

為替リスクヘッジの視点から考える人民元の国際化

赤 羽 裕

はじめに

1. 人民元の国際化概観
 - (1) 経 緯
 - (2) 「人民元国際化」の長期計画と現状の整合性
 2. オンショア人民元（CNY）とオフショア人民元（CNH）の関係と為替制度
 - (1) 市場分断状況と人民元の売買自由度
 - (2) 人民元に関わる具体的施策について
 3. CNY/CNH に対する日系企業の為替リスクヘッジの考察
 - (1) 企業の対応手段の整理
 - (2) 為替リスクヘッジの具体的な運用
 - (3) 為替リスクヘッジニーズから求められる規制緩和・自由化
- おわりに

はじめに

本稿は、2016年にIMFのSDRの構成通貨に加えられるなど、中国経済の成長とともに「国際化」へ進んでいる人民元につき、考察するものである。人民元の国際化に関しては、多くの識者が分析・論評を加えていることから、ここでは、日系企業を中心とする、中国外企業にとっての為替リスク管理の視点を、考察の中心に据えたい。具体的には、中国の人民元に関する政策として、国内（オンショア人民元：CNY）と国外（オフショア人民元：CNH）を分離して管理しており、その実態を確認する。そのうえで、企業にとっての為替リスク管理手段の自由度やその流動性・市場規模について考察する。こうした考察の前提として、まずは「人民元の国際化」についても概観したい。その際の視点としては、大まかな流れを押さえるとともに、中国の中長期的な計画において、人民元の国際化の目的や位置付け、計画などを確認し、その進捗状況との関係で現状と展望も考える。

1. 人民元の国際化概観

(1) 経緯

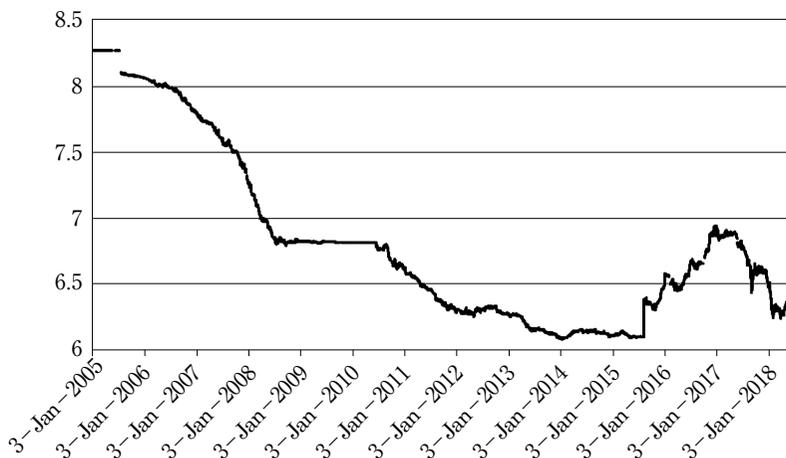
本稿では、現在の人民元の為替相場制度への転換点は、2005年7月の変更と考える。このときに、中国人民銀行は、「従来の対米ドルペッグ制から、市場の需給にもとづき、通貨バスケットを参考にする管理相場制への移行」を発表した。具体的には、下記の3点の実施にふみきった。

- ① 新制度移行時、従来の1ドル=8.27元から1ドル=8.11元と約2%切り上げ。
- ② 毎営業日終了後にインターバンク為替市場における取引通貨の人民元の終値を公表、それを翌営業日の取引の基準値とする。
- ③ 毎営業日の対米ドル人民元レートは、基準値の $\pm 0.3\%$ のバンド内で変動。(米ドル以外の通貨は、当該通貨の基準値の $\pm 1.5\%$ のバンド)

これ以降、為替先物取引の外国銀行への解放、通貨スワップ解禁など、企業にとって為替リスクヘッジ手段の拡充に資する方策が打ち出された。その間、人民元レートは緩やかながら対米ドルで元高の方向に進んだ(図表1)。それを促進するような施策として、2007年5月には1日の変動幅のバンドをそれまでの0.3%から0.5%に拡大をした。この変動幅の拡大は、その後もつづき、2012年4月には1.0%へ、2014年3月には2.0%へと変更された。この0.5%から1.0%への拡大までには約5年の間が空いているが、この間に国際化への施策も多く打ち出されている。

人民元の国際化にあたって、大きな影響を与えたものとしては、2008年9月のリーマンショックが考えられる。2007年8月のいわゆるパリバショックを契機にサブプライムローン問題が顕在

図表1 人民元の対米ドル相場推移(2005年1月3日~2018年6月30日)



出所) IMF データより作成

化、米国大手の投資銀行の一つであるリーマンブラザーズが破綻し、世界金融危機が発生した。この欧米発の金融危機に対して、中国は、2008年11月に「4兆元の経済対策」に乗り出し、世界的危機のさらなる悪化に歯止めをかける役割を果たした。また、経済成長にともない、2006年には外貨準備高で日本を追い越し、世界一となった。その大半は、米国債を中心とする米ドル建てであり、リーマンショック以降の米ドルの流動性逼迫などの局面を経験し、米ドル依存のリスクを強く認識したと思われる。その認識を明確に示したものが、2009年3月に発表された、当時の人民銀行総裁の周小川による論文“Reform the International Monetary System”と考えられる。当該論文の主旨は、「米ドルを基軸通貨とする現在の国際通貨システムの改革」を謳うものであり、一国の通貨（米ドル）を基軸通貨とするのではなく、1940年代にケインズが提唱した「バンコール」のような超国家準備通貨の創出を提案した。その現状の候補として、IMFのSDRの役割強化を打ち出した。それと合わせて、SDRの構成通貨もGDPのウェイトに合わせた見直しを提言していた。その提言は、2015年11月のIMFによる人民元の構成通貨入り決定、2016年10月1日からの人民元採用の実現につながっている。

上記の動きとともに、米ドル依存のリスクを認識した中国が、2009年7月より開始したのが、人民元の貿易決済での使用である。それまでは、資本規制の厳格運用のために、人民元の国外流出を認めておらず、対外決済については、外貨建てとされてきた。1997年のアジア通貨危機時の経験を振り返っても、タイ、インドネシア、韓国などのアジア諸国は、資本規制緩和の副作用として、海外投資家による自国通貨売り圧力上昇、米ドルベッグ制からの離脱、通貨危機・経済危機を招来することとなった。一方、当時の中国は元の対外流出を厳格に規制していたため、アジア通貨危機の影響をあまり受けずに済んだといわれている。人民元建ての貿易決済を認めるということは、元の対外流出を認めることとなり、大きな方向転換である。リーマンショックで認識した米ドル依存リスクをふまえ、国内企業の為替リスク回避にもつながる当該施策に踏み出したと考えられる。

上記の貿易決済での人民元使用は、当初は上海、広州、深圳など中国本土の一部都市とASEAN、香港、マカオとの貿易取引など、国内・貿易相手国とも限定して、試験的に解禁された。人民元の対外流出の影響を慎重に見極めながら、最終的には全面的な貿易決済での利用に漕ぎ着けた。貿易決済での人民元を拡大するにあたって、貿易相手国への人民元の供給が必要なことから、次に中国が取り組んだのが、二国間での通貨スワップ協定である。2008年12月の韓国を皮切りにアジア諸国から開始し、南米諸国やイギリスなど欧州にも広げ、現在は30以上の国・地域と協定を結んでいる。この協定によって人民元を相手国に供給することにより、中国からの輸出（＝相手国の輸入）が人民元建てとなっても、相手国企業が人民元を調達可能とする仕組とした。また、スムーズな人民元のクロスボーダー決済を可能にするため、クリアリング銀行を世界各国に置くといった措置も行った。次段階では、中国への輸出代金を人民元で受け取った企業の元建て

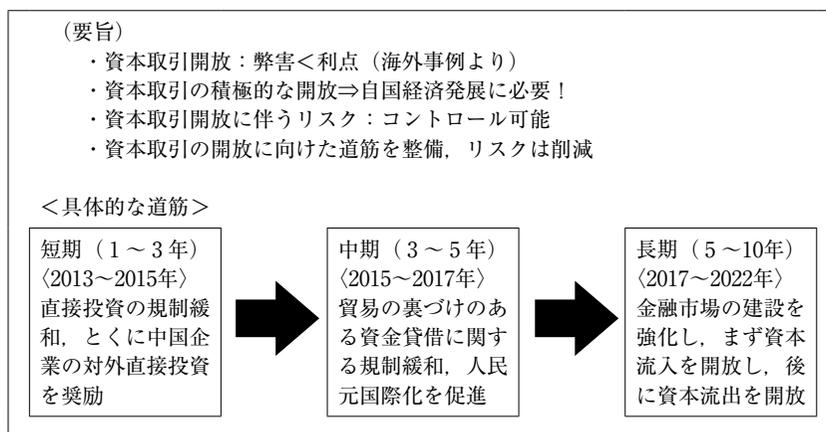
の資金運用および人民元の調達手段の多様化に資する策として、人民元建て債券発行を中国国内外で増加させるなど、戦略的に進めてきている。また、企業ベースの資金管理ニーズに関しての取組として、2013年9月に「中国（上海）自由貿易試験区」が発足したことも付言しておく。これは、企業の為替リスクヘッジにも関わる機能を有することとなるが、その点については後述したい。

（2）「人民元国際化」の長期計画と現状の整合性

前節では、国際化に関するおおまかな流れを概観した。つぎに、こうした流れを中国がどのように計画をしていて、現在はどの時点にあり、今後はどこまでを目指すのかについて、検討したい。

2008年リーマンショック以降、貿易取引をはじめとする対外決済での人民元使用に舵を切った中国の、資本取引の自由化に向けた計画を示すと考えられる論文が2012年2月に出された。「資本取引開放に関する中国人民銀行調査統計局論文」であり、その要旨は図表2のように考えられ、また、計画についても言及されている。

図表2 中国人民銀行調査統計局論文骨子



注）原文に具体的な年数の明示はなく，論文発表年に応じて筆者が追記
出所）国際通貨研究所（2012）等を参考に作成

上記の骨子を見る限り、現状の人民元の国際化に関連する「資本取引開放」は、ほぼ予定どおりに進められていると評価可能ではないだろうか。「短期」、「中期」で目指した項目はすでに達成済みであり、現在は、長期の項目に進んでいると評価できる。2018年4月には、金融や自動車製造に関する外資の過半出資を認める方向を示すなど、「資本流入開放」の姿勢を示した。今後は、人民元相場の変動要因、とくに人民元安に大きく影響し得る「資本流出」に関する開放施策をどのように進めていくかが注目されるであろう。

ここで、先行研究から、ひとつ重要な示唆を確認しておきたい。村瀬（2012）は、中国の通貨政策の実施にあたっての3原則「主体性の確保、管理可能性、漸進性」を指摘している。そして、この原則に沿えば、人民元は「管理された国際化」を目指すこととなり、以下のような課題を指摘している。

- ① 「管理された」国際通貨と内外分離政策
- ② 内外分離政策の費用対効果
- ③ 国内金融改革・金利自由化の遅れ
- ④ 複数為替相場と複数金利の問題
- ⑤ 漸進的資本規制緩和と「相場形成メカニズム」の改善

これは、おそらくいまでも残存していると考えられる。現在、進んでいる「第13次5カ年計画（2016年～2020年）」に関して、2015年11月9日の中国メディア「財新」において当時の中国人民銀行総裁の周小川氏は、2020年までに人民元は国際通貨となることを目指すと述べた。しかし、後述するような為替レートの変動が急激になる事態に関しては、機動的に管理を強化する姿勢は維持されている。目指す「人民元の国際化」が、名実ともに「兌換可能で自由に使用できる通貨」の段階に至るまでは、長い時間を要すると考える方が無難であろう。また、先進諸国で実現されているような、完全に自由な資本取引の弊害がリーマンショックなどで顕在化したことを勘案すれば、人民元の「管理された国際化」は、村瀬（2012）の指摘どおり、将来の国際通貨体制の在り方を考える面もあるといえよう。

2. オンショア人民元（CNY）とオフショア人民元（CNH）の関係と為替制度

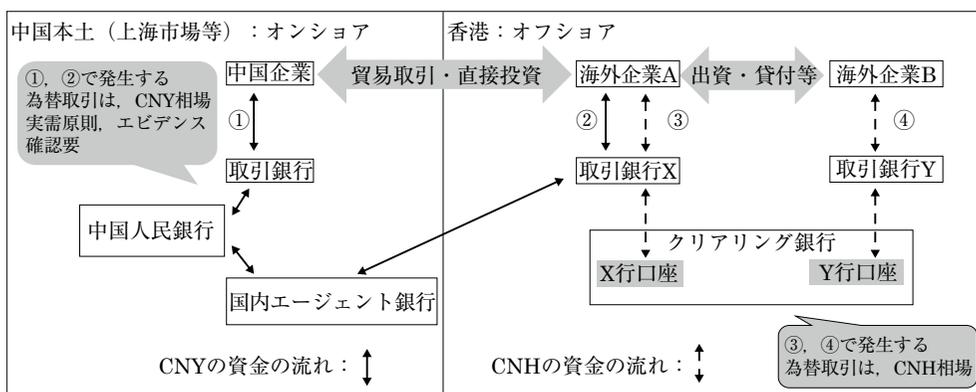
（1）市場分断状況と人民元の売買自由度

前章で述べたように、「管理された国際化」の過程にある人民元について、本章では中国の内外市場分断政策の状況を確認したい。

現在は、多くの国にクリアリング銀行を置き、海外での人民元の決済を可能にするインフラができつつあるが、その第1号が置かれたのは香港であり、いまでも、人民元のオフショア市場としては、最大であろう。1国2制度で上海市場と並存している香港市場を例に、オンショア市場とオフショア市場の関係を整理したい。

概略を示すと図表3のようになり、中国国内と海外との人民元（CNY）の出入りは実需原則にもとづき厳格に管理をしている。一方で、海外における人民元（CNH）は、中国が直接管理できるわけではないが、国内の各種規制の変更等があれば、その影響を受け、為替相場や金利も変化する。ただし、内外分離を厳格に行っているためCNYとCNHの裁定がリアルタイムではできないことから、為替相場および金利とも事実上、複数存在していることとなる。

図表3 人民元オンショア市場とオフショア市場



出所) 村瀬 (2011), 邦銀各行 HP を参考に作成

人民元の売買に関する自由度の観点では、前述のとおり、オンショア市場においては実需原則が存在するために、為替取引は自由にはできない。一方で、オフショア市場では為替取引に制限はないため、基本的には売買は自由にできると考えられる。その場合、「元売」については、単純に米ドルなど他通貨に変換後使用することとなるが、「元買」については、入手した人民元のその後の用途については、中国への支払に充てる場合、貿易代金なのか証券投資なのかにより、自由度に差が生じることとなる。

ここで、前述の CNY と CNH の為替レートの違いについて確認したい。図表4は2018年6月中旬の5営業日のみのデータを抽出したものであるが、CNY と CNH の差が、小さい日で0.02%、大きい日では0.39%生じている。取引金額の大きい為替取引において、この差は決して小さなものとはいえないであろう。

図表4 CNY と CNH の対米ドル為替レートの違い（日次クロージングレートの差）

	CNY (A)	CNH (B)	A - B	違いの比率 (%)
2018/6/11	6.4016	6.3982	0.0034	0.053112
2018/6/12	6.4041	6.4054	-0.0013	0.020299
2018/6/13	6.4051	6.3889	0.0162	0.252923
2018/6/14	6.3923	6.4174	-0.0251	0.392660
2018/6/15	6.4168	6.4238	-0.007	0.109089

注) 違いの比率は、両者の差の絶対値の CNY への比率を%で表示

出所) みずほ銀行(中国)有限公司公表データより作成

人民元の国際化にとまなない、貿易を中心とする実需取引、とくに中国側の輸入取引による海外への CNY での支払がなされた場合、海外企業が人民元を保有することとなる。ここで保有された

人民元は、すでに中国外で保有されていることとなり、その保有企業は人民元を受領した時点、あるいは、その後の任意のタイミングで、オフショア市場で当該金額につき「元売り・米ドルなど他通貨買い」を行うことが可能となると考えられる。この場合、原資はCNYであったものが、オフショア市場で売買されるため、CNHとなっている点は注目できる。中国人民銀行の規制が届かないオフショア市場で、こうした人民元の売買が増加する場合、いずれ為替レートへの影響も大きくなり得ると考えられる。そう考えると、中国外の企業や投資家が保有する人民元が増加した場合に、人民元のまま保有・投資できる、オフショアでの人民元建て債券などの商品の品揃えを増やすことも、為替相場の安定には必要となると考えられる。次節では、こうした人民元建て投資への中国の制度対応状況と為替相場管理に関する動きを確認したい。

（2）人民元に関わる具体的施策について

証券投資に関しては、中国当局は、QDII（適格国内機関投資家）とQFII（適格国外機関投資家）の制度を運用している。前者は、認定された国内の金融機関を通じた居住者による対外証券投資を認めるもので、後者は、認定された海外の金融機関を通じた非居住者による中国国内の証券投資を認めるものである。ともに、資本取引規制・管理の視点で、投資枠を認可制として運用がなされている。CNY・CNHとの関係では、同様の制度の人民元建てのRQDIIとRQFIIがある。前者により、国内機関投資家が海外の人民元建て債券等への証券投資が可能となった。また、後者は、オフショアにある人民元（CNH）の中国国内の元建て証券への投資を可能にし、資金の国内還流の仕組みを立ち上げたと考えられる。こうした人民元建て証券投資の受け皿とクロスボーダーでの投資も認めることは、保有する元をそのまま保持させることとなり、国内外で「元売り」圧力を弱める効果があると考えられる。

つづいて、最近の中国の為替制度に関わる動きを確認したい。すでに図表1で示したとおり、人民元の対米ドル為替相場は、2015年の夏以降、大きく元安方向に動いた。その後は反転し、ほぼ安定している¹⁾と評価できるが、2005年7月の制度変更以降、漸進的な元高へ推移していたことを勘案すると、大きな出来事であったと考えられる。そのきっかけは、2015年8月に行われた、毎営業日の基準値の算出方法の変更であった。内容としては、「前日の市場の終値を参考に、外貨需給や主要通貨の為替レート等を総合的に判断して決定する。」というもの。これに合わせ基準値は、8月11日から3日間連続で元安方向に設定された。変更の主旨は、同年11月に正式決定されるIMFのSDRへの人民元の構成通貨としての採用に向けて、より市場主導型の基準値算出方法

1) 2018年6月末までの為替レートを確認した。同月の後半以降は、7月6日の米国による中国への追加関税発動の予定日であることから、元相場は下落局面にある。「米中間の貿易戦争」との兼ね合いで人民元安に誘導する可能性がある一方、2015年8月のような急落は回避する姿勢もあり得るため、7月以降はさらに変動する可能性がある。

への変更であったものと推察される。しかし、市場では、輸出企業の支援策との見方もなされ、中国経済の不透明感から元安方向へと為替相場は大きく動くこととなった。

こうした動きの中、2015年12月からは、中国人民銀行が運営する中国外貨交易センター（China Foreign Exchange Trade System）がCFETS インデックス²⁾を導入した。それ以降、毎営業日の基準値は、前日終値とそのCFETS インデックスを参考に決定されるように変更された。つづいて、2017年1月からは、当該インデックスの通貨バスケットの対象が、従来の13通貨から24通貨に拡大された。一方、2016年には人民元安と資本流出を憂慮して、海外送金額を一定範囲内に抑える窓口指導実施との報道がなされた。さらに、2017年5月には再び基準値の算出方法が変更され、前日終値とCFETS インデックスに、あらたに「反循環的調節要因」も参考要素に加えるとの発表がなされた。このあらたな「要因」は、詳細は不明ながら、市場心理の偏りによる一方的なレート動きの抑制と国内経済ファンダメンタルズの変化をより反映しやすくするもの。従来対比、急激な為替変動を防止する方向で、基準値設定が可能になると考えられた。なお、一連の動きは、随時の見直しもなされており、窓口指導は2017年春には緩和、反循環的調節要因については、2018年1月には実質的に撤廃と、それぞれ報道がなされている。

上記の諸施策もあってか、現在の人民元の為替レートは、比較的落ち着いていると考えられる。ここで、企業の為替リスク管理の視点で、上記をあらためて見てみたい。CEFTS インデックスの導入は米ドル依存からの脱却の姿勢とともに、基準値算出の透明性を高める観点では、好意的に評価できる。一方で、報道ベースながら、窓口指導や「反循環的調節要因」については、その運用の透明性が不足しており、企業の立場では、対応に苦慮する部分が大いと考えられる。とくに、矢継ぎ早にさまざまな施策が打ち出されたことは、企業にとっては、「制度変更リスク」の高い国、あるいは高い通貨との印象を与えることとなり、目指しているのが「管理された国際化」だとしても、中国あるいは人民元にとっても、好ましくない傾向であろう。

3. CNY/CNH に対する日系企業の為替リスクヘッジの考察

（1）企業の対応手段の整理

前章までで確認した人民元の状況をふまえ、日系企業の為替リスクヘッジに関して考えたい。為替リスクヘッジの手法としては、大きく分けて「市場性取引（企業外ヘッジ手段）」と「バランスシート調整（企業内ヘッジ手段）」の二つに区分が可能であろう。前者は、為替予約や通貨オプションなどデリバティブ取引全般も含めた銀行等金融機関を相手にして行う契約をともなう取引

2) 米ドルレートに代わる新たな基準となる人民元レート指数。13カ国・地域の通貨から成る通貨バスケットで開始された。

である。一方、後者は、事業にともない自社の保有する外貨建債権・債務の金額および決済タイミングをコントロールするものである。「コントロール」とは、債権・債務を両建てし、同一通貨で保有する「マリー」や決済時期を早めたり、遅らせたりする「リーズアンドラグズ」などを指す。

人民元に関しては、CNYとCNHが並存することを前提に、日系企業を例として、とくにグループ企業を日本本社、中国、中国以外のアジア等海外に保有するケースで考える。まずは、中国内と中国外で区分して考える。中国国内で複数のグループ企業を保有しているのであれば、そのグループ間での余剰資金・不足資金を融通し合うプーリングが考えられる。プーリングについて、人民元と各外貨で区分をして、効率的な資金運営を行い、前述のマリーを中心に、債権・債務の両建てで為替リスクをミニマイズする。そのうえで、最終的に債権、あるいは債務サイドで為替リスクに晒される部分を為替先物予約等、市場性取引でヘッジすることが可能であろう。ただし、その際には、CNYに関するリスクヘッジであることから、実需原則にもとづく説明が可能であることが前提と考えられる。中国国内であるため、人民元部分に関しては、特段のリスクヘッジをしないとの考え方もある。このあたりは、日系企業であれば、日本本社の連結決算への影響も勘案するなど、本社との相談・検討が必要となろう。

一方で、中国国外では、人民元のみを中国向けと日本本社および中国以外の海外分として管理し、日本本社、あるいは、香港等でCNHのプーリングを実施、マリー後のネットのCNHのエクスポージャーに関してCNHとして市場性取引によるヘッジを行うことが考えられる。なお、他通貨については、全世界ベースでの把握と必要な為替リスクヘッジの手段を講ずることとなる。CNHとCNYとの合算での為替リスクヘッジを考える場合は、第1章で付言した自由貿易試験区の利用が考えられる。

2013年9月に設置された上海での自由貿易試験区では、域内限定で各種の規制緩和を開始した。状況を見ながら、その後、広東省や天津市など他地域での試験区設置と規制緩和の推進が並行して進められている。試験区の詳細には触れず、ここでは、為替リスクヘッジに関連する「クロスボーダー人民元プーリング」に注目する。2014年2月に上海自由貿易試験区内の企業を経由させる形式で、クロスボーダーでの双方向の人民元プーリングを解禁した。その後、徐々にその使い勝手をよくする方向で規制緩和を行っている。これを企業が活用すれば、CNYとCNHの合算での市場取引でのヘッジも視野に入る。ただし、CNHの国内流入額には上限が設けられるなど、中国側の内外分離管理の姿勢は維持されており、何が可能で、何が不可能なのかを、慎重に確認しながら、運用方法を探っていくこととなると考えられる。

（2）為替リスクヘッジの具体的な運用

前節では、リスクヘッジ手法のうち、主に「企業内取引」を中心に、CNYとCNHを区分した

「マリー」を中心とする運用を検討した。そこで、本節ではマリーで両建てした後に残る人民元のエクスポージャーに対する「企業外取引」の現状を考える。

図表3にあるとおり、CNYには実需原則があり、機動的な為替予約等は困難。一方で、CNHは中国側の規制がおよばないことから、機動的なリスクヘッジが可能である。ただし、母国市場での規制が強いことは、企業側のニーズに応えるべき金融機関側にとっては、そのインターバンク取引によるカバー取引の市場流動性の厚みに疑問が残る。

そこで、BISが3年に一度行う、為替取引に関するサーベイデータで、外為取引の主要3通貨である米ドル、ユーロ、日本円と人民元（CNYとCNH合算）を比較することにより、その点を検証する。図表5によれば、まずは、主要通貨の3番手である日本円と比較しても、その取引高が

図表5 為替取引におけるタイプ別シェアおよび非金融機関向け取引高

(単位 百万ドル)

	合計	SPOT		Outright forwards		Foreign exchange swaps	
CNY	202,055	67,555	33.43%	27,984	13.85%	86,030	42.58%
USD	4,437,554	1,385,410	31.22%	599,764	13.52%	2,160,211	48.68%
EUR	1,590,573	519,363	32.65%	177,530	11.16%	807,131	50.74%
JPY	1,095,562	394,931	36.05%	151,068	13.79%	457,929	41.80%
〈うち非金融機関向け取引〉							
CNY		10,022	14.84%	3,147	11.25%	1,889	2.20%
USD		92,962	6.71%	64,297	10.72%	106,503	4.93%
EUR		34,480	6.64%	23,978	13.51%	68,174	8.45%
JPY		21,946	5.56%	14,479	9.58%	17,601	3.84%

	Currency swaps		FX options Sold		FX options Sold		FX options Bought	
CNY	2,618	1.30%	17,868	8.84%	12,138		12,068	
USD	73,820	1.66%	218,350	4.92%	144,569		146,214	
EUR	22,290	1.40%	64,259	4.04%	44,248		41,645	
JPY	18,119	1.65%	73,516	6.71%	45,041		49,300	
〈うち非金融機関向け取引〉								
CNY	105	0.59%			564	4.65%	847	7.02%
USD	3,577	1.64%			10,797	7.47%	15,229	10.42%
EUR	1,841	2.86%			3,658	8.27%	3,286	7.89%
JPY	446	0.61%			3,998	8.88%	7,719	15.66%

注) 網がけ部分は、原データなし。通貨オプションは、「売」と「買」の単純合算が取引高とはなっていない。
出所) BIS Surbey (2016) データより作成

5分の1以下であり、市場規模がまだ小さいことがわかる。

つぎに、為替予約や通貨スワップなどタイプ別の取引高とその割合、そのうちの非金融機関向け取引（事業法人顧客取引と想定）のシェアを確認した。主要3通貨間でも、ばらつきが見られる中、人民元の特徴的な点が二つ指摘できる（太字部分）。一点は、SPOT取引（＝直物取引）における「顧客取引」のシェアの高さである。言い換えるとインターバンク取引のシェアが高くないと考えられ、実需取引の高さを表していると考えられる。もう一点は、通貨オプションの銀行側の「売取引」のシェアの低さである。これは、企業側での為替リスクヘッジ手法としての通貨オプションの利用度が低いと想定可能であろう。前者からは、市場流動性の厚みが、他の主要通貨と比べると低いことが考えられる。後者からは、為替予約対比、為替レートの変動によっては、自社に有利に市場レートが動いた際にそのメリットが享受できる、企業の「買い」の通貨オプションがまだ浸透していないと思われる。このあたりは、企業ニーズの規模や市場の流動性の高さとともに、通貨オプション購入時に支払う必要のある「オプションプレミアム」の価格といった問題もあるかもしれない。（この点は、今後の確認、研究が必要である）。一方で、企業の「売り」の通貨オプションのシェアはユーロ並みとなっている。当該取引は、市場レートの動向次第では、企業側の為替リスクは無限大になり得る。前述の企業の「買い」の浸透度合いが低いことを勧告すると、中国側の輸入企業の「ドル買い人民元売り」、または、輸出企業の「ドル売り人民元買い」の、実需ベースの取引が中心であり、当該通貨オプションが行使された場合でも、オプション行使価格レートでの為替予約と同じ効果を持つ取引³⁾が中心と想定できる。

ここで現実の日系企業の声を確認した先行研究を参照する。清水（2018）は、日系企業の海外現地法人への2010年と2014年のアンケート調査から、以下の三点を示している。①人民元の国際化進展により、貿易決済通貨として取扱いやすくなったと考える企業が増える一方、人民元相場の変動を気にする企業が増えた。②日本の海外現地法人の人民元利用は中国国内が主であり、オフショア市場はあまり活用していない。③中国現地法人と日本本社間の企業内取引では、人民元建て取引が徐々に増えている。

3) 輸出企業の「ドル売り人民元買い」の通貨オプションの「売り取引」を事例にすると以下のような内容となる。オプション行使価格「1ドル=6.5元」の通貨オプションを企業が銀行に売却した場合、オプション行使期日（通常は資金の受渡日の2営業日前）の市場実勢が6.5元よりも元安ドル高（たとえば1ドル=7.0元）であれば、銀行（オプションの行使権利保有者）はオプションを行使し、資金の受渡日に6.5元を企業に受け渡し、1ドルを受領。市場に対しては、1ドルを支払い、7.0元が受領できる。この際、企業側がドルを保有していなければ、同様に7.0元を市場に支払い1ドルを調達することとなり、元安方向へは、無限大（たとえば1ドル=100.0元）の為替リスクを負うこととなる。しかし、実需ベースでドルを保有していれば、1ドル=6.5元の為替予約をしていたこととなり、別途受領していたオプションプレミアム分は実質有利なレートとなる。輸入企業の「ドル買い人民元売り」は、同様の考え方で向きが逆となるものである。

これは、日系企業が対外取引で人民元建ての利用を増やしているのは、日本本社との間の取引であり、その最終的な人民元の為替リスクは本社が管理し、そのヘッジを行っているとも解釈可能であろう。そうした取引におけるヘッジは、実需分と説明可能であれば CNY として、そうでなければ CNH として、なされると想定できる。

なお、日系企業がこうしたグループベースの為替管理を考える場合は、まずは、グループ企業内の資金フローの「見える化」が大前提となる。そこから、国内およびクロスボーダーでのプーリング、ネットィング、債権・債務両建てのナチュラルヘッジへと段階的に管理体制を整えていくものと考えられる。その体制が整ったうえで、グループ内で金融統括会社あるいは部署で、市場性取引も活用して、集中的に為替リスクを管理するのが理想的と考えられる。人民元についていえば、CNY と CNH の制約をどのように克服するかが課題であろう。たとえば前者の担当部署を上海に、後者の担当部署を香港に置き、将来的に内外分離の規制がなくなる、あるいは緩和された際には、その統合を図るといった将来像が描けるのではないだろうか。

(3) 為替リスクヘッジニーズから求められる規制緩和・自由化

最後に、前述のような人民元の為替リスクヘッジ体制を企業が整えるうえで、期待される「人民元の国際化」、あるいは「規制緩和・自由化」について、考察をしたい。「国際化」について、一般的にいわれることは、「資本規制の自由化」が必要ということである。いずれ、そうした時代も来るかもしれないが、まだ相当の時間を要すると思われる。現在の中国が目指しているのは、第1章で触れた、村瀬(2012)のいう「管理された国際化」と考えられ、3原則の「主体性の確保、管理可能性、漸進性」も当面は維持されつづけることを前提に考えたい。

中国のこれまでの取組を振り返ると、人民元相場の急激な変動、とくに資本流出を引き起こす「元安」方向への変動は、何としても阻止をしたいとの姿勢が見受けられる。これは、2015年8月の自らの基準値算出ルール変更と元安方向への基準値改定をきっかけとした、大幅な元安への動きに対してのアクションにも表れている。前述のとおり、資本流出を防ぐための「窓口指導」、基準値算出ルールに対する「反循環的調節要因」の追加は、その姿勢を示す具体的なものである。この他にも、2015年10月には、為替予約のうち、顧客の「人民元売り」予約に応じている金融機関に対して、一定割合で「外貨リスク準備金」を中国人民銀行へ預ける規制を導入した。「売り」サイドのみであり、元安阻止の具体的なアクションの一つといえる。こうした国内での規制のみならず、オフショア市場である香港においても、行動した実績はある。具体的には、2017年1月に、元安への動きに対して、香港市場における HIBOR (香港銀行間市場) の人民元のオーバーナイト金利を急騰させ(報道ベースでは同年1月6日に61.33%)、人民元売のための原資となる調達金利を上げることにより、市場における売圧力を抑えたといわれている。

こうした姿勢から考えられるのは、人民元の為替レートを安定させる、言い換えれば、中国当

局の管理可能な範囲での変動は許容、急激な変動、とくに元安方向は断固阻止する。そのうえで、徐々に人民元の国際的な利用シェアは上げていく方針と考えられる。これが中国企業にとっても、好ましいと判断されているのではないだろうか。ただし、企業にとっては、中国企業も含めて、「制度変更リスク」を常に意識しないといけないことは好ましくない。人民元の利用シェアを高めるためには、こうした企業の懸念を払拭するような、安定的かつ透明性の高い為替制度や資本取引ルールの運営が期待されるであろう。

人民元の為替レートの安定自体は、中国企業に限らず、日系企業も歓迎するであろう。内外分離による CNY と CNH での為替レートの違いの存在を前提としつつも、クロスボーダーでのプーリングの自由度を上げていくことは、中国企業の海外進出が増加している現状や一帯一路などでの海外インフラ事業の増加も想定した場合、検討可能と思われる。日系企業の立場では、中国外での CNH の使い勝手や為替リスクヘッジも含めた市場流動性の厚みを持たせるために、日本への早期の人民元クリアリングバンク設置が望まれる。2012年6月に、円一元直接交換市場が創設され、取引が開始されたにもかかわらず、活性化しない現状を打破するきっかけにもなると考えられる。

実際に、2017年5月に、2年ぶりに「日中財務対話」が開催され、2018年5月には、その流れを受け、日中首脳会談が開催された。その場で、前述の RQFII 枠が日本に対して2000億元付与されることとともに、人民元クリアリング銀行の設置と円一元通貨スワップ協定の締結のための作業を早期に完了させることで合意した。これが実現すれば、図表3で示したような CNH の決済が日本国内で、よりスムーズに可能となり、各企業や銀行が人民元の取扱を増やすインフラの改善と考えられるだろう。

日本側から見た場合、人民元の使い勝手がよくなり、また、円一元直接交換取引を増加させることは、対人民元の視点に限定せず、「脱米ドル」の動きとも解釈可能である。実際、2018年3月には、タイとの間で円－タイバーツの直接交換取引も展望した、「現地通貨の利用促進のための協力に関する協力覚書」が締結されている。締結相手のタイに目を向ければ、ASEAN 経済共同体の動きもある中、相互の通貨の直接交換も可能とする内容で、Local Currency Settlement Framework（以下 LCSF）の取決めを、マレーシア、インドネシアとも締結している。（同様の取決めは、マレーシア－インドネシア間でも結ばれている。）ASEAN 諸国では、近年、本国通貨を下落させない方向での為替管理規制が増加⁴⁾しており、国内取引では本国通貨決済を求める動きが強まっている。こうした動きは、日系企業の立場では、従来の米ドルおよびユーロを中心に為替リスク管理体制を構築しておけばよい段階から、人民元に加えて、ASEAN 各国通貨へも管理スパン

4) インドネシアでは、2015年1月より「外貨建て対外債務ヘッジ比率規制」を導入、2015年7月より「国内取引におけるインドネシア・ルピア使用の厳格化」を開始。マレーシアでは、2016年12月より「輸出代金のうち75%のマレーシアリングへの両替義務」を課した。

を広げていく必要が出てくることを示す。これは、日系企業のみならず、ASEAN+3 域内の各国企業にも同様の問題が生じ得るといえる。

人民元の国際化は、今後も漸進的に進められると考えられる。その際には、中国の自国企業も含めて、経済活動を支えるミクロの企業ベースの活動やその為替リスク管理への影響といった視点もふまえて、検討、改善されることを期待したい。また、日本の立場では、アジア域内で唯一のハードカレンシーとしての日本円を実現してきた経験や知見を中国や ASEAN 諸国とも共有し、かりに「管理された国際化」であっても、企業の信頼に足る為替政策運営を行う方向で、域内の通貨・金融協力を努めることが良いと考える。

おわりに

本稿では、日系企業の立場を中心として、人民元に対する為替リスク管理の視点でその「国際化」について考えた。これまでの中国の取組は、長期計画に沿い、実需原則を重視しつつ、「管理された国際化」を着実に進めていると考えられる。為替リスクヘッジにおける為替予約など「企業外ヘッジ手段」についても、BISによる為替取引データからは、実需原則に沿った取引が主体であると確認できた。こうした人民元の「管理された国際化」の動きは、将来のアジアにおける通貨体制や国際通貨体制を展望した場合も、注目できる。ブレトンウッズ体制以降の基軸通貨である米ドル、巨大な欧州市場を束ねて域内通貨統合を実現し、生み出されたユーロ。欧米のそれぞれの通貨体制に対して、アジアの通貨体制の将来像はまだ不透明である。シェアは着実に高めつつあるも、「管理された」部分の大きい人民元、日本が再度その国際化を試みる円、経済共同体の流れの中で金融統合も進める ASEAN 各国通貨等が並存し、それぞれが自国通貨の利用を高めることを目指す取組を進めているのが現状といえる。

過去を振り返れば、ブレトンウッズ体制に移行する際に、実現はされなかったがケインズの提唱したバンコール、周論文で提起された SDR の役割強化など「超国家準備通貨」の創設といった発想も存在する。「人民元の国際化」が、アジア域内の通貨・為替制度に対してどんな影響を与えるのか、また、超長期的には、国際金融体制はどんな方向に向かうのかを今後も考えていきたい。

なお、さいごに、本稿作成にあたり、銀行や企業で為替管理関連の実務に携わっている方々から、多くのご示唆を頂戴したことを記すとともに、心より感謝したい。

参考文献

- 赤羽 裕 (2010) 「人民元の国際化とアジアにおける通貨・金融協力」西尾夏雄・赤羽 裕・池袋昌子編著『世界経済危機と日本経済』第5章 時潮社
- 赤羽 裕 (2018) 「ドル依存からの脱却とアジア地域通貨協力」『日経研月報』2018年5月号 日本経済研究所

- 国際通貨研究所 植田賢司・五味佑子（2012）「中国人民銀行による人民元資本取引自由化に関する報告書」
『Newsletter』NO. 15, 2012
- 清水 聡（2017）「中国における金融リスクの増大と求められる対応—資本取引の自由化や人民元の国際化
に向けた展望—」『JRI レビュー』2017 Vol. 4, No. 43 日本総合研究所
- 清水順子（2018）「人民元の国際化はアジアに何をもたらすのか」『日経研月報』2018年2月号日本経済研
究所
- 中国人民大学国際通貨研究所『人民元 国際化への挑戦』監修 石橋春男・橋口宏行 翻訳 岩谷貴久子・古川
智子 科学出版社東京
- 中條誠一（1996）『ゼミナール 為替リスク管理 新外為法下の戦略』有斐閣
- 中條誠一（2013）『人民元は覇権を握るか アジア共通通貨の実現性』中公新書
- 中條誠一（2017）「真の人民元国際化とアジア通貨システムの行方」中条誠一・唐成編著『世界から見た
中国経済の転換』第6章 中央大学出版部
- 村瀬哲司（2011）「人民元市場の内外分離政策と「管理された」国際化～国際金融秩序への挑戦～」『国際
経済金融論考』2011年第2号 国際通貨研究所
- 村瀬哲司（2012）「人民元の『管理された』国際化と通貨政策3原則」『国際金融』1233号 外国為替貿易研
究会
- BIS（2016）“Triennial Central Bank Survey Global foreign exchange market turnover in 2016”
- Zhou Xiaochuan（2009）“Reform the International Monetary System” People’s Bank of China
（亜細亜大学都市創造学部教授 博士（経済学））