

# 中国人民元の国際化と東京市場の活性化

露 口 洋 介

- 第1章 人民元の国際化
  - 第1節 人民元国際化の開始
  - 第2節 最近の人民元国際化の動向
  - 第3節 中国と各国との金融協力
  - 第4節 人民元国際化の現状と展望
- 第2章 円の国際化と東京市場の活性化
  - 第1節 円の国際化
  - 第2節 東京市場の活性化
- 第3章 結 び

2009年に開始された中国人民元の国際化のプロセスは、中国経済の成長もあって、現在まで着実に進んでいる。一方、日本政府もこのような中国の人民元国際化の動きに対応して、円の国際化と東京市場の活性化を図る動きを示している。本稿では、これまでの人民元国際化の動きを概観した後、これと関連した円の国際化と東京市場活性化の試みについて解説し、今後の展望について述べることにしたい。

## 第1章 人民元の国際化

### 第1節 人民元国際化の開始<sup>1)</sup>

#### (1) クロスボーダー人民元決済の開始

中国人民銀行と関連部局は、2009年7月2日から国境をまたぐ対外決済（以下クロスボーダー決済）に人民元を使用することを認めた。それまで、人民元は海外との間での取引決済や海外で受け渡しを伴う取引に利用することが基本的に不可能な通貨だった。この措置によって、人民元は国際化の第一歩を踏み出したといえる。

従来、中国当局が人民元の国際化に慎重だったのは、①人民元を国際的に活発に利用される通貨にするためには資本取引規制の緩和が必要となるが、海外との間の資金移動が活発化すること

---

1) 人民元国際化の過程の詳細については露口（2012）、露口（2017）を参照。

によって金融政策の有効性が阻害される恐れがあること、②海外で自由に人民元の為替売買取引が行われると人民元の為替レートが海外市場で形成され、為替レート管理が困難になることなどによるものと考えられる。

これに対して、この時期に人民元によるクロスボーダー決済を認めた理由として、中国人民銀行の公表文では、「世界金融危機の影響を受け、米ドル、ユーロなどの主要な国際決済通貨の為替レートが大幅に変動し、我が国と近隣国家や地域の企業が第三国通貨を使用して貿易決済を行う場合大きな為替リスクに直面した」ことを挙げている<sup>2)</sup>。ここでいう第三国通貨は明らかに米ドルを指しており、貿易取引の決済通貨の米ドルへの過度の依存からの脱却が主な理由と指摘されている。2008年に発生したリーマンショック後の世界金融市場でドルの流動性が枯渇し、国際間の決済に支障が生じかねなかったことや、米ドルとユーロ、円など主要通貨間の為替レートが激しく変動し、米ドルに過度に依存した状況による為替リスクの大きさが強く意識された。また、米ドルを利用して決済を行うと、中国国内では米ドルと中国人民元の為替売買取引が行われることになるが、米ドルの最終的な決済がニューヨークで行われるため、中国国内で行われる人民元の受け渡しとニューヨークで行われる米ドル受け渡しの間の時差リスクを回避するために、銀行間為替売買についても米ドルへの過度の依存からの脱却が必要であることが認識されたものとみられる。

当初、2009年7月に人民元のクロスボーダー決済が認められた際には、対象取引は貨物貿易に限られ、中国国内で上海と広東省の4都市（深圳市、広州市、東莞市、珠海市）の合計5都市にのみ人民元決済が認められた。また、海外の対象地域としては、香港、マカオ、ASEANに限られるなど、人民元の国際化は非常に限定された形でスタートした。

なお、香港とマカオは中国の領土ではあるが、一国二制度の下、特別行政区として人民元とは異なる通貨である香港ドルとマカオパタカが流通しており、外国為替管理上は中国本土から見て海外扱いである。

## （2）クロスボーダー人民元決済の規制緩和

その後、以下のような経緯で人民元のクロスボーダー決済にかかる規制は順次緩和、整備され、人民元国際化のプロセスは進展を示してきた。

- ① 2010年6月 対象取引を經常取引全体に拡大、国内の施行地域も拡大、海外の対象地域制限は撤廃。
- ② 2010年8月 中国国内の地域制限撤廃
- ③ 2010年7月 香港において人民元の銀行間為替市場創設（オフショア人民元CNH誕生）、香港内における人民元取引は取引の種類にかかわらず自由になった。一方で、香港の銀行が香港

---

2) 中国人民銀行（2009）

に置かれたクリアリング銀行（中国銀行香港現法）を通じて中国国内市場との間で為替売買を行ってポジション調整を行うことが可能なのは、貿易取引など香港と中国本土の間で送金可能な取引に基づくものに制限された。

- ④ 2010年8月 海外中央銀行、クリアリング銀行、海外参加銀行の3種の銀行が中国国内銀行間市場で中国国債などの債券に対して人民元で投資することが認められた。
- ⑤ 2010年12月 香港の銀行がクリアリング銀行との間で為替売買を行うことができる取引は3か月以内に決済される商品貿易取引に制限された（2015年8月に撤廃）。
- ⑥ 2011年1月 対外直接投資を人民元で行うことが認められた。
- ⑦ 2011年6月 香港以外の海外の銀行が中国本土の銀行との間で為替売買を行うことができる取引も3か月以内に決済される商品貿易取引に制限された（2015年8月に撤廃）。
- ⑧ 2011年10月 対内直接投資を人民元で行う際の手続きが明確化され、人民元建て対外借入の手続きも規定された。
- ⑨ 2011年12月 香港に人民元建海外適格機関投資家制度（RQFII）導入、人民元建てで送金して中国国内の証券に投資することが可能となった。
- ⑩ 2014年11月 人民元建国内適格機関投資家制度（RQDII）導入、国内機関投資家が人民元建てで送金し海外証券投資を行うことを認めた。

以上のように、人民元のクロスボーダー決済は経常取引だけでなく、資本取引についても取引の種類としては幅広く認められるようになった。しかし、この段階では、取引に際して直接投資について商務部の認可が必要であったり、対外借入や証券投資について限度額が設けられているなど、依然として厳しい制約が存在した<sup>3)</sup>。

## 第2節 最近の人民元国際化の動向

### （1）自由貿易試験区での新たな措置

2013年9月に中国（上海）自由貿易試験区が上海に開設され、同試験区において以下の取り扱いが開始された。

#### ① オフショア借入れ

従来、中国所在の外資系企業の対外借入れの総規模は、認可された総投資額と登録資本金の差額（投注差）を限度とすることとされていた。2014年2月に上海の試験区内に設立された企業がオフショア人民元ローンを借り入れる場合は、「投注差」による限度額管理に換えて、払込資本金に人民銀行が定める一定の係数を乗じたものを限度額とする残高管理が可能となった。

---

3) ここで述べたような規制の緩和、整備がどのような意味と効果を持ったかについては中條（2015）が詳しい。

2015年4月には、上海に続き、広東、天津、福建にも自由貿試験区が開設された。

2016年1月には、上海・広東、天津・福建の4自由貿易区に設立された企業は、払込資本金ではなく純資産額に一定の係数をかけた金額を上限として人民元、外貨を問わずクロスボーダー資金調達が可能となる「マクロプルーデンス管理モデル」が導入された。さらに2016年4月にはこのモデルを中国全国に拡大した。

当初、純資産にかける係数は1であったが、2017年1月には、2に拡大され、規制の緩和が行われた。

## ② クロスボーダー・プーリング

2014年2月以降、試験区内に設立した企業が国内外のグループ企業間で余剰人民元や余剰外貨資金をクロスボーダー・双方向で融通して利用するプーリング業務を行うことが可能となった。その後、クロスボーダー外貨プーリングは2014年6月、人民元プーリングは2014年11月に中国の全国で取り扱いが可能となった。

## ③ クロスボーダー集中決済

従来多国籍グループ企業内のクロスボーダーの人民元や外貨決済は取引ごとに行われなければなかったが、2014年2月以降、海外及び中国国内のグループ企業との間でのクロスボーダー人民元・外貨決済を試験区内において設立された企業に集中して決済することが可能となった。2014年6月には人民元、外貨ともに中国全国で取り扱いが可能となった。

### (2) SDR 構成通貨入り

中国政府は、人民元国際化の一環として、人民元のSDR構成通貨入りを推し進めた。国際通貨基金(IMF)の特別引出権(Special Drawing Right: SDR)は、IMFの加盟国間で外貨準備通貨の融通を受ける権利である。従来、SDRはドル、ユーロ、円、英ポンドの4通貨で構成されていた。SDRの交換レートや金利は構成通貨それぞれにウエイトをつけて算出されている。中国政府は人民元国際化を進めるため、外貨準備適格通貨とみなされるSDR構成通貨入りを強く推進してきた。IMFは5年に一度、SDR構成通貨の種類やウエイトを見直すこととしており、2015年11月の理事会がそのタイミングにあっていた。人民元のSDR構成通貨入りのためには様々な条件が検討されたが、その中で、人民元がSDR構成通貨に加わった場合、海外のSDR利用者がリスクヘッジを行うため中国国内人民元市場に十分アクセスできることが必要とされた。

この条件をパスするため、2015年7月14日に、海外の中央銀行・通貨当局、国際金融機関、ソブリンウエルスファンドについて、人民銀行に届け出を行った後、銀行間債券市場で投資を行うことが認められた。さらに、2015年9月30日、海外の中央銀行・通貨当局、その他公的準備管理機関、国際金融機関、ソブリンウエルスファンドについて、銀行間外為市場の取引に参加することが認められた。取引金額に限度は設けられていない。

その後、2015年12月21日付で海外の人民元売買業務参加行の銀行間外為市場への参入が認めら

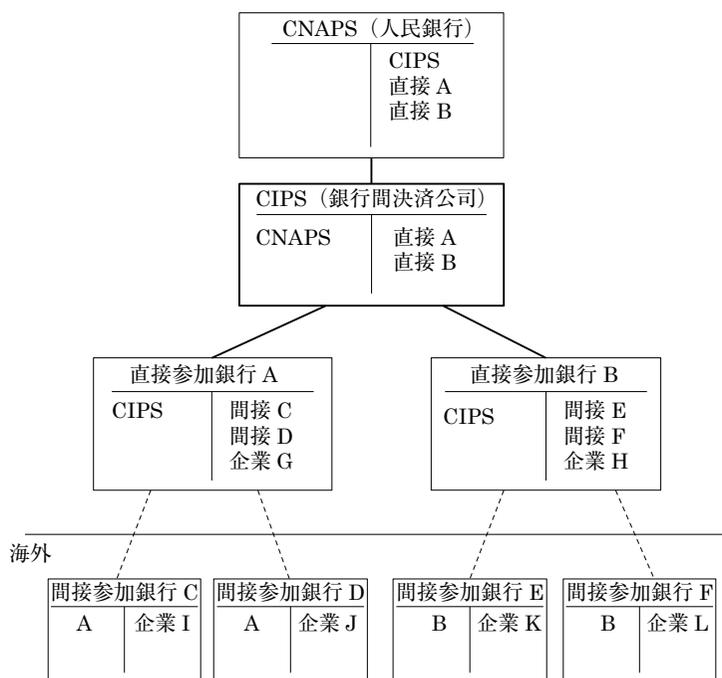
れた。取引には実需原則が適用される。2016年2月17日には、海外の商業銀行、保険会社、証券会社、ファンド管理会社などの金融機関が銀行間債券市場で投資を行うことが認められた。これらの海外機関投資家は、人民銀行の許可を得た後、投資することができ、投資規模に限度額は設けられないが、人民銀行によるマクロブルーデンス上の管理が行われることとなっている。

これらの措置を受けて2015年11月30日に開催されたIMF理事会は、2016年10月1日から人民元をSDR構成通貨に加えることを決定した。SDRの構成通貨とそのウエイトは従来のドル41.9%、ユーロ37.4%、ポンド11.3%、円9.4%から、ドル41.73%、ユーロ30.93%、人民元10.92%、円8.33%、ポンド8.09%となった。

（3）CIPSの稼働

2015年10月8日にクロスボーダー銀行間決済システム（Cross-border Interbank Payment System: CIPS）が稼働した。海外とのクロスボーダー人民元決済を容易にするためのシステムである。このシステムの海外の間接参加銀行は中国国内の直接参加銀行を通じて、人民元建てのクロスボーダー貿易決済、直接投資、融資、個人送金などの送金決済を行うことができる（図1）。これらの取引に関連して生ずる直接参加銀行間の決済は直接参加銀行がCIPSに開設した口座間の振替で行われる。それによって生ずる資金過不足は、人民元の国内銀行間決済システムであるCNAPSにおいてCIPSが開設した口座と直接参加銀行のCNAPS口座の間での振替によって調整

図1 CIPSの概要



出所) 筆者作成

される。CIPSの稼働に備えて、2013年7月に人民銀行はオフショア人民元を本土に送金する場合、クリアリング銀行を経由するという制約を事実上廃止した<sup>4)</sup>。また、人民銀行は2015年8月13日の通達で国内銀行と海外参加銀行との間の人民元為替売買は3か月以内に決済される商品貿易取引に限るという規制を撤廃した<sup>5)</sup>。

これらの規制緩和によって、海外銀行はCIPSを通じて中国国内銀行との間でより便利に人民元送金を行うことができるようになった。

#### (4) ストックコネクト、ボンドコネクト

2014年11月に、上海証券取引所と香港証券取引所を連結することで、一方の取引所で取引される証券に対して他方の取引所に参加する証券会社を通じて相互に投資することが可能となった。これを上海・香港ストックコネクトと呼ぶ。海外の投資家は香港証券取引所のメンバーである証券会社取引口座を開設することによって上海証券取引所で取引されるA株などに投資することが可能となった。2016年12月には同様に深圳証券取引所と香港証券取引所の間で深圳・香港ストックコネクトがスタートした。これら二つのストックコネクトには一日当たりの取引額の上限が設けられており、スタート当初はどちらも中国から香港への投資上限は一日105億元、香港から中国への投資上限は一日あたり130億元と定められていた。この上限は2018年5月1日から中国から香港への投資上限は420億元、香港から中国への投資上限は520億元とそれぞれ4倍に拡大された。

また、2017年7月には、海外の機関投資家が、香港経由で中国本土の銀行間債券市場で売買を行うことができるボンドコネクトと呼ばれる制度が開始された。海外機関投資家は中国人民銀行に登録を行ったうえで香港の債券決済機関(CMU)に口座を設けてこの口座を通じて中国本土のマーケットメーカーと直接取引を行うことができる。取引額に上限は設けられていない。

### 第3節 中国と各国との金融協力

#### (1) 日中金融協力

2011年12月、当時の野田佳彦総理と中国の温家宝総理との間で「日中両国の金融市場の発展に向けた相互協力の強化」<sup>6)</sup>が合意された。その中に、①両国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・人民元間の直接交換市場の発展支援の2点が含まれていた。この2点は相互に密接に関連している。

日中間の貿易取引等の決済通貨については、従来3～4割程度が円建てでこれ以外の大部分は米ドル建てとみられていた。二国間の取引において米ドル建て比率を低下させ、円と人民元建ての比率を上昇させることが第1点の内容である。

---

4) 中国人民銀行(2013)

5) 中国人民銀行(2015)

6) 財務省(2011)

第2点の銀行間市場の取引については、従来、中国の外貨交易センターにおいて、人民幣の取引相手通貨はほぼ100%米ドルであった。銀行が対顧客取引で円と人民幣の為替売買を行っても、銀行間市場では、円・人民幣取引の相手方が常にいるとは限らないので、これを円—ドル、ドル—人民幣の2つの取引に分解して行うことが通例であった。このような取引はコスト高である可能性があるし、米ドル—人民幣の為替取引の米ドル側の決済はニューヨークで行われることが一般的であるので、時差の関係でニューヨークにおいて米ドルの受け取りを確認する前に、中国において人民幣を支払わなければならないというリスクが存在する。また中国にとって、過度の米ドル依存からの脱却という観点からも、必要以上の人民幣と米ドルとの取引は減少させたいところである。

2012年6月1日、東京と上海で同時に銀行間市場における円・人民幣直接交換取引が開始された。中国では銀行間外為取引は上海にある中国外貨交易センター（CFETS）に集中する義務がある。そのため当局が外為取引の手法を規制によって定めることができる。中国当局は邦銀3行を含む10行を円・人民幣取引のマーケットメーカーに指定した。この10行は常時円・人民幣の売値と買値を提示し、取引に応じる義務を負う。これによって、銀行間市場で円・人民幣の取引を希望する銀行は常に取引相手を得ることが可能となり、当局は円・人民幣取引を、ドルを介在させることなく直接取引で行うことを義務付けた。

一方、東京市場では2012年6月1日以降、大手銀行が円—人民幣の取引価格の提示を始め、円・人民幣直接取引が開始された。

円・人民幣の直接交換取引の開始に伴い、コストとリスクの低下を反映して、中国の大手銀行がウェブサイトで公表している顧客向けの人民幣・円売買スプレッドが一斉に縮小した。従来中間値から売値、買値までの乖離幅が中間値に対して0.4%であったが、0.35%に縮小した。日本でも2012年6月から8月にかけて、大手銀行の顧客向け円・人民幣売買の公表スプレッドが従来の片道40~50銭から30銭に縮小した。企業など日中間で取引を行う主体にとっては円—人民幣の交換コストが低下し、クロスボーダーの決済に円や人民幣を使用することが米ドルに対して相対的に有利になったことを意味する。これは、日中間の合意の第1点である「両国間のクロスボーダー取引における円・人民幣の利用促進」を推進することとなる。

銀行間市場における円・人民幣直接交換の開始によって、上海の外貨交易センターにおける人民幣の取引相手通貨に占める米ドルの比率は2012年第1四半期の99.18%から2013年第1四半期に92.14%に低下し、円の比率は同時期に0.14%から6.65%に増加、ドルに次ぐ第2位となった。

最近時点の2018年第1四半期の外貨交易センターの取引高をみると、次にみるとおり、多くの通貨が人民幣との直接取引を開始したが、逆にドルの比率が回復しており、96.79%となった。ユーロが第2位で1.9%、円は第3位で0.5%となっている。

## (2) 双方の通貨の直接交換取引

人民元との直接交換は円以前にもマレーシアリングットとロシアルーブルについてそれぞれ2010年8月、2010年11月から行われていたが、メジャー通貨との直接交換取引は円とのものが初めてであり、専門のマーケットメーカーを指定するなどのシステムは円との直接交換開始時に整備された。これ以降、中国は各国と金融協力協定を結んできたが、相手国通貨と人民元の銀行間市場における直接交換の実施は、中国と各国との協定の重要な要素として組み込まれることとなった。中国の観点からみると、人民元と相手国通貨の交換をより低コストで便利なものとし、相手国との取引決済において人民元の利用率を向上させる効果が期待できる。2018年5月末時点で、米ドル以外に22通貨について人民元との直接交換取引が行われている。すなわち、円、ユーロ、英ポンド、オーストラリアドル、ニュージーランドドル、シンガポールドル、スイスフラン、マレーシアリングット、ロシアルーブル、カナダドル、南アフリカランド、韓国ウォン、UAEディルハム、サウジアラビアリヤル、ハンガリーフォリント、ポーランドズロチ、デンマーククローネ、スウェーデンクローナ、ノルウェークローネ、トルコリラ、メキシコペソ、タイバーツである。

## (3) 通貨スワップ協定

通貨スワップ協定とは、協定の相手国で人民元が不足し、人民元決済が滞る恐れが生じた場合に、相手国の中央銀行が自国通貨を中国人民銀行に提供し、代わりに人民元を受け取って、自国銀行に貸付けるなどして人民元を供給することを可能とする協定である。これも中国と各国との金融協力の重要な要素である。2008年12月に韓国との間で人民元と韓国ウォンの通貨スワップ協定を締結し、その後、香港、マレーシア、シンガポールなどと締結していき、2018年4月末で33か国・地域と総計3兆660億元相当の協定を締結している(表1)。これらのスワップ協定は「貿易投資を促進すること」を目的として締結されている。例えば、相手国で人民元が十分調達できなくて貿易や投資の支払いが滞りそうな場合に中央銀行が人民元を調達して供給してくれるというバックアップが備わっていれば、安心して人民元を使用した貿易や投資の支払いを行うことが可能となる。もちろん、中国において相手国通貨を使った貿易・投資についても同様の効果がある。

日本は、ASEANと日中韓3か国の間でアジア通貨危機への対応として合意されたチェンマイニシアティブの下で<sup>7)</sup>、2002年3月に中国との間で30億ドル相当の円・人民元の通貨スワップ協定を締結した。しかし同協定の目的は国際収支危機など混乱が生じた場合に金融為替市場を安定させるために短期の流動性供与を図ることが目的であり、2008年以降中国が各国との間で締結した通貨スワップ協定とは性格が異なるものであった。さらに日中間の同協定は2013年に満期を迎えた際に継続されずに失効した。

7) チェンマイニシアティブなどアジア通貨危機以降のアジアにおける通貨・金融協力については中條(2013)参照。

表1 中国と各国の人民幣建て通貨スワップ協定（2018年4月末）

	国名	署名時期	金額		国名	署名時期	金額
1	韓国	2008.12	3,600億元	18	ハンガリー	2013.9	100億元
2	香港	2009.1	4,000	19	ECB	2013.10	3,500
3	マレーシア	2009.2	1,800	20	スイス	2014.7	1,500
4	ベラルーシ	2009.3	70	21	スリランカ	2014.9	100
5	アルゼンチン	2009.4	700	22	ロシア	2014.10	1,500
6	アイスランド	2010.6	35	23	カタール	2014.11	350
7	シンガポール	2010.7	3,000	24	カナダ	2014.11	2,000
8	ニュージーランド	2011.4	250	25	スリナム	2015.3	10
9	モンゴル	2011.5	150	26	アルメニア	2015.3	10
10	カザフスタン	2011.6	70	27	南アフリカ	2015.4	300
11	タイ	2011.12	700	28	チリ	2015.5	220
12	パキスタン	2011.12	100	29	タジキスタン	2015.9	30
13	UAE	2012.1	350	30	モロッコ	2016.5	100
14	トルコ	2012.2	120	31	セルビア	2016.6	15
15	オーストラリア	2012.3	2,000	32	エジプト	2016.12	180
16	ウクライナ	2012.6	150	33	ナイジェリア	2018.4	150
17	英国	2013.6	3,500	合計			30,660

出所) 中国人民銀行

#### (4) 人民幣クリアリング銀行

人民幣クリアリング銀行は、当初香港とマカオに設置されていたが、2013年にシンガポールに設置されてから海外各国に設置が認められてきた。2016年にはニューヨークとモスクワに、2016年12月にUAEのドバイに認められて、この時点でロンドン、フランクフルト、パリ、ソウルなど23か国・地域に設置が認められている。2018年2月にはニューヨークで2行目の人民幣クリアリング銀行としてJPモルガン・チェースが認められた。それまで認められた人民幣クリアリング銀行はすべて各国・地域に所在する中国系銀行であったが、初めて所在国の銀行が認められた。

当初、オフショア人民幣の送金経路はクリアリング銀行に限られていたが、前述のCIPS稼働後はCIPS経由で送金できるようになったため、クリアリング銀行の存在価値は低下している。しかし、中国当局がクリアリング銀行と認定し、中国本土の店舗から容易に人民幣の供給を受けることのできる銀行には、所在地の人民幣の決済口座が集中しやすく、人民幣の送金・決済をより安全・効率的に実施できるため、依然としてクリアリング銀行の設置は人民幣取引をスムーズに行うために意味があるといえる。

#### (5) 人民幣建て適格外国機関投資家制度 (RQFII)

人民幣建て適格外国機関投資家制度 (RQFII) は、中国当局によって適格機関投資家に認定された海外の投資家が人民幣を使って中国に送金して中国国内の人民幣建て証券に投資することが許

表2 人民元建て適格外国機関投資家（RQFII）枠（2017年6月末）

	国名	限度額
1	香港	5,000億元
2	英国	800
3	シンガポール	1,000
4	フランス	800
5	韓国	1,200
6	ドイツ	800
7	カタール	300
8	カナダ	500
9	オーストラリア	500
10	スイス	500
11	ルクセンブルク	500
12	チリ	500
13	ハンガリー	500
14	マレーシア	500
15	UAE	500
16	タイ	500
17	アメリカ	2,500
18	アイルランド	500
	合計	17,400億元

出所) 中国人民銀行

される制度である。第1章第1節で述べた通り、まず香港において同制度の限度額の枠が設定された。その後、2013年に英国、シンガポールにもRQFII枠が設定され、2017年6月末時点で18か国・地域に枠が設定されている（表2）。

#### 第4節 人民元国際化の現状と展望

##### （1）人民元国際化の現状の評価<sup>8)</sup>

中国人民銀行の「2017年人民元国際化報告」によると、2016年の中国のクロスボーダー受払に占める人民元の比率は25.2%となった。またSWIFTによると、2018年4月の全世界のSWIFTを使用した送金において、人民元は1.66%を占め、ドル、ユーロ、英ポンド、円、カナダドルに次いで第6位となっている。クロスボーダー受払に占める人民元の比率のピークは、2015年の28.7%で

8) 人民元国際化の評価については中條（2015）が有用である。

あり、SWIFTの人民幣比率のピークは2015年8月の2.79%で円を抜いて第4位の通貨だった。これらの時点に比べるとそれぞれ若干低下しているが、これらの数字がほぼ0に等しかった2009年6月以前と比べると、大きな変化といえるだろう。

また、人民幣がSDR構成通貨入りした後、IMFは公式に人民幣を公的準備通貨として統計に含めることにした。今のところ、各国が人民幣を公的外貨準備として保有する額は増加しているもののSDR構成通貨ではないオーストラリアドルやカナダドルよりも少額にとどまっている（表3）。

これまでのところ、中国と海外との間の受払通貨や対外支払い準備のための公的外貨準備としての人民幣の利用は、順調に拡大してきていると評価することができよう。

表3 世界の公的外貨準備通貨別内訳

単位 10億ドル、%

	2014年末		2015年末		2016年末		2017年末	
		シェア		シェア		シェア		シェア
ドル	4,439	65.2	4,888	65.8	5,502	65.3	6,281	62.7
ユーロ	1,441	21.2	1,418	19.1	1,611	19.1	2,018	20.1
円	240	3.5	277	3.7	332	3.9	490	4.9
英ポンド	251	3.7	349	4.7	365	4.3	454	4.5
人民幣					90	1.1	122	1.2
オーストラリアドル	108	1.7	133	1.7	142	1.7	180	1.8
カナダドル	119	1.8	140	1.8	163	1.9	202	2.0
合計	6,808	100.0	7,429	100.0	8,421	100.0	10,018	100.0

出所) IMF

一方、中国では、資本取引について、様々な緩和措置が取られているとはいえ、依然として厳しく規制している。各通貨の世界全体の外為市場での取引高が当該通貨発行国の貿易額（輸出額＋輸入額）の何倍かをみると、ドルや円などの国際通貨については200倍前後に達するのに対し、人民幣はまだ11倍と低い水準にとどまっている（表4）。

表4 貿易額に対する為替取引高の倍率

	2007年4月	2010年4月	2013年4月	2016年4月
米ドル	195倍	240倍	236倍	225倍
日本円	104倍	145倍	161倍	186倍
人民幣	2倍	4倍	7倍	11倍

出所) BIS, UNCTAD

ドルや円など資本取引が自由化国際通貨では、為替売買取引のほとんどが資本取引によるものであり、その金額も巨額に上るのに対し、人民元は資本取引に当たる売買額が非常に小さい。これは、人民元の資本取引がドルや円に比べて厳しく規制されており、自由に行えないことを示している。

前述のとおり、人民元建てのクロスボーダー取引など資本取引について様々な規制緩和措置が取られてきたが、その多くがストックコネクトのように取引上限が付されていたり、あるいは取引資格が定められていて、中国当局の監視が有効におよぶ体制となっている。

中国の外貨準備は世界最大の規模を誇るが、2014年6月末の4兆558億ドルをピークに減少を続け、2016年末に3兆978億ドルとなった後、少し持ち直して2018年5月末には3兆2032億ドルとなっている。

このような外貨準備の減少とそれによる人民元安圧力の増大の悪循環が進むことを懸念し、中国当局は資本流出に対する監督管理を強化した。例えば、国家外貨管理局は2017年1月に出した通達<sup>9)</sup>で、直接投資外貨利潤払い出し管理政策の完全な執行や、対外直接投資の真実性、適法性の審査の強化などの資本流出抑制策を打ち出している。前者は、銀行が企業の5万ドルを超える利潤の対外送金を行う際、取締役会決議など必要な書類をしっかりと審査し、また、企業は利益をまず過去の欠損の補填に使用してから対外送金しなければならないことを改めて確認したものである。新しい規制が加わったわけではないが運用の厳格化を求めたものといえる。対外直接投資の審査強化については、企業が対外直接投資を行う際、従来の規定に基づく関連資料を提出するほか、銀行に対して投資資金源、資金用途の状況を説明し、取締役会決議、契約もしくはその他の真実性証明資料を提出しなければならないとしている。さらに、同通達では、企業が対外貸付を行う際の金額上限について、従来外貨によるものについては資本金の30%までという制限があったが、制限のなかった人民元対外貸付についても30%を上限として、外貨建てと人民元建ての対外貸付の上限を一本化した。

このような資本流出抑制策の効果もあって、前述のとおり、2017年以降外貨準備の金額は持ち直しに転じている。

一方、資本取引が依然として厳格に管理されていること、特に、資本流出について管理が厳格化されていることによって、資本取引面での人民元の国際化は今後制約されるのではないかとみられる。

## (2) 人民元国際化の方向性と「一帯一路」

「一帯一路」政策は陸のシルクロード経済帯（一帯）と海上シルクロード（一路）沿線国家と中国の間で、貿易、投資、金融、文化など多方面での協力を内容とするものである。2016年3月の

---

9) 国家外貨管理局（2017）

全国人民代表大会で承認された第13次5か年計画では、その推進においてアジアインフラ投資銀行（AIIB）や新開発銀行（BRICS 銀行）、中国独自で設立したシルクロード基金などを活用し、さらに国際機関や、金融機関との協力を強化するとの方針が示された。

2017年5月14日、15日の2日間、北京において「一帯一路国際フォーラム」が開催された。同フォーラムにおいて人民銀行の周小川行長（当時）がスピーチを行っており、その中で「一帯一路」の沿線国との間で投融资の領域で協力することが望ましいとして、何点か協力の具体的な内容を挙げているが、その一つとして、「一帯一路」において現地通貨を積極的に使用することを挙げている。これはドルなど第三国通貨ではなく域内の自分たちの通貨を使おうということの意味しており、人民元の国際化促進を意味するものである。そして、現地通貨の利用については中国の経験が利用できるとして、具体的に中国がこれまで行ってきた人民元と相手国通貨の間の通貨スワップ協定、人民元と相手国通貨の直接交換取引、人民元クリアリング銀行の設置、人民元のクロスボーダー決済システム（CIPS）などを挙げている。さらに、「一帯一路」の協力の中で共同して現地通貨の使用を拡大する方策を検討していきたい、と述べている。

また、同じく人民銀行の易綱副行長（副総裁）は、フォーラム開催に先立ち5月11日付けで人民日報のインタビューに応じ、その中で現地通貨の利用に関する中国の経験は「一帯一路」において、すでに大きな進展を遂げているとして、中国は沿線国家のうち21か国との間で現地通貨間の通貨スワップ協定を締結済みであり、6つの国が人民元適格海外機関投資家制度（RQFII）の投資枠を獲得していることを指摘している。

通貨スワップについては前出の（表1）をみると、すでに中国と協定を締結した国の中にマレーシア、タイ、シンガポールなど海のシルクロード沿線国家や、ベラルーシ、ウクライナ、カザフスタン、タジキスタンなど陸のシルクロード沿線国家が含まれている。

直接交換取引については、ロシア、シンガポール、マレーシアに加え、2016年9月には UAE、サウジアラビア、12月にはハンガリー、ポーランド、トルコ、2018年2月にはタイなど沿線国家が加わっている。

また、RQFIIについても前出（表2）のとおり、シンガポール、カタール、ハンガリー、マレーシア、UAE、タイなどが含まれている。

中国政府は、これら一帯一路沿線国家との間で経常取引や取引可能な資本取引について、人民元と相手通貨による取引をより便利にすることによって、米ドルなど第三国通貨の利用を減らし、人民元による決済比率を上げようとしている。

中国政府は、前述のとおり資本取引の自由化のテンポについては減速させており、この点では人民元の国際化の動きも停滞しかねないようにみえる。しかし、中国政府は、世界で人民元が幅広く使われるという意味での人民元の国際化を進めるのではなく、当面、中国が各国と行う取引について人民元建て比率を高めるとの意味で人民元の国際化を進めようとしている。これはそ

もその人民元国際化の当初の目的である過度のドル依存からの脱却を果たすという効果を狙ったものである。

2018年3月の全人代政府活動報告でも、「着実に、漸進的に、資本項目の自由化を進めるが、なおいくらか規制が存在する」としている。そして人民銀行の2018年第一四半期金融政策執行報告においては「人民元のクロスボーダー貿易及び投資取引における使用を支持する。国際情勢の変化が資本の流動に与える影響を詳しくモニターし、クロスボーダーの資本の流動に対するマクロプルーデンス政策を整備する」と述べている。これらの表現にも、資本取引の自由化は徐々にゆっくりと行い、人民元の国際化はすでに認められているクロスボーダーの取引における人民元の使用を増やすことによって進めて行くという方針が表れている。

## 第2章 円の国際化と東京市場の活性化

### 第1節 円の国際化

円の国際化はこれまで幾度か政府で提起され対応が図られてきたが、日本の財務省は、2015年3月の関税外国為替等審議会・外国為替等分科会において円の国際化について改めて検討テーマとして取り上げた<sup>10)</sup>。

2017年6月の同分科会では財務省の事務局から「円とアジア通貨のさらなる利便性向上策の検討」と題する資料が提出された<sup>11)</sup>。そこでは、円とアジア通貨の利便性を向上することによって、円の国際化を図るとともにアジアの成長を日本が取り込み、さらに東京市場の活性化につなげることが提起されている。円の国際化といっても政府が民間に円の利用を強制できるわけでもないため<sup>12)</sup>、政府として円の利便性を高めて円の利用を広めようということが狙いと説明されている。

#### (1) 直接交換取引

上記財務省資料で、円とアジア通貨の利便性拡大のために現在取り組み中の課題として前述の円・人民元直接交換市場が挙げられている。これは、ドルの利用を減少させて、円と人民元の利用を増加させる施策であるからである。

#### (2) 円とアジア通貨との直接交換取引

中国との金融協力は、2012年秋の尖閣国有化問題で日中関係が悪化したことから、停滞した。一方で、日本は2013年5月にインド・デリーのアジア開発銀行（ADB）総会の際に開催された「日—ASEAN 財務大臣・中央銀行総裁会議」においてASEAN 5か国（インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ）それぞれとの間で金融協力の合意項目を公表した（財務省

10) 財務省（2015）

11) 財務省（2017）

12) 円の国際化が十分進展してこなかった点については中條（2011）を参照。

2013)、シンガポールとの合意事項には「クロスボーダー取引における円及びシンガポールドルの利用拡大（円とシンガポールドルの直接交換取引の促進を含む）について、中長期的な課題として検討」と示されており、タイとの合意事項についても同様の項目が含まれている。日本とタイの間では、2017年9月に銀行間市場において円—バーツ直接交換取引市場が創設され、2018年3月9日には日本の財務省とタイ中央銀行との間で現地通貨の利用促進に関する協力覚書を締結した。同覚書では、日タイ間の為替取引の促進、及び関連規制緩和も含めた施策実施に向けて、①円—バーツの直接取引に関するレート表示や銀行間市場における取引の促進、②定期的な協議の実施等日タイ当局間の協力体制強化、等に合意した。

### （3）Asian Payment Network（APN）

アジアにおいてクロスボーダー取引における自国通貨の利用を促進する手段としては、ASEANを中心とした各国間のATM接続が挙げられる<sup>13)</sup>。このプロジェクトはAsian Payment Network（APN）と呼ばれる。例えば、マレーシアの旅行者がタイで現地の銀行のATMからタイバーツの現金を引き出すことができ、マレーシアの銀行の自分の口座からマレーシアリングットの相当額が引き落とされる。VISAやMastercardなど世界的なネットワークを擁するカードを使用して同様の取引を行うことが可能であるが、その場合マレーシアとタイの間の送金は米ドルを経由して行われる。APNの場合、二国間の決済は原則としてどちらかの国の通貨によって行われることとされている。2014年1月に日本のATMシステム間の情報交換を行うNTTデータがAPNに加盟した<sup>14)</sup>。日本加盟時点で中国やオーストラリアなどを含むアジア大洋州の11か国14事業者が加盟していた。

## 第2節 東京市場の活性化

### （1）東京市場における人民元債の発行

前述の2017年6月の関税外国為替等審議会・外国為替等分科会では、財務省事務局からの資料の説明において、円とアジア通貨のさらなる利便性向上策の検討は東京市場の活性化にもつながるものとしている<sup>15)</sup>。円・人民元直接交換取引も円の国際化とともに東京市場を活性化する施策の一つである。現状ではあまり活発に使われていないようなので、能動的に何ができるか考えていきたいとされている。

アジア通貨を利用した東京市場活性化の例としては、東京市場における人民元債の発行を挙げることができる。2015年6月に三菱東京UFJ銀行（当時）とみずほ銀行が東京市場でオフショア

---

13) アジア大洋州のATM接続の詳細については露口（2014）を参照。

14) NTTデータ（2014）

15) 財務省（2017）

人民元債を発行した。

三菱東京 UFJ 銀行は発行額3.5億元を私募債で発行し<sup>16)</sup>、みずほ銀行は2.5億元発行し、東京証券取引所の東京プロボンド市場に上場した<sup>17)</sup>。

このようなメガバンクによる人民元債の発行は東京市場における取引商品を多様化することとなり、東京市場の取引量の拡大につながる可能性がある。東京市場の投資家によく知られたメガバンクが発行することによって、信用リスクは低く、投資しやすい商品となったといえる。人民元金利や為替レートの動向にも左右されるが、今後も信用リスクの低いよく知られた大企業などが、東京市場において人民元をはじめとする外貨建ての債券を発行して資金調達する動きが拡大することが期待される。

## (2) 日中金融協力の再開

2018年5月9日午前に行われた日中韓3か国サミットのために訪日した中国李克強総理と安倍総理は、同日午後、首脳会談を行った。そこで、2012年の秋以来停止状態にあった日中金融協力の再開が合意された。具体的には以下の項目が決定された。

- ①中国は日本に対し2000億元の RQFII 枠を付与。
- ②人民元クリアリング銀行の設置。
- ③円—人民元通貨スワップ協定の締結に合意。
- ④中国は、日系金融機関への債券業務ライセンスの付与、日本の証券会社等の中国市場参入に関する認可申請を効率的に審査することを約束。

これらによって従来から懸案となっていた事項は、ほぼすべて解決し、中国がアジアや欧米各国と締結した金融協力協定のレベルに並んだこととなる。

RQFII や円元通貨スワップは日本における人民元取引を活発化させ人民元の国際化に資するとともに、東京市場の活性化にも貢献する。さらにクリアリング銀行の東京での設置は東京市場間での人民元決済を容易にする効果を持つ。

## (3) 外貨建て決済システムの整備

現在、東京市場では外貨建て証券を売買した場合に証券の受け渡しと、資金の決済を同時決済すること (Delivery versus Payment: DVP) ができる決済インフラが整備されていない。DVP は証券取引における国際標準であり、これが実現できないと、東京市場で外貨建て証券が安全かつ効率的に取引することが困難である。

先述の邦銀による人民元債の発行の例では、三菱東京 UFJ 銀行は私募債形式で発行したため流通が予定されておらず、日本の証券保管振替機構に証券を預託したままとしたが、みずほ銀行は東京プロボンド市場に上場したため流通が予定されていた。しかし東京では DVP が可能ではない

16) 三菱東京 UFJ 銀行 (2015)

17) みずほ銀行 (2015)

ので、ベルギー所在の証券決済システムであるユーロクリアに証券を預託し、DVPが可能となるようにした。

このような状況は人民元に限った話ではなく、日本には外貨建て決済システムが存在しない。従ってDVPができないということはすべての外貨建て証券についても当てはまる。外貨決済システムを東京で構築し、これと証券決済システムをリンクすることによって外貨の資金証券の決済インフラを整備することが東京市場活性化のための方策の一つと考えられる。

日中金融協力の中で人民元クリアリング銀行の設置が予定されているが、日本の広範な企業や投資家がクリアリング銀行に人民元の決済口座を保有することとなれば、クリアリング銀行が東京における人民元の決済銀行となりうる。CIPSの稼働により、中国本土との送金経路としてのクリアリング銀行の有用性は薄れたが、オフショア市場における人民元決済銀行としての意味は依然として存在する。ただし、人民元の十分な調達能力を持ち、広範な投資家の口座を集中できる銀行であれば、クリアリング銀行でなくとも東京市場における人民元決済銀行になることは可能である。競争の中で定まってくるものであれば、それが望ましいともいえよう。しかし、現実的には中国当局からクリアリング銀行と認定された銀行が緊急時の人民元の調達にも優位性を持つと考えられるので、決済銀行として有望であろう。

この人民元の決済銀行と証券保管機関のシステムをリンクすることによって、東京市場において人民元建て証券と人民元資金のDVPを行うことが可能となる。

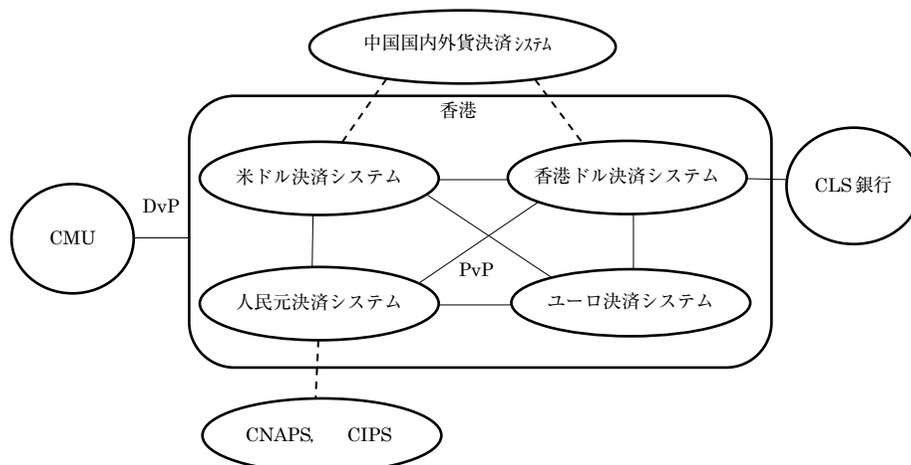
また、このような決済システムが整備されれば、香港と上海の間で行われているストックコネクトと同様、東京証券取引所と上海証券取引所や深圳証券取引所の連携による東京—上海あるいは東京—深圳ストックコネクトを可能とする決済システムも整備されたこととなる。香港と上海、香港と深圳のストックコネクトでは、香港と本土のそれぞれの証券保管機関が相手側所在の決済銀行（香港サイドではクリアリング銀行）に資金決済口座を保有し、その口座との間で証券の受け渡しとDVPを行うことによって取引の安全を確保している。

人民元など、アジア通貨を中心に東京に資金決済システムを構築し、証券保管機関との間でDVPを行うことが可能とすることによって、東京において様々な通貨建ての取引が拡大し活性化が進むことが期待できる。

香港では、すでに人民元、米ドル、ユーロの資金決済システムが整備されており<sup>18)</sup>、それぞれのシステムと証券保管機関（CMU）が連動してDVPを行うことが可能となっている（図2）。日本でも香港のシステムを参考にして外貨決済システムの整備を図ることが重要であろう。今後、長期的にはストックコネクトやボンドコネクトも視野に入れながら、外貨決済システムの構築を検討していくことが望まれる。

18) 香港の外貨決済システムについては露口（2016）を参照。

図2 香港における多通貨決済の仕組み



CMU：Central Money Markets Unit（香港の証券保管機関）

CNAPS：China National Advanced Payment System（中国の人民元決済システム）

CIPS：Cross-Border Inter-Bank Payment System（中国の人民元対外決済システム）

CLS：Continuous Linked Settlement（クロスボーダーの他通貨同時決済システム）

PvP：Payment versus Payment（外国為替取引における同時決済）

DvP：Delivery versus Payment（証券と資金の同時決済）

出所）香港金融管理局（HKMA）<sup>19)</sup>の資料を元に、筆者が作成。

### 第3章 結 び

本稿では、人民元の国際化のこれまでの歩みと現状を概観した。中国政府は、資本取引の自由化は慎重に徐々に進める方針である。従って、今後、資本取引の自由化の進展によって世界中で幅広く人民元の国際化が進展することを大きく期待することはできない。一方、中国が他国との間で行う経常取引やすでに認められている資本取引については、従来大部分米ドル建てで行われていた。今後も米ドルへの過度の依存からの脱却を図るため、これらすでに可能な取引に占める米ドル比率を低下させ、人民元の比率を高めていくという方向で人民元の国際化を進めていこうとする方針が明確に打ち出されている。

日本としては、このような人民元国際化進展の機会をとらえて、円の国際化、東京市場の活性化につなげるよう努力すべきである。そのような努力の例として円—人民元直接交換取引の開始や東京市場における人民元債の発行が挙げられる。今後は、東京市場活性化の一つの課題として、東京市場で人民元を含む外貨資金の決済システムを構築し、証券決済システムとの間でDVPを行うことが可能な決済インフラを整えることによって、人民元を含む外貨建て金融商品が東京市場

19) Hong Kong Monetary Authority (2018)

において安全かつ効率的に取引されることを検討することが挙げられる。さらに、このような決済インフラが整備されると、より長期的には、東京—上海ストックコネクトや東京—深圳ストックコネクトの実現を展望することが可能となる。このような様々な課題が検討され、実施に移されていくことを期待したい。

#### 参考文献

- 国家外匯管理局（2017）「关于进一步推进外汇管理改革完善真实合规性审核的通知」汇发〔2017〕3号  
[http://www.safe.gov.cn/wps/wcm/connect/safe\\_web\\_store/safe\\_web/zcfg/zhfg/qt/node\\_zcfg\\_qt\\_store/06ad61004fd6d8b2b8d6b88c78fc6d27](http://www.safe.gov.cn/wps/wcm/connect/safe_web_store/safe_web/zcfg/zhfg/qt/node_zcfg_qt_store/06ad61004fd6d8b2b8d6b88c78fc6d27)（2018年6月29日）
- 財務省（2011）「日中両国の金融市場の発展に向けた相互協力の強化」[https://www.mof.go.jp/international\\_policy/convention/dialogue/fact\\_sheet.pdf](https://www.mof.go.jp/international_policy/convention/dialogue/fact_sheet.pdf)（2018年6月29日）
- 財務省（2015）「通貨政策・制度に係る諸論点について」[https://www.mof.go.jp/about\\_mof/councils/customs\\_foreign\\_exchange/sub-foreign\\_exchange/proceedings/material/gai20150303/02.pdf](https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/customs_foreign_exchange/sub-foreign_exchange/proceedings/material/gai20150303/02.pdf)（2018年6月29日）
- 財務省（2017）「円とアジア通貨の更なる利便性向上策の検討」[https://www.mof.go.jp/about\\_mof/councils/customs\\_foreign\\_exchange/sub-foreign\\_exchange/proceedings/material/gai20170612/03.pdf](https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/customs_foreign_exchange/sub-foreign_exchange/proceedings/material/gai20170612/03.pdf)（2018年6月29日）
- 財務省（2017）「関税・外国為替等審議会 第36回外国為替等分科会議事録」[https://www.mof.go.jp/about\\_mof/councils/customs\\_foreign\\_exchange/sub-foreign\\_exchange/proceedings/proceedings/gai290728.htm](https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/customs_foreign_exchange/sub-foreign_exchange/proceedings/proceedings/gai290728.htm)（2018年6月29日）
- 中国人民銀行（2009）「中国人民银行有关负责人就《跨境贸易人民币结算试点管理办法》有关问题答记者问」<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2841506/index.html>（2018年6月29日）
- 中国人民銀行（2013）「关于简化跨境人民币业务流程和完善有关政策的通知」银发〔2013〕168号
- 中国人民銀行（2015）「关于拓宽人民币购售业务范围的通知」银发〔2015〕250号
- 中国人民銀行（2017）『2017年人民幣國際化報告』中国金融出版社
- 露口洋介（2012）「中国人民元の国際化と中国の対外通貨戦略」『国際金融』第1234号，14-23頁。
- 露口洋介（2014）「ATM 接続とアジアの通貨戦略」『国際金融』第1260号，14-21頁。
- 露口洋介（2016）「中国の金融改革と対外通貨戦略」『地域研究』Vol. 16 No. 2，77-99頁。
- 露口洋介（2017）「人民元の国際化」梶田幸雄，江原規由，露口洋介，江利紅著『中国対外経済戦略のリアリティー』麗澤大学出版会，91-123頁。
- 露口洋介（2018）「『一帯一路』と人民元の国際化」『ITI 調査研究シリーズ No. 64 中国型グローバルリズムの発展可能性と世界経済体制への影響～一帯一路構想と王整備の視点からの分析～』国際貿易研究所（ITI），37-47頁。
- 中條誠一（2011）『アジアの通貨・金融協力と通貨統合』文眞堂
- 中條誠一（2013）『人民元は覇権を握るかーアジア共通通貨の現実性』中央公論新社
- 中條誠一（2015）「中国における人民元の国際化戦略」中條誠一，小森谷徳純編著『金融危機後の世界経済の課題』中央大学出版部，277-315頁。
- 三菱東京UFJ銀行（2015）「本邦におけるオフショア人民元建て債券の発行について」<http://www.bk.mufg.jp/news/news2015/pdf/news0618.pdf>（2018年6月29日）
- みずほ銀行（2015）「TOKYO PRO-BOND Market における人民元建て債券の上場について」[https://www.mizuhobank.co.jp/release/pdf/20150630\\_2release\\_jp.pdf#search=%27TOKYO+Pro+Bond](https://www.mizuhobank.co.jp/release/pdf/20150630_2release_jp.pdf#search=%27TOKYO+Pro+Bond)

+Market%E3%81%AB%E3%81%8A%E3%81%91%E3%82%8B%E4%BA%BA%E6%B0%91%E5%85%83%E5%BB%BA%E3%81%A6%E5%82%B5%E5%88%B8%E3%81%AE%E4%B8%8A%E5%A0%B4%E3%81%AB%E3%81%A4%E3%81%84%E3%81%A6%27 (2018年 6 月29日)

Hong Kong Monetary Authority (2018) Annual Report 2017, Hong Kong Monetary Authority

NTT データ (2014) 「NTT データが日本企業として初めて Asian Payment Network (APN) へ加盟」,

<http://www.nttdata.com/jp/ja/news/release/2014/010800.html> (2018年 6 月29日)

(帝京大学経済学部教授)