

中国・人民元「国際化」と現代の国際通貨システム —世界経済秩序のパラダイム転換か—

鳥 谷 一 生*

2015年7月、中国は上海株式市場の大暴落に見舞われ、8月に人民銀行は人民元切り下げに踏み切った。これを契機に人民元為替相場は続落する一方で、不動産バブルに対する延命策にもかかわらず、次第に資金繰りが窮屈になる国内の金融資本市場には一段のストレスがかかるようになってきた。かくて中国は、「沪港通」・「深港通」を通じ香港経由で外資を導入し始めただけでなく、国内債券市場を外資に開放するようになった。いわゆる国際金融資本取引の「自由化」である。しかし、下落する為替相場は金利上昇・株価価格下落のサインとなって、外資の流入は予想通りには進まないのが現状である。人民元「国際化」は実現するのであろうか。ひいては、人民元が国際決済手段として機能し、米ドルと並ぶ「国際通貨」として登場するのであろうか。本稿では、現代の世界経済において第二位のGDPを擁する中国・人民元の「国際化」の可能性について考察していく。

キーワード：人民元「国際化」、沪港通・深港通、香港金融資本市場、債券市場の対外開放

はじめに

1. 人民元「国際化」と香港金融為替市場の現状
 - 1.1. 国際取引通貨・公的準備通貨としての人民元

* 京都女子大学 現代社会学部 教授

- 1.2. 香港金融為替市場における人民元
「国際化」の現実
 - 1.2.1. 人民元建貿易取引
 - 1.2.2. 人民元建預金
 - 1.2.3. 「点心債」・「沪港通」・「深港通」
における非居住者取引
2. 中国金融経済と人民元「国際化」—債務
繰り延べと対外債務の増大—
 - 2.1. 債務重圧下の中国金融経済
 - 2.2. 増大する人民銀行のマネタリー・
ベース供給と外資導入の拡大
 - 2.2.1. 人民元の‘脱ドル化’
 - 2.2.2. 「債券通」と「沪港通」・「深港通」
の新展開
 - 2.3. 人民元「国際化」とは何か—不安定
化する対外バランスの中で—
3. 人民元「国際化」は世界経済のパラダイ
ムを変えるか—むすびにかえて—

はじめに

2015年6月の上海株式市場の大崩落そして8月の人民元為替相場切り下げを契機に、この間若干後退した人民元「国際化」であったが、2018年の年明けと共に「一带一路」戦略の下、新たな展開を開始した感がある。実際、本邦企業の対中ビジネスにおける人民元ニーズに応えるべく、同年1月、本邦メガバンク二行が上海債券市場で各々10億元と5億元の人民元建債券（パンダ債）を発行した。翌2月、中国人民銀行はアメリカ・ゴールドマンサックスを民間銀行として初めてオフショア市場での人民元決済銀行に指定した¹⁾。また

3月には、フィリピン政府が銀行間債券市場で14.6億元（期限3年、表面金利5%）の人民元建債券（パンダ債）を発行した²⁾。続く4月初旬に海南島で開催された博鳌アジア・フォーラムの期間中には、次の三つの報道が注目を引いた。

第一に、就任したばかりの人民銀行・易総裁は、今年6月をもって証券や生命保険の外資出資比率の上限を51%に上げ、3年後に全額出資をも承認すると発表した。第二に、2017年6月にMSCIが中国本土A株（222株）を新興国市場指数（構成比率0.7%）に二段階に分けて組み入れることを発表していることから、その第一回目の組み入れが目前に迫った5月1日より上海と香港・「沪港通（Shanghai-Hong Kong Connect、後述）」、深圳と香港・「深港通（Shenzhen - Hong Kong Connect、後述）」の取引拡大が図られた。すなわち、上海と深圳から香港の株式を売買する各々の「港股通」の一日の取引限度額を従来の105億人民元から420億元に、香港から上海・深圳の株式を売買する「沪股通」と「深股通」の一日の取引限度額を現行の各々130億元から520億元引き上げることが発表された³⁾。そして第三に、中国銀行は総額32億ドル相当額の「一带一路」関連債券を米ドル、ユーロ、豪ドル、ニュージーランド・ドルの各通貨建てで発行した。発行は、中国銀行のシンガポール、ルクセンブルク、シドニー、ニュージーランド各現地支店を通じて行われた。こうして2020年を目標とした資本取引「自由化」を目指し、中国の金融資本市場の

対外開放は着々と進んでいるかにみられる⁴⁾。

では、人民元「国際化」は実現するのであろうか。ひいては、人民元が国際決済手段として機能し、米ドルと並ぶ「国際通貨」として登場するのであろうか。本稿では、現代の世界経済において第二位のGDPを擁し、2018年春先のいわゆる‘米中貿易摩擦’によって、その影響力を世界に知らしめることになった中国の人民元「国際化」の可能性について考察していきたい。

そこでまずは、人民元為替相場が切り下げられた2015年夏以降の人民元「国際化」の現状について、香港金融為替市場を中心みておこう。

1. 人民元「国際化」の現状と香港金融為替市場

1.1. 国際取引通貨・公的準備通貨としての人民元

人民元建の国際取引の現状を知るには、世界的な通信ネットワークを使い銀行・証券会社等機関投資家の国際資金決済情報を引き受けているSWIFTの月次レポートが便利である。その最新版によれば、旧正月の影響もあって2018年2月の人民元建国際取引は前月よりも減少し、その世界的シェアも対前年比で1.76%から1.56%へ、世界ランクも第5位から第7位に低下した。人民元「国際化」が世界的にも最もクローズアップされていた2015年夏場当時、世界的シェア1.92%となり、3.0%の日本円に次いで国際取引通貨として世界第5位にまで順位を上げた一時と比べ⁵⁾、

今日その勢いは大きく失われた感がある。その背景にあるのは、正に2015年6月末の上海株式市場の崩落であり、続く8月の人民元為替相場の切り下げであった。非居住者からみれば、いずれの国民通貨であれ、為替相場が下落する国民通貨建の取引・資産保有は回避されるべきであろう⁶⁾。

次に公的外貨準備についてみてみよう。2017年3月末、IMFは「公的外貨準備通貨の通貨別構成（Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserve）」を発表した。それによれば、2017年第IV四半期における世界の公的準備通貨は総額11兆4249億ドルで、内訳は米ドル—6兆2851億ドル（55.01%）、ユーロ—2兆0185億ドル（17.67%）、日本円—4901億ドル（4.29%）、ポンド—4545億ドル（3.98%）で、カナダ・ドル—2028億ドル（1.78%）、豪ドル—1800億ドル（1.58%）、人民元—1228億ドル（1.08%）であった。中国の公的筋の報道は、2016年同期との比較で公的外貨準備に占める人民元のウェイトが0.15%上昇したと記してはいる⁷⁾。しかし、2016年9月末人民元はIMFのSDRバスケット構成通貨になり、日本円のウェイト8.33%を上回る10.92%のウェイトを占めるに至ったことを考慮すれば、現状公的準備通貨としてのウェイトは余りにも低すぎよう⁸⁾。

このように、人民元「国際化」は大きく進んでいるとはいえない。このことは、人民元建オフショア取引の拠点である香港金融為替市場でも同じであり、2015年夏場前後を境に人民元「国際化」は大きく躊躇しているのが現

実である。そこで次に香港金融為替市場における人民元「国際化」の現状をみていこう。

1.2. 香港金融為替市場における人民元「国際化」の現実

1.2.1. 人民元建貿易取引

まず、中国人民銀行の『貨幣政策執行報告』から人民元建貿易取引についてみておこう。第1図によれば、同年のクロス・ボーダーの人民元建グロス取引は9.19兆元（受取4.45兆元、支払い4.74兆元）、内経常取引は4.36兆元（貿易3.27兆元、サービス取引1.09兆元）であった⁹⁾。2017年の国際収支によれば、グロスの経常取引額は35.3兆元、輸出入のグロス貿易取引額は30.2兆元であったから¹⁰⁾、経常取引額の12.4%、貿易取引額の10.8%が人民元建取引ということになる。

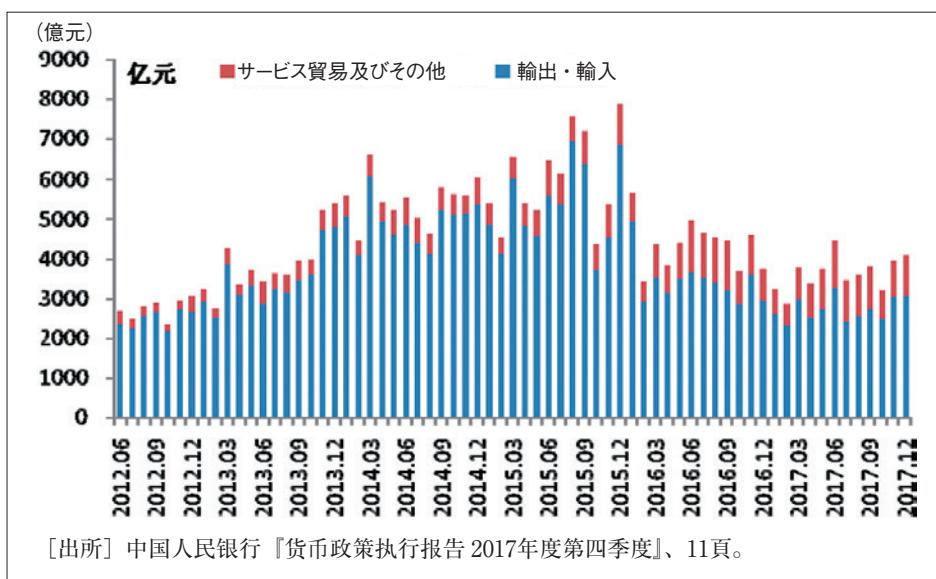
こうしたクロス・ボーダー人民元建取引の

決済勘定がもっぱら置かれたのが香港所在商業銀行であり、香港側では中国銀行（香港）を決済主幹銀行としてきた。こうして香港所在商業銀行には人民元建預金が形成されるようになった。

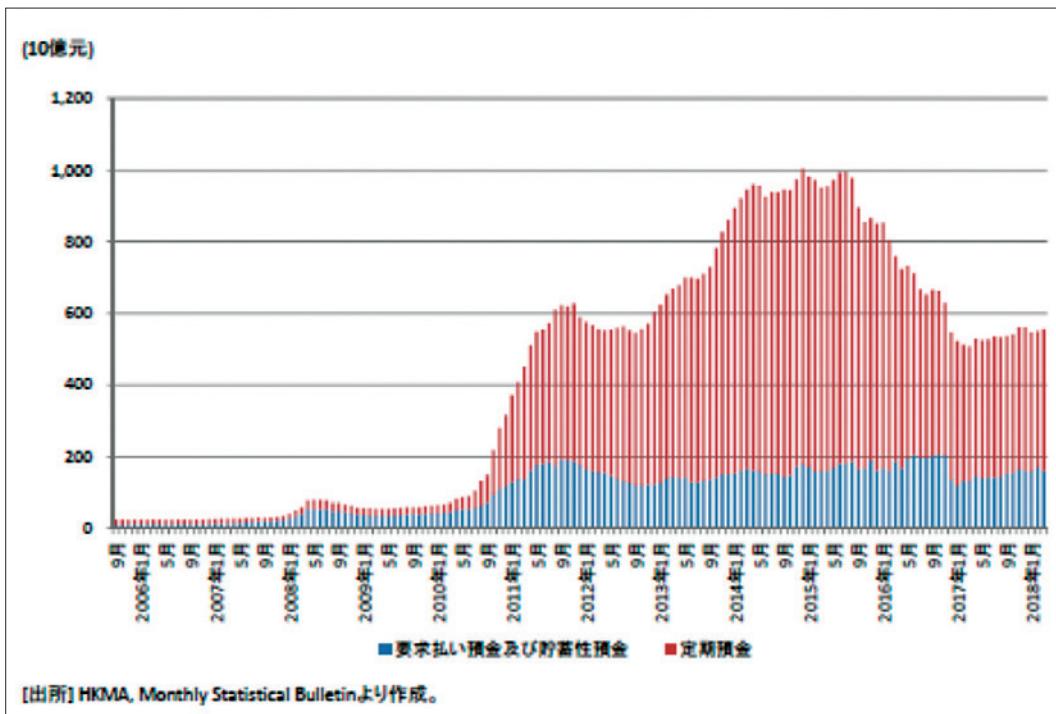
尚、その後2015年10月CIPS（RMB Cross-Border Interbank Payment System、人民币跨境支付系统）が開設され、人民元建クロス・ボーダー取引は人民銀行を頂点とした国内決済システムと接続されるようになった¹¹⁾。

1.2.2. 人民元建預金

次に第2図で香港の人民元建預金残高の推移をみると、2014年12月1兆元を超えるまでになったものの、2015年8月の人民元為替相場切り下げを契機に、預金残高は大きく減少した。少し数字を拾えば、同年12月には8511億元、2017年3月には5072億元となり、最大



第1図 人民元建貿易・サービス取引



第2図 香港オフショア人民元建預金残高の推移

時からほぼ半減した。その後人民元為替相場の安定化を受け、預金残高はやや増大に転じたものの、2018年2月段階でも5504億元である。特に預金残高増減の大きな要因は定期預金であり、最大時が2014年12月の8265億元で、直近の2018年2月3794億元（55%減）であった。決済勘定として利用可能な要求払い預金及び貯蓄性預金も、2016年11月2070億元まで増大し、その後減少に転じ、2017年1月には1192億元にまで減少した。

このように、香港所在商業銀行に開設された人民元建預金の大半は、人民元為替相場の上昇に期待した多分に投機的性質のものであった。もっとも、人民元為替相場が下落する中でも、5000億元（1元=17円で換算して、

8兆5000億円）の預金残高がある訳であり、預金取扱金融機関を含め、その運用が行われることになる。その運用先が、次にみる「点心債」等である。

1.2.3. 「点心債」・「沪港通」・「深港通」における非居住者取引

1996年中国はIMF 8条国に移行し、2001年WTO加盟時に海外の銀行・金融機関への内国民待遇付与を約束したものの、国際的金融資本取引の「自由化」は、これまで段階的に実現したに過ぎない。具体的に少し記せば、次の通りであった。

2002年12月「適格外国機関投資家（QFII：Qualified Foreign Institutional Investors）」¹²⁾、

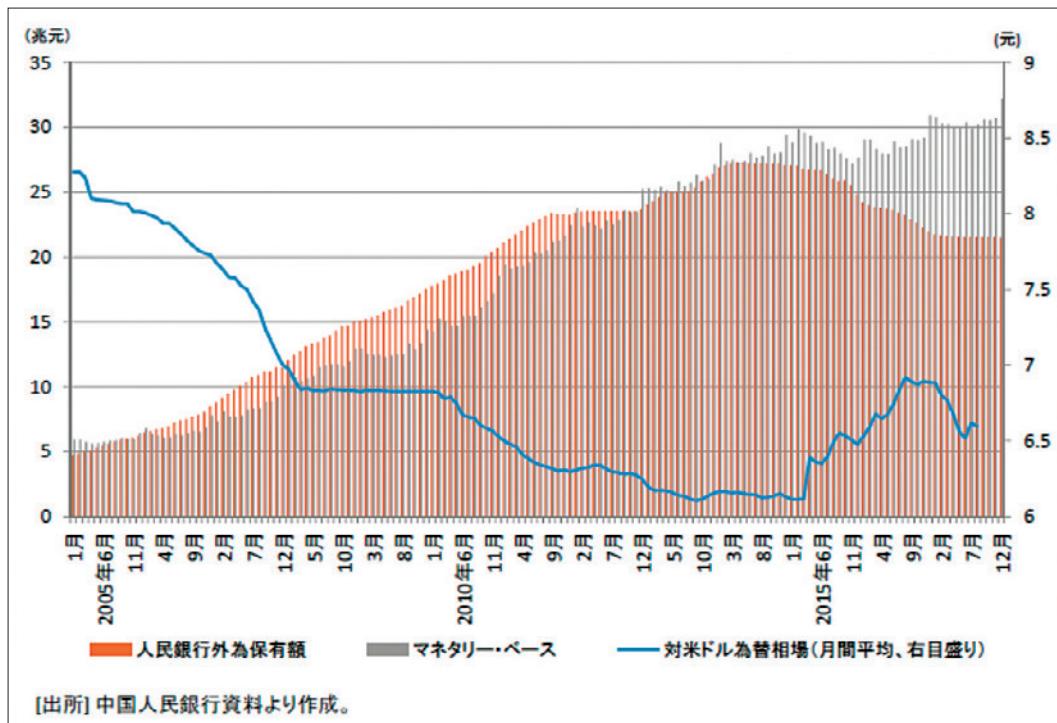
2006年4月に「適格国内機関投資家（QDII: Qualified Domestic Institutional Investors）」¹³⁾の制度が導入された。そして2007年7月、四大国有商業銀行の一つである中国建設銀行が、香港取引所（Hong Kong Exchange、以下HKEX）で人民元建債券を発行し、これが後にいわれるところの点心債（Dim Sum Bond）の始まりである。続く、2009年7月人民元建貿易取引が始まり、決済勘定が置かれた香港所在商業銀行の人民元建預金の運用先として、点心債がスポット・ライトを浴びるようになった¹⁴⁾。続く2011年12月、香港経由の「人民元建適格海外機関投資家（RQFII : Renminbi Qualified Foreign Institutional Investors）」¹⁵⁾が制度導入された¹⁶⁾。QFIIは米ドル建、RQFIIは人民元建であるが、共に各国毎に認可された金融機関には投資枠が設定され、非居住者は投資信託形式で中国の株式市場と銀行間債券市場へアクセスが可能となった。特にRQFIIについては、中国側からは海外に一旦出て行った人民元を、香港オフショア市場経由で秩序立って「還流」させるルートとして機能してきた。

そうした中で、2010年7月人民銀行と香港金融管理局（Hong Kong Monetary Authority、以下HKMA）は取極めを結び、上海の対米ドル・人民元為替相場CNYとは別に、オフショアの香港市場において先物為替取引を含む人民元為替市場CNHが成立することになった。そして2014年6月には香港財貨市場公会（Treasury Markets Association）において、人民元建銀行間取引金利CNH Hibor（Hong

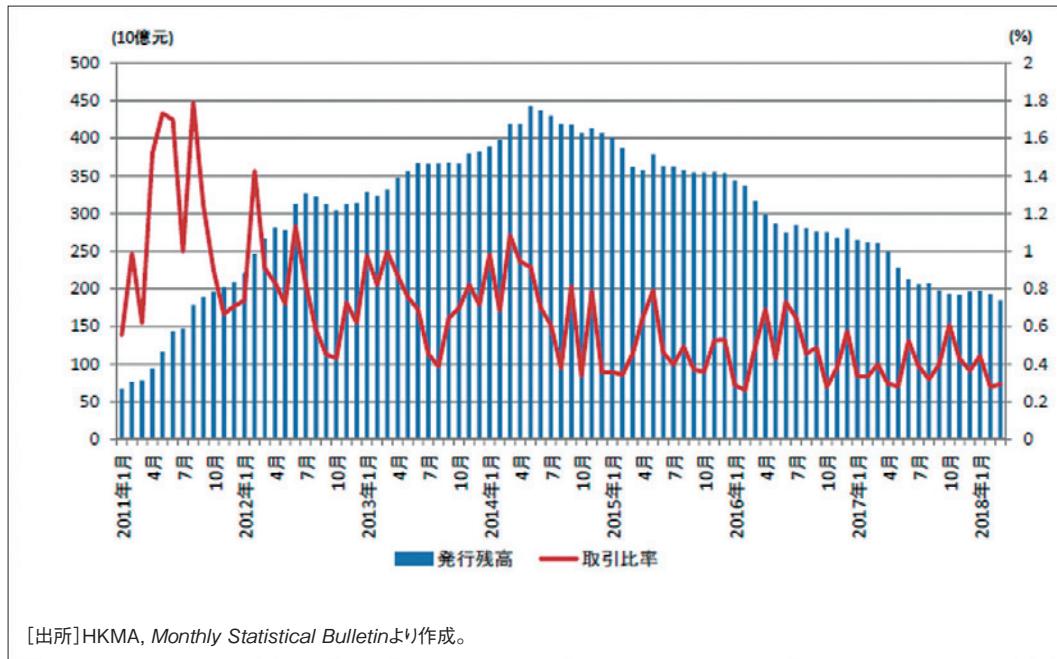
Kong Inter-bank Offered Rate）が導入された。こうして人民元建の為替と金利の自由市場が香港に相次いで成立することになった。そして第3図及び第4図の通り、この時期、折からのCNY上昇を背景に、2014年夏場まで点心債の発行残高は増大の一途を辿り、一日の取引額／発行残高でみた取引率も1%程度で推移した。

しかしその後、中国からの資本流出が始まり、それまで続いてきた人民元為替相場の上昇も頭打ちとなってきたことから、点心債の発行は大きく減少していき、2016年ともなると、市場自体の消滅が取り沙汰されるまでになつた¹⁷⁾。

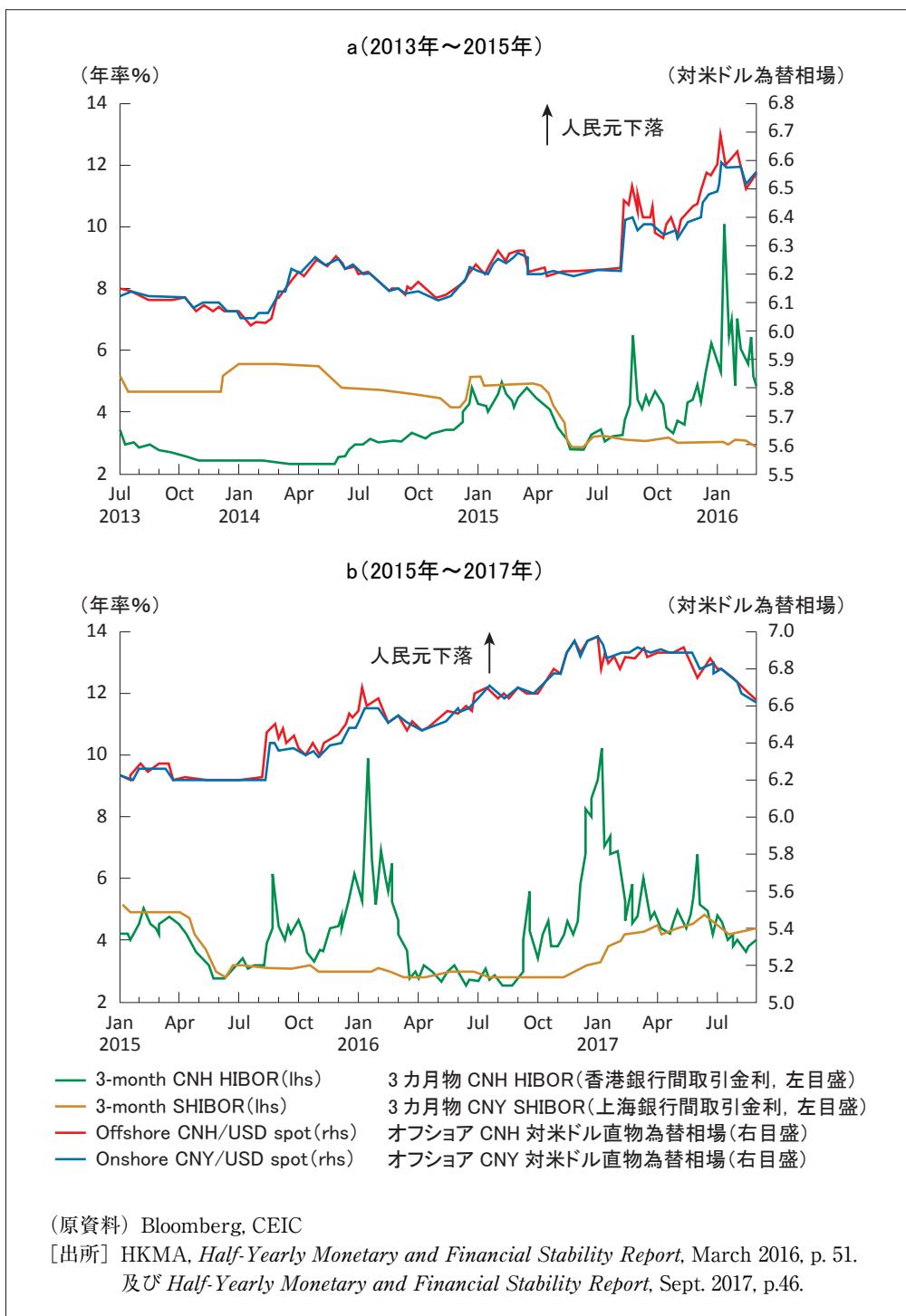
そこで第5図でCNYとCNHの為替・金利動向について少し詳しく見ておこう。同図には、3カ月物CNY-Sibor（Shanghai Inter-Bank Offered Rate、上海銀行間取引金利）、3カ月物CNH-Hiborの動きが示されている。人民元為替相場の切り下げ措置が講じられた2015年に入るや、CNY為替市場での人民元売り圧力が高まり、為替相場は弱含みで推移するも、人民銀行の管理下にあるCNYとは違い、自由市場のCNHは先行的に下落していった。改めていうまでもなく、直物為替相場が下落し、金利も上昇したとなれば、それは先物為替相場が一段と下落していることを意味する。為替相場の安定性は大きく失われたといってよい。かくて、3カ月物Hiborは3カ月物Siborよりも上昇し、同じ人民元建債券でありながら、香港の点心債市場の環境は上海のそれよりも悪化するようになって



第3図 人民銀行の外為保有額とマネタリー・ベース、人民元の対ドル為替相場



第4図 点心債発行残高と取引動向



第5図 CNHとCNY、HiborとShiborの推移

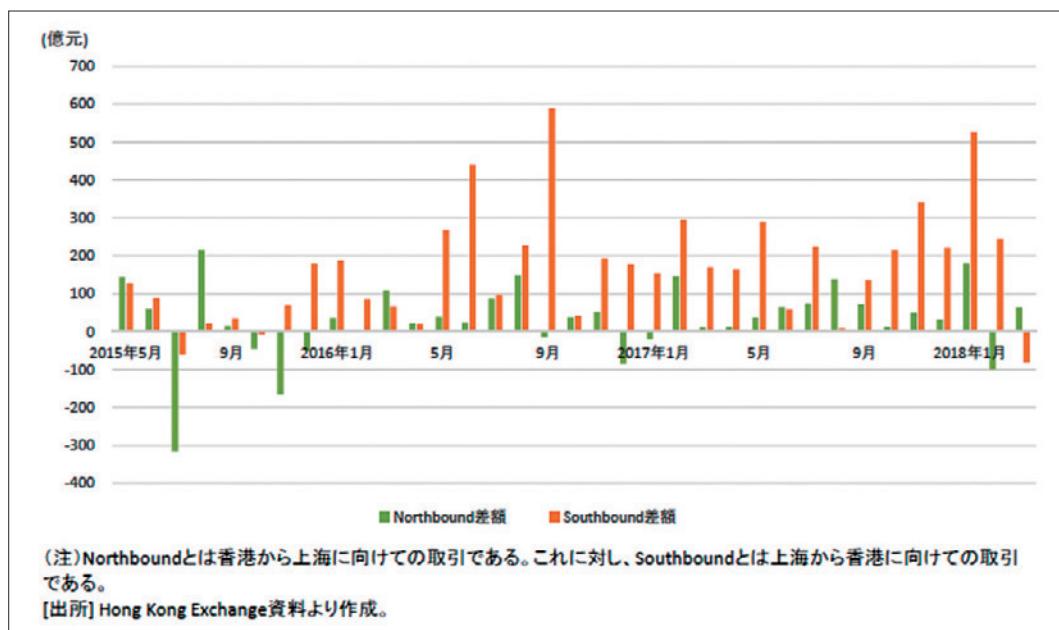
いったのである。加えて、中国の不動産バブルの過熱を抑制しつつも、不良債権が金融パニックに転じることを避けたい人民銀行は、次節で見る通り、この間巨額の流動性を供給してきた。そのため Sibor は一段と安定化をみせ、その反面で点心債の魅力は大きく殺がれることになった。こうして、前掲第 4 図に示される通り、2015 年以降、点心債発行残高は減少し、一日の取引額も極めて低調となつた。

ところで、2014 年 11 月には上海と香港の株式面での相互取引を目的とした「沪港通」、そして 2016 年 8 月には深圳と香港との株式面での相互取引を目的とした「深港通」が開始された¹⁸⁾。いずれも、株式市場の株価テコ入れ策を狙ったものである。

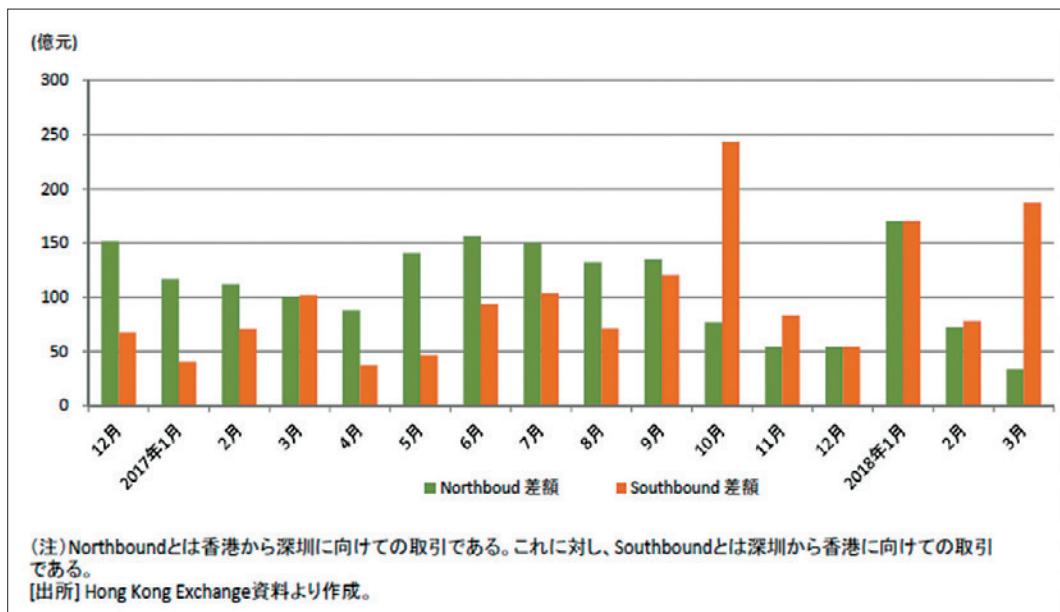
しかし、「沪港通」が始動した時期、数多

くの国有企业株式が上場されている上海 A 株市場には株価不安が広がり始めていた。実際、「沪港通」が始動しつつも、凡そ半年後の 2015 年 6 月、上海株式市場は大崩落に直面した。そのため第 6 図にみられる通り、これ以降香港から上海への投資である「沪股通 (Northbound)」は低調に推移する一方で、逆に上海から香港への投資である「港股通 (Southbound)」は増え続けた。この趨勢は 2018 年 4 月も続いており、これを別様にいえば、上海マネーの香港への流出ということである。他方、香港に隣接した経済特区として経済成長を遂げ、ICT 等新世代を開く企業群が数多く上場している深圳市場の場合、第 7 図の通り、「深港通」を通じ、深圳—香港間の相互投資は比較的活況を呈していたことが分かる。

旧世代の重厚長大国有企业が上場する上海



第 6 図 沪港通



第7図 深港通

市場、ICT等新機軸の民間企業が上場する深圳市場、取引を量的に見る限り、成否は明らかである。或いは、旧世代の重厚長大産業のリストラと新世代のICT等民間企業の育成、ここに中国の二重経済構造が反映されているとみることもできよう。

もっとも「深港通」も「沪港通」と同じく、開設から時間が経過するにしたがい、「深股通（Northbound）」は下火に転じ、「港股通（Southbound）」経由の資金流出が続いている。

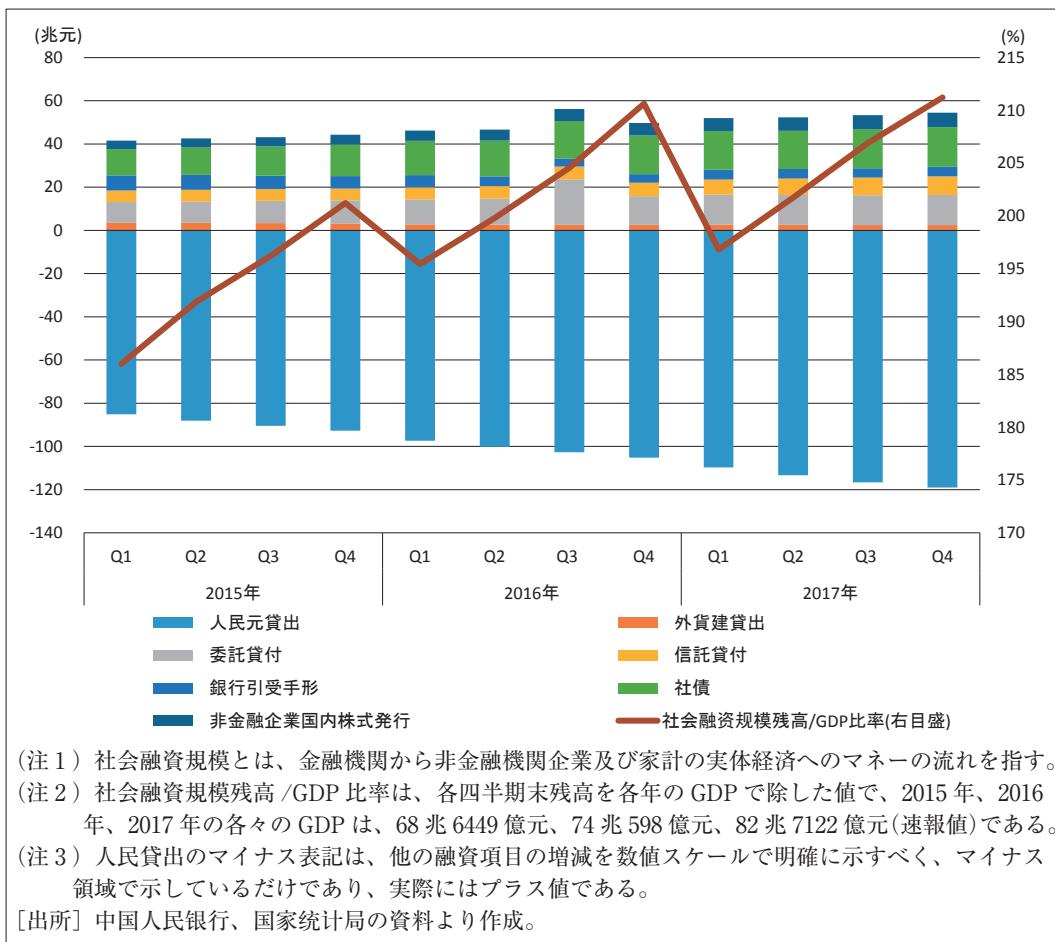
以上、人民元「国際化」の現状について、香港金融為替市場を中心に取りまとめてみた。2009年6月の人民元建貿易取引に始まる人民元「国際化」策であるが、現状は挫折したと評価せざるをえないであろう。だからである。上海株式市場の低迷の背景に控える国有企業の経営改善とリストラ、そして後に詳しく見

る通り、この間の不動産バブルの主役となってきた「地方融資平台（Local Government Finance Vehicles、以下 LGFV）」経由の地方政府債務の整理、併せて世界経済に対し新機軸たるべきICT産業を育成することこそ、中国経済が今後質的に再び飛躍するための必要条件なのである。だが、それも儘ならない現実が中国の国内金融経済には存在する。次に節を改めて、この点について記しあこう。

2. 中国の金融経済と人民元「国際化」—債務繰り延べと対外債務の増大—

2.1. 債務重圧下の中国金融経済

まずの問題のラフ・スケッチとして第8図を見てみよう。社会融資規模は2015年第I四半期の125兆元から2017年第IV四半期の174兆元へと39%の増をみている。同期間にGDP



第8図 社会融資規模の推移

は68.6兆元から82.7兆元へと20%の増であり、結果的に社会融資規模の対GDP比率は186%から211%となっている¹⁹⁾。「債務主導型経済(debt-driven economy)」ともいわれるリーマン・ショック以降の中国経済の姿がこれであり、IMFやBISも最近ではその持続可能性について警鐘を鳴らしていることは、周知のこところであろう。

そうした「債務主導型経済」の中国において、この間最大の懸案となってきた問題が、

国有企业とLGFVである。国有企业の場合、これまで往々にして「債務の株式化(debt-equity swap)」により、有利子負債をB/Sから外す方策が取られてきた。また国有企业に貸し付けを行っていた商業銀行にとっても、貸付債権の株式化は、不良債権処理の一方策として位置づけられてはきたが、今度は株式数の増加が上海A株市場の株価を下押しする大きな原因になってきた²⁰⁾。そのため、2015年6月の上海株式市場のクラッシュ以降、国

有企業も債券発行による資金調達にシフトしてきた²¹⁾。

他方、地方政府の場合の問題構図はこうである。すなわち、財政資金を中央政府からの配分に依存してきた地方政府は、地方債発行も許されないまま内需拡大を求められた。そこで地方政府は、土地＝公有制原則を梃子に不動産開発の別働隊として LGFV を設立し、LGFV は四大国有商業銀行の各支店や地方の中小株式制銀行等経由で高利回りの理財商品・信託証券等一多くは借入期間半年一を発行して資金調達してきた。いわゆる中国版シャドウ・バンキングがこれである。注意すべきは、こうした LGFV の債務が第 8 図の社会融資規模には直接には現れず、いわば「隠れ借金」として膨れ上がってきたことである²²⁾。

この間、不動産投機は激しさを加えながらも、景気の落ち込みを懸念した中央政府・人民銀行は、正に‘ストップ＆ゴー’の政策を取り続けてきた。しかし、LGFV の資金繰り悪化は、公式・非公式を問わず債務保証を行ってきた地方政府財政を次第に圧迫するようになってきた。2015 年 5 月、事態を重くみた中央政府は財政部からの指令として「2015 年導入の指名引受方式によって発行される地方政府債券に関する通知（关于 2015 年采用定向承销方式发行地方政府债券有关事宜的通知）」を出した。すなわち、2015 年に償還期を迎える地方政府債務残高 2.6 兆元の内、8 月末を目途に地方政府に対し 1 兆元の借換地方債の発行を認めた。また翌 6 月には追加

して 1 兆元の借換地方債の発行も認められた。結局、2015 年には 3.2 兆元、2016 年には 4.9 兆元の借換地方債が発行された²³⁾。そうした最中の 2015 年 6 月、上海株式市場は大崩落に至り、8 月には人民元為替相場の引き下げ決定、その後の資本逃避・資金流出であった。この時、中央政府・人民銀行は正に剣が峰に立たされていたことは察するに余りある。

2017 年末、中央政府の国債残高は 13 兆 4770 億元（全人代の認める債務限度額 14 兆 1408 億元）、地方政府債の残高は 16 兆 4706 億元（同 18 兆 8174 億元）である。これら政府債務が、今日中国の金融資本市場に重く圧し掛かっていることになる。

では、借換地方債を引き受けたのは誰か。國務院財政部が出資し、人民銀行で RTGS（即時グロス決済システム）処理が行われている銀行間債券市場の債券保管決済機関、中央国債登記結算の年次報告書を取りまとめた第 1 表によれば、国債及び地方債の最大の保有者が商業銀行であることが分かる。地方政府債に至っては 80～90% を商業銀行が保有している。例えば、2016 年の地方政府債発行額は 6 兆 400 億元（その内借換債 4 兆 8700 億元）で、商業銀行の保有額は 9 兆 3631 億元、4 兆 9073 億の新発債を引き受けている²⁴⁾。もっとも、地方債引き受けを商業銀行の観点からいえば、それまで高利であった対地方政府貸付が低利長期の地方債に転換されたことを意味する。その分商業銀行は大きな収益機会を失ったことになる。

だが、商業銀行こそは、債券市場を含む金

第1表 国債・地方政府債の保有

(億元)

	国債			地方政府債		
	2015年	2016年	2017年	2015年	2016年	2017年
商業銀行 (%)	63,778 (71.2)	72,346 (67.1)	81,564 (66.9)	44,557 (92.3)	93,631 (88.1)	127,556 (86.5)
海外銀行・金融機関 (%)	2,484 (2.8)	4,237 (3.9)	6,065 (5.0)	4 (0.01)	53 (0.05)	96 (0.07)
計	89563.1	107861.65	121962.27	48254.97	106239.59	147414.65

[出所] 中央結算公司『債券市場統計分析報告』各号より。

融資本市場全般の流動性を維持する上での要であることは言を俟たない。そこで採用された商業銀行支援策が次の二つの手段であった。一つは、人民銀行による巨額のマネタリー・ベースの供給であり、もう一つは、「債券通」等の新たな外資導入策である。順にみて行こう。

2.2. 増大する人民銀行のマネタリー・ベ

ス供給と外資導入の拡大

2.2.1. 人民元の「脱ドル化」

前掲第3図をみられたい。人民銀行のマネタリー・ベースは2012年8月の23兆5276億元、対する外為準備22兆8487億元の水準を境に、以降マネタリー・ベースは外為準備残高を凌駕するようになった。人民銀行の保有外為準備が27兆2998億元となって最高額に達した2014年5月でも、マネタリー・ベースは27兆3929億元であり、直近の2018年3月の外為準備額は21兆4952億元、マネタリー・ベースは32兆1350億元であった。ここで外為準備が総て米ドルであるとすれば、今日中国のマネ

タリー・ベースは、かつての完全米ドル発券担保の「米ドル為替本位制」から、国内の金融調節に軸足を置いた管理通貨制度に移行したとみるべきである。いわゆる‘脱ドル化’である。

こうした事態を受けて人民銀行は、過去数年間従前の規制金利体制を改革し市場調整型の自由金利体系への移行に向けて、その金利調節手段を整備させてきた。すなわち人民銀行は、商業銀行への担保付再貸出しである既存の「担保補充貸出（PSL; Pledged Supplementary Lending）」—中長期の貸出で、最終的にはインフラ建設等に融資されるといわれている—に加え、2013年1月に金融市場の一時的な変動に備える公開市場短期流動性調節ツール（SLO; Short-term Liquidity Operation）—主に7日以内の無担保レポ取引で、取引対象機関は金融政策の伝達能力の強い四大国有商業銀行及び国家政策開発銀行とその他主要12行—を導入した。更に、2014年9月に新たな金融調節手段、「中期貸出ファシリティー（MLF; Medium-term Lending

Facility)」を設定—国債・中央銀行手形・政策性金融債・優良な債券等を適格担保とし、期間は3ヶ月、当初金利は3.5%—する一方で、同月には地方政府の起債を認め、2015年5月商業銀行が地方債を人民銀行からの借入担保としての利用を認めた。そして2017年2月に公表された人民銀行の『貨幣政策執行報告2016年度第四季度』では、自由市場金利に一段と対応した金融調節を行うと記し、最近では債券現先取引を利用したオペレーションを通じ流動性供給を行ってきた。

そこで人民銀行のB/Sをみると、外為準備に次ぐ資産が「対その他預金銀行債権」である。2015年12月2兆6626億元であった人民銀行の「同債権」残高は、2016年12月には8兆4739億元、2017年12月10兆2230億元となった。こうして今日中国のマネタリー・ベース約30兆元の内、その凡そ1/3が独占的発券銀行としての中央銀行信用及び国内の信用証券を担保にしたマネー供給ということになる。

人民銀行のマネー供給体制がこのように外為準備から国内の資金需給を重視した金融調節型に転じたのであれば、当然ながら金利の「自由化」が実施されなければならない。実際人民銀行は、2012年以降、貸出金利の下限引き下げと預本金利の上限引き上げを段階的に進めてきた。具体的には、2013年7月にまず貸出金利の下限を撤廃し、2015年5月預金保険制度を導入した上で、同年8月に預本金利上限を撤廃し、金利自由化を完了した。

しかし、この金利自由化完了の時期は、上記の通り、巨額の借換地方債の引き受けが商

業銀行に求められていた時期と重なっている。地方政府の財政状況や借換地方債の信用リスクを踏まえた金利設定はできないであろうし、資金調達を目的とした銀行間預金引き上げ競争は、四大国有商業銀行と株式制商業銀行及びその他地方に散在する協同組合金融機関との圧倒的な資金収集力格差を噴出させ、金融システム全体を震撼とせしめるであろう²⁵⁾。かくて、制度上完了したとされる金利の「自由化」が市場レベルで実現することではなく、「定向」一事前に取引相手を決定する—という表記に示される通り、結局のところ借換地方債の商業銀行引き受けという「護送船団方式」が採られたのである²⁶⁾。

その上で2018年3月末、LGFV経由での地方政府の債務増を抑制すべく、國務院財政部より国有商業銀行に対し、地方政府債の購入以外、地方政府への融資を控えるよう指示が出されている²⁷⁾。そのため今日では、地方政府債のデフォルトが懸念されてもいる²⁸⁾。

このようにみれば、今日中国の金融経済は、依然 LGFV—地方政府債の債務が重く压し掛かったまま、ほとんど身動きが取れないままとなっているといえよう。そのため金利・金融の「自由化」も制度的には完了したものの、実質機能しえないままとなっている。

そこで2017年5月、金融市場の新たなテコ入れ策として図られたのが「債券通」による外資導入策である。

2.2.2. 「債券通」と「沪港通」・「深港通」の新展開

「債券通」の現状をみる前に、債券取引への外資導入の経緯について少しだけ振り返っておこう。

2009年6月の人民元建貿易取引と香港オフショア市場での人民元建預金開設以来、中国は、海外の銀行・金融機関等機関投資家に対し、銀行間債券市場へのアクセス拡大を段階的に図ってきた。近年講じられた措置について具体的に記せば、2015年7月海外の中央銀行・通貨当局、国際金融機関、政府系投資ファンドであるソブリン・ウエルス・ファンドについて、人民銀行への届出を条件に銀行間債券市場への投資が承認された。2015年12月には、人民元の売買に従事する海外銀行—香港に現地法人を設立する中国銀行、中国工商銀行等の四大国有商業銀行、北京銀行、招商銀行等の株式制商業銀行も含まれる—の上海・中国外貨取引センター（CFETS）への参入を認めた上で、2016年2月取引決済は中国の銀行・金融機関を通じて行われはするが、海外の銀行・金融機関・投資ファンド等に投資上限額を設定しない形で、銀行間債券市場への投資を承認した²⁹⁾。そして2017年7月、香港取引所・HKEX 経由—オフショア人民元の国内「還流」そしてCNH為替相場引き上げのテコ入れ策の意味もあるう一で海外の銀行・金融機関等機関投資家に取引上限を設けない形での債券市場への投資、「債券通（Bond Connect）」が始まった。総ては債券市場の流動性を高め、関係機関・地方政府・銀行金融

機関の債務繰り延べを図るためにある。そうしたこともあってか、地方政府債の香港オフショア市場での発行も論議されている始末である³⁰⁾。

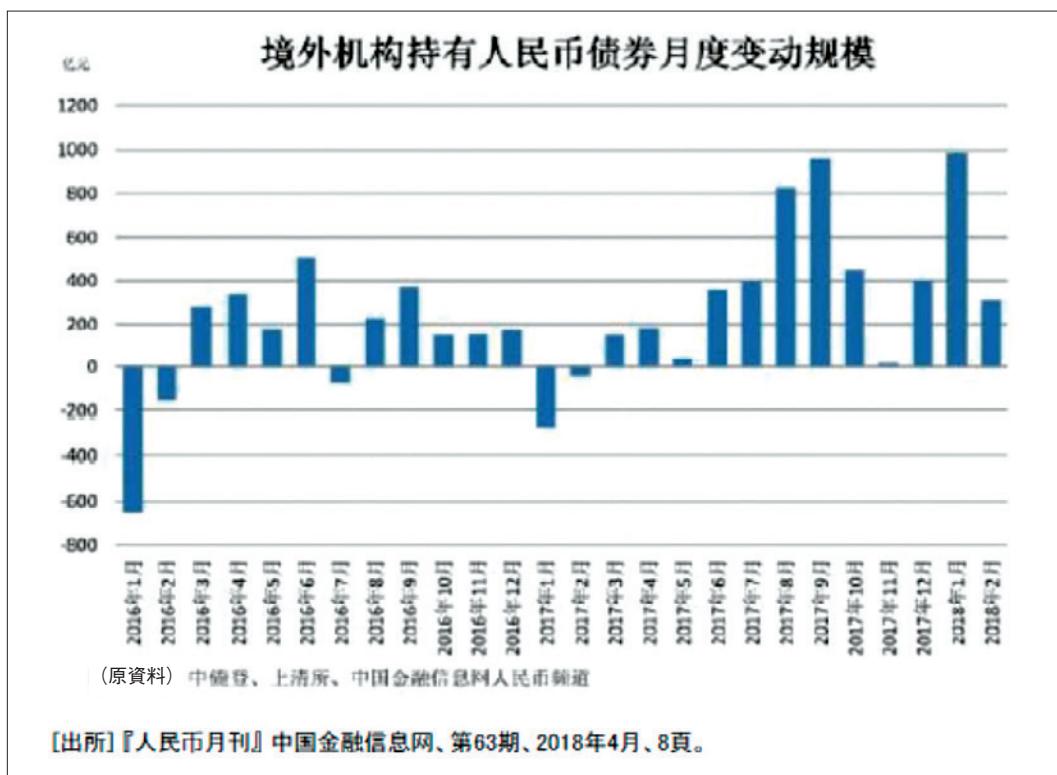
だが、総てが期待通りには進んでいる訳ではない。第9図の通り、「債券通」の開設当初は、確かに外資流入一辺倒の状況であった。しかし、人民元為替相場の安定性が少しでも失われたり、中央政府の不動産バブル潰し策の影響が直接・間接に債券市場に及んだ場合には、外資資金の流入も途端に先細りとなるようである。実際、政府・人民銀行による不動産関連融資への歯止めが本格化し、LGFVの破綻と地方政府債のデフォルトへの懸念が広がり始めてきた2018年、外資流入の増勢に陰りが見えつつある³¹⁾。

その一方で、直近の報道では、「沪股通」と「深股通」の一日の取引限度額の拡大策に応えるかのように、この5月 Northbound 両市場向け取引が盛り返した。その背景には、6月に迫った中国本土A株（234株）のMSCI新興国市場指数への組み入れがある。それと同時に、上海と深圳のA株市場株価指数は4月末の下落傾向から反転上昇し、香港恒生指数も30000の大台を大きく上回るに至った。外資流入に煽られた株価上昇である³²⁾。

2.3. 人民元「国際化」とは何か—不安定化

する対外バランスの中で—

そこで改めて人民元「国際化」について考えてみよう。2015年夏場以降、香港オフショ



第9図 海外機関投資家による人民元建債券保有の増減

ア市場を舞台とした人民元「国際化」策が挫折したて行く過程で、大きくクローズアップされてきたのが中国国内の金融経済に重く圧し掛かる債務であった。特に借換地方債の引受先となった商業銀行の資金繰りを支えるべく、人民銀行は巨額の流動性を供給するだけでなく、「債券通」によって銀行間債券市場にまで外資資金の導入を図ってきた。加えて、株式市場では、MSCI の中国株組み入れに頼って、「沪港通」、「深港通」による改めての外資資金導入も実現した。これを人民元「国際化」の進展と見る向きもあるが、別面でいえばそれは中国が対外債務を負うこと以外の何ものでもない。その結果、今や中国

の国内債務は債券・株式取引を通じ、世界経済に拡散されていることになる。

実際、中国の対外債務をみると、中長期債務及び短期債務共に、2014年を境に明らかに大きな変化がみられる。中長期債務の場合には、2013年1865億ドルであったのが、2014年4817億ドル、2017年6115億ドルへと、僅か4年間に3.27倍に増大している。短期債務の場合、人民元為替相場の下落に見舞われた2015年～2016年には短期借入の早期返済が進んだためか、2013年の1兆2982億ドルから一旦は8870億ドル程度まで圧縮されたものの、為替相場が落ち着きを取り戻した2017年には1兆990億ドルにまで再び増大している³³⁾。人民

元「国際化」の掛け声は外貨資金を呼び寄せ、中国の対外債務の増大に繋がっていることが、ここでも確認できるのではないか。

このように、人民元「国際化」の現状を見るかぎり、中国の金融経済の資金繰りを支えるための金融資本・為替市場の小口段階的対外開放策でしかない。時にパンダ債が発行されるも、総ては関係当局の許可の下であり且つ比較的小額である³⁴⁾。

確かに、こうした対外開放策によって、非居住者たる外資系銀行・金融機関の人民元残高が形成されることで、2015年夏場以降のような人民元の投機的売り圧力を減じるバッファーとして多少なりとも機能するかもしれない。しかし、米ドルとは違い、人民元の国際決済手段として利用は極めて限られている。したがって、非居住者たる外資系銀行・金融機関の人民元残高形成から発生する国際通貨発行益は極めて限定的である³⁵⁾。一朝、中国国内の金融システムに事あれば、非居住者保有の株式・債券は総て売却され、残高形成された非居住者保有の人民元は一気呵成に為替市場で売り浴びせられよう³⁶⁾。

他方で、「債券通」・「沪港通」・「深港通」等、新たな外資導入策は、借換地方債を含め巨額の負債が圧し掛かる中国の金融経済に外資圧力を加えることになるのではないか。米英等、徐々に‘非伝統的金融政策’から脱出して(tapering)、金利引き上げに転じつつある。中国の金利水準は、現行水準を維持できるであろうか。人民元「国際化」が新たな外資導入策として登場している今日、中国は金利・

金融の「自由化」に抗することができるであろうか³⁷⁾。「自由化」は、中国発世界金融危機を誘発しないであろうか。金融のグローバリゼーションが進んだ今日、世界経済が最も懸念すべきリスクがこれである。

3. 人民元「国際化」は世界経済のパラダイムを変えるか—むすびにかえて—

2018年5月、8年ぶりに中国・李克強首相が来日し、日中金融協力として日本円・人民元の通貨スワップ協定が締結された。併せて、RQFII 枠2000億元が割り当てられることが決定された。このことが人民元「国際化」に直ちに繋がるかといえば、答えはNOであろう。それでも付与されたRQFII 投資枠は、香港3076億元に次ぐし³⁸⁾、東京に人民元決済銀行を設立することにもなった。2015年10月には人民元建クロス・ボーダーの決済システム通称CIPSが既に稼働を開始し、世界の主力銀行31行が直接参加、701行が間接参加している³⁹⁾。邦銀ではメガバンク二行が直接参加、地銀等24行が間接参加している。2018年5月初めCIPSの第二段が始動し、世界中の人民元建国際決済が24時間CIPS経由で決済可能となり、これにはSWIFTも協力している。加えて、中国は世界24カ所に人民元決済銀行を設立し(内、23行が中国系銀行、1行が外資系銀行)、中央銀行間通貨スワップも23カ国、2兆2770億元一直近は2018年3月の豪中銀との2000億元/400億豪ドルのスワップに達している。また、人民元と銀行間為替市場で直接交換可能な通貨は22種に及ぶ。

もっとも、2017年日中間の貿易額は2973億ドルで、その内の人民元建取引は8%に過ぎない。また、日中間の人民元建国際取引は4509億元、第四位の規模であり、現状大きなウェイトを占めている訳でもない。しかし、人民元と日本円の直接取引が本格化し、日中間貿易取引における人民元建比率が上昇すれば、国際決済手段としての人民元の利用は大きく促されることになろう。世界第三位と第二位のGDPを擁する日中間貿易取引の人民元建化、それはサプライ・チェーンが形成された東アジア地域の貿易取引で広く人民元が国際決済手段としての利用されることを促すことになろう。このことを米ドルの立場からみれば、日中間或いは東アジア地域間という第三国間貿易決済の‘脱ドル化’ということである⁴⁰⁾。

更にいえば、2017年世界最大の原油輸入国になった中国は、自国の需要動向を国際価格に直接反映させるべく上海先物取引所に原油先物市場を開設し、今後は直物現物渡しも実現していくという⁴¹⁾。また本稿ではほとんど言及できなかった「一带一路」戦略も、様々な問題を抱えながらも引き続き展開している。いうなればこれらは、国際通貨・米ドルの‘ネットワーク外部性’を蚕食していく工作であるといえよう。

人民元「国際化」は世界経済のパラダイムを転換させるだろうか。世界第一位と第二位の外貨準備保有国の日中金融合作、その実質的展開は、場合によっては米ドル中心の現代の国際通貨システムに大きな転換を促すこと

になるやもしれない。だからである。5月11日、中国は改めて地方政府の財政改革と地方債の起債規制、国有企業の生産性向上を厳命し、国内金融経済の質的改革を打ち出した⁴²⁾。6月には外資による中国の銀行・金融機関の出資比率規制も緩和される。このようにみれば、中国の国内金融経済改革の成否こそは、人民元「国際化」の行く末を決する試金石となろう。自由な人民元建為替決済を受け止めるだけの金融為替市場の成熟、人民元が国際通貨に転じるための基礎条件がこれである。

〈注〉

- 1) 2016年9月、中国銀行ニューヨーク支店がアメリカでの人民元決済銀行の第一号である。
- 2) 「菲律宾发行东南亚地区第一支主权熊猫债券」『中国金融信息網』、2018年3月18日。外資系金融機関は、2017年7月に開設された香港経由の「債券通」(後述)を通じ同債券の購入が可能で、非居住者に88%が消化された。
- 3) 中国证券监督管理委员会、香港证券及期货事务监察委员会 联合公告「内地與香港股票市場交易互聯互通機制：監管機構宣布擴大每日額度」、2018年4月11日。ちなみに、2018年5月9日の上海A株市場の取引額は1542億元、深圳株式市場の取引額(B株市場を除く)は2311億元、香港取引所843億香港ドル(682億元)であった。グローバル・マネーが上海・深圳の株式市場で、また香港株式市場で中国本土マネーが、各々一定の役割を演じるようになっている。
- 4) この他にもIMFとの間で、「一带一路」構想に係わる国際的人材養成機関の創設が発表された(中国人民銀行「中国-国际货币基金组织联合能力建设中心正式启动」、2018年4月12日)。
- 5) SWIFT, 'RMB adoption between China and Japan'

- has more than doubled in the last two years', Dec. 2015, *RMB Tracker*, March 2018.
- 6) 抜稿「2015年8月人民元為替相場下落以降の上海・香港金融市場の新展開—債務繰り延べと外資導入—」『現代社会研究科論集（京都女子大学大学院）』21号、2018年も参照されたい。
- 7) IMF 資料及び「2017年末人民币在全球外汇储备占比上升1.23%」『中国金融信息網』2018年3月31日。
- 8) Zhihuan, E. & Liu Yinyin, 'Prospects and Impacts of the Opening of the Mainland's Bond Market', *Economic Review*, Bank of China (Hong Kong), April 2018, p. 4 参照。
- 9) 中国人民銀行『2017年 貨幣政策執行報告 第四季度』2018年、11頁。
- 10) 貿易・経常取引の数字については、国家外汇管理局資料より。
- 11) その分、世界的規模での人民元決済における中国銀行（香港）の役割は減じたとみるべきであろう。CIPS については本論文の末尾にて再度言及する。
- 12) 中国証券監督管理委員会（CSRC: China Securities Regulatory Commission）から認可を受けた海外の機関投資家が、中国国家外貨管理局（SAFE: State Administration of Foreign Exchange）の許可する投資限度枠内で外貨を人民元に両替し、人民元建の上海A株、深圳A株や債券等へ投資を行うことができる。当初は株式投資だけが対象であったが、2012年7月銀行間債券市場にまで投資先が拡大された。
- 13) 同じく CSRC から認可を受けた中国国内の機関投資家が、SAFE の許可する投資限度額内で人民元を外貨に両替し、外貨建の海外上場株式へ投資が可能となった。国内に充満する過剰流動性を対外投資に向かわせる効果もあるが、香港資本市場にH株やレッド・チップとして上場している、或いはニューヨーク証券市場に上場している中国国有企業系株式の株価テコ入
れ策としても効果を発揮してきた。本格運用は2007年9月より。
- 14) 2010年8月、いわゆる「三類機構」が設定され、香港金融市場で人民元建預金勘定を開く海外中央銀行、人民元建預金を受け入れる香港及びマカオの商業銀行、クロス・ボーダーの人民元建決済に参加する海外の商業銀行に上海・銀行間債券市場への参加が認められた。
- 15) QFII と同じく、CSRC から認可を受けた海外の機関投資家が、SAFE の許可する投資限度枠内で香港市場を経由して人民元に両替し、上海や深圳市場の人民元建A株や債券等へ投資するという制度である。
- 16) これを契機に、2012年7月米ドル建のQFII も銀行間債券市場への投資が可能となった。
- 17) 'Dim Sum bonds losing shine as China's onshore yuan bond market reopens', *SCMP*, Feb. 24, 2016.
- 18) 尚、「沪港通」に当初設定されていた本土側から香港株式への投資枠2500億元及び香港から上海株式への投資枠3000億元は、「深港通」発布に合わせて撤廃されている。
- 19) 尚、人民銀行が発表している社会融資規模データについて、2014年までは毎月のフロー数値のみであったが、2015年以降はフロートとストックの両方のデータが公表されるようになった。ここで数字は残高数字である。尚、拙稿「中国・国有企業の過剰生産力と激増する債務—世界経済への影響と金融システムの「持続可能性」—」『現代社会研究（京都女子大学）』vol. 19, 2016年も参照されたい。
- 20) 2000年代のいわゆる「非流通株」の問題もここにあるが、この点については、これ以上は言及しない。
- 21) 2017年末現在、中国の債券市場残高は64兆5704億元=約10兆ドル=約1000兆円である（数字は中央結算公司『2017年債券市場統計分析報告』より）。ちなみに、同年末の日本の公社債市場残高は1151兆円（日本証券業協会資料よ

- り) であり、2018年中に中国の債券市場規模は日本のそれを凌駕し、世界第二位の債券市場を擁することになるといわれている。
- 22) 国務院の会計監査部門である审计署の直近の報告書によれば、地方政府に新たに1542億元の「隠れ債務」が存在したということである（审计署「2017年第四季度国家重大政策措施落实情况跟踪审计结果」2018年4月18日）。尚、中国版シャドウ・バンキングに関する最近の分析では、Ehler, T., Kong, S., & Feng, Z., 'Mapping Shadow Banking in China: Structure and Dynamics', *BIS Working Papers*, No. 701, Feb. 2018が最も詳しい。
- 23) 第十三届全国人民代表大会财政经济委员会「关于2017年中央和地方预算执行情况与2018年中央和地方预算草案的审查结果报告」2018年3月。
- 24) 中央结算公司『2016年度债券市场统计分析报告』、18頁。
- 25) 短期インターバンク市場では、国有企业や地方政府との関係が密で、人民銀行の公開市場操作等オペレーションの適格資産を潤沢に擁する四大国有商業銀行が、現先取引やコール取引を通じ、招商銀行、中信銀行、光大银行、华夏银行、广东发展银行、深圳发展银行等17行（資産総額2兆元以下の銀行）及び小型の地方都市銀行、農村銀行、農村合作銀行、村鎮銀行に対し一方的な資金供給サイドに立つ（例えば、中国人民銀行『货币政策执行二〇十七年度第四季度』表9参照）。
- 26) 朱寧（『中国バブルはなぜつぶれないのか』日本経済新聞社、2017年）がいう政府による非公式の「暗黙の保証」が正に表に出た形で実施された訳である。
- 27) 財政部「关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知」、2018年3月28日。2018年に発行された地方債では、償還期が15年或いは20年の債券が増えている（財政部「关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见」2018年5月4日）。
- 28) 'S&P Global Ratings says China to see first bond default by a local government financing vehicle in 2018', *SCMP*, Jan 30th 2018.
- 29) 中国人民銀行「中国人民銀行进一步放开境外机构投资者投资银行间债券市场」2016年2月。その後、銀行間債券市場に参入する外資系銀行・金融機関には、変動する人民元為替相場のリスク管理手段として人民元建デリバティブ取引が認められた（中国人民銀行「关于进一步做好境外机构投资者银行间债券市场有关事宜公告」2017年3月）。取引は債券取引の実額を踏まえた‘実需’原則であり、決済は中国の銀行を通じて行われる。
- 30) 劉東民「以地方政府债券的离岸发行促进人民币国际化」中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心、*Policy Brief*, No. 2016.046, July 18, 2016.
- 31) 証券決済機関である中央決算公司の数字では、地方政府債の2016年末残高10兆6239億元、2017年末残高14兆7414億元の内、海外の銀行・金融機関は各年53億元、96億元の保有額であった（数字は中央決算公司『债券市场统计分析报告』、各年次報告書より）。
- 32) 「首季港股交投暢旺 澳深港通交易大增 港交所赚25億」『香港商報』、2018年5月10日。
- 33) 数字は国家外汇管理局「1985-2017年中国长期与短期外债的结构与增长」より。
- 34) 2014年イギリス政府は期間3年、30億元の人民元建国債を発行したが、この金額は拡大された「沪港通」、「深港通」の一日の取引限度額の1/10以下である。
- 35) 2015年10月中国政府は、ロンドンで期間1年、50億元の短期債を発行したが、これだけで国際準備資産を発行したことにはならない。なぜなら、準備資産とは中央銀行・通貨当局による為替市場介入のための売却・取り崩しを予定し

- ているのに対し、人民元がロンドン為替市場で主たる取引通貨の地位を得ている訳ではないからである。したがって、現段階では中国政府の単なる短期債務でしかない。
- 36) 中国は、人民元「国際化」戦略を検討するにあたり、現代の米ドル中心の国際通貨システムから Prasad のいう 'Dollar Trap (ドルの罠)' — 「負債決済」— というアメリカの独占的国際通貨発行利益に着目し、これを模して中国の利益に適うシステムを構築していこうとしている。残余世界は「Yuan Trap (人民元の罠)」を受け入れるであろうか。第二次大戦後の米ドル中心の国際通貨システムの歴史を振り返るとき、「Yuan Trap」が成立し得る政治経済的条件の考察も必要であろう。詳細は拙稿「中国・人民元『国際化』戦略とその現状と展望—中国人民大学・国際貨幣研究所の論説から—」『京都女子大学現代社会研究』第20号、2018年1月を参照されたい。
- 37) 捕速な「自由化」は、金融システムの大混乱、システムック・リスクの発生を誘発しかねず、リスクが中国共産党—人民解放軍—国有銀行・企業のトライアングル体制に対して極めて深刻な政治経済的衝撃を与えることは想像に難くない。中国の金融・資本取引の「自由化」の限界、それは中国の金融経済に潜む巨額債務リスクとこれ絡む政治経済体制にあるといえよう。
- 38) 2018年4月末現在、RQFII の6148億元で、香港を除くその他の割当内訳は、シンガポール746億元、韓国753億元、イギリス414億元、フランス240億元、オーストラリア320億元、アメリカ166億元、ルクセンブルグ151億元、ドイツ105億元、タイ11億元、であった（国家外汇管理「人民币合格境外机构投资者（RQFII）投资额度审批情况表」）。
- 39) 「中日金融領域合作给予日方2000亿元 RQFII 额度」『中国金融信息网』、2018年5月11日。
- 40) ちなみに、2017年の日本の国別貿易をみれば、輸出総額6970億ドル：アメリカ1345億ドル（19.3%）、中国1326億ドル（19.0%）、輸入総額6709億ドル：アメリカ720億ドル（10.7%）、中国1642億ドル（24.5%）である（数字は JETRO 資料より）。
- 41) 中国商務省は公式 web に「人民币正成为避险货币（人民元はリスク回避通貨になっている）」というタイトルで、原油先物市場開設により、人民元の国際準備通貨としての地位が一段と高まるという Russia TV のニュース記事を掲げている。国際準備資産としての人民元のウェイトについては、既に本文で記した。針小を棒大にする見解といわねばならない。
- 42) 「关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见」財政部、2018年5月4日、「关于地方机构改革有关问题的指导意见」、「关于加强国有企业资产负债约束的指导意见」、「推进中央党政机关和事业单位经营性国有资产集中统一监管试点实施意见」中央全面深化改革委员会、2018年5月11日。

※本稿は、日本国際経済学会第8回春季大会（2018年6月16日、北海道大学）「分科会F 金融政策・国際金融」において発表した際のフル・ペーパーをベースに加筆修正を施したものである。当日、分科会の座長を務められた明治大学政治経済学部勝悦子先生、討論者をお引き受け頂いた中央大学経済学部中篠誠一先生、その他学会関係諸氏に記して謝意を表したい。

Internationalization of Chinese Renminbi under the International Monetary System; is it change of the paradigm of world economic order?

TORITANI Kazuo

〈Abstract〉

In July 2015, Shanghai stock exchange of China faced serious collapse, and the People's Bank of China (PBoC) announced in the middle of August that Chinese Renminbi (RMB) exchange rate against the US dollar was depreciated by 2.0%. On depreciating RMB exchange rate from August 2015, financial conditions of China in general gradually came to be tightened, regardless the government's effort to relax a set of regulations restraining increasing prices of property under speculation. To break through stressed financial conditions of China, the PBOC has set up Bond Connect between Hong Kong and Shanghai in May 2017, following after Hong Kong – Shanghai Connect in Nov. 2014 and Hong Kong – Shenzhen Connect in Dec. 2016. All of these steps are designed to open up its financial and capital market to foreign investor; that's deregulation of international financial transaction. Depreciating RMB exchange rate and falling down of Shanghai stock price index, however, have kept foreign capital from inflowing into China, contrary to what was expected. Will internationalization of RMB be realized? Will RMB be international currency alternative to the US dollar? In this paper, we will consider possibility of internationalization of RMB, which is the national currency of China with the second largest economy, under the current world economic order.,

Keywords : internationalization of Renminbi, Shanghai–Hong Kong Connect, Shenzheng–Hong Kong Connect, International Capital Market of Hong Kong, Shanghai Bond Connect