

経済レビュー

習近平改革下で加速する人民元の国際的プレゼンス向上

【要旨】

- ◇ リーマン・ショック以降、中国政府はドル依存からの脱却を目指し、中国およびオフショア人民元市場における規制緩和、アジアから欧州へ広がるスワップ協定の締結と人民元決済銀行の設置——など人民元の国際化戦略を積極展開し、人民元の決済通貨としての位置付けを過去 5 年間で急速に引き上げてきた。
- ◇ 人民元のプレゼンスが高まるにつれ、世界各国でオフショア人民元センターとしての地位向上を目指す動きが顕著となり、市場間の競争が激しさを増しつつある。しかし、人民元預金・債券市場における香港の地位は他を圧しており、2014 年 10 月からは上海と香港の株式市場相互開放という画期的な自由化策も予定されている。
- ◇ 2013 年 9 月、行政、投資、貿易、金融に関し、全国に先駆けた改革を試行するための特別地域として、上海自由貿易試験区 (FTZ) が設立され、金融面では最初の個別政策として、2014 年 2 月に人民元クロスボーダー取引の自由化が導入された。その後も、小口外貨預金金利の上限撤廃、外貨管理改革、海外との自由な資本移動が可能となる自由貿易口座の新設——と金融自由化政策が続いており、人民元の国際化へのプラス効果が見込まれる。
- ◇ 習近平政権は安定成長を確保するための改革を追求するうえで、金融・資本移動の自由化についても、過去の政権よりも段階を引き上げるスタンスをみせており、これに伴い、人民元の国際的な位置付けはさらに向上するとの期待がある。同時に金融・資本市場を通じた中国と海外との連関性が強まることとなり、中国・海外ともに収益機会が広がる一方、リスクの波及も規模・スピードともに従来を大きく上回るという国際環境のニューノーマルには一段の留意が必要となろう。

リーマン・ショック以降、中国政府はドルに過度に依存した従来の対外取引慣行からの脱却を目指し、人民元の国際化を急速に進めてきた。これに伴い、国際取引における人民元使用の増加、人民元オフショアセンターの拡大など、人民元の存在感は飛躍的な向上をみせている。人民元には、資本移動規制が厳しく、交換性を欠くという国際通貨としては大きなウィークポイントがある。しかし、習近平・新政権は高成長終焉後の安定成長確保のために構造改革推進に本腰を入れており、そのなかで遅れている金融・資本移動の自由化も加速しつつある。以下では、人民元の国際化と金融自由化の進展を踏まえ、今後を展望していく。

1. 決済通貨としての着実な地位向上

中国当局は中国およびオフショア人民元市場における規制緩和、スワップ協定の締結、人民元決済銀行の設置、など人民元の国際化戦略を積極展開し、人民元の決済通貨としての位置付けを過去5年間で急速に引き上げている。

(1) 人民元使用を促す規制緩和の進展

中国当局は、人民元決済については2009年7月に地域、対象企業を限定した貿易取引を解禁した後、2012年にかけて、対象地域を中国全体と世界全体、取引範囲を經常取引ならびに直接投資、対象企業を全企業（過去2年以内に違法行為を行い、管理リスト入りした企業を除く）に拡大した（第1表）。こうして実需取引では基本的に人民元決済が可能となったのである。一方、非居住者向けの人民元使用については香港における人民元債券発行、人民元交換、人民元商品への投資等に関する規制緩和を通じて、オフショア人民元センターの発展を促した。

第1表：人民元の国際化の動き

		人民元決済	外国人・外国企業の人民元運用	
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。	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債券発行を外国金融機関に解禁。
			9月28日	中国政府が香港で初の人民元建て国債発行。
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經常取引に拡大。ただし、輸出は引き続きパイロット企業に限定。	7月7日	香港での人民元債券発行を香港企業に解禁。
			7月19日	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—などを解禁。
			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。
			8月19日	香港での人民元債券発行を外国企業に解禁。
2011年	1月6日	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。	11月25日	香港での人民元債券発行を中国企業に解禁。
	8月24日	人民元決済解禁地域を中国全土に拡大。	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。
	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。		
2013年	7月5日	人民元建て決済手続の簡素化およびオフショア人民元ローン・人民元債券に関する規制緩和。		
2014年	2月18日	上海自由貿易試験区（FTZ）において人民元ブローリングや集中決済などの規制緩和を先行実施。		

（資料）各種当局資料・報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2013年7月には、①人民元決済時の銀行への提出書類の削減、②海外グループ企業

向け対外人民元ローンに対する当局認可廃止、③オフショア人民元債券による調達資金の国内使用容認（当局認可要）などの追加緩和が行われた。さらに、2013年9月には、金融を含む各分野の改革の試行地域として上海自由貿易試験区が新設され、2014年2月に企業グループ間におけるクロスボーダー人民元資金の融通や集中決済などの規制緩和が先行解禁された（後段で詳述）。

（2）世界各国におけるスワップ協定締結と人民元決済銀行の設置

スワップ協定については、2008年12月の韓国を始めとして、協定締結先は20カ国を超えた（第2表）。アジアではすでに韓国を含め、6カ国・地域が延長ないし再締結に至っており、2013年以降の新たな締結先はブラジルを除けば、全て欧州で、英国、ハンガリー、アルバニア、スイスなど個別国にとどまらず、欧州中央銀行とも協定締結を果たした。

第2表：スワップ協定

時期	アジア・オセアニア			欧州			その他		
	日付	締結先	金額 (億元)	日付	締結先	金額 (億元)	日付	締結先	金額 (億元)
2008年	12月12日	韓国	1,800						
2009年	1月20日	香港	2,000	3月11日	ベラルーシ	200	3月29日	アルゼンチン	700
	2月8日	マレーシア	800						
	3月23日	インドネシア	1,000						
2010年	7月23日	シンガポール	1,500	6月9日	アイスランド	35			
2011年	4月18日	ニュージーランド	250						
	4月19日	ウズベキスタン	7						
	5月6日	モンゴル	50						
	6月13日	カザフスタン	70						
	10月26日	韓国(延長)	3,600						
	11月22日	香港(延長)	4,000						
	12月22日	タイ	700						
2012年	12月23日	パキスタン	100						
	2月8日	マレーシア(延長)	1,800	6月26日	ウクライナ	150	1月17日	UAE	350
	2月21日	トルコ	100						
	3月20日	モンゴル(延長)	100						
2013年	3月22日	オーストラリア	2,000						
	3月8日	シンガポール(延長)	3,000	6月23日	英国	2,000	3月26日	ブラジル	1,900
	10月1日	インドネシア(再締結)	1,000	9月9日	ハンガリー	100			
				9月12日	アルバニア	20			
				9月30日	アイスランド(延長)	35			
2014年			10月10日	欧州中央銀行	3,500				
	8月21日	モンゴル(再延長)	150	7月21日	スイス	1,500			

(資料) 中国人民銀行資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

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、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。実際、中国から協定締結先に対して、度々、スワップ協定に基づく人民元供給を行ってきた。もっとも、2014年5月には初めて中国がスワップ協定に基づく調達側に回るケースが出た。中国人民銀行（中央銀行）が交通

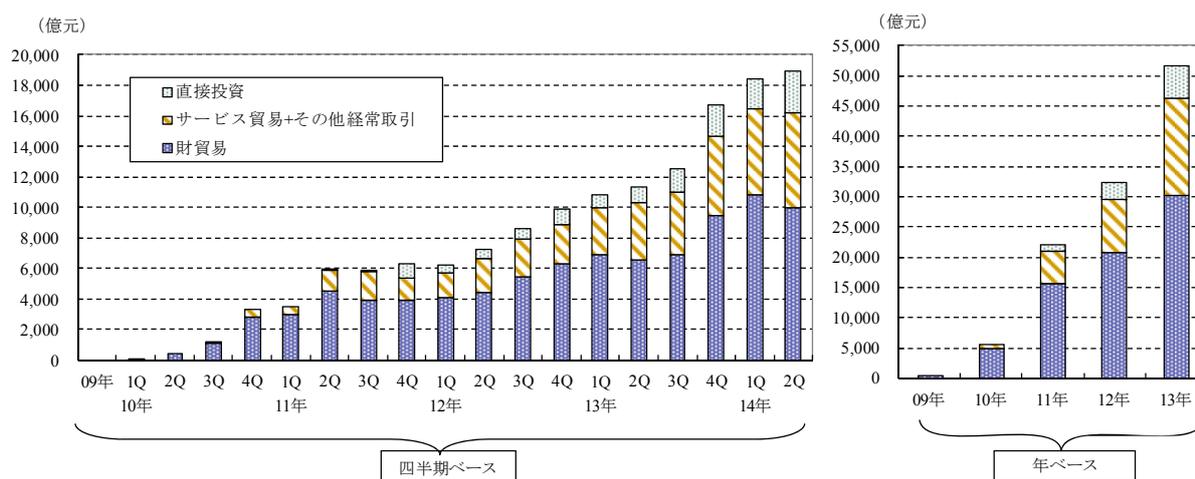
銀行から企業向け貿易融資に使用する旨の申請を受け、中韓スワップ協定に基づき、4億ウォンを調達したのである。

スワップ協定に加え、近年の人民元国際化推進のための国家間の取り組みとして、海外における人民元決済銀行の設置も進んでいる。香港で中国銀行（香港）が人民元決済銀行に指定されたのは2003年のことであるが、その後、人民元決済銀行の指定が再開されたのは2013年以降である。当局間の金融・経済協力の合意を経て、2013年1月には台湾で中国銀行台北支店が、5月にはシンガポールで工商銀行シンガポール支店が人民元決済銀行に指定された。さらに、2014年には6月に英国で建設銀行（ロンドン）が、ドイツで中国銀行フランクフルト支店が、7月に韓国で交通銀行ソウル支店が人民元決済銀行に指定された。同年6月にはフランス、ルクセンブルグとも人民元決済銀行について設置に関する覚書を取り交わしており、近々、指定に至る見込みである。

(3) 人民元決済の拡大

こうして内外の体制整備が進むなかで、人民元決済は拡大を続けている（第1図）。経常取引は2009年の36億元から2013年には4兆6,300億元にまで増加し、その内訳は財貿易が3兆200億元、サービス貿易およびその他経常取引が1兆6,100億元であった。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2013年には856億元、対内投資が907億元から4,481億元へと拡大した。なお、取引全体に占める人民元決済のシェアは財貿易で11.7%、サービス貿易およびその他経常取引で26.6%、対外直接投資（金融を除く）で15.3%、対内直接投資で61.5%となっている。

第1図：人民元決済額の推移

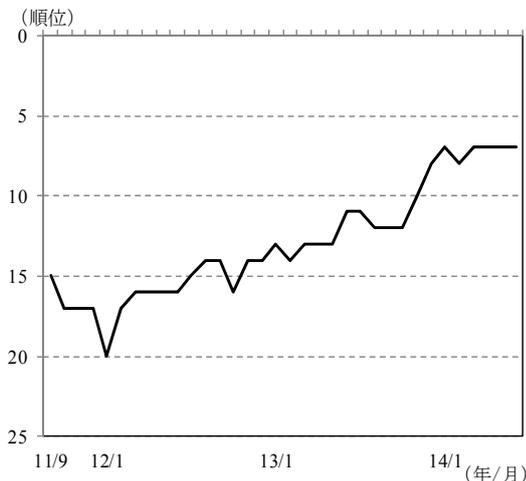


(資料) 中国人民銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

国際銀行間通信協会（SWIFT）は2011年9月から人民元決済の月次公表を開始しているが、その時点では決済通貨としての利用率は世界15位にとどまっていた。その後、着実に順位が上昇し、2014年3月以降は7位となっている（第2図）。ちなみに、2014年6月の人民元のシェアは1.55%で、ドル41.86%、ユーロ31.25%、ポンド

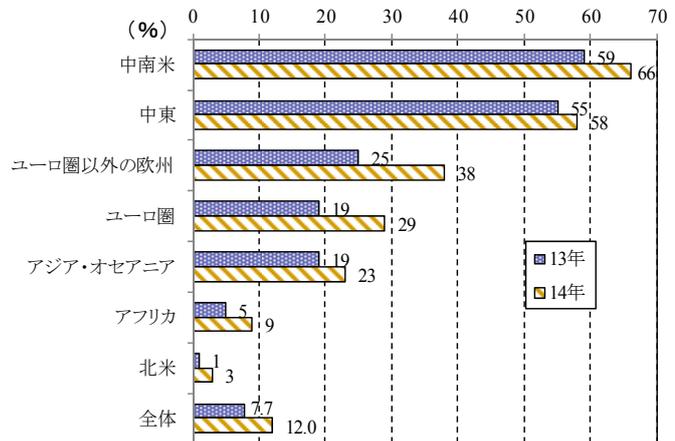
8.54%、日本円 2.56%、豪ドル 1.95%、カナダドル 1.84%に次ぐ位置付けである。SWIFTは2014年5月時点の中国・香港と各地域との決済に占める人民元のシェアも公表している。全体の12%に対し、中南米では66%、中東では58%と過半を占め、ユーロ圏以外の欧州で38%、ユーロ圏も29%と比較的高い（第3図）。

第2図：人民元の決済通貨としての順位



(資料) SWIFT統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：中国・香港の地域別決済に占める人民元のシェア



(注) 5月値。

(資料) SWIFT統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

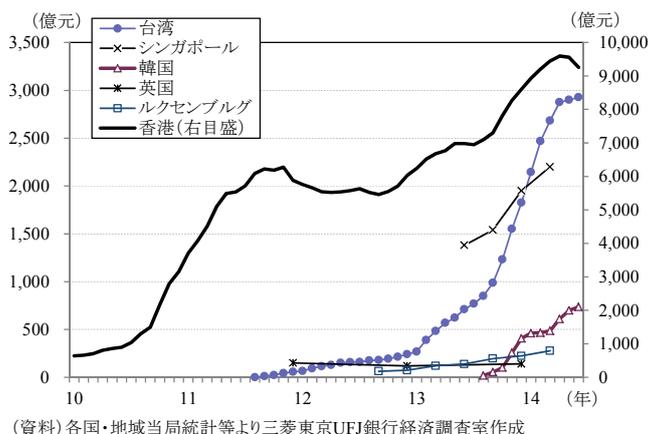
2. 人民元オフショアセンターの拡充

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ためには、海外における人民元の調達・運用の場となるオフショア人民元センターは不可欠である。中国当局はリーマン・ショック以前から香港に対しては人民元預金や人民元債券発行を解禁し、オフショア人民元センターとして稼働させていたが、リーマン・ショック以降は人民元業務の自由化を通じて、機能を強化し、人民元の国際化へのさらなる貢献を指向した。人民元のプレゼンスが高まるにつれ、世界各国でオフショア人民元センターとしての地位向上を目指す動きが顕著となり、市場間の競争が激しさを増しつつある。

(1) アジア・欧州で拡大する人民元預金・債券市場

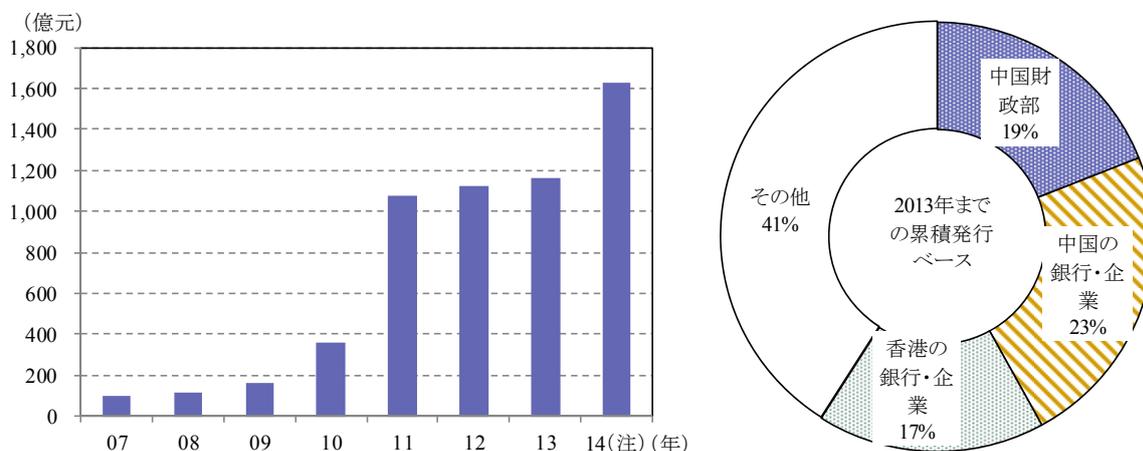
人民元オフショアセンターが世界各国に広がりを見せるなかでも、香港は依然として、他を圧する地位を堅持している。2014年6月時点の人民元預金残高をみても、香港は9,254億元と香港に次ぐ台湾の2,927億元の3倍以上の規模を誇る（第4図）。アジアの他地域では、シンガポールは3月時点で2,200億元と台湾に近いが、韓国は6月時点で736億元と水をあけられている。一方、欧州では、3月時点でルクセンブルグが794億元と最大で、パリは2013年9月時点で約200億元、ロンドンには2013年末時点で140億ドルにとどまっている。

第4図:各国・地域における人民元預金残高



人民元債券の発行額をみると、香港では（点心債と呼ばれる）2007～2010年の数百億元台から2011年には1,079億元と急増したが、2012年に1,122億元、2013年に1,166億元と千億元強の足踏み状態が続いてきた（第5図）。香港金融管理局によれば、2013年までの累積ベースの発行主体別の内訳は「中国財政部（中国国債）」が19%、「中国の銀行・企業」が23%、「香港の銀行・企業」が17%、「その他」が41%となっている。ちなみに、個別の事例からみると、「その他」は中国・香港以外の金融機関が多い模様である。

第5図:香港における人民元債券発行額と発行体の内訳



なお、点心債発行額は2014年には1～7月で1,631億元とすでに前年を大きく上回っている。中国の銀行・企業による発行が格段に増えており、その背景として、①中国において資金調達難が長期化していること、②中国よりも低利での調達が可能であること、③既発債券の借り換え需要があること——などが指摘されている。

2013年からは台湾、シンガポールでも人民元債券（台湾ではフォルモサ債、シンガポールでは獅城債と呼ばれている）の発行が開始された。台湾では3月に中国信託商

業銀行が初発行した後、6月までに遠東新世紀、東元電機、彰化銀行、ドイツ銀行と続き、発行額は合計で39億元となったが、その後、盛り上がりを欠き、当局の100億元という目標は達成困難とみられていた。ところが、11月に中国系金融機関の発行を解禁する規制緩和を行った結果、12月に中国の大手国有銀行香港支店による発行が相次ぎ、結局、2013年通年で13件106億元と目標を達成した。この傾向は2014年も変わらず、台湾における累積発行21件164億元のうち、12件107億元が中国の大手国有銀行香港支店による発行となっている。

一方、シンガポールでは2013年5月に英国のHSBC、スタンダードチャータード銀行が先陣を切って発行し、翌月にはシンガポールのDBS銀行、UOB銀行が続き、発行額は4行で25億元となった。さらに、11月には中国工商銀行シンガポール支店が20億元、2014年2月には中国銀行シンガポール支店が30億元、5月には中国海南航空が17億元を発行した。シンガポールにおける人民元債券発行は累積で7件92億元となる。

欧州では、英国でHSBCが2012年4月に香港以外で初となる20億元の人民元債券の発行を行い、7月にはブラジル銀行（1億6,600万元）、8月にはオーストラリア・ニュージーランド銀行（10億元）が後に続いた。その後は、11月に中国建設銀行（10億元）、2013年11月に中国工商銀行（20億元）、2014年1月に中国銀行（25億元）と、英国でも、やはり、中国の国有銀行の発行が顕著となった。さらに、2014年3月には世界銀行グループの国際金融公社（IFC）が人民元の国際化を支援するという位置付けで10億元の債券発行を行った。

2014年5月には、英国以外の欧州でも人民元債券の発行が始まった。ドイツの初発行は、ドイツ復興金融公庫で（10億元）、同月に中国農業銀行も続いた（12億元）。また、ルクセンブルグの初発行は同じく5月に中国銀行が行った（15億元）。

こうして世界各国で人民元債券発行が拡大しているが、どこでも中国の銀行による発行が主体となっている点が共通しており、国内よりも低利で為替リスクのないオフショア人民元資金の調達が発達している姿が窺われる。

（2）RQFII 投資枠の拡大

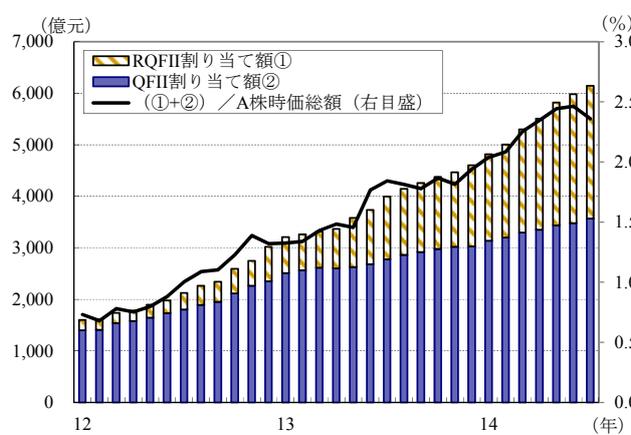
中国政府は、2002年から海外の機関投資家に対し証券投資を解禁するQFII（適格外国機関投資家）制度を導入していたが、2011年12月には、香港所在の機関投資家に対して人民元による対中証券投資を認めるRQFII（人民元適格外国機関投資家）制度を新設した。当初の投資枠はRQFII全体で200億元であったが、2012年4月には700億元に、さらに、11月には2,700億元に増額された。

その後、中国政府はRQFIIの対象を拡大し、2013年10月には、英国に対して800億元、シンガポールに対して500億元の投資枠を供与した。さらに、2014年6月にはフランスに対して、7月には韓国、ドイツに対して、それぞれ800億元の投資枠を供与した。これにより、RQFII投資枠は総額で6,400億元に拡大され、87社に2,576億元が割り当てられている。なお、台湾については、2013年1月の第1回中国台湾証

券・先物監督管理協力会議において RQFII 認可を含む証券分野の相互交流・開放に関する合意がなされたものの、これまでのところ、RQFII 投資枠の供与には至っていない。

RQFII 同様、QFII の投資枠も 2013 年には 800 億ドルから 1,500 億ドルに引き上げられている。外国機関投資家に割り当てられた認可額は RQFII・QFII とともに着実に拡大し、2014 年 7 月時点では合計 6,000 億元を超えているが、A 株（国内投資家向け株式）の時価総額の 2%強にとどまっている（第 6 図）。しかも、外国機関投資家が投資枠を完全に使い切っているとは限らず、株価の本格回復を促すには力不足であった（第 7 図）。

第 6 図:QFII・RQFII 認可額



第 7 図:上海総合株価指数



(3) 期待が高まる上海と香港の株式市場の相互開放

2014 年 4 月、海外投資家の人民元運用を格段に増加させるとの期待を担う新政策が打ち出された。上海と香港の証券管理当局が株式市場の相互開放で合意し、双方の証券取引所がそれぞれ新設する証券取引サービス会社を経由し、双方の証券取引所に株式の売買注文を出すことが可能となったのである。

中国側の投資家については 50 万元の金融資産を口座に保有することが条件となっているが、香港側の投資家には特段の規定はなく、海外の個人投資家に対し、香港経由で上海市場の株式投資を開放することになる。香港からの上海証取への投資限度額は総額 3,000 億元、一日当たりの取引額 130 億元に設定されており、上海 A 株の 7 月実績と比較すると、総額は時価総額の 1.9%、一日当たりの取引額は 12.5%となる。なお、中国から香港証取への投資限度額は総額 2,500 億元、一日当たりの取引額 105 億元とさらに小規模に設定されている（総額は 7 月の時価総額の 1.2%、一日当たりの取引額は同 20.5%）。

政策目的には、中国の資本市場の強化、両市場の金融センターとしての地位向上に加え、人民元国際化が掲げられており、中国からの香港株式投資も香港からの上海株式投資も使用通貨は人民元と定められている。

許容される投資額はさほど大きいわけではない。しかし、個人投資家に対する株式

市場開放は、2007年に打ち出された中国から香港向け投資の解禁という構想が、結局、香港への資本流出リスクを払拭しきれず、頓挫するという経緯を経て、ようやく実現の目処がたったものである。それだけに資本移動自由化における画期的な前進として内外の期待を高めている。7月下旬に10月開始の観測が報じられると、上海・香港両市場ともに株価が上昇したのも、そうした期待の現われと考えられる。

3. 上海自由貿易試験区における先行試行

2013年9月29日、上海市浦東新区の4つの保税區に上海自由貿易試験区（FTZ）が設立された。FTZは、行政、投資、貿易、金融の4分野に関し、全国に先駆けた改革を試行するための特別地域で、改革・開放政策導入当初に広東省深セン経済特區が製造業において優遇制度と規制緩和を通じて外資系企業を呼び込んだのと同様の効果をサービス業において再現させようとする試みである。上海については2020年を目標に国際金融センター化する国家的構想もあり、その意味でもFTZの進捗は重要視されよう。

9月27日に発表された国務院の「上海自由貿易試験区全体方案」によれば、金融面では、資本項目における人民元の自由交換、金利の市場化と並び、人民元クロスボーダー使用も主要な試行領域となっている。これを受けて、12月2日、人民銀行は全体方案の金融部門の細則に当たる「上海自由貿易試験区建設に向けた金融支援に関する意見」を発表した。同意見は、より具体的な改革内容を示しており、人民元クロスボーダー取引については、貸借・直接投資の規制緩和、人民元プーリング解禁等が盛り込まれた。実施に当たっては個別にさらに詳細な施行細則を要するものの、人民銀行は3カ月以内に大部分の改革に着手し、半年後には結果を総括、約1年で普及可能な金融管理モデルを構築するという目標を明らかにして改革意欲を示した。

人民銀行内では依然として自由化を巡る意見対立があり、実現は不透明との見方もあった。しかし、2014年2月20日、人民銀行上海本部は「上海自由貿易試験区における人民元クロスボーダー使用の拡大支援に関する通知」を公布し、人民元クロスボーダー取引から自由化に着手した（第3表）。FTZ内の企業を対象に、①国内外の企業グループ間で人民元を融通できる人民元プーリングならびに人民元集中決済、②人民元の対外借入枠の実質的な拡大、③クロスボーダー人民元決済手続の簡素化——を実現する細則が示され、人民元使用の自由度と利便性を大きく高めることで、人民元国際化に寄与するものと期待された。これに伴い、銀行とともに人民元プーリング、人民元集中決済、人民元の対外借入など新業務導入に向けた体制整備を進める企業の実例が報じられるようになってきた。

第3表:上海自由貿易試験区における金融自由化政策

上海自由貿易試験区建設に向けた金融支援に関する意見	実施のための個別規制における補則
人民元のクロスボーダー利用の拡大	上海自由貿易試験区における人民元クロスボーダー使用の拡大支援に関する通知(2月20日)
FTZ内企業はグループ内双方向の人民元ブローリング業務を展開し、海外関連企業に対し経常項目における集中決済サービスを提供可能。	FTZ内のメンバー企業1社が上海地域にある1銀行に開設した専用口座を使用。ブローリング資金は生産経営活動及び実業投資活動で発生した資金のみで、融資活動による資金は加えてはならない。
FTZ内の金融機関と企業は海外からの人民元資金借入れ可能。ただし、借入れた人民元資金による有価証券、デリバティブ商品への投資や委託貸付は不可。	企業の借入残高の上限は[払込済資本×1倍×マクロブレンデンス政策変数(現在は1)]を超えてはならない。期間は1年以上。
上海地区の銀行はFTZ内企業および個人の指図に基づき、経常項目及び直接投資のクロスボーダー人民元決済が可能。	銀行はネガティブリストに属する直接投資については審査・批准部門の認可文書の提出を要求。
金利の自由化	上海自由貿易試験区における小口外貨預金金利上限自由化に関する通知(2月26日)
条件が成熟した時に、一般口座の小口外貨預金金利の上限を撤廃。	小口外貨預金金利の上限を撤廃(3月1日実施)。
条件を満たしたFTZ内金融機関を優先的に大口譲渡性預金(CD)発行機関とし、FTZ内で大口CDを先行して試験発行。	【中国全体】銀行間市場における大口CD発行解禁(2013年12月9日)。
関連する基礎条件の成熟度合いに応じて、FTZ内において金利の自由化を推進。	
FTZ内の居住者自由貿易口座と非居住者自由貿易口座において市場に基づく人民元・外貨の金利決定モニタリングメカニズムを構築。	
外貨管理改革	上海自由貿易試験区建設を支援する外貨管理実施細則(2月28日)
多国籍企業本部の外貨資金集中運営方式パイロット企業の対象を拡大し、外貨ブローリングの管理を簡素化し、国際貿易決済センターの外貨管理を深化。	FTZ内で開設済みの国内外貨ブローリング口座、国際貿易決済センター専用口座を国内外貨資金マスター口座に統一。国内外貨資金マスター口座の新規開設は届出制。
直接投資における外貨登記および変更登記の権限を銀行に委譲し、事後管理を強化。取引の真实性とデータ収集の完全性を保証する条件で、対内直接投資に関わる外貨の人民元交換を自由化。	FTZ内の外資系企業は外貨資本金口座を開設している銀行に人民元専用預金口座を開設し、同口座を通じて資本金の人民元転換資金を使用。銀行は人民元専用預金口座の開設、閉鎖、収支等を報告。
金融リース会社の海外リース等の海外債権業務における個別認可を廃止し、登記管理に移行。	追加なし
海外への保証料支払時の審査を廃止し、直接、銀行での外貨購入、支払手続きを行う体制に移行。	銀行は外為管理局規定との合致を要確認。
新たな銀行口座システムの導入	上海自由貿易試験区分離記帳勘定業務実施細則(5月21日)
自由貿易口座による分離記帳管理を通じ、クロスボーダー投融资自由化。自由貿易口座と海外との資本移動は自由。一方、自由貿易口座以外との国内取引はクロスボーダー取引として管理の対象となる。	金融機関は既存業務と分離・独立した自由貿易専用勘定システム(Free Trade Accounting Unit, FTU)を構築したうえで、顧客ニーズに基づき、自由貿易口座を開設。自由貿易口座は経常項目と直接投資項目におけるクロスボーダー資金決済が可能。
自由貿易口座を通じたクロスボーダー融資、保証等の業務可能。条件が成熟した時には、口座内の人民元・外貨資金の自由両替も可能。自由貿易口座の人民元交換に対するモニタリング体制を構築。	
資本移動・資本市場の自由化	
FTZ内で就業しかつ条件に合致することを条件に、①中国人による証券投資を含む海外投資、②外国人による証券投資を含む国内投資を解禁。	【中国全体】上海と香港の株式市場の相互開放(10月開始見込み)。
FTZにおける直接投資では従来の審査手続きに関係なく、直接、銀行でクロスボーダー受払、両替が可能。	
FTZ内の企業、ノンバンクは海外からの人民元ないし外貨による借入が可能。	
FTZ内の企業による証券取引・先物取引を容認。FTZ内の企業の親会社による人民元債券発行を容認。	
条件を満たしたFTZ内企業は規定に基づき、海外証券投資及び海外デリバティブ投資業務が可能。	

(注) 特記なき限り、日付は2014年。

(資料) 各種当局発表等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

その後も、同じく2月中に、人民銀行上海本部は小口外貨預金金利の上限撤廃、国家外為管理局上海市分局は多国籍企業で試行されていた外貨プーリングの対象企業の拡大を含む外貨管理改革、5月には人民銀行上海本部が海外との自由な資本移動が可能となる自由貿易口座の新設——と「意見」の実施細則発表が続いた。こうした金融自由化の進展も人民元の魅力を高め、国際化を後押しする要因となろう。

ただし、資本移動・資本市場の自由化に関する細則発表は遅れている。資本移動に関しては、経常取引と直接投資におけるクロスボーダー資金決済の自由化のためには、銀行が従来の業務と分離・独立した自由貿易専用勘定システム（Free Trade Accounting Unit、FTU）を構築する必要がある、一定の時間を要することも一因であろう。一方、資本市場については、証券当局が上海と香港の株式市場の相互開放という一大イベントを前にその準備に追われ、FTZの独自対策まで手が回らないとも考えられる。

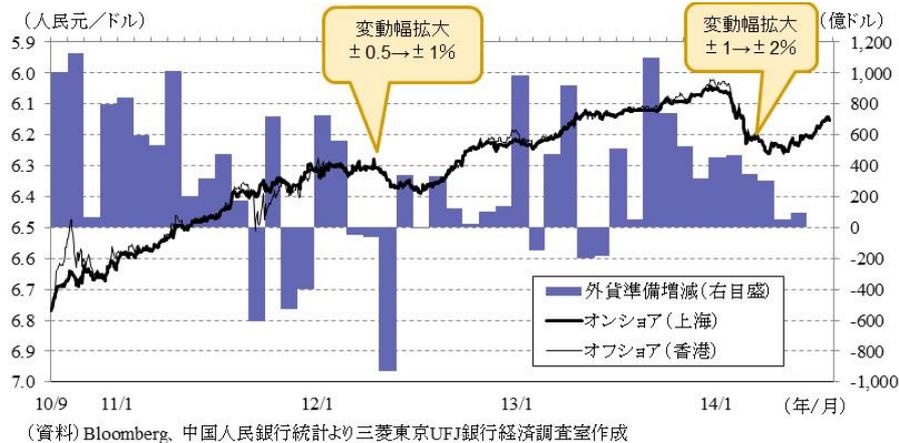
4. 習近平政権の金融改革は人民元の国際的プレゼンス向上を後押し

中国政府が2009年の人民元貿易決済解禁により、人民元国際化を本格始動させて以来、5年が経過したが、その間の人民元の世界的なプレゼンス向上は内外の想定を上回る勢いであった。他国への経済支援の余力を含めた実体経済における影響力の大きさや将来的な発展への期待などが新興国のみならず、債務危機のダメージから脱しきれない欧州においても、人民元の普及度を高めることにつながった。加えて、習近平政権の改革路線の下で、人民元国際化のハンディキャップである厳しい資本移動規制も緩和が進む展望が開けてきたことも奏功したと考えられる。

こうした過去5年間の人民元国際化の進展に伴い、人民元オフショア市場と中国内のオンショア市場は制度上、分断が続いているにもかかわらず、連動性が高まっている。

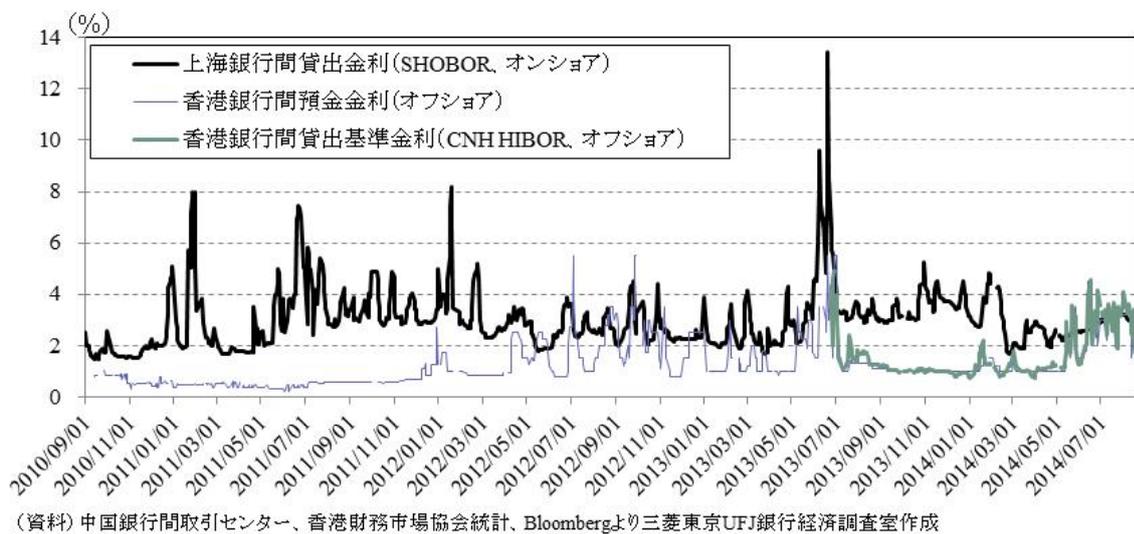
為替相場については、自由交換が可能な香港オフショア市場は、管理フロート制の下で時として当局が介入（外貨準備増減から判断すれば、ドル買い・人民元売り介入が主体）を行うオンショア市場よりもボラティリティが高く、人民元高であることが多い（第8図）。さらに詳細にこれまでの推移を辿ってみると、オフショア市場は2010年10月には人民元高、2011年9月には人民元安に大きく動き、オンショア市場との乖離幅を広げた。その後、オンショア市場で2012年4月に対ドル相場の日中変動幅が5年振りに拡大され（基準値の±0.5%から±1%）、2014年3月さらに±2%まで広がるなど、自由化が進むにつれて、乖離幅は縮小している。この背景として、輸出企業は人民元安の市場でのドル売り・人民元買い、輸入企業は人民元高の市場でのドル買い・人民元売りを選好することに加えて、輸出入等を利用した裁定取引の増加も指摘されている。

第 8 図: オンショア・オフショア人民元相場と外貨準備増減



金利についても、香港オフショア市場においては 2013 年末時点で人民元の預金残高は 8,605 億元に対して、貸出残高は 1,156 億元にとどまるという借入需要の乏しさからオンショア市場に比べ、金利水準は低かった。しかし、徐々にオンショア金利の高騰期に香港オフショア金利も上昇するケースが増えた (第 9 図)。とくに 2013 年 6 月にオンショア金利が史上最高水準に跳ね上がり、連動して、香港のオフショア金利も史上最高水準にまで高騰すると、中国の銀行がオンショア市場における資金需給逼迫を緩和するために香港市場を利用しているとの観測が広がった。

第 9 図: オンショア・オフショア人民元金利



2014 年 5 月以降、オフショア金利は一段とオンショア金利の水準に近づくようになった。4 月に上海との株式市場相互開放が発表されたのに続き、5 月には FTZ で自由貿易口座開設に関わる規定が公表され、資本移動自由化の本格始動の展望が開けたことなどが香港における人民元ニーズを高める新たなファクターとして加わったとみられている。

オフショア人民元債券発行も中国の銀行・企業によるものが増えていることを考え合わせても、現時点では、中国の銀行・企業によるオフショア市場活用がオンショア市場との連動性を高めるという色彩が強いようにみえる。ただし、香港オフショア市場において為替デリバティブ商品の規模が急速に拡大しており、オンショアの人民元相場にも影響を及ぼす攪乱要因となる可能性は大きくなりつつあるとの見方もある。

習近平政権はある程度、こうしたリスクも念頭に置いているようにみえる。従来の人民元国際化戦略は、国内金融・資本市場の攪乱要因となりかねない資本移動の自由化を抑制しつつ、人民元の国際使用を広げるために、スワップ協定に基づく人民元決済資金の供給、海外における人民元決済銀行の設置など他国に前例のない試みを駆使してきた感がある。しかし、習政権は二桁成長時代の終焉というニューノーマルの下で、安定成長を確保するための改革を追求するうえで、資本移動の自由化についても、過去の政権よりも段階を引き上げるスタンスをみせている。①為替相場の安定、②独立した金融政策、③資本移動の自由——の3つ全てを達成することはできないという「国際金融のトリレンマ」と呼ばれる概念からすれば、これは①、②のファクターの成立を困難にする。もっとも、輸出増加ペースの衰えが目立つ今日、金融当局自体がこれまでの安定的な人民元上昇という内外の固定概念を崩し、人民元は上下に変動する通貨であることを印象付ける方向に動いている。

資本移動の自由化と為替相場の変動は新たな投資マネーを呼び込み、人民元の国際的な位置付けはさらに向上するとの期待がある。同時に金融・資本市場を通じた中国と海外との連関性が強まることとなり、中国・海外ともに収益機会が広がる一方、リスクの波及も規模・スピードともに従来を大きく上回るという国際環境のニューノーマルには一段の留意が必要となろう。

以 上

(H26.8.29 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せよう、宜しく申し上げます。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。