

中国の人民元国際化戦略とデジタル人民元との関係・展望

関根 栄一*1

要 約

中国の人民元国際化は、2008年9月のグローバル金融危機を機に、翌2009年7月から人民元建て貿易決済の導入という形で始動し、2015年の国際通貨基金（IMF）の特別引出権（SDR）構成通貨採用決定に向け戦略的に進められた。この間、人民元クリアリング銀行の設置、人民元建て通貨スワップ協定の締結、人民元建て適格外国機関投資家（RQFII）の運用枠の配分、越境証券投資に関する香港との相互取引制度（コネクト）といった中国独自のやり方においても、人民元の国際化が進められた。2015年8月の為替改革後、一時、中国は資本流出に見舞われたが、人民元国際化の方針そのものに変更はなく、越境証券取引の制度改善も進められている。デジタル人民元については国内のリテール向けがメインである一方、国際決済に向けた共同研究も進められている。今後の国際通貨制度において、中国としてはIMF等や地域金融協力の枠組みの中で人民元の存在感を高める戦略であるが、人民元の国際化を更に進めていくためには、資本移動の規制緩和を含めた国際金融のトリレンマを解決していく必要がある。

キーワード：人民元国際化、特別引出権、人民元国際決済システム、デジタル人民元
JEL Classification：F3, G1, N2

I. はじめに

中国政府が人民元について「国際化」という名称を公式文書で用いたのは、2014年12月に開催された中央経済工作会議¹⁾の発表文書においてであり、「人民元国際化を着実に推進する」と明記された。「人民元国際化」という表現は、2008年9月のグローバル金融危機発生後に進められた人民元建て決済の促進による「貿易の利便性向上」という表現から一歩踏み込んだも

のである。すなわち、人民元による国際決済を広く進め、自国通貨の国際的地位を高める戦略に転換したものとして、当時、市場関係者から受け止められた。

また、人民元国際化の推進の背景には、国際通貨基金（IMF）の特別引出権（Special Drawing Rights, 略称 SDR）構成通貨として人民元が採用されることを実現させるという目標もあった。

*1 野村資本市場研究所、北京首席代表

1) 中国共産党中央と国務院が翌年の経済政策運営の基本方針を決定する重要会議。2014年は12月9日～11日に開催。

前述のグローバル金融危機に対して、中国人民銀行（中央銀行）の周小川総裁（当時）は、2009年3月23日付で発表した「国際通貨体制に関する考察」と題した論文において、米ドルを念頭に、特定の通貨が準備通貨（基軸通貨）を兼ねる国際通貨体制の限界を指摘した。同時に、主権国家の枠を超えた準備通貨、いわゆる「スーパー・ソブリン（Super Sovereign）準備通貨」の創出を提案し、IMFのSDRを準備通貨として活用すべきであると提案していた。

人民元国際化の推進は、2015年11月に人民元がSDRの構成通貨に採用されることが決定した後も、鍵となる資本取引の規制緩和のスピード面での調整はあるものの、第14次5ヵ年計画（2021～2025年）においても継承されている。2020年には、中国人民銀行から中央銀行デジタル通貨（Central Bank Digital Currency, 略称CBDC）の発行計画の表明があり、同年秋

以降、地域を限定したデジタル人民元（e-CNY）の発行・流通実験が行われている。その後は、香港市場を相手先としたデジタル人民元のクロスボーダー決済の実験や、国際決済銀行（BIS）やアジア・中東の金融当局とのCBDCの国際取引に向けた共同研究も始まり、人民元国際化を進める流れの中でも、デジタル人民元の存在が国際金融界から注目されている。

本稿では、21世紀に入ってから人民元国際化の歩みを、いくつかの時代区分に沿って見ていく。特にSDRの構成通貨採用をにらんだ資本移動の規制緩和とその後の国際化に向けた動きに焦点を当てる。また、デジタル人民元の導入と実証実験動向、及び国際取引に向けた動きを取り上げる。最後に、中国政府が、人民元国際化を短期的にはどのように進め、中長期的には今後の国際通貨体制の中でどう位置づけようとしているのかを見る。

II. 人民元国際化のこれまでの歩み

人民元国際化は、2001年12月の中国の世界貿易機関（WTO）加盟、2008年9月のグローバル金融危機、2015年の人民元のSDR構成通貨採用というイベントの前後で、時代区分をしてその進捗状況を見ることができる。また、中国人民銀行は、人民元のSDR構成通貨採用決定を控えた2015年6月11日に「人民元国際化白書（2015年）」を初めて公表し²⁾、以降、2022年まで、毎年、同白書を公表している。人民元国際化は、中国が国際金融においてトリレンマ（自由な資本移動、固定相場制、金融政策の独立性）を抱える中で、金融政策の独立性と為替相場の安定を優先しつつ、国内の金融・資本市場を整備しながら、段階的に自国通貨の

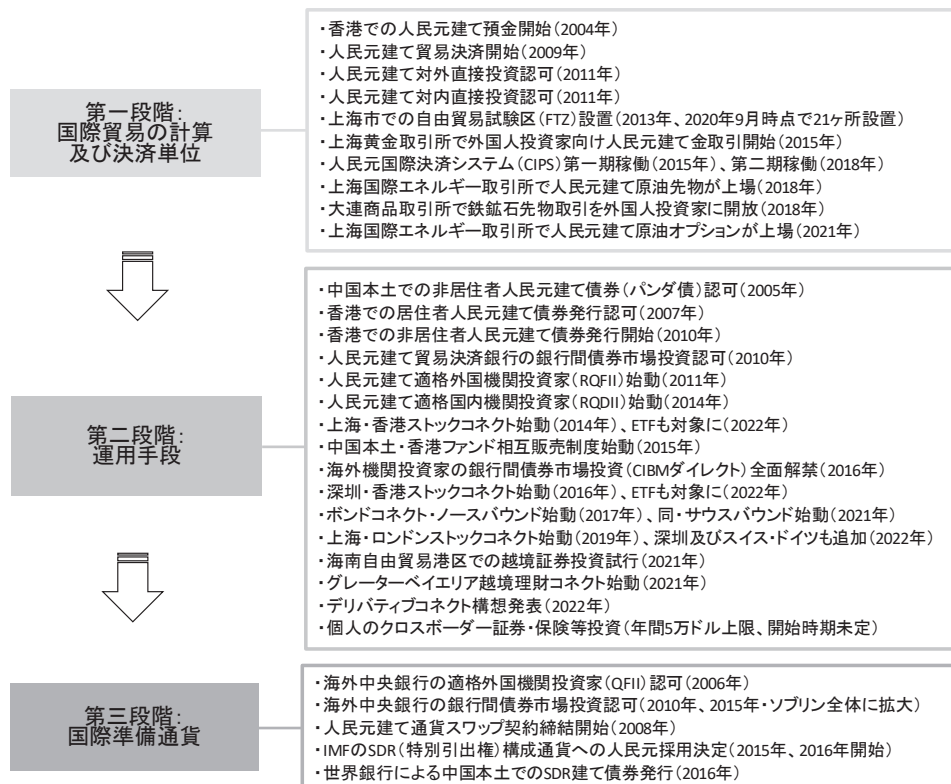
自由交換性の実現と資本取引の規制緩和を進めるプロセスでもある。この人民元の国際化のプロセスを、香港貿易発展局の定義に従い、第一段階の国際貿易の計算及び決済単位、第二段階の運用手段、第三段階の国際準備通貨に分けると、図1のような全体像となる。前述の白書も踏まえた、各時代区分による人民元国際化の段階的進展状況は、以下の通り整理できよう。

II-1. 2001年12月の世界貿易機関（WTO）加盟後の越境証券取引の規制緩和

人民元国際化の最初のステップとして、2001年12月の中国のWTO加盟を機に、金融分野で以下のような資本取引の規制緩和が行われた。

2) 『2015年人民币国际化报告』〈<http://www.pbc.gov.cn/huobizhengceersi/214481/3871621/2879200/index.html>〉

図1 通貨の国際化に向けた三段階（機能面）と人民元国際化の進展（2022年7月）



（出所） 香港金融管理局，中国人民銀行，各種資料より野村資本市場研究所作成

規制緩和の一つ目が、2002年11月に創設された海外機関投資家による中国本土市場の人民元建て証券への投資を可能にする適格外国機関投資家（Qualified Foreign Institutional Investors, 略称 QFII）制度である。QFII 制度の下では、中国証券監督管理委員会（証監会）から認可を受けた海外の運用会社、保険会社、証券会社、商業銀行、年金基金などの機関投資家が、国家外為管理局から認められた運用枠（金額）の範囲内において、海外から外貨を中国本土市場に持ち込み、人民元に交換した上で、人民元建て証券（証券取引所の上場株式・上場債券、公募投資信託など）に投資することが可能となった。QFII 制度の創設は、後の外国人投資家による人民元建て対内証券投資制度の整備につながっていった。

二つ目が、2005年2月に財政部・中国人民

銀行等によって関連細則が制定された国際開発金融機関による中国本土市場（銀行間債券市場）での人民元建て債券の発行である。同年10月には、世界銀行グループの国際金融公社（IFC）と、アジア開発銀行（ADB）が同じタイミングで第一号債を発行している。財政部は、この非居住者が発行する人民元建て債券に「パンダ債」という愛称をつけ、その後の発行体の多様化（海外の事業会社や金融機関）と発行体及び発行市場の拡大につながっていった。

三つ目が、2006年4月に創設された国内機関投資家による海外市場での証券投資を容認する適格国内機関投資家（Qualified Domestic Institutional Investors, 略称 QDII）制度である。QDII 制度の下では、業態別の金融当局から認可を受けた中国国内の運用会社、商業銀行、保

険会社、証券会社、信託会社などの機関投資家が、国家外為管理局から認められた運用枠の範囲内で、人民元を外貨に交換した上で、海外証券への投資を行うことが可能になった³⁾。QDII制度による対外証券投資の経験は、後の双方向の越境投資制度の整備の材料にもなっていった。

II-2. 2008年9月のグローバル金融危機以降

II-2-1. 人民元建て貿易決済のテスト

2008年9月のリーマンブラザーズの経営破綻に伴って発生した米国金融機関の連鎖破綻は、グローバル金融危機となり世界的な景気後退を招いた。このため、中国からの輸出金額と伸び率も、2008年末から2009年初めにかけて大幅に悪化していった。中国政府は、2008年11月に4兆元の景気対策を発表し、内需拡大に努めるとともに、輸出企業の支援策に乗り出し、その一環として、輸出企業が人民元為替レートの変動リスクを軽減できるようにするための人民元建て貿易決済の導入が検討された。

続いて2008年12月24日、國務院常務會議（閣議）は、①広東省・長江デルタ地区（上海市、江蘇省、浙江省）と香港・マカオ間の貿易取引、②広西チワン族自治区・雲南省とASEANとの間の貿易取引を対象に、人民元建て決済を試験的に導入することを決定した。この中国本土側の両地区は、世界的な景気後退の中で輸出企業が最も打撃を受けた地区であった。

年が変わって2009年に入ると、4月8日、國務院常務會議は、中国本土の試験地域に関し、上海市、及び広東省の広州市、深圳市、珠海市、東莞市の5都市を選定した。同年4月14日付で國務院が承認した上海国際金融センター構想の中にも、人民元建て貿易決済の推進が盛り込まれた。同年6月29日、中国人民銀行は香港金融管理局（HKMA）と人民元建て貿易決済のテストに関する覚書を締結した。

2009年7月2日には、中国人民銀行、財政部、

商務部、税関総署、国家税務総局、中国銀行業監督管理委員会（銀监会、当時）が連名で「クロスボーダー貿易人民元決済試行管理弁法」とQ&Aを公布し（同日施行）、翌3日には、中国人民銀行は「クロスボーダー貿易人民元決済試行管理弁法実施細則」を公布し（同日施行）、上記エリアでの人民元建て貿易決済（貨物貿易が対象）が始まった。中国本土側のテスト地域では、各地方政府が人民元建て貿易決済に参加できる企業第一陣として365社を選定した。

II-2-2. 人民元クリアリング銀行の設置

中国では、2009年7月に中国本土と香港・マカオとの間で人民元建て貿易取引がテストされた際、二つのルートが設定された。一つ目は、中国本土のコルレス銀行が、人民元建て貿易決済に参加する海外銀行を代理して行うルートである。

二つ目は、香港・マカオのオフショア市場に人民元クリアリング銀行を設置して、海外の銀行が同行を通じて人民元のクロスボーダー決済と清算を行う方法である。資本移動に規制が課せられている中国の人民元は、中国本土のオンショア市場と中国本土外のオフショア市場とに分断されて取引されている。このため、オフショア市場での人民元決済を行う場合、オフショア市場にある人民元だけでは決済が完了しないことが生じうる。この場合には、（中国人民銀行からの資金調達を含め）オンショア市場で調達した資金を使って、オフショア市場での決済を行わなければならない。このような事態に備えるため、中国人民銀行はオンショア市場でも活動できる銀行を人民元クリアリング銀行として指定し、オフショア市場における資金決済を問題なく行えるようにしている。

中国人民銀行から人民元クリアリング銀行に指定される条件として、中国人民銀行の大口決済システムである中国現代化決済システム

3) QDII制度の創設には、国内機関投資家に国際分散投資の機会を設け、人民元売り・外貨買いの為替取引を作り出すことで、金融当局として、海外からの人民元相場の上昇圧力を緩和する狙いもあった。

(China National Advanced Payment System, 略称 CNAPS) に既に参加していることが必要である。また、人民元クリアリング銀行は、中国人民銀行上海本部の認可を経て、中国本土のインターバンク市場（人民元、外貨）に参加することができる。人民元建て貿易決済のテスト当初、香港では中国銀行（香港）有限公司、マカオでは中国銀行（マカオ）有限公司が、それぞれ人民元クリアリング銀行に指定された。

II-2-3. 人民元建て通貨スワップの締結

香港との間での人民元建て貿易決済のテストに当たっては、2009年1月20日、中国人民銀行と香港金融管理局との間で、2,000億元（2,270億香港ドル相当）の人民元建て通貨スワップが締結された。

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、中国の人民元建て通貨スワップの下では、緊急時の資金融通だけでなく、人民元建て貿易決済に必要な人民元を相手先市場に人為的に供給し、締結先との貿易・投資の利便性を高め、経済関係の強化を目指すことに主眼が置かれている。

II-2-4. 香港市場の活用（人民元オフショア市場と人民元建て債券）

人民元建て貿易決済のテストの相手先のうち、香港のオフショア人民元市場は、中国本土から見て特別な位置づけを持っていた。

まず中国本土と香港との経済・貿易関係を見ると、2003年春に流行した重症急性呼吸器症候群（SARS）禍で打撃を受けた香港経済への挺入れを目的に、2003年6月に中国本土-香港間で「経済貿易緊密化協定（CEPA）」が締結された。中国本土による香港経済の挺入れの過程では、中国本土の観光客の誘致も積極的に行われ、このため香港でも人民元の流通を支援すべく、2004年1月から香港の銀行に人民元預金の受入れが解禁された（両替、送金を含む）。2005年10月からは、香港の特定7業種（小売り、飲食、

宿泊、交通運輸、通信、医療、教育）を対象に、法人向け預金が解禁された。その後、香港での人民元預金の銀行にとっての運用手段として、2007年7月に中国本土金融機関による香港での人民元建て債券の発行が解禁された（いわゆる「点心債（Dim Sum Bond）」）。

2008年12月8日に國務院弁公庁から公布された「当面の金融による経済発展促進に関する若干の意見」では、30条の項目の中に、中国の周辺エリアとの人民元建て貿易決済の推進に加え、香港での人民元業務の発展に向けた支援も盛り込まれた。その支援策の一環として、2009年の人民元建て貿易決済の始動直前の6月には、香港系銀行（HSBC、東亜銀行）の中国本土法人による香港での人民元建て債券が発行された。続いて、同年10月には、中国政府による香港での人民元建て国債が初めて発行された。

II-2-5. 香港市場から中国本土への人民元の還流ルートの整備

(1) 人民元建て対内直接投資（FDI）の導入

人民元建て貿易決済のテストの始動以降、外資系企業からは、人民元為替レートの変動リスクを軽減できる中国本土への人民元建て直接投資（FDI）も注目され始めた。実務的には、上海市や広東省で、人民元建てFDIの大前提となる非居住者の人民元口座開設の規定が2009年に公布され、試験的に行われた。人民元建て貿易決済の中国本土でのテスト対象エリアは、2009年7月の5都市から始まり、2010年6月には20省まで拡大され、海外の全ての国・地域と貨物貿易以外のサービス貿易・一般貿易も対象となった。2011年8月には、中国全国で人民元建て貿易決済が可能になった。

一方、中国本土向けFDIでは、商務部が外資系企業の設立認可を行うものの、当時、人民元建てFDIについては中央政府レベルの規定がなかったことから、同部は2011年2月25日付で「外商投資管理工作の関連問題に関する通知」を公布し、人民元建てFDIを初めて容認した。その後、人民元に関するクロスボーダー

の資金移動については中国人民銀行が、人民元口座管理については国家外為管理局が担当することから、それぞれ関連通知を公布し、人民元建て FDI に対する三部門の手続きが明確にされた。

しかしながら、手続きが明確にされた後も、人民元建て FDI の受付窓口である地方政府では、通知はあくまで試験段階であるため、その解釈や運用に違いがみられ、申請の受理や、認可がいつなされるのか不明なケースが出てきたため、2011 年 8 月に中央政府（李克強副総理、当時）が打ち出した香港人民元オフショア市場の支援策によって、人民元建て貿易決済の中国本土対象エリアが全国に拡大するとともに、同年 10 月に商務部と中国人民銀行から新たな通知が公布され、人民元建て FDI は、試験的段階から本格的実施段階に移行した。

（2）人民元建て適格外国機関投資家（RQFII）制度の創設

人民元建て貿易決済のテスト当初、金額が伸び悩んでいたが、その原因の一つが、オフショア

市場にある人民元の運用手段の確保であった。特に人民元資金が集中している香港から中国本土での運用ルートを確認するべく、前述の 2011 年 8 月の香港支援策では、香港にある中国本土系証券会社・運用会社に人民元建て適格外国機関投資家（RMB Qualified Foreign Institutional Investors, 略称 RQFII）制度を創設すると発表した。

RQFII を通じた中国本土市場（債券が対象）での運用枠は、当初 200 億元が設定され、2012 年 4 月に 500 億元が追加設定され、更に同年 11 月には 2,000 億元が追加設定され、計 2,700 億元となった。2013 年 3 月には、RQFII 資格の取得制限が緩和され、①中国本土の商業銀行・保険会社の香港支店・香港子会社、②香港登録・経営の外国金融機関にまで拡大され、投資対象の制限も撤廃された。RQFII は、その後、人民元の SDR 構成通貨採用を前に、人民元建て対内証券投資の規制緩和の一環として、世界各国の証券市場に配分されていくこととなる。

Ⅲ. 2015 年 8 月の人民元の国際通貨基金（IMF）・特別引出権（SDR）構成通貨採用

Ⅲ-1. 中国共産党第 18 期 3 中全会の改革プランと人民元の SDR 構成通貨採用までの流れ

人民元の国際化は、2012 年 11 月開催の中国共産党第 18 回全国代表大会（党大会）で選出された習近平指導部の下で本格化した。党大会翌年の 2013 年 11 月、中国共産党第 18 期中央委員会第 3 回全体会議（第 18 期 3 中全会）において、「改革の全面的深化における若干の重

大な問題に関する中共中央の決定」（改革プラン）が採択された⁴⁾。

計 15 分野（計 60 項目）から成る第 18 期 3 中全会の改革プランは、①総合的な改革に取り組む、②改革の重点は経済体制改革に置く、③改革の達成時期を 2020 年に設定する、④改革の司令塔組織を創設する、という基本的な考えから構成されている。資源配分における市場の

4) 中国共産党全国代表大会（党大会）は、5 年に 1 回、秋に開催され、党の重要な方針が決定されるとともに、中央委員会を選出する。中央委員会は、全国代表大会の閉会中、全国代表大会の決議を実行し、党の全業務を指導し、対外的に中国共産党を代表する存在である。また、この中央委員会による全体会議は、毎年 1 回、秋に開催される。過去を振り返ると、党大会後の新政権の経済政策の目玉は、翌年秋の 3 中全会にて採択されてきた。

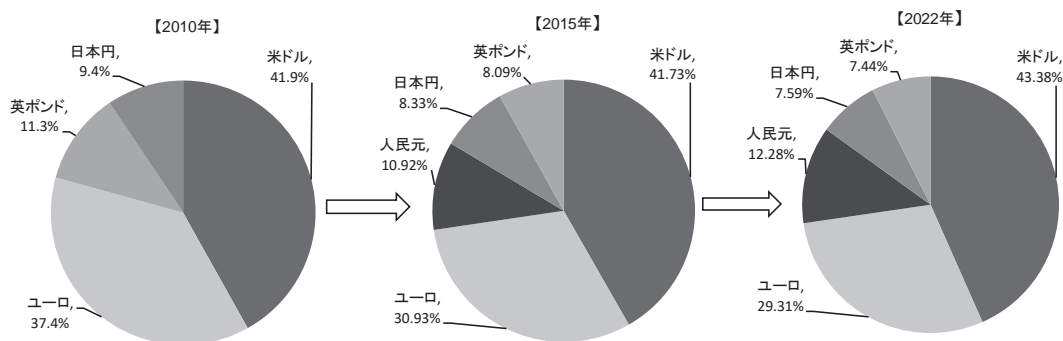
決定的な役割を重視していることも特徴である。金融分野は、上記の15分野では、2番目の「現代的な市場システムの整備の加速」の中の「金融市場システムを整備する」にあり、①金利の段階的自由化及び預金保険制度の創設、②為替の段階的自由化、③人民元建て資本項目の自由交換性の段階的推進、という金利・為替・資本移動の自由化に向けた改革の方針が明記されている。これらの改革は、人民元のIMF・SDR構成通貨採用に向けた不可欠な取り組みでもあった。第18期3中全会の前後からは、先進主要国やアジア各国との間で、前述の人民元クリアリング銀行の設置、人民元建て通貨スワップの締結、RQFIIの運用枠配分を使った二国間の金融協力外交も展開されていった⁵⁾。

2015年10月には、中国共産党第18期中央委員会第5回全体会議が開催され、同会議での建議を経て、2016年3月の第12期全国人民代表大会（全人代）第4回会議で「中華人民共和国国民経済・社会発展の第13次5ヵ年計画要綱」が承認された。この2016年から2020年までの第13次5ヵ年計画では、GDPの2010年

比で2020年までの倍増と、2016年～2020年の年平均成長率6.5%以上を設定するとともに、対外開放の新体制の構築（第50章）の金融業の双方向の開放を拡大（第3節）では、「人民元建て資本項目の自由交換性を段階的に実現し、人民元の自由交換性と自由に利用可能なレベルを高め、人民元の国際化を段階的に推進し、人民元資本の海外進出を推進する」と明記した。中国の5ヵ年計画で「人民元国際化」が明記されたのは、第13次5ヵ年計画が初めてとなった。

2015年11月13日、IMFは、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⁶⁾。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2）。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

図2 SDRの通貨バスケットの構成比の推移



（出所）IMFより野村資本市場研究所作成

5) こうした金融協力3点セット以外に、相手国通貨との米ドルを介さない「直接交換取引」が推進されるケースもあった。日本との関係では、2011年12月に日中金融協力の枠組みが合意され、世界の通貨に先駆けて、2012年6月より東京市場及び上海市場で日本円と人民元の直接交換取引が始まった。また、日本での人民元クリアリング銀行の指定、日本円・人民元通貨スワップ協定の再開、RQFIIの日本への運用枠（2,000億円）の付与が、2018年に日中の首脳往来時に合意・実現している。

6) Press Release: IMF's Executive Board Completes Review of SDR Basket, Includes Chinese Renminbi (<http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2015/pr15540.htm>)

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。2016年9月末までは2010年時点の通貨構成で続行された。その後、2022年5月18日、IMF理事会は、SDRの通貨バスケットの構成比を見直し（5年ごと）、米ドルが43.38%、ユーロが29.31%、人民元が12.28%、日本円が7.59%、英ポンドが7.44%とした（同年8月1日発効）。

Ⅲ－２．SDR 構成通貨への採用条件

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の認定条件となっている。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、米国ワシントンで開催された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（前述の通り）「人民元国際化白書（2015年）」を公表し、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説明した。

Ⅲ－３．人民元の「自由利用可能通貨」としての評価

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（表1）。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）。

以下では、「人民元国際化白書（2015年）」や資本移動の規制緩和状況に基づき、人民元が、2015年のSDR構成通貨入り決定前から2020年までの第13次5ヵ年計画期間中、民間取引と公的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きているか、順次見ていく。

Ⅲ－４．民間取引としての機能

Ⅲ－４－１．計算単位としての機能

（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

表1 通貨の国際化と中国人民元のステージ（2022年7月）

機能	民間取引				公的取引			
計算単位	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 に対して推奨中	基準通貨	金またはある外国通 貨に対して固定相場 制（ペッグ）をとる 場合の当該金や外国 通貨の機能	固定相場制	無し
			金融商品	中国政府は容認（人 民元建て金取引・原 油先物・原油オペ ション・鉄鉱石先物）			他通貨への バスケット	有り
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 に人民元建てキャッ シュ・マネジメント解禁）	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年に人 民元国際決済システ ム（CIPS）稼働）			中銀スワップ	増加中（40の国と地域）
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・ ドイツ）
			クロス ボーダー 証券投資	段階的に開放（201 1年からRQFII（人 民元建て適格外国機 関投資家）制度、 2014年に上海・香 港ストックコネク ト始動、2017年にボ ンドコネクト始動）				

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

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

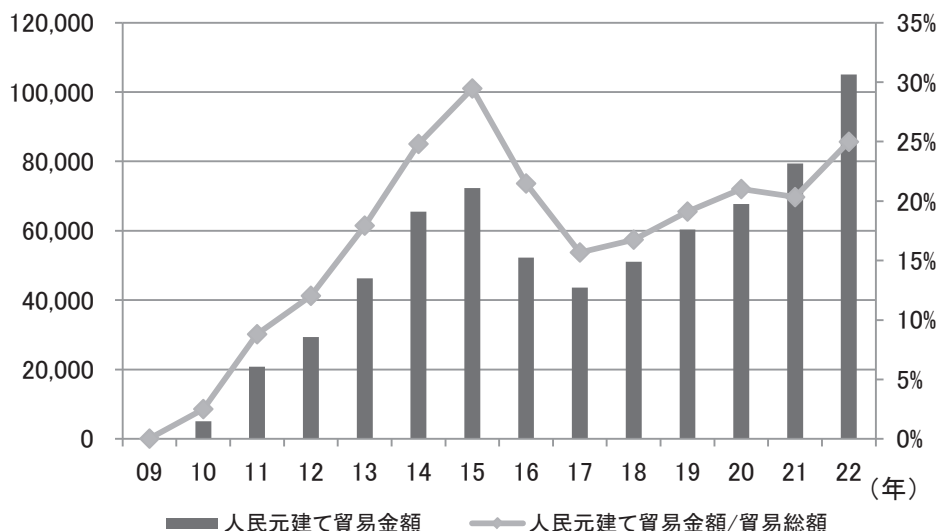
り、上海黄金取引所に国際会員（中国以外で登記された法人）が人民元建てで金の現物取引を行う制度、いわゆる「黄金国際板」を始動させている。上海FTZでは他に、新たに設立された上海国際エネルギー資源取引センターで、外国人投資家も参加できる人民元建ての原油先物取引が2018年2月より始動した。

Ⅲ-4-2. 支払単位としての機能

（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

図3 人民元建て貿易金額と比率（年次ベース）



(注) 2022年は12月までの数値。

(出所) 中国人民銀行, 税関より作成

段階的拡大を経て、同年の35.8億元から、人民元のSDR構成通貨入りが決定された2015年には7兆2,343億元へと拡大し、最初のピークを迎えている(図3)。また、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、2015年には29.5%にまで拡大した。

(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。

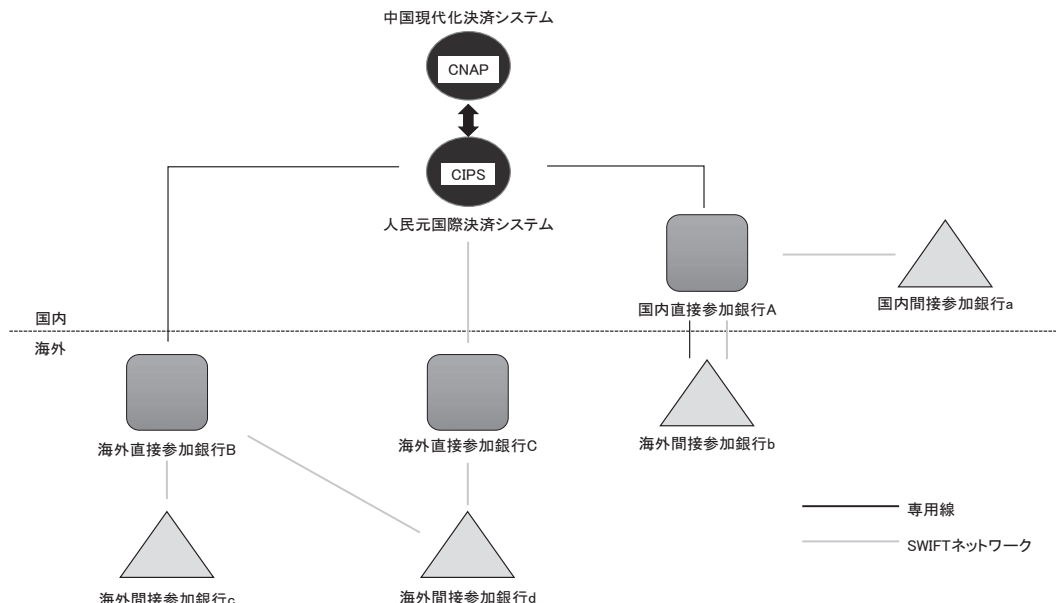
まず、人民元建て対外直接投資(ODI)は2011年1月から解禁されている。人民元建て対外直接投資金額は同年の202億元から、3年後の2014年には1,866億元に拡大している。2015年の人民元建て対外直接投資は、通年で7,362億元に達している。次に、人民元建て対内直接投資(FDI)は、前述の通り、2011年10月から解禁されている。人民元建て対内直接投資金額は同年の907億元から、3年後の2014年には8,620億元に拡大している。2015年の人民元建て対内直接投資は、通年で1兆5,871億元に達している。他に、上海FTZの実験の枠組みの

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。

また、中国では、2015年10月8日より、日本銀行の外為円決済システムに相当する人民元国際決済システム(Cross-Border Interbank Payment System, 略称CIPS)の第一期が稼働している。CIPSには、人民元のSDR構成通貨への採用の要件として、人民元の国際決済における利便性を高める狙いもあった。CIPSの下では、海外銀行が、中国本土に設立した現地法人銀行を通じて中国人民銀行のシステムに直接参加し、人民元の国際的な取引決済を実行することが可能である。

CIPSの参加者には、①CIPS内に専用口座を有し、直接、CIPSにアクセスできる直接参加銀行と、②直接参加銀行を通じてCIPSに参加する間接参加銀行とがある(図4)。間接参加銀行が、海外の送金依頼人からの送金指示を受け、直接参加銀行に送金を依頼する場合は、国際銀行間通信協会(SWIFT)の電文メッセージを利用する。直接参加銀行同士の決済は、

図4 CIPSとSWIFTとの関係



(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

CIPSの電文メッセージを使うため、SWIFTの電文メッセージを介する必要はない。CIPSの稼働時間は、2015年10月の第一期では中国時間9時～20時、2018年3月から稼働した第二期では「平日5営業日×24時間+4時間」となっている。2023年3月末時点のCIPS参加銀行は1,427行で、そのうち直接参加銀行が79行、間接参加銀行が1,348行となっている。

Ⅲ-4-3. 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币預金残高は、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币預金残高のピークは2014年12月末時点の2兆3,722億円で、人民币預金残高全体の2.08%に達した。最新の統計によれば、2022年12月末時点の非居住者の人民币預金残高は1兆7,418億円、人民币預金残高全体の0.67%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、前述の通り、2002年にQFII制度が、2011年にRQFII制度が導入されている。また、対外証券投資制度として、前述の2006年のQDII制度以外に、2014年に人民币建てで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币建ての双方向の株式投資を行う仕組みとして、上海・香港ストックコネクトも導入されている。コネクトの下では、①上海・香港の両サイドから双方向で、かつ②人民币建てで投資を行い、③個人投資家も現物株を直接購入できることが、既存のQFII制度と異なる最大の特徴である。第18期3中全会の改革プランでは、「資本市場の双方向の開放を推進する」方針を盛り込んでおり、同プラン策定の段階でストックコネクトが既に構想されていたものと思われる。2015年7月からは、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）が導入されている。

更に2016年12月からは深圳・香港ストックコネクトが導入されている。

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。外国人投資家の株式保有額は、2015年夏の株価下落と人民元安を経ていったん落ち込むものの、MSCI指数へのA株の組み入れを経て、2017年後半以降に上昇基調に入った。外国人投資家の株式保有額は2021年12月末時点で3兆9,420億元と過去最高金額に達した後、2022年はゼロコロナ政策の影響を受け、同年10月末時点では2兆7,680億元までに減少した（図5）。2022年12月末時点の外国人投資家の株式保有金額は3兆1,960億元、時価総額に占める割合は4.06%となっている。

Ⅲ-5. 公的取引としての機能

Ⅲ-5-1. 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年に経常取引の人民元の自由交換性を実現するIMF8条国に移行している。次に、中国は、2001年の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

図5 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



(注) 2015年12月末はn.a.

(出所) 中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

年4月16日に上下0.5%から1.0%に、2014年3月17日に上下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、人民元のSDR構成通貨採用に向けた為替相場に市場メカニズムを導入するためのものであったが、当時進行中であった株式市場の下落と株価維持対策（PKO）の発動と相まって、その政策的意図は、当時、市場関係者に十分に浸透していたとは言えず、後の資本流出と人民元安相場につながり、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、前述の通り、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。

Ⅲ-5-2. 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「人民元国際化白書（2022年）」によれば、2021年末時点で、同行は40の国・地域と計4兆200億円の通貨スワップ契約を締結している。

（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⁷⁾。

人民元の為替レートは、中国本土（オンショア）人民元（CNY）と中国本土外（オフショア）人民元（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であろう。

7) 2015年9月12日付日本経済新聞。

Ⅲ－５－３．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。IMFは、SDR 構成通貨への人民元の採用が始まった2016年から外貨準備の通貨構成比の統計に人民元を加えている。人民元は、2016年末時点の1.1%から2022年3月末時点では2.9%にまで高まっている（表2）。

Ⅲ－６．債券市場の対外開放の重要性

Ⅲ－６－１．海外中央銀行と通貨当局にとっての人民元を保有する動機

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2016年10月からは前述の通り人民元と交換することができるようになった。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。

海外の中央銀行や通貨当局が人民元を外貨準備

表2 世界の外貨準備の通貨別構成比

(%)

時点		米ドル	英ポンド	日本円	スイスフラン	カナダドル	豪ドル	人民元	ユーロ	その他
2016年	12月末	65.4	4.3	4.0	0.2	1.9	1.7	1.1	19.1	2.3
	3月末	64.7	4.3	4.5	0.2	1.9	1.8	1.1	19.3	2.3
2017年	6月末	63.8	4.4	4.6	0.2	1.9	1.8	1.1	20.0	2.2
	9月末	63.5	4.5	4.5	0.2	2.0	1.8	1.1	20.1	2.3
	12月末	62.7	4.5	4.9	0.2	2.0	1.8	1.2	20.2	2.4
	3月末	62.8	4.6	4.6	0.2	1.9	1.7	1.4	20.4	2.5
2018年	6月末	62.4	4.5	4.9	0.2	1.9	1.7	1.8	20.3	2.4
	9月末	62.0	4.5	5.0	0.2	1.9	1.7	1.8	20.5	2.5
	12月末	61.8	4.4	5.2	0.1	1.8	1.6	1.9	20.7	2.4
	3月末	61.8	4.6	5.3	0.1	1.9	1.7	1.9	20.3	2.4
2019年	6月末	61.3	4.5	5.5	0.1	1.9	1.7	1.9	20.6	2.4
	9月末	61.6	4.5	5.6	0.1	1.9	1.7	2.0	20.3	2.4
	12月末	60.7	4.6	5.9	0.1	1.9	1.7	1.9	20.6	2.5
	3月末	61.9	4.4	5.9	0.1	1.8	1.6	2.0	20.1	2.3
2020年	6月末	61.3	4.5	5.7	0.2	1.9	1.7	2.1	20.2	2.5
	9月末	60.5	4.6	5.8	0.2	2.0	1.7	2.2	20.6	2.5
	12月末	58.9	4.7	6.0	0.2	2.1	1.8	2.3	21.3	2.7
	3月末	59.4	4.7	5.9	0.2	2.1	1.8	2.5	20.5	2.9
2021年	6月末	59.2	4.7	5.6	0.2	2.3	1.8	2.6	20.6	3.0
	9月末	59.3	4.7	5.7	0.2	2.2	1.8	2.7	20.5	3.0
	12月末	58.8	4.8	5.5	0.2	2.4	1.8	2.8	20.6	3.1
	3月末	58.9	4.9	5.4	0.3	2.5	1.9	2.9	20.0	3.3
2022年	6月末	59.6	4.9	5.2	0.2	2.5	1.9	2.8	19.8	3.2
	9月末	59.8	4.6	5.3	0.2	2.5	1.9	2.7	19.7	3.3
	12月末	58.4	4.9	5.5	0.2	2.4	2.0	2.7	20.5	3.5

(出所) IMFより野村資本市場研究所作成

備に加えた場合、保有する人民元を人民元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。

Ⅲ-6-2. 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で運用することに関する通知」を公布した（以下、2015年通知）。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での運用制度を設けていたが（以下、2010年通知）、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・執行を行えるようにした。

(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。ポイントは以下の通りとなる。

- 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った（前掲表2参照）。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、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。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）、国際金融公社の第二陣（計7機関）の参入登録が完了した。

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。従来は午前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。

Ⅲ-6-3. 海外機関投資家を対象にした銀行間債券市場での規制緩和

(1) CIBM ダイレクトの導入

海外の金融機関等による銀行間債券市場での投資については、前述の通り、2010年通知に

よって、まずは人民元建て貿易決済を取扱う銀行を対象に解禁された。その後、2016年2月24日に中国人民銀行から公布された通知（以下、2016年3号公告とする）によって、運用枠に制限を設けず、より多くの海外の金融機関等が、QFIIやRQFIIを介さずに、銀行間債券市場にダイレクトに投資を行えるようにした。この新たな投資制度は、銀行間債券市場（China Interbank Bond Market）の略称を使って「CIBMダイレクト」と呼ばれている。

CIBMダイレクトの下で対象となる海外の金融機関は、①海外で設立された銀行、保険会社、証券会社、基金管理会社（運用会社）、その他資産管理会社等の金融機関、②これらの金融機関が顧客向けに組成する金融商品、③年金基金、慈善基金、寄付基金等中国人民銀行が認可する中長期運用を行う機関投資家、となっている。

（2）ボンドコネクットの導入

2017年7月3日、海外の機関投資家を対象に、香港経由、中国本土の銀行間債券市場で売買を行う新たな制度としてボンドコネクット（債券通）が始まった。ボンドコネクットの下では、QFII等の既存の制度とは異なり、投資家は、中国本土ではなく香港の決済機関（CMU）に債券口座を開設し、英文表示の海外電子取引プラットフォームを通じて、中国本土のマーケットメーカーと直接売買が行えることが特徴である。また、既存の制度のように、中国本土向け投資の運用枠が設けられていない。

ボンドコネクットの下での中国本土市場向けのノースバウンドの債券売買に際し、海外の機関投資家は、事前に中国人民銀行に投資家登録を行う。CMUは、中国本土の決済機関に債券口座を開設し、自社の名義で、海外の機関投資家のために債券を保有する。債券売買に伴う通貨は、海外の機関投資家が保有する人民元でも、外貨を購入して人民元転しても可能である。当初は中国本土向けのノースバウンドから始まったが、後述の通り、中国本土投資家が香港市場で債券売買を行える対外証券投資としてのサウ

スバウンドも創設され、双方向の越境債券売買制度となっている。

Ⅲ－6－4．パンダ債市場の活性化

パンダ債については、財政部が申請窓口になる形で2005年にルールが前述の通り制定され、アジア開発銀行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。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、カナダのプ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た。準ソブリンとしては初のパンダ債の発行となり、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、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った。パンダ債の発行金額は、2015年の130億元から2016年には1,320億元へと急増している。海外の政府系機関投資家だけでなく、一般の機関投資家にとっても、馴染みのあるパンダ債の銘柄の増加は、パンダ債市場への投資をしやすくするものとなろう。

IV. 人民元のSDR構成通貨入り後の国際化のスピード調整

IV-1. 資本流出の発生と行政指導によるコントロール強化（2016年～2017年）

人民元のSDR構成通貨入りを目指して、中国政府は、人民元建て資本移動の規制緩和を進めてきたが、2015年8月の為替改革は、人為的な切り下げを伴い、株式市場の下落と相まって、更なる元安を予想する市場関係者からの資金流出を招いた。金融当局も、元安に歯止めがかからず資本流出を問題視したものの、表向きは「自由化」「規制緩和」を掲げているため、商業銀行経由、行政指導によって資本流出を抑制する動きに出たと報じられている。

2017年2月1日付及び同年3月18日付日本経済新聞によると、行政指導による資本流出規制は、二つの段階に分けられる。一つ目は、2016年初から年央にかけてで、この段階では、企業の外貨建て債務の繰り上げ返済を原則禁止することや、顧客企業の外貨両替計画を事前に提出するといった内容が中心であった。二つ目は、2016年11月末から2017年初めにかけてで、従来の顧客の外貨売却額が購入額を上回る「逆差」にならないような銀行への指導に加えて、①内部留保を原資に中国本土の外資系子会社が親会社に貸し付ける「子親ローン」について上限額を自己資本の3割とし、事前の届出を義務付けること、②国境を跨ぐ人民元の流出・流入額を一定比率に抑制すること、③直接投資で1件500万ドル以上の両替は事前認可が必要であること、等の指導が行われた。このため、銀行としては、顧客に対し、送金のタイミングを遅らせるよう要請したケースも発生した模様である。また、2017年1月には、個人の外貨両替にも申請書の提出を義務付けている。

これらの送金に対する行政指導の他に、国家外為管理局は2016年末から、不動産、ホテル、映画、娯楽、スポーツクラブ等の分野について、

非合理的な投資、本業以外の事業への投資、子会社の規模が親会社を上回る投資等の事例に対し、監督を強化する方針を打ち出している。資本流出を警戒した同局は、暫時、QDIIの運用枠の増額を停止する措置もとった。

人民元建て貿易決済金額を見ると、四半期ベースでは、同じ2015年でも7～9月に2兆892億元とピークを迎えている。また、SWIFTの国際的な為替取引量を見ると、IMFのSDR構成通貨への人民元の採用の検討が進められていた2015年8月に第4位、シェアのピークも同年8月に2.79%を記録している（図6）。

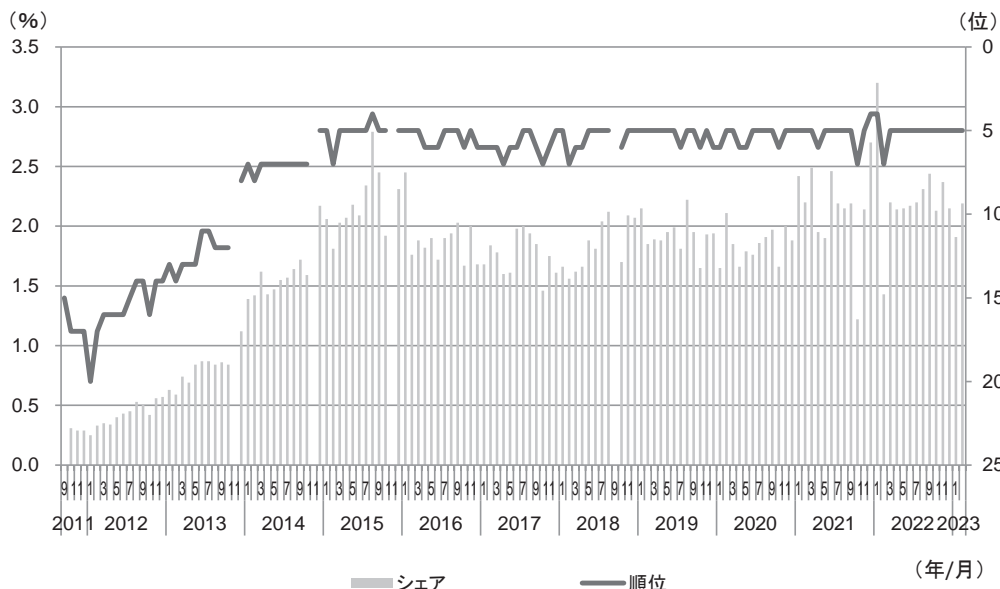
IV-2. 米中貿易摩擦への対応も念頭に置いた規制緩和（2017年秋～2018年）

IV-2-1. FDIとしての金融業の対外開放の促進

2017年に入ると、中国政府は、米トランプ政権の保護主義的貿易政策も念頭に、新たな外資政策を打ち出した。一つ目が、2017年1月17日に国务院が公表した「対外開放を拡大し外資の積極的利用に向けた若干の措置に関する通知」である。二つ目が、2017年8月16日に国务院が公表した「外資誘致促進に向けた若干の措置に関する通知」（39号通知）である。いずれの通知でも、①外資参入制限の更なる緩和を目指すこと、②重点対象業種がサービス業であること、③サービス業の中でも特に銀行業・証券業・保険業といった金融業を主力業種としていることで共通している。

続いて、第2期習近平指導部が発足した2017年10月の中国共産党第19回党大会の政治報告では、「社会主義現代化強国」の構築を1949年から建国100周年を迎える今世紀半ばまでに実現する長期目標が掲げられ、2035年までとそれ以降の2段階にわたる中期目標を合

図6 世界の外国為替市場取引高における人民元の推移



(注) 1. 2023年2月までの数値。
 2. 2011年9月のシェア、及び2013年11月、2014年11月、2015年11月、2018年9月の順位とシェアは、n.a.o。
 (出所) SWIFTより野村資本市場研究所作成

わせて設定した。そして、経済面での長期目標を実現していく上で、金融業では、第一に、社会主義市場経済体制の充実化を急ぐ観点から、①金融制度改革の深化、②直接金融の割合の引き上げ、③多様な資本市場の健全な発展の促進を進める方針が盛り込まれている。第二に、全面的な開放の新たな枠組みを促す観点から、①参入前内国民待遇とネガティブリスト方式の全面的な実施、②市場参入条件の大幅な緩和、③サービス業の対外開放の拡大を進める方針が盛り込まれた。同年11月には、トランプ大統領の訪中（米中首脳会談）を受け、中国政府は、金融分野（銀行、生保、証券）の外資参入規制の緩和を発表し、特に証券分野では外資出資上限49%から51%への引き上げと、3年後の撤廃を確約した。撤廃時期は、後に1年間前倒しで実行された。

その後、2018年4月10日、習近平国家主席は、中国・海南省で開催されたボアオ・アジアフォーラムでの基調演説で、本年が1978年に

始まった改革開放40周年に当たることに触れた上で、今後も、対外開放を継続・拡大していくとした。続いて、対外開放の拡大に向けた四分野からなる重要措置を講ずると宣言した。対象となる四分野のうち、市場参入規制の大幅な緩和では、中国の外資導入政策で、①外資出資比率やライセンス面で「制限類」に分類されてきた銀行業・証券業・生命保険業への外資出資上限を緩和し、同時に大幅に開放すること、②外国金融機関の設立規制を緩和し、中国国内での業務範囲を拡大するとした。また、金融業の外資参入規制緩和を実現するためにも、外資による具体的な投資分野を「奨励類」「制限類」「禁止類」の3類型に分けて管理してきたポジティブリスト方式から、投資分野に原則制限を設けず、制限・禁止は例外扱いとして管理するネガティブリスト方式への転換作業を、2018年の上半期に完成させ、参入前内国民待遇に基づく新たな外資導入政策を実現するとした。

習主席の宣言の翌日の4月11日、3月に開

催された第13期全人代第1回会議で、周小川総裁の後任として選出されたばかりの中国人民銀行・易綱新総裁は、フォーラムでの演説の中で、金融業の対外開放は、①参入前内国民待遇とネガティブリスト方式に基づくこと、②為替改革と資本項目の自由交換性の進捗と組み合わせること、③金融リスク発生の防止を重視し、管理監督能力と開放の水準をマッチさせること、という三原則を遵守して進めるとした。その上で、向こう数ヶ月以内に実施する6項目と、2018年以内に実施する6項目の計12項目からなる措置（開放12項目）を発表した。

Ⅳ-2-2. 越境証券投資制度の改善・利便性向上

開放12項目のうち、人民元国際化につながる資本移動の規制緩和は2項目ある。一つ目は、中国本土-香港間のストックコネクットの1日当たりの投資枠の4倍への拡大である。上海・深圳の各投資枠を130億元から520億元に、香港株の各投資枠を105億元から420億元へ拡大し、2018年5月1日から実施されている。中国本土と香港とのストックコネクト下における売買金額は、2014年の1,881億元から、2021年には35兆3,961億元に達している。二つ目は、上海・ロンドンストックコネクットの導入である。2018年10月から関連規則が施行され、2019年6月17日、華泰証券のグローバル預託証券（GDR）がロンドンに上場した。その後、2022年2月に、証監会は、上海・ロンドンストックコネクトをベースに、①中国国内では深圳証券取引所を追加し、②国外ではスイス・ドイツも売買市場に追加し、③海外発行体が中国国内で資金調達を行うことを容認した。また、上海・深圳証券取引所は、中国本土の個人投資家の預託証券業務への参加条件を保有資産300万元以上から50万元以上等への引き下げを行っている。

その後、対内証券投資に関して、2019年から2020年にかけて、中国の金融当局は、既存の制度の簡素化や利便性を向上させる措置を打ち出している。まず、2019年7月20日、（2017年に

創設された）国務院金融安定発展委員会は、金融業の対外開放に関する11条から成る措置を発表した。その11番目の中には、「海外機関投資家の銀行間債券市場での利便性を更に向上させる」点が盛り込まれた。次に、前後するが、同年6月13日、証監会・易会満主席は、上海で行われた第11回陸家嘴フォーラムの席上、証券業の対外開放に関する9項目から成る措置を発表した。9項目のうち、第1項目で「QFII及びRQFIIの制度・規則の改正を推進し、海外機関投資家による中国資本市場への参画の利便性を更に高める」、第8項目で「取引所債券市場の対外開放の拡大を検討し、海外機関投資家が取引所債券市場に投資するルートを拡大する」、第9項目で「取引所で発行するパンダ債の管理弁法を検討・制定し、海外機関の起債による資金調達の利便性を更に高める」点が盛り込まれた。

これらの措置を受け、以下の通り、対内証券投資制度の改善が行われた。まずQFII・RQFIIに関する制度改善が行われた。QFII制度及びRQFII制度の下では、従来、個別機関投資の運用枠の上限を設けてきたところ、2019年9月10日、国家外為管理局は、上限規制を撤廃した。同時に、RQFIIについて、世界各国・地域市場に配分する運用枠も撤廃した。続いて2020年5月7日、中国人民銀行および国家外為管理局は、QFII・RQFIIの投資上限制度を撤廃するとともに（「適格投資家」に統一）、外貨・人民元の管理を一本化し、入出金・為替交換の登録制に移行することなどを公表した。

次に、2020年9月25日、証監会、中国人民銀行、国家外為管理局は、従来、参入条件・投資対象等を別々に規定してきたQFII・RQFIIの規則の統合を目的とした「QFIIおよびRQFIIの国内証券・先物投資管理弁法」を公布した（同年11月1日施行）。

Ⅳ-3. 再び動き出した人民元国際化

Ⅳ-3-1. 人民元国際化工作座談会（2019年）の開催

2019年12月20日、中国人民銀行は、「人民

元国際化工作座談会」を開催した。同座談会では、以下の点を確認した。越境人民元取引のテスト以来、(人民元国際化は)終始、市場の需給への適応を維持し、実体経済に貢献し、貿易・投資の利便化を進め、金融改革・イノベーションを促進してきた。十年の発展を経て、(国際通貨における)人民元の計算単位としての機能は一步一步明確になり、支払単位としての機能は着実に強化され、投資・融資単位としての機能は絶えず高まり、金融取引単位としての機能は大幅に改善し、準備通貨としての機能は目に見える形で上昇した。

中国人民銀行及び国家外為管理局は、他の関連部門とともに、第19期4中全会での「人民元国際化を着実に推進する(穏歩推進人民币国際化)」という方針を真剣かつ徹底的に実施し、商業銀行及びその他の金融機関と一緒に統合・協調及び国際協力を強化し、金融サービス水準と能力を高め、実体経済への貢献にしっかりと焦点を当て、企業の為替リスク軽減や為替交換コスト節約への支援に注力し、資金調達ルートを増加させ、投資・貿易の利便性向上の促進を更に進める。

IV-3-2. 第14次5ヵ年計画での人民元国際化の確認

上記座談会を踏まえ、第14次5ヵ年計画(2021年~2025年)では、人民元の国際化に関し、以下の方針が盛り込まれている。

第一に、制度型開放の推進の加速(第四十章第一節)で、「着実に人民元国際化を進め、市場主導及び企業の自主的選択を堅持して、人民元の自由な利用を基盤とした新型の互いに有益なパートナーシップを構築する」と明記している。市場参加者のインセンティブに働きかけた人民元国際化を進めようとしている点が特徴的である。

第二に、金融安全戦略の実施(第五十三章第三節)で、「人民元のクロスボーダー決済システムの構築を強化し、金融業の情報化の核心技术の安全性・コントロール可能性を高め、金融の

基盤インフラの安全を維持する」と明記している。

IV-3-3. 越境債券投資制度の改善

第14次5ヵ年計画に盛り込まれている市場主導の人民元国際化を進めるために、債券市場では、従来、取引所債券市場と銀行間債券市場ごとに分けて対外開放を行ってきた方法を見直し、外国人投資家にとって、ワンストップの統一的となる取引インフラの整備・改善が着手された。

改善のうち、一つ目は、中共中央弁公庁、國務院弁公庁が2021年1月に公布した「ハイレベル市場システムの構築に向けたアクションプラン」の中でも、銀行間債券市場と取引所債券市場の対外開放を統一的に計画し、参入基準、発行管理を最適化し、中国債券市場の対外開放にかかる全体的な制度枠組みを明確に示し、「取引所債券市場における海外機関の債券発行管理暫行弁法」の制定について検討していくことが提起された。パンダ債(非居住者人民元建て債券)の発行市場については、2022年12月2日、中国人民銀行と国家外為管理局は「海外機関による中国本土発行債券の資金管理事項に関する通知」を公布した。パンダ債は銀行間債券市場と取引所債券市場で発行されるが、発行資金の管理について、上記通知に基づき、前者に関する従来の「全国銀行間債券市場海外機関債券発行管理暫行弁法」と後者に関する従来の「公司债券発行・売買管理弁法」の適用が無くなり、両市場での資金登録、口座開設、外貨両替・使用、対外為替送金等の資金管理規則が統一された。

二つ目は、債券流通市場の制度改善で、2022年1月20日、上海証券取引所等は「銀行間債券市場および取引所債券市場の相互接続業務暫定弁法」を公布し(即日施行)、取引所債券市場の機関投資家と銀行間債券市場のメンバー(外資系銀行を含む)は相互の市場での口座開設が不要で、相手方市場の現物の取引ができることになった。続いて、同年5月27日、中国人民銀行・証監会・外為管理局は共同で「海外機関投資家の中国債券市場投資の更なる利便化に関する事項」を公布した。公布した本事項では、銀行間

と取引所債券市場の対外開放を同時に推進し、銀行間債券市場に投資する海外機関投資家は、債券登記決済機関やカストディアン銀行が提供する保管サービスを自主的に選択できるとした。

IV-3-4. 香港市場との連携強化

また、香港市場との関係では、香港・マカオの競争上の優位性確保・向上支援（第六十一章第一節）で、「香港が、国際金融、航空・海上輸送、貿易センター、及び国際的空港ハブとしての地位を高めるのを支援する。香港が、グローバルなオフショア人民元業務のハブ、国際的な資産管理センター・リスク管理センターとして機能することを強化する。」と明記している。

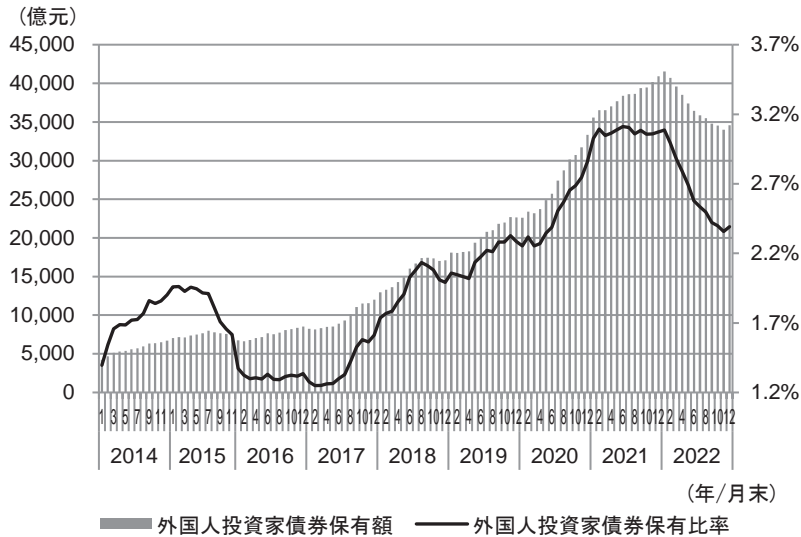
こうした香港市場との連携で人民元の国際化を市場主導で進めていく上で、2021年以降、新たに三つの取り組みが始まった。一つ目は、2021年10月19日、広東省と香港・マカオ間で、個人投資家向けの資産運用商品の相互販売制度である「越境理財コネクト」の実験である。中国本土－香港間で既に始動しているストックコネクト等に続く、約4年ぶりの越境証券投資制度の試みでもある。越境理財コネクトは、広東省及び香港・マカオに居住する中国本土籍者が、香港・マカオの銀行で投資口座を開設し、香港・マカオ地区の銀行が販売する適格投資商品を購入する「サウスバウンド」と、香港・マカオの居住者が、広東省・香港・マカオの中国本土の銀行で投資口座を開設し、中国本土銀行が販売する理財商品等を購入する「ノースバウンド」から構成される。両バウンドともに、合計純流入額は1,500億元、個人投資家1名あたりの純購入額は100万元にそれぞれ上限が設定され、債券中心の低リスクから一部株式を含む中リスクレベルの商品が対象となっている。越境理財コネクトには、広東省・香港・マカオのグレーターベイエリア構想において、投資家の越境投資の利便性を向上させる狙いがある。

二つ目が、中国本土－香港間の債券相互投資でまだ実現していなかったボンドコネクトのサウスバウンドで、2021年9月24日に始動した。

中国本土の投資家から見た国際分散投資のルートが新たに開かれることとなった。越境理財コネクトやボンドコネクト（サウスバウンド）といった中国本土と香港間の金融取引の拡大を念頭に置き、両制度が始動する前年の2020年11月25日、中国人民銀行はHKMAとの間でスワップ協定を5年間延長し、同時に引出限度額をHKMAが5,000億元、中国人民銀行が5,900億香港ドルとし、従来の4,000億元、4,700億香港ドルから拡大している。

三つ目が、香港の中国本土への返還25周年（2022年7月1日）を機に創設された新たな二つのコネクトである。一つ目が、中国本土と香港の上場投資信託（ETF）の相互売買制度である「ETFコネクト」である。ETFコネクトによって、香港の適格投資家とブローカーは中国本土に上場するETF83銘柄を、中国本土の投資家は香港に上場するETF4銘柄をそれぞれ売買できる。同年7月4日に始動した。二つ目は、同年7月4日に発表されたデリバティブ（金融派生商品）の相互売買制度である「スワップコネクト」である。まずは香港サイドから中国本土の金利スワップを取引できるノースバウンドが2023年5月15日に始動した。外国人投資家にQFII、RQFII、CIBMダイレクト、ボンドコネクト（ノースバウンド）を通じて中国本土の債券取引ルートが拡大・多様化しているが、海外の政府系機関投資家とは異なり、現物取引をヘッジする商品への投資は制限されたままである。上海国際金融センター建設に関する第14次5ヵ年計画では、上海債券市場での債券残高における海外投資家の保有比率を2020年の3%から、2025年には5%前後にまで高める目標を設定している（図7）。スワップコネクトの始動も同目標の達成に貢献することが市政府から期待されているとも言えよう。2022年7月の新たなコネクトの始動を機に、中国人民銀行と香港金融管理局との間の人民元建て通貨スワップ金額は更に8,000億元（9,400億香港ドル相当）に拡大されている。

図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



(注) 2015年12月の外国人投資家債券保有額が情報開示されていないため、2015年12月はn.a。

(出所) 中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

IV-4. 景気対策としての人民元国際化 (2022年)

2020年初頭から世界的に新型コロナウイルス(新型コロナ)の流行が続く中で、中国では、2022年に入り、市中での新規感染者の発生をゼロに抑える感染防止策(いわゆる「ゼロコロナ政策」)が強化された。ソーシャル・ディスタンスを確保するために、感染者の発生したエリアの封鎖、濃厚接触者の隔離、封鎖エリア以外でのテレワーク推奨・指導、公共交通機関の運行制限・停止、店内飲食の禁止、学校の休業・リモート授業等の人流制限措置が採られた。感染防止策が効果をあげた地域から徐々に人流制限措置は解除されてきたものの、中央政府も地方政府も、生産や消費の低迷から脱却するための景気対策を準備し、実施してきた。

景気対策のうち、金融面では、2022年4月18日に、中国人民銀行・国家外為管理局が、合計23条から成る「新型コロナ感染防止及び経済社会発展への金融支援の着実な実行に関する通知」を公布した。同通知には、企業の輸出支援や為

替リスクヘッジ支援、海外からの資金調達の中で、人民元国際化にもつながる内容も含まれている。

(第16条) 貿易の利便化水準を引き上げる

- 優良企業の貿易外貨収支の利便化政策を全国に普及させ、より高い水準での貿易・投資の人民元決済利便化テストを着実に実施し、銀行がより多くの優良中小企業を利便化政策の範囲に組み入れるよう奨励する。

(第18条) 企業の為替リスク管理に向けたサービスを整備する

- 金融機関は、対外貿易企業等の市場主体の為替リスクヘッジのニーズに適時に応え、企業の人民元クロスボーダー決済の拡大を支援し、為替デリバティブ商品業務の管理・サービスを最適化して、企業のリスクヘッジ・価値維持のコストの低減を図らなければならない。

(第21条) 投資家によるクロスボーダー投融資の利便性を向上させる

- 銀行間及び取引所債券市場への参入基準の

統一を推進し、参入手続きを簡略化し、海外投資家が中国国内の債券市場に投資する資金管理を改善する。

- 海外機関が中国国内で発行した債券（パンダ債）の資金管理を最適化し、パンダ債の発行主体の中国国内の関連企業が実需に応じてパンダ債の発行資金を借用することを可能とする。
- 適格外国機関投資家（QFII）、人民元建て適格外国機関投資家（RQFII）による中国国内の証券先物投資資金登録業務を更に利便化する。

この23条通知に関連し、2022年6月20日、中国人民銀行は「対外貿易の新業態における越境人民元決済の支援に向けた通知」を公布している。同通知では、商業銀行だけでなく、インターネット決済業務ライセンスを有する非銀行決済機関や清算機関を通じた人民元建て貿易決済を容認・推奨し、個人や零細企業による貿易を促進しようとしていることが特徴である。

また、2022年4月28日付上海証券報では、越境人民元決済に関する利便性向上テストの深圳市での取り組みを紹介している。2020年6月、広東省FTZの下では、越境人民元決済の同テストの地理的範囲を前海蛇口エリアから深圳市全市に拡大し、決済1件ごとの「事前審査」から優良指定企業を対象にした「事後サンプル検査」に移行している。事前審査の下では、対外支払いの場合、送金申請書、契約または領収書、税関申告書類等の多数の資料を提出し、主要な取引の内容を1件1件確認する必要があったが、事後サンプル調査以降は、業務プロセスが大幅に簡素化され、業務処理時間は平均で三分の一にまで減少したという。2022年3月31日時点で、深圳市の18銀行と643企業が参加し、累計テスト金額は1,669.3億元となっている。中国人民銀行深圳市中心支行と国家外為管理局深圳市分局は、テスト範囲を更に拡大する方針で、中小企業の為替リスクを軽減し、対外貿易における人民元決済を定着させた方針である。中国

建設銀行深圳市分行国際業務部の関係者によると、「企業の信用証明と法令順守のみを条件にすれば、より多くの企業が政策面の利便性を享受できる」としている。23条通知を踏まえ、越境人民元決済に対する深圳市でのテストが、さらにどのように緩和されていくかも注目される。

景気対策としての人民元国際化の推進の結果、2022年の人民元建て貿易金額は、通年で過去最高の10兆5,100億元に達し、貿易総額に占める人民元建て決済の割合は25.0%となった（前掲図3）。

IV-5. 経済連携協定の枠組みにおける人民元国際化の推進

日本・中国を含めた15カ国が参加する「地域的な包括的経済連携（RCEP）協定」が2022年1月1日に10カ国で発効している。RCEP協定は世界のGDP、貿易総額、人口の約3割を占める地域の大型協定であり、中国では、2021年12月23日に開催された国务院常务会议では、RCEP協定の発効を契機に、中国の貿易・投資のさらなる発展や国内産業の高度化を促すため、同協定の着実な実施に向けた方針を決定している。かかる方針を受け、2022年1月26日、商務部・中国人民銀行等6部門は「質の高いRCEPの実施に関する指導意見」を公布しており、金融面では「人民元決済による貿易・投資の拡大に向けた支援機能を高める」とし、中国人民銀行が担当する形で、以下の方向性を示している。

- RCEP区域内の貿易・投資活動における人民元決済の更なる使用を推進し、市場主体の為替コストの低減、為替変動リスクの回避を支援する。
- 引き続き政策やインフラ建設を最適化し、人民元のクロスボーダーでの使用に良好な制度環境を提供する。
- 金融機関が金融サービスの水準を引き上げるよう指導し、金融機関による人民元の取引、投資、リスクヘッジ商品の創新（イノベーション）を支援して、市場参加者に対し便利で効率的なクロスボーダー人民元建

て金融商品・サービスを提供する。

V. デジタル人民元の実証実験と国際決済

V-1. 人民元国際化と並行して進められているデジタル人民元の研究開発

世界的に新型コロナウイルスの流行が続く中、中国では、2022年2月4日から2月20日までの間、北京冬季五輪が行われた。続いて、同年3月4日から3月13日までパラリンピックも開催された。4年に一回開催のこの二つの大会の会場は、今回、中国国内では、首都の北京市内と周辺の河北省（張家口市）に分散して設置され、新型コロナ対策のため、会場及び選手や大会関係者が宿泊する施設はバブル方式で管理されたことが話題となった。同時に、バブル内での買い物や食事等に当たっては、新型コロナ対策を兼ねて、クレジットカード以外に、デジタル人民元（e-CNY）を使った支払い実験が行われたことも話題になった。

デジタル人民元とは、中国人民銀行が発行する中央銀行デジタル通貨（CBDC）である。デジタル人民元は、スマートフォン等に専用のアプリをダウンロードし、必要金額をチャージして、現金（硬貨・紙幣）と同様に利用できるものである。同行は、2014年にデジタル通貨に関する専門の研究チームを行内に組成し、2017年1月には深圳市に「デジタル通貨研究所」を設立し、同年末に国務院の批准を経て、商業銀行と共同でデジタル人民元の研究開発に関する実験を開始した。続いて、2018年6月には、同行のデジタル通貨研究所が、深圳市にFinTech（フィンテック）の実験を行う「深圳金融科技有限公司」を設立し、デジタル通貨の研究開発を進めてきていた。2020年からは、デジタル人民元を市中で使用するための実証実験が行われている。

世界各国の中央銀行の中では、既にCBDC

の発行計画を有したり、市中での実証実験を始めたりしている国もある。例えば先進国では、スウェーデンの中央銀行が、2016年11月に法定通貨クローナ（krona）を補完する支払決済手段として「eクローナ（e-krona）」を発行するプロジェクトを立ち上げている。新興国では、カンボジアの中央銀行が、2019年12月からCBDCとしての「バコン（Bakong）」のパイロットテストを開始し、2020年10月より市中で導入している。中でも中国は、世界第2位の経済大国として、CBDCの研究開発でも、発行・流通の社会実装を伴う実証実験規模でも、世界の中央銀行の中で大きく先行しているといっても良い。

V-2. デジタル人民元の導入経緯—リブラ構想と新型コロナ流行による加速—

V-2-1. リブラ構想の中国へのインパクト

2019年7月8日、中国人民銀行の研究局・王信局長は、国内での学術研究会の席上、「国務院は既に中央銀行によるデジタル通貨の研究について承認をした」ことを明らかにした。国内向けとは言え、同行が、デジタル人民元の発行計画の存在を正式に明らかにしたのは、この時が初めてであった。

中国人民銀行によるデジタル通貨の発行計画表明の背景には、米Facebook（現Meta）の打ち出したリブラ（現ディエム）構想への警戒があった。リブラ構想とは、同社が2019年6月18日に発表した、インターネット上で取引する「暗号資産（Crypto Assets）」としてのデジタル通貨の発行計画である（2022年1月末、発行断念）。従来のデジタル通貨にはビットコインがあるが、ビットコインは、中央銀行など

の管理する組織が存在せず、各国の通貨などの資産の裏付けがなく発行されるため、価格も乱高下するなど、決済手段として使うには不安定であるという問題があった。これに対し、リブラは、グローバル企業が出資する「リブラ協会」が管理者となり、米ドルやユーロ、各国の国債などの価値に連動するデジタル通貨（いわゆるステーブルコイン）が発行されるという構想であった。

ところが、このリブラ構想に対しては、世界各国の金融当局から懸念が表明された。中国人民銀行・研究局・王信局長も、前述の学術研究会で、リブラ構想に対し、以下のような見解を示した。第一に、ビットコインは価格変動が激しく、本来の通貨の機能を代替することは難しいが、リブラには通貨としての機能を果たせる可能性がある。第二に、そのため、リブラ構想は、世界各国の金融政策、金融安定、ひいては国際金融システムに重要な影響を及ぼす可能性がある。なぜなら、通貨のバックグラウンドには、利益、権力、国際政治、外交があり、もし一つの支払い手段が通貨と同じ機能を持てば、法定通貨との競合が発生するためである。第三に、リブラに対する挑戦としては、中央銀行がデジタル通貨を急いで発行する方法があり、中国としては、国際協調・協力を進めつつも、中国については自分たちの声を速やかに上げなくてはならない。

その後、2019年8月18日、中国共産党中央・国務院は連名で「深圳市での中国の特色ある社会主義先行モデル地区建設に関する意見」を公表し、同意見の中で「深圳市でのデジタル通貨の研究やモバイル決済等の革新的応用を支援する」とした。深圳市を経済特区に指定した1980年から40周年に当たる2020年に入ると、10月11日、中国共産党中央弁公庁・国務院弁公庁は連名で「深圳市での中国の特色ある社会主義先行モデル区建設の総合改革テスト実施プラン（2020～2025年）」を公表し、同意見の中で「デジタル人民元の内部クローズテストの実施を支援し、デジタル人民元の研究開発・応用

及び国際協力を推進すること」を明記し、深圳市で、中国国内で初めてデジタル人民元の実証実験を行うことにつながっていった。

V-2-2. 新型コロナ流行の影響

デジタル人民元の実証実験は、2020年に入り具体化していった。その背景には、新型コロナ流行の影響もある。中国国内では、2019年12月に湖北省武漢市で最初に新型コロナの集団感染が確認されてから急速に感染が拡大した過程で、同ウイルスが現金（硬貨・紙幣）に付着した場合に、人体への感染源ともなり得ることから、現金の検疫・消毒が強化された。その一方で、現金に直接、手を触れないで済むアリペイやWeChat Payなどのモバイル決済が推奨された。

2020年4月3日、中国人民銀行は、2020年全国貨幣金銀・安全保衛工作会議を開催し、同年にトップダウンでの推進を強化する業務として、デジタル人民元の研究開発を挙げた。デジタル人民元は、防疫対策の観点からも、現金に直接、手を触れなくて済む決済手段として重視された。

V-3. デジタル人民元の制度設計

2021年7月16日、中国人民銀行は「中国デジタル人民元の研究・開発の進展に関する白書」（以下、白書）と題した文書を初めて公表した。同白書によれば、同年6月末までに飲食店や交通機関など132万ヶ所でデジタル人民元の発行・流通を実験し、実験金額は345億元、個人（2,087万口座）・法人（351万口座）の累計取引回数は7,075万回に達した。

また、白書に加え、同行の易綱総裁は、同年11月9日の講演の中で、デジタル人民元の概要を説明している。白書と講演から確認できるデジタル人民元の制度設計は、以下の通りとなる。

V-3-1. 法定通貨としての位置づけ

白書では、デジタル人民元を、「中国人民銀行がデータ形式で発行する法定通貨」と定義している。

中国国内での地域を限定した実証実験が先行してはいるが、デジタル人民元の正式発行に向けた課題の一つが、法整備である。2020年10月23日、中国人民銀行は、中央銀行法に相当する「中国人民銀行法」の改正案を公表し、同年11月23日までパブリックコメントを募集した。同案の中で、「中華人民共和国の法定通貨は人民元である」（第18条）とした上で、「人民元は実物形式とデータ形式からなる」（第19条）と規定し、中銀デジタル通貨（CBDC）の発行に法的根拠を与えた。

また、「人民元は中国人民銀行が統一して製造し発行する」（第20条）とした上で、「いかなる組織や個人もデジタル通貨を製造、発行してはならない」（第22条）と規定し、中央銀行としての中国人民銀行のみが法定通貨としてのデジタル人民元を発行することを明確化し、民間主体による発行の余地を無くした。同行は、デジタル人民元の実証実験を進める傍ら、中国本土でのビットコイン等を含む暗号資産の発行・流通禁止措置を強化している。

同法の改正後、中国人民銀行は、市中での実証実験の結果を踏まえ、デジタル人民元の発行・流通に向けた細則作りを進めていくものと思われる。

V-3-2. 二階層の運営体系を採用

中国は、2016年に中国としてのCBDCの原型を、以下の考え方で構築した。第一に、デジタル人民元は、M0（現金通貨）を代替するもので、その機能は現金（硬貨・紙幣）と全く同じで、利息もつけず、銀行預金との競争を低減する。

第二に、中国人民銀行が商業銀行またはその他決済機関とデジタル通貨を交換し、これらの機関がユーザーとの間を仲介しデジタル人民元の交換と支払いサービスを提供する二階層の運営体系を採用する。CBDCの発行方法には、①中央銀行が利用者に対して直接発行するか（直接型）、あるいは商業銀行等を通じて間接発行するか（間接型）、②中央銀行の口座を使って中銀デジタル通貨を発行するか（口座型）、あ

るいは中央銀行の口座を利用することなく利用者間での交換を可能にする形で発行するか（トークン型）、といった形態・組み合わせがある。上述の中国人民銀行のコメントから、中国が想定しているのは、間接型で、かつ利用者間の交換を可能にする形態かと思われる。明治大学の小早川周司教授は、この形態を、「間接発行・価値保存型のスキーム」と呼んでいる（図8）。

第三に、デジタル人民元をチャージするスマートフォン等上のウォレットの残高や取引金額に上限を設け、制度上の摩擦や銀行取り付けリスクをできるだけ低めるよう配慮する。

V-3-3. 管理された匿名性

デジタル人民元の匿名性については、「小口は匿名、大口は法に基づき追跡可能」という原則に基づき、また個人情報収集については、「最小限、必要性」という原則に基づき、収集する情報量は現在の電子決済ツールよりも少なくする。同時に、個人情報の保存・使用は厳格にコントロールし、明確な法令上の要求がない限り、中国人民銀行は関連情報を第三者や政府機関に提供することはできない。「データセキュリティ法」や「個人情報保護法」等は、立法面から、データセキュリティとプライバシー保護を強化する。

V-3-4. 用途

デジタル人民元的设计・用途は、主に国内のリテール決済需要に応えるためである。現金に対する需要が存在する限り、中国人民銀行は、現金の供給を止めたり、行政命令で（デジタル人民元への）交換を促進したりすることはない。

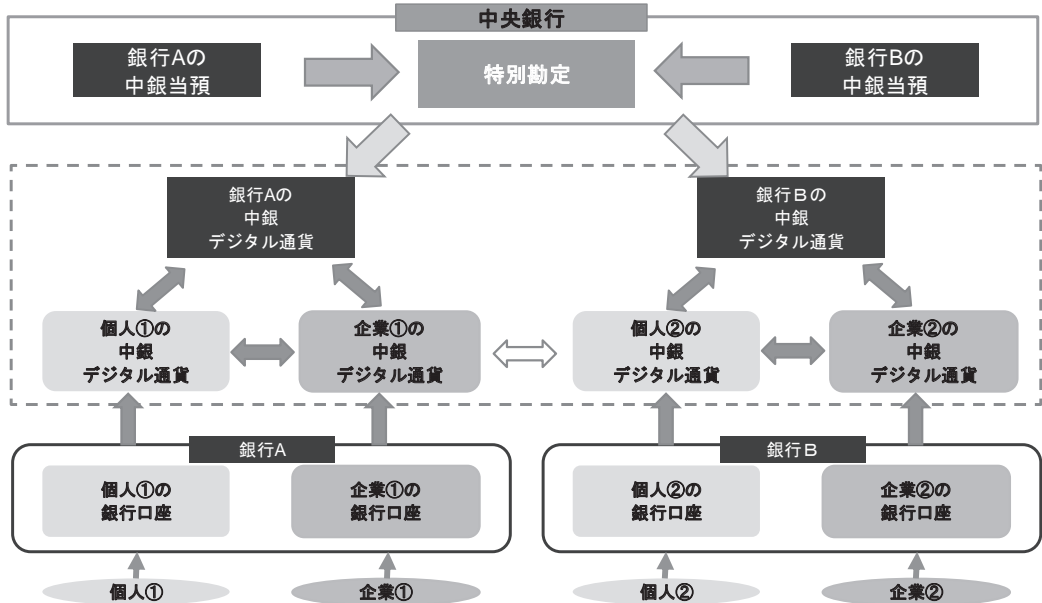
また、デジタル人民元の越境使用や国際決済は相対的に複雑であり、マネーロンダリング対応や、本人確認（Know Your Customer）等の法令上の問題にも対応しなければならない。

V-4. デジタル人民元の実証実験の動向

V-4-1. 「4地域+1シーン」の指定（2019～20年）

2019年8月及び2020年10月の深圳市での

図8 中銀デジタル通貨：間接発行・価値保存型のスキーム



(出所) 小早川周司 (2019)「中央銀行デジタル通貨に関する一考察—具体的な設計とそのインプリケーション—」, 明治大学政治経済研究所『政経論叢』第87巻, 第3-4号より野村資本市場研究所作成

デジタル人民元の実証実験決定に加え、時期は前後するが、2019年3月1日、中国人民銀行・デジタル通貨研究所は、蘇州市（江蘇省）に新たなFinTech子会社として「長三角金融科技有限公司」を設立した。

また、2020年4月18日、中国人民銀行・デジタル通貨研究所は、深圳市、蘇州市に加え、首都の北京市に隣接し、習近平国家主席がイノベーションの拠点として新設した河北省・雄安新区、内陸部の拠点都市である四川省・成都市、2022年北京冬季五輪関連シーンでも、クラウドな形での実証実験を行う方針を発表した。

その後、2020年10月、深圳市では、一人当たり200元、計5万人（合計1,000万元）を抽選方式で配布するデジタル人民元の実証実験が実施された。中国国内での初めての公開実験となった。続いて、2020年12月には、江蘇省・蘇州市でも、12月12日のオフライン・セールスに合わせて、第2回目の国内公開実験が行われた。蘇州市の実験では、①オフラインの実店

舗だけでなく、オンラインモール（京東商場）でも実験が行われたこと、②携帯電話ネットワークが無い状態でのデジタル人民元の移転機能の実験が行われたことが特徴である。

V-4-2. 実証実験地域の拡大（2020年）

2021年4月12日、中国人民銀行・マクロプラードンズ管理局・李斌局長は、2019年末に実験地域に指定した上記の「4地域+1シーン」に加え、2020年10月に上海市、海南省、長沙市（湖南省）、西安市（陝西省）、青島市（山東省）、大連市（遼寧省）の6地域を指定し、同年11月に実験を始動したことを明らかにした。

その後、2022年1月4日付中国証券報によると、4日、デジタル人民元をスマートフォンで管理するための試用版ウォレットアプリの配信が始まった。同アプリは、上海市など10地域と北京冬季五輪の会場付近の住民であれば（10地域+1シーン）、iPhone用や中国版アンドロイド用をダウンロードできる。

V-4-3. 北京冬季五輪（2022年2～3月） での実証実験

(1) 二種類のチャージ方法

北京冬季五輪のバブル内での実証実験では、二種類のチャージ方法が採用された。二種類の方法ともに、利用者は任意で選択が可能とされた。

A ソフトウォレット方式

一つ目は、中国語で「軟钱包」と呼ばれるソフトウォレットであり、携帯電話にデジタル人民元アプリをダウンロードして、チャージする方法である。海外から来た関係者がもしiPhoneを使用していれば、中国本土のApple IDを取得し、App Storeからデジタル人民元アプリをダウンロードする。また、アンドロイドがOSの携帯電話番号であれば、（北京冬季五輪及びパラリンピックにおける公式銀行協力パートナーである）中国銀行が提供するQRコードからデジタル人民元アプリをダウンロードする。

ソフトウォレットの開設に当たっては、必ずしも中国本土の銀行口座との紐付けは必要なく、日常での小口消費であれば、任意の運営機関からウォレットを設定することができる。

B ハードウォレット方式

二つ目は、中国語で「硬钱包」と呼ばれるハードウォレットであり、カードやプレスレット型がある。専用のデジタル人民元自動交換機に外貨等を入れると、為替交換した上で、ハードウォレットにチャージされる。

(2) 実証実験の結果

バブル内では、他に、人民元现金（紙幣を含む）とVISAカードの使用が可能であったが、アリペイやWeChat Payなどの第三者決済は使えないようにした。2022年2月10日、北京市地方金融监督管理局・王穎副局長は、北京冬季五輪でのデジタル人民元の実証実験シーンは40万を越え、取引金額は96億元に達したとしているが、同金額は、北京冬季五輪前の実証実験

シーンでの利用金額を含んでいる可能性もある。

V-4-4. 実証実験地域の拡大（2022年）

2022年3月31日、中国人民銀行は、デジタル人民元の研究開発に関する実験業務座談会を開催し、実証実験地域として、天津市、重慶市、広東省広州市、福建省福州市・アモイ市、浙江省（2022年アジア大会（9月10～25日）、なお5月6日に延期が決定）の6地域を指定した。同時に、同年2～3月に北京市及び河北省張家口市で行われた北京冬季五輪・冬季パラリンピックでのデジタル人民元実験シーンを、実証実験地域に転換した。直近では、2022年6月以降、国内景気対策の一環として、一部の実験地域で、消費割引券をデジタル人民元形式で配布する試みが行われていることも注目される。

V-4-5. 実証実験を踏まえた今後の取り組み

中国人民銀行としては、これまでのデジタル人民元の実験状況に基づき、以下の改善を進めていくとしている。

第一に、現金及び銀行口座管理の考え方を参考に、さらにデジタル人民元に適した管理モデルを構築する。第二に、デジタル人民元の決済の効率化、プライバシー保護、偽造防止等の機能を向上させていく。第三に、デジタル人民元と既存の電子決済ツールとのインタラクティブ（双方向の接続）を推進していく。第四に、デジタル人民元に関するエコシステム（使用シーンの増加・多様化）を整備していく。

V-5. デジタル人民元の越境決済に向けた研究動向

V-5-1. 国際決済に向けた準備（SWIFTとの合弁会社設立）

2021年2月3日付ロイターによると、SWIFTは、中国人民銀行・デジタル通貨研究所と合弁会社を1月16日付で設立したことが明らかになった。名称は「Finance Gateway Information Services Company」で、登録資本金は1,000万ユーロ、SWIFTが55%出資、中国人民銀行等

が45%出資している。

法定代表者は黄美倫氏（SWIFT 中国地区総裁）、会長は程世剛氏（中国決済清算協会・副秘書長、当時、現在は楊文氏が総裁）で、4名の取締役のうち、3名はSWIFTから、1名は中国人民銀行・デジタル通貨研究所から穆長春所長が就任している。経営範囲は、情報システムの統合、データ処理、技術コンサルティングとなっている。

人民元の国際決済に関しては、2015年よりCIPSが稼働しており、SWIFTとの接続を前提にシステム設計と取引が行われている。SWIFTとCIPSの相互接続を通じたデジタル人民元の国際決済の研究についても、合弁会社の経営範囲に含まれている可能性がある。

V-5-2. マルチの取り組み

2021年2月24日、中国人民銀行は、香港、タイ、アラブ首長国連邦（UAE）の中央銀行と、中銀デジタル通貨（CBDC）に関する共同研究を始めると発表した（m-CBDC Bridge）。同研究は、分散型台帳技術（DLT）に基づくCBDCの多通貨同時決済を実現し、国際貿易における外国為替取引の利便性を高めるためのプロトタイプ開発を目的とするものである。国際決済銀行（BIS）の香港イノベーションハブによる支援を受けている。BISは、2022年10月26日、前述の四つの中央銀行が、m-CBDC Bridgeのプラットフォームを使って、総額2,200万ドル以上となる164件の越境決済と外国為替取引を行い、最初の実験が終了したと発表した。

BISは、2021年3月に公表した報告書の中で、自国向けに発行するCBDCをクロスボーダー決済に活用するための枠組みを三つのパターンに整理している。一つ目は、各々がCBDCを発行した上で、データ、技術、インターフェイス、規制や監督の面で標準化を図るものである。日本銀行等が参加する国際共同研究のモデルである。二つ目は、各々がCBDCを発行するが、技術や決済システムを共通化するも

のである。シンガポール金融庁とカナダ銀行の共同プロジェクト等がある。三つ目は、関係国がCBDCのシステムを統合するもので、CBDCによる多国間の決済プラットフォームを構築するものである。前述のm-CBDC Bridgeが該当する。

V-5-3. 香港との決済の実験

2021年3月30日、深圳市羅湖区政府、中国銀行、中国銀行（香港）との協力で、香港居住者による中国本土でのデジタル人民元の利用実験を実施した。香港居住者のうち、①頻繁に深圳を訪れる香港居住者で本土への通行証を持つ者（通行証を使った実名登録による認証）、②時折深圳を訪れる香港居住者で本土への通行証を持たない者（電話番号登録は義務付けるが匿名）が対象である。香港で使用している携帯電話にデジタル人民元アプリをダウンロードし、QRコードを示してPOS機器を通じて小口消費や商品購入の為に支払いを実験した。香港居住者は、実名情報の強度に基づき5タイプのウォレットを開設でき、中国銀行のカードとリンクして「第2タイプ」のウォレットにアップグレードした場合は、1回の決済で最大5万元まで利用が可能である。

続いて、2021年6月8日、香港金融管理局は「金融科技2025」戦略を公表した。同戦略の中で、①BIS香港イノベーションハブとの協力の下、リテール向けのデジタル香港ドル（e-HKD）の研究を始めること、②中国人民銀行との協力の下、デジタル人民元（e-CNY）の使用に関する香港での技術的テストを行い、香港及び中国本土居住者に対し便利なクロスボーダー決済サービスを提供していくこと、を明記した。

また、2021年12月9日付中国証券報によると、中国人民銀行・デジタル通貨研究所の穆長春所長は、同日の「香港国際金融センターの役割・展望」と題したフォーラムで、バイの協力プロジェクトでは、同行・デジタル通貨研究所と香港金融管理局との間で、第一段階の技術テスト、すなわち、香港にある中国本土銀行が香

港の指定店舗との間で、デジタル人民元のウォレットへのチャージ、移転、消費機能を展開するテストが終了したと説明した。現在は、第二段階のテスト（デジタル人民元システムと香港

のFaster Payment System（FPS、香港ドルまたは人民元での即時決済が可能）との接続）を展開中とのことである。

VI. 人民元国際化の今後の展望

VI-1. 21世紀の国際通貨体制における人民元の位置づけ（イメージ）

中国の第14次5カ年計画（2021年～2025年）やその関連資料の中で、国際通貨体制における自国の役割や目標を、以下の通り設定している。

- 第一に、グローバル経済金融ガバナンスに継続して積極的に参加し、グローバル経済・金融の安定を維持する。主要な多国間金融機関のガバナンス改革の深化を推進し、IMF及び世界銀行での出資比率及びガバナンス構造の更なる改善を推進し、中国の発言権と代表性を高め、中国の制度上の権利を強固にする。
- 第二に、G20（金融・世界経済に関する首脳会合）の推進等国際経済協力機能を発揮し、APEC（アジア太平洋経済協力）やBRICS（ブラジル、ロシア、インド、中国、南アフリカ共和国）等の制度的経済ガバナンス協力に建設的に参加し、更に多くの中国イニシアティブ・中国ソリューションを提起する。主要な多国間金融機関のガバナンス改革の深化を推進し、アジアインフラ投資銀行（AIIB）及び新開発銀行（NDB）のより良い機能発揮を支援し、国際金融のガバナンス能力を高め参画する。特に中国は2022年BRICS首脳第14回会議の主権を契機に、BRICS国家間の戦略的パートナーシップの深化を推進し、重要な国際上及び地域上の問題において更にBRICSの声を更に響き渡らせ、経済貿易財政金融、

政治安全、人文交流の「三つの駆動」と「BRICS+（プラス）」協力を拡大する。

- 第三に、二国間の対話メカニズムによって主要な経済体との協調・協力を強化する。二国間関係のうち、中露関係については新時代の全面的戦略連携を深化させ世界の平和・安全及びグローバルな戦略的安定のために中露を支柱となす一方、米中関係では、米国の対中政策の理性への回帰を推進し、米中関係を健全で安定的に発展する戦略枠組みの中に置く。

VI-2. 地域金融協力の中での人民元の位置づけ

地域金融協力のうち、2022年6月23～24日に北京で開催された第14回BRICS首脳会議における北京宣言では、IMFとの連携を前提に、以下の通り加盟メンバー間での金融協力を進めるとしている。

- 第一に、BRICSは、クォータ（出資割当額）をベースに、かつ十分な資源を有したIMFを中心とする強力で効果的なグローバルな金融セーフティネットワークを支援することを重ねて表明する。BRICSは、2023年12月15日までに予定通り第16次クォータの一般見直しを完了するよう呼びかけ、IMFの一時的資源への依存を軽減することで、新興市場と発展途上国の代表性が不足している問題を解決してIMFのガバナンスに実質的に参画し、最貧国や弱小国の発言権やクォータを保護する。BRICSは、外部の資源が充実した国が特

別引出権の貸与を通じて必要な国に支援を提供することを歓迎し、また、IMFの「強靱性・持続可能性トラスト（RST）」の設立に関する決定を歓迎し、早急な運用を期待する。

- 第二に、BRICSはグローバルな金融セーフティネットワークの強化及び既存の国際通貨・金融制度の補完に資する緊急時外貨準備相互融通制度（Contingent Reserve Arrangement、略称CRA、1,000億ドル規模）の重要性を認識している。BRICSはCRAの修正を支援し、CRAに関するその他関連規則の修正が進展することを歓迎する。BRICSはCRAとIMFとの間の協調枠組みの構築を支援する。手続き簡素化後のCRAの検討業務の一部として、BRICSは5カ国の中央銀行が共同で「2022年BRICS経済報告」を完成させることを歓迎する。

Ⅵ-3. デジタル人民元による国際決済

他に、デジタル人民元については、第14次5ヵ年計画では、「金融の供給側構造改革を推進」（第二十一章 第三節）の中で、「デジタル通貨の研究・開発を段階的に推進する」と明記されている。中国人民銀行としては、デジタル人民元を当面は国内のリテール決済に用いるとしており、また、具体的な発行スケジュールについては「あらかじめ設けず公表しない」とも説明している。

同時に、デジタル人民元の国際決済については、「新興分野での経済ガバナンス規則制定を推進する。具体的には、デジタル通貨のガバナンス協力を強化し、グローバルなデジタル通貨のコンプライアンス・立法・管理監督規則の制定に積極的に参加する。」という方針を示している。デジタル人民元に関する国際決済に関しては、中国人民銀行は、相手国との双方の通貨主権の尊重、関係国の法令・規制の遵守、CBDCに関する為替取引・管理監督面の協力メカニズムの確立が前提と説明している。同行

としては、世界各国のCBDCの研究開発動向や技術面での協力を踏まえ、デジタル人民元の国際決済方法を長期的な視野の中で検討していくことになろうが、人民元の国際化戦略の中で、三つのトリレンマ（自由な資本移動、固定相場制、独立した金融政策）を解決していくことが大前提となろう。

デジタル人民元の国際決済については、中国人民銀行・周小川前総裁の以下の発言がある（2021年4月22日付証券時報）。

- ボアオ・アジアフォーラムで、「デジタル人民元と人民元国際化の取り組みの間に関連はあるのか」、「デジタル人民元は今後まず一帯一路の展開においてクロスボーダーで使用されるのか」など、人民元の国際化とデジタル人民元のクロスボーダーでの普及・使用が内外の関心を集め、話題となっている。
- この問題に関し、周小川氏は2021年4月21日にメディアに対し、「デジタル人民元が今後のクロスボーダー決済においてどのような潜在力があるかは一方の方面のみの問題ではなく、人民元の国際化の過程で、人民元の使用シェアが増加するかを見るべきで、人民元の使用が増加すれば、デジタル人民元の使用も自然に増加する」と表明。また、「現在すべきことは、人民元の信用、自由な使用性を徐々に高めると同時にクロスボーダー決済システム等のインフラを改善することにある」と述べた。
- 「人民元の国際化は中国経済に左右されるもので、中国経済が成長を維持している中、人民元の安定性、交換可能性、実用性や、人民元建てポジションの投資が正常な預金や価値の保持・拡大につながっているかが全体的に考慮される」とし、「いずれにしても、人民元が国際通貨として一つの選択肢になるかは、徐々に進んでいくもので、市場主体が自主的に決定するものである」とした。

Ⅵ-4. 人民元国際化を進めていく上での当面の課題

人民元の国際化に関し、中国政府が5ヵ年計画などによる中長期的な展望を描いている一方で、当面の市場環境に対する変化にどのように対応していくかも課題となっている。

課題の一つ目が、2022年2月24日のロシア軍によるウクライナへの武力侵攻を契機とした中国を巡る外部の市場環境の変化である。同侵攻後、西側諸国を中心にロシアの主要な銀行をSWIFTから排除する金融制裁が発動されているが、中国政府はロシアとの通常の貿易・経済関係を維持するとしている。中露両国は、ロシアによるクリミア併合の2014年3月以降、中央銀行間による人民元建て通貨スワップ契約の締結、ロシアにおける人民元クリアリング銀行（中国工商銀行のロシア現地法人）の指定、中央銀行決済システム間協力、債券市場における協力を進めてきており、ロシアとの経済・貿易関係を維持する上で、ロシアの銀行がCIPSに新たに参加することなどによって、人民元建て決済を拡大する機会が到来している。実際、SWIFTが調べた中国本土以外の人民元の国際決済シェアを見ると、ロシアは、2022年4月の0.62%から、同年8月には香港（71.14%）、英国（5.75%）に次ぐ4.27%に上昇している。一方、新たな国際情勢の下での中露間の金融協力の進展は、中国の金融機関・企業が米欧からの二次制裁を受けるリスクを伴うものでもあり、中国当局としてはウクライナを巡る和平交渉を見極めつつ進めていく可能性も考えられよう。

課題の二つ目が、過去3年間の「ゼロコロナ政策」と2022年12月の経済再開（リオープン）により、証券・為替市場参加者のセンチメントが変化していることに対し、金融当局がどのように対応するかである。2022年は、市中感染者ゼロを目指す社会面ゼロ政策の徹底により経済活動が停滞したことへの影響が懸念され、外国人投資家による株式保有額は2021年12月末時点の3兆9,420億元から、2022年10月末

時点で2兆7,680億元にまで減少した（前掲図5）。同じく債券保有額は、2022年1月末時点の4兆1,517億元（債券市場全体に対する保有比率3.09%）から同年11月末時点で3兆4,011億元（同2.36%）にまで減少した（前掲図7）。この間、証監会としては、香港市場との連携強化及び人民元国際化の文脈の中で、2022年9月2日、①中国本土・香港間のストックコネクトの対象銘柄を拡大し、香港が主要上場先の外国企業やより多くの上海・深圳市場の上場会社を対象銘柄とすることを推進する、②香港で人民元建ての株式取引のプラットフォームを構築し、人民元国際化を後押しする、③香港で国債先物の導入を検討し、国債先物市場の対内・外の開放を推進する、方針を示している。ストックコネクトの対象銘柄の拡大は2023年3月13日に実施されるなど、中国本土向け証券投資制度の規制緩和も、準備の整ったものから実施されつつある。

課題の三つ目が、新たな人民元国際化の方針の下での越境決済環境の構築である。2022年8月10日に中国人民銀行が公表した同行の同年第2四半期（4～6月）の金融政策執行報告では、①人民元国際化を継続してかつ慎重に進めること、②人民元建て資本取引の交換可能性を着実に進めることを明記している。ところが、2022年10月に開催された中国共産党第20回党大会の政治報告では、「秩序立てて人民元国際化を推進する（有序推进人民币国际化）」と、「着実に」から「秩序立てて」に表現が変更されている。この表現の変更の背景には、「人民元国際化の速度を更に確固たるものとし、主体的かつ系統的な取り組みが更に強まる」と解説する研究者もいる（中国人民大学・国際通貨研究所・涂永紅副所長）。

この新たな人民元国際化の方針の下、2023年は、第一に、1月3日より、上海外国為替市場の取引時間が、現地時間午前9時30分開始から午後11時30分終了だったものが、翌日の午前3時までで終了時間が延長された。時差のある欧米の投資家向けの取引の利便性を高め、

人民元建て資産への投資魅力を更に高めるため等の措置としている。第二に、1月11日に商務部・中国人民銀行から共同で、対外経済・貿易に関わる企業の越境人民元建て決済支援のための通知が発出され、貿易取引だけでなく、銀行に対し海外市場における企業の人民元建て投融资の資金需要を支援するよう促している。第三に、3月30日までに、中国とブラジルとの間で、両国間の貿易や金融取引で、米ドルを介在させることなく、人民元とリアルで決済することで合意したことが伝えられた。第四に、3月28日、上海石油天然ガス取引センター（2015年3月設立）において、初めての人民元建ての液化天然ガス（LNG）取引の決済が中国海洋石油（CNOOC）と仏石油大手トタルエナジーズとの間で完了し、アラブ首長国連邦（UAE）産の約6万5,000トンが引き渡された。人民元建てLNG取引は、2022年12月9日にサウジアラビアの首都リヤドで開催された第1回中国・湾岸協力会議（GCC）サミットで、習近平国家主席が上海石油天然ガス取引センターの機能を十分に利用して石油・天然ガス貿易の人民元建て決済を進めることを提唱したことを受けた動きでもある。今後、同センターとしては、CIPSや国内外の金融機関等と協力しながら、安全で安定し効率の高い石油等の越境人民元建て決済システムを構築していく方針を示している。

Ⅵ-5. 最後に

人民元国際化は、あらかじめスケジュールを設けて、各段階にリニアに進んでいったのではなく、段階的に一つ一つ個別の課題を解決してきた。人民元クリアリング銀行の設置、人民元建て通貨スワップ協定の締結、RQFII運用枠の配分、越境証券投資に関する中国本土・香港間の相互取引制度（コネクト）等の中国固有の制度設計によって資本移動の規制緩和を行ってきた手法は、まさに通貨の「管理された国際化」とも言えるものであろう。

また、SDR構成通貨入りを起爆剤として市

場化改革を進める（金融資源の配分の効率化）という政策的意図が金融当局にあったものと思われるが、一足飛びに国際化を進めようとして資本流出を招くという教訓も得たことであろう。こうした国際化のプロセスそのものが、中国当局にとっての知的財産となり、今後、新興国や途上国の通貨の国際化を巡る技術支援時にも参照されていく可能性がある。

今後、人民元の国際化は、第20回党大会の政治報告で記載された「秩序立てて推進」という方針の下、国際情勢を踏まえ、戦略性を高めながら推進されていく可能性がある。また、上海市等主要な金融市場のある国内都市も、人民元国際化に向けた先行実験の役割が与えられている。特に上海では、オフショア人民元取引の実験を行うとしており、香港との関係で、どのような制度設計を行っていくのかも注目点である。

総じて、人民元の国際化は、国際金融市場での人民元の存在感を高めていく一方、国際金融のトリレンマの中で、自国の金融政策や為替政策の影響にも配慮して進めていかざるを得ない。その意味で、米ドル一極集中の国際通貨体制を見直し、非ドル決済の比重や人民元の国際的地位を高めつつも、第二次世界大戦後の米ドルのような国際公共財（基軸通貨）としての役割を果たそうとする準備までは整っているとは言いがたい。また、CIPSもデジタル人民元も、SWIFTという国際的な取引インフラを前提とした制度設計が行われており、中国独自の国際決済ネットワークを国際金融市場で構築するためには、国際金融界の既存のステークホルダーの賛意が必要であることに加え、ネットワーク構築に関するコスト（費用、時間）も中国単独では全て負いきれるわけではないという点も課題である。このため、当面は、RCEPやBRICSといった地域協力の枠組みでの自国通貨の役割・決済比率を高め、グローバルな国際金融の枠組みでのルール形成の主導権を狙い続けていくこととなるのではないかと。

参 考 文 献

- 小早川周司 (2019) 「中央銀行デジタル通貨に関する一考察—具体的な設計とそのインプリケーション—」, 明治大学政治経済研究所『政経論叢』第 87 巻, 第 3-4 号, pp. 91-131
- 関志雄 (2018) 「人民元の国際化に向けての課題—中国・地域・グローバルという視点に基づく考察—」, 財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』平成 30 年第 1 号 (通巻第 133 号)
- 関根栄一 (2016) 「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」『野村資本市場クォーターリー』2016 年冬号
- 中国人民大学国際通貨研究所 (2019) 『国際化する人民元 求められるマクロ・ブルーデンス管理』グローバル科学文化出版 (中国語)
- 中国人民銀行 (マクロ・ブルーデンス管理局) 『人民元国際化報告』各年版
- 中国人民銀行 (デジタル人民元研究開発業務グループ) (2021) 『中国デジタル人民元の研究・開発の進展に関する白書』 (英語)
- Eichengreen, Barry and Masahiro Kawai (2014), “Issues for Renminbi Internationalization: An Overview”, ADBI Working Paper Series, No. 454.
- BIS (2021), “Multi-CBDC arrangements and the future of cross-border payments”, BIS Papers, No. 115
- BIS (2021), “Central bank digital currencies for cross-border payments”, Report to The G20
- Takatoshi Ito (2011), “The Internationalization of the RMB: Opportunities and Pitfalls” Council on Foreign Relations
- 周小川 (2009) 「关于改革国际货币体系的思考」中国人民銀行