

# 経済レビュー

## 進展する人民元の国際化とそのインパクト

### 【要旨】

- ◇ 中国では、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スワップ協定の締結、③人民元運用機会の拡充——など、人民元の国際化に向けた動きが目立ち、世界的な注目を集めている。
- ◇ 人民元の国際化の背景には、グローバル危機に伴うドルの信認低下により、ドル依存脱却の必要性が高まったことがある。中国政府はドルを基軸通貨とする現行の国際通貨システム自体にも改革を促すべく、IMF への関与や他の途上国との連携を強化している。
- ◇ 人民元の国際化を進めるうえで、厳しい為替管理・資本取引規制による利便性の低さがハードルとなる。2011 年に入ると、通貨デリバティブの導入が相次いだ。が、資本取引については規制強化もあり、中国当局が人民元の国際化を進展させる目的で為替・資本移動の自由化を急展開させるとは考えにくい。
- ◇ それでも、海外における人民元使用は想定以上に速く普及する兆しをみせている。実体経済面の強さに裏打ちされた人民元ニーズの大きさが自由に交換できない利便性の低さによる弱みを補って余りある吸引力になっている。このため、アジアにおいて、①人民元オフショア市場としての香港の地位向上、②人民元を確保できる中国の銀行の競争上の優位性、③人民元圏の広がり——など国際金融面の変化が予想される。アジア唯一のハードカレンシーである日本円の取引を中心にアジア最大の外国為替センターを有する日本としても、その先行きには注視を要しよう。

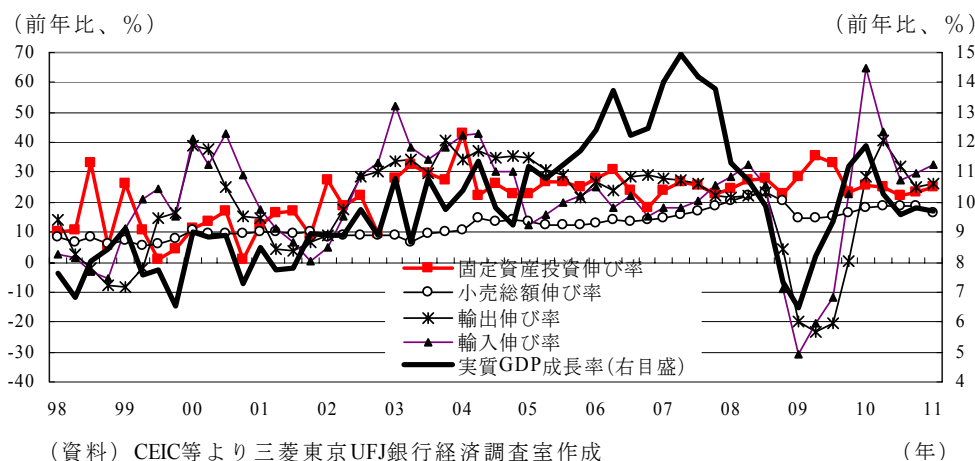
中国では、グローバル危機以降、人民元の国際化に向けた動きが目立ち、世界的な注目を集めている。中国はグローバル危機前までドルを基軸通貨とする国際金融システムの下で対外取引や対外資産形成を専らドルに依存してきたが、危機に伴うドルの信認低下からそのスタンスの修正を余儀なくされたものと考えられる。以下では足元までの国際化の進捗状況を示し、今後を展望していきたい。

## 1. 人民元の国際化の進展

### (1) 国際決済における人民元使用の拡大

グローバル危機を契機とした人民元国際化の動きとしては、まず、人民元貿易決済がある。従来、中国では、貿易決済は国境貿易を例外として外貨建てに限定されていた。しかし、2008年12月、温家宝首相は香港の曾蔭権行政長官と会談し、グローバル危機下の香港支援策の一環として、香港における人民元貿易決済の解禁を約束した。その後、中国では、投資と並ぶ成長の牽引役たる輸出がグローバル危機の影響で前年比約▲20%と未曾有の落ち込みをみせた（第1図）ため、香港の救済というよりも、為替コストと為替リスクを低減することによる自国の輸出企業の救済という色彩を強めつつ、対象となる地域、銀行、企業の選定、システムの整備など、実施に向けての調整が急がれた。

第1図：中国のGDPと関連指標



こうして、2009年7月、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）のパイロット企業と香港、マカオ、ASEAN との間で試験的に人民元貿易決済が解禁された（第1表）。もっとも、当初は、パイロット企業が365社に限定されたことから、2009年中の決済額は36億元と極めて小さいものにとどまった。

## 第 1 表：人民元の国際化の動き

### ①人民元決済

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、人民元貿易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。

### ②スワップ協定

時期	締結先	金額	時期	締結先	金額
2008年12月12日	韓国	1,800億元	2010年6月9日	アイスランド	35億元
2009年1月20日	香港	2,000億元	2010年7月23日	シンガポール	1,500億元
2009年2月8日	マレーシア	800億元	2011年4月18日	ニュージーランド	250億元
2009年3月11日	ベラルーシ	200億元	2011年4月19日	ウズベキスタン	7億元
2009年3月23日	インドネシア	1,000億元	2011年5月6日	モンゴル	50億元
2009年3月29日	アルゼンチン	700億元	2011年6月13日	カザフスタン	70億元

### ③外国人・外国企業の人民元運用

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。
2010年8月19日	香港での人民元建て債券発行が外国企業に解禁され、マクドナルドが初の発行。

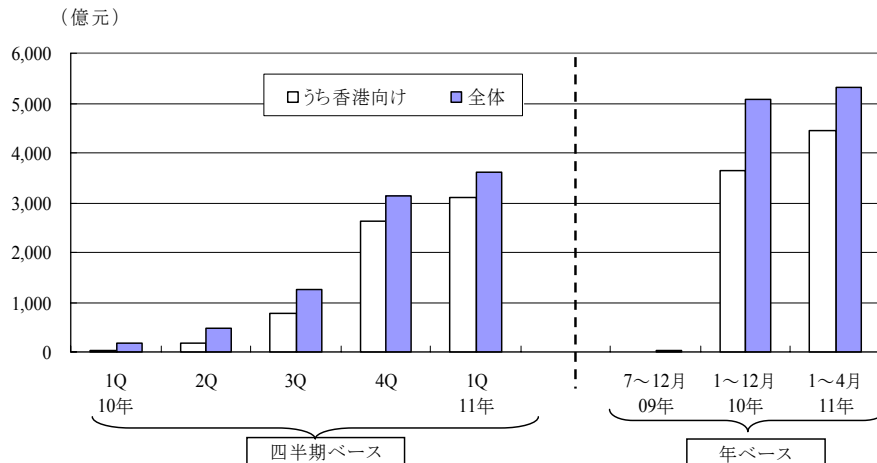
（資料）各種報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2010年6月には、中国の12省、4自治区、4直轄市と全世界との経常取引にまで対象が広がった。しかも、輸出は、引き続き、人民銀行（中央銀行）等6当局が総量をコントロールする前提でパイロット企業に限定されたものの、輸入およびサービス貿易、その他の経常項目の決済については国内対象地域内の企業全てに開放されることとなった。さらに、2010年12月、パイロット企業数は365社から6万7,359社に拡大された。

こうして漸進的に規制緩和が進むなか、人民元建て貿易決済額は、2009年の36億元から2010年には5,063億元に拡大し、さらに2011年には1～4月で前年を上回る5,300億元に達した（第2図）。2011年通年では前年の3～4倍に膨れ上がると期待する声もある。貿易全体に占めるシェアは2009年の0.02%に対し、2010年には2.6%、2011年1～4月では7.3%となっている。

ただし、こうした急激な拡大は、ホットマネー流入に対する当局の警戒感を喚起し、2011年6月には早くも規制が強化された。人民銀行は「クロスボーダー人民元業務に関する問題を明確化する通知」を発表し、□貿易取引以外の人民元決済の禁止、□取引が実需に基づくことに対する銀行の審査強化、□支払期限の3カ月以内への限定、□人民元為替取引と同一銀行による決済——などを盛り込んだ。

## 第2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

これまでの人民元建て貿易決済の特徴としては、地域別では約8割が香港向けとなっており、もとより、中国と世界を結ぶ国際貿易センターである以上、妥当な結果といえる。また、輸出が全体の1割弱であるのに対し、輸入は8割となっており、買い手である輸入側の方が決済通貨に対するバーゲニングパワーが強い可能性を示唆する。

なお、貿易決済に続いて、直接投資においても、人民元決済が可能になりつつある。2011年1月、人民元貿易決済解禁地域に所在する企業・銀行については対外直接投資における人民元決済が解禁された。また、対外直接投資による利益の人民元建て送金、銀行の対外投資企業への人民元融資なども可能となった。対外投資を行う企業にとってコスト削減、銀行のビジネス拡大のメリットは大きく、中国企業の現地法人による中国からの設備財購入などを中心に拡大が予想されている。

一方、対内直接投資における人民元決済についても、昨年10月より試験的に個別認可が始まっていたが、本年6月に人民銀行が「クロスボーダー人民元業務に関する問題を明確化する通知」において、投資対象や手続きを明示した。人民銀行は年内に正式解禁を目指している。

### (2) スワップ協定の締結

グローバル危機後の相次ぐスワップ協定の締結も人民元国際化に関わる動きとして注目される。人民元貿易決済の解禁が決定された2008年12月から2009年3月までの短期間に、韓国との1,800億円のスワップ協定を始めとして、香港(2,000億円)、マレーシア(800億円)、ベラルーシ(200億円)、インドネシア(1,000億円)、アルゼンチン(700億円)と立て続けに同協定を結んだ(第1表)。さらに、人民元貿易決済の対象地域が近隣諸地域から全世界に広がった2010年6月以降は再度、協定締結の動きが加速した。6月にアイスランド(35億円)、7月にシンガポール(1,500億円)、2011年4月にニュージーランド(250億円)、ウズベキスタン(7億円)、5月にモンゴル(50億円)、6月にカザフスタン(70億円)と着実に協定締結を増やしている。

通常のスワップ協定は短期流動性危機に対処するためのものであるが、中国が締結したスワップ協定は、貿易金融もカバーしており、相互の貿易・直接投資の促進に資するとの位置付けになっているものが多い。すなわち、海外における人民元決済資金の不足に際して資金手当てを行うという意味合いが含まれている。実際、香港において2010年に人民元決済用の両替枠80億元が10月時点で枯渇した際には、スワップ協定に基づき、100億元を引き出して対応した。

### (3) 人民元運用機会の拡充

人民元の国際化は海外投資家に対する人民元運用の機会を広げるという形でも進展している。当然ながら、従来から主要なオフショア人民元市場であった香港がその中心となっている。

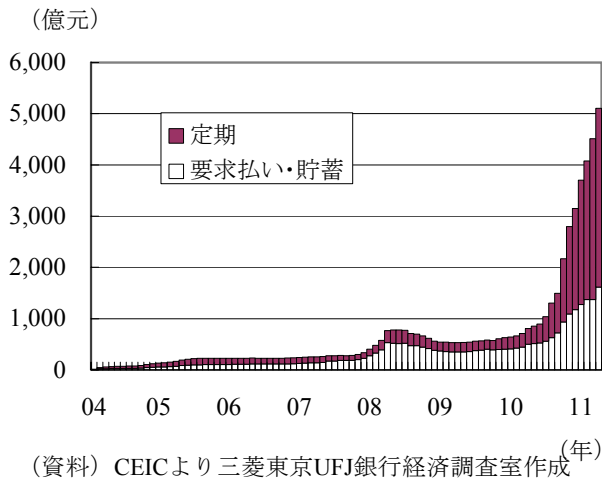
香港における人民元建て債券の発行はすでに2007年には解禁されていたが、発行体は中国の金融機関に限定され、盛り上がりを欠いていた。こうしたなか、グローバル危機後の規制緩和として、香港の銀行に対しても債券発行が認められ、2009年6月にHSBCが第1号となった(10億元)。さらに、9月には中国の国債も初めて発行され、60億元と小規模ながら、中国当局は香港における人民元債券価格のベンチマークと位置付け、市場活性化に向けた振興意欲を示した。

2010年に入ると、香港における人民元債券発行は企業にも認められ、7月に香港企業としてはホプウェル・ハイウェイ・インフラストラクチャーが(13.8億元)、8月には外資系企業としてマクドナルドが(2億元)初めての発行を果たした。なお、日本企業としては、2011年3月、オリックスが初の発行(4億元)で先鞭をつけた。

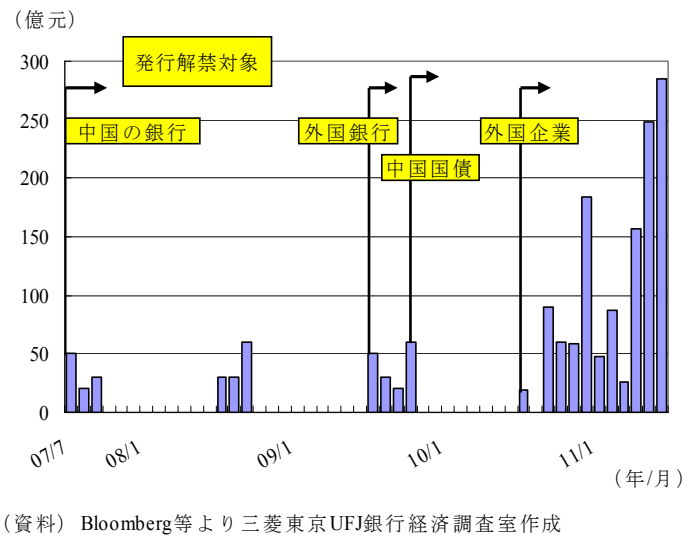
企業向けの発行解禁とほぼ同時期に当たる2010年7月19日、人民銀行と香港金融管理局は、香港での人民元業務拡大に関する合意文書に調印した。これにより、香港においては、個人・法人を問わず、人民元口座開設や人民元による資金決済を自由に行うことができることになり、□投資目的での人民元への交換、□人民元建ての証券・保険商品への投資——などが解禁された。

これを受けて、香港における人民元預金残高は2010年後半から急増し、直近2011年4月で5,107億元と2009年末の約8倍にも膨らみ、投資資金が潤沢に確保された(第3図)。人民元債券の発行額も急拡大しており、香港金融管理局によれば、2007年の100億元から2010年には358億元、2011年1~4月で185億元に達している(第4図)。もっとも、最近では、人民元の上昇期待が弱まったことに加えて、中国の一部企業の不正会計疑惑が表面化したこともあり、市況が低迷し始めた。

第3図：香港における人民元預金残高



第4図：香港における人民元債券発行額



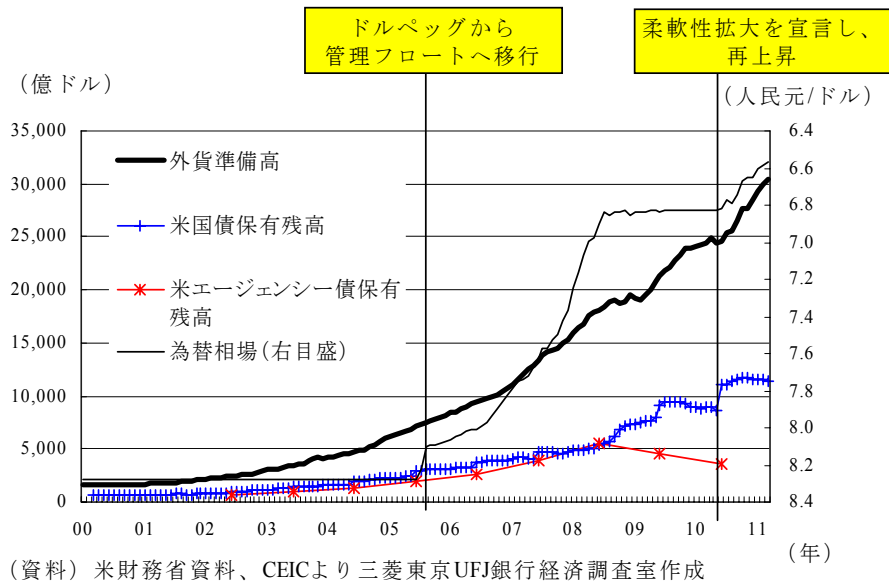
なお、中国内でも海外投資家に対する人民元運用の機会を拡充する動きが進展している。2010年8月17日、人民銀行は中国内の銀行間債券市場取引の対外開放を発表した。人民元建て貿易決済が可能な外国銀行に対し、人民元建て貿易決済ならびに人民元建て投資業務に基づいて取得した人民元資金による投資を解禁した。また、外国の中央銀行および通貨当局も通貨スワップ協定に基づき取得した人民元資金による投資が可能となった。

## 2. グローバル危機が認識させたドル依存脱却の必要性

政府の人民元国際化戦略は、通貨コントロール機能の低下を警戒して、海外における人民元使用を極力制限してきた従来のスタンスから一変した感がある。この背景には、グローバル危機に伴うドルの信認低下により、ドル依存のリスクが表面化したことがある。

中国が保有する巨額の外貨準備は米国の国債およびエージェンシー債(政府機関債)を中心に投資されていたため、グローバル危機に際しての価値の毀損という問題が表面化した。にもかかわらず、中国が人民元高を回避するための大規模介入により外貨準備を2011年3月には3兆ドルを超える水準にまで膨らませるなかで、中国の米国債保有残高は1兆1,449億ドルに増加していった(第5図)。中国は外貨準備の投資先の多様化を志向したものの、米国債を代替し得るほどの投資先はなく、また、米国債投資を回避する姿勢を鮮明にすれば、さらなる価値低下をもたらしかねない以上、主要投資対象としての地位を容易に変化させることは現実的でなかった。

第 5 図：人民元相場と外貨準備の推移



こうしたなか、米国は財政出動のために米国債を増発し、一段と価値下落のリスクを高めた。これに対し、中国当局は、米国が基軸通貨としての卓越した地位ゆえに通貨規律に対する認識が薄く、大量のドル発行で世界的なインフレ・過剰流動性を生み出しているという不満を強めた。

こうした中国のドルへの不信と不満はドルに依存した国際金融システムにも矛先が向けられた。2009年3月、人民銀行の周小川総裁は、ドルを基軸通貨とする現行の国際通貨システムを改革すべく、長期的目標として超国家準備通貨を創設すること、短期的にはIMFのSDR（特別引出権）を暫定的な超国家準備通貨に昇格させることなどを提起する論文を発表し、国際世論に波紋を起こした。

中国当局はIMFに対する関与も積極化させ、IMFのあり方も含め、国際金融システムの改革を標榜する姿勢を顕にしている。2009年5月、IMFがグローバル危機への対応のため、融資枠を2,500億ドルから7,500億ドルに拡大するに当たり、初のIMF債発行を発表すると、中国はいち早く最大500億ドルの購入の意向を表明した。ちなみに、IMF債はSDR建てとなったが、中国とIMFの合意文書によれば、支払いは人民元で行われたと報じられている。さらに、2010年10月のG20におけるIMF改革に関する合意に基づき、中国のIMFへの出資比率を6.39%と、米国（17.41%）、日本（6.46%）に次ぐ世界第3位に引き上げることとなった。こうして中国は着実にIMFにおける発言力拡大に向けて歩を進めている。

### 3. 時間を要する為替管理・資本取引自由化

このように中国はドル依存のリスクを回避するために人民元国際化を急いでいる。しかし、人民元を国際的に流通させるうえで、厳しい為替管理・資本取引規制により自由に交換できないソフトカレンシーであることがハードルとなることは論を待たない（第2表）。中国の規制緩和の進捗度は、総じてみれば、日本の1970年代初頭に当

たとえみられているが、日本の場合は、その後、73年の変動相場制移行、80年の外国為替管理法改正による為替管理・資本取引の原則自由化により、一気に自由化の度合いが高まった。自国通貨建ての対外決済の解禁は、日本では非居住者円勘定導入という形で1960年に実現したのに対し、中国では2009年まで遅れてようやく実施となった。それだけに、為替管理・資本取引自由化もペースアップさせるのではないかと期待を高める向きもある。

第2表：為替管理・資本取引自由化の日中比較

中国		日本					
1996年	經常取引における交換性実現（IMF8条国移行）	1964年	經常取引における交換性実現（IMF8条国移行）				
2005年	人民元相場は、ドルペッグから通貨バスケットを参考にした管理フロートに移行。実質的には対ドルで緩やかに上昇するクロージングペッグ。	1971年	ニクソンショックを受け一時的に変動相場制導入	1973年	変動相場制に完全移行		
1980年	外国為替管理条例を制定、対内直接投資を積極的に導入	1967年	対内直接投資第1次自由化	1980年	外国為替管理法改正により原則自由化		
2001年	海外進出戦略に基づき、対内直接投資を奨励	1969年	対外直接投資第1次自由化			1998年	外国為替法により完全自由化
2002年	対内証券投資を適格外国機関投資家（QFII）に認可額の範囲で解禁	1967年	対内証券投資の規制緩和開始				
2006年	対外証券投資を適格国内機関投資家（QDII）に認可額の範囲で解禁	1970年	対外証券投資の規制緩和開始				
2009年	人民元建て貿易決済の解禁	1960年	非居住者円勘定導入により円建て対外決済解禁				

（資料）中国、日本の各種当局資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

確かに2011年に入ると、通貨デリバティブの導入が相次いだ。3月には、銀行間に限定されていた通貨スワップが銀行と企業の間にも認められ、4月には銀行間ならびに銀行・企業間の通貨オプションも解禁された。もっとも、スワップ、オプションともに実需取引に限定され、しかも、銀行・企業間のオプションにおいては、企業は権利を「買う」ことが認められるのみで、損失が肥大化しかねない「売る」側に回ることは認められない。こうした為替リスクのヘッジ手段の拡充は為替相場の柔軟性向上の前提条件といえる。さらに日中の対ドル変動幅を現在の0.5%から1%に引き上げられるとの観測もある。

一方、資本取引面においては、規制緩和が基本路線ながら、2000年代半ば以降、ホットマネーの流出を抑制するために管理を強化する規制も少なからず導入されてきた。2011年においても、1月には輸出代金の海外留保の容認と流出規制緩和が進んだが、4月には輸出前受けならびに輸入延払いに関する規制、銀行に対する短期対外債務枠の削減等の流入規制強化策が導入され、次いで、6月には輸入延払いに関する規制が緩和されるなど、一進一退を繰り返している。こうした状況からは、中国当局が人民元の国際化を進展させるために為替・資本移動の自由化を急展開させる兆しはみえない。グローバル危機により、先進国ですら、金融市場の混乱がマクロ経済に大きなダメージを与えることが鮮明になったことからすれば当然ともいえる。



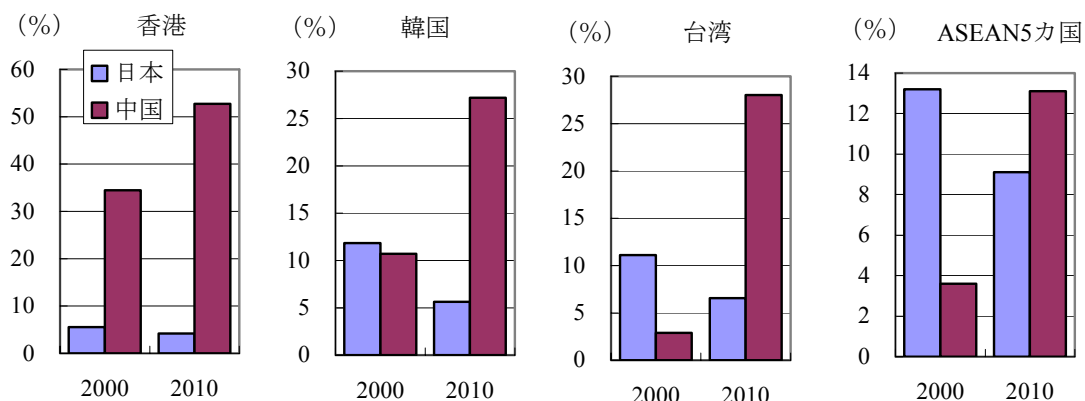
#### 4. 高まる人民元の存在感とその影響

人民元は国際通貨としては自由交換できないという大きなウィークポイントを抱えた現在でも、想定以上に速いペースで海外に普及しつつある。貿易金融をカバーするスワップ協定で、貿易支払い用の人民元を海外に供給すること、主として香港を通じて非居住者に対する人民元の調達・運用の機会を拡充すること——など、資本移動の自由化を遅らせたままで、人民元の海外使用の拡大を図るための綿密なスキームを迅速に構築したことが貢献していよう。加えて、グローバル危機でも損なわれなかった実体経済面の強さに裏打ちされた人民元ニーズの大きさが利便性の低さによる弱みを補って余りある吸引力になっていると考えられる。中国ビジネスの拡大に伴う実需に加え、中国の成長の果実を取り込むことができる人民元建て金融商品は人民元高基調もあって海外投資家の投資意欲を喚起した。

こうした状況を踏まえ、貿易決済における人民元使用のシェアは現在の 7%から 2015 年には過半に達するとまで予想する向きもある。世界銀行は、2025 年にはドル、ユーロ、人民元の 3 極通貨体制を予想するレポートまで発表している。

これまで人民元のプレゼンスは中国の実体経済に比べて大幅に劣後してきた。しかし、今後、人民元の国際通貨としての利用が拡大すると、とくにアジアの国際金融に大きな変化をもたらす可能性がある。第一に、人民元ビジネスの拡大が国際金融センターとしての香港の地位を一段と上昇させることがある。シンガポールはこうした状況を看過できず、すでに官民一体で人民元ビジネスを取り込む動きを活発化させている。第二に、預金を通じて低利で人民元を調達できる中国の銀行が外国銀行に比して、競争上、優位性を高め得ると考えられる。第三に、アジアにおいて貿易取引を中心に人民元圏の形成を図る動きが一段と顕著になり得る。人民元決済が輸入を中心に拡大するなかで、中国の輸入、すなわち、アジア途上国の輸出動向をみると、全体に占める対中シェアは 2010 年で香港 52.7%、韓国 27.2%、台湾 28.0%、ASEAN5 カ国（シンガポール、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ）13.1%にまで高まっており、対日シェアを大きくしのいでいる（第 6 図）。

第 6 図：アジア途上国の対中・対日輸出シェア



(注) ASEAN5カ国はシンガポール、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイの合計  
(資料) CEIC等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

このように人民元国際化の進展は、現時点ではアジア唯一のハードカレンシーである日本円ならびに円取引を中心にアジア最大の外国為替センターとなっている東京市場の存在感を低下させるリスクをもはらんでおり、先行きには絶えず、注視を要しよう。

(H23.7.11 萩原 陽子 youko\_hagiwara@mufg.jp)

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、宜しくご  
申し上げます。当資料は信頼できるとさ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。

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