

IMFの特別引出権（SDR）への 人民元の採用の意味と今後の焦点

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. 2015年11月30日、国際通貨基金（IMF）理事会は、人民元の特別引出権（Special Drawing Right、略称 SDR）構成通貨への採用を決定した。人民元は、日本円を抜き構成比率で第3番目の通貨となり、国際的な主要通貨としての道を歩み出した。
2. 人民元の SDR 構成通貨採用に当たっては、輸出量と自由利用可能性の2点から検討が行われた。後者については、2009年から始まった人民元建て貿易決済に代表されるように、民間取引の支払単位としての機能向上は著しいが、証券投資に代表される資産通貨としては、中国当局の規制を受け、取引が制限されている。
3. 人民元の SDR 構成通貨採用を機に、海外中銀による人民元の外貨準備としての保有を促進するため、中国の金融当局は、海外中銀の中国本土での債券運用や為替取引の規制緩和を行った。非居住者が発行するパンダ債の銘柄の増加も進めている。
4. 海外中銀とは別に、海外の民間部門が中国本土での債券保有を進めるためには、中国当局が海外に配分する RQFII（人民元建て適格外国機関投資家）の運用枠が必要である。人民元クリアリング銀行の東京市場への設置を含め、人民元と日本円との取引・決済インフラの構築は、日中双方にとって欠かせないものである。

I IMFの特別引出権（SDR）への人民元の採用の決定

1. 人民元が国際的な主要通貨の仲間入り

2015年11月13日、国際通貨基金（IMF）は、特別引出権（Special Drawing Right、略称 SDR）の構成通貨に人民元を加えるよう提案したと発表した。その後、11月30日の

IMF 理事会で、人民元の SDR 構成通貨への採用が正式に決定された¹。人民元の SDR 構成通貨への採用は、IMF に代表される国際通貨体制において、人民元が国際的な主要通貨として認められたことを意味する。

SDR とは、1969 年の第 1 次 IMF 協定改正により発足した制度で、「通貨提供請求権」として、準備資産の機能を有している。2010 年時点での SDR の通貨バスケットの構成比は、米ドルが 41.9%、ユーロが 37.4%、英ポンドが 11.3%、日本円が 9.4%と決定された (図表 1)。バスケットの対象通貨・構成比は 5 年ごとに見直されることとなっており、今回 2015 年の見直しでは、米ドルを 41.73%、ユーロを 30.93%とした上で、3 番目の通貨に人民元を選び 10.92%とし、日本円が 8.33%、英ポンドが 8.09%という構成比となった。

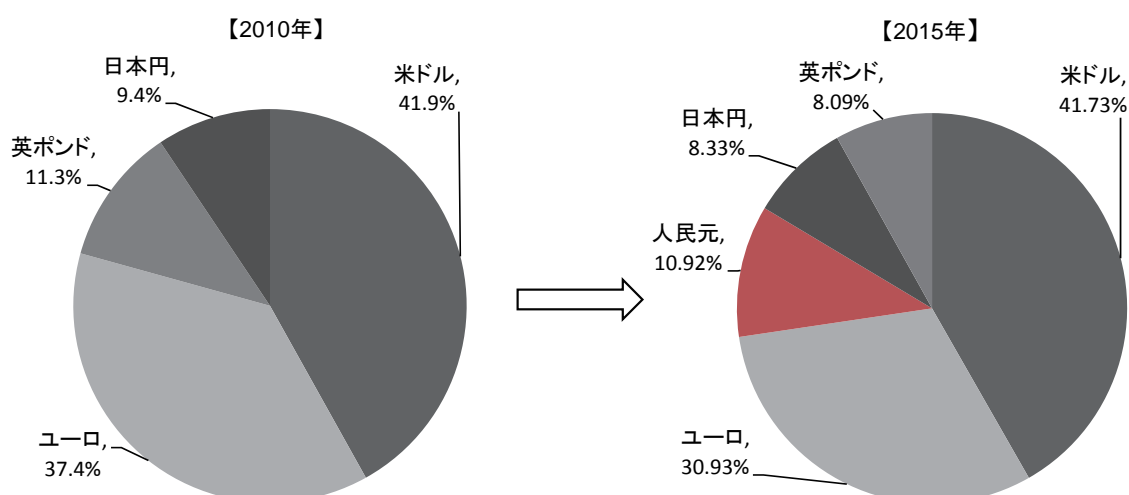
今後、IMF として必要な準備を整えるため、2016 年 9 月末までは現行の通貨構成で続行され、2016 年 10 月から新しいバスケット通貨構成で SDR の運営が始まる予定である。

2. SDR 構成通貨への採用には「自由利用可能通貨」であることが必須

ある通貨が SDR 構成通貨に採用されるためには、①過去 5 年間の財とサービスの輸出額が多い加盟国によって発行されていること、②「自由利用可能通貨 (Freely Usable Currencies)」であること、が IMF によってそれぞれ認定されることが条件となっている。2010 年の SDR の構成通貨見直しの際には、人民元は上記の①輸出量の基準は満たしていたものの、②自由利用可能通貨の基準は満たしていないと IMF から判断されていた。

このため、2015 年 4 月 18 日、中国人民銀行・周小川総裁は、ワシントンで開催された

図表 1 SDR の通貨バスケットの構成比



(出所) IMF より野村資本市場研究所作成

¹ <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2015/pr15540.htm>

IMF 国際通貨金融委員会 (IMFC) において、人民元の自由交換性の現状について、IMF の資本項目の定義 40 項目のうち、35 項目は完全または部分的に自由化を実現しているとした上で、個人の越境投資や非居住者の株式発行等が含まれる残り 5 項目について今後の規制緩和を行う方針を表明した。その後、同年 6 月 11 日、中国人民銀行は「人民元国際化報告」を公表し²、人民元の国際的な使用・取引状況、関連する改革とその進捗状況、今後の展望について言及し、人民元が自由利用可能通貨の条件を満たしていることを訴えてきた。

3. 人民元の SDR 採用後も中国は金融改革を継続

人民元の SDR 構成通貨採用を受け、2015 年 12 月 1 日、中国人民銀行も声明を発表し、「SDR の代表性と吸引力を高め、現行の国際金融システムの整備に貢献する」と説明している³。また、「中国は今後も揺るがずに全面的に改革を深化させ、金融改革と対外開放を加速する」と強調している。

日本円が SDR に採用されたのは 1974 年であり、金利・為替・資本移動の自由化は、むしろその後本格化した。主要な国際通貨として認知された人民元が、より一層自由利用可能な通貨として国際的に使われていくために、これからこそが正念場となる。

II 人民元の「自由利用可能通貨」としての評価

1. 国際通貨の機能

IMF は、SDR 構成通貨採用基準の一つである「自由利用可能通貨」を、①国際取引での支払いに実際に広く使われ、②主要な取引市場で広く売買されている通貨、と定義している。具体的には、①各国の外貨準備、②国際的な銀行貸出、③国際的な債券発行、④国際的な決済と貿易金融、の各指標で利用されている通貨の割合から判断を行っている。また、IMF は、「自由利用可能通貨」は資本規制が無い通貨とは一致しないとしている。

一方、今後、人民元が国際金融市場で取引量や取引割合を増やしていくためには、人民元の国際通貨としての機能を更に満たしていく必要がある。一般的に、国際通貨としての機能は、民間取引と公的取引のそれぞれにおいて、①計算単位、②支払単位、③価値保蔵手段を果たしているかどうかで判断される (図表 2)。

先ず民間取引から見た場合、①の計算単位とは、貿易上のインボイスや金融商品において、当該通貨が国際的な取引単位として用いられることを指す (表示通貨、契約通貨)。②の支払単位とは、貿易上の支払・決済や金融取引において、当該通貨が国際的な取引の支払手段として用いられていることを指す (決済通貨、取引通貨、媒介通貨)。③の価値保

² <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2879196/index.html>

³ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2983964/index.html>

図表 2 国際通貨の機能と人民元のステージ (2015 年 12 月)

機能	民間取引				公的取引			
	表示通貨 契約通貨	国際的な取引単位 としての機能	貿易上の インボイス	中国政府は中国企業に対し 推奨中	基準通貨	金またはある外国 通貨に対して固定 相場制(ベッグ)をと る場合の当該金や 外国通貨の機能	固定相場制	無し
計算単位			金融商品	中国政府は容認(人民元建 て金取引市場が始動済、原 油先物等コモディティでの 人民元建て建値も検討中)			他通貨への バスケット	有り
							SDRの構成通貨	IMF理事会で人民元の採用 を決定(2015年11月30日)
							国際的な政府債	中国政府は容認(英国が 人民元建て国債を発行済)
支払単位	決済通貨 取引通貨 媒介通貨	国際的取引の支払 手段としての機能	貿易上の支払、 決済	中国政府は容認(2009年か らテスト、2011年から中国 本土全体に拡大、2014年から 人民元建てCOMが解禁)	介入通貨 決済通貨	通貨当局による為 替コントロールの 手段としての機能	政府による 金融取引	限定的
			決済、金融取引	中国政府は容認(2011年か ら人民元建て対外直接投 資・対内直接投資を解禁、 2015年から人民元国際決 済システム(CIPS)が稼働)			中銀スワップ	増加中(33か国・地域)
							第三国での 通貨介入	有り(報道ベース、公式発表 は無し)
価値保蔵 手段	資産通貨	民間部門による国 際的な価値の保蔵 手段としての機能	クロスボーダー 預金	可能、但し限定的	準備通貨	公的当局による国 際的な価値の保蔵 手段としての機能	他国の外貨準備	段階的に増加中(新興国中 心、先進国ではノルウェー・ 英国)
			クロスボーダー 証券投資	段階的に開放(2011年から RQFII(人民元建て適格外国 機関投資家)制度を、2014 年からは上海・香港株式 コネクトを解禁)				

(出所) Takatoshi Ito, "The Internationalization of the RMB," Council on Foreign Relations (2011)、各種資料より
野村資本市場研究所作成

蔵手段とは、預金や証券投資において、当該通貨が国際的な価値の保蔵手段として用いられていることを指す(資産通貨)。

次に公的取引から見た場合、①の計算単位とは、当該通貨が金またはある外国通貨に対するアンカーとして用いられていることを指す(基準通貨)。②の支払単位とは、当該通貨が通貨当局による為替コントロールの手段として用いられていることを指す(介入通貨、決済通貨)。③の価値保蔵手段とは、当該通貨が公的当局による国際的な価値の保蔵手段として用いられていることを意味する(準備通貨)。

本章では、人民元が民間取引と公的取引の各取引において、国際通貨としてどのような機能を果たしているか、前述の「人民元国際化報告」で引用されているデータや、中国人民銀行等が公表しているデータに基づき、順次考察していく。

2. 民間取引

1) 計算単位

(1) 貿易上のインボイス

中国では、2008年のグローバル金融危機を契機に、中国の貿易企業の為替変動リスクをヘッジする目的で、2009年から貿易取引への人民元建て決済が解禁されている。このため、中国政府は、中国企業に対し、貿易上のインボイスを人民元建てとすることを推奨中である。

(2) 金融商品

中国政府は、国際的に取引される金融商品への人民元建ての建値も容認している。また、コモディティについては、2013年9月に設定された中国（上海）自由貿易試験区（上海 FTZ）の実験の枠組みの下で、2014年9月より、上海黄金取引所に国際会員（中国以外で登記された法人）が人民元建てで金の現物取引を行う制度、いわゆる「黄金国際板」を始動させている。上海 FTZ では他に、新たに設立された上海国際エネルギー資源取引センターで、外国人投資家も参加できる人民元建ての原油先物取引を準備中である⁴。

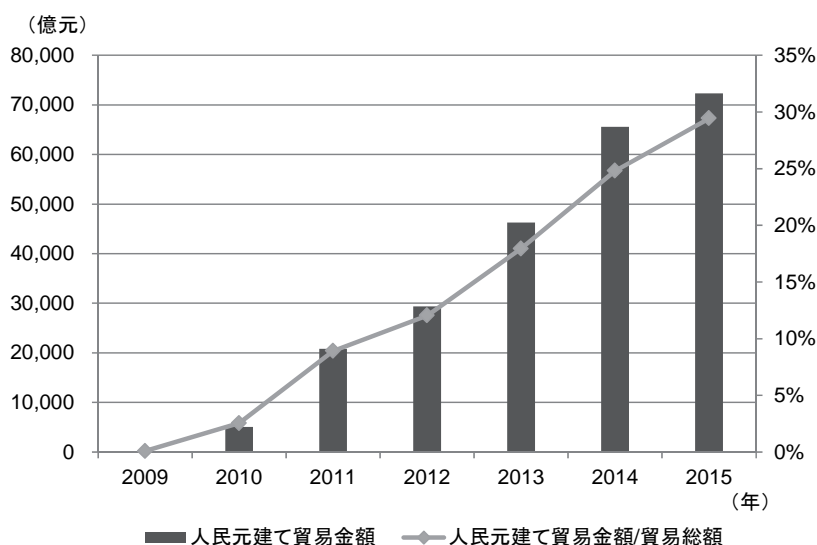
2) 支払単位

(1) 貿易上の支払・決済

2009年7月から始まった人民元建て貿易決済は、国内のテスト地域や決済相手の海外市場の段階的拡大を経て、同年の35.8億元から、5年後の2014年には6兆5,565億元へと急速に拡大している（図表3）。貿易総額に占める人民元建て決済の割合も、2009年は0.08%に過ぎなかったものが、2014年には24.8%にまで拡大した。2015年の人民元建て貿易金額は、通年で7兆2,343億元、貿易総額に占める割合は29.4%に達している。

日本で円建て貿易決済が解禁されたのは1960年で、過去に遡及可能な統計で見ると、1970年の輸出の円建て比率は0.9%で、3割に達したのが1980年代で、解禁から

図表3 人民元建て貿易金額と比率（年次ベース）



(出所) 中国人民銀行、CEIC より野村資本市場研究所作成

⁴ 関根栄一「上海での自由貿易試験区の実験項目の全国展開と証券分野の課題」『野村資本市場クォーターリー』2015年春号（ウェブサイト版）。

20 年を要している。同様に、1970 年の輸入の円建て比率は 0.1% で、2 割に達したのが 1990 年代で、解禁から 30 年を要している。中国の人民元建て貿易金額統計は、輸出と輸入に分解することができないが、それでも、急速に自国通貨建て比率を高めてきた様子が窺える。

(2) 決済・金融取引

貿易以外の決済のうち、2011 年から人民元建て直接投資が解禁されている。

まず、人民元建て対外直接投資 (ODI) は 2011 年 1 月から解禁されている。人民元建て対外直接投資金額は同年の 202 億元から、3 年後の 2014 年には 1,866 億元に拡大している。対外直接投資全体に占める人民元建て決済の割合も、2011 年の 4.68% から、2014 年には 25.53% にまで拡大した⁵。2015 年の人民元建て対外直接投資は、通年で 7,362 億元に達している。

次に、人民元建て対内直接投資 (FDI) は 2011 年 10 月から解禁されている。人民元建て対内直接投資金額は同年の 907 億元から、3 年後の 2014 年には 8,620 億元に拡大している。対内直接投資全体に占める人民元建て決済の割合も、2011 年の 5.01% から、2014 年には 48.55% にまで拡大した⁶。2015 年の人民元建て対内直接投資は、通年で 1 兆 5,871 億元に達している。

他に、上海 FTZ の実験の枠組みの下で、上海 FTZ 企業による人民元の越境キャッシュマネジメントが 2014 年 2 月に解禁され、2014 年 11 月には全国に複製・展開されている。

3) 価値保蔵手段

(1) クロスボーダー預金

非居住者が中国本土で保有する人民元預金残高は、2013 年 12 月から公開され始めている。非居住者が保有する人民元預金残高のピークは 2014 年 12 月末時点の 2 兆 3,722 億元で、人民元預金残高全体の 2.08% に達した。最新の統計によれば、2015 年 11 月末時点の非居住者の人民元預金残高は 1 兆 4,842 億元、人民元預金残高全体の 1.09% となっている。

(2) クロスボーダー証券投資

中国では、対内証券投資制度として、2002 年に適格外国機関投資家 (QFII) 制度が、2011 年に人民元建て適格外国機関投資家 (RQFII) 制度が導入されている。また、対外証券投資制度として、2006 年に適格国内機関投資家 (QDII) 制度が、2014 年に人民元建て適格国内機関投資家 (RQDII) 制度が導入されている。2014 年 11 月からは、個人投資家も対象に人民元建ての双方向の株式投資を行う仕組みとして、上海・

⁵ 国際収支上の対外直接投資の IN と OUT を合計した総額を分母とした。

⁶ 国際収支上の対内直接投資の IN と OUT を合計した総額を分母とした。

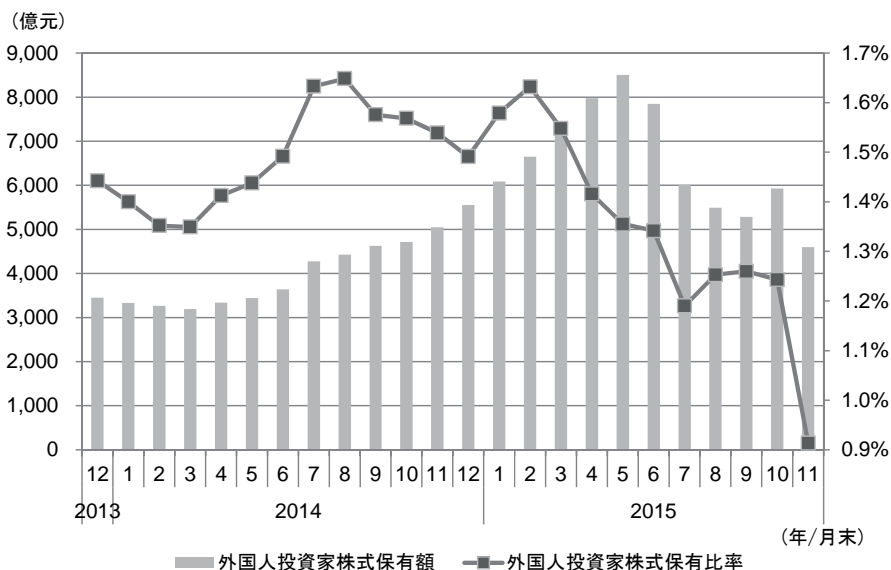
香港ストックコネクトも導入されている。

また、非居住者（外国人投資家）の中国本土での株式保有額も、人民元預金同様、2013年12月から公開され始めている。外国人投資家が保有する株式のピークは2015年5月末時点の8,504億元、時価総額に占める保有割合のピークは2014年8月末時点の1.65%となっている（図表4）。

最新の統計によれば、2015年11月末時点の外国人投資家の株式保有額は4,601億元、時価総額に占める割合は0.91%となっている。一方、日本の同比率は2015年3月末時点で31.7%と、2年連続で3割を超えている。中国本土の株式市場における外国人投資家の参加比率は、中国の経済規模（GDP）の世界に占める割合（約13%）と比べて、低い段階にあると言わざるを得ない。

クロスボーダー証券投資のうち、2015年4月の中国人民銀行・周小川総裁の規制緩和表明に基づき、同年7月、中国証券監督管理委員会は、中国本土及び香港での公募証券投資基金の相互販売制度（中国本土・香港ファンド相互販売制度）を導入している。また、同年10月、中国人民銀行等は、上海FTZの実験の枠組みの下で、「適格国内個人投資家」⁷による海外投資のテストを推進する方針を打ち出している。この2つとも、人民元のSDR構成通貨採用に向けた中国政府の公約となっていたものである。

図表4 中国本土株式市場における外国人投資家の株式保有動向



(出所) 中国人民銀行、CEIC より野村資本市場研究所作成

⁷ QDIIの個人版としてQDII2とも呼ばれる。

3. 公的取引

1) 計算単位

(1) 為替制度

現在の中国の人民元為替制度は、IMFの定義では、クローリング型制度（crawl-like arrangement）と位置付けられている。クローリング型制度とは、同じ管理変動相場制でも、変動幅（Band）、通貨バスケット（Basket）、クローリング（Crawling、ある方向性を持って為替レートを微調整していくこと）に基づくBBC方式に当たる。

中国では、1994年に二重相場制を廃止し市場の需給に基づく管理フロート制を採用した後、1996年に經常取引の人民元の自由交換性を實現するIMF8条国に移行している。次に、中国は、2001年の世界貿易機関（WTO）加盟を経て、2005年7月に現在の姿につながる為替制度改革を行っている。この改革の内容は、第一に、2005年7月21日19時時点で人民元の対ドルレートを1ドル=8.11元とし、約2%切り上げた。第二に、市場の需給に基づき、通貨バスケットを参照して調整する管理フロート制を為替制度に導入した。第三に、人民元の対ドルレートを中国人民銀行が発表する基準値（中間値）の上下0.3%の範囲で変動させることとした。この対ドル為替相場の変動幅は、2007年5月21日に上下0.3%から0.5%に拡大され、2008年から2010年の一時的な対ドル固定の時期を経て、2012年4月16日から上下0.5%から1.0%に、2014年3月17日から上下1.0%から2.0%に拡大され、現在に至っている。

2015年8月11日、中国人民銀行は、対ドルレートの基準値を、前日基準値よりも約1.8%切り下げた。その後、8月12日には基準値を前日より約1.6%切り下げ、13日には前日より更に約1.1%切り下げた。基準値の切り下げ幅は、この3日間で累計約4.5%に及んだ。この措置について、中国人民銀行は「基準値と市場レートが乖離していたため、各銀行から毎朝報告されるレートをもとに決めていた基準値を、前日の市場の終値を重視する方法に変更した」と説明した。また、8月13日午前には、中国人民銀行副総裁と国家外為管理局長による記者会見が行われ、①基準値と市場レートの3%の乖離幅は解消した、②基準値の調整は人民元の国際化にも有利である、との説明がなされた。但し、基準値の変更は、市場関係者にとっては唐突感を持って受け止められ、市場との対話に課題を残す結果となった。

(2) 国際的な政府債

中国政府は、2009年に香港で人民元建て国債を初めて発行し、その後も毎年継続して発行している。香港を含むオフショア市場での人民元建て金融商品の発行は、オフショア市場参加者の人民元保有のインセンティブを高めるものである。

その後、英中間の金融協力の枠組みの下で、2014年10月、英国政府はロンドン市場で人民元建て国債を発行し、調達資金を同国の外貨準備にも組み込んだ。翌年2015年10月、中国人民銀行は、中国以外の地域では初めての人民元建て債券を発行

した。また、同時期の習主席の公式訪英時には、中国政府が中国以外の地域では初めてとなるロンドン市場で人民元建て国債を発行することが決定された。国際的な人民元建て政府債の発行は、個別に実績が積み重なりつつあるという段階である。

2) 支払単位

(1) 中銀スワップ

中国は、2009年7月に始まった人民元建て貿易決済に先立ち、2008年12月から香港を皮切りに人民元建て通貨スワップを締結している。伝統的な通貨スワップでは、本来は金融市場に短期の流動性を相互に供給することが目的であるが、人民元建て通貨スワップの下では、貿易や投資の利便性を高めるために相手国の中央銀行が人民元を引き出すことを容認しているのが特徴である。

中国人民銀行の統計によれば、2015年10月22日時点で、同行は33の国・地域と計3兆3,122億円の通貨スワップ契約を締結している⁸。

(2) 第三国での為替介入

中国政府は公式に発表していないが、中国人民銀行は、2015年9月10日、オフショア市場で国有商業銀行を通じ人民元買い・ドル売り介入を実施した模様である⁹。

人民元の為替レートは、オンショア（中国本土）のCNYとオフショアのCNHとで分かれており、前者が実需原則で基準値も中国人民銀行が管理しているのに対し、後者は中国本土の規制が適用されず自由に売買できることから、市況によっては両者のレートが乖離する現象が起きている。CNYとCNHのレートの乖離の是正は、IMFが人民元のSDR構成通貨採用の課題として指摘している点でもある。中国政府は、2015年8月の中国本土での人民元為替レートの基準値の変更以降、元安誘導はないと繰り返し言明しており、人民元売りを牽制するためにオフショア市場での為替介入を行ったものと見られる。

3) 価値保蔵手段

前述の通り、人民元を外貨準備として保有したのは、先進国では英国が初めてである。2015年9月11日付金融時報は、2014年末時点で、世界の48の海外の中央銀行及び通貨当局が中国本土で保有する人民元を準備資産にしているとの中国人民銀行・研究局・馬駿チーフエコノミストの発言を引用している¹⁰。また、「人民元国際化報告」によれば、2015年4月末時点で、不完全な統計ながらも、海外の中央銀行及び通貨当局が中国本土で保有する債券・株式・預金等の人民元建て資産は約6,667億元に上るとしている。

⁸ <http://www.pbc.gov.cn/huobizhengceersi/214481/214511/214541/2967384/2015102214550353669.pdf>

⁹ 2015年9月12日付日本経済新聞。

¹⁰ http://www.financialnews.com.cn/yw/jryw/201509/t20150911_83725.html

III 人民元の SDR 構成通貨採用によって何が変わるのか

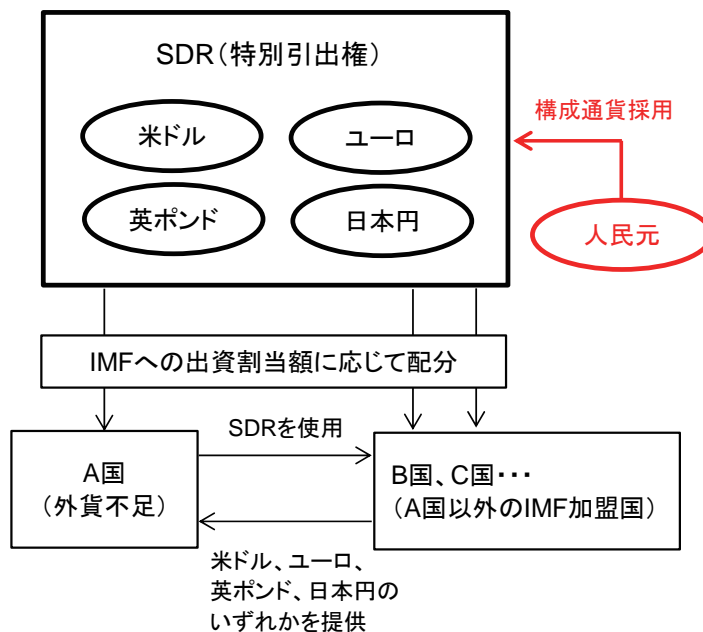
1. 海外の中央銀行と通貨当局による人民元の引出し

SDR は、外貨不足に陥った加盟国を IMF が支援するための合成通貨であり、加盟国は割り当てられた SDR と引き換えに米ドル、ユーロ、英ポンド、日本円、そして今度は人民元と交換することができる（図表 5）。交換するのは、加盟国の中央銀行や通貨当局であり、人民元を外貨準備として保有することになる。

前述の中国サイドの発表に対し、IMF は、2015 年 4 月から 5 月にかけて、各国政府・中央銀行が保有する外貨準備以外の外貨建て資産も含めた調査を実施している（Survey on The Holdings of Currencies in Official Foreign Currency Assets）。調査対象年は 2013 年末と 2014 年末で、対象国・地域は 130 の公的当局に及んだ。同調査によれば、人民元を保有する公的当局は、2013 年末の 27 から 2014 年末には 38 に増加している。また、公的当局が保有する人民元は、2013 年末の 454 億ドル（公的外貨建て資産全体の 0.57%）から、2014 年末には 746 億ドル（同 0.95%）に増加している。SDR 構成通貨への人民元の採用は、海外の中央銀行や通貨当局が外貨準備に人民元を加える誘因となる¹¹。

海外の中央銀行や通貨当局が人民元を外貨準備に加えた場合、保有する人民元を人民元

図表 5 IMF の SDR（特別引出権）の仕組み



(出所) 2015 年 10 月 11 日付毎日新聞、各種資料より野村資本市場研究所作成

¹¹ 人民元を一国の法定通貨に採用する動きもある。急激なインフレーションに直面するアフリカのジンバブエは、中国に対する 4,000 万ドルの債務帳消しを受け、2016 年より人民元を同国の法定通貨として流通させることを決定した（“Zimbabwe turns to Chinese currency in bid to revive its battered economy,” *Financial Times*, December 23, 2015.）。

建て証券に換えて運用することとなる。海外に十分な人民元建て証券が無い場合には、中国本土の人民元建て証券で運用する手段やルートが必要となる。逆に中国本土での運用手段やルートが開かれなければ、保有するインセンティブも高まらないことになる。このため、中国人民銀行は、海外の中央銀行と通貨当局に向け、中国本土の債券市場を対象に、運用手段・ルートを確保するための規制緩和を行っている。また、中国本土での非居住者人民元建て債券（パンダ債）¹²の発行を促進し、海外の中央銀行や通貨当局にとってなじみの深い海外銘柄を増やしている。

2. 海外の中央銀行と通貨当局を対象にした規制緩和

1) 中国本土債券市場での運用規制の緩和

中国人民銀行が最初に行ったのは、海外の政府系機関投資家の中国本土の債券市場での運用枠の撤廃である。2015年7月14日、中国人民銀行は「海外中央銀行、国際開発金融機関、政府系ファンドが人民元を銀行間市場¹³で運用することに関する通知」を公布した（以下、2015年通知）¹⁴。中国人民銀行は、2010年8月16日、海外の中央銀行や通貨当局に対し銀行間債券市場¹⁵での運用制度を設けていたが（以下、2010年通知）¹⁶、以下のような規制緩和を行った。

- 2010年通知では、対象投資家を海外の中央銀行と通貨当局のみとしていたが、2015年通知では、国際開発金融機関と政府系ファンドを加えた。
- 同様に、運用市場を債券市場のみとしていたが、コール市場や外為市場も加えた。
- 同様に、市場参入に当たっては審査・認可制としていたが、登録制に転換した。
- 同様に、運用枠を設定していたが、運用枠そのものを設けないこととした。
- 同様に、債券売買の発注・執行を中国人民銀行のみに限定していたが、ライセンスを有する商業銀行にも発注・執行を出せるとした。

世界銀行や国際金融公社（IFC）は、既に2010年通知の下で銀行間債券市場での運用ライセンスと運用枠を有しており、今回の2015年通知の下で、債券市場を含む銀行間市場での運用の自由度を増すものと思われる。

2) 中国本土外為市場への参入の容認

2015年通知を受け、海外の政府系機関投資家が中国本土の外為市場に参入するための細則を中国人民銀行は2015年9月30日に公表している¹⁷。ポイントは以下の通りとなる。

¹² 日本の「サムライ債」に相当。

¹³ インターバンク市場を指す。

¹⁴ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2813723/index.html>

¹⁵ インターバンク市場の中の債券市場を指す。

¹⁶ <http://www.pbc.gov.cn/jinrongshichangsi/147160/147171/147358/147400/2847460/index.html>

¹⁷ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2960311/index.html>

- 銀行間市場と同様に、登録制を採用する。
- 運用金額に上限を設けない。
- 取引できる商品を、スポットの他、フォワード、スワップ、オプション等とし、特に制限を設けない。
- 外為市場の直接会員になることもできるほか、中国人民銀行やライセンスを有する金融機関にも発注を行うことができる。

海外の政府系機関投資家向けに中国本土での為替ヘッジ商品を自由に利用できるようにすることは、外貨準備に人民元建て資産を組み込みやすくするものとなろう。同細則を受け、2015年11月25日には、中国人民銀行は、香港金融管理局 (HKMA)、オーストラリア準備銀行 (RBA)、ハンガリー国立銀行 (MNB)、国際復興開発銀行 (IBRD)、国際開発協会 (IDA)、世界銀行・信託基金、シンガポール政府投資公社 (GIC) の外為市場での第一陣 (計7機関) の参入登録が完了したと公表した¹⁸。続いて2016年1月12日には、インド準備銀行 (RBI)、韓国銀行、シンガポール金融管理局 (MAS)、インドネシア中銀 (BI)、タイ中銀、国際決済銀行 (BIS)、国際金融公社 (IFC) の第二陣 (計7機関) の参入登録が完了した¹⁹。

また、2015年12月23日、中国人民銀行と国家外為管理局は、上海外国為替市場での人民元の取引時間を2016年1月4日から延長すると発表した²⁰。現在は午前9時30分から午後4時30分までの7時間であるが、延長後は午後11時30分までの14時間となり、取引時間は倍増する。海外の投資家による中国本土での為替取引の利便性が高まることとなる。

3. 発行体への規制緩和

1) パンダ債の発行の促進

海外の政府系機関投資家が銀行間市場に参入することを前提に、これら機関投資家にとってなじみ易い海外銘柄としてのパンダ債の発行も促進されている。

パンダ債については、財政部が申請窓口になる形で2005年にルールが制定され、アジア開発銀行 (ADB) や国際金融公社といった国際開発金融機関の発行実績がある (図表6)²¹。2010年には二国間の公的機関にも発行体の資格が拡大されたものの、特に発行実績が無いまま推移してきた。

転機となったのは2014年3月で、上記の財政部が申請受付窓口となるスキームとは別に、独タイムラーが銀行間債券市場の自主規制法人 (中国銀行間市場交易商協会、略称 NAFMII) が定める登録フォーマットを使う形で、パンダ債を発行した。2015

¹⁸ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2981891/index.html>

¹⁹ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3003849/index.html>

²⁰ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2994234/index.html>

²¹ 関根栄一「中国における非居住者人民元建債券 (パンダ債) 市場の現状と課題」『資本市場クォーターリー』2006年夏号。

図表6 パンダ債（非居住者人民元建て債券）の発行実績

発行体	発行額	発行時期	期間	金利	主幹事	認可(または登録)機関
国際金融公社(IFC)	11.3億元	2005年10月	10年	3.40%	中国国際金融、中信証券	中国政府(中国財政部)
アジア開発銀行(ADB)	10億元	2005年10月	10年	3.34%	中銀国際証券	中国政府(中国財政部)
国際金融公社(IFC)	8.7億元	2006年11月	7年	3.20%	中国国際金融、中信証券	中国政府(中国財政部)
アジア開発銀行(ADB)	10億元	2009年12月	10年	4.20%	中国国際金融	中国政府(中国財政部)
独ダймラー	5億元	2014年3月	1年	5.20%	中国銀行	中国銀行間市場交易商協会
独ダймラー	30億元	2015年4月	1年	4.80%	中国銀行	中国銀行間市場交易商協会
HSBC(香港)	10億元	2015年9月	3年	3.50%	中信証券	n/a
中国銀行(香港)	10億元	2015年9月	3年	3.50%	中国銀行	n/a
招商局集団(香港)	5億元	2015年11月	1年	3.03%	中信証券、招商銀行	中国銀行間市場交易商協会
独ダймラー	15億元	2015年11月	1年	3.60%	中国銀行	中国銀行間市場交易商協会
スタンダードチャータード銀行(香港)	10億元	2015年12月	n/a	3.50%	中国銀行	n/a
韓国政府	30億元	2015年12月	3年	3.00%	交通銀行、シティバンク(中国)、 高盛高華証券(ゴールドマン・ サックス系)、HSBC(中国)、スタ ンダードチャータード銀行(中国)	中国銀行間市場交易商協会
カナダ・ブリティッシュコロンビア州政府	30億元	2016年1月	3年	2.95%	中国銀行、HSBC(中国)	中国銀行間市場交易商協会

(出所) 中国財政部、中国人民銀行、中国銀行間市場交易商協会、Wind 資訊、各種資料より野村資本市場研究所作成

年9月には、中国銀行(香港)とHSBC(香港)が国際的な商業銀行として初めてパンダ債を発行している。続いて同年11月には、招商局集団(香港)が、中国本土系の非居住者企業として初めてパンダ債を発行した。

更に中国人民銀行は、2015年11月27日、カナダのブリティッシュコロンビア州政府のパンダ債の発行計画を公表している。准ソブリンとしては初のパンダ債の発行となり²²、2016年1月21日に発行している。他に、韓国政府も中国本土でのパンダ債発行を中韓金融協力の下で中国政府と合意し²³、2015年12月15日に発行している。韓国政府のケースは、ソブリンとしては初のパンダ債の発行となる。

2) 流通市場での登録制への転換

パンダ債の発行の加速化に先立ち、中国人民銀行は、2015年5月9日、銀行間債券市場での取引・流通に関する審査・批准を取り消す公告を出している²⁴。法令に基づき発行された債券は、債権・債務関係が確定し、登録登記終了後、直ちに銀行間債券市場での取引・流通が可能となるようにした。同時に、投資家の利益を保護するため、事後管理監督も強化された。

流通市場で登録制の対象となる銘柄は、政府債、中央銀行債券、金融債、社債、資産担保証券等全ての銘柄が対象で、発行体にとっての資金調達の利便性が高まるものとなっている。これにより、銀行間債券市場でのパンダ債の発行・流通も円滑に行われることが確保される。

²² <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2982822/index.html>

²³ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2971370/index.html>

²⁴ <http://www.pbc.gov.cn/tiaofasi/144941/144959/2812356/index.html>

4. 規制緩和は民間の機関投資家にも及ぶのか

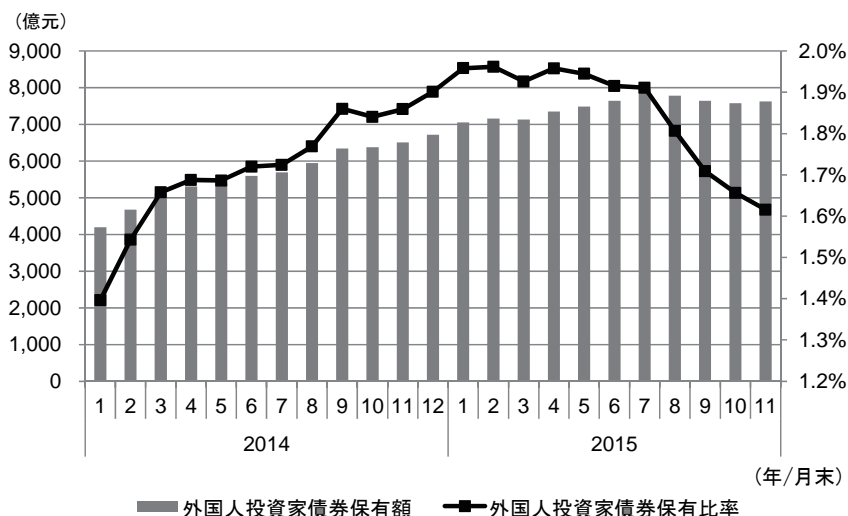
海外の政府系機関投資家に対しては、人民元の SDR 構成通貨採用を機に、中国本土での債券及び外為市場での運用が原則自由化された。今後は、この規制緩和が、民間の機関投資家にも及んでいくのかが注目点となる。2016 年から 2020 年までの第 13 次 5 年計画建議の中では、「対内・対外投資の運用枠規制を改革し、段階的に取り消す」との方向性が出されており²⁵、最低限の投資家登録制度は残るかもしれないが、運用枠の解消については、後は時間の問題になっていると言えよう。

非居住者（外国人投資家）の中国本土での債券保有額を見ると、直近の 2015 年 11 月末時点では 7,626 億元となっている（図表 7）。保有比率を見ると、同時点で 1.62% となっている。日本の場合、2015 年 6 月末時点の海外部門の国内発行債券の保有比率は 7.65% であることを考えると、中国では、外国人投資家による対内債券投資の余地が更にあると言える。

また、民間の機関投資家が債券を含む対内証券投資を増やしていくためには、中国の為替制度の運営が予見可能性の高いものとなっていく必要がある。2015 年 12 月 1 日、中国人民銀行・易綱副総裁（国家外為管理局長を兼務）は、中国経済の強さと豊富な外貨準備に言及し、人民元を切り下げる理由は見当たらないと述べている。同時に、易副総裁は、人民元の為替レートの形成では「クリーン・フロート」が長期的な目標であると述べ、今後、金融当局による為替介入を控えていくことを示唆している。

この方針を裏付けるかのように、中国人民銀行の傘下で為替市場を運営する中国外貨取引センターは、2015 年 12 月 11 日から人民元の新しい指数の公表を始めた（CFETS 人民

図表 7 中国本土債券市場における外国人投資家の債券保有動向



(出所) 中国人民銀行、CEIC より野村資本市場研究所作成

²⁵ 関根栄一「第 13 次 5 年計画建議で打ち出された 2020 年の中国金融の将来像」『野村資本市場クォーターリー』2016 年冬号。

元為替レート指数)。同指数の主な通貨別の構成比は、米ドルが 26.4%、ユーロが 21.39%、日本円が 14.68%となっている。前述の通り、中国は 2005 年 7 月に通貨バスケットを参照して調整する管理フロート制に移行しているが、2008 年のグローバル金融危機の直後には対米ドルで為替相場を固定する措置を採り、人民元はドルとの連動性が高い通貨として見られてきた。人民元の SDR 構成通貨の採用以降、中国の金融当局は、複数の通貨バスケットに対する人民元レートの変動を容認する相場運営を行うものと見られるが、対米ドルでは人民元安が進む局面も出てきている。早晚、民間の機関投資家からも、為替ヘッジの利用に向けた規制緩和が求められていくこととなる。

IV 日本円と人民元との関係

1. 日本円と人民元との決済

それでは、人民元の SDR 構成通貨採用後、日本円と人民元との関係はどのようになっていくのであろうか。

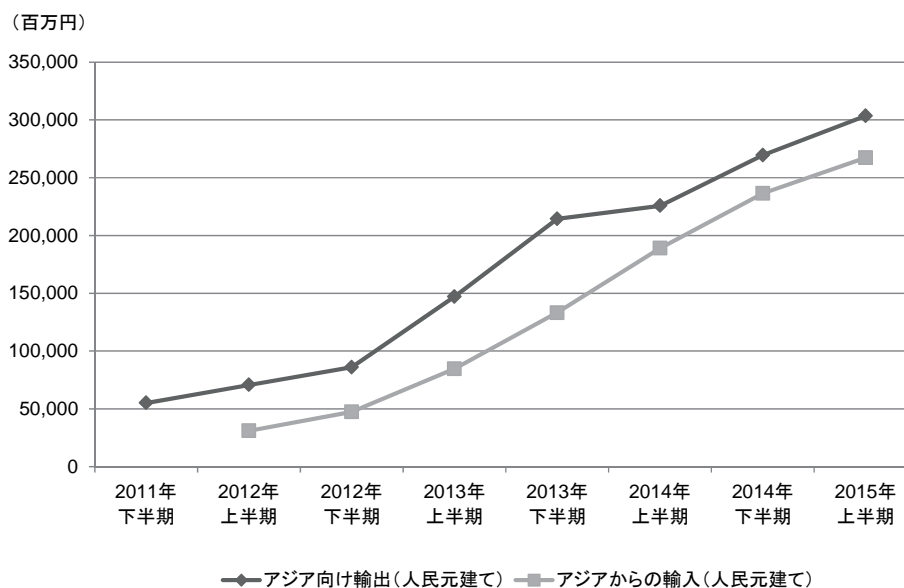
先ず、SWIFT（国際銀行間通信協会）統計によれば、人民元の国際的な為替取引量は、2015 年 8 月、世界第 4 位、市場シェア 2.79%となり、日本円の市場シェア（2.76%、世界第 5 位）を初めて逆転した。その後、同年 9 月には、人民元が再び世界第 5 位に後退したものの、中国の GDP が世界全体の 13%を占めていることを考えると、貿易、直接投資、証券取引を通じて人民元の国際的な利用が増加していく可能性を踏まえる必要がある。

次に、2015 年 10 月 8 日からは、日銀の外為円決済システムに相当する人民元の国際決済システム（China International Payment System、略称 CIPS）の第一期が稼働しており、これまでのように各市場に人民元のクリアリング銀行がなくても、海外銀行が現地法人を通じて中国人民銀行のシステムに直接参加し、国際的な取引決済を実行することが可能となった²⁶。CIPS には、直接参加できる銀行と直接参加銀行を経由して参加する間接参加銀行とがある。直接参加銀行は 19 行で、外銀（中国本土の現地法人）としては、HSBC、スタンダードチャータード銀行、東亜銀行、DBS 銀行、シティバンク、ドイツ銀行、BNP パリバ、オーストラリア・ニュージーランド銀行（ANZ）の計 8 行が入っているが、邦銀は入っていない。そもそも、東京市場には、人民元クリアリング銀行も設定されていない。

一方、日本の輸出入における人民元の使用金額と比率は着実に上昇している。具体的には、日本からのアジア向け輸出の取引通貨では、人民元が 2012 年上半期（1～6 月）は第四番目の通貨（アジア向け輸出の 0.4%、約 706 億円）であったが、2015 年上半期（1～6 月）には第三番目の通貨（アジア向け輸出の 1.5%、約 3,034 億円）になっている（図表 8）。アジアからの日本への輸入の取引通貨では、人民元が 2012 年上半期（1～6 月）は第五番目の通貨（アジアからの輸入の 0.2%、約 309 億円相当）であったが、2015 年上半

²⁶ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2960452/index.html>

図表 8 日本の貿易輸出入額 (対アジア・人民元建て)



- (注) 1. 金額は、日本からのアジア向け輸出額及びアジアから日本への輸入額にそれぞれ人民元建ての比率を掛けて算出。
 2. アジアのうち、中国本土や香港の区別は統計上不明。
 (出所) 財務省より野村資本市場研究所作成

期(1~6月)には第三番目の通貨(アジアからの輸入の1.4%、約2,673億円)になっている。

東京市場と上海市場では、2012年6月から日本円と人民元の直接交換取引が始まっているが、先進国通貨で直接交換取引を始めたのは、日本円が最初である。SWIFT統計によれば、日本と中国本土・香港間の決済額のうち、人民元建て決済額が占める割合は、2013年10月の3.1%から、2014年10月には3.9%、2015年10月には6.9%となり、日本円に次ぐシェア2位に浮上している²⁷。日本と中国本土・香港間の人民元建て決済のうち、97%は銀行間送金であり、これが人民元建て決済を牽引しているとのことである。

総じて、人民元クリアリング銀行やCIPSといった人民元の取引・決済インフラに、主要な国際通貨の一つである日本円が入っていない方が不自然な状況となっている。中国政府の中でも、少なくとも金融当局は、人民元の国際的な取引量を増やして行くために、日本円との取引・決済インフラの構築の必要性を認めているのではないだろうか。

2. RQFIIの運用枠の配分

中国で債券を含む人民元建て証券を保有しようとする場合は、前述の通り、外国人投資家はQFIIまたはRQFIIのライセンスと運用枠を取得する必要がある。但し、後者の

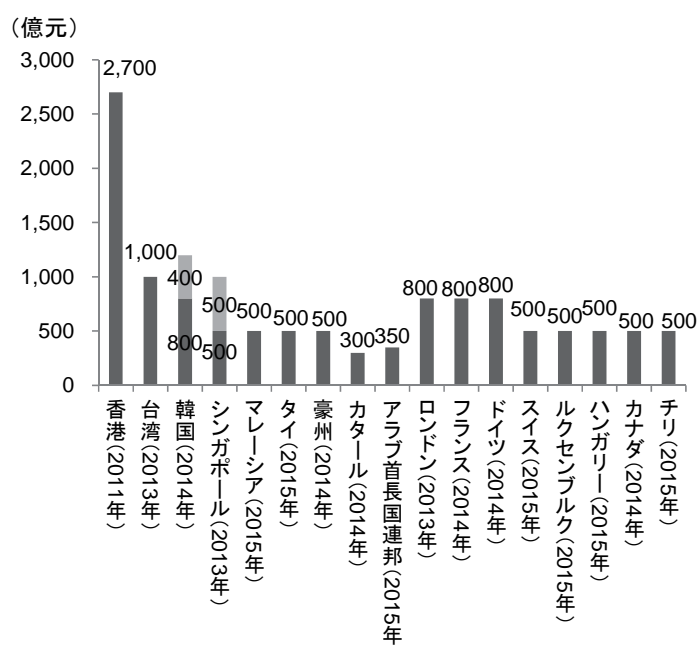
²⁷ http://www.swift.com/assets/swift_com/documents/products_services/RMB_tracker_November_2015_JA.pdf

RQFII の運用枠は、中国と他国との金融協力の下で、各海外市場に配分される仕組みとなっている。米国を除く主要な先進国や新興国には、中国当局から既に RQFII の運用枠が配分されており、国によっては運用枠の追加も行われている。例えば、韓国に対しては、2015 年 10 月に 400 億元が追加配分され計 1,200 億元に、シンガポールに対しては、同年 11 月に 500 億元が追加配分され計 1,000 億元となっている（図表 9）。

一方、東京市場には、未だに RQFII の運用枠の配分はなされていない。日系運用会社では、日興アセットマネジメントのシンガポール子会社が、シンガポールに配分された運用枠を使って認可を取得している（認可枠は 10 億元）。人民元の SDR 構成通貨への採用を前にした 2015 年 6 月、東京市場では、三菱東京 UFJ 銀行が 3.5 億元、みずほ銀行が 2.5 億元の人民元建て債券を発行している。東京市場への RQFII の運用枠の配分は、中国の金融当局にとっても、人民元の価値保蔵手段としての機能を高めていくものとなるだろう。

他に、日本の発行体が、今後、中国本土でパンダ債を発行しようとした場合、発行条件の一つとして、採用会計基準が障害になる可能性がある。2015 年 9 月以降に加速したパンダ債の発行体は、①国際会計基準（IFRS）または同基準に準拠した中国会計基準を採用している発行体か、②ソブリンや准ソブリンの発行体で、財政部等が定めた発行条件に抵触していない発行体ばかりである。日中金融当局間の協議次第であるが、双方向で発行

図表 9 RQFII 運用枠の国・地域別配分額



- (注) 1. 2015 年 12 月 17 日時点の数値。
 2. 韓国に対しては、2015 年 10 月 31 日に 400 億元が追加配分され、計 1,200 億元に増枠されている。
 3. シンガポールに対しては、2015 年 11 月 17 日に 500 億元が追加配分され、計 1,000 億元に増枠されている。

(出所) 中国人民銀行、中国証券監督管理委員会、中国外交部、各種資料より野村資本市場研究所作成

条件をすり合わせておく余地があろう。例えば、東京（市場）のプロボンド市場では、日本の会計基準（J-GAAP）以外の会計基準を採用した発行体の債券発行を容認しており、中国本土の債券市場でも、私募のパンダ債については採用会計基準を問わないといった整理も可能ではなかろうか。

V 結びにかえて

前述の通り、主要な先進国や新興国には既に人民元クリアリング銀行が設置され、RQFIIの運用枠も配分されているが、日本（東京市場）にはどちらも無い。人民元クリアリング銀行やRQFIIは、中国が各国と首脳外交を行う際の目玉として取り上げてきているが、2014年11月以降、計3回の日中首脳会談が行われた中で、東京市場に設置・配分する外交上の障害は無くなっているものと思われる。

一方、これまで、人民元の取引・決済インフラとは無縁で来た日米のうち、米国で同インフラを構築しようとする動きが出ている。具体的には、人民元のSDR構成通貨採用に合わせるかのように、2015年11月30日、米金融情報大手ブルームバーグの創業者でもあるブルームバーグ氏が、米国での人民元取引・決済インフラの整備を目指す新しいワーキンググループの議長に就任することが明らかになった²⁸。同グループには、財務長官を務めたヘンリー・ポールソン氏とティモシー・ガイトナー氏が共同議長に、米証券取引委員会（SEC）元委員長のメアリー・シャピロ氏が副議長にそれぞれ就任する。同グループは、①人民元取引・決済インフラを米国に導入することで、米国企業が中国から商品・サービスを購入する際のコストを低減できること、②米国企業にヘッジ取引など人民元建て取引サービスの提供を計画している米国金融機関に門戸を開くこと、を目的としている。同グループには、シティバンクやJPモルガン・チェース、ゴールドマン・サックス、中国工商銀行等米中の大手銀行のほか、米国商工会議所も加わっている模様である。

2015年10月8日、麻生太郎財務大臣は、中国財政部・楼繼偉部長（大臣）との日中財務相会談で、東京へのRQFIIと人民元クリアリング銀行の設置を要請している²⁹。米国の金融業界も動き出す中で、東京市場への人民元の取引・決済インフラの導入に向けた今後の日中当局間の協議が注目される。

²⁸ 「ウォール街を人民元取引拠点に一元高官らが推進」『ウォール・ストリート・ジャーナル日本版』2015年11月30日。

²⁹ <http://www.jiji.com/jc/zc?k=201510/2015101000087>