

中国の金融改革と対外通貨戦略

露口洋介

はじめに

人民元のSDR（特別引出権）構成通貨入りやアジアインフラ投資銀行（AIIB）の設立など国際金融面での中国の動きが注目を集めている。このような動きの原因や進展状況を考察するためには国内の金融改革と国際的な変化を同時に観察することが有用である。本稿では、まず、中国の金融改革の状況を銀行システムの改革、金利の自由化、資本取引の自由化、為替レートの弾力化に分けて検討する。次に、人民元国際化の動きと日中間の金融協力、ア

ジアにおける金融協力の状況を概観して、中国やアジアの通貨戦略を検討し、これらの動きに対して日本の採るべき対応について考えることとしたい。

I 中国の金融改革

1 銀行システムの改革^{*}

一九七八年に開始した改革開放政策以前は、中国は計画経済を実施しており、中国人民銀行が預金貸出、送金など

の業務を行う唯一の銀行であった（モノバンクシステム）。一九七九年から一九八四年一月までの間に、中国農業銀行、中国銀行、中国建設銀行、中国工商银行が人民銀行から分離されたり新たに設立されて、四大国家專業銀行が整備され、人民銀行は中央銀行業務に専念することとなった。国家專業銀行として中国工商银行は都市の商工業向け貸出業務、中国農業銀行は農村向け貸出業務、中国銀行は外為業務、中国建設銀行は中長期投資貸出業務を主に担当することとされ業務範囲が制限されていた。

その後の中国の銀行システムの改革の歴史は、国家の銀行から、商業ベースの銀行への移行の歴史といえることができる。

一九九四年には、政策金融を担う政策性金融機関として国家開發銀行、中国輸出輸入銀行、中国農業發展銀行が設立された。一九九五年には中国人民銀行法と商業銀行法が制定され、国家專業銀行は国有商業銀行となって従来の業務の垣根が撤廃された。

一方、一九八七年には株式制商業銀行として交通銀行が復活した。その後株式制商業銀行が相次いで設立された。また、改革開放以降、都市において組合組織の都市信用社が形成されてきたが、これを合併整理することによって、

一九九五年以降各地に都市商業銀行が誕生した。農村部では二〇〇〇年以降、農村信用社の統合により農村商業銀行、農村合作銀行が設立され、さらに二〇〇六年以降村鎮銀行などの新型農村金融機関が誕生した。

国有商業銀行は、政策性金融機関が設立された後も、中央政府や地方政府の要請による政策的貸出を実施していたため、不良債権が累積し、不良債権比率は最大三五％に達していた。政府は一九九八年に二七〇〇億元の資本注入を行い、一九九九年には資産管理会社を設立して不良債権を移管した。二〇〇四年には交通銀行に財政部等が増資を行い、二〇〇五年四月に香港証券取引所に上場した。さらに中国政府は二〇〇三年末に中国銀行と中国建設銀行、二〇〇五年四月に中国工商银行、二〇〇八年六月には中国農業銀行に対して外貨準備を利用して資本注入を行うなどして不良債権を処理した。これら四つの銀行も資本注入後香港証券取引所や上海証券取引所に上場した。この結果現在では、これら四銀行に交通銀行を加えて、五大商業銀行と分類されており、中国の銀行業金融機関は表1のとおりとなっている。

また、二〇〇八年に農業銀行の不良債権処理が終了したことから、二〇〇九年以降大型商業銀行の不良債権比率は

表1 銀行業金融機関（2014年末）

	機関数	就業人員	総資産金額(億元)
政策性銀行	3	62,520	156,140
大型商業銀行	5	1,764,617	710,141
株式制銀行	12	410,816	313,801
都市商業銀行	133	346,816	180,842
農村商業銀行	665	373,635	115,273
農村合作銀行	89	32,614	9,570
農村信用社	1,596	423,992	88,312
非銀行金融機関	327	55,576	50,123
企業集団財務会社	196	9,095	
信託会社	68	16,683	
金融リース会社	30	2,851	
自動車金融会社	18	6,072	
マネープローカー	5	605	
消費者金融会社	6	11,871	
資産管理会社	4	8,399	
外資銀行	41	47,412	27,921
その他機関 ^(注)	1,218	245,437	70,981
銀行業金融機関合計	4,089	3,763,435	1,723,355

(注) その他機関は新型農村金融機関（村鎮銀行など）、郵政貯蓄銀行、中徳住宅貯蓄銀行。
(出所) 中国銀行業監督管理委員会（2015a）。

表2 大型商業銀行（5行）の不良債権比率（2006年までは4大商業銀行）（%）

2002年末	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15年6月末
26.2	20.4	15.6	10.5	9.22	8.05	2.81	1.80	1.31	1.10	0.99	1.00	1.23	1.48

(出所) 中国銀行業監督管理委員会（2015b）。

最近は不動産価格の低下などにより若干上昇している。
旧四大国有商業銀行は上場後も二〇一四年末で国有比率が五〇%を超えており、交通銀行についても四〇%を超えている。その他の銀行も地方政府や公的部門が主な出資者となっている。今後、金融機関改革の主要な課題として国有比率を低下させていくことがあげられる。また、民間銀行の参入も進められており、試行として二〇二五年一月から六月までの間に五行の民間銀行が新設された。国家の銀行から商業ベースの銀行への移行は進展しているもののいまだに道半ばといえる。

2 金利自由化と金融政策の手法

銀行の貸出金利は従来、国有企業のコスト軽減を主目的に低位に維持され、同時に銀行の利鞘を保障するため預金金利

はさらに低位に規制されてきた。たとえば二〇〇一年以降二〇一三年まで名目GDP成長率は常に一〇%を超えていたが、人民銀行が定める一年物銀行貸出基準金利は最高で七・四七%であり、大部分の時期は五%台、六%台であった。このような状況では、企業の資金需要は際限なく拡大し、銀行も際限なく貸そうとする。したがって、中央銀行は銀行の貸出量を管理せざるをえない。そこで、中国人民銀行は銀行の貸出量をコントロールする「窓口指導」を、金融政策の主たる手段としている。

二〇〇四年一〇月に貸出金利の上限と預金金利の下限が撤廃されたが、銀行の利鞘は維持され、また窓口指導による貸出量のコントロールが続いているため、低リスクの国有企业を中心に、貸出金利は人民銀行が公表する基準金利近辺に集中していた。二〇一三年七月に貸出金利の下限も撤廃されたが、その後も人民銀行は貸出基準金利を公表し続けており、二〇一五年六月の総貸出残高の七割が基準金利の一・三倍未満の金利水準で貸し出されている（中国人民銀行二〇一五c）。預金金利については二〇一五年八月二六日以降、一年超の預金金利について上限が撤廃され、二〇一五年一〇月二四日にすべての期間の預金金利について上限が撤廃されたが、こちらも依然として基準金利が公

表されている。人民銀行の易綱副行長によると、「今後もしばらくの間は預金、貸出の基準金利を公表し続け、市場と商業銀行の参考に供する」予定である（中国人民銀行二〇一五d）。

二〇一五年に入ってから、一年物貸出基準金利は五・六%から段階的に引き下げられて八月二六日以降四・六%となっている。七%程度に減速した名目GDP成長率との差は縮まってきているが依然として低水準にある。また、貸出基準金利については一年以下、一年超五年以下、五年超の三つの期間について、預金金利は流動性預金から三年もの定期預金金利まで六段階の期間の基準金利が公布されている（表3）。このようにイールドカーブが人為的に定められていると、仮に規制金利水準自体が市場の要求する水準に近いものであったとしても、市場において資金の需給が一致する保証はない。したがって、貸出量のコントロールは依然として必要である。

なお、中国の非金融企業、個人部門の資金調達総額（社会融資総量）に占める人民元貸出の比率は二〇一五年上半期実行分において七四・八%を占めている。規制金利部分が圧倒的に大きい。また自由金利とされている銀行間短期金融市場における金利（SHIBOR）を見ても、預金基

表3 中国人民銀行が定める現行金利一覧（2015年10月24日時点）

	金利水準	変更日付
金融機関が預ける人民銀行預金金利		2008年11月27日
法定準備預金	1.62	
超過準備預金	0.72	
人民銀行の金融機関に対する貸出金利		2010年12月26日
20日	3.25	
3カ月	3.55	
6カ月	3.75	
1年	3.85	
再割引	2.25	
金融機関の人民元預金金利		2015年10月24日
流動性預金	0.35	
3カ月	1.10	
6カ月	1.30	
1年	1.50	
2年	2.10	
3年	2.75	
金融機関の人民元貸出金利		2015年10月24日
1年以下	4.35	
1年超5年以下	4.75	
5年超	4.90	

（出所）中国人民銀行（2015a）。

準金利を下限、貸出基準金利を上限とするバンドのなかで変動している。預金、貸出の基準金利が公布され、実際の預金、貸出金利がこれに強く影響を受けているかぎり、中国の金利は自由化されたとは言えず、人民銀行の金融政策は貸出量をコントロールする手法を中心とせざるをえない。

3 資本取引の自由化^{*2}

中国では国内の金融資本市場が未発達状況で、急激な資金流入による経済の混乱を防ぐため、原則として資本取引は規制されている。徐々に自由化は進んでいるが、全体としてみると、自由化レベルは日本の一九七〇年代の水準に止まっている。日本では、一九八〇年に外国為替管理法の改正が行われ、資本取引に対する規制は従来の原則禁止から原則自由に転換した。

資本取引の項目ごとに自由化の現状を見ると以下のとおりである（表4参照）。

① 直接投資

対内直接投資についてみると、外資系企業による企業の設立・買収は、奨励類、許可類の産業については商務部門に届け出ると自動的に認可されるが制限類については審査を経た認可が必要である。禁止類産業は外資の参入が禁じられている。対外直接投資も商務部門による認可が必要である。二〇一三年九月に中国（上海）自由貿易試験区が開設され、その後、二〇一四年一二月には広東省、天津市、

福建省に自由貿易試験区が設置された。これらの自由貿易試験区では外資系企業の設立認可がネガティブリスト方式に移行するなど、一部地域で規制が緩和されている。

日本では一九九〇年代に対内直接投資、対外直接投資ともに原則事後報告制に移行している。

②証券投資

対内証券投資は、外貨で送金する適格海外機関投資家制度（QFII）が二〇〇二年に導入され、人民元で送金するRQFIIが二〇一一年に導入されたが両者とも投資上限が設定されている。二〇一五年七月には海外中央銀行、ソブリンウェルスファンド、国際金融機関に対して、国内の銀行間債券市場において人民元建て債券に対する投資を認めた。

対外証券投資については、適格国内機関投資家制度（QDII）が二〇〇六年に導入され、二〇一四年一月には人民元建てのRQDIIが導入された。

また、二〇一四年一月には上海・香港ストックコネクトが開始した。上海と香港の株式市場がリンクされ、上海と香港の株式市場を通じて相手方上場株式に投資することができるようになった。個人も投資できることが従来のQ

FIIやQDIIと異なる。なお、双方向の取引とも投資上限が設定されている。

二〇一五年一〇月にはロンドンで人民元建ての中国国債が発行されるなど、さまざまな資本取引が可能となっているが、依然として、投資の上限があったり、取引自体が認可であるなど、自由化は十分進んでいない。

③対外貸出・借入

金融機関以外の外資企業の対外借入については、国家外貨管理局に登録することが必要で、認可された総投資額と登録資本金の差額が借入限度額となる。外資系企業以外の中資系企業と中資系・外資系金融機関については、短期対外債務は国家外貨管理局、中長期対外債務は国家发展改革委員会に申請し承認を受ける必要がある。

対外貸出については、国内銀行による商業ベースの外貨建て対外貸付は二〇〇八年に原則自由となっている。国内企業による海外子会社に対する貸付は二〇〇九年六月に可能となった。

なお、中国（上海）自由貿易試験区で二〇一四年二月にクロスボーダー外貨プリーニングとクロスボーダー人民元プリーニングが導入された。外貨プリーニングについては二〇

表4 日中両国の資本取引自由化の比較

①直接投資

日本		中国		実現(○)
				一部実現(△)
				未実現(×)
1967年	対内直接投資第1次自由化(自由化業種の新設)	1980年	外貨管理条例公布。対内直接投資を明文化。以後、対内直接投資を積極的に受け入れ	○
1969年	対外直接投資第1次自由化(20万ドル以下自動認可)	2002年以降	対外直接投資促進(走出去)	○
1992年	対内直接投資が原則。事後報告制に移行			×
1998年	対外直接投資が原則。事後報告制に移行			×

②証券投資

日本		中国		実現(○)
				一部実現(△)
				未実現(×)
1961年	民間企業による外貨債の米国での発行	1982年	中国国際信託投資による円建て私募債発行	○
	民間企業による海外での株式発行(DR形式)	1993年	企業による香港での株式発行(H株)	○
1967年	対内株式投資規制緩和(株式取得の日銀自動認可枠拡大10～15%→15～20%)	1991年	B株発行開始(非居住者向け外貨建て株式)	△
		2002年	適格海外機関投資家(QFII)制度導入	△
1970年	投信委託会社に外国証券取得を包括認可(金額限度1億ドル)	2006年	適格国内機関投資家(QDII)制度導入	○
	ADB第1号円建て外債(サムライ債)発行	2005年	ADB、IFCが国内で人民元建て債権(パンダ債)発行	○
1973年	東証外国株市場開設			×
1984年	居住者ユーロ円債発行解禁	2007年	大陸系金融機関の香港人民元建て債発行認可	△
		2009年	香港人民元建て国債の発行	△
	非居住者ユーロ円債発行解禁			×

③対外貸出・借入

日本		中国		実現(○)
				一部実現(△)
				未実現(×)
1952年	外貨現地貸認可	1980年	銀行為替業務管理規定。対外外貨貸出は審査対象	○
1964年	邦銀の海外短資取入残高規制	2007年	対外借入の総枠規制強化	規制強化
1972年	円貨現地貸認可			×
1980年	外貨為替管理法改正。インパクトローン自由化			×
	主要邦銀現地貸届出不要	2008年	銀行の商業ベース対外貸出自由化	△
1984年	円建て対外貸付の自由化	2011年	人民元建て対外貸付一部可	△

(出所) 露口(2013)。

一四年六月に全国に拡大され、人民元プーリングについては二〇一四年一月に多国籍企業による取り扱いを全国で開放した。プーリング業務は銀行にプーリング口座を開設し、海外と国内の資金の移動を行う業務であるが、外貨プーリングでは流出入双方に、人民元プーリングでは資金流入の総額に制限が設けられている。

以上のように、資本取引は徐々に自由化されているが、依然として、取引主体や取引量に制限が存在する。

4 人民元為替レート制度の改革

中国の為替レート制度の改革は一九九四年に開始された。中国人民銀行は、それまで存在していた調整センターレートと公定レートの二つの為替レートを一本化するとともに対ドル為替レートを切下げ一ドル＝八・七〇元とし、「市場の需給を基礎とする管理された変動相場制」を採用すると宣言した。その後人民元の対ドルレートは徐々に上昇し一九九七年末には八・二八元となった。しかし、アジア通貨危機が発生し、他のアジア通貨の対ドルレートは大幅に低下があった。中国経済の混乱を回避するため、人民元はこれに追従せず、九八年初から一ドル＝八・二八元弱の

レベルで事実上米ドルベッグに移行した。人民銀行は、二〇〇五年七月二日に為替レート形成メカニズムの改革を宣言し、人民元の対ドルレートを八・二七六五元から八・一一〇〇元に約二%切上げ、「市場の需給を基礎に、バスケット通貨を参考に調節される、管理された変動相場制」に移行した。人民元の対ドルレートの基準値は毎朝公表され、当日の取引価格はこの基準値の上下それぞれ二%を超えてはならないと規制されている。ただし基準値自体の具体的な変動ルールは明らかにされていない。

国際決済銀行（BIS）の試算による人民元の名目実効為替レートの推移を見ると、二〇〇六年六月から二〇〇八年六月までの間、およそ年率二%の上昇トレンドの上下二%のバンドに収まる非常に安定した変動を示した（図1）。また、二〇一〇年八月から二〇一四年六月まではおよそ年率五%の上昇トレンドの上下三%のバンドに収まる変動を示している。人民元は大部分の時期、バスケット通貨に緩やかに連動してきた。

しかし、例外的な時期が二つ存在する。世界金融危機を受け、二〇〇八年七月ころからユーロをはじめ主要通貨の対ドルレートが大幅に低下し、人民元が機械的にバスケット通貨に連動すると、対ドル為替レートが大幅に低下する

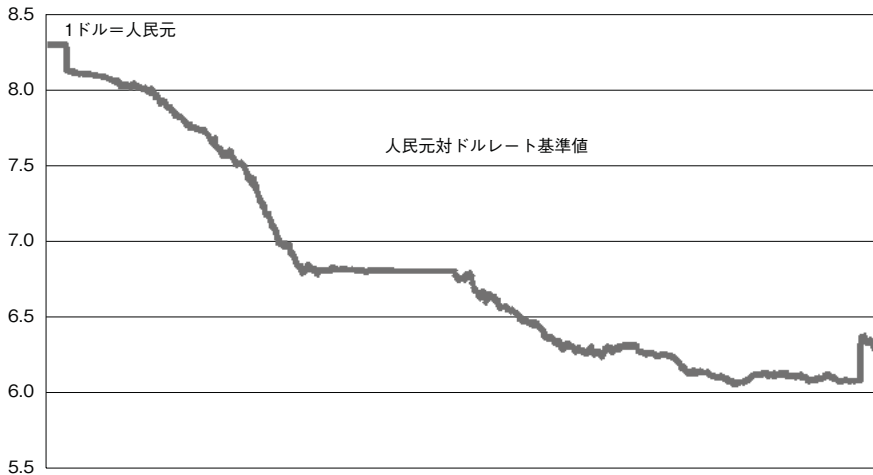


図1 人民元の対ドルレートと名目実効為替レートの動き

(出所) 中国人民銀行 (2015b)、BIS (2015)。

状況に至った。これに対し、人民元は一ドル〇六・八〇六・九元の間で推移する事実上の米ドルペッグに移行した。中国経済がリーマンショック後の減速から十分回復した後、二〇一〇年六月一九日に、人民銀行は従前の「市場の需給を基礎に、バスケット通貨を参考に調節する、管理された変動相場制」に戻ると宣言した。

二回目は二〇一四年春以降、ギリシャ危機に対応した欧州中央銀行（ECB）の金融緩和などで、ユーロなど主要通貨の対ドルレートが大幅に低下した時期である。人民元は一ドル〇六・一〇六・二元の間で推移するドルペッグに再び移行し、名目実効為替レートは急上昇を示して二〇一五年八月に至った。

以上から、人民元の為替レートは通常、バスケット通貨に緩やかに連動して決定されているが、対ドルレートが大きく低下する際は、米国への配慮と中国経済の混乱を回避するため米ドルにペッグするというパターンがあることが読み取れる。

中国人民銀行は、八月一日、「人民元の対ドル為替レート基準値の報告方法を改善することに関する声明」を公布し、米ドルペッグから離脱して、対ドルレートの基準値を市場レートを参考として決定する方法に移行した。^{*3}

この改革は人民元のSDR構成通貨入りを実現することを目的として実施された。

IMFは二〇一五年八月四日に、SDR見直しに関するスタッフペーパーを公表した（IMF 2015）。従来、輸出額が大きいことと「自由利用可能通貨」であることがSDR構成通貨の条件とされていた。スタッフペーパーでは、新たに実務上の要請として、市場で決定される代表的な為替レートの存在が必要とされた。人民銀行による今回の為替レート決定方式の改革は、このIMFスタッフペーパーの提案を忠実に実現したものである。人民銀行とIMFは綿密に議論を重ねてきたものと思われる。今後、人民元レートが従来のようにバスケット通貨に緩やかに連動する方式を続けるのか、市場に任せて大幅な変動に対してのみ当局が介入するのかもしれないが、いずれにせよ従来より弾力的に変動するものと考えられる。

5 金融改革の現状と展望

現状、中国の銀行の預金・貸出金利は低位に維持され、また、イールドカーブが固定されている。こうした状況下、人民銀行の金融政策は銀行の貸出量をコントロールす

ることが主要手段となっている。一方、中国経済の規模が拡大するにつれて、資本取引が規制されるなかでも資本移動は活発化しており、人民元の国際化を進めるためにも、今後資本取引規制のいっそうの緩和が見込まれる。その結果、貸出量をコントロールする金融政策の有効性は低下していく。

しかし、金利を利用した金融政策に移行するためには金利を自由化する必要がある。そして金融政策が海外から独立して行われるためには、人民元為替レートは弾力的に変動する必要がある。金利が自由化すると銀行の預金・貸出金利鞘は大幅に縮小することが見込まれ、一方で金利変動リスク、為替レート変動リスクが増大する。これによって銀行経営が破綻する可能性が高まる。これに対応するため、二〇一五年五月一日から預金保険条例が施行され、預金保険機構が整備された。

現状、銀行の預金・貸出金利の上限、下限が撤廃されたが、人民銀行は金利の基準値を公表し続けており、預金量、貸出量の多くが基準値近辺に誘導される状況がしばらく続く可能性がある。今後、金利自由化、人民元為替レートの弾力化の進展状況については実態の推移を注視する必要がある。また、金利を利用した金融政策に移行するため

の公開市場操作をはじめとする金融政策手段の充実状況、資本取引規制の緩和とその運用の実態についても注意深く観察する必要がある。

Ⅱ 人民元国際化と中国の通貨戦略

1 クロスボーダー人民元決済の開始^{*1}

人民元のSDR入りは、人民元国際化の推進が目的である。中国人民銀行は二〇〇九年七月二日、国境をまたぐ対外決済（クロスボーダー決済）に人民元を使用することの試行を認めた。人民元は国際化の第一歩を踏み出したといえる。日本は一九五二年にIMFに加盟し、一九六四年にIMF八条国に移行した。八条国移行とは、経常取引を自由化し、経常取引に伴う自国通貨と外貨との交換を保証する義務を負うことを意味する。中国は一九八〇年にIMFに加盟し、一九九六年に八条国に移行した。それぞれ日本からおよそ三〇年遅れである。一方、日本が円による対外決済を認めたのは一九六〇年の円為替・非居住者自由円勘

定の導入である。中国は日本からおよそ五〇年遅れて人民元による対外決済を認めたわけであり、かなり遅いタイミングである。

この遅れは、金融政策上の問題と、為替レート管理上の問題が主因と考えられる。人民元の国際化を進めるためには資本取引の自由化が必要であるが、銀行の貸出量をコントロールする方式の金融政策は有効性は低下する。また人民元の為替レートは「管理された変動相場制」であるが、ニューヨーク、ロンドン、東京など海外市場で人民元売買が可能であると、海外で人民元レートが形成され、為替レート管理が困難になる。

一方、人民銀行が二〇〇九年七月に人民元のクロスボーダー決済を認めた際の公表文（中国人民銀行二〇〇九a）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、わ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」ことを主たる理由としてあげている。ここで言う第三国通貨は明らかに米ドルを指しており、米ドルに過度に依存することによる為替リスクが第一の理由である。

また、公表文では指摘されていないが、対外取引を米ド

ル決済に依存していると、米政府からニューヨークでの米ドル決済を停止され、中国の対外取引自体が困難となる恐れがある。これは米国が金融制裁として多用する手法である。また、世界金融危機時には米国の銀行が外国銀行に對する米ドルの供給を絞り、国際金融市場で米ドルが枯渇した。米ドル不足に直面した各国は米連邦準備制度理事会との間の通貨スワップ取引によって米ドルを調達し、危機をしのいだ。中国は米国による米ドルの供給状況が世界経済に影響を与えることを世界経済の不安定要因と捉えている（中国人民銀行二〇〇九b）。米ドルへの過度の依存からの脱却が必要であると認識されたことが、金融政策上の懸念や為替レート管理上の問題にもかかわらず、この時期に人民元の国際化を開始した理由である。

当初、人民元のクロスボーダー決済の試行が開始された際には、対象取引は商品貿易に限られ、地域的にも中国国内では上海市と広東省の四都市のみ、海外では香港、マカオ、ASEANに対象地域は限られていた。二〇一〇年六月には対象取引が經常取引全体に拡大し、海外の地域制限も撤廃され、二〇一一年八月には中国国内の地域制限が撤廃された。

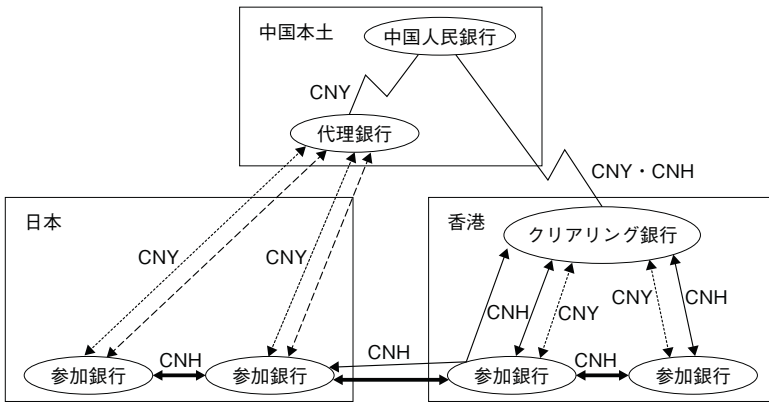
海外の銀行は中国大陸内の銀行を代理銀行として、人民

元代理勘定を開設し人民元クロスボーダー決済に参加するが、香港、マカオでは中国の銀行間市場に直接参加し、取引ができるクリアリング銀行が設置された。

人民元建ての資本取引については、二〇一〇年八月から徐々に認められてきた。

二〇一〇年六月には香港で人民元の銀行間取引が自由となり、人民元オフショア市場が成立した。中国国内で取引されるオンショアの人民元を従来どおりCNYと称するのに対し、香港で始まったオフショア市場で取引される人民元はCNHと称される。その後、香港では二〇一一年一月に人民元建て海外適格投資家制度(RQFII)が認められた。QFIIは投資対象が当初中国国内の証券取引所で売買される証券に限られていたが、二〇一二年以降銀行間債券市場に拡大、RQFIIの投資対象は当初から証券取引所、銀行間債券市場両市場の取り扱い証券となっていた。

香港金融管理局(HKMA)は、二〇一〇年一月二月に香港で人民元取引に参加する銀行がクリアリング銀行との間で替売買を行うことができる取引を三カ月以内に決済が行われる商品貿易取引に限るという規制を行った。また、人民銀行は二〇一二年六月、国内の銀行に対して海外の銀行との間の人民元為替売買取引は三カ月以内に決済が行われる



- ⚡ : 中国人民銀行の決済システム(CNAPS)にリンク
- ⚡⚡⚡ : 為替売買(3カ月以内に決済される貿易取引のみ)
- ⚡⚡⚡ : 送金決済(事実上3カ月以内に決済される貿易取引に限定)
- ⚡⚡ : 為替売買(取引に制約なし)
- ⚡⚡ : 送金決済(すべての経常取引、当局が認めた資本取引)

図2 海外における人民元取引

(出所) 筆者作成。

商品貿易取引に限るといふ香港と同様の規制を行った。^{*5}一方で、三カ月以内に決済される商品貿易取引以外の經常取引や、直接投資やQFIIなど中国当局に認められた資本取引を人民元で送金決済することは可能である。これらの取引については、クリアリング銀行や中国国内の代理銀行との間で為替売買を行って人民元を調達することはできないが、香港市場の他の参加銀行や海外の銀行からオフショア人民元を調達して中国本土との送金決済を行うことが可能である。また、オフショア人民元による本土との送金決済はクリアリング銀行経由で送金することが義務付けられている。以上を図示すると図2のようになる。

為替管理面では、二〇一三年七月に人民元建ての輸出入決済に際して銀行に提出する書類が大幅に簡素化され、外貨建て決済より簡便となった。また、資本取引においても前述のとおりRQFIIが外貨送金とは別建てでより広い投資対象に求められたり、海外中央銀行などに銀行間債券市場における人民元債券への投資が認められたりと、中国当局が人民元国際化のために人民元建て取引を外貨より優遇していることが見て取れる。

2 日中金融協力合意

二〇一一年一二月に野田佳彦総理と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」が合意された（財務省二〇一二）。その内容は以下の五点である。

- 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
- 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 上記分野における相互協力を促進するため、「日中金融市場の発展のための合同作業部会」の設置

このうち第二点が銀行間市場における円・人民元の直接交換取引の開始を意味しているが、これは第一点の両国間のクロスボーダー取引における円・人民元の利用促進と密接に関連している。なお、第三点は東京市場での人民元建

て債券の発行、第四点は東京におけるオフショア人民元市場の発展をそれぞれ含んでおり、東京市場の活性化に結びつくものである。

日中間の貿易取引の決済通貨については、従来三〇四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日中金融協力合意の第一点の内容である。

第二点の銀行間市場の取引については、中国の外貨交易センターにおいて、従来人民元の取引相手通貨はほぼ一〇〇%米ドルであった。

従来から三〇四割程度は行われていた円建て決済について見ると、たとえば中国の輸入企業が円建てで輸入代金を日本の企業に支払う場合、中国の銀行に依頼して人民元を円に交換して日本に送金、決済を行う。中国の銀行が輸入企業に円を売り人民元を買った場合、銀行は為替リスク回避のため、銀行間市場で人民元売り・円買い取引を行う。

従来はこれを「人民元売り・米ドル買い」「米ドル売り・円買い」という二つの取引に分解して行うことが一般的だった。これは、人民元と円の売買ニーズが相対的に少なく、銀行間市場で同時に同量の円売り・人民元買いを希望

する相手方を見つけるのが困難であったからである。円以外のユーロなど他の通貨と人民元の間での売買でも同様であり、その結果、中国外貨交易センターでの人民元の取引相手通貨はほぼすべてが米ドルであった。

米ドル・人民元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での米ドルの受取りを確認する前に中国において人民元を支払わなければならないというリスクが存在する。一九七四年に旧西ドイツのヘルシュタット銀行が破綻した際に、ヨーロッパとアメリカの間でこのようなりスクが現実になったことから、これをヘルシュタットリスクと呼ぶ。さらに、アメリカの金融制裁によってニューヨークにおける米ドル決済を停止させられてしまうというリスクも存在する。

日中間の貿易取引の増加に伴い、円・人民元交換のニーズも増え、銀行間市場で取引相手が見つかる可能性は高まってきた。円・人民元が直接交換されれば、米ドルを介した取引と比較して、銀行間市場取引のコストが低下し、売買スプレッドが縮小する可能性がある。また決済に伴うヘルシュタットリスクも回避することができる。これが日中金融協力合意の第二点の内容である。

この合意を受けて、二〇一二年六月一日、東京と上海で同時に銀行間市場における円・人民元直接交換取引が開始された。中国当局は円・人民元取引専門のマーケットメーカー制度を導入し、邦銀三行を含む一〇行を指定した。この一〇行は常時、円・人民元取引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、円・人民元の直接取引を希望する他の銀行は銀行間市場において取引相手が常に得られることとなった。

一方、東京では二〇一二年六月一日以降、大手銀行が円・人民元の取引価格の提示をはじめ、円・人民元直接取引が開始された。

取引開始に伴い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元・円の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〇・四%であったが、〇・三五%に縮小した。日本でも二〇一二年六月から八月にかけて、大手銀行の顧客向け人民元・円売買の公表スプレッドが従来の片道四〇、五〇銭から三〇銭に縮小した。これは、日中間のクロスボーダー取引で円や人民元を使用することがドルに対して相対的に有利になったことを意味する。

3 アジアにおける金融協力^{*6}

一九九七年に発生したアジア通貨危機において、IMFは国際収支危機に陥ったタイ、インドネシア、韓国に対して支援融資を行う際に、これらの国が前年まで財政赤字であったにもかかわらず財政支出の削減を求めたり、金融部門の改革、ガバナンス改革などの構造改革を含む非常に厳しい条件を課した。その結果、これら三カ国の実質GDP成長率は一九九八年にマイナスに落ち込んだ。インドネシアでは社会が混乱し、スハルト政権が崩壊した。これ以来IMFに対するアジアの不信は根強い。

日本は、アジア通貨危機に際してIMFのアジア版であるAMF構想を打ち出したが、アメリカの反対によって実現できなかった。しかし、一九九八年一〇月以降日本単独で総額三〇〇億ドルの新宮澤プランを実施し、アジアの国々に資金支援を行った。また、ASEAN+3（日本、中国、韓国）の枠組みで、国際収支危機時に互いに通貨を融通しあうチェンマイ・イニシアティブ（CMI）と呼ばれる通貨スワップ網を立ち上げた。当初CMIの下での通貨スワップ協定はそれぞれ二カ国間の協定の形で行われて

いたが、二〇一二年にASEAN+3+香港でマルチ化され、一つの集合体として運営されることになった。資金総額は二四〇〇億ドル、日本と中国（香港を含む）の出資比率が三三%ずつで同率一位となっている。また、IMFプログラムとリンクせずに発動可能な比率は三〇%である。併せて二〇一一年四月にASEAN+3マクロ経済リサーチオフィス（AMRO）が設置された。AMROはシンガポールに事務所を置き、地域経済のサーベイランスを行う。マルチ化したCMIとAMROを併せると、IMFの主要な機能である経常収支危機時における融資機能と各国経済のサーベイランス機能を併せ持つことになり、AMFが事実上実現したと見ることができる。

また、東南アジア各国は、アジア通貨危機やリーマンショックを経て、米ドルへの過度の依存の危険性についても共有している。香港では、HKMAが主導して二〇〇〇年に米ドル決済システム、二〇〇三年にユーロ決済システム、二〇〇七年に人民元決済システムを稼働させた。これらの決済システムと香港ドルの決済システムをリンクし、一方の通貨が支払われないかぎり他方の通貨も支払わないという同時決済（Payment versus Payment: PVP）制度を導入した。これによって香港ドルとの取引にかかる米ド

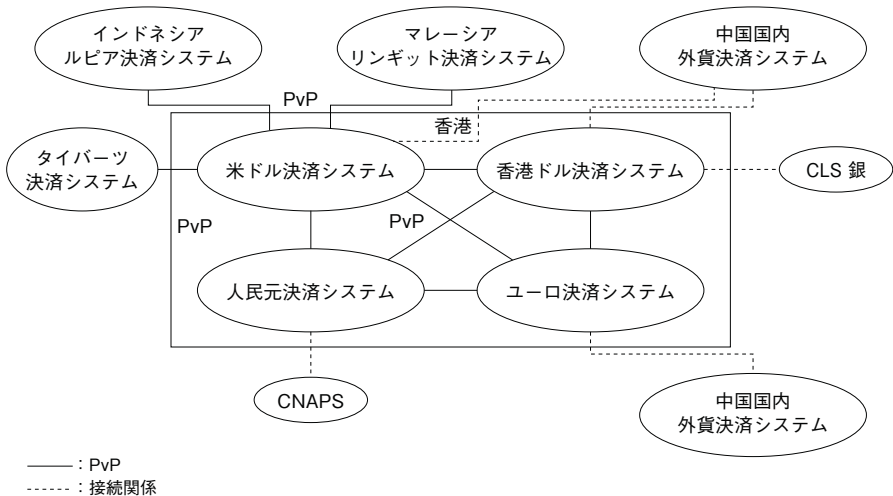


図3 東南アジアの決済システムネットワーク

(出所) HKMA (2011) を基に筆者作成。

ル、ユーロの決済のかなりの部分が香港で行われるようになりヘルシユタットリスクなどのリスクが削減された。二〇〇六年一月にマレーシア・リングギット、二〇一〇年一月にインドネシア・ルピア、二〇一四年七月にタイ・バーツそれぞれの決済システムが香港の米ドル決済システムとリンクした。

香港・東南アジアの各種通貨間の決済システムネットワークは図3のとおりである。

日本は二〇一三年五月にインド・デリーのアジア開発銀行（ADB）総会の機会に開催された「日－ASEAN財務大臣・中央銀行総裁会議」においてASEAN五カ国（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（財務省二〇一三）。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およびシンガポールの利用拡大（円とシンガポー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。クロスボーダー取引における自国通貨の利用を進める手段としては、ASEANを中心とした各国間のATM接続があげられる。このプロジェクトはAsian Payment Network

（APN）と呼ばれる。たとえば、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・リングギットの同等額が引き落とされる。主要なクレジットカードでも同様の取引が可能であるが、その場合二国間の送金決済は通常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。日本加盟前の状況ではアジア大洋州の一〇カ国が加盟していた。^{*7}二〇一四年二月、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。このATM接続が稼動すると、日本とアジア大洋州各国の間で米ドルを使わないクロスボーダー決済が増加することとなる。

4 アジアインフラ投資銀行（AIIB）

中国を含め五七カ国がAIIBに参加を表明し二〇一五年六月に五〇カ国が設立協定に署名した。中国の出資比率は二九・八％で第一位。AIIBの総裁には中国財政部の元副部長（副大臣）が就任し本部の所在地も中国・北京となっており、中国が主導する地域開発金融機関である。現

状日本とアメリカは参加していない。

国際的な金融活動にかかわる機関としてはIMFと世銀およびADBを含む四つの国際開発銀行が存在するが、前述のとおり、中国やアジアの新興国はこれらIMF体制に不信感を持っている。IMFの議決権については二〇一一年に中国を三位とする見直しが行われたが、アメリカ議会がこれを批准しておらず、いまだに中国の地位は六位に止まっている。世銀やADBでも中国の議決権は三位に止まっている。前述のとおり、IMFの機能については、日本と同率の議決権で中国が主導できるAMFが事実上実現したが、開発金融の分野で中国が主導できる地域金融機関はなかった。そこで中国財政部が主導し設立されたのがAIIIBである。さらに地域開発銀行であるBRICS新開発銀行が、ブラジル、ロシア、インド、中国、南アフリカの五カ国によって二〇一五年七月に設立された。当初資本金は五〇〇億ドル。本部は上海で総裁にはインド人が就任した。中国は元財政部局長を副総裁に指名している。また、中国独自のインフラ投資基金として二〇一四年一月にシルクロード基金が設立された。こちらは中国人民銀行が主導し、外貨準備のほか、政府系ファンドの中国投資有限責任公司(CIC)、中国輸出入銀行、国家開発銀行が

出資し、合計四〇〇億ドルの出資が予定されている。

これらの機関は、人民元の国際化というよりは、中国やBRICS諸国の企業が海外の投資需要を利用して受注することを目的としたものと見られる。しかしAIIIBについてはイギリス、ドイツ、フランスなど先進国が多数参加し、透明性の向上が要求されている。

III 今後の展望

国際金融の分野において中国とASEAN諸国に共通するのは、IMF・世銀体制への不信感と米ドルへの過度の依存からの脱却の動きである。

これに対して日本は従来から、かなりアジアの要望に従った対応を採ってきた。前述のとおりCMIのマルチ化とAMROの設立により、事実上のAMF設立を中国とともに主導してきた。また、二〇〇二年に日本銀行と中国人民銀行の間で円・人民元間の通貨スワップ協定が締結された。これはCMIの下でドルを対価としない域内通貨同士のスワップ協定として始めてのものであった。またドルを仲介としない円・人民元直接交換取引も人民元と主要通貨

の間で初めて実現した。ドルを利用しない通貨スワップ協定や通貨の直接交換取引は、その後中国がアジアやヨーロッパ諸国との間で金融協力をを行う場合のモデルとなった。なお、中国と金融協力合意を締結した国々の多くでは人民元クリアリング銀行の設置やRQFII枠の設定なども行われているが、日本と中国の間では二〇一二年秋以後の日中関係の悪化に伴い、これらの措置は実現していない。

中国やアジア諸国との金融協力の歴史を考えると、AIIIBについても日中両国が協力する余地は十分存在する。日中両国はアジア地域における金融協力の全体像のなかでAIIIBをどのように位置づけるか改めて議論し、日本の参加を含め、今後の協力のあり方について検討すべきであろう。

また、今後中国やASEAN諸国との金融協力を進めるなかで、日本は円の国際化と東京市場の活性化を目指すべきである。

中国は外貨に比して人民元の対外決済を便利にすることによって人民元利用のインセンティブを高めているが、日本も官民一体となって円送金を優遇するなど円利用のインセンティブを高める方策を採るべきであろう。また、日本と中国の銀行が公表している対顧客スプレッドを見るかぎ

り、日本で円をドルに両替して中国に送り、中国でドルから人民元に交換するより、円のまま中国に送金し、円から人民元に交換したほうがコストは安い可能性が高い。そうした事実を周知することも必要であろう。今後人民元の利用が拡大することが見込まれるなかで、日本円が相応の存在を維持するために、円の国際化の努力を継続することが必要である。

中国やASEAN各国にとつては、米ドルへの過度の依存からの脱却が最優先課題であり、米ドルの使用が減るのであれば円やユーロの使用が増えることは望ましい。人民元の国際化と円の国際化が衝突しないかぎり、日本と中国の利害は一致する。また、アメリカにとつても、他国が対外取引をほぼ一〇〇%に近い比率で米ドルに頼っている状況は、危機時に中央銀行間スワップで米ドルを供給する必要が生じるなど負担が大きい。ドルの基軸通貨としての地位が揺るがないかぎり、過度のドル依存の適度の後退は許容できると思われる。

東京市場の活性化の面では、人民元をはじめとするアジア通貨の東京での取引を促進することが有益である。中国やアジア各国との間で人民元など相手国通貨と日本円を利用した取引が活発になると東京市場で相手国通貨が取引さ

れる機会も増える。二〇一五年六月、三菱東京UFJ銀行とみずほ銀行が東京市場で人民元建て債券を発行した。三菱東京UFJ銀行の債券は私募債であったが、みずほ銀行債券は東京証券取引所のプロボンド市場に上場された。現状では、この債券はユーロクリアに保管され、売買が行われた場合証券と資金の決済はユーロクリアを利用して国際標準であるDVP (Delivery versus Payment) で行われる。今後、証券保管振替機構に人民元建て債券が保管され、売買が行われた場合、日本所在の銀行での資金決済と証券決済がDVPで行われるシステムが整備されれば、東京において、人民元取引関連の決済インフラが整備されることとなる。また、このようなシステムを他の外貨にも拡大することが可能である。

中国は、資本取引を自由化するために、今後国内の金利の自由化と人民元為替レートのいっそうの弾力化を進展させて行くであろう。日本は、中国の資本取引の自由化と人民元国際化の進捗状況を注視しながら、円の国際化と東京市場の活性化の両面での努力を続けていくべきと思われる。

●注

- * 1 詳細は露口(二〇〇六)を参照。
- * 2 詳細は露口(二〇一四b)を参照。
- * 3 詳細は露口(二〇一五)を参照。
- * 4 詳細は露口(二〇一三)を参照。
- * 5 これらの規制は二〇一五年八月に緩和された。
- * 6 詳細は露口(二〇一四a)を参照。
- * 7 マレーシア、シンガポール、タイ、インドネシア、フィリピン、韓国、ベトナム、中国、オーストラリア、ニュージーランド。
- * 8 二〇一五年二月一八日、アメリカ議会は本見直しを批准した。

●参考文献

財務省(二〇一二)「日中金融協力のこれまでの進展と今後の方向性について」(六月二五日) https://www.mof.go.jp/about/mof/councils/customs_foreign_exchange/sub-foreign_exchange/proceedings/material/ga240625/04.pdf (二〇一五年一月三〇日)。

財務省(二〇一三)「日本とASEAN各国との二国間金融協力について」(五月三日) https://www.mof.go.jp/international_policy/financial_cooperation_in_asia_bilateral_financial_cooperation/20130503_cover.htm (二〇一五年一月三〇日)。

露口洋介(二〇〇六)「銀行システムの改革」深尾光洋編「中国経済のマクロ分析 高成長は持続可能か」日本経済新聞

社、一三二—一五七頁。

露口洋介 (二〇一二) 「中国人民元の国際化と中国の対外通貨戦略」外国為替貿易研究会『国際金融』一二三四号、一四—二三頁。

露口洋介 (二〇一三) 「人民元の国際化と円・人民元直接交換取引」『中国経済』日本貿易振興機構、八月号。

露口洋介 (二〇一四 a) 「A.T.M接続とアジアの通貨戦略」『国際金融』外国為替貿易研究会、一二六〇号、一四—二二頁。

露口洋介 (二〇一四 b) 「中国の為替管理自由化」『東亜』霞山会、八月号、二二—三四頁。

露口洋介 (二〇一五) 「経済教室：中国為替制度改革の論点」『日本経済新聞』(九月一七日)。

中国銀行業監督管理委員会 (二〇一五 a) 『中国銀行業監督管理委員会二〇一四年報』<http://zhuanti.cbrc.gov.cn/subject/subject/nianbao2014/fubiao.pdf> (二〇一五年一〇月三〇日)。

中国銀行業監督管理委員会 (二〇一五 b) 「商業銀行主要指標分機構類情 況表 (二〇一五)」<http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docView/F9ABBA7979E541568B624CBB3E565AE7.html> (二〇一五年一〇月三〇日)。

中国人民銀行 (二〇〇九 a) 「関與改革国際貨幣体系的の思考」(二〇一三年三月三日) <http://www.pbc.gov.cn/hangjinqdao/128697/128719/128772/2847833/index.html> (二〇一五年一〇月三〇日)。

中国人民銀行 (二〇〇九 b) 「中国人民銀行有関責任人就『跨境貿易人民幣結算試点管理弁法』有関問題答記者問」(七月二日) <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2841506/>

<index.html> (二〇一五年一〇月三〇日)。

中国人民銀行 (二〇一五 a) 「人民幣現行利率表」<http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125440/125838/125885/125896/2968988/index.html> (二〇一五年一〇月三〇日)。

中国人民銀行 (二〇一五 b) 「中国外匯交易中心授權人民幣匯率中間働公告」<http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125217/125925/2970828/index.html> (二〇一五年一〇月三〇日)。

中国人民銀行 (二〇一五 c) 「中国貨幣政策執行報告二〇一五年第一季度」<http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/2161441/2926066/2015081010063854823.pdf> (二〇一五年一〇月三〇日)。

中国人民銀行 (二〇一五 d) 「易綱副行長出席第十一届、北京—東京論壇、経貿分論壇の発言」(一〇月二七日) <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2969929/index.html> (二〇一五年一〇月三〇日)。

BIS (2015) Effective exchange rate. <https://www.bis.org/statistics/eer.htm?m=6%7C187> (二〇一五年一〇月三〇日)

HKMA (2011) Annual Report 2010. http://www.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/annual-report/2010/11_hkma_international_financial.pdf (二〇一五年一〇月三〇日)

IMF (2015) Review of the Method of the Valuation of the SDR - Initial Considerations (August 3). <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/071615.pdf> (二〇一五年一〇月三〇日)

●著者紹介

- ①氏名……露口洋介(つゆぐち・ようすけ)。
- ②所属・職名……信金中央金庫海外業務支援部上席審議役。
- ③生年・出身地……一九五七年、大阪府。
- ④専門分野・地域……金融制度論(主に中国)。
- ⑤学歴……東京大学法学部卒業。
- ⑥職歴……日本銀行(二二歳、三二年間)、信金中央金庫(五三歳、現職)。日本銀行在職中に外務省出向在中国日本国大使館経済部書記官、日本銀行香港事務所次長、日本銀行北京事務所初代事務所長。
- ⑦現地滞在経験……香港(二七歳、一年強、香港大学ランゲージセンター)、中国(三一歳、二年一カ月、大使館勤務)、香港(三七歳、一年一〇カ月、事務所勤務)、中国(四六歳、二年九カ月、事務所勤務)。
- ⑧研究方法……中国の金融当局の公表文書を基本に、中国金融当局者、日中の金融実務家とのインタビューを行い、金融制度の変化の実態をつかみ、その意味と今後の展望を分析する。
- ⑨所属学会……中国经济経営学会、日中関係学会。
- ⑩研究上の画期……二〇〇五年七月の中国の為替レート決定メカニズムの改革。中央銀行の視点から、人民元と為替市場を研究することがきわめて重要と認識した。
- ⑪推薦図書……童適平『中国の金融制度』(勁草書房、二〇一三年)。中国の金融制度に関する現時点の日本語文献としては、最適の一冊。