



オフショア取引拡大機運等にみられる 人民元国際化の動き ～その背景と今後～

大和総研 経済調査部 シニアエコノミスト

齋藤 尚登

■ 1. 急増する人民元建て貿易決済

人民元が国際化される前は、海外における人民元取引は厳しく制限され、非居住者が人民元で貿易取引を行ったり、資金を運用することはできなかった。

中国が人民元の国際化を本格的に推進するようになったのは、2008年以降の世界金融危機によって、米ドルやユーロなど主要通貨の為替レートが大きく変動し、米ドルに過度に依存することのリスクが表面化したことがきっかけである。周辺国・地域との人民元建て

貿易決済を進めて、中国企業の為替変動リスクを低減することが目指されたのである。経済規模や貿易額がこれだけ大きくなるなか、中国政府に人民元をそれにふさわしい国際的地位に引き上げたいとの希望があることはいうまでもない。さらに、国内金融システムの強化・健全化に目処が付き、為替レートに関する規制緩和が一定程度進んで、人民元の国際化を進めるための準備が整ったこともあった。

人民元建て貿易取引がスタートしたのは、2009年7月1日付けで、中国人民銀行などの6部門が「クロスボーダー貿易人民元決済試行管理方法」および関連細則を発表したことによる。日本が円建ての貿易決済を認めたのは1960年であり、中国は49年遅れでその後を追っていることになるわけだが、その後のスピード感は目を見張るものがある。人民元建て貿易決済に関する規制緩和の状況は図表1に示した通りであり、最終的には2011年8月

〈目次〉

1. 急増する人民元建て貿易決済
2. 相次ぐ通貨スワップ協定締結の目的
3. 地位高まる香港オフショア人民元市場
4. 人民元の自由化・国際化と日本
5. オフショア人民元市場を巡る争奪戦

(図表1) 人民元貿易決済に関する規制緩和

2009/7	<ul style="list-style-type: none"> 中国の5都市（上海市、広東省広州市、深圳市、珠海市、東莞市）と香港、マカオ、ASEANとの間で、当局に認定されたテスト輸出企業による人民元貿易決済を解禁 テスト輸出企業365社を認定。2009年の人民元貿易決済額は35.8億元
2010/6	<ul style="list-style-type: none"> 中国の12省（広東省、遼寧省、吉林省、黒龍江省、江蘇省、浙江省、福建省、山東省、湖北省、海南省、四川省、雲南省）、4自治区（内モンゴル自治区、広西チワン族自治区、新疆ウイグル自治区、チベット自治区）、4直轄市（北京市、天津市、上海市、重慶市）に人民元貿易決済を解禁。全ての国・地域との経常取引に拡大 輸入貨物貿易、サービス貿易、その他の経常項目の決済を国内対象地域内の全ての企業に開放
2010/12	<ul style="list-style-type: none"> テスト輸出企業は67,724社に拡大。2010年の人民元貿易決済額は5,348億元
2011/8	<ul style="list-style-type: none"> 中国の10省（河北省、山西省、安徽省、江西省、河南省、湖南省、貴州省、陝西省、甘肅省、青海省）、1自治区（寧夏回族自治区）を追加、試行地域は全国に拡大 輸出貨物貿易については、従来通り政府の選定を受けたテスト輸出企業に限定 2011年の人民元貿易決済額は2兆800億元
2012/3	<ul style="list-style-type: none"> 人民元貿易決済を全ての輸出入経営資格を有する企業に拡大 2012年の人民元貿易決済額は2兆9,465億元

(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

にテスト地域が全国に拡大され、2012年3月には、人民元建て貿易決済が輸出入経営資格を持つ全ての企業に拡大されている。これによって、人民元建て貿易決済は中国国内の全ての貿易企業に認められるようになったのである。

人民元建て貿易決済額は2009年の35.8億元、2010年の5,348億元から、2011年と2012年は、それぞれ2兆800億元、2兆9,465億元に急増し、貿易総額に占める割合は、それぞれ8.9%、12.1%に上昇した。2013年の人民元建て貿易決済金額は4兆6,200億元で、貿易総額に占める割合は18.0%まで上昇している。人民元の貿易決済は、中国の輸入決済（相手国・地域の輸出決済）で使用されるのが全体の8割～9割程度と圧倒的に多くなっているのが特徴である。元高傾向が続くなか、相手国・地域の輸出企業が人民元を受け取れば、為替差益が享受できるためである。

さらに中国は、人民元建ての貿易決済だけ

でなく、2011年1月以降は対外直接投資（中国から域外への直接投資）を、2011年10月以降は人民元を使用した対内直接投資（域外から中国への直接投資）を解禁している。

中国人民銀行によると、人民元建て対外直接投資額は、2011年は202億元、2012年は292億元、2013年は856億元と、2013年に入って規模は拡大している。対外直接投資額に占める人民元の割合は、2012年は6.0%、2013年は15.6%であるが、後述する同時期の対内直接投資の人民元の割合と比べると、低水準にとどまる。中国から域外への直接投資は資源・エネルギーの獲得を狙ったものが多いが、それらの国々で人民元の流通や調達・運用手段が整備されていないことなどが、対外直接投資における人民元の使い勝手の悪さにつながっている。

対内直接投資について、2011年の人民元建て対内直接投資は907億元、2012年は2,510億元、2013年は4,481億元となっている。対内

直接投資に占める人民元投資の割合は、2012年は35.7%、2013年は62.5%である。域外人民元の多くは香港で保有されており、香港から中国への直接投資が多くを占めると考えられるほか、中国に進出済みの域外（外国）企業が中国国内で計上した利益を人民元建てで再投資していることが、人民元投資の割合上昇に寄与している。

■ 2. 相次ぐ通貨スワップ協定締結の目的

中国人民銀行は、2008年12月以降、各国・地域の中央銀行や通貨当局との間で人民元建ての通貨スワップ協定を締結している。2013年末時点では、23ヵ国・地域との間で累計2兆4,782億元に達する。当初は中国の周辺アジア国・地域、それに資源国との通貨スワップ協定締結が多かったが、最近では、2012年3月にオーストラリア（2,000億元）、2013年6月に英国（2,000億元）、2013年10月には欧州中央銀行（ECB、3,500億元）など、先進国との協定締結の動きが目立つようになっていく。

一般的に、中央銀行間の通貨スワップ協定は、短期流動性の問題が発生し、いわゆる通貨危機に陥った場合などに備え、金融システムの安定維持・回復を目的に締結される。これに対し、中国人民銀行が締結している人民元建て通貨スワップは、危機対応だけでなく、貿易・直接投資の相互促進を通じた経済発展、

さらには貿易・投資の人民元決済や人民元の外貨準備への採用など、人民元の国際化が強く意識されているのが特徴である。

以上のような人民元建ての貿易決済・対内対外直接投資決済、さらには相次ぐ通貨スワップ協定の締結などの効果により、人民元の為替取引も大きく増加。BIS（国際決済銀行）の外国為替取引通貨別シェア^(注1)をみると、人民元のシェアは2010年4月の0.9%から2013年4月には2.2%に上昇した。順位は17位から9位にジャンプアップし、ニュージーランドドルやスウェーデンクローネを上回っている。

■ 3. 地位高まる香港オフショア人民元市場

人民元の運用には、オフショア人民元市場での運用と、域外で保有されている人民元の中国本土での運用という2つのルートがある。前者のオフショア人民元市場で圧倒的なシェアを有するのが香港である。人民元の貿易決済では、香港の輸出決済（中国の輸入決済）で使用されるのが大多数を占め、これが香港の人民元オフショア市場としての地位強化に結びついている。このほか、米ドルにペッグ（釘付け）されている香港ドルは基軸通貨米ドルに対する変動性が極めて低く、このことが香港ドルの米ドルに対する計算可能性を高めていることもある。

(1) 香港の人民元建て預金の増加と人民元建て債券の発行

香港では、2004年2月に人民元建て預金が導入された。2010年後半から2011年11月にかけて人民元建て預金が急増したのは、元高誘導の加速と、人民元建て貿易決済のテスト地域が大きく拡大され、香港が保有する人民元が急増したこと、が理由である。

その後、香港の人民元建て預金残高はいったん減少したが、香港金融管理局は2012年8月1日より、香港の銀行が非居住者に対して人民元建て預金口座を開設し、人民元業務を提供するという新たな規制緩和策を打ち出している。

香港金融管理局によると、2012年末の香港の人民元建て預金残高は6,030億元と、香港の預金残高の9.0%を占め、2013年11月末時点では、同8,270億元、香港の預金残高に占める割合は11.5%に上昇している。ここもとの人民元預金の増加は、①非居住者の人民元預金に対する規制緩和、②米ドル金利に連動した香港ドル建て預金金利の低下、③人民元高の進行、により、人民元預金への選好が高まったためである。

香港で発行される人民元建て債券は、点心債 (Dim Sum Bond) と呼ばれ、2007年6月に解禁された。

香港における人民元建て債券発行額は2010年の357億元から2011年は1,505億元、2012年は1,733億元、2013年末は2,712億元と急拡大している。ちなみに、日本企業では、オリッ

クス、三菱UFJリース、東京センチュリーリース、三井住友ファイナンス&リース、三井物産、日立キャピタルなどが香港で人民元建て債券の起債を行っている。

(2) RQFIIによる中国本土への金融・証券投資

さらなる人民元の運用手段として注目されているのが、中国域外で保有されている人民元を中国の金融・証券市場に投資するRQFII^(注2) (Renminbi Qualified Foreign Institutional Investors、「適格域外機関投資家による人民元域内証券金融投資」) である。RQFIIは2011年12月にスタートした。当初の投資上限枠は200億元だったが、2012年4月に700億元、2012年11月には2,700億元へ拡大されている。

2012年4月以降は、香港証券取引所に上場される人民元建てA株上場投信 (ETF) の発行にも利用可能とされ、2013年3月以降は、投資額の80%以上を債券など固定収益商品に投資するとの規制は適用されなくなった。現在、RQFIIが投資可能な中国国内人民元建て証券資産は、①取引所上場株式 (含む新株発行・増資・割当増資)、②上場債券、③証券投資ファンド、④上場ワラント、⑤中国証券監督管理委員会や中国人民銀行が認めるその他の金融商品である。

RQFIIの投資主体は、2013年3月以降、従来の中国本土のファンド管理会社・証券会社の香港子会社に加え、中国本土の商業銀行・保険会社などの香港子会社と、香港で登記・

経営されている金融機関に拡大された。2013年末時点で、累計61社の金融機関にRQFII資格が認められ、そのうちの52社に合計1,575億円の投資枠が与えられている。

RQFIIは香港以外にも拡大されることが既に決まっている。中国証券監督管理委員会、中国人民銀行、国家外貨管理局は2013年7月12日にRQFIIのテスト地域として、台湾、シンガポール、ロンドンを加える方針を正式に発表。当局は新規増加投資枠として、台湾に1,000億元、シンガポールに500億元、ロンドンに800億元のRQFII投資枠を付与することを決定している。RQFIIの上限枠は従来の2,700億元から5,000億元に拡大したことになる。

■ 4. 人民元の自由化・国際化と日本

人民元の自由化・国際化は、日本企業の収益拡大や「円の国際化」にもメリットがある。

2011年12月の日中首脳会談で、両国は金融協力の促進で合意した。その内容は、①日中間のクロスボーダー取引における円・人民元の利用促進、②円・人民元の直接取引市場の発展支援、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日中金融市場発展のための合同作業部会の設置、である。

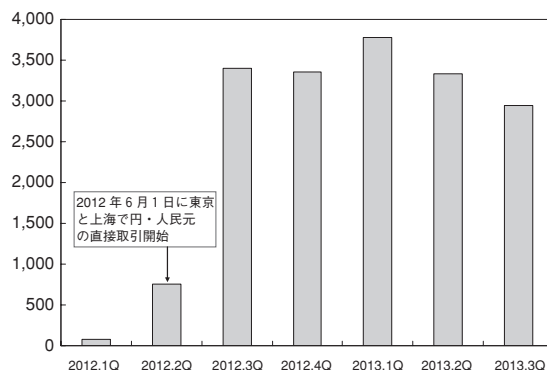
日中金融協力の一環として、2012年6月1日には、東京と上海の銀行間外国為替市場で、

円と人民元の直接取引が開始された。中国の大手商業銀行の人民元為替売買の対顧客スプレッドは、中間値に対して香港ドルとマカオパタカは0.19%、取引で圧倒的なシェアを有する米ドルは0.2%であり、その他の通貨は0.4%となっているが、円・人民元の直接取引が始まってからは、円は0.35%のスプレッドが適用されている^(注3)。中国人民銀行貨幣政策執行報告によると、中国（上海）外国為替取引センターでの円・人民元取引は、2012年1月～3月の77.2億元から2012年7月～9月には3,398.0億元へと急増している（図表2）。

中国は日本にとって最大の貿易相手国であるが、日中間の貿易決済は半分以上が米ドル建て、円建てが3割～4割、人民元建ては1%未満とされている。こうした状況に鑑みれば、今後、取引拡大の余地は大きいといえよう。

円・人民元の直接取引が拡大し、東京市場での人民元オフショア市場が厚みを持つようになれば、取引コストや為替リスクのさらなる低下、資金調達・運用手段の拡大など、日本企業にもメリットがもたらされる。さらに、円の利用拡大、金融商品・サービスの多様化・拡大は、日本の金融機関の収益機会の増大や円のプレゼンス向上など、東京の金融市場の活性化につながる可能性がある。日本としては、人民元の国際化による円の地位低下を懸念するのではなく、これを如何にして日本企業の収益拡大や「円の国際化」の進展につ

(図表 2) 中国 (上海) 外国為替取引センターでの円・人民元取引 (単位: 億円)



(出所) 中国人民銀行「貨幣政策執政報告」より大和総研作成

なげていくかが重要であろう。

この他、中国は2013年4月10日に、人民元と豪ドルの直接取引を開始している。中国(上海)外国為替取引センターの通貨別取引額シェアをみると、円は、2012年1月～3月の0.1%から2013年7月～9月には4.5%へ、豪ドルは同様に取り扱いが無い状態から0.8%へシェアを大きく拡大した。人民元との直接取引の開始が起爆剤となっている様子が見えてくる。同様に、米ドルのシェアは99.2%から92.8%へ低下しており、使用通貨の多様化がある程度進展しているといえよう。

さらに、中国と英国は、人民元と英ポンド、中国とシンガポールは、人民元とシンガポールドルの直接取引の開始で合意しており、今後の動向が注目される。

5. オフショア人民元市場を巡る争奪戦

香港金融発展局 (FSDC) が2013年11月18日に発表したレポートによると、今後15年間で人民元国際化の進展度合いが現在の米ドルの1/3程度まで高まる場合、オフショア人民元残高は約11兆元 (約184兆円) に達するという。足元のオフショア人民元残高は約1.2兆元であり、同レポートは今後15年間で年平均15.9%の増加を期待していることになる。

オフショア人民元市場については、香港は別格にしても、ロンドン、台湾、マカオ、ルクセンブルクなどが既に名乗りを上げ、今後の急拡大が想定されるオフショア人民元業務を巡り、まさに争奪戦の様相を呈している。

ロンドンでは外国為替取引やクロスボーダー人民元決済において、中国、香港に次ぐ地位

を占めている。その一方で、人民元貿易決済や投融資では台湾、シンガポール、ルクセンブルク、マカオの後塵を拝しているのが、現状である。

こうした中、ロンドンではオフショア人民元市場としての地位向上を目指した取り組みを本格化している。2012年1月に、英国のオズボーン財務相が香港を訪問し、香港金融管理局との間でロンドン・香港間のオフショア人民元業務に関する民間共同フォーラムの設置で合意。香港とロンドンとの人民元決済における時差の問題を解消するために、香港の人民元為替取引時間を従来の8:30~18:30から5時間延長して8:30~23:30に変更している。さらに、2012年4月には、「ロンドンシティ・オフショア人民元業務センター計画」がスタートし^(注4)、ロンドンを人民元業務の西のハブとし、国際貿易と投資における人民元の使用割合を高めるとしている。

一連の動きの中で、とりわけ注目されたのは、2013年10月の第5回中英経済金融対話での様々な合意や政策発表である。このうち人民元の国際化やオフショア人民元市場としてのロンドンの地位向上につながり得るのは、①人民元と英ポンドの通貨スワップ協定締結の有効活用を促進する。これにより両国の貿易の発展や、中国国内とロンドンのオフショア人民元市場の金融安定をサポートし、ロンドンの最も重要なグローバル人民元取引センターとしての地位を強固にする、②英国の規制当局は英国でリテール業務を行う中国の銀

行が支店を開設することを認める。これにより、中国資本の銀行の資本効率と流動性効率を高め、両国の経済貿易交流のためのサービスを強化する、③ロンドン、その他での決済、清算を通じて、ロンドンのオフショア人民元市場の流動性の維持をサポートする、④中国が英国に対して800億人民元のRQFII投資枠を付与する。ロンドンで人民元建て投資商品やコモディティ商品の取引を行うことで合意する、⑤中国と英国は中国資本の機関やその他の国際的企業が英国で人民元建て債券を発行することをサポートする、⑥中国と英国は上海の外国為替取引センターとロンドンのオフショア人民元市場で、人民元と英ポンドの直接取引を開始することで合意する、などである。

こうした合意を受けて、中国工商銀行(ICBC)や中国銀行が人民元建て債券をロンドンで発行。2014年1月7日には、英運用会社アシュモア・グループが中国政府からRQFIIの資格を取得している。

2012年9月以降の日中関係悪化により、人民元の国際化にかかわる日中政府間の取り組みは停滞している。例えば、日本政府による中国国債購入について、中国は2012年3月に650億元の運用枠を認可したが、現在まで実現していない。英国の例を持ち出すまでもなく、オフショア人民元市場の争奪戦の先鞭をつけるのは政府間交渉である。残念ながら日中関係悪化の影響はここにも色濃く表れている。

(注1) 1取引は2通貨の交換なので、合計は200%となる。

(注2) それ以前からあったQFII (Qualified Foreign Institutional Investors、適格域外機関投資家による域内証券金融投資) が、域外から持ち込まれた外貨を人民元に両替して中国の金融・証券市場に投資するのに対し、RQFIIは中国域外で保有されている人民元をそのまま中国の金融・証券市場に投資する点が異なる。

(注3) 豪ドルも人民元との直接取引が始まった2013

年4月以降、中間値から0.35%のスプレッドが適用されている。

(注4) 専門委員会のメンバーは、当初の中国銀行、ドイチェバンク、バークレイズ、HSBC、チャータード銀行の5行から、現在では中国工商銀行、中国農業銀行、中国建設銀行、中国交通銀行、RBS、シティバンク、JPモルガン、オーストラリアニュージーランド銀行の8行が加わり、計13行で構成されている。

