

# 進展する人民元の国際化と今後の展望

## —資本取引の自由化との関係—

調査部

主任研究員 清水 聡

### 要 旨

1. 中国は、世界金融危機以降、人民元の国際化戦略を推進している。国際化が進めば、中国の貿易企業や金融機関には大きなメリットがある。経済の急成長を経験した中国が自国通貨の国際化を目指すのは、不自然なことではない。中国の世界貿易におけるシェアは急速に拡大しており、物価も低位に抑制されている。これらの点をみれば、人民元は実体経済面では国際通貨としての資格を着実に備えつつあるといえよう。国際化戦略に後押しされていることもあり、人民元の為替取引はアジア域内を中心に急増し、世界の為替取引におけるシェアも高まりつつある。
2. ある国の通貨が主要な国際通貨となるためには、資本取引の完全自由化が前提条件となる。ただし、資本取引には多様なリスクが伴うため、自由化は慎重に進めなければならない。世界金融危機以降、資本取引を自由化すると金融政策の独立性を維持することが困難になるという認識が高まり、資本取引規制に対する肯定的な見方も増えている。資本取引の自由化を進めるに当たっては、中国もこうした点に留意する必要がある。
3. 人民元の国際化戦略の内容は、人民元建て貿易決済の拡大、2国間通貨スワップ協定の締結、為替直接交換取引の実施、クリアリング銀行の指定による人民元オフショア・センターの構築など、多岐にわたる。海外に流出した人民元を中国に還流させる手段であるRQFII制度など、人民元建て資本取引も段階的に自由化されている。香港市場では点心債の発行が増加しているほか、オフショア人民元（CNH）の為替取引も活発に行われている。
4. 東京市場では、2012年6月に円対人民元の直接交換取引が開始されたものの、その後の進展は遅れている。東京市場の国際金融センター化を目指すためには、早急に人民元オフショア・センターとしての整備を図ることが必要であろう。
5. 現状、中国において資本取引の相当部分は自由化されているが、いくつかの分野において厳格な規制が残されている。中国が資本取引を完全に自由化するためには、マクロ経済の安定維持、為替レートの柔軟化、合理的かつ柔軟な金利構造の構築、金融システム改革などが前提条件となる。金融システム整備に多くの課題が残されているため、これらの条件を満たすには相当の時間がかかるとみられ、資本取引の自由化は慎重に進める必要がある。
6. アジアの経済統合が進む中、域内の最終消費地としての中国の重要性が高まっているため、域内貿易における人民元建て決済の比率は上昇していると考えられる。こうした中、人民元の国際化は当面、着実に進展していくとみられるが、中期的には資本取引規制の存在などが抑制要因となる可能性がある。民間部門の証券投資や外貨準備の運用を通じた人民元の国内還流の拡大は、投資対象となる中国の市場の規模・安定性・流動性などに依存するためである。人民元の国際化を一段と進展させるには、通貨に対する信認の確立が不可欠である。そのためには、中国が経済成長や貿易の拡大を持続させること、前提条件を満たすことにより資本取引の完全自由化に着実に向かうこと、政治・経済・社会改革を推進して国際的な信頼を確立すること、などが重要となろう。

## 目次

## はじめに

## 1. 通貨の国際化の現状

- (1) 国際通貨とは何か
- (2) ドルの経験
- (3) 円の経験
- (4) 近年のアジア通貨の取引状況

## 2. 通貨の国際化と資本取引の自由化

- (1) 通貨の国際化と資本取引の自由化の関係
- (2) 資本取引自由化のリスクと自由化の順序の議論
- (3) 資本取引規制に対する肯定的な見方の増加

## 3. 人民元の国際化の進展状況

- (1) 人民元建て貿易決済の増加
- (2) 人民元建て資本取引の拡大
- (3) 資本取引規制によるオフショア・センターと国内市場の分離
- (4) 日中金融協力の進展
- (5) アジアの資金・証券決済インフラ整備と東京市場の国際金融センター化構想

## 4. 資本取引の自由化の進展状況

- (1) 資本取引の自由化の現状
- (2) 為替金融政策
- (3) 金融システム整備

## 5. 今後の展望

- (1) 慎重に進められる資本取引の自由化
- (2) 着実な進展の持続が期待される人民元の国際化

## はじめに

中国は、世界金融危機以降、人民元の海外における流通を認め、積極的な国際化戦略を打ち出した。人民元の国際化が進めば、米ドルに対する過剰な依存が軽減されるとともに、海外との取引を行う企業や個人の為替リスクの低減、金融機関の業務拡大などのメリットが得られる。貿易取引における人民元建て決済は完全に自由化されたため、人民元建て決済の比率は着実に上昇している。一方、資本取引規制が残っていることから、香港が人民元のオフショア・センターとして発展し、資本取引の経路となるなど大きな役割を果たしている。また、中国との貿易拡大を受け、アジアや欧州の各国が争うように香港に次ぐ人民元オフショア・センターの構築を目指している。

このような現状を踏まえ、本稿では人民元の国際化の現状を包括的に把握するとともに、今後の進展について展望する。構成は以下の通りである。第1節では、国際通貨とは何か、ドルや円は国際通貨としてどのような道を行ってきたか、などをみた上で、人民元の為替取引の現状について述べる。第2節では、通貨の国際化と資本取引の自由化の関係について一般的にみるとともに、資本取引の自由化の進め方およびそれに伴うリスクについて説明する。第3節では、人民元の国際化の状況につき、詳細に把握する。人民元建て貿易

決済の増加、2国間通貨スワップ協定の締結、為替直接交換取引の実施、クリアリング銀行の指定による人民元オフショア・センターの構築、人民元建て資本取引の段階的な自由化、香港を中心とする点心債市場の拡大などについてみた後、日本の取るべき立場について触れる。第4節では、資本取引の自由化の現状と、自由化の前提となる為替金融政策の改善や金融システム整備の現状についてみる。第5節では、前節までの記述を踏まえ、資本取引の自由化と人民元の国際化の今後の進展について展望する。

中国が資本取引を完全に自由化するためには、マクロ経済の安定維持、為替レートの柔軟化、合理的かつ柔軟な金利構造の構築、金融システム改革などが前提条件になると考えられ、これらを満たすには相当の時間がかかるとみられる。したがって、自由化は引き続き緩やかなテンポで進められることになろう。

人民元の国際化を一段と進展させるには、通貨に対する信認の確立が不可欠である。そのためには、中国が経済成長や貿易の拡大を持続させること、前述の前提条件を満たすことにより資本取引の完全自由化に着実に向かうこと、政治・経済・社会改革を推進して国際的な信頼を確立すること、などが重要となろう。

## 1. 通貨の国際化の現状

### (1) 国際通貨とは何か

本節では、世界的にみた通貨の国際化の現状について、歴史的な推移も交えて概観する。国際通貨とは、自国外で居住者および非居住者によって用いられる通貨のことである。国際通貨は、法的に通用を求められることがない海外において、主に市場の力によって流通する力を有している。

ある国の通貨が国際通貨になるには、その国の経済規模や世界貿易におけるシェアが拡大することが重要である（注1）。それらが一定水準に達すれば、その通貨を用いることによって為替リスクを軽減し、取引コスト（ヘッジ・コスト）を引き下げるインセンティブが生じる。

よく知られているように、国際通貨にはネットワークの外部性（利用者が増えるほど利便性が高まること）に基づき、現状を維持しようとする力（慣性）が働いている。そのため、国際通貨は容易には交替しない。決済システムなどの金融インフラの構築、規制緩和、法制度の整備などによって国際化を図ることは可能であるが、ネットワークの外部性を考慮すると、自国通貨を国際通貨にすることを目指す国の規模は十分に大きいことが求められる（図表1）。

経済や貿易の規模に加えて、国際通貨の資

図表1 世界の主要国の経済規模（2012年）

	(兆ドル、%)					
	アメリカ	EU	日本	中国	イギリス	スイス
名目GDP	16.2	16.6	5.9	8.4	2.5	0.6
世界のGDPに占めるシェア (購買力平価ベース)	18.9	19.4	5.6	14.9	2.8	0.4
世界の貿易に占めるシェア	10.7	31.3	4.6	10.7	3.0	1.1

(資料) Subacchi [2013]

格として重要なのは、通貨の価値に対する信認の確立である。それを決定付ける要因は、第1に、為替レートの長期的な動向や安定性、インフレ率などである。第2に、金融システムの成熟度である。海外投資家が多く市場でその通貨を運用出来る必要がある。整備された流通市場、多様な金融商品、自由な資本移動などが求められる。第3に、国内における制度枠組みの強固さや政治の安定度である。

現在、人民元が国際化を目指しているのは、不自然なことではない。経済の急成長を経験した国が通貨の国際化を目指す現象は、70～80年代のドイツや日本にもみられた。

国際通貨は、国内通貨と同様、計算単位、交換手段、価値保蔵の3つの機能を有する。ただし、それらの機能をクロスボーダーで発揮しなければならない点が、国内通貨とは異なる(図表2)。

国際的な経済取引において中心的に利用される国際通貨の中でも特に信頼性が高い通貨が、基軸通貨である。いうまでもなく、現在の基軸通貨は米ドルである。(以下、本稿では、

図表2 国際通貨の機能

貨幣の機能	民間部門	公的部門
計算単位 (表示通貨)	貿易取引の表示通貨・ 契約通貨	基準通貨(ペッグ通貨)
交換手段 (媒介通貨)	媒介通貨・取引通貨・ 決済通貨	介入通貨・公的決済通貨
価値保蔵手段 (保有資産)	資本取引通貨	公的準備通貨

(資料) 根本 [2003]

誤解が生じない限り米ドルを「ドル」と表記する。)

まず、計算単位としての機能についてみると、ドルは世界の貿易取引において決済通貨として支配的な役割を果たしており、アメリカ企業が関与しない取引でも用いられる(注2)。ユーロは、主に欧州諸国の中で用いられる。円はアジア地域で用いられるが、その役割は大きなものではない(図表3)。また、基準通貨としては、2012年にIMF加盟187カ国のうち43カ国がドル・ペッグ政策を採用している。特に厳格な「ハード・ペッグ」を採用する25カ国の中では、17カ国がドルをアンカーにしている。

次に、交換手段としての機能についてみる

図表3 貿易取引通貨別比率

(日本からの輸出) (％)

		米ドル	円	ユーロ	ポンド	豪ドル	その他
世界	2004年下半年期	47.5	40.1	8.9	0.9	0.9	1.7
	2009年下半年期	49.8	39.5	6.7	-	1.3	2.7
	2014年下半年期	53.5	35.7	5.8	-	1.2	4.0
アジア	2004年下半年期	45.5	52.8	0.4	-	-	1.3
	2009年下半年期	50.7	47.5	-	-	-	1.8
	2014年下半年期	53.6	42.4	-	-	-	4.2

(日本への輸入)

		米ドル	円	ユーロ	ポンド	豪ドル	その他
世界	2004年下半年期	69.5	23.8	4.6	0.4	-	1.7
	2009年下半年期	70.5	24.2	3.6	0.3	-	1.4
	2014年下半年期	73.4	20.8	3.6	-	-	2.1
アジア	2004年下半年期	71.4	27.2	0.3	-	-	1.1
	2009年下半年期	70.5	27.9	0.4	-	-	1.2
	2014年下半年期	73.3	23.1	0.9	-	-	2.7

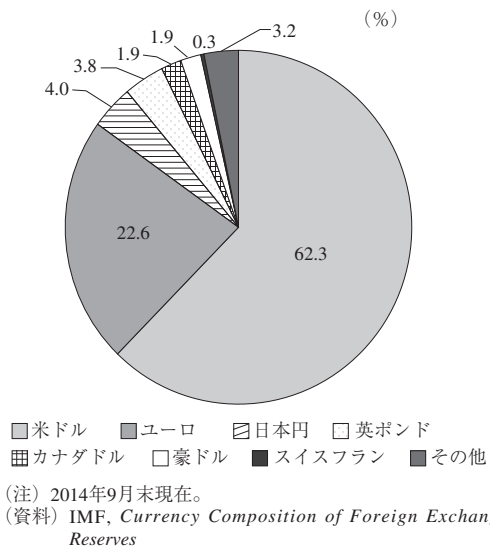
(注) 2014年下半年期の世界への輸出、アジアへの輸出、世界からの輸入、アジアからの輸入に占める人民元建ての比率は、それぞれ0.7%、1.3%、0.5%、1.2%。  
 (資料) 財務省

と、BISの統計によれば、2013年に世界の外国為替取引におけるドル・ユーロ・円の割合は、それぞれ87.0%、33.4%、23.0%であった(合計は200%)。ドルは外国為替取引の媒介通貨となっており、介入通貨としてもドルが効果的と考えられるため、為替介入は多くの場合、ドルによって行われている。

さらに、価値保蔵手段としての機能についてみると、第1に、多くの国で、自国通貨の代わりにドルが流通する「ドル化」現象がみられる。第2に、2014年3月現在、国際銀行預金におけるドル建て比率は63%である(第2位はユーロの19%)。第3に、2014年9月現在、世界の外貨準備におけるドル・ユーロ・円の保有割合はそれぞれ62.3%、22.6%、4.0%

となっている(図表4)。

図表4 世界の外貨準備の保有通貨構成



## (2) ドルの経験 (注3)

ドルは、1914年までは国際通貨ではなかった。アメリカの銀行は海外進出を禁止されており、また、最後の貸し手となるべき中央銀行も存在しなかった。ドルは、各国の外貨準備としては保有されていなかった。アメリカ企業が貿易金融を得ようとする場合には、ロンドン市場でポンド建ての金融を得ていた。

1913年の連邦準備法 (Federal Reserve Act) によって中央銀行制度が確立されるとともに、商業銀行が海外に支店を開設することが出来るようになった。連邦準備制度において貿易金融制度が確立し、1920年代にはニューヨーク準備銀行が貿易金融市場における唯一の巨大なカウンターパーティとなった。

1924年には、外貨準備における保有通貨、貿易金融に用いられる通貨、国際債券の表示通貨として、ドルがポンドを上回った。わずか10年で、ドルは国際通貨の地位を確立したのである。この例をみれば、人民元が短期間で主要な国際通貨となる可能性もないとはいえない。ただし、第1次世界大戦により欧州が疲弊し、ポンドの地位が凋落する素地が出来ていたことには留意が必要であろう。

ブレトンウッズ体制の名残や、アメリカが第2次世界大戦後に世界で果たしてきた役割などにより、ドルは現在も基軸通貨の地位を維持している。アメリカが依然、世界最大の経済大国であり、信頼性の高い中央銀行や法

制度を有することが、これを支えている。

ただし、近年、世界経済における新興国の比重が次第に高まる一方、アメリカの比重が低下していることも確かである。アメリカと中国の状況を多様な角度から比較すると、以下の通りである。

1924年に、アメリカの一人当たりGDPは世界一であった。この点で、現在の中国とは状況が大きく異なる。また、1913年に、アメリカの銀行預金残高と株式市場時価総額の対GDP比率は、それぞれ33%と100%であった。現在の中国では、前者が100%を優に超える一方、後者は50%程度であり、資本市場の規模は当時のアメリカに及ばない。

1913年に創設されたアメリカの中央銀行は独立性と自律性 (autonomy) を有し、海外投資家の信認を得ることが出来た。大恐慌に際し、これらは一段と強化された。これに対し、中国人民銀行は依然として計画経済メカニズムの一部とみなされており、金融政策や銀行規制を実施するために必要な独立性や自律性は不十分である。この状況で、通貨の国際化に不可欠な海外投資家の強固な信認が得られるか、疑問が残る。

中国の世界貿易におけるシェアは、2000年の3.7%から2012年には10.7%となった (図表1による)。経済は安定し、物価も低位に抑制されている。人民元は、実体経済面では着実に国際通貨としての資格を備えつつあるといえよう。

---

問題は、金融面にある。中国の株式市場時価総額や債券市場発行残高は、アメリカに比較すれば大幅に少なく、株式・債券市場の海外投資家への開放度も限定的である。国際化された通貨は自由に運用出来ることが重要であり、この点が人民元の国際化の本格的な進展のためには障害になると考えられる。

### (3) 円の経験

世界経済における日本の比重は1990年代半ばまで上昇したが、円の国際化は思うようには進まなかった。世界の外貨準備における円の保有比率は、最大でも8.5%にとどまった。

国際化が進展しなかった原因は、第1に、機会が限られていたことである。日本の通貨当局が国際化に積極的に取り組んだのは1980年代半ばであったが、1990年代初めには資産価格の下落に伴う経済の低迷が始まり、邦銀や日本企業はグローバル化の縮小を余儀なくされた。そのため、円建ての資本取引（クロスボーダー銀行融資、国際債券発行など）や貿易が減少した。

第2に、貿易の円建て化が進まなかったことである。その原因としては、主要な相手国がアメリカであるためにアジアがドル圏となっていたこと、輸入品の多くが原材料でありドル建てで取引される傾向があったこと、商社や大企業などは為替リスクの管理が可能で円建て化に強い意欲を持たなかったこと、などがあげられる。

第3に、短期国債などの短期金融商品の市場が未整備であったことである。そのため、外貨準備における円の保有比率の上昇が阻害された。

日本の経験からみると、万一、中国経済が失速すれば、人民元の国際化は抑制されることになる。また、国内の金融システム整備が重要であることも示唆される。

### (4) 近年のアジア通貨の取引状況

Ehlers and Packer [2013] は、新興国の為替取引の状況をまとめている。それによると、2010年から2013年にかけて、新興国通貨の為替取引額（直物取引および派生商品取引）は71.4%増加した（図表5）。これは、先進国通貨の33.8%を大きく上回る。アジア通貨の伸びは40.7%にとどまったが、取引額は新興国全体の47%を占めた。その中でも、人民元の伸びは249.0%と世界の新興国通貨の中でも際立って高く、そのシェアは2013年に2.2%となった。

また、新興国通貨が自国外で取引される割合は、2007年の50%弱から2013年には67.4%に上昇した（図表6）。その中で、人民元は2007年の約40%から2013年には72.0%となった。これは、通貨の国際化を示す一つの要素であるともいえる。

2013年に、新興国アジア通貨の自国外取引比率は59.2%、域内取引比率は26.6%（そのうち域内の金融センターである香港・シンガ

図表5 店頭外国為替取引の金額（4月の1日当たり平均）

(10億ドル、%)

	2007年	2010年	2013年	2010～2013年 の伸び率	全体に占める シェア
新興国通貨	415.7	587.5	1,006.6	71.4	18.8
新興国アジア	236.0	332.9	468.2	40.7	8.8
人民元	15.0	34.3	119.6	249.0	2.2
香港ドル	89.9	94.0	77.4	-17.6	1.4
シンガポールドル	38.8	56.3	74.6	32.5	1.4
韓国ウォン	38.4	60.3	64.2	6.5	1.2
インドルピー	23.6	37.7	52.8	39.8	1.0
南米	63.7	90.4	220.9	144.3	4.1
中東欧	78.6	126.9	243.3	91.6	4.6
その他	37.4	37.2	74.3	99.6	1.4
先進国通貨	5,984.4	7,173.4	9,599.2	33.8	179.6
米ドル	2,845.4	3,370.0	4,652.2	38.0	87.0
ユーロ	1,231.2	1,550.8	1,785.7	15.1	33.4
日本円	573.4	754.2	1,231.2	63.3	23.0

(注) 全体に占めるシェアの合計は200%。数値は資料に従っており、合計が正確に200%になっていない理由は不明。

(資料) Ehlers and Packer [2013], p.61

図表6 新興国通貨の自国外における店頭外国為替取引の状況（2013年4月の1日当たり平均）

(10億ドル、%)

	自国外 取引額	その通貨の全取引額に対する比率				
		自国外取引	域内取引	域内金融セン ターでの取引	欧米市場 での取引	その他
新興国通貨	678.7	67.4	12.6	-	50.9	3.9
新興国アジア	277.2	59.2	26.6	25.3	29.8	2.8
人民元	86.1	72.0	45.5	43.7	25.3	1.2
香港ドル	40.7	52.6	10.7	8.1	36.9	5.0
シンガポールドル	48.8	65.4	12.6	11.4	47.0	5.8
韓国ウォン	27.4	42.7	21.2	21.1	19.9	1.6
インドルピー	28.0	53.0	27.0	26.9	24.7	1.5
南米	167.5	75.8	0.5	0.4	72.0	3.3
中東欧	177.9	73.1	0.6	0.1	67.9	4.6
その他	56.0	75.4	-	-	65.4	10.1

(資料) Ehlers and Packer [2013], p.63

ポールドルが25.3%)であった。これは、自国外取引が域内よりも域外でより多く行われていることを意味する。

こうした中、人民元は自国外比率が（前述

の通り）72.0%であるのに対し、域内比率は45.5%であった。すなわち、人民元の為替取引の半分近くは、域内の金融センターで行われていることになる。この域内比率は、他の



通貨にはみられない高さである。図表5から新興国アジア通貨取引における人民元取引の割合を算出すると25.5%であるが、図表6からこれを自国外の域内取引に限定すれば43.7%となる。換言すれば、香港とシンガポールで行われている新興国アジア通貨取引の43.7%が人民元の取引であることになる。

なお、当該論文は、ドルが媒介通貨として支配的な地位を維持していることにも言及している。例えば、2013年に人民元の直物取引の約90%が対ドル取引となっている（注4）。

また、決済通貨（payment currencies）に関するデータを継続的に発表しているSWIFT（Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication）によれば、2013年1月に世界の決済通貨において人民元は第13位（シェア0.63%）であったが、2014年11月には第5位となった。同年12月の上位通貨のシェアは、図表7の通りである。人民元による決済額は、2013年には前年比108%増、2014年には同102%増となった。ちなみに、2014年に全通貨の伸びは4.4%にとどまっている。

このように、世界的にみれば人民元のシェアはまだ小さいものの、国際化は着実に進んでいるように見える。この状況を受け、世界の多くの中央銀行が、外貨準備の運用対象通貨に人民元を含めることに関心を示している（注5）。

（注1）以下の部分は、Subacchi [2013] による。

（注2）アメリカ企業が関係しない取引でもドル建て貿易が行わ

図表7 世界の決済通貨に占める割合

	(%)
米ドル	44.64
ユーロ	28.30
英ポンド	7.92
日本円	2.69
人民元	2.17
カナダドル	1.92
豪ドル	1.79
スイスフラン	1.39
香港ドル	1.27
シンガポールドドル	0.90
タイバーツ	0.88
スウェーデンクローネ	0.78
ノルウェークローネ	0.72
ポーランドズロチ	0.56
南アフリカランド	0.45
デンマーククローネ	0.40
ニュージーランドドル	0.39
メキシコペソ	0.39
ロシアルーブル	0.36
トルコリラ	0.32

（注）2014年12月現在。

（資料）SWIFT

れることには注意が必要である。これは、ドルの為替市場が効率的である（取引コストが小さい）ためである。したがって、自国の外国為替市場が効率的でない場合に、貿易取引を自国通貨建てにすることは、取引コストを高める恐れがある。確かに為替リスクはなくなるが、貿易を行う企業間の力関係によっては、そのヘッジコストを負担しなければならない（例えば貿易品価格の調整によって）ためである。この議論から、自国の外国為替市場を整備することは極めて重要である。（以上は、Genberg [2011] による。）

（注3）本項および次項は、Eichengreen and Kawai [2014] による。

（注4）そのほか、この論文では、新興国通貨の取引市場としてロンドンが重要性を大きく高めていること、新興国通貨の取引を増やしている重要な要因として新興国への資本フローの拡大が指摘出来ること、こうした取引のヘッジなどのために新興国の為替デリバティブ取引が拡大していること（主に店頭取引）、などが述べられている。

（注5）Rhee and Sumulong [2014]、6ページによる。

## 2. 通貨の国際化と資本取引の自由化

### (1) 通貨の国際化と資本取引の自由化の関係(注6)

国際金融論における従来の一般的な考え方によれば、ある通貨が主要な国際通貨となるためには、資本取引が完全に自由化されていることが前提条件となる。自由化が伴わなければ取引コストが高くなり、真の国際通貨とはなり得ない。為替リスクを自由にヘッジすることが出来なければ、例えば、その通貨建ての国際債券の発行が大規模になることは考えにくい。「取引を完全に自由に行うことが出来る」ことがポイントになる。

貿易取引であっても、貿易金融や為替リスク・ヘッジなどの金融取引が伴っている。これらの取引コストが高かったり、禁止されたりしている状況では、貿易取引に限定した国際化でも、容易には進まないはずである。

現在の人民元の国際化の状況にみられるように、オフショア市場（人民元のオフショア・センター）が拡大し、規制された国内市場に代わって必要な機能を果たすことは考えられる。しかし、オフショア市場の機能には限界があろう。資本取引規制の存在により、例えば国際債券の発行額や流動性は制約される可能性がある。したがって、通貨の国際化について論じる際には、資本取引の自由化について併せて論じることが不可欠である。

資本取引の自由化によるメリットとしては、資金配分の効率化、リスク分散、競争の促進などがあげられる（図表8）。一方、リスク（デメリット）は、急激な資本フローがマクロ経済の不安定化をもたらすことである。為替レート、株価、金利、流動性などが影響を受け、国内生産や実質所得の変動が増す。その影響度は、国内金融システムの健全性や効率性、法規制の整備状況、経済規模などによって異なる。

このように、資本取引の自由化にはメリッ

図表8 資本取引自由化のメリットとリスク

自由化のメリット	自由化のリスク
1. 国際的に資源配分が効率化する。	1. マクロ経済政策や国内金融部門に関して自由化に備える必要が生じる。前提条件が整わない場合、通貨・金融危機に結びつくリスクがある。
2. 資金調達・運用方法が多様化する。	2. 資本フローの内容や資本収支をコントロールすることが出来なくなる。
3. マクロ経済政策や国内金融部門に市場規律が働く。	3. 新種のリスクが発生するとともに、金利・為替レート・株価などのボラティリティが高まる。信用リスクや流動性リスクも増幅する。
4. 資本取引規制に関するコストが不要となる。	

(資料) 各種資料

トもあるがリスクも大きく、自由化をどのように進めるかは判断の難しい問題である。中国の場合も、人民元の国際化を推進すると同時に、資本取引の自由化に対する方針を明確にすることが求められよう。

現在の人民元の国際化の進展状況から、ある程度の国際化であれば資本取引の完全自由化は必要条件ではない、という見方もある(注7)。この点に関しては、第5節で改めて検討する。以下では、資本取引の自由化の進め方に関する一般的な議論を整理する。

## (2) 資本取引自由化のリスクと自由化の順序の議論

資本取引の自由化は、その前提条件が充足されていない場合、通貨・金融危機に結びつくリスクがある。マクロ政策の不適切な運営、金融部門の脆弱性、資本流入の促進政策などによって、過剰に資本が流入し、通貨・金融危機に至ることもある。

海外市場との遮断が取り払われることにより、第1に、国内経済のみを視野に入れたマクロ政策運営や脆弱な国内金融部門の保護が不可能となり、従来の経済・金融システムが通貨・金融危機をもたらす可能性が高まる。

第2に、資本移動のコントロールが出来なくなり、短期対外債務の増加により急激な資本流出が起こる可能性が高まる。

第3に、トランスファー・リスク（債務者が返済期日に必要な外貨を入手出来ないリス

ク）、ソブリン・リスク（政府のデフォルト・リスク）、カントリー・リスク（その国の多くの債務者が返済不能になるリスク）などの、従来は存在しなかったリスクが発生する。破産法などの法的枠組みや金融規制の内容が、国ごとに異なるリスクもある。また、一般に海外の情報を入手することは難しく、自由化により取引内容が複雑になる可能性もあることから、情報開示が一層重要となる。不十分な情報開示は群衆行動（Herd Behavior）などをもたらす。

さらに、資本フローの拡大やボラティリティの上昇により、為替レート、株価、金利などの変動が大きくなる。信用リスクや流動性リスクも増幅する。受け入れ国の経済規模に比べて資本フローの金額が大きい場合、国内経済の不安定性が高まる可能性がある。

資本取引自由化の前提として、健全で維持可能なマクロ政策と強固な国内金融部門が必要であることについては、コンセンサスがみられる（資本取引自由化のintegrated approachと呼ばれる）。また、短期資本取引よりも長期資本取引の自由化を先行させるべきであるという意見が多い。

Ishii and Habermeier ed . [2002] は、以下の一般原則をあげている。①健全で維持可能なマクロ政策の実施が、国内の金融自由化および資本取引の自由化の前提となる。②国内の金融自由化の中では、マクロ経済の安定化に役立つものを優先的に実施する。③相互に

関連の深い国内の金融自由化政策は、同時に実施する。④金融規制監督体制の整備および金融部門のリストラクチャリングを優先的に実施する。⑤資本取引の自由化を段階的に実施する場合、通常は自由化によるリスクの小さい長期資本取引を先に自由化する。

マクロ政策には、金融政策の自由度を確保するための柔軟な為替政策や、資本流入・流出に適切に対応する財政金融政策が含まれる(図表9)。後者のためには、財政の健全性を維持することが不可欠である。

もう一つの前提条件である国内金融システム整備に関しては、金融資本市場の育成に努めると同時に、市場や市場参加者に対する規制監督を強化することが必要である。資本フローの増加に伴って外国為替取引額が急増することから、為替レートの柔軟性の向上(為替介入の削減)や為替デリバティブ市場の整備などにより、為替市場を強化することも重要となる。

ネットの資本流入を減らすためには、流入規制の強化ではなく、流出規制の緩和で対応

することも考えられる。対外投資に伴うリスクの管理能力を高めつつ、企業や機関投資家の活動の国際化を促すことが求められる。

資本取引の自由化を促進するにあたり、金融危機を防止する観点からは、資本流入の安定化がポイントとなる。為替政策、財政金融政策、金融規制、(残された)資本取引規制を活用し、過剰な流入・流出を抑制することが重要である。加えて、国内金融システムの整備を継続することが不可欠となる。

### (3) 資本取引規制に対する肯定的な見方の増加

以上は資本取引の自由化を慎重に進めるための方法に関する議論であるが、世界金融危機を経て、資本取引規制に対する考え方はかなり肯定的なものとなった。実際に、近年のアジアでは、資本フローの変動に対し、マクロ政策や健全性規制に加えて多様な資本取引規制が実施されている。資本取引規制は、CFM (Capital Flow Management) measures とも呼ばれるようになった。Ostry et al. [2010]

図表9 中国の資本取引自由化の前提となるマクロ政策

政策種類	課題
1. 為替制度	人民元の変動幅の拡大→自由変動相場制
2. 金融政策	間接的手段(公開市場操作)の強化 為替レートに代わる目標の設定(例:インフレ・ターゲット政策の採用) 人民銀行の独立性の強化
3. 関連する市場整備	外国為替市場、短期金融市場、国債市場の整備
4. 金利の自由化	貸出金利の段階的な自由化→金利自由化の完了

(資料) 日本総合研究所作成

にみられるように、資本取引規制に対するIMFの評価も肯定的なものに変化しており、規制がもたらす歪みや実施のコストを考慮した上で、一時的な資本流入の急増に対しては実施してもよいとされている。ただし、必要なマクロ政策が実施されることが大前提である。一方、長期的・構造的な流入増加に対しては、CFM measures以外の手段で対応するのが基本であるとされる。これは、資本流入規制の実施により、①市場の発展が遅れる、②為替レートの安定を図ることで一層の資本流入を招く、③規制による信認の低下が資本流出を招く、などの副作用が考えられることも一因である。

こうした考え方の変化とともに、国際金融論の伝統的な理論にも疑問が提示されている。Rey [2013] の分析によると、世界の資本フロー、レバレッジ、信用の伸び、資産価格は、アメリカの政策金利の影響を受けるVIX (Volatility Index) 指数 (注8) と強い相関を持って動いている。すなわち、グローバルな金融サイクル (Global Financial Cycle) が存在する。

この現象からは、国際金融のトリレンマ、すなわち「資本取引を自由化した場合、固定相場制であれば金融政策の独立性は失われるが、変動相場制であれば独立性は維持される」という考え方は誤りであることになり、代わりに「資本取引を自由化すれば為替制度にかかわらず金融政策の独立性は失われる」とい

う結論が導かれる。これはもはやトリレンマではなく、「金融政策の独立性と自由な資本移動のどちらを取るか」というジレンマの問題であることになる。

この論文の筆者は、政策の選択肢として、①資本取引規制、②国際政策協調 (主要国が定期的集まり、自国の金融政策の世界的な影響を議論する)、③マクロ・プルデンシャル政策、④金融機関に対するレバレッジの規制、をあげた上で、②は実現困難であり、③と④の組み合わせが現実的であること、①は補完的な手段と位置付けるべきであること、を主張している。

資本取引の自由化によるメリットは、明確に示すことが難しい。一方で、自由化に伴う政策運営の困難さは、グローバル化の進展とともに増していると考えられる。少なくとも、自由化には従来以上に慎重に臨むべき状況になっているといえよう。

(注6) Genberg [2011] による。

(注7) 例えば、Rhee and Sumulong [2014] を参照。

(注8) シカゴ・オプション取引所がS&P500を対象とするオプション取引の値動きをもとに算出する、投資家心理を示す指数。別名、恐怖指数とも呼ばれる。通常は10～20の範囲で動くが、相場の先行きに不安が生じると大きく上昇する。

### 3. 人民元の国際化の進展状況

#### (1) 人民元建て貿易決済の増加

##### ① 人民元建て貿易決済の増加

中国は、世界金融危機以降、人民元の国際化戦略を推進している。戦略の中心となっているのは、貿易における人民元建て決済の拡大である(図表10)。2008年12月以降、広東省・長江デルタ地区(上海市・江蘇省・浙江省)と香港・マカオ間、および広西チワン族自治区・雲南省とASEANとの貿易取引について、

人民元建て決済が試験的に導入されることになった。実際には、2009年7月より開始された。

2010年6月22日、中国政府は、人民元の対ドルレートの変動再開(詳細は後述する)とほぼ同時に、国内の地域を20の省・特別市・自治区に、また、相手国を全世界に広げると発表した。あわせて、対象となる取引を經常取引全般に拡大するなどの措置がとられた。2011年8月には、国内の試行地域を全国に拡大する措置がとられた。さらに、2012年3月には、対象が貿易免許を持つすべての企業に拡大された。

人民元建て決済額は、2009年の35.8億元から2014年には6兆5,500億元に増加した(図表11)。貿易における人民元建て決済の比

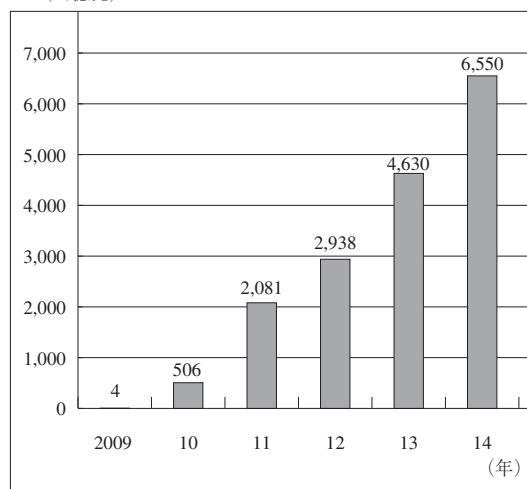
図表10 人民元建て貿易決済に関する主要な出来事

2009年7月	人民元建て貿易決済のパイロット取引開始(詳細は本文参照)。
2010年11月	ロシアとの間で2国間貿易決済協定に署名。
2010年6月	国内の地域を20の省・特別市・自治区に拡大。輸入取引に関しては対象地域のすべての企業に拡大。貿易相手国を全世界に拡大。
2010年8月	マレーシアリングと人民元の直接交換取引開始。
2010年11月	ロシアルーブルと人民元の直接交換取引開始。
2011年8月	人民元建て貿易決済の対象地域を中国全体に拡大。
2012年3月	人民元建て貿易決済に関する認可取得を撤廃。
2012年6月	日本円と人民元の直接交換取引開始。
2012年9月	台湾との間で通貨クリアリングに関するMOUに署名。
2013年4月	人民銀行と工商銀行(シンガポール)が通貨クリアリング契約に署名。
2013年4月	豪ドルと人民元の直接交換取引開始。
2013年11月	シンガポールドルと人民元の直接交換取引開始。
2014年3月	ニュージーランドドルと人民元の直接交換取引開始。
2014年6月	英ポンドと人民元の直接交換取引開始。
2014年7月	韓国ウォンと人民元の直接交換取引開始。

(資料) Asian Development Bank [2014]

図表11 人民元建て貿易決済額

(10億元)



(資料) 中国人民銀行

率は、約25%に達している。人民元建て決済は大半が香港を相手先としているため、香港経由のクロスボーダー人民元決済額が急増している。

人民元建て貿易決済の拡大は、当初は輸出企業の為替リスクの低減が目的であるとされていたが、実際には大半が輸入企業の決済(人民元の海外向けの支払い)となった。これは、第1に、海外において人民元が入手しにくい場合(特に、人民元のオフショア・センターに所在していない場合)には国内向けの人民元の支払いは困難であること、第2に、2013年までは人民元が増価基調にあったため、海外の経済主体に人民元を保有するインセンティブが強かったこと、による。

このことは、香港の人民元建て預金残高の

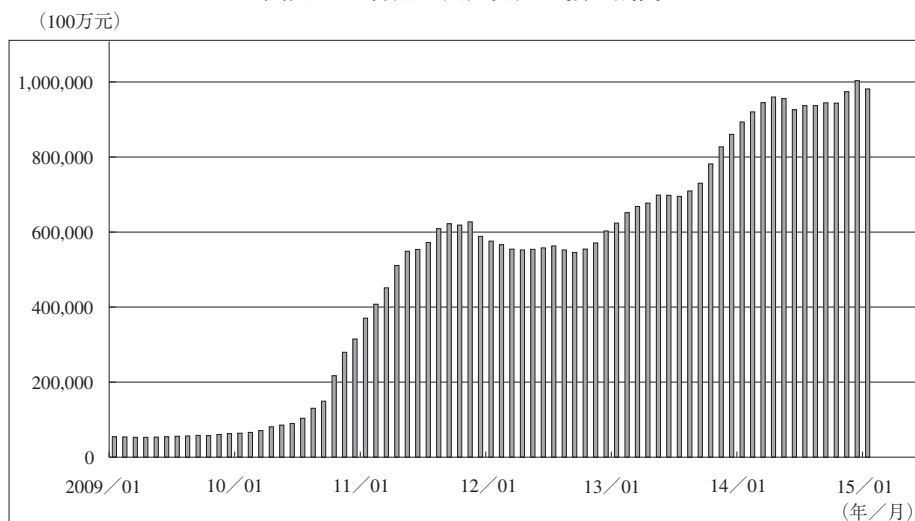
急増に結びついた(図表12)。人民元のオフショア・センターと位置付けられた香港では、2004年2月から人民元建て預金の取り扱いが始まったが、その残高は2014年12月には1兆元を超えた。

## ② 2国間通貨スワップ協定の締結

人民元建ての貿易決済を促進するために、多くの政策が行われている。以下、これらについて述べる。

2008年12月以降、中国は、人民元と相手国通貨による通貨スワップ協定を多くの国との間で結んでいる。これは、CMIM (Chiang Mai Initiative Multilateralization) などで目的とされる危機時の短期流動性支援に加えて、平時に相手国の企業が中国からの輸入代金の

図表12 香港の人民元建て預金残高



図表13 中国との通貨スワップ協定締結国

アジア	韓国、香港、マレーシア、インドネシア、シンガポール、ニュージーランド、ウズベキスタン、モンゴル、カザフスタン、パキスタン、タイ、UAE、オーストラリア
欧州	ベラルーシ、アイスランド、トルコ、ウクライナ、イギリス、アルバニア、ハンガリー、EU、スイス
南米	アルゼンチン、ブラジル

(注) 締結順。2014年8月現在。  
(資料) Asian Development Bank [2014]

支払いに人民元を用いることを想定したものである。すなわち、人民元の流動性を供給し、その国際化を促進することを目的としている。

2014年8月時点で、中国は24カ国と協定を締結しており、うち6カ国とは協定がすでに終了している。契約金額は合計2兆5,855億元であり、協定締結国との貿易額を合計すると中国の貿易額全体の約40%に達する(図表13)。

### ③為替直接交換取引の実施

世界の為替取引の多くはドルを媒介通貨として行われているが、これは、ドル以外の通貨同士の直接交換取引の需要に限られており、売買スプレッドを縮小させることが出来ないためである。中国と相手国との間で貿易額が拡大すれば、為替直接交換取引の需要が拡大し、市場が成立する可能性が高まる。市場の設立によって取引コストの低下が実現すれば、人民元の国際化を促進する効果が期待される。

2014年末現在、人民元との直接交換取引を実施しているのは、香港ドル、台湾ドル、韓国ウォン、日本円、シンガポールドル、マレーシアリング、豪ドル、ニュージーランドドル、ロシアルーブル、英ポンド、ユーロの11通貨である。

### ④クリアリング銀行の指定による人民元オフショア・センターの構築

クロスボーダー人民元決済のための集中システムは存在しない。したがって、これを行おうとする(中国からみた)外国銀行は、国内の決済システム(CNAPS: China National Advanced Payment Systems)を利用出来る中国の地場銀行と取引しなければならない。

人民元オフショア・センターの発展を促すため、中国は2009年7月よりクリアリング銀行の指定を開始した(図表14)。クリアリング銀行はCNAPSに直接接続し、クロスボーダー人民元決済の機能を果たす銀行であり、中国の銀行の現地法人がこれに指定されている。クリアリング銀行に人民元口座を保有する海外の銀行は、「参加銀行」と呼ばれる。2010年7月には、参加銀行の活動に関する規制緩和が実施された(次項参照)。

初めて設立されたクリアリング銀行は、中国銀行香港支店である。2009年12月には同行マカオ支店が、2012年12月には同行台北支店がクリアリング銀行に指定された。2013年4月には中国工商银行シンガポール支店が指定



図表14 人民元オフショア・センターの状況

(10億元)

	クリアリング銀行	人民元預金	RQFII割当額	中国人民銀行の スワップ・ライン
香港	中国銀行香港	981.4	270	400
マカオ	中国銀行マカオ	103.8	0	なし
台湾	中国銀行台湾	310.2	100	なし
シンガポール	中国工商銀行シンガポール	257.0	50	300
韓国	交通銀行ソウル	117.1	80	360
マレーシア	中国銀行マレーシア	n.a.	0	なし
オーストラリア	中国銀行シドニー	200.0	50	200
カタール	中国工商銀行ドーハ	n.a.	30	なし
タイ	中国工商銀行タイ	n.a.	0	なし
イギリス	中国建設銀行ロンドン	25.4	80	200
ドイツ	中国銀行フランクフルト	50.0	80	350
フランス	中国銀行パリ	20.0	80	350
ルクセンブルク	中国工商銀行ルクセンブルク	67.2	0	350
スイス	未定	n.a.	50	150
カナダ	中国工商銀行カナダ	n.a.	50	200

(注) ドイツ・フランス・ルクセンブルクのスワップ・ラインは欧州中央銀行が代替。  
(資料) 各種資料

を受け、同時に、中国人民銀行との間で人民元ビジネスに関する協力のための覚書(MOU)を結んだ。

2014年3月、英・独の中央銀行が中国人民銀行とクリアリングに関する契約を結んだ(注9)。同年7月には、中国建設銀行(イギリス)、中国銀行(ドイツ)、交通銀行(韓国)がクリアリング銀行に指定された。

さらに、同年9月にはフランス(中国銀行)、ルクセンブルク(中国工商銀行)において、同年11月にはマレーシア(中国銀行)、オーストラリア(中国銀行)、カタール(中国工商銀行)、カナダ(中国工商銀行)においてクリアリング銀行が指定され、あるいは指定されることが決定した(注10)。

人民元オフショア・センターにおいては、クリアリング銀行の指定に加え、2国間通貨スワップ協定の締結や為替直接交換取引の実施が実現している場合が多い。一部のセンターでは、人民元建て債券の発行や人民元適格海外機関投資家(RQFII、後述)制度の導入も行われている。

## (2) 人民元建て資本取引の拡大

### ① 人民元建て資本取引の自由化

人民元建ての資本取引に関する規制緩和も、段階的に進められている(注11)。対外直接投資に関しては、2011年1月、人民元建て貿易決済の試行地域に所在する企業による投資が試験的に認められることになった。あ

わせて、直接投資先企業に対する人民元建て貸し出しを行うことも認められた。さらに、上海市所在企業が貿易にかかわる対外債務以外の対外借入れを人民元建てで行うことが認められた。

一方、対内直接投資に関しては、2011年10月、海外投資家が合法的な手段（人民元建て起債、貿易決済、配当受け取り）によって取得した人民元で行うことが可能となった。

対内証券投資に関しては、2010年8月以降、人民元建て貿易決済を取り扱う海外の銀行に対し、本土の銀行間債券市場での資金運用が解禁された（ライセンスと運用枠の取得が必要）。

また、2011年12月には、「ファンド管理会社、証券会社等の人民元適格海外機関投資家（RQFII）による国内証券投資の実験に関する弁法」が公布され、試行企業が香港で投資家から募集した人民元を国内に投資することが認められた。

この結果、經常・資本取引のうち、人民元建て取引が認められないのは対外証券投資のみとなった。もちろん、ここに述べた通り、それぞれの項目に関し、認可は限定的なものである。

RQFIIは、香港などの人民元オフショア・センターに蓄積された人民元建て預金を中国の金融資産で運用することを認める制度であり、国内に人民元を還流させる手段である。これに参加出来る金融機関は次第に拡大さ

れ、2013年3月には香港で登記・経営を行う外国金融機関も含まれることになった。また、この際、投資対象の制限も撤廃された。割当額（投資可能額）も当初は100億元であったが、次第に増額された。2014年7月現在、外貨の人民元への交換による対内証券投資制度であるQFIIの割当額が580億ドルであるのに対し、RQFIIはドル換算で420億ドルとなっている。ちなみに、対外証券投資を認めるQDIIの割当額は810億ドルである。

2014年11月には、人民元建ての対外証券投資（海外の人民元建て金融商品への投資）を認める人民元適格国内機関投資家（RQDII）制度が導入された（注12）。この制度では各社別の割当額はなく、実際の募集金額まで投資出来るとされている。

## ②最近の動き：上海・香港相互株式投資制度、アジアインフラ投資銀行（AIIB）（注13）、上海自由貿易試験区（注14）

人民元の国際化に関連する最近の動きとして、第1に、2014年11月17日、上海・香港相互株式投資制度が開始された。これは、海外投資家に香港経由で上海A株への投資を認める一方、中国の投資家に香港H株（香港証券取引所に上場された、本土で登記している中国企業の株式（香港ドル建て））への投資を認めるものである。この制度は、QFIIやRQFIIと異なり、投資家が個別に認可申請する必要はなく、個別の割当額もない（割当額

は総計で設定される) 点で画期的なものである。香港からの投資可能額は総計3,000億元、中国からの投資可能額は同2,500億元に設定されている。なお、現在、深セン株式市場と香港株式市場の相互投資制度も検討されている模様である。

第2に、2014年10月24日、アジアインフラ投資銀行(AIIB: Asian Infrastructure Investment Bank) の設立調印式が北京で行われた。人民元の国際化が順調に進展すれば、中期的にAIIBが域内のインフラ開発に対して人民元建て融資を実施する可能性もある。いくつかの国際機関はすでに香港市場で人民元建て債券を発行しており、AIIBが中国本土あるいは香港市場で人民元建て債券を発行して、融資を実施するための資金を調達する可能性もある。これらが実現すれば、AIIBが人民元の国際化の推進にも重要な役割を果たす可能性がある。

第3に、2013年10月より、上海自由貿易試験区が始動した(注15)。この枠組みの中で、資本取引の自由化や金融サービス業の対外開放を推進することが目指されている。

具体的には、試験区内で金利の自由化や人民元建ての資本取引の自由化を試験的に進めることが計画されている。後者の内容は、例えば、銀行によるクロスボーダー貸付業務、個人投資家による対内証券投資、企業や個人投資家による対外証券投資、などである。

金融サービス業の対外開放に関しては、外

国銀行の参入に関する規制緩和、上海先物取引所への海外投資家の参入容認、などが計画されている。これらが、上海市場における金融機能の高度化や人民元の国際化の進展に結びつく可能性がある。

2014年2月には、試験区内企業のオフショア人民元借り入れに関する規制緩和、経常項目・直接投資に関するクロスボーダー人民元プーリング・集中受払業務の解禁、経常項目に関するクロスボーダー外貨プーリング・集中受払・差額決済の規制緩和、小口外貨預金金利の自由化などが実施された。

### ③香港における人民元建て債券発行の拡大と為替取引の開始

非居住者の人民元建て債券発行に関する中国本土の状況をみると、2005年、アジア開発銀行および国際金融公社が人民元建て外債を発行した。本土で非居住者が発行する人民元建て債券を、パンダ債と呼んでいる。2009年には外資系企業の現地法人(中国の居住者)による債券発行が認められ、11月に三菱東京UFJ銀行が発行を実施した。

2014年3月には、パンダ債の事業会社第1号案件として、タイムラー社が1年物私募債5億元(約80億円、利率5.2%)を発行している(注16)。

次に、香港の状況をみると、2007年6月、中国人民銀行と国家発展改革委員会は、所定の条件を満たす本土の政策銀行および商業銀

行による人民元建て債券発行を認可制により認めることを発表した（図表15）。7月には国家開発銀行が50億元の債券を発行し、中国輸出入銀行・中国銀行・交通銀行なども追随した。

2009年には、本土に進出している外国銀行の現地法人（HSBCおよびBank of East Asia）による発行が認可・実施された。また、同年10月には、中国政府による国債発行が開始された（初回発行額は60億元）。

香港の人民元建て金融商品を拡大する観点から、2010年7月、中国人民銀行と香港金融管理局（HKMA）の間で、香港での人民元ビジネスにおける協力について合意がなされた。HKMAは香港での人民元建て債券発行を通常の規制に基づいて運営すると発表し、

これによって本土からみた非居住者による人民元建て債券の発行が認められることになった。ただし、本土の企業が発行する場合は、引き続き中国の規制に服することとされた。当初、発行体となったのはホープウェル、マクドナルドなどであり、以後、この種の債券は点心債（Dim Sum Bond）と呼ばれることになった。2011年には、中国企業（居住者）による点心債の発行も解禁された。こうして、香港の人民元オフショア・センターが本格的に稼働することになった。

また、2010年7月の合意では、香港の銀行（参加銀行）が貿易企業以外の企業にも人民元口座を提供出来るようになるとともに、異なる銀行間での口座資金の振替も取引の種類にかかわらず自由となった（注17）。これにより、人民元の為替売買や銀行間資金貸借が本土外で初めて成立した。

これを機に、香港の人民元相場（CNH、本土に比較して対ドル人民元高、これに対し本土の相場はCNYと表される）が形成されるようになった。従来、海外での為替取引はNDF（Non - Deliverable Forwards）のみであったが、これに加えて香港に人民元の外国為替市場が成立したのである。厳しく管理されている国内為替市場（非居住者は直接には参加出来ない）に比較して香港市場は規制が少なく、非居住者間の取引に用いられるCNHは自由変動相場制でCNYと乖離しうるため、人民元は事実上、二重相場制の状態にある。

図表15 点心債市場に関する主要な出来事

2007年6月	中国の金融機関が香港で点心債発行を認可される。
2008年12月	中国で活動する香港登記企業が点心債発行を認可される。
2009年5月	外国銀行の中国法人が香港で点心債を発行。
2009年9月	中国財務省が点心債を発行。
2010年2月	外資系企業が香港で点心債発行を認可される。
2010年8月	外資系企業の第1号としてマクドナルドが点心債を発行。
2011年12月	中国の一般企業第1号として宝鋼集団が点心債を発行。
2012年4月	HSBCがロンドンで点心債を発行。
2014年3月	中国信託商業銀行が台湾で最初の点心債を発行。
2014年5月	HSBCとスタンダード・チャータード銀行がシンガポールで最初の点心債を発行。
2014年5月	海南航空がシンガポールで最初の企業による点心債を発行。

（資料）Asian Development Bank [2014]

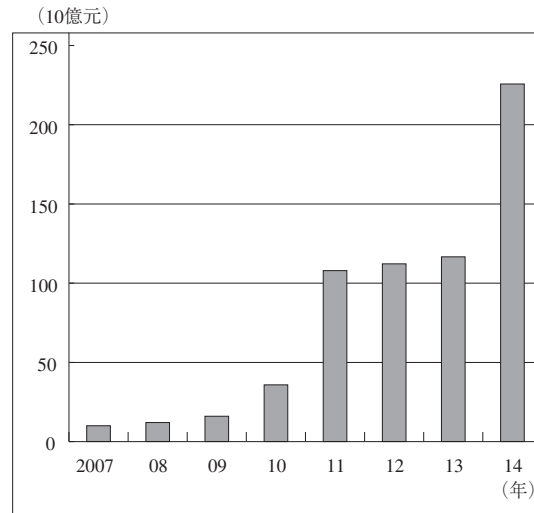
2010年7月の規制緩和により、香港では多様な人民元建て金融商品を組成販売することが可能となった。日本企業が香港で人民元建て社債を発行し、あるいは、日本から香港の人民元建て債券に投資することが出来るようになった（注18）（注19）。

点心債は、金額は小さいものの、シンガポールなど香港以外の人民元オフショア・センターでも発行されるようになった。発行額は2007年の100億元から2013年には3,690億元となり、さらに2014年には11月までに5,100億元となった（注20）。ただし、これには銀行による人民元建てCD（譲渡性預金）の発行が含まれる。点心債（国債を含む）のみの発行額は、2013年に1,166億元、2014年に2,257億元となっている（図表16）（注21）。

点心債の多くは中国企業によって発行されているが、香港企業と中国・香港以外の企業の発行額を比較すると、ほぼ同水準となってきた（図表17）。国際機関では、アジア開発銀行が2010年に12億元、世界銀行が2013年に40億元の発行を実施している。発行件数をみると、2007年には5件であったが、2013年までの累計（債券およびCDの合計）では約2,500件に達した。発行体数は、2013年9月末現在、累計222社となっている。

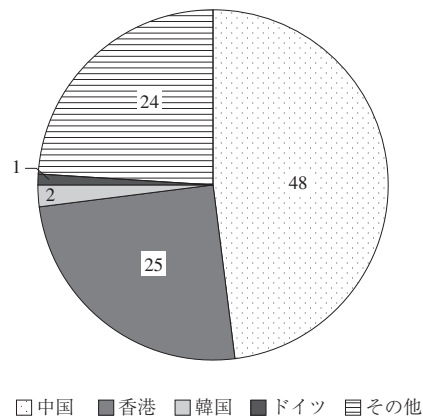
発行の多くを、銀行によるCDが占めている。また、本土での債券発行が規制を受ける中国の不動産会社の発行も多い。そのほか、マレーシアのカザナ社などによる人民元建て

図表16 点心債の発行額



(資料) CEIC, Global RMB

図表17 点心債（除くCD）の発行体国別区分（2013年、%）



(資料) Asian Development Bank [2014]

スーク（イスラム債）の発行も行われている。

点心債の発行期間は、当初、主に1～3年であった。海外の発行体は、市場が未成熟で

あること、償還資金の調達に不確実性があることなどから、長期債の発行に不安を持っていた。投資家にとっても、人民元建て預金の代替となる運用が出来れば問題はなかった。その後、発行期間は市場の成熟とともに次第に長期化しており、市場流動性も香港の社債市場より高くなっている。

### (3) 資本取引規制によるオフショア・センターと国内市場の分離

国内市場と香港市場が資本取引規制によって分離されたまま進んでいる人民元の国際化を、村瀬 [2012] は「管理された国際化」と呼んでいる（注22）。海外資金の自由な出入りが可能な香港市場は、中国の規制をくぐって国内市場に出入りしていたホットマネーの投資対象として利用されている。また、両市場では二重金利、二重為替相場が成立しているが、例えば香港に拠点を有する中国の貿易業者はCNH相場とCNY相場の有利な方を利用することが可能であり、両市場には一定の裁定が働くことになる。

香港の点心債市場と国内債券市場には利回り格差が存在し、前者の方が低くなっている。

これは、香港の人民元建て預金残高が点心債の発行残高を上回っており、人民元の需給不均衡が生じているためである。2014年6月現在、前者の9,260億元に対し、後者は4,370億元となっている。内外市場の発行利回り格差は大きい場合には2～3%に達し、中国企業による点心債発行の急増につながった。

ただし、利回り格差は2014年には縮小傾向となった。これは、人民元の為替相場が減価したために相場観がそれまでのような増価一辺倒（one-way bet）ではなくなり、点心債に対する需要が一服したことが背景にある。CNHはCNYよりも増価した水準（プレミアム）で取引されていたが、これも概ね解消した。これにより、オフショア・センターの人民元建て金融資産に対する投機的な需要は減少したが、一方で分散投資などのための需要は維持されており、今後、点心債市場の成熟化が進むことが期待される（注23）。

現在の点心債市場には、いくつかの問題がある。第1に、内外市場における利回り格差の存在や国内市場の債券発行規制の強化などを背景に、2013年には点心債発行額（CDを含む）の74%を中国企業が占めた。今後は、

図表18 点心債の格付け

(%)

	Moody's			S&P		
	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年
投資適格	40.8	19.9	26.4	39.1	22.8	14.3
投資不適格	3.8	11.6	3.7	4.1	18.6	3.7
格付けなし	55.4	68.5	69.9	56.8	58.6	82.0

（資料）Asian Development Bank [2014]

発行体の一層の多様化が求められよう。第2に、リスク・フリーの国債の発行が限られていることに加え、格付けが付与されていない発行が大半を占め、投資適格の発行が極めて少ない（図表18）。格付けのない債券は機関投資家の投資対象となりにくいため、今後の改善が望まれる。

#### (4) 日中金融協力の進展

中国の人民元国際化戦略に、日本は明示的に協力姿勢を示している。2011年12月25日、日中首脳会談の中で「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。主な内容は、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（円建て・人民元建て貿易決済の促進、日本から本土への人民元建て直接投資）、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（東京市場をはじめとする海外市場での日本企業による人民元建て債券発行、本土市場における国際協力銀行による人民元建て債券発行、日本の当局による中国国債への投資）、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「日中金融市場の発展のための合同作業部会」の設置、である。

この合意は、「日中両国間の拡大する経済・金融関係を支えるため」のものであるとされている。日本にとっての具体的なメリットは、第1に、対中ビジネスを展開する日本企業の

取引コストや為替リスクを低減し、資金調達・運用手段を拡大出来ることである（注24）。第2に、円の利便性の向上や金融商品・サービスの多様化により、東京市場ならびに日系金融機関のプレゼンスの向上が図れることである。いずれも、中国を中心としたアジアの成長を日本経済の活力として取り込むことを目指すものである。

円・人民元直接交換市場については、2012年6月1日より、東京外国為替市場における円対人民元（CNH）の直接交換取引が開始された（注25）。また、同日、上海外国為替取引センター（CFETS:China Foreign Exchange Trading System）において新たなマーケット・メーカー制度が導入され、円対人民元の直接交換取引が開始された。マーケット・メーカーには、邦銀の現地法人を含む10行が指定された。

直接交換により、取引コストの低下、決済リスク（通貨ごとに決済に時差があることに伴ういわゆるヘルシュタット・リスク）の低減、両国通貨の利便性の向上、東京市場の活性化などが期待される。ドルへの依存度の低下により、人民元だけではなく、円の国際化（円建て対外取引の増加）につながる可能性もある。上海市場では、6月1日以降、取引が大幅に増加し、売買スプレッドは縮小した。上海市場の直物為替取引において対円取引が占める割合は、2012年1～3月期の0.1%から4～6月期には1.4%（120億ドル相当）と

なった。

人民元との直接交換取引は、ドル以外の先進国通貨では日本円が初めてであったが、日中貿易や日本からの対中直接投資が減少傾向となったため、取引額は直接交換取引の開始直後に急増した後は伸び悩み、最近では減少している（注26）。図表19をみても、上海市場の直物為替取引において対円取引が占める割合は上昇していない。

前述の通り、人民元オフショア・センターにおいては、クリアリング銀行の指定に加えて、2国間通貨スワップ協定の締結、為替直接交換取引の実施、人民元建て債券の発行、RQFII制度の導入が実現している場合が多い。現在、東京市場では為替直接交換取引が行われているのみであるが、最近、クリアリング銀行の指定、人民元建て債券の発行、

RQFII制度の導入などを求める動きがようやく本格化してきた模様である（注27）。東京にクリアリング銀行が出来れば、クロスボーダー人民元決済に関するコストの低下や時間の短縮が期待出来、円・人民元直接交換取引が拡大する可能性もあろう。

#### (5) アジアの資金・証券決済インフラ整備と東京市場の国際金融センター化構想

##### ①人民元の国際化の進展とアジアの資金・証券決済インフラ整備

すでにみたように、アジア地域では人民元の為替取引の比重が増しているほか、人民元オフショア・センターを構築する動きも進んでいる。これらに加え、資金・証券決済システムの整備動向にも留意が必要である。

香港市場では、整備された決済システムが人民元オフショア・センターの機能を支援している（注28）。資金決済に関しては、2000年に米ドル、2003年にユーロの決済システムが整備され、香港ドルとの間で同時決済（PVP）が実現した（注29）。2007年には、中国本土の決済システムであるCNAPSとリンクした人民元決済システムが稼働し、香港ドル・米ドル・ユーロ・人民元の間でPVPが可能となった。

また、2006年にマレーシア、2010年にインドネシア、2013年にタイが香港市場の米ドル決済システムと接続し、自国通貨と米ドルのPVPを可能にしている。このように、米ドル

図表19 対人民元為替直物取引の通貨別比率  
(2015年2月)

(億ドル、%)

	取引額	全体に占めるシェア
米ドル	2,433.48	94.2
ユーロ	47.63	1.8
シンガポールドル	39.16	1.5
日本円	27.37	1.1
英ポンド	13.92	0.5
豪ドル	9.93	0.4
香港ドル	9.40	0.4
ニュージーランドドル	1.45	0.1
ロシアルーブル	0.37	0.01
マレーシアリング	0.24	0.01
カナダドル	0.24	0.01
合計	2,583.19	100

(資料) 上海外国為替取引センター



---

の決済に伴うヘルシュタット・リスクを回避しようとする動きが各国で見られる。

さらに、2012年にマレーシアは国内で人民元の決済システムを構築し、人民元とマレーシアリングのPVPを実現している。

一方、香港市場の証券決済システムについてみると、債券ではCMU (Central Moneymarkets Unit)、株式ではCCASS (Central Clearing and Settlement System) と呼ばれる証券決済機関 (CSD : Central Securities Depository) が資金決済システム (CHATS) とリンクし、証券と資金の同時決済 (DVP) を実現している。

## ②決済システム関連の域内統合に向けた動き

人民元の国際化の動機の一つとなっている「ドル離れ」の観点からは、アジアにおけるATM (現金自動預け払い機) の相互接続の動きも注目される。このプロジェクトはAPN (Asian Payment Network) と呼ばれ、ASEAN金融統合に向けた政策の一部として設置されたASEAN Working Committee on Payment and settlement Systems (WC -PSS) との協調によって進められている。ASEANのインドネシア・マレーシア・フィリピン・シンガポール・タイ・ベトナムのほか、日本・中国・韓国・オーストラリア・ニュージーランドが参加している。APNへの参加により、例えば、日本の旅行者が他の参加国を訪問した際に現地の銀行で現地の通貨を引き出すことが出来、決済は日本の銀行で円の引き落としによって行われ

る。決済にはドルを介さないことになっており、その点でクレジットカードによるキャッシングと異なっている。

これ以外の動きとしては、クロスボーダー債券取引のための決済システムの構築に関し、アジア債券市場育成イニシアティブ (ABMI) のクロスボーダー決済インフラ・フォーラムにおいて議論がなされている (注30)。すでに、CSD -RTGSリンク (各国のCSDと中央銀行の資金決済システム (RTGS) を相互に接続するモデル) が域内決済インフラの有力モデルであるとする報告書が発表されている。この試みにおいても、クロスボーダーの資金決済 (各国通貨間の直接決済) をいかに可能とするかが課題となっている。

日本としては、以上のような多様な動きを着実にフォローし、戦略的に行動していく必要がある。

## ③東京市場の国際金融センター化構想との関連

2013年12月、金融・資本市場活性化有識者会合より「金融・資本市場活性化に向けての提言」が発表された。この中で、日本の成長戦略における金融関連政策の4つの柱の一つにアジアとの関係強化が掲げられ (注31)、具体的な施策として上記のAPNへの参加や域内クロスボーダー債券決済インフラの構築が重視されている。東京市場の国際金融セン

ター化に関しては、「東京市場におけるアジア各国の通貨の調達環境のさらなる充実を図るとともに、アジア地域全体の市場機能を強化する中で、東京市場におけるクロスボーダーでの債券発行・取引、クロスカレンシー取引の円滑化を図ることが重要である」との記述がある。

同会合による2014年6月12日付提言では、さらに具体的な対策として、「グローバルな通貨・債券等の取引・決済を行うためのインフラの整備・活用」（主に前述のクロスボーダー取引の支援を念頭に置いた決済インフラの整備）、「国内決済や企業間決済の高度化」（それらに呼応する形での国内の決済システムの高度化）があげられている（注32）。このように、一連の提言では、東京市場において円以外の通貨の取引が相対的に少ない状況に鑑み、多様な通貨による債券や為替の取引を活発化させるために資金・証券決済システムの整備を推進することなどが目標とされている。

本項でみたように、人民元の国際化の進展は、多様な形でアジアの域内金融統合に刺激を与えている。東京市場の国際金融センター化を目指すためには、これらの動きを的確に把握し、戦略を構築することが求められよう。その一環として、人民元オフショア・センターとしての整備を図ることも重要と考えられる。

- (注9) ロンドン市は、2012年4月に「ロンドン人民元ビジネス・センター構想」を発表し、ロンドンを人民元ビジネスの「西洋におけるハブ」にする戦略的な構想を明らかにしている。
- (注10) 関根 [2015b] を参照した。
- (注11) これらは基本的には、外貨建てで可能であった取引が人民元建てでも可能になったということである。審査・認可などの手続きは従来通り行われる（露口 [2013]、37ページ）。
- (注12) 三菱東京UFJ銀行 [2015] を参照した。
- (注13) アジアインフラ投資銀行については、関根 [2015a] を参照した。
- (注14) 関根 [2014a]、関根 [2014b] を参照した。
- (注15) 佐野 [2014] は、上海市政府が自由貿易試験区の設置を中央政府に働きかけた理由として、上海市の中国経済における相対的な地位の低下があることを指摘している。
- (注16) 詳細は、村松 [2014] を参照。
- (注17) 露口 [2013]、37ページによる。この合意では、参加銀行がクリアリング銀行との間で為替ポジションの調整を行えるのは、クロスボーダー貿易の人民元建て決済により生じたポジションに限るとされた。すなわち、貿易決済により生じたポジション調整はCNYレートで行われ、投機取引により生じたポジション調整は（香港市場で）CNHレートで行われる。さらに、同年12月には、貿易決済は貨物の受け渡しから3カ月以内に行われるものに限定された。ただし、以上は為替売買取引に関する話であり、CNHをクリアリング銀行経由で中国本土に送金することは可能である。なお、以上の規制は、HKMAが香港にとって外貨にあたる人民元について他の外貨と異なる規制監督をしている点で、非常にユニークな現象であるといえる。
- (注18) 2011年以降、日本企業による香港での点心債発行が、リース会社、銀行グループ、商社などによって行われた。
- (注19) 規制緩和を受けて新たに発行された債券には、額面は人民元建てであるが取引はドル建てで行う債券も含まれる。
- (注20) 2014年の発行額は、GlobalCapital社の記事による。
- (注21) CEICデータベースおよびGlobalCapital社のデータによる。
- (注22) 村瀬 [2011]、村瀬 [2012] によると、中国の通貨政策は「主体性の確保、管理可能性、漸進性」の3原則の下で行われている。一方で国内人民元市場の管理・規制の必要性、他方で人民元の国際化の必要性がある中で、オフショア市場の構築は妥協の産物である。中国の資本取引が欧米諸国と同程度に自由化されれば、オフショア市場は存在意義を失う。
- 中国は人民元を基軸通貨にすることを意識しつつ、2020年を目途に「管理された完全な交換可能通貨」を目指している。平時には為替取引は自由であるが、実需取引と投機的取引の区分が監視され、後者は規制される。交換可能性はすべての市場取引に関してではなく、通貨当局が正常とみなす取引に関してのみ成立

することになる。

中国は、国内では人民銀行の情報管理システム、海外では中資系の人民元決済・清算銀行を通じて、全世界の人民元取引を監視・管理しようとしている。村瀬 [2011] も、完全な自由化の下でそのような体制が実効性を保てるか疑問であるとしている。管理された国際通貨（交換可能通貨）を作り出そうとする中国の試みは、「国際通貨は自由に取引されるものであるという国際金融界の常識を覆す大実験」であるといえる。

(注23) これとともに、投機目的に利用されやすいCNYのNDF取引が減少し、実需を中心にCNHの為替先物取引にシフトする現象も生じている。

(注24) 以下は、栗原 [2012] を参考とした。

(注25) 2010年7月以降、銀行間での人民元の売買は規制上は可能となったが、事実上、行われていなかった（露口 [2013]、50ページ）。

(注26) 関根 [2015b] による。

(注27) 2014年12月30日付日本経済新聞「人民元建て債、日本で」による。

(注28) 以下の内容は、露口 [2014] による。

(注29) 香港ドル・米ドル・ユーロの決済システムは、CHATS (Clearing House Automated Transfer System)、USD-CHATS、Euro-CHATSと呼ばれる。

(注30) 清水 [2014]、96ページ。

(注31) 4つの柱とは、①豊富な家計資金や公的年金等が成長マネーに向かう循環の確立、②アジアの潜在力の発揮、地域としての市場機能の向上、我が国との一体的な成長、③企業の競争力の強化、起業の促進、④人材育成、ビジネス環境の整備等。

(注32) 日本経済研究センター・大和総研・みずほ総合研究所 [2014] においても、同様の提言が行われている。「アジアと一体となった成長の促進」に含まれる4項目のうち、2項目がそれに該当する。第1に、「東京市場の多通貨化に向けた検討」として、①ドル・ユーロ・人民元建て証券決済の仕組み構築（外貨建て証券全般にシステムの構築が望まれるが、より多くのニーズが想定される通貨から検討を開始）、②人民元クリアリング・バンク設置等（多くのアジア通貨建て取引につき検討を開始）、③海外のリテール決済システムとの連携、があげられている。第2に、「円の国際化を視野に入れた国債のグローバル化」として、①海外投資家の保有促進、担保としての活用促進、②決済インフラの改善等に向けた取り組み（決済期間のT+1化、クロスボーダー担保スキームの拡充）、があげられている。

## 4. 資本取引の自由化の進展状況

### (1) 資本取引の自由化の現状

近年、人民元建ての資本取引に関する規制緩和が急速に進んでいることについては前節で見たが、本節では、資本取引の完全自由化に向けた全体的な動きについてみる。前述の通り、一般的に、資本取引の自由化の前提条件として、健全なマクロ政策運営（為替政策や金融政策における市場機能の重視、これらの政策の実施に関連する外国為替市場、短期金融市場、国債市場の整備、金利の自由化など）ならびに国内金融システム整備（規制監督の強化を含む）が満たされなければならないといわれる。

中国は1996年12月にIMF 8条国となり、經常取引に関する交換性（convertibility）を実現したが、資本取引については多くの規制が残されている。直接投資は比較的早期に自由化されたが、それ以外の資本取引に関する自由化は限定的にしか行われてこなかった。

第1に、人民元建ての資本取引は近年まで認められなかった。非居住者による国内株式・債券市場への人民元建て投資やこれらの市場での資金調達も許されず、外貨建てB株への投資が認められるのみであった。2002年12月にQFII（適格海外機関投資家）制度が導入され、人民元建てA株への投資が限定的に認め

られたが、これは外貨を人民元に交換して行う取引である。

第2に、居住者による海外での株式・債券発行や非居住者からの借り入れなどの資本流入に対する規制は比較的緩やかであるが、居住者による対外証券投資や非居住者に対する貸し出しなどの資本流出に対する規制は厳しい。人民元により外貨を購入し、これらの取引を行うことは認められなかった。ようやくこれを限定的に認めたのが、2006年4月に導入されたQDII（適格国内機関投資家）制度である。

このように、中国の資本取引規制は資本流入よりも資本流出に対して厳しく、また、非居住者による人民元の購入や居住者による人民元の売却を伴う資本取引は認められなかった。これらの規制は、資本収支の悪化の防止や、非居住者および居住者による人民元の売却に伴う為替レートの下落の防止を意図したものであった。

流入促進・流出抑制の方針は2005年の管理変動相場制への移行（後述）に伴って流出入の均衡管理に改められ、さらに2007年には流入抑制・流出促進に切り替えられた（注33）。

2012年2月、中国人民銀行調査統計局は「わが国が資本自由化を加速する条件はほぼ整った」と題する報告書を公表し、自由化の順序と日程を示した。その概略は以下の通りである。①短期的（1～3年）：直接投資を大幅に緩和し、中国企業の海外投資戦略を奨励す

る。②中期的（3～5年）：貿易関連融資を緩和し、人民元の国際化を推進する。③長期的（5～10年）：資本流入に続き流出を自由化し、不動産・証券市場を段階的に開放する。金融市場を強化し、市場の管理方法を数量型管理から価格型管理に移行する。④投機性が強い短期の対外債務は、長期にわたり開放すべきではない。

現在、資本取引の相当部分は自由化されたが、依然、いくつかの分野に厳格な規制が残っている（注34）。第1に、原則として個人は直接海外に投資出来ない。QDIIを利用すれば可能であるが、年間の外貨購入額は5万ドルに制限されている。第2に、国内金融機関や一般企業による対外借り入れは厳しく規制されている。第3に、国内株式市場に対する海外からの投資も規制されており、B株への投資は自由であるがA株へはQFII等を利用する必要がある。第4に、非居住者による中国の不動産への投資は多様な規制を受ける。このように、残された規制は、主に短期資本フローに関するものである。

## (2) 為替金融政策

### ① 為替政策

資本取引の自由化を行う場合には、為替レートや金利が市場の需給を反映して変動することが望ましい。それらが資本取引の収益率の構成要素であり、その動きが資本取引の規模を調整する役割を果たすからである。資

---

本取引額が増加すれば、為替レートや金利の変動も本来大きくなるはずである。

また、固定相場制を採用している場合、資本取引の自由化により金融政策の独立性が失われる。これは、自由化により資金運用に裁定が働き、各国の運用収益率が等しくなる方向に動くためである。その結果、資金運用の収益率を決定する為替レートと国内金利を両方とも自由に動かすことは出来なくなる。固定相場制の下では、金融政策（金利政策）は固定された為替レートを維持するために用いられ、国内景気対策として用いることは出来ない。

人民元の為替レートは、94年初めに公定レート（93年末1ドル＝5.8元）を市場レート（93年末1ドル＝8.7元）に合わせる形で統一され、95年半ば以降、1ドル＝約8.3元に固定された状況が続いた。2005年7月21日、人民銀行は対ドルレートを1ドル＝約8.28元から約2.1%切り上げ、1ドル＝8.11元とした。為替制度は、「通貨バスケットを参考に調整した管理フロート制」となった。

人民元の対ドルレート変動幅は、従来通り、人民銀行が発表した中間レートの上下0.3%以内とされた。中間レートは、従来は「前営業日の取引価格の加重平均に基づく基準レート」であったが、「前営業日の取引終了後に決まる終値」に変更された。また、その他の通貨に対する変動幅は従来の上下1.0%から1.5%に拡大され、9月23日には3.0%に拡大

された。

2006年1月には、上海外国為替取引センターを経由しない銀行間為替取引が認められると同時に、マーケット・メーカー制度が導入され、外国銀行を含む14行が選定された。取引価格の基準値は、取引センターがマーケット・メーカーに問い合わせた上で、加重平均して決めることになった。

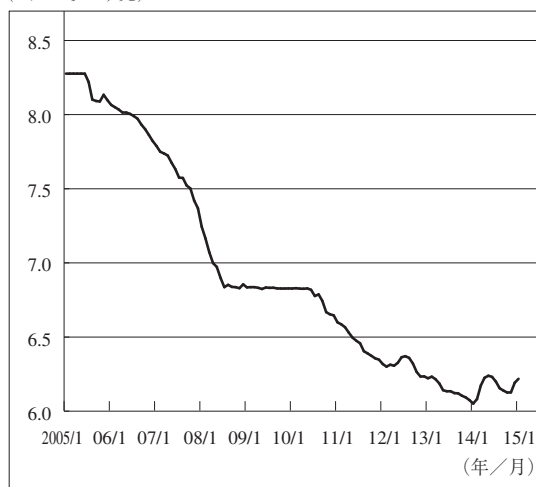
さらに、2007年5月21日より、対ドルレートの日中変動幅が上下0.3%から0.5%に拡大された。ただし、世界金融危機の発生もあり、2008年7月から2010年6月まで人民元は1ドル＝約6.83元に再び固定された。その後は変動が再開し、2012年4月16日に日中変動幅は上下1.0%に拡大され、さらに2014年3月17日には上下2.0%に拡大された。一方、その他の通貨に対する変動幅は、上下3.0%に維持されている。

一時的な固定レートの時期を除けば、2005年7月の切り上げ以降、人民元は増値し続けてきた（図表20、図表21）。しかし、2014年2月から6月にかけては減価局面が続き、一方向の相場観が支配する時代は終了した。最近も、経済成長の減速を受けて資本が流出し、人民元の下落圧力が強まったことが報道されている。

日中変動幅の拡大もあって為替レートの変動性は増しているが、中国人民銀行は市場の力をより働かせるために為替レート形成メカニズムの改革を継続している。資本取引の自

図表20 人民元の対ドル名目レートの推移

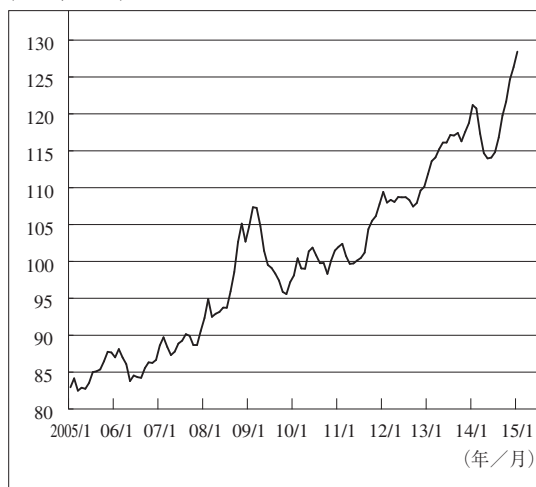
(1ドルあたり元)



(資料) Datastream

図表21 人民元の実質実効為替レートの推移

(2010年 = 100)



(資料) BIS

由化が進み、金融政策の独立性を維持することが難しくなることを想定すれば、市場介入を減らして為替レートの変動性を増し、ショック・アブソーバーとしての機能を高めることが重要である(注35)。市場の力を尊重するためには、日中変動幅を一層拡大することや中間レートに市場実勢を正確に反映させることが求められる。同時に、金融機関や企業の為替リスクが高まるため、リスク管理体制の強化やリスク・ヘッジ手段の多様化が必要となる。

村瀬 [2013] では、自由に変動するCNH相場が国内市場の日中変動幅の範囲外に出た場合に、国内市場の取引が極端に細ることが指摘されている。これは、オフショア市場に国内市場の変革を促す力があることを示す現象と考えられる。一方、国内市場は規制が強く、海外からの参入が難しいことも指摘されており、対外開放には時間がかかることになろう。

## ②金融政策

一般的に、資本取引を自由化すれば海外からの資本流入・流出が国内のマネーサプライに影響を与え、そのコントロールが複雑になることから、きめ細かな対応が可能な金融政策手段を採用することが必要となる。直接的な手段 ①預金・貸出金利規制、②政策金融を伴う信用規制、③銀行に対し多くの準備金や流動資産を要求する規制、④中央銀行貸し出

---

し、など) から、公開市場操作による間接的手段に政策の重点を移すことが望ましい。

資本取引の増加により、信用量や金利に対する規制の有効性は低下する。一方、金融市場の機能の向上が期待されるため、金融市場の金利や流動性に影響を与える間接的手段の有効性は高まる可能性がある。間接的手段の効果を増すために、短期金融市場や国債市場の整備を進めることも必要である。

中国では、1990年代に銀行間コール市場や銀行間債券市場が作られ、これらの市場の金利が自由化された。政策手段としては、①人民銀行貸し出しおよび超過準備のファシリティ、②手形発行による公開市場操作、③預金準備率の変更、④貸出・預金基準金利の変更、⑤窓口指導、がある。為替レートの安定と金利政策の実施を両立させることに限界があったため、窓口指導が併用されてきたともいえる。

短期金融市場や債券市場の整備が不十分な中、市場の基準金利は形成されにくかったが、2007年1月に上海銀行間コール取引金利(SHIBOR: Shanghai Interbank Offered Rate)が導入された。これは、毎日、全国銀行間コール取引センターが公表するものであり、16の銀行が提示するレートの平均値が取られている。

こうした努力もあり、間接的手段の有効性は改善してきた。しかし、預金準備率の変更や窓口指導などの直接的手段が果たす役割は

依然として大きい。政策手段として預金準備率の変更に依存することは、法定準備に対して付される利率の低さから銀行の負担を高める。また、金融政策の効果波及経路(トランスミッション・メカニズム)に関する問題として、国有商業銀行が中国人民銀行に超過準備を置いているために銀行間金利の変化に対する感応度が鈍いこと、短期金融市場が銀行間コール市場、銀行間債券市場、債券レポ市場などに分断されていること、貸出・預金金利の機能が十分でないこと、などが指摘されてきた。

2012年9月に公表された「金融業発展・改革の第12次5カ年計画」では、金利の市場化(自由化)に関し、「金融市場の基準金利の体系構築を推進し、SHIBORの基準金利としての役割をさらに発揮させ、金利が市場化された商品への適用を拡大させる」としている。そのために、「基準金利に対する上限・下限規制の緩和、市場での基準金利の形成、中央銀行の市場オペレーションの効果の波及」を着実に進展させるとする。

社会融資規模において人民元貸付の占める割合が低下し、委託貸付・信託貸付・銀行引受手形などのいわゆるシャドー・バンキングの割合が上昇していることから、預金準備率の変更や窓口指導の有効性は低下していると考えられる(図表22)(注36)。したがって、金利を主な政策手段とすること、そのために政策金利(オーバーナイトまたは7日間の銀

図表22 社会融資規模の総額と構成比

(億元、%)

	総額	構成比						
		人民元貸付	外貨貸付	委託貸付	信託貸付	銀行引受手形	社債	株式発行
2002年	20,112	91.9	3.6	0.9	—	▲ 3.5	1.8	3.1
2004年	28,629	79.2	4.8	10.9	—	▲ 1.0	1.6	2.4
2006年	42,696	73.8	3.4	6.3	1.9	3.5	5.4	3.6
2008年	69,802	70.3	2.8	6.1	4.5	1.5	7.9	4.8
2010年	140,191	56.7	3.5	6.2	2.8	16.7	7.9	4.1
2012年	157,631	52.0	4.9	8.1	8.1	6.7	14.3	1.6
2014年	105,592	54.3	4.4	12.8	4.4	7.5	12.3	1.9

(注) 2014年は1～6月。  
(資料) 中国人民銀行

行間レポ金利)を確立することが急務である。当面は、短期の銀行間金利のボラティリティを低下させる努力が求められる(注37)。

### ③金利の自由化

貸出・預金金利の自由化は、金融政策の有効性を高めるために極めて重要である。銀行間金利や債券市場金利の自由化は1990年代後半から実施されてきたが、貸出・預金金利の自由化は極めて慎重に進められている。

従来、貸出金利は金融機関の種類や借り入れ企業の規模に応じて基準金利に上下一定比率の幅が設定され、預金金利は預金者や期間による区分に基づいて決定されてきた。このような規制は、銀行の利ざや確保が大きな目的であった。しかし、貸出金利の変動幅が狭すぎたため、中小企業向けなどリスクの高い融資に対応することが出来ず、非公式金融の拡大を招いていた。

貸出金利の変動幅の上限は2004年10月に撤

廃されたが、下限は基準金利の0.9倍に長く据え置かれた後、2012年6月に0.8倍、同年7月に0.7倍に引き下げられ、2013年7月によりやく撤廃された。これにより、人民元貸出金利の自由化が完了した(ただし住宅ローンは除く)。同年10月、中国人民銀行は最優遇貸出金利(LPR: Loan Prime Rate)の公表を開始した(毎日更新)。

一方、預金金利の自由化は完了していない。変動幅の下限は2004年10月に貸出金利の上限とともに撤廃されたが、上限は基準金利の1.0倍に据え置かれた後、2012年6月に1.1倍、2014年11月に1.2倍、2015年3月に1.3倍に引き上げられた。2015年3月12日、中国人民銀行総裁は、年内に預金金利の上限を撤廃して完全に自由化する意向を示した(注38)。

預金金利が規制されていることが、理財商品の隆盛につながっている。また、資本取引の自由化が行われた場合には、個人資金が高利回り運用を求めて海外に流出する可能性が



ある。

預金金利自由化の前提条件についてみると、第1に、自由化すれば銀行間の競争が激しくなり、預金金利と貸出金利のスプレッドが縮小すると考えられることから、銀行には効率性の改善による競争力の強化が求められる。また、金利リスクや信用リスクの管理能力を高めることも重要となる。第2に、銀行破綻が発生する可能性が高まるため、預金保険制度の導入が不可欠となる。ただし、破綻の可能性が異なる大銀行と中小銀行の間で保険料に格差を設けるべきか、などの点で利害が対立することも予想され、今後の進捗が注目される（注39）。

### (3) 金融システム整備

#### ① 銀行部門

前出の「金融業発展・改革の第12次5カ年計画」では、銀行部門整備の課題として、国有銀行を中心とする大規模銀行のコーポレート・ガバナンスの整備、政府の合理的な持ち分比率の検討、有効な人材選抜メカニズムの構築、政策性銀行（国家開発銀行、中国輸出入銀行など）の商業化に向けた改革やガバナンスの枠組み整備、などの必要性が強調されている（注40）。

IMFは、近年の銀行信用の急速な拡大が不良債権の増加につながりつつあること、特に世界金融危機後の地方政府レベルの景気刺激策に深くかかわり、地方の不動産開発業者な

どに融資を行った小規模銀行においてその傾向が強いこと、を指摘している（注41）。銀行がシャドー・バンキングの拡大にかかわっていること、一部の銀行において流動性リスクが高まっていること、なども指摘されている。これらに伴い、市場では銀行部門の健全性に対する懸念が生じている。

シャドー・バンキングは、世界金融危機後の景気刺激策にかかわったセクター（不動産業、地方政府のインフラ・プロジェクト、国有企業など）の重要な資金調達源として拡大してきた。銀行に対する自己資本比率規制や預貸比率規制などが融資拡大の制約要因となり、これらの規制を回避する（regulatory arbitrage）ための手段としてシャドー・バンキングが用いられた。

シャドー・バンキングに対する規制は甘かったため、これに含まれる融資の透明性は低い。多くの場合、国有企業や地方融資プラットフォームが借り手となっており、表面的なリスクは高くない。また、投資商品は銀行が設定・販売しているため、収益率に関する暗黙の保証があるはずであるという認識をもたらしめている。預金金利の上限を大幅に上回る収益率も手伝い、投資家は投資商品に内包された信用リスクを考慮していない場合が多いと考えられる。

これらの問題に対する解決策を示すことが、喫緊の課題となっている。すでに多様な規制が実施されているが、シャドー・バンキ

ングが拡大する中、より包括的で首尾一貫した規制が求められている。現在進められている金利の自由化、規制監督の強化、市場ベースの政策手段を用いた信用調節へのシフトなどの多様な金融改革が、シャドー・バンキングのインセンティブを引き下げることが期待される。

このように、中国の銀行部門においては、コーポレート・ガバナンスを改善するとともにリスク管理能力を向上させ、信用リスクの正確な認識に基づいて融資を行うことが最も重要な課題であると考えられる。

## ②債券市場

債券市場は大幅に拡大したが、銀行間市場と取引所市場に分断され、流動性は前者がは

るかに上回っている(図表23)。国債の大半は、機関投資家ではなく銀行によって保有されている。銀行は債券先物取引を行うことが出来ず、流動性の改善が妨げられている。

海外投資家の投資手段は、QFIIやRQFIIに限られている。人民元の国際化の進展に伴い、海外の中央銀行などの国債保有に対する需要が高まっており、債券市場の整備は急務となっている。

一方、一般企業による社債発行が本格化したのは、2005年以降である。その後、急速な拡大がみられたため、社債市場の流動性は高い。ただし、中国では、依然として銀行部門の比重が圧倒的に大きい。今後、社債発行が銀行融資を代替する位置を占め、銀行部門の水準向上を促すようになることが望まれる。

大きな問題は、多くの投資家が社債に暗黙の政府保証が付いていると考えていることである。社債市場において初のデフォルトが発生したのは、2014年であった。投資家は、格付けの低い債券には高い信用リスクが伴うことを正しく理解する必要がある。

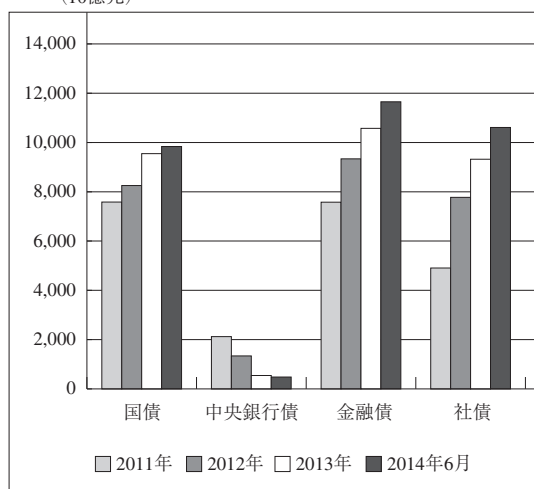
## ③株式市場 (注42)

株式市場は、急速に拡大してきた。2005年に非流通株の取引が自由化されて以来、市場時価総額は6倍に、取引額は10倍以上になった(図表24)。

株式市場は、人民元建ての金融資産を内外の投資家に提供している。ただし、海外投資

図表23 債券発行残高の推移

(10億元)



(資料) 中国人民銀行

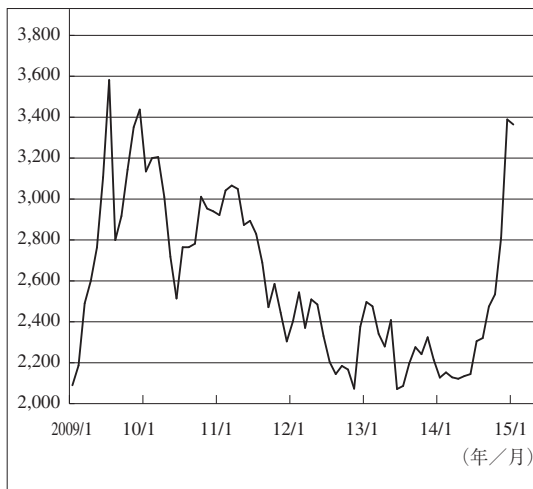
図表24 証券取引所の比較 (2013年)

(10億ドル)

証券取引所	市場時価総額	上場企業数	うち外資	年間取引額
上海	2,497	953	n.a.	3,730
深セン	1,452	1,536	n.a.	3,855
合計	3,949	2,489	n.a.	7,585
東京	4,543	3,419	11	6,318
ニューヨーク	17,950	2,371	519	13,700

(資料) World Federation of Exchanges

図表25 株価指数の推移 (上海A株)



(資料) Datastream

家の投資手段はQFII、RQFII、香港・上海相互株式投資制度に限られており、規制は依然として厳しい。また、株価の変動が激しく、上場企業のコーポレート・ガバナンスの脆弱性や会計慣行の不透明性などに対する懸念にも左右されやすい (図表25)。

これらの問題が大きく改善することが、資本取引の完全自由化の前提条件となろう。それにはかなりの時間を要するものと考えられる。

(注33) 村瀬 [2013] による。

(注34) Yu [2014] による。

(注35) IMFは、資本取引の自由化を実現する上で、為替レートの柔軟化のほかに、金融改革、国有企業改革、財政改革とのシーケンス (順序) を注意深く検討することが必要であるとしている (International Monetary Fund [2014]、14ページ)。国有企業改革は、国有企業と民間企業を同じ競争条件の下に置き、資源配分を国家ではなく市場に行わせることを目的としたものである。また、財政改革では、特に地方政府の資金調達の問題となっている。より透明なルールの下で地方政府の債券発行を認め、資金調達への監視・管理を強めることなどが試みられている。

(注36) 村瀬 [2013] による。

(注37) International Monetary Fund [2014]、12ページ。

(注38) 日本経済新聞2015年3月13日付「金利自由化総仕上げ」による。

(注39) 村瀬 [2013] による。

(注40) 銀行部門の問題点に関しては、藤田 [2014] に詳しい。

(注41) International Monetary Fund [2014]、9ページ。

(注42) Prasad [2014] による。

## 5. 今後の展望

### (1) 慎重に進められる資本取引の自由化

本稿で述べた通り、人民元の国際化が政策的に強力に推進され、着実に進展している一方、資本取引の自由化の進展は引き続き緩やかである。資本取引の自由化を加速させるためには、為替レートの柔軟性の拡大や金利の自由化を達成することが不可欠である。これらはかなり進展してきた (注43) が、そのために必要な外国為替市場、短期金融市場、国債市場などの整備は十分とはいえない。また、銀行部門、債券市場、株式市場などの整備にも、多くの課題が残されている。

中国における資本取引自由化の前提条件を

再確認すれば、以下の通りである（注44）。第1に、マクロ経済の安定である。インフレ率の安定を維持すること、資産価格バブルや過剰設備などの問題を未然に防ぐ能力を持つこと、などが求められる。第2に、為替レートの柔軟性の拡大である。市場介入の最小化により為替レートに需給を反映させ、金融政策の独立性を維持する必要がある。第3に、合理的かつ柔軟な金利構造の構築である。短期金融市場の基準金利や国債市場のベンチマークとなるイールド・カーブを確立し、金融システムのリスク管理能力の向上を支援しなければならない。第4に、金融システムにおけるレバレッジの引き下げやリスク管理能力の向上である。現在、地方政府や企業の債務が高水準に達しており、これを削減することが重要な課題となっている。第5に、所有権法制の改善などの経済システム改革である。これにより、自由な資本移動がマネー・ロンダリングや資産の海外移転などの不法行為を拡大させ、社会的緊張を高めることを防ぐ必要がある。

2012年に中国人民銀行調査統計局が公表した資本取引自由化のロードマップ（前節で述べたもの）をみると、今後5～10年間で、一部の短期的・投機的な取引を除き、資本取引はかなり自由化される可能性もある。ただし、中国は慎重に对外开放を進めることによって国内金融システムを整備し、その競争力強化を図る戦略を継続するものと考えら

れ、実際には自由化にさらに時間がかかる可能性も否定出来ない。

なお、中国では経常収支と金融収支がともに黒字となる状況が続いてきたことから、特に重要なのは資本流出規制の緩和であると考えられる。個人や企業の対外投資が自由化されることにより、投資よりも消費を重視する経済のリバランスに資することも期待される。

中国における資本取引の自由化は、一切の管理を行わないという意味ではない。取引自体は自由化されても、取引の登録や報告などの事務的な手続きによる管理（ソフト・コントロール）は残り、政府がすべての資本取引を把握するやり方に変化は生じないものとみられる。

こうしたやり方は、中国に独特のものである。世界的に資本取引規制に対する肯定的な考え方が増加しつつある中で、これがどのように評価されるかは興味深い。

一般的に、長期にわたって維持されてきた資本取引規制は、資本フローの変動に応じて短期的に導入された規制よりも有効性が高いという研究成果がある（注45）。また、規制の頻繁な変更が海外投資家の信認を阻害することにも留意が必要である。これらの点からも、資本取引規制の撤廃は慎重に進めなければならないといえる。

## (2) 着実な進展の持続が期待される人民元の国際化

次に、資本取引規制が残る中での人民元の国際化について考える。Prasad [2014] は、①通貨の国際化（国際取引における交換手段としてある通貨が用いられること）、②資本取引の自由化（国内市場を対外開放すること）、③準備通貨化（世界の主要通貨として各国の外貨準備に組み込まれること）、は分けて考える必要があるとしている。

①と③の境界線をどこに引くか、すなわち、どの段階から「世界の主要通貨」と呼べるかが実は大きな問題であるが、このように分けることが可能であるとした場合に、通貨の国際化と資本取引の自由化は、相互に必要な条件でも十分条件でもない。そのことは、中国が資本取引を完全には自由化していないにもかかわらず、人民元の国際化が急速に進んでいることをみれば明らかである。また、資本取引を自由化した場合でも、その国の通貨が国際化するとは限らない。さらに、香港のように、資本取引を自由化しているものの固定相場制（カレンシー・ボード制）を維持している例もある。

一方、世界の主要な国際通貨となるためには、資本取引の完全自由化や変動相場制の採用が前提条件となる。金融資本市場の流動性を重視する世界の機関投資家や、外貨準備運用に安全性や流動性を求める世界の中央銀行

にとっては、中国の国債市場を中心とする国内金融資本市場に自由に投資出来ることが必要であり、また、人民元の為替レートは市場の力によって自由に変動することが求められる。先進国の銀行が流動性管理に用いる通貨や、世界の多国籍企業がキャッシュ・マネジメント・プログラムに組み入れる通貨などを想定しても、同じことがいえよう。

このように考えると、中期的には人民元が主要な国際通貨となるために必要な競争力を向上させ、ドルが支配する状況を変化させる可能性もあるものの、ドルにとって代わる存在となることは、現時点では想定出来ない。

当面は、資本取引規制が残っているため、人民元の国際化はオフショア市場の拡大を中心的な手段として進められることになる。世界金融危機以降、新興国債券に対する投資需要が高まっているが、点心債の発行増加はこれに 대응することにもなる。

アジアの経済統合は着実に進んでおり、域内の最終消費地としての中国の重要性が高まっている。これに伴い、域内貿易における人民元建て決済比率は上昇していると考えられる。このこともあり、域内の為替市場における人民元取引の割合は今後も上昇することが予想される。また、域内の貿易業者が人民元を入手することによって中国への投資が拡大すれば、域内金融統合が進展することも期待される。

このように、実体経済面の動きは、人民元

の国際化の着実な進展を後押しする要因になる可能性が高い。加えて、本稿でも触れたように、中期的には、アジアインフラ投資銀行の融資が人民元建てで実施され、もう一つの推進要因となる可能性もある。中央アジアや中東などを含む広い範囲に、人民元の流通が広がっていくことも考えられる。

一方、懸念材料もある（注46）。第1に、これまでは人民元の増価期待や国内市場とオフショア・センターの金利差などが国際化を推進する役割を果たしてきた。今後、政府の戦略によって進められている国際化の進展が止まることはないが、これらの要因が縮小してきたことによってやや減速することは考えられる。一般的には、貿易取引の決済通貨は企業間の合意によって決められており、人民元建て比率の上昇が自動的に持続する保証はない。人民元の国際化の着実な進展を確保するには、政府によるコミットメントと実体経済面の裏付けが維持されることが不可欠である。

第2に、資本取引の自由化の進展が遅れれば、人民元の国際化は減速する懸念がある。民間部門の証券投資や外貨準備の運用を通じた人民元の国内還流の拡大は、投資対象となる中国の市場の規模・安定性・流動性などに依存するためである。

現在は、オフショア・センターが世界に拡大し、人民元の国際化がこれから本格的に進む段階にある。したがって、こうした懸念は

現実化していない。しかし、中期的に国際化を一段と進展させるには、通貨に対する信頼の確立が不可欠である。そのためには、中国が経済成長や貿易の拡大を持続させること、マクロ政策や国内金融システムに関する前提条件を満たすことにより資本取引の完全自由化に着実に向かうこと、政治・経済・社会改革を推進してあらゆる面で国際的な信頼を確立すること、などが重要となろう。

繰り返しになるが（注22参照）、村瀬 [2011] は、管理された国際通貨（交換可能通貨）を作り出そうとする中国の試みは「国際通貨は自由に取引されるものであるという国際金融界の常識を覆す大実験」であると述べている。同様に、資本取引規制を残しつつ通貨の国際化を進めることについてみても、その状況では二重金利や二重為替相場が完全には解消しないと考えられることから、そうした通貨を主要な国際通貨として受け入れるとすれば、これもまた「常識を覆す」結果ともなりうる。そのように考えると、中国が国内金融システムの整備を推進し、資本取引の自由化に向かうことは、国際的な観点からも重要な課題になりつつあるといえよう。

(注43) 今後の為替レートの柔軟性の拡大に関しては、経済のリバランスにより輸出の重要性が相対的に低下すること、人民元建ての貿易決済の増加により為替リスクが減少することなどが促進材料となる可能性がある。

(注44) Yu [2014]、16ページ参照。

(注45) Eichengreen and Kawai [2014]、11ページ参照。

(注46) Yu [2014] 参照。

#### 参考文献

1. 荒巻健二 [2013]「中国の資本取引自由化-1980年代以降の緩和プロセスとその特徴-」（資本市場研究会編『中国資本市場の現状と課題(日中資本市場協力研究会レポート)』所収)
2. 金融・資本市場活性化有識者会合 [2013]「金融・資本市場活性化に向けての提言」、12月13日
3. 金融・資本市場活性化有識者会合 [2014]「金融・資本市場活性化に向けて重点的に取り組むべき事項(提言)」、6月12日
4. 栗原毅 [2012]「日中金融協力の背景と現状」(日本金融学会2012年度秋季大会国際金融パネル説明資料、9月15日)
5. 佐野淳也 [2014]「上海自由貿易試験区の成果と課題」(日本総合研究所調査部『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.14 No.54)
6. 嶋野圭介 [2012]「進展する人民元の国際化」(外国為替貿易研究会『国際金融』3月1日号)
7. 清水聡 [2003]「資本取引の自由化に向かう中国の課題」(日本総合研究所調査部環太平洋戦略研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.3 No.9)
8. 清水聡 [2004]「中国の為替制度変更と資本取引自由化の展望」(日本総合研究所調査部環太平洋戦略研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.4 No.15)
9. 清水聡 [2005]「東アジアの為替政策協調」(日本総合研究所調査部環太平洋戦略研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.5 No.17)
10. 清水聡 [2007]「拡大する中国の対外不均衡とその改善策-為替政策、金融政策の観点から-」(日本総合研究所調査部環太平洋戦略研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.7 No.27)
11. 清水聡 [2011]「なぜアジア債券市場を整備しなければならないのか」(日本総合研究所調査部『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.11 No.43)
12. 清水聡 [2012]「アジア金融統合の現在-金融の安定化と域内内需の促進-」(日本総合研究所調査部『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.12 No.47)
13. 清水聡 [2014]「経済共同体の設立とASEAN諸国の金融資本市場」(日本総合研究所調査部『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.14 No.55)
14. 関根栄一 [2011]「人民元建て貿易決済により活性化する香港人民元オフショア市場」(野村資本市場研究所『季刊中国資本市場研究』、Spring)
15. 関根栄一 [2013a]「2015年までの中国の金融分野の改革プログラムの公表」(野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』、Winter)
16. 関根栄一 [2013b]「中国資本市場と対外開放戦略-日中協力の視点から-」(資本市場研究会編『中国資本市場の現状と課題(日中資本市場協力研究会レポート)』所収)
17. 関根栄一 [2014a]「中国(上海)自由貿易試験区」始動の金融面のインパクト」(野村資本市場研究所『季刊中国資本市場研究』、Winter)
18. 関根栄一 [2014b]「上海の自由貿易試験区と金融サービスのテストの行方」(資本市場研究会『月刊資本市場』6月号)
19. 関根栄一 [2015a]「中国政府によるアジアインフラ投資銀行設立の狙いと今後の展望」(野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』、Winter)
20. 関根栄一 [2015b]「日中首脳会談の実現と日中金融協力の課題」(野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』、Winter)
21. 張明 [2011]「人民元の国際化:オンショア・オフショアの双方の視点から」(野村資本市場研究所『季刊中国資本市場研究』、Autumn)
22. 露口洋介 [2012]「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』3月1日号)
23. 露口洋介 [2013]「人民元の国際化と円・人民元直接交換取引」(日本貿易振興機構『中国経済』8月号)
24. 露口洋介 [2014]「ATM接続とアジアの通貨戦略」(外国為替貿易研究会『国際金融』5月1日号)
25. 中島真志・宿輪純一 [2008]『証券決済システムのすべて第2版』(東洋経済新報社)
26. 日本経済研究センター・大和総研・みずほ総合研究所 [2014]「東京金融シティ構想の実現に向けて-金融資本市場の活性化を成長戦略の柱に-」、5月16日
27. 根本忠宣 [2003]『基軸通貨の経済学』(学文社)
28. 巴曙松 [2012]「人民元の国際化:プロセス、挑戦と道のり」(野村資本市場研究所『季刊中国資本市場研究』、Summer)
29. 藤田哲雄 [2014]「中国の金融改革の進展と課題」(日本総合研究所調査部『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.14 No.55)
30. 三菱東京UFJ銀行 [2015]「人民元国際化の進捗状況について」(BTMU (China) 経済週報、2月28日)
31. 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~」(国際通貨研究所「国際経済金融論考」、6月17日)
32. 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」(外国為替貿易研究会『国際金融』2月1日号)
33. 村瀬哲司 [2013]「人民元国際化の鍵となる資本自由化と金融改革」(国際通貨研究所「国際経済金融論考」、4月24日)
34. 村松健 [2014]「『人民元建て債券市場』の成立~足元の動向とパンダ債を中心に~」(みずほ銀行証券部調査チーム、11月5日)
35. 余永定 [2012]「人民元の国際化か資本自由化か」(野村資本市場研究所『季刊中国資本市場研究』、Spring)
36. Asian Development Bank [2014]“Renminbi Internationalization: Progress and Challenges Ahead,” in *Asia Bond Monitor*, Sep.
37. Ehlers, Torsten and Frank Packer [2013]“FX and derivatives markets in emerging economies and the internationalization of their currencies,” *BIS Quarterly Review*, Dec.

38. Eichengreen, Barry and Masahiro Kawai [2014] "Issues for Renminbi Internationalization: An Overview," ADBI Working Paper Series No.454, Jan.
39. Genberg, Hans [2011] "Currency internationalisation: analytical and policy issues," BIS Papers No.61, Dec.
40. HSBC [2014] "The A to Z of the RMB—What you need to know about China's currency."
41. International Monetary Fund [2014] *People's Republic of China: Staff Report for the 2014 Article IV Consultation* (IMF Country Report No.14/235)
42. Ishii, Shogo and Karl Habermeier ed. [2002] "Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability," IMF Occasional Paper No.211.
43. Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi and Dennis B. S. Reinhardt [2010]. "Capital Inflows: The Role of Controls," IMF Staff Position Note, SPN/10/04, Feb.
44. Prasad, Eswar [2014] "Global Implications of the Renminbi's Ascendance," ADBI Working Paper Series No.469, Mar.
45. Rey, Helene [2013] "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence," in *Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy*, proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole symposium.
46. Rhee, Changyong and Lea Sumulong [2014] "Regional Settlement Infrastructure and Currency Internationalization: The Case of Asia and the Renminbi," ADBI Working Paper Series No.457, Feb.
47. Subacchi, Paola [2013] "Expanding Beyond Borders: The Yen and the Yuan," ADBI Working Paper Series No.450, Dec.
48. SWIFT [2012] "RMB internationalisation: Perspectives on the future of RMB clearing," White paper .
49. Yu, Yongding [2014] "How Far Can Renminbi Internationalization Go?" ADBI Working Paper Series No.461, Feb.