな移行を念頭に置かなければなるまい。そのなかで、安定成長期の潜在成長率を高めるためには、これまで経済改革に比して遅れが放置されてきた金融改革による貢献も不可欠だとの認識があっても不思議ではない。以下では、金融政策が改革色を強めていく流れを概観する。

(1) 全国金融工作会議ではリスク回避優先

2012年1月に全国金融工作会議が開催された。同会議は、アジア危機が発生した1997年を初回として、5年毎に開催されている重要会議で、中長期的な金融政策・金融改革の中期方針を定めるためのものである。

2010年初からの準備段階では、リスク回避と並んで自由化の進展が2大テーマとして採用され、為替相場・金利の市場化、人民元の国際化、債券市場の発展等が検討対象になったとの報道もあり、金融改革への期待を高めた。

しかし、実際に決定された重点政策には、金融機関のガバナンスや監督体制の強化、地方政府の債務リスク防止など、リスク回避に関わる項目が大勢を占めた(第2表)。米国に次いで欧州で世界を巻き込む金融混乱が発生したことが、中国当局の政策判断をリスク回避に傾斜させたものと考えられる。

第2表: 全国金融工作会議の重点政策の概要

① 金融サービスの向上	<ul style="list-style-type: none"> 金融業のサービス機能の向上とカバー範囲を拡大、脆弱分野への金融支援を強化。 経済構造調整、省エネ・汚染物質排出削減、環境保護及び自主革新を重点的に支援、とくに農村金融サービスの不足、中小企業の資金調達難問題を早急に解決。
② 金融機関の改革の深化	<ul style="list-style-type: none"> コーポレートガバナンスを強化し、有効な政策決定、チェック・アンド・バランスのメカニズムを形成し、規範化された有効な奨励・規制のメカニズムを確立。 株主の多元化を推進し、独占を確実に打破し、参入を拡大し、民間資本による金融サービス分野への参入、銀行・証券・保険等金融機関の制度改革・増資・株主拡大へ参加を奨励・誘導・規範化。
③ 金融監督管理の強化による金融リスクの防止	<ul style="list-style-type: none"> 銀行業は、全面的に慎重かつ周到なリスク監督管理システムを構築。 証券業は市場制度を整備し、行為の監督管理を強化し、投資家の合法的な権益を保護。 保険業は支払余力の監督管理を強化し、個別監督管理制度を整備。
④ 地方政府の債務リスクの防止・解消	<ul style="list-style-type: none"> 当面、中国の政府債務は全体的には安全であり、コントロール可能ながら、地方政府の債務規模のコントロールとリスクの事前警告のメカニズムの構築を要する。
⑤ 資本市場・保険市場の育成と金融市場の協調的発展	<ul style="list-style-type: none"> 株式先物市場の安定的かつ健全な発展、各種取引所の整理、規範化され統一された債券市場ならびに保険市場の育成——等を推進。
⑥ 金融マクロコントロール・システムの整備	<ul style="list-style-type: none"> 金融政策と財政政策・監督管理政策・産業政策の協調性を強化し、経済発展と金融の安定を促進。
⑦ 金融の対外開放推進	<ul style="list-style-type: none"> 穏当かつ秩序立った資本取引の自由化を推進、外貨準備の運用管理水準を向上。香港・マカオ・台湾との金融協力を深化、香港を支援し国際金融センターとしての地位向上。上海国際金融センターの育成加速。
⑧ 金融インフラの強化と金融発展の環境整備	<ul style="list-style-type: none"> 金融法規の制定・整備を加速し、金融業の信用情報収集体制を確立し、登録・カस्टディ・支払・清算等の金融インフラを整備し、消費者の権益保護を強化。

(資料) 各種報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 次第に強まる改革色

全国金融工作会議では、リスク回避が優先され、金利や資本移動の自由化についてはほぼ先送りとなったが、その直後から、中国人民銀行(中央銀行)が自由化に向けて旗振り役を務め始めた。全国金融工作会議の翌月となる2012年2月、人民銀行調査統計局の研究チームが、「中国において資本移動自由化を加速する基本的条件が整った」と題する報告書を発表した。とくに、資本移動自由化のタイムスケジュールの提示は政府機関として初の試みとして内外の注目を集めた(第3表)。

同報告書は、リーマンショック後の欧米経済の退潮を企業買収や人民元の国際的プレゼンス向上に資する資本移動自由化の好機と位置付け、中国における構造調整にも

寄与するというメリットを強調する一方、資本規制の効果は規制をかいくぐる動きが増え、すでに効力が薄れつつあることを指摘し、自由化推進の必要性を強くアピールした。さらに、金利・為替相場の自由化や人民元の国際化などの前提条件が完全に整うのを待っていたら、資本移動の自由化は永久に適切なタイミングをつかむことができなくなるとして、相互に促進するよう主張した。10年をかけて3段階で進めるという資本移動自由化スケジュールには金利・為替相場の自由化と平行して進める時間的余裕は十分あり得るものといえよう。

第3表:資本移動自由化のロードマップ

期間	資本項目	リスク	
		需要等	リスクの程度
短期 (1~3年)	直接投資とその清算	投資実需	低
中期 (3~5年)	商業取引に関わる預金・貸出	貿易実需	低
長期 (5~10年)	不動産取引 債券 株式	経済実需	中
	短期金融市場商品 金融機関の預金・貸出		
将来の検討事項	個人投資家の資本取引 ファンド・投資信託 担保貸出・保証貸出 デリバティブ、その他	監督困難	大

(資料) 人民銀行資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

さらに、人民銀行は金利自由化への主張も強めた。2012年3月には、人民銀行の周小川総裁が、同行発行の雑誌「中国金融」の商業銀行改革に関する論文で、銀行改革の進展に伴い、金利自由化に向けた基本的条件は整ったと述べ、また、5月公表の第1四半期の金融政策執行報告においても、今後の政策の方向性として、金利自由化の推進を明言した。

その後の中国当局全体の政策においても、改革色が強まってきた。2012年9月、人民銀行を含む金融関連5官庁が連名で金融業の発展・改革に関わる第12次5カ年計画(2011~2015年)を発表した。前5カ年計画に比べ、文書の量が3倍以上に増えるなかで、金融改革関連の記述をみると、金利自由化については前提条件となる預金保険制度の創設、人民元自由化については変動幅の拡大、資本移動自由化については直接投資における交換性の実現などが明示され、従来よりも具体性を増している。

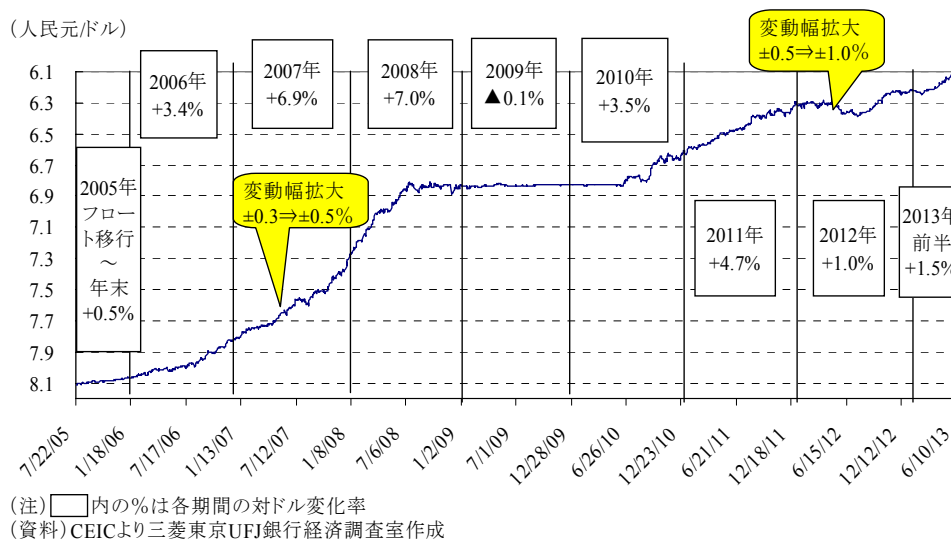
2013年3月に、李克強氏が経済政策を主導する首相に就任すると、人口ボーナスから改革ボーナスへの移行を掲げる李首相の下で改革への動きは一段と広がりを見せている。5月6日、国務院常務会議は、2013年の経済体制改革深化に関する9つの重点項目における「金融」のなかで、金利・為替の市場化改革措置を着実に打ち出し、人民元資本取引自由化の実行計画を提出すること、また、個人投資家の海外投資制度を構築することを明記した。さらに、国務院常務会議は、7月3日には、上海自由貿易試験区総合プランを正式承認した。ここでは資本移動の自由化策も試行対象になると報じられている。

(3) 加速する為替相場・金利の自由化・市場化

こうして、政府内で金融改革への流れが強まるなかで、為替相場ならびに金利の自由化・市場化の加速が目立ってきた。

2012年4月14日、人民銀行は人民元の対ドル相場の日中変動幅を基準値の $\pm 0.5\%$ から $\pm 1\%$ に拡大すると発表した(第7図)。変動幅の拡大は5年振りのことであった。人民元相場は2012年に入ってから、対ドルで極めて安定的に推移しており、中国当局としては4月19~20日のG20財務相・中央銀行総裁会議、5月3~4日の米中戦略・経済対話を前に為替相場柔軟性拡大をアピールし得るというタイミングも改革実現の追い風となったと考えられる。

第7図:人民元相場の推移

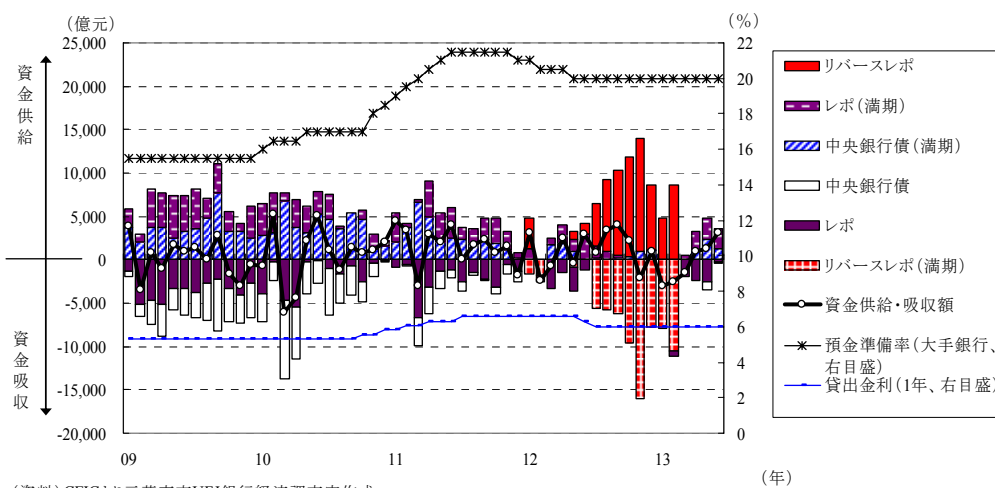


金利改革もこれに続いた。景気減速が続くなかで、2011年12月以降、中国はほぼ3年振りに、金融緩和局面に入り、人民銀行は3回の預金準備率引き下げに続いて、2012年6月8日、3年半振りに基準金利の引き下げを実施した。これと同時に、2004年以来となる金利自由化措置も導入し、預金金利の上限を基準金利から基準金利の1.1倍に引き上げ、貸出金利の下限を基準金利の0.9倍から0.8倍に引き下げた。次いで、7月6日の再利下げの折には貸出金利のみ下限を基準金利の0.7倍に引き下げた。現在、1年物で貸出基準金利6%、預金基準金利3%であるから、貸出金利の下限は4.2%、預金金利の上限は3.3%となる。

その後も、実質GDP成長率は低下を続け、金融緩和圧力も強まったが、人民銀行は預金準備率・基準金利の引き下げを行わず、代わりに、公開市場操作における資金供給手段であるリバースレポを多用して対応した(第8図)。景気減速に伴う資金供給のみならず、住宅バブル懸念が生じた際の資金吸収にも対処できるよう、先進国同様、公開市場操作により市場メカニズムを通じた機動的なマネーコントロールへのシフトを志向した。さらに、2013年1月には、週2回の定例の公開市場操作を補完する

ために、ボラティリティが高まった場合の緊急オペも導入し、市場手法の高度化に注力している。

第8図：市場公開操作と金利・預金準備率



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2013年には、人民元国際化の実験地区である深セン市前海地区限定ながら、貸出金利の完全自由化も実現した。香港で人民元業務を行っている銀行が前海地区所在の企業に貸出を行う際、金利・期間を自由に設定できることとなった。1月28日の集団調印式において、銀行15行と前海地区進出企業15社の間で26件、総額20億円の契約が成立し、先鞭をつけた。前海地区の企業にとって、資金使途が前海地区の事業に限定されるという制約はあるものの、金利規制のない香港から低金利での借入れが可能となった。

3. 金融改革が高める人民元の国際化の期待とリスク

グローバル危機以降、中国政府が人民元の国際化戦略を進めるなかで、人民元は国際通貨として海外の企業・投資家に認知され、選択肢に含まれるようになった。

国際通貨として、どの通貨を使用するかを選択する際の条件としては、①慣性（基軸通貨としての地位を確立すると、取引量が多く、取引コストも低いため、使用が継続される）、②経済規模、③発達した金融・資本市場、④通貨の価値に対する信認—などの要素が大きく関わってくるといわれる。

人民元は、基軸通貨どころか国際通貨として歩み始めたばかりで慣性効果は乏しく、また、金融・資本市場については規模、成熟度に劣るのみならず、厳しい為替管理・資本取引規制により海外からのアクセスには厳しい制限がある（第4表）。ただし、こうした欠点を補うために、貿易・投資をカバーするスワップ協定や人民元オフショアセンターの拡充など、独自の補完システムを強化してきた。これに急成長する経済や通貨価値の上昇の魅力が加わって、人民元の国際使用が進んできた。

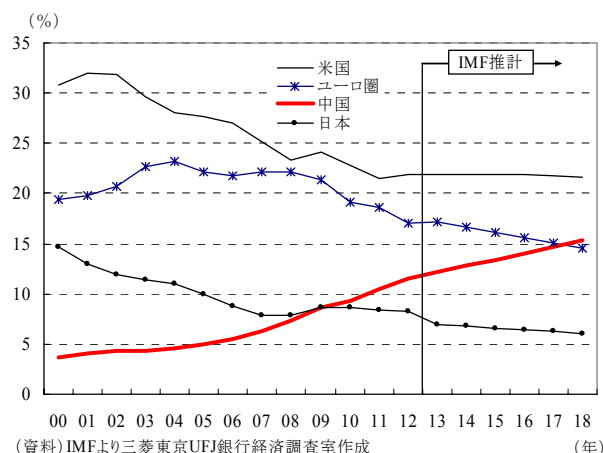
第4表：通貨選択の条件からみた国際通貨の評価

	ドル	ユーロ	円	人民元
①慣性	極めて高	高	中	低
[外国為替取引に占めるシェア(%), 2007→2010年、注]	85.6→84.9	37.0→39.1	17.2→19.0	0.5→0.9
②経済規模の大きさ	極めて高	極めて高	高	高
[世界のGDPに占めるシェア(%), 2012年]	21.9	17.0	8.3	11.5
③発達した金融・資本市場	極めて高	高	高	低
[債券市場規模(兆ドル), 2012年9月]	34.7	17.3	16.1	3.4
④通貨の価値に対する信認	危機後低下	危機後低下	高	極めて高
[6年前と比較した名目実効相場の騰落率(%), 2012年5月]	▲3.5	▲3.1	+13.4	+24.7

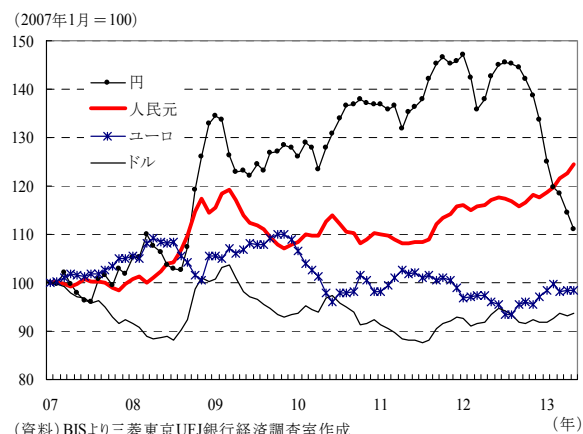
(注) 下段は参考指標。為替取引は2通貨間で行われるので、合計は200%。ユーロの債券市場規模はフランス、ドイツ、イタリア、オランダ、スペインの合計。
 (資料) BIS、IMF資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

今後も、人民元の国際使用は順調な拡大が見込まれている。IMF推計によれば、中国の経済規模は5年後にはユーロ圏並みにまで拡大し、また、人民元の通貨高期待も続いている(第9、10図)。これに加えて、習近平政権下での金融改革に伴い、為替・金利・資本移動の自由化が進めば、人民元の利便性は飛躍的に向上し、国際化の進展に弾みがつくという期待も高まる。

第9図：主要地域の世界経済に占めるシェア



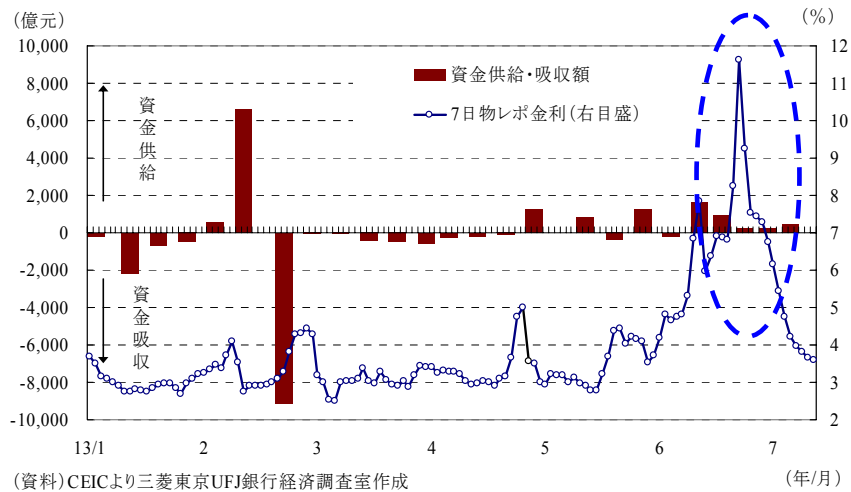
第10図：名目実効相場の推移



ただし、当局・銀行ともにリスク管理体制の整備を推進し、自由化に対応する国内金融システムの強化を進めなければ、資本流出の恐れもはらむというのが、90年代のアジア経済・金融危機の教訓といえよう。

実際、中国でも、2013年6月に、金融市場で短期金利が急騰し、世界的に金融システム不安を警戒する声が高まった。これは、初期の段階で、人民銀行が市場への大規模な資金供給を手控えたことが一因であり、その後、人民銀行が個別銀行への資金供給などによる事態收拾に着手すると、金利は低下し、市場は落ち着きを取り戻しつつある(第11図)。人民銀行が資金供給を遅らせた背景には、金融市場経由で膨張するシャドーバンキングへの警告の意味合いが指摘され、シャドーバンキングを通じて資金が流入する地方政府債務の膨張、不動産バブルのリスクにも注目が集まった。

第 11 図：公開市場操作と金利



金融混乱を経て、自由化がペースダウンするとの見方があるものの、政府は7月5日、「経済構造調整と高度化への金融支援に関する指導意見」を公表したなかで、リスク抑制を重視しつつも、これにとどまらず、金利市場化改革による資源配分機能の向上、人民元国際化の推進も引き続き推進すべき政策と位置付けた。シャドーバンキングには規制の多い現行の金融システムを補完するハイリスク・ハイリターン取引という見方もあり、シャドーバンキングに対するリスク管理体制の強化は当然、必要ながら、自由化を通じ、正規の金融システムの効率を向上させる重要性も認識していることが窺われる。李首相が改革を今後の経済推進力の中核に据えている以上、すでに遅れている金融改革をこれ以上遅らせることはむしろ中長期的に成長力を削ぐリスクが大きいとの判断があっても不思議ではない。

以上を踏まえれば、新政権の下での金融改革の加速という環境変化により、人民元の国際化が飛躍的に進み、経済活性化にも寄与するというベストシナリオから、急速な自由化に中国の金融システムが対応しきれず、混乱を招くというワーストシナリオまで、今後の可能性は大きく広がったことになり、時々刻々と変化する金融情勢の迅速な把握が一段と重要になってきたといえよう。

以上

(H25.7.19 萩原 陽子 youko_hagiwara@mufg.jp)

発行：株式会社 三菱東京UFJ銀行 経済調査室
〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

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、金融商品の売買や投資など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、当室は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。