

人民元の国際化とデジタル化  
—国際金融システムへのインプリケーション—

# 中国人民幣元 国際化・デジタル化 の示唆

柯 隆  
Long Ke

福本 智之  
Tomoyuki Fukumoto

孟 渤  
Bo Meng



## 本政策研究について

本政策研究は、東京財団政策研究所の研究プログラム「人民元の国際化とデジタル化—国際金融システムへのインプリケーション」の研究成果である。本研究は東京財団政策研究所の研究プログラムとして実施されたものである。研究会は柯隆主席研究員のほか、福本智之客員研究員と孟渤客員研究員によって構成され、先行研究の論文サーベイや専門家に対するヒアリングおよび研究会が開催された。本研究の目的は研究課題の人民元国際化とデジタル化に関する事実解明だけでなく、今後の国際通貨体制および通貨協力に関する政策提言を行うことである。ここで、ヒアリングならびに研究会でのご報告をしてくださった専門家の皆様に心より謝意を表す。なお、本文のなかでそれぞれのパートの文責はそれぞれの執筆者に帰属するものであり、東京財団政策研究所を代表するものではない（執筆は、「2.3 中国経済成長の予測」を孟渤客員研究員が、「3.1 通貨国際化の条件」と「5.2 日本円の将来：国際化とデジタル化」を福本智之客員研究員が、担当した。それ以外は、柯隆主席研究員が執筆した）。

## 中国人民幣元 国際化・デジタル化の示唆

### 【研究プログラム名】

人民元の国際化とデジタル化—国際金融システムへのインプリケーション

【研究代表者】 柯 隆 東京財団政策研究所主席研究員

【研究分担者】 福本智之 東京財団政策研究所研究員  
孟 渤 東京財団政策研究所研究員

### 【本研究プログラムの紹介ページ】

[https://www.tkfd.or.jp/programs/detail.php?u\\_id=17](https://www.tkfd.or.jp/programs/detail.php?u_id=17)

### 【本政策研究に関するお問い合わせ】

東京財団政策研究所研究部門

E-mail : [pr\\_support@tkfd.or.jp](mailto:pr_support@tkfd.or.jp)

## 要 旨

---

・中国政府・人民銀行（中央銀行）は人民元国際化を進めている。人民元の国際化について決済機能だけでなく、準備通貨としての機能も強化されようとしている。人民元の国際化が中国通貨当局の思惑通りに進展するかどうかは不確定要因が依然多いが、それはドルを基軸通貨とし、ユーロや円等が存在する既存の国際通貨体制を脅かすほどのものではなく、あくまでもこれを補完する通貨としての国際化だと予想される。

・人民元国際化の取り組みはこれまで必ずしも順風満帆ではなかった。その妨げになっているのは国内の金融制度改革の遅れである。通貨を国際化する前提として、金融市場改革を推進するとともに、さらなる金融市場の開放を行っていかなければならない。

・一方、中国政府・人民銀行は人民元のデジタル化の導入を一部の地域で実験的に行っている。中国以外でも、中銀デジタル通貨（CBDC）の実験が一部の国で行われているが、主要国では導入までには至っていない。中国はデジタル人民元の導入を実験しながら制度設計を行い、実験で問題がみつければ、政府と人民銀行はその都度制度を修正する。こうした方式により、中国は他国と地域に先駆けてデジタル人民元導入の実験に踏み切ることができた。

・人民元のデジタル化の推進には、さらなる技術進歩が待たれると同時に、個人情報管理とセキュリティの問題等もクリアする必要がある。また、既存の Ali Pay や WeChat Pay などのスマホ決済とのすみわけも課題である。利用者はスマホ決済からデジタル人民元に乗り換える必要性を感じなければ、積極的にデジタル人民元を利用しようとはしない。この点は政府が決めるものではなく、市場が決めるものである。

・グローバル的には、地政学リスクが高まっているが、こうしたなかで、国際金融協力と通貨協力はいっそう重要になってくる。とくに国際金融協力において関係国間で金融犯罪を未然に防ぐために、金融取引情報の共有と金融市場の安定維持が不可欠である。日米欧を中心とする金融協力と通貨協力は中国を排除するものであってはならない。重要なのは中国を受け入れて、既存の国際ルールにしたがうよう働きかけることである。

・日中は金融協力をすでに進めているが、3年間のコロナ禍によって経済対話が中断されている。日中の金融協力は双方を利するものであり、日本にとって中国は最大の貿易相手国であると同時に、中国に進出している日本企業が中国経済に大きく寄与しているのも事実である。日中の国際貿易と金融取引を安定させるために、日中の通貨協力は不可欠である。

・最後に、米中対立の激化とコロナ禍をきっかけに多国籍企業は中国に集約されているグローバル・サプライチェーンの再編を行っている。ただし、日本企業にとって完全に中国を離れる、いわゆるゼロチャイナは考えにくい。ウィズチャイナ、中国と共存する、すなわち、中国でビジネスを続けながら、チャイナリスクを管理することが重要である。そのキーポイントの1つは人民元国際化とデジタル化における新たな戦略の構築である。日本企業の国際貿易に人民元を組み込んでいく必要性とそれに伴うリスクの管理が求められている。



# 目 次

---

要 旨 .....	i
目 次 .....	ii
序 章 .....	1
1. 分水嶺に差し掛かる中国経済の展望 .....	4
1.1 国力の定義と中国の国力 .....	4
1.2 改革・開放の継続か統制経済への逆戻りかの選択 .....	6
1.3 習近平政権の統治能力 .....	9
2. 中国経済の展望と人民元国際化の行方 .....	12
2.1 成長過程の通貨と景気減速過程の通貨のあり方 .....	13
2.2 金融の国際化と人民元の国際化 .....	15
2.3 中国経済成長の予測 .....	17
2.3.1 改革開放以来の中国経済成長 .....	17
2.3.2 長い歴史的視野からみる改革開放後の中国経済成長の「奇跡」.....	18
2.3.3 最近の中国の中長期的経済成長に関する予測 .....	19
2.3.4 中国の中長期的経済成長の要因分析 .....	20
3. 人民元国際化のロードマップ .....	27
3.1 通貨国際化の条件 .....	27
3.2 人民元国際化の進捗と課題 .....	28
3.3 人民元国際化の課題 .....	31
4. デジタル人民元の誕生とその意味 .....	35
4.1 人民元デジタル化と既存のスマホ決済の共存 .....	35
4.2 金融制度改革の遅れと中国経済の急減速 .....	37
4.3 デジタル人民元の制度設計 .....	39
4.4 デジタル人民元の導入と人民元の国際化 .....	40

5. 人民元の国際化・デジタル化と日本の通貨戦略 .....	42
5.1 通貨覇権争いか通貨協力か .....	42
5.2 日本円の将来：国際化とデジタル化 .....	43
5.2.1 円の国際化への取り組みと国際通貨としての変遷 .....	43
5.2.2 円の国際化の今日的意義 .....	45
5.2.3 円の国際化にとって何が重要か .....	46
5.2.4 円のデジタル化 .....	47
5.3 日中金融協力のあり方 .....	48
終章—政策提言 .....	50
参考文献 .....	52



## 序 章

---

一国・地域の通貨を国際化すること、すなわち、それを国際通貨にしていくというのは何を意味するものだろうか。そもそも通貨には価値の尺度、交換手段（決済機能）、価値の保存という3つの基本的な機能がある。通貨の国際化とは、一般的にこれらの諸機能を国際的な取引や金融において発揮し、ウェイトを高めていくことを指す。価値の保存といった場合、準備通貨としての役割も重要である。自国通貨が国際化した場合のメリットは国際貿易などの決済において為替リスクを管理しやすい点である。反対に通貨が国際化した場合のデメリットも考えられる。それは自国通貨が海外で流通し国際通貨としてのステータスを維持するためのコストである。

具体的に通貨の国際化を進めるうえで、どのような条件を満たさなければならないのだろうか。基本的に国際貿易などにおいて当該通貨が広く使われるには当該通貨が広く信用されなければならない。通貨に対する信認を得るためにはまず、その国の経済はそれ相応の規模が必要であり、その国の貿易と金融市場が開放されていなければならない。むしろ、いかなる国にとっても、貿易と金融市場を開放することはそれなりのリスクに晒されることにもなる。

それでも大国、とりわけ経済大国になれば、自国通貨の国際化を考える。経済のグローバル化が進むなかで、企業の直接投資と国際貿易においてどの通貨を使って決済するかは実際の投資と貿易取引と同等に重要な選択となる。結果的に、もっとも信用される通貨が基軸通貨となり広く利用される。現在、ドルは国際金融市場の主役になっており、ユーロ、円も相応の存在感を発揮している。石油、穀物、鉱物資源などのコモディティ貿易において各国がリスクのもっとも低い通貨を嗜好して決済を行う。したがって、基軸通貨の誕生はその国が目指す努力もあるが、同時に国際社会から広く支持されるコンセンサスも必要である。歴史的にみれば、ポンドやドルは、いずれも発行する国の強い経済力によって裏付けられていたと同時に、国際社会で広く受け入れられたという事実を忘れてはならない。

こうした文脈を踏まえ、中国が目指す人民元国際化の戦略的目的と実現可能性およびその影響を検証することが本研究の目的である。振り返れば、中国は長い間、外貨不足に悩まされてきた。1994年まで、中国は実質的に人民元と外国人専用の外貨兌換券（FEC）からなる二通貨体制だった。それを導入した狙いは外貨が個人に流れていかない為替集中制度にあった。1990年代に入ってから、貿易黒字が順調に拡大し、外貨不足が緩和された。それを受けて、1994年、中国政府は外貨兌換券の発行を廃止し、人民元に一本化され外国人でも人民元で買い物をすることが可能になった。それから2年後の1996年、中国政府は経常収支に関する自由兌換を宣言し、IMF8条国に移行した。表1に示した中国金融改革年表を参照されたい。

表1 中国金融改革年表

1990年	上海証券取引所設立
1991年	深セン証券取引所設立
1993年	中国共産党第14期三中全会 「社会主義市場経済」に向けた取り組み
1995年	国家專業銀行について、政策性金融機能を分離したうえで（政策性銀行を設立）、商業銀行に機能転換
1996年	全国統一銀行間コール市場設立 外為管理条例を公布、貿易等經常取引における人民元の兌換性を原則実現（いわゆるIMF8条国に移行）
1997年	アジア通貨危機 全国統一銀行間債券・債券レポ市場設立
1998年	国有商業銀行への財政資金による資本注入
1999～2000年	国有商業銀行の不良債権のAMCへの分離
2001年	中国のWTO加盟
2003年	人民銀行から銀行監督部門を分離、銀行業監督管理委員会を設立
2004～2010年	4大国有商業銀行に順次資本注入。株式会社を経て内外市場で上場
2005年	4月株式市場における非流通株改革開始。7月為替制度改革開始
2007年	上海・香港取引所の株式取引の相互乗り入れ解禁
2013年	中国共産党第18期三中全会 「改革の全面的な深化」
2015年	民営銀行設立認可
2017年	第5回全国金融工作会議開催。國務院金融安定發展委員会設立 本土・香港の債券相互取引（ノースバウンドのみ）が可能化
2018年	銀行業監督管理委員会と保険監督管理委員会を統合
2019年	QFII、RQFIIの枠、ロックアップ期間を撤廃
2019～2020年	米中經濟摩擦の激化

資料：公表情報を基に筆者作成

当初、朱鎔基首相（当時）は2000年までに資本取引の自由化を目指したといわれているが、1997年にアジア通貨危機が勃発し、東アジアの多くの国が外貨不足に陥った。それを受けて、中国政府はさらなる金融市場の開放を先送りした。2001年、中国は念願の世界貿易機関（WTO）加盟を果たした。それをきっかけに多国籍企業を中心に外国企業は中国の安い労働力を利用すべく工場を中国に集約させるだけでなく、物流や流通などのサービス業も中国に集約されていった。中国の南部沿海部で機械やエレクトロニクスなどの産業クラスターができあがり、中国は徐々に世界の工場になっていった。

2008年、北京五輪が開催され、2010年上海で万博が開催された。これらの国際イベントを契機に高速道路や高速鉄道などの交通インフラなどが急ピッチで整備された。それを受けて、中国経済は高成長を果たし、2010年にドル建て名目GDPは日本を追い抜いて、世界2位になっ



た。このようにして経済力が強化されたからこそ、中国で人民元国際化の気運が高まったのである。

しかし、中国は伝統的な重厚長大産業が飛躍的に成長し、生産量でみた場合、多くは世界一を誇るようになった。他方、多くの最先端技術では先進国に及ばず、とりわけ、精密機械や半導体などについては、先進国企業との技術レベルの格差が一向に縮まらない。そのなかで、中国のデジタルサービス産業は、世界をリードするまでに躍進した。アリババやテンセントなどのテック企業はその代表格といえる。アリババは電子商取引からスタートし、スマホ決済（電子決済）の Ali Pay が広く使われている。テンセントは SNS を中心にデジタルサービスを提供しているが、Ali Pay と同様の機能をもつ WeChat Pay を開発し、中国国民に広く利用されている。中国社会では、以前は偽札が横行していたが、時代はキャッシュレスの社会になった。電子決済に背中を押されたかたちで人民元デジタル化の機運が高まっていき、中国政府は人民元デジタル化の実験を開始した。デジタル人民元は主として国内での流通を目的に準備が進められているが、同時に、人民元の国際化にも役立てたい意向も透けて見える。本研究では、人民元のデジタル化の内実を考察しながら、そのポテンシャルと人民元の国際化との関係性について模索することにする。

# 1. 分水嶺に差し掛かる中国経済の展望

---

中国経済はすでに世界2位の規模にまで成長している。外貨兌換券が廃止された1994年、中国のGDPの世界シェアはわずか2%だったが、2021年には18.1%と急拡大した（同年のアメリカは23.9%、日本は5.1%）。中国政府が人民元を国際化しようとする背景には、このような急激な経済成長があると思われる。ただし、経済規模の拡大だけでは、人民元の国際化は難しい。同時に、金融市場を開放し、関連の法整備も進める必要がある。人民銀行（中央銀行）元行長の周小川氏は2018年8月、北京で開かれた金融フォーラムで「人民元の国際化は一直線に進むものではなく、ときには加速し、ときには減速する。しかし、長い目でみれば、人民元国際化について前途は明るい」と述べている<sup>1</sup>。周氏のこの発言は2018年に行ったものだが、目下の中国経済は当時と比較して、コロナ禍により強い向かい風が吹き荒れている。経済が持続的に成長しなければ、人民元国際化の政策目標も遠のくことになる。

2022年12月、北京大学国家発展研究院副院長の黄益平教授は、「これまでわれわれは人民元国際化について政策的目的をより強調してきたが、これからは貯蓄機能の強化に重点を置く必要がある」と述べている。黄教授が主張する貯蓄機能の強化とは何を意味するものだろうか<sup>2</sup>。

黄教授の主張する文脈は、新興国がドル建て資産と負債に過度に依存している現状と関係する。基軸通貨ドルの金利は2022年、425BP引き上げられた。これはドル建て債務を多く抱える新興国にとって大きな負担となっている。また、中国にとってみても、金利負担を軽減するために、人民元の国際化を推進し、ドル建て負債を減らし、人民元建て資産を増やすことができれば、対外債務と国内資産のミスマッチを回避することができるだろう。換言すれば、今こそ人民元国際化を推進するチャンスであると考えているようだ。

## 1.1 国力の定義と中国の国力

21世紀は中国の世紀といわれていた。上述したように、中国のGDPは2021年世界のGDPに占めるシェアが18.1%にまで成長した。それを受けて、中国の経済規模は2030年ごろ、アメリカを追い抜く可能性があるといわれていた（英国シンクタンクCEBR）。2013年3月、習近平政権は正式に誕生した。習政権が14億人の人民に呼び掛けた「中国の夢」は中華民族の偉大なる復興と強国復興である。歴史学者Fei-Ling Wangは、その著書「The China Order（中華秩序）」のなかで、「習近平氏は秦王朝と漢王朝のようなGreater Chinaを築こうとしている」と述べている。

---

<sup>1</sup> <https://www.reuters.com/article/china-forex-yuan-idJPKBN1KX0TP>

<sup>2</sup> <https://finance.sina.com.cn/roll/2022-12-17/doc-imxwyscp9989858.shtml>

中国の国際貿易はすでに世界一の規模を誇っている。2000年代に入ってから、多国籍企業は世界に点在する工場を中国に集約させ、中国を軸にグローバル・サプライチェーンが形成された。その結果、中国は世界の工場となったのである。習近平政権執行部は中国の国力がアメリカにあと一步のところまで近づいている。中国抜きでは、世界は何もできない。再び中国は世界の中心となったと間違いなく信じているはずである。

実際に国力はどのように定義されるのだろうか。

Ray S. Cline (1975) は「The power of nations in The 1990s」のなかで、国力を次のように定義している。

国力 = ((人口 + 領土) + 経済力 + 軍事力) × (戦略目的 + 国家意思)

そして、Robert W. Cox & Harold K. Jacobson (1973) は国力について、

国力 = GNP + 一人当たり GNP + 人口 + 核戦力 + 国際的威信、と定義している。

習政権が目指す強国は Ray S. Cline の定義するモデルに近いものである。すなわち、経済力と軍事力を強化して、領土を拡張することができれば、習主席が呼び掛ける中華民族の偉大な復興を実現できると考えているのであろう。

1971年、中国は国連復帰を果たした。74年、国連総会で鄧小平は「中国は永遠に覇権を求めない。仮に中国がいつか覇権を求めたら、全世界はみんな立ち上がって中国を打倒してください」と述べた。その後、鄧小平は毛沢東に追放され一時は失脚したものの、1977年に復権した。ただし、当時の中国経済のバランスは大きく崩れ極端に困難な状況にあった。鄧小平時代の中国は覇権を求める余力がなかった。経済力を強化するために、鄧小平は段階的に自由化を進め、改革・開放の方向へ方針転換した。改革・開放への方針転換に込められた重要な意味は、毛沢東時代に実施されていた計画経済に終止符を打ち、中国経済を回復軌道に戻すことが狙いだった。

改革・開放が始まった1978年から習政権が誕生する2013年までの35年間、中国経済は奇跡的な成長を成し遂げた。中国経済成長に関する詳しい考察については、2.3を参照されたい。中国経済が離陸し、2010年に世界2位の規模にまで成長できた背景について、ここで概略を示しておこう。

マクロ経済の理論を踏まえて考えれば、中国経済が奇跡的な成長を成し遂げた背景には、労働、資本と生産性についていずれも成長をけん引してポジティブに働いた要因がある。まず、1980年代、中国には大量の余剰労働力があつた。そのままにしておくと、高い失業率は深刻な社会不安をもたらすことになりかねない。そして、資本が極端に不足していた。さらに、国営企業体制<sup>3</sup>において工場の生産性が極端に低かつた。

鄧小平が推進した改革・開放の真髄は国内で漸進的に自由化を進め、対外的には華僑資本と

<sup>3</sup> 研究者の間でも、中国の国営企業と国有企業を区別せずに使用する者が散見されるが、本研究では、1990年代半ば朱鎔基首相(当時)が国営企業の株式化を推進するまで政府が直接国営企業に関与していたことから、国営企業と呼ぶことにする。90年代半ば以降、国営企業の株式化が進められ、経営と所有が分離された。それ以降の国営企業を国有企業と呼ぶことにする。

外国資本を受け入れることだった。それによって、国内の余剰労働力と華僑資本・外国資本を組み合わせ活用し、経済成長に結びつけた。華僑資本・外国資本を受け入れるプロセスで、技術的に遅れている国営企業は外国企業から技術と経営ノウハウを学ぶことができた。

2013年までの35年間を振り返れば、全要素生産性（TFP）の向上による収益性向上が、資本と労働の投入を促進する好循環が続いていた。マクロ経済の規模は拡大して、世界2位になった。しかし、ここで問われるのはやはり中国の国力である。中国はすでに経済大国になっているが、中国政府の公式見解としては、依然として中国は発展途上国であると主張している<sup>4</sup>。中国のドル建て名目GDPは世界2位になっているだけでなく、2022年の一人当たりGDPは12,733ドルになった。繰り返しになるが、中国は発展途上国ではなく、中所得国であるというべきである。中国の国力もそれ相応のレベルにあるとみるべきであろう。

あらためて中国の国力を確認しておこう。

Ray S. Cline が定義した国力に基づいて考えれば、中国の人口はすでに減少しているといわれている。ただし、中国の人口減少はコロナ禍などによる一時的なものか、それとも構造的な原因によるものかを見極める必要がある。少なくとも、2023年の全人代における李克強首相（当時）の政府活動報告や中国政府関係省庁の政策をみると、人口減少を食い止めようとしているのは明白である。実際に、人口減少を食い止めることができるかどうかは事後的に検証されることになる。一方、領土について実質支配の領土を拡張しようとしているが、目的達成は簡単ではない。経済力は最重要な変数であり、経済成長を維持できるかどうかがかぎとなる。軍事力については、年々軍事予算を増やしているが、量で測った場合、中国の軍事力はかなりレベルアップしたが、質で測った場合、どこまで軍事力が増強できたかは未知数である。このように考えれば、習政権が呼び掛けている中華民族の偉大なる復興という「中国の夢」を実現するのはそう容易なことではないだろう。

## 1.2 改革・開放の継続か統制経済への逆戻りかの選択

これまでの40余年の改革・開放において、胡錦濤政権（2003～2012年）はもっとも幸運な政権だったといえる。胡錦濤政権は前政権（江沢民政権）から引き継いだ「富」<sup>5</sup>があり、しかも、2つ重要な国際イベント（夏季北京五輪と上海万博）が開催され、それに関連する交通インフラが整備され、中国経済は高成長を成し遂げた。2009年、世界経済はリーマンショックの危機に直面していた。同年、ピッツバーグで開かれたG20首脳会合に参加した胡錦濤主

<sup>4</sup> 一人当たりGDPでみた場合、中国は発展途上国ではなく中所得国になっている。中国政府の幹部および中国国内の学者は、中国は依然発展途上国であると主張している。その論拠は、経済発展の不均衡にある。すなわち、経済発展が進んでいる地域の分野がある一方、依然、キャッチアップできない分野と地域がある。とくに、アメリカなどの先進国と比較して、中国の一人当たりGDPはアメリカの7分の1しかなく、世界の60位前後に位置する。（我が国は依然世界最大の発展途上国」北京外語大学教授韓震 <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1599132016405527339&wfr=spider&for=pc>）

<sup>5</sup> 北京大学張維迎教授（経済学）の言葉でいえば、それは改革・開放のボーナスと表現されている。



席は突然、中国が責任のある大国という姿勢をみせて、4兆元（当時の為替レートでは、約56兆円）の財政出動を発表した。同サミットに参加したほかの国の首脳から広く称賛を得た。

実は、中国国内でも、この4兆元の財政出動については賛否両論があった。国務院参事の陳全生（当時）は4兆元の景気刺激策について「薬を飲めば、副作用も避けられない」と評した。UBSチーフエコノミスト（中国担当）Wang Taoは「景気刺激策は雇用創出にとって有効だったが、コストもあった。それは不良債権などの問題をもたらされた」と指摘した。それでも、4兆元の財政出動によって、中国経済は2桁成長を実現し、その結果、ドル建て名目GDPは2010年に日本を追い抜いた。

中国政府の政策立案について、通常のことだが、ある政策を決定するにあたって、トップダウンで進めるため、事前の検証と中身の詰めを十分に行わずに、恣意的になされることが多い。そのメリットはスピード感があることだが、「犠牲」（コスト）も大きい。結果的に胡錦濤前主席から政権を引き継いだ習政権はそれまでの高成長路線を維持できなくなり、6～7%の「中高成長」（中成長）路線を容認せざるを得なくなった。それを「新常态」（ニューノーマル）と定義した。問題はそれでも経済成長の減速が止まらないことにある。胡錦濤政権の後期、2010年の実質GDPの伸び率は10.6%だったが、習政権になった2013年は7.8%に下がり、コロナ禍が起きる前の2019年は6.1%になった。2020年以降、コロナ禍の影響により中国経済は大きく乱高下するようになり、2022年の中国経済は3%に落ち込んだ。

なぜ中国経済は減速の一途を辿ったのだろうか。

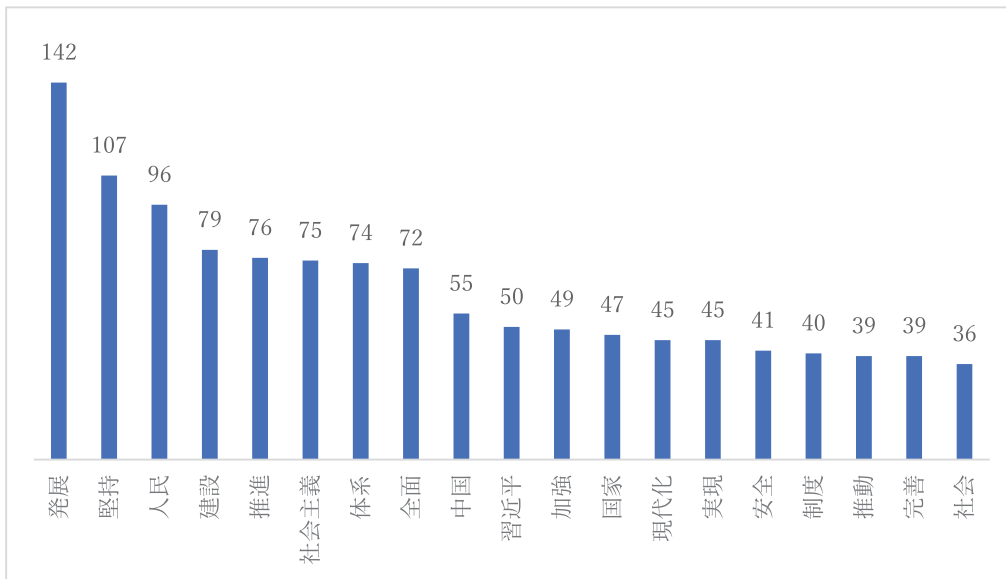
長い目でみれば、中国経済の規模が拡大するにつれ、成長が徐々に減速するのはむしろ自然な姿といえる。習政権が誕生した当初、習主席も李克強首相も演説のなかで市場メカニズムが適切に機能するように制度改革を進めると述べた。問題はその後の政策運営においてむしろ経済統制が強化され、国有企業に政策を傾斜させ、民営企業に対する締め付けが強化され、市場メカニズムが十分に機能しなくなったことだ。そのなかで長い間、中国経済成長を支えてきた人口ボーナスも2022年、総人口の減少が発表され、人口オーナスとなっている。他方、対外的に中国の輸出と技術がもっとも依存しているアメリカと激しく対立している。総括すれば、中国経済が減速する局面において構造問題と政策運営のミスが重なって、経済成長は減速の一途を辿るようになった。

これまでの40余年間の中国経済の歩みを振り返れば、改革・開放を躊躇なく進めたときは、経済も順調に成長してきた。逆に、イデオロギーの論争が過熱化する局面においては経済成長が減速してしまう。なぜ中国経済がこのような動きをみせるかについて、中国政府・共産党は一貫して、経済成長は必要だが、過度な自由化が共産党一党支配の政治体制にとって脅威になるとの姿勢を崩していない。だからこそ共産党の綱領でも一貫して中国の特色である社会主義路線を堅持するとしている。結論的にいえば、政府・共産党が経済に過度に関与すると、市場メカニズムの機能が妨げられ、結果的に経済成長が減速してしまうのだ。

これまでの40余年間、中国経済は右（資本主義）と左（社会主義）の間でぶれながら成長



図1 中国共産党第20回代表大会活動報告に関する習主席演説における最頻出語句 TOP20



資料：中国共産党中央委員会

してきたが、習政権になってから、政策運営は左のほうへ方針が転換された。図1は2022年11月に開かれた共産党第20回代表大会の活動報告に関する習主席演説における最頻出語句TOP20だった。そのなかに、改革も開放も含まれていない。

習政権のポリシーメイキングは明らかに左寄りになっている。習主席は2016年に開かれた国有企業座談会で「国有企業をより大きくより強くしていく」と呼び掛けた。2018年、習主席は民営企業経営者を招集し、民営企業座談会を開催した。そのなかで、民営企業の重要性を強調した。しかし、その後の政策運営をみればわかるように、大型民営企業に対する締め付けが強化されている。2022年12月、経済成長が大きく落ち込んでしまったのを受けて、中央経済工作会議における談話のなかで、「民営企業を発展・増大させる」と呼び掛けた。このような談話をみると、民営企業政策が変わっていないように聞こえるかもしれないが、実際は大型民営企業が窮地に立たされているのは事実である。

一方、国有企業について、政府はM&Aによって国有企業を大きくすることはできるが、強くすることはできないはずである。逆説的にいえば、政府は国有企業を強くすることができれば、1977年、鄧小平は改革・開放の推進ではなく、国営企業を強くする必要があった。ここで、決して国有企業不要論を主張しているのではなく、電力や水道、交通など公共サービスの安定供給を考えれば、国有企業が担うことも重要である。しかし、国有企業のビジネスを急速に拡張させることは民業を圧迫して逆に経済成長を妨げることになる。

そのうえ、習政権は共産党の統治が台頭してくる民営企業に脅かされるのを心配して、民営企業に対する締め付けを強化している。これは明らかに今までの改革・開放政策に逆行するものである。

2017年10月、中国共産党中央委員会統一戦線部副部長の冉万祥氏は記者会見で、民営企業

の重要性について、「民営企業による国家税収への寄与度は5割に達し、GDPに占める割合は6割であり、ハイテク技術企業の割合は全体の7割であり、都市部の雇用創出への寄与度は8割に上り、民営企業による新規雇用の創出は全体の9割に上る」と述べた<sup>6</sup>。

しかし、その後の政策実施は必ずしも冉万祥氏のいうように進められていない。総じていえば、中国の民営企業は市場へのアクセスと融資において差別されている。そのほかに、アリババグループのアント・フィナンシャルは2020年11月、上場予定日の3日前に突然、止められ上場が延期させられた。アント・フィナンシャルの上場が延期させられた背景について、関根栄一・宋良也（2021）を参照されたい。ここでその背景について簡単に概略を説明しておく。

アント・フィナンシャルの上場が延期させられたのは、テック企業としてアリババグループのアント・フィナンシャルが金融サービス業に参入することの影響を政府は懸念していたのである。1つの事実として、中国では、金融サービス業は国有金融機関の独占領域である。そこに民営のアント・フィナンシャルが参入するのが認められるとは思えない。もう1つはアリババの創業者馬雲（以下、ジャック・マーと呼ぶ）は政府の規制に強い不満をもっており、随所で当局に対する批判を展開していた。それを問題視した金融当局はアント・フィナンシャルの上場延期を決めた。こうしたなかで、創業者ジャック・マーによるアリババグループに対する支配がかなり制限されるようになった。

むろん、こうした政府の介入はアント・フィナンシャルに対する個別の事案だけではない。SNS大手のテンセントはマネーロンダリング防止規則に違反したとして巨額の罰金が課せられた<sup>7</sup>。さらに配車アプリ大手の滴滴出行に対して、中国政府は違法な個人情報を収集したとして、巨額の罰金を課した<sup>8</sup>。それに加え、中国学習塾最大手の新東方教育科技集団が政府の締め付けを受けて、従業員の大半を解雇し、事実上廃業に近い状態に陥った<sup>9</sup>。これらの措置が適切なものかどうかについてはさらなる検証が必要だが、いずれも民営企業ということを考えれば、当局は民営企業に対する締め付けを強化して、その他の民営企業に対する重要なメッセージとしている。これでは、中国経済の成長は見込めない。

### 1.3 習近平政権の統治能力

中国の企業経営者および中国に進出している外国企業の投資家とビジネスパーソンは習政権がいったい何をしようとしているのか、戸惑っているはずである。なぜならば、習政権の政策運営はぶれが大きすぎる。しかも、政策アナウンスと実際の政策には大きなギャップがあって、政策実行の現場は混乱に陥りやすい。たとえば、3年間のコロナ禍において、ウイルスの感染

<sup>6</sup> [http://www.xinhuanet.com/politics/19cpcnc/2017-10/21/c\\_129724207.htm](http://www.xinhuanet.com/politics/19cpcnc/2017-10/21/c_129724207.htm)

<sup>7</sup> <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOGM1498E0U2A310C2000000/>

<sup>8</sup> <https://jp.reuters.com/article/china-didi-global-idJPKBN2OU0W8>

<sup>9</sup> [http://www.xinhuanet.com/politics/19cpcnc/2017-10/21/c\\_129724207.htm](http://www.xinhuanet.com/politics/19cpcnc/2017-10/21/c_129724207.htm)

を防ぐためのゼロコロナ政策はやむを得ないとしても、政策アナウンスが十分に行われなかったため、どこまで人々の行動制限を実施するかについて、現場任せにしてしまった結果、混乱が生じた。政策運営の鉄則は連続性と一貫性である。朝令暮改の政策運営は経済と社会を不安定化させるだけである。

これまでの10年間、民営企業にとって彷徨いの10年だったといえる。しかも、既存の大型民営企業が締め付けされるなか、新たなリーディングカンパニーが生まれていない。1.2で挙げた事例は氷山の一角に過ぎない。2022年、中国経済はかつて経験したことがないほど急減速している。ゼロコロナ政策によって中国経済はゼロ成長に陥った。中国国家統計局が発表した統計では、2022年第2四半期の実質GDP伸び率は0.4%だった。これ以上ゼロコロナ政策を続けると、中国経済は間違いなくクラッシュすると思われた。12月になって、中国政府は何の予告もなく突如としてゼロコロナ政策を転換した。同時に、前述した中国共産党中央経済工作会議が開かれ、習主席が行った報告のなかで、民営企業について次のように述べている。

「制度および法律を以て国有企業と民営企業を平等に扱い、政策および世論において民営経済および民営企業の発展を鼓舞し支えなければならない。法律に基づいて民営企業の財産権および企業家個人の財産と利益を保護する。各レベルの幹部は民営企業のために難題を解決し、新たな政商関係を構築する<sup>10</sup>。」

ここでいわれている言葉のすべては正論であるが、これまでの締め付けとのギャップを民営企業家はどのように受け止めているのだろうか。右往左往する経済政策と恣意的な政府部門による経済への干渉によって、多くの民営企業の経営者は落ち着いてビジネスに没頭することができなくなっている。それだけでなく、理不尽なゼロコロナ政策と突然の政策転換によって、企業家は家族を連れて海外に移住している。本来ならば、電子商取引（EC）を展開するアリババにとって、コロナ禍において大きなビジネスチャンスになるはずだが、創業者のジャック・マー氏はヨーロッパ、アメリカ、日本などを巡りなかなか中国に戻ろうとしなかった。中国不動産王の一人である潘石屹は家族を連れて、アメリカに移住した。むろん、その金融資産のほとんどは事前に海外に持ち出された。これは決して個別な事例ではない。ゼロコロナ政策が転換されてから、富裕層とエリート層の海外移住が加速している。

中国の古典「礼記」には、「天下を平らかにしたければ、まず、国家を治める。国家を治めたければ、まず、家を整える。家を整えるには、まず、自分の行いを正しくしなければならない」という一節がある。このような考え方を踏まえて、習政権の出自を検証しておこう。

表2に示したのは、習政権の19回党大会常務委員会常務委員たちである。俗にいうチャイナ・セブンである。毛沢東が文化大革命を引き起こしたのは1966年5月16日だった。その日を境に、中国のすべての学校は教育を取りやめ、その学生は毛を守る紅衛兵になった。彼らは

<sup>10</sup> <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1752469813816146551&wfr=spider&for=pc>

表2 習政権の19回党大会常務委員会常務委員

	肩書	誕生	文革開始時（66年）の年齢
習近平	党総書記・国家主席	1953年	13歳（中1）
李克強	国務院総理	1955年	11歳（小5）
栗戦書	全国人民代表大会常務委員長	1950年	16歳（高1）
汪洋	政治協商会議主席	1955年	11歳（小5）
王滬寧	中央政治局書記	1955年	11歳（小5）
趙楽際	規律委員会書記	1957年	9歳（小3）
韓正	国務院常務副総理	1954年	12歳（小6）

資料：柯隆『「ネオ・チャイナリスク」研究 ヘゲモニーなき世界の支配構造』（慶應義塾大学出版会、2021年）

表3 習政権の20回党大会常務委員会常務委員

	肩書	誕生	文革開始時（66年）の年齢
習近平	党総書記・国家主席	1953年	13歳
李強	首相（予定）	1959年	7歳
趙楽際	全人代常務委員長（予定）	1957年	9歳
王滬寧	政治協商会議主席（予定）	1955年	11歳
蔡奇	党中央書記長書記	1955年	10歳
丁薛祥	筆頭副首相（予定）	1962年	4歳
李希	党中央規律検査委員会書記	1956年	10歳

資料：中国共産党中央委員会 <http://www.news.cn/politics/leaders/>

毛を守る大義名分で教師などの知識人を迫害した。表中のチャイナ・セブンの全員は元紅衛兵である。そして、表3に示したのは習政権の20回党大会常務委員会常務委員たちである。この新たなチャイナ・セブンも同じくすべて元紅衛兵である。むろん、ここで、元紅衛兵による統治は必ずしも経済を不安定化させると断言することはできないが、紅衛兵世代が受けた毛沢東思想の影響とルールを軽視する性格などを考えれば、その政策運営が不安定化しがちになると予想される。



## 2. 中国経済の展望と人民元国際化の行方

---

常識的に考えれば、経済力の弱い国の通貨は国際化しない。信用力のない国の通貨も国際化しにくい。この点についてあらためて検証する必要はなかろう。一般的に一国の経済が発展していくプロセスのなかで、その国の金融市場も徐々に開放され、自由化も進んでいくのは自然の流れである。金融仲介の基本は貯蓄主体の家計部門から投資主体の企業部門に資金を仲介していくことである。それは銀行を中心とする間接金融と証券市場を中心とする直接金融からなる。金融仲介、すなわち、資源配分が効率化すれば、その国の経済も順調に成長していける。

このような文脈を踏まえて中国経済の発展と金融自由化の進捗を考察すれば、経済成長に比べ、金融の自由化は多少遅れてはいるが、少しずつ進んでいるのも事実である。

毛時代の中国は計画経済だった。当時、人民銀行は中央銀行というよりも政府部門の出納係のような存在だった。1990年代半ばまでに、人民銀行が行っていた市中銀行業務が分離され、市中銀行（国営銀行）として中国銀行、工商銀行、建設銀行と農業銀行からなる専門銀行体制となった。専門銀行は、それぞれの業務に専念し、他の分野へ参入できないというシステムだった。具体的には、中国銀行は外国為替、工商銀行は都市部金融、建設銀行はインフラ金融、農業銀行は農村金融とそれぞれの業務が制度的に制限され、相互参入が禁止されていた。

1995年、中国経済が離陸したのを受けて、朱鎔基首相（当時）が主導して、国有専門銀行を国有商業銀行に転換する改革が進められた。国有専門銀行と国有商業銀行について何が違うのだろうか。国有専門銀行は計画経済の産物であり、その融資について政府が関与していたとされる。国有商業銀行は融資にあたって、政府部門の関与を受けずに自主的に行うことが目的である。国有商業銀行の経営自主権を担保するために、同年、「商業銀行法」が制定された。中華人民共和国の歴史において金融立法の制定ははじめてのことである。そのなかで、商業銀行は融資にあたって、政府部門の関与を受けずに、自主的に実施するとの条文が盛り込まれた。むろん、「商業銀行法」が制定されたからといって、国有銀行の融資は政府部門の関与を完全に拒否できるわけではない。大きな変化といえば、専門銀行時代の業際規制が取り除かれたことによって国有銀行間の競争が促された。

その後、前述したように、外貨不足が大幅に緩和され、1996年に經常取引について自由兌換ができるようになり、IMF8条国に移行した。中国は2001年にWTOに加盟し、金融市場を含む中国市場を大幅に開放することを約束した。これらの約束は概ね履行されたが、金融市場の開放は十分に行われていない。

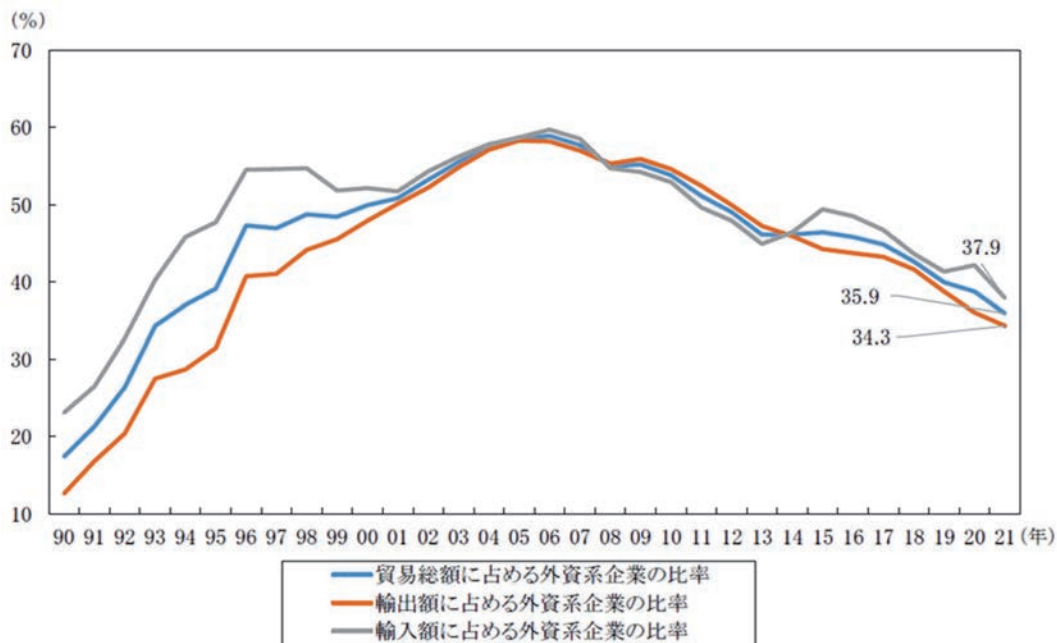
なぜ中国政府は金融市場開放について躊躇しているのだろうか。金融市場の開放が遅れるなかで人民元の国際化を実現できるのだろうか。ここで、経済発展と人民元国際化の相関性について考察することにする。



## 2.1 成長過程の通貨と景気減速過程の通貨のあり方

これまでの30年間、冷戦の終結を受けて、世界経済は急速にグローバル化した。Branko Milanovic & Shlomo Yitzhaki (2003) は91か国に対するリサーチを行って、資本と労働の移動を軸に世界経済のグローバル化を検証した。経済グローバル化の合理性はリカード比較優位説によって説明される (David Ricardo (1821))。比較優位説とは、それぞれの生産主体は自身のもっとも優位で機会費用の少ない財の生産に特化して、利益を最大化するという考え方である。冷戦下において毛沢東は自力更生を呼び掛け、中国国内でフルセット型の産業構造を構築しようとした。結局、比較優位の財を生産して輸出できず、比較優位のない財も作らなければならなかった。マクロ経済全体の全要素生産が低く、経済はほとんど発展しなかった。否、それだけでなく、中国経済はバランスが崩れ、物不足により配給制の導入を余儀なくされた。

図2 中国の貿易に占める外資系企業の比率



注:中国税関総署統計を基にジェトロ作成。以下の記事を参照:JETRO「外資系企業の貿易は2割増もシェアは低下、民営企業が牽引」添付資料、2022年2月7日、<https://www.jetro.go.jp/biznews/2022/02/b9dd0cb8ad7b51cf.html>、参照日 2023-01-05  
資料:中国商務年鑑 2021年版

鄧小平がリカードの比較優位理論を理解していたかどうかは不明だが、リアリストの鄧小平は余剰労働力と資本との結合の重要性について考え、改革・開放を推進した。結果的に、中国はこれまでの30余年間、経済のグローバル化の最大の受益者になり、経済の高成長を成し遂げた。とくに、改革・開放初期段階において1980年、一人当たりGDPは200ドル未満だった。一人当たりGDPが3,000ドルに達したのは、北京五輪が開催された2008年だった。それまで、

内需による経済成長の牽引に期待しても限界があった。貿易黒字を維持する重要性は先進国から設備などの資本財を輸入することにある。

2001年中国は念願のWTO加盟を果たし、改革・開放政策は大きく結実した。多国籍企業を中心に外国企業は大挙して中国に進出した。それからの20年間、中国经济が飛躍的に成長したのは外国のハイテク企業による中国への直接投資と無関係ではない。極論を述べるつもりはないが、中国は冷戦終結後の経済グローバル化の一番の受益者である。中国海関総署が発表した統計によると、2005年ごろ、中国の輸出に占める外国企業の割合は60%近くにまで達した。その後、同割合は徐々に低下しているが、それでも、2021年、同割合は34.3%だった（図2参照）。その背景には何があるのだろうか。

1つは、経済成長とともに、中国の人件費が大きく上昇した。もう1つは、多国籍企業を中心に中国への生産基地の過度な集中のリスクを回避するため、生産拠点を分散し、工場の一部を中国以外の東南アジア諸国へシフトしている。さらに、コロナ禍が起きてから、サプライチェーンが部分的に寸断された。サプライチェーンを強靱化するためにも、中国以外で新たなサプライチェーンの構築が模索されている。むろん、それは外国企業の中国離れを意味するものではない。

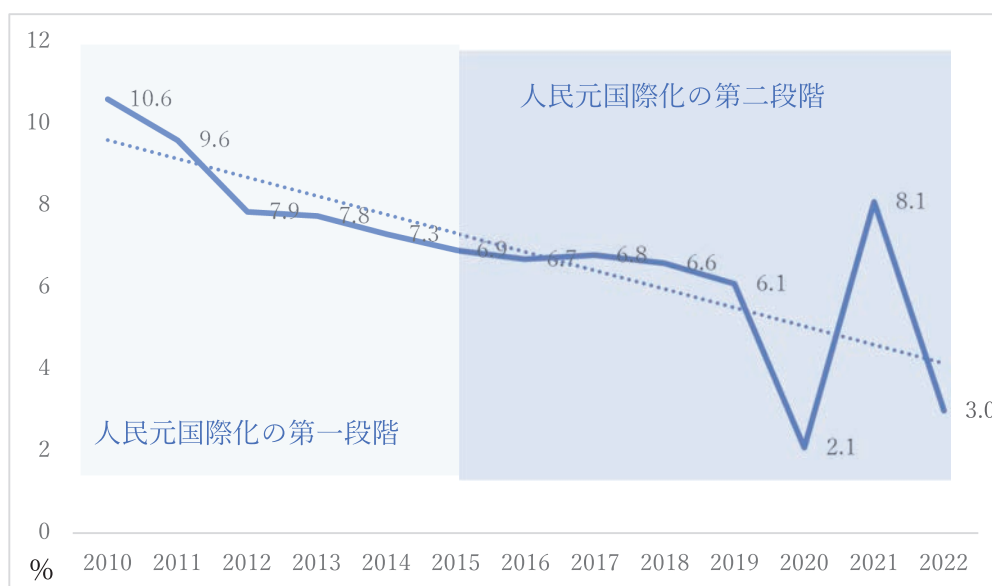
こうしたなかで、外国企業は中国を工場として扱うのに加え、市場としても重視するようになってきている。近年、中国進出の外国企業の経営戦略について、中国が純粋に産品・商品を輸出するための生産基地というよりも、中国で作って中国で売るいわゆるin China for China（地産地消）の外国企業が増えている。2023年3月1日、米国下院で開かれた中国関連の公聴会で、中国との分断はselective decoupling（選択的な分断）であり、半導体などのハイテク技術について分断が進むが、日用品や汎用品はin China for Chinaになるとの指摘がほとんどだった。この変化からみえるのは、中国经济はこれまでのように外需に依存して成長していくのに代わって、内需を刺激して内需依存の経済成長に切り替えていかなければならないということだ。習政権になってから、李克強首相は対外循環と対内循環という「双循環」によって成長を維持していく戦略を打ち出している。この構想そのものは間違っていないが、問題はコロナ禍により、失業率が上昇し、家計の可処分所得が減少したため、個人消費が弱くなっている。通貨の国際化は、経済が順調に成長している局面では推進しやすい。しかし、経済成長が減速する局面に入ったことは、通貨の国際化にとっては、向かい風となる。

中国における人民元国際化の取り組みについて、黄（2023）は簡潔に説明している。それによると、中国では、人民元国際化が始まったのは2009年だった。2009～2015年はその第一段階にあたる。2009年はまさに中国经济が高成長し経済規模で日本を追い抜く直前のタイミングだった。翌年の2010年には、中国の経済規模は日本を追い抜いて世界2位となった。この間、中国政府は政策面から支援して、主に人民元のクロスボーダー決済機能の強化に軸足を置いていた。しかし、2015年8月11日、中国人民銀行は人民元の対ドル為替レートの形成について制度を改革し、人民元の対ドル中間レートを前日の終値を参考にして決めるようになった。黄

氏はこの改革によって人民元国際化がいったんストップしてしまったと指摘している。

現在、具体的にいえば、2016年以降は人民元国際化の第二段階にあたる。第一段階は主に政策面からの推進だったが、第二段階の主な原動力は市場の需給に推進されるものである。これまで人民元のクロスボーダー決済機能はいくらか強化されているが、貯蓄通貨としての機能、すなわち、非居住者は人民元建て金融資産の保持がほとんど進んでいない。したがって、第二段階の人民元国際化が十分に前進していない。経済成長との関連性をみれば、2016年以降、まさに中国経済が減速し、人民元国際化にとって強い向かい風となっている。図3に示したのは中国の経済成長と人民元国際化の関連性と進捗である。2020年以降の中国経済の不安定化はコロナ禍の影響と米中対立によるところが大きい。これから中国経済が成長軌道に戻らなければ、人民元国際化の実現はさらに遠のくことになるだろう。

図3 経済成長と人民元国際化の関連性と進捗



資料：CEIC データ（一部筆者加筆）

## 2.2 金融の国際化と人民元の国際化

中国経済が減速局面に入って、人民元国際化にとって向かい風が吹いているが、中国国内で再び人民元国際化を推進する気運が高まっているようだ。その背景に国際金融市場における異変がある。2022年に入って、ロシアがウクライナに侵略し、世界的に石油価格が高騰している。それに中国では、硬直的なゼロコロナ政策が実施され、グローバル・サプライチェーンが部分的に寸断した。日用品の品薄状況が続くなか、インフレ率が上昇した。しかし、このような現象面的な総括は今回のインフレ再燃の真相を解明できない。目下のインフレ再燃の重要な原因は2009年以來の主要国による異次元の金融緩和による過剰流動性にある。だからこそ米国連邦準備制度理事会（FRB）はインフレを抑制するために、利上げを急いでいる。

FRB が利上げを急ぐのはインフレを抑制するためだろうが、先進国への影響はもとより新興国への影響も予想以上に大きい。なぜならば、新興国の大半は多くのドル建て債務を抱えているからである。新興国の資産項目のほとんどは自国通貨建てのものである。この現実是中国金融当局にとって人民元国際化を推進する重要なチャンスとなったのである（黄（2023））。

むろん、中国は人民元の国際化を推進すると同時に、金融市場を開放し、国内の金融自由化を推進する必要がある。具体的に中国の金融制度改革についていえば、市場経済に合致する金融制度改革を推進していく必要がある。

金融政策の独立性、為替の安定と資本移動の自由化は同時に実現できないという国際金融トリレンマがある<sup>11</sup>。国際金融のトリレンマを踏まえたうえで、今の中国経済の内実を考えれば、政策的に何を優先すべきかを議論しておかなければならない。中国政府が実施する政策をみれば、資本移動の自由化に抑制をかけることで、金融政策の独立性と為替の相対的安定を重視しているようにみえる。

しかし、中国社会の実状を考察すればわかるように、資本移動規制を回避するかたちで地下金融の目にみえないトンネルを通じて事実上の資本移動が継続的に行われている。換言すれば、資本移動規制は期待通りの効果が上がっていないということである。そのなかで、金融政策の独立性を確保するため、中国政府は為替相場の柔軟性を徐々に高めてきた。それでも、中国政府の為替安定を重視する基本スタンスは維持され、そのため相対的に厳しめの資本規制がとられている。福本智之（2022）が指摘する「管理された」資本の自由化は中国の実状に沿った描写だが、実際の政策運用を考えれば、限定的な資本の自由化は、結局のところ、人民元の国際化の足かせとなるとみられる。

本研究においてこれまで行ったサーベイおよび専門家に対するヒアリングを踏まえれば、経済力を強化するとともに、国際金融における人民元の国際化を徐々に推進していく中国の戦略がはっきりとみてとれる。それでも、人民元の国際化を実現するには依然として長い道のりになる、というのがここでの結論である。それは、人民元が国際的に広く利用される通貨になるには抜本的な金融制度改革を推進し、人民元に対する信用を確立しなければならず、それには時間がかかるとみられているからだ。

マスコミにおいて中国経済規模が拡大していることをもとに、人民元が国際化する気運が高まっているという論調が散見される。しかし、一国の経済規模の拡大はその国の通貨国際化の背中を押す役割を果たすかもしれないが、理論的に、経済規模だけで通貨の国際化と直接関連付けることはできない。とくに中国経済の場合、外資を受け入れ、外国企業による輸出は経済成長に大きく寄与している。しかも、ハイテク産業ほど外資の寄与度が高く、中国地場企業の技術力は思うほど強化されていない。半導体の集積回路（IC）について中国は純輸入国である。

---

<sup>11</sup> 福本智之（2022年7月）「人民元の国際化の重石となる中国の『管理された』資本自由化」（東京財団政策研究所）を参照されたい。<https://www.tkfd.or.jp/research/detail.php?id=4034>



ハイテク工作機械について中国の国産化率はわずか6%程度といわれている<sup>12</sup>。要するに、中国経済の実力を、名目 GDP の規模で捉えるのではなくて、ある程度割り引いてみる必要があるということである。そして、金融市場開放の遅れも人民元国際化の足かせとなっている。

こうしたなかで、ここで特筆しておきたいのは、中国の資本輸出能力、すなわち、人民元を海外に供給する能力が低いという点である。輸出依存の比較優位戦略のもと、中国経済は輸出に大きく依存しており、経常収支の黒字が拡大し、人民元は海外へ輸出されない構造になっている。

おそらく中国政策当局が考えているのはフルセットの人民元国際化というよりも、中国の国際貿易のなかで人民元建て決済を徐々に増やしていくという限定的な人民元国際化ではないだろうか。例えば、中国の対米貿易について人民元決済に切り替えていく必要はない。どちらかというところ、東アジアの隣国との貿易をできるだけ人民元決済に移行しようと考えているはずである。要するに、ドルへの過度な依存を是正するという考えであろう。

## 2.3 中国経済成長の予測

超大化かつ超複雑化しつつある中国経済の今後はどうなるかについて、その予測は決して容易なものではない。中国政府の中長期目標として、2035年までに一人当たり GDP を先進国の中等水準へ、事実上、GDP 規模を倍増させる想定だと思われる。果たして、その目標は実現できるのか。本節は、歴史、マクロ経済学および不確実性を考慮した地政学という複眼的アプローチを用いて、中国の経済成長に関する既存の予測を参照しながら、経済成長の背後にある各種要因の分析を通じて、できるだけ等身大の中国経済の将来図を明らかにしていきたい。結論からいうと、中国経済はこれまでの成功経験から急な方向転換ができなくなり、今後、ゆっくりと減速していくことになると思われる。中国経済のポテンシャルについて、2035年までの GDP 倍増は決して無理な想定ではないと考える。ただし、より現実的な内外の制約要因を考慮すると、その GDP 倍増目標の達成にはハードルが高いと思われる。

### 2.3.1 改革開放以来の中国経済成長

改革・開放政策以降の中国経済を振り返れば、経済の自由化と市場経済への移行により、中国経済は徐々に離陸した。とくに、2000年代に入り、さらなる市場開放によって多国籍企業を中心に外資は相次いで中国に進出した。その結果、中国経済が高成長を成し遂げたと同時に、金融の国際化も少しずつ前進した。

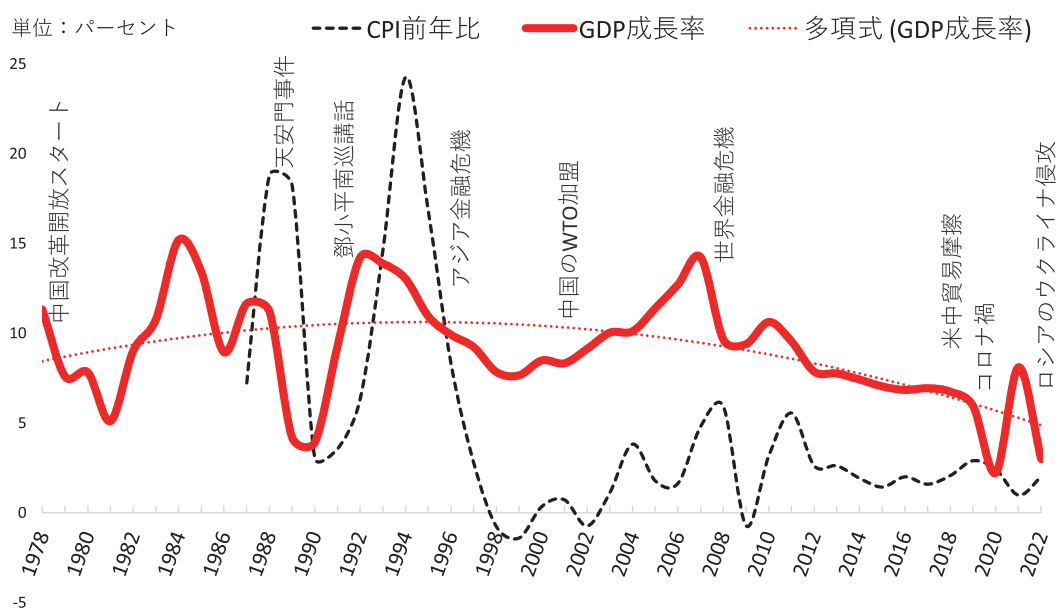
図4に示した中国の実質 GDP 成長率および CPI（前年比）からわかるように、中国は1978年の改革開放からおおよそ40年にわたり、著しい経済成長を成し遂げた。2001年のWTO加

<sup>12</sup> 中国全国人民代表大会代表胡成中に言及される。以下の記事を参照：[https://www.sohu.com/a/651102559\\_121119272](https://www.sohu.com/a/651102559_121119272)



盟前のいわゆる移行経済（計画経済から市場経済へ）の初期に、高度成長とはいえ、幅の大きい揺らぎ（例えば激しい消費者物価指数の変動）を伴った。WTO加盟後から2008年の世界金融危機勃発まで、安定した高度成長を実現し、金融危機以降に成長は段階的に鈍化傾向へ転じたが、CPIの変動幅からみてWTO加盟前と比べ、比較的安定したマクロ経済の政策運営だと評価できる。2018年からの米中貿易摩擦および、2019年末から始まるコロナ禍などの影響により、2020年にGDP成長率は2.2%まで大幅に落ち込んだ。2021年の生産回復および好調な外需により8.1%台に跳ね上がったが、その後の厳しいゼロコロナ政策の影響により内需が弱まり、ロシアのウクライナ侵攻によるエネルギー価格の高騰および外需の低迷などにより、2022年に3%まで低下した。減速しつつある中国経済だが、1978～2022年期間中の年平均だと9.1%とかなり高いGDP成長率を実現し、現時点でアメリカのGDPの約76%に相当する巨大な経済規模になってきた（購買力平価で評価した場合、アメリカの約1.17倍）。

図4 中国のGDP成長率と消費者物価指数（CPI）の変動率



資料：世界銀行（World Bank Open Data, <https://data.worldbank.org/>）・中国国家統計局（国家数据, <https://data.stats.gov.cn/>）データに基づき筆者作成

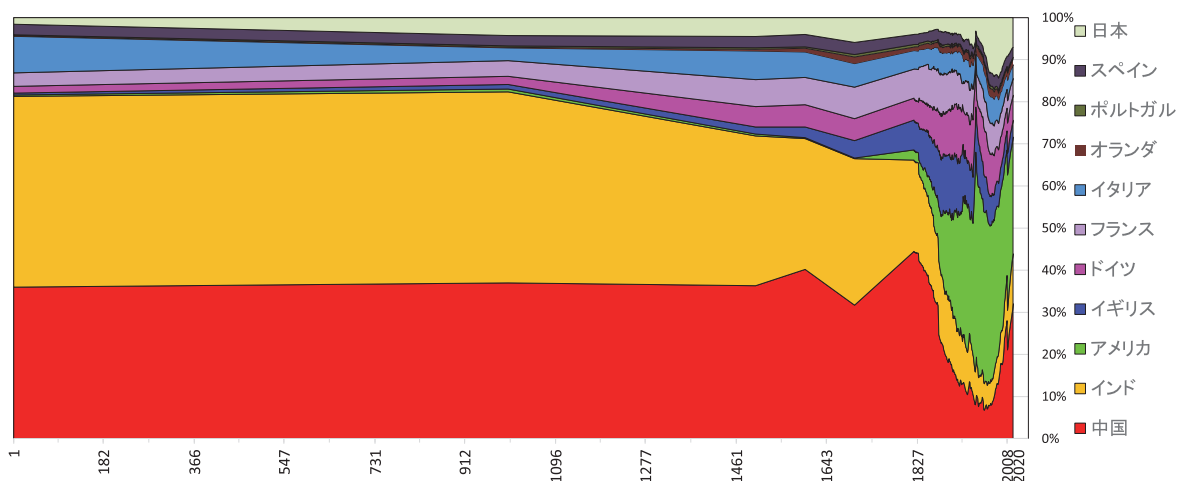
### 2.3.2 長い歴史的視野からみる改革開放後の中国経済成長の「奇跡」

これまでの数十年にわたる中国の経済成長は「奇跡」と表現されている。もっと長いスパンで中国経済を考察することができるが、2千年単位まで伸ばしてみると、それが偶然な出来事というより、ある種の歴史的回帰であるかもしれない。

図5は、オランダのフローニンゲン大学のAngus Maddison教授が率いる研究チームにより推計された元年～2008年までの世界主要国GDP（Bolt and van Zanden 2020）と世界銀行により公表された2009～2020年のGDPを繋いで、固定価格の購買力平価で推計した世界GDPに占める各国の割合を示すものである。明らかに、世界GDPに占める中国の比重は元年～

1800年の間にずっと3～4割程度を保ったが、1827年に44.1%のピーク値に達してから、130年の間、急速に低下し、1961年にはわずか6.7%まで縮んだ。しかし、その後の60年間で、一気にV字型回復を見せて、2020年に32.1%台まで回復した。1827年後の中国経済規模のV字型変化は実際に同時期の先進国シェアの逆方向の変化と対照的になる。その背後に様々な要因はあるが、中国がルネッサンス後の科学精神の普及、産業革命による技術進歩に恵まれなかったのは決定的だと思われる。ここで強調したいのは、Kissinger (2012) のいうとおり、「中国の近代200年の衰退は歴史上に起きた短い非常事態」に過ぎず、経済成長の基本的条件（社会の安定、科学精神の普及、市場による資源配分、企業家精神、市場の開放など）が次第に整えば、中国経済は強力なリバウンドを見せるということだ。

図5 世界 GDP に占める主要国のシェア



注：元年 - 2008年の値は1900年を基準年とし、2009 - 2020年の値は2017年を基準年とした購買力平価の固定価格表示である

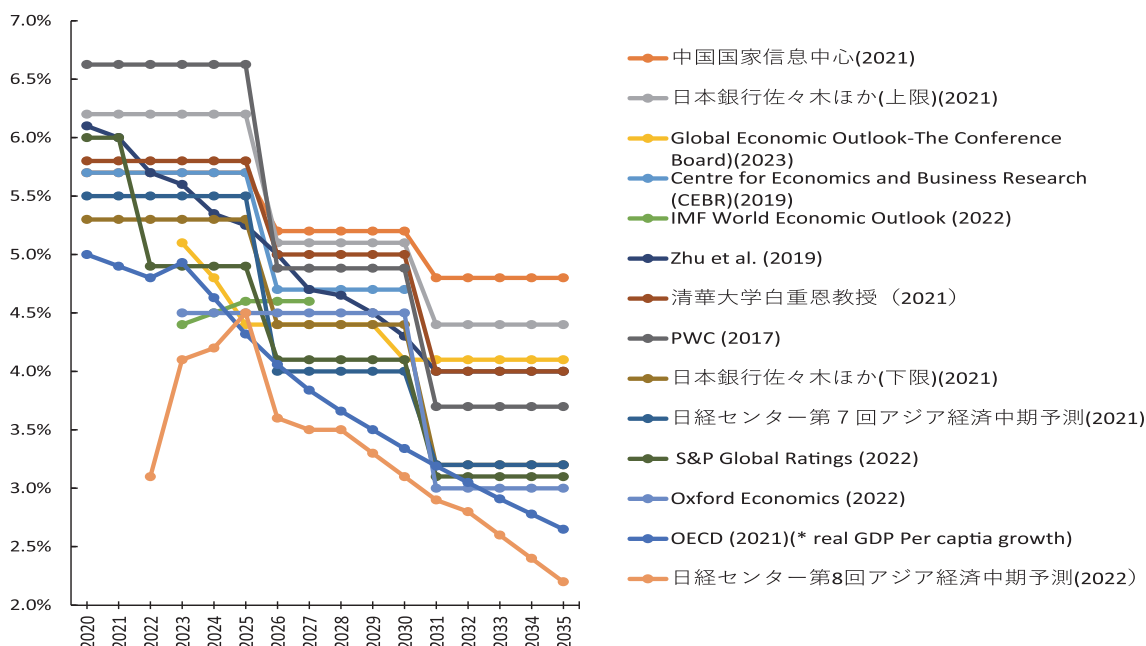
資料：Bolt and van Zanden (2020) および世界銀行データに基づき筆者作成

### 2.3.3 最近の中国の中長期的経済成長に関する予測

上記で述べた歴史的にみられる中国の回帰はあくまで定性的な分析であり、中国の中長期的なトレンドを予測する場合、マクロ経済学に基づく計量モデルが良く用いられる。これまで世銀、IMF、OECDなどの国際機関のみではなく、各国のシンクタンク、大学および個人の経済学者による様々な中国経済に関する長期予測が行われている。その際に、各種予測に用いられる経済モデル・計量モデル（その多くはキャッチアップアプローチ）における仮定、内生変数、外生変数、パラメータ、シナリオ、基本データ、評価時点が相違するため、結果も当然ながら異なる。しかし、経済の本源的投入である労働力、資本などのモデルの結果を左右するもっとも重要なインプット情報にそれほど相違がなければ、図6に示されるとおり、中国経済に関する中長期的なトレンドは概ね似ている結果になっている。つまり、これから2035年まで、中国のGDP成長率はおおよそ、5～6%台から2～4%台まで減速するとの見通しである。これ

らの予測は中長期的なトレンドとして似ているが、楽観的と悲観的なものが存在し、その開きがGDP成長率で2～3%前後であり、決して小さくはない。予測結果の相違をもたらす要素として、キャッチアップのスピードに関するモデル設定だと指摘されるほか（福本 2022）、内生的成長モデルのキーとなる技術革新や資源配分とかかわる経済効率性への見解の違いもあると思われる。

図6 中国 GDP 成長率に関する最近の予測結果



資料：中国国家信息中心（2021）；佐々木ほか（2021）、Global Economic Outlook（2023）；CEBR（2019）、IMF（2022）；白重恩（2021）、PWC（2017）、日本経済研究センター（2021、2022）、S&P Global Ratings（2022）、Oxford Economics（2022）、OECD（2021）および福本（2022）の中国経済成長予測に関する包括的なレビュー

### 2.3.4 中国の中長期的経済成長の要因分析

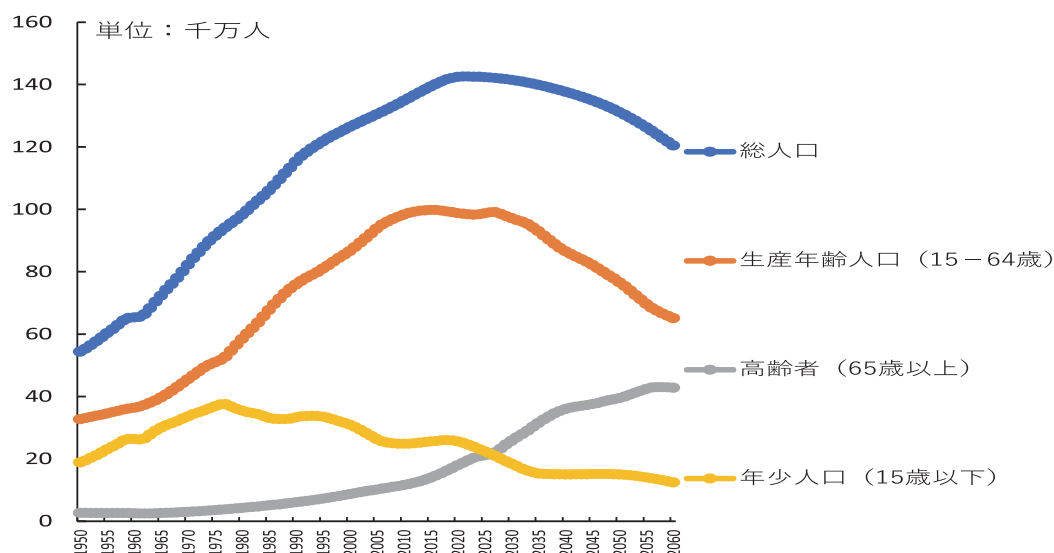
上記の各種予測結果を踏まえて、以下では、労働、資本、技術革新、制度および内外の不確実性などの諸要因を分析し、中長期的な視点で、中国の経済成長の見通しを検討する。

#### 1) 労働力投入と少子高齢化

経済成長を支える本源的投入の1つである労働力に関して、少子高齢化の進展によりこれまでの高度成長期における人口ボーナスは次第に小さくなり、中国社会は今後「未富先老」（富む前に老いる）といわれる現象がみられるだろう。これまで中国の労働力は生産性の低い農業から生産性の高い製造業へシフトすることで、いわゆるルイスの転換点を経て、国全体の労働生産性が向上してきた。今後、中国政府の食料安全保障策の強化（目標値は自給率95%以上、2015～2021年は約85%である）（百崎 2021）などにより、農業から製造業への労働力シフトは減速するとみられる。一方、製造業の生産性を維持するための産業構造の高度化や資本深化

により、製造業の労働力はサービス業へシフトし、中国経済のサービス業化が進行し、結果的に製造業と比べ相対的生産性の低いサービス業への労働力シフトは国全体の潜在的成長率低下につながる。さらに、これまでの中国経済に関する会計成長分析の既存研究からわかるように、そもそも労働投入の GDP 成長への貢献度は資本および全要素生産性と比べると低いことに加え、図7に示した通り、生産年齢人口も今後の少子高齢化によりピーク時の2015年から逆U字型へと緩やかに減少するため、中長期的な労働投入による GDP への貢献もこれまでと比べ確実に低下すると見たほうがよい。しかし、中国政府が発表した公式統計によると、2022年、中国の総人口は減少した。今後、人口ボーナスへの期待ができないのは確かなことである。なぜなら、少子高齢化といった構造的問題に対し、中国政府は人口政策の見直し（例えば、「三人っ子政策」に転じ、産児制限措置の撤廃、出産や育児、教育コストの引き下げなど）や社会保障制度改革で、克服しようとするが、生産関数に対しその効果が出るまで相当時間が要することに加え、限界効果も限定的であるからだ。

図7 中国の人口動態の変化



資料：国連の世界人口予測に基づき筆者作成

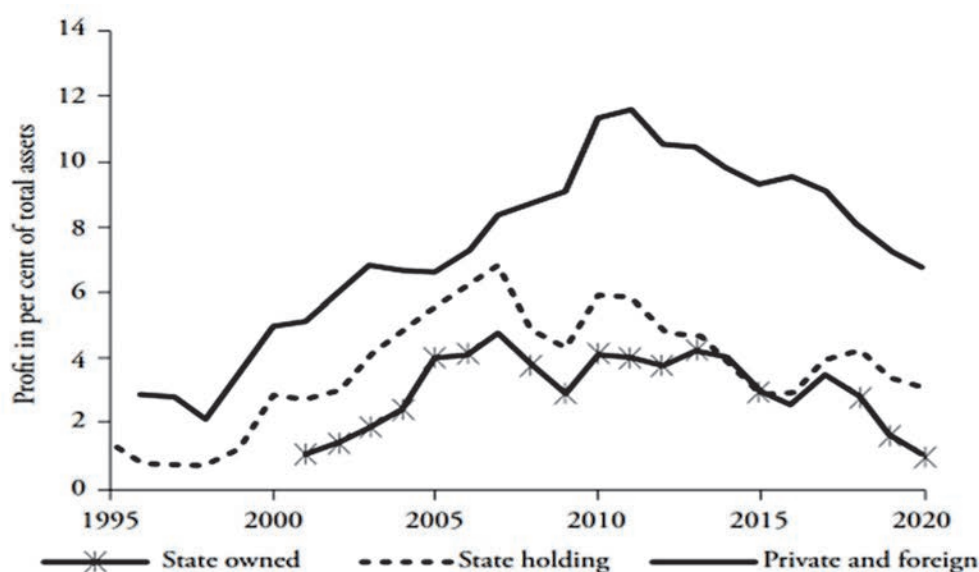
## 2) 資本投入

少子高齢化は労働投入のみではなく、貯蓄を通じて投資および資本形成にも影響を及ぼす。これまで農業から製造業への労働力シフト自体は都市化を促し、所得向上に伴い家計貯蓄を通じて資本形成の資金提供を支え、経済成長の好循環をもたらした。これからは都市化（農村人口の都市部への移住）の進行（2020年の全国常住人口都市化率はすでに63.9%に達した）は緩やかになり（都市と農村の所得格差の縮小や都市部における不動産価格の割高などが原因だと考えられる）、少子高齢化に伴う貯蓄率低下は、国内資金による資本蓄積のペースを鈍化させる見通しである（佐々木等 2021）。また、外資による投資はこれまで大規模の海外直接投資、とくに製造業への FDI 流入が大いに寄与してきたが、これからは人件費向上による対中 FDI



流入のスピード減あるいは他の途上国へのFDIシフトの加速、地政学的緊張の高まりによる先進国へのハイテク製造業の回帰・移転のいずれも、中国の中長期的な資本投入の減速を意味するものとなる。加えて、資本規制は依然として厳しい中国の金融情勢を踏まえて、FDI以外のルートでの外資による投資の今後の行方も不透明のままである。ここで特筆したいのは、たとえ投資の原資があっても、企業は中長期的な収益に対する期待が低ければ、実質的な投資行動に出にくい。図8は中国の企業のオーナーシップ別の資産収益率を示したものであり、明らかに民間・外資企業の収益率は国有企業より倍以上高いが、両者とも直近10年で低下傾向に転じた。

図8 中国の企業のオーナーシップ別の資産収益率



資料：Brandt *et al.* 2022

さらに、分野ごとでみる投資も、中長期的、持続的に高い成長を見込むのは非現実的である。例えば、設備投資に関して、これまで素材などの川上産業、とくに国有部門での投資の収益率は低くて投資が過剰だったと指摘されている (Brandt *et al.* 2022)。最近では、民間の不動産投資の伸びも過去最低水準になり、デベロッパーの過剰負債が表面化し始め、中長期的な住宅需要が減少すると予想される (福本 2020、Rajah and Leng 2022)。大規模な高速道路網、高速鉄道網、空港、港湾といった政府主導のインフラ建設もピーク期を過ぎて、むしろ各地で地方債務リスクを引き起こす局面となってきた (Banerjee *et al.* 2020)。本研究でも、生産要素投入に依存した成長が持続不可能とみている。したがって、これまで比較的資本投資頼りだった成長パターンは明らかに大きな転換点を迎える。

### 3) 全要素生産性

少子高齢化による労働力投入の伸び悩みと資本蓄積の減速を克服して、労働生産性を高めて

いくには、全要素生産性、つまり技術革新・制度改革による資源配分の効率性向上が求められている。この点について、もちろん中国のポリシーメーカーもよく認識しているはずで、経済成長に関する政策目標も次第に、「高度成長」から「中高速成長」、さらに最近の「質の高い成長」へと転換してきた。

全要素生産性の改善はもちろん容易なものではないが、少子高齢化といった構造問題、資本ストック圧力といった問題の克服と比べ、政府の制度改革による部分が大きいと思われる。これまで、とくに金融危機以前の中国の高度成長から得られる知見として、市場の見えざる手を重視する改革、要素移動、技術移転を促す対外開放（貿易・投資の自由化）、民間企業の自由度およびその起業家精神によるイノベーションを重視する規制緩和を促すなら、経済全体として正の技術的外部性が生まれて、比較的高い全要素生産性が得られたのは事実である。また、中国経済の高度成長という奇跡の裏では、権威的な政府と活発な民間経済の「共犯関係」（梶谷 2018）、新型拳国体制によるイノベーション戦略（丁（2023））といった中国モデルが奏功したとも指摘されている。前者の「共犯関係」の代表的な例として主要IT企業BATH = Baidu、Alibaba、Tencent、Huaweiの急成長や、最近の電気自動車業界でシェアが急速に伸びた中国勢の台頭が挙げられる。事実、2022年の世界企業番付（「Fortune Global 500」）によると、リストアップされた中国企業（香港を含む）の数は136社となり、アメリカの124社を上回った（2020年にはすでに米中逆転が生じた）。後者の新型拳国体制の成功を裏付ける材料として、世界知的所有権機関（WIPO）の「グローバル・イノベーション・インデックス2022」の報告が挙げられる。同報告によると、今年中国は13位の日本、12位のフランスを抜いて11位になり、10年連続で着実に順位を上げ、36の「中・高所得国・地域」の首位になった。同報告書は、中国のイノベーションと発展は良好な相関関係もあると指摘した。

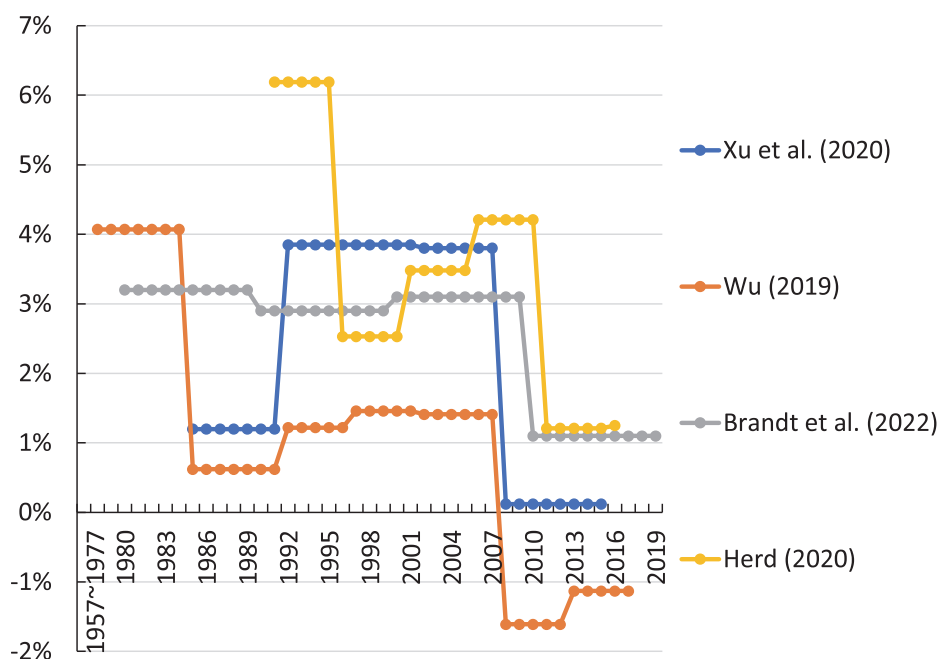
おそらく、今後、イノベーションに対して、中国政府は上記の「共犯関係」を維持しつつ、同時に新型拳国体制を目指すと思われる。問題は、これらの戦略は中国経済のこれまでのキャッチアップに置かれる諸条件と異なる今後の国内外の状況に対し、全要素生産性にどれほど寄与できるかにある。

図9は中国のGDP成長における全要素生産性の貢献に関する最近の代表的な研究をまとめたものである。これらの研究は基本的に成長会計モデルに基づくが、利用するデータ（例えば産業レベル、企業レベル）、評価期間、各種パラメータ（例えば、価格指数など）の相違により、結果も異なる。ただし、全体的なトレンドとして、金融危機以前に全要素生産性の経済成長に対する貢献度が比較的高くて、金融危機以降からかなり低下してきたことに、これらの研究はほぼ一致している。このような結果が示唆するものは、おそらく、金融危機以降からさらに強くなる権威的な政府と新型拳国体制が中国のイノベーションおよび全要素生産性への貢献はあったとしても、逡減的であることだ。その理由は以下のとおりである。

まず、経済成長の過程ごとに、求められるイノベーションの内容が異なる（Acemoglu *et al.* 2006）。先進国と比べ労働生産性の格差が大きいキャッチアップ初期の中国は、他国の技術や

ビジネスモデルの模倣によって成功可能だが、その格差が縮小するにつれて、先進国との競争も激しくなり、産業アップグレードのために、基礎科学研究の分厚い蓄積によるオリジナリティの高い技術革新が求められる。現状として、中国の GDP に占める R&D 投資の割合が 90 年代の 1% 未満から、2019 年には 2.3% まで伸びたが、そのうち、基礎研究に占める割合が 6% 強であり、他の先進国（例えばアメリカの 16%）との格差はまだ大きい（佐々木等 2021）。イノベーションを通じた経済キャッチアップの野心と焦りはよくわかるが、つまるところ、イノベーションが起きるかどうかは、単なる大規模な資金・人員の投入量に比例するものではない。例えば、2019 年に Nature 誌で発表された 1954～2014 年までの 6,500 万件を超える論文、特許、およびソフトウェアのデータに基づく研究によると、大規模な資金投入と大人数のチームと比べ、少人数で自由な発想と趣味に基づくチームこそ、既定観念や既存のシステムに破壊力のある革新的研究成果を創出しやすいことが示された。実際に、中国の 2,000 万件強の патент 情報と 480 万社強の企業統計といったビッグデータを利用した最近の研究（Cheng *et al.* 2020）からわかるように、中国式イノベーション戦略の効果は 2008 年金融危機前では、量的・質的にもパテントの創出に有意であったが、2008 年以降では、パテントの品質向上に有意ではなかった。

図 9 中国の GDP 成長に対する全要素生産性の貢献



注：労働投入、資本投入及び全要素生産性の貢献度（%）の合計値は GDP 成長率になる  
 資料：Wu (2019)；Xu *et al.* (2020)；Herd (2020)；Brandt *et al.* (2022) に基づき筆者作成

次に、全要素生産性は成長会計モデルにおいて、労働投入と資本投入により説明されない残差の部分である。もし市場が完全競争だと仮定すれば、全要素生産性はプラスの技術外部性と

見なされる。ただし、その値は実証分析上、必ずしもプラスになるとは限らない。つまり、全要素生産性に技術の外部性以外に、制度上の欠陥、市場の歪みも含まれ、後者のマイナス効果が前者のプラス効果より大きくなる場合、全体的にマイナスになる。事実、これまでもっともデータとして信憑性が高いと思われる中国会計成長の実証研究から得られる結果 (Wu 2019) によると、2008 年以降の中国全要素生産性の貢献はマイナスに転じたことも指摘された。また、国有企業のシェアが高くて、国際的開放度および市場化率の低い産業こそ、全要素生産性の貢献度が相対的に低いことも観察された (Wu 2019; Brandt *et al.* 2022)。こういった現象の背後にある要因は様々であるが、中国政府が民間部門の意思決定に過度に介入することによる資源配分の歪み、とくに産業間の資源ミスアロケーション、と Coase (1974) の「the Market for Ideas」への厳しい統制による真のイノベーションの欠如が主因だと指摘される (Wu 2019)。筆者がここで強調したいのは、今後、「共犯関係」と新型拳国体制の実用面のイノベーションへのプラス効果はしばらく存在するかもしれないが、その機会費用および資源配分の効率性を歪める側面もあり、中長期的に全要素生産性向上を支えるには限界があるということだ。

#### 4) 脱炭素化と地政学緊張の高まりによる影響

脱炭素化や米中関係の悪化などによる不確実性の高まりは、中長期的に中国の経済成長に影響を及ぼす要素になる。前者について、中国は脱炭素化の過程において、例えば、市場メカニズムに基づく炭素排出権市場の運用や、世界に先立つ再生可能エネルギー技術の開発と実用化により、新たなビジネスチャンスが生まれ、産業や領域ごとに、経済成長への促進効果もあることは否めない。ただし、国全体として、GDP 成長を犠牲にせず、いわゆる 3060 目標 (二酸化炭素排出を 2030 年までにピークアウト、2060 年までにカーボンニュートラル) の実現はかなりハードルが高いと思われる。例えば、すべての企業は中国の炭素排出権市場に参加して、グリーンファイナンス市場に歪みがなくても、2030 年の排出ピーク目標の達成には潜在的に少なくとも 1% の GDP 成長率の犠牲が必要であると最近の研究が指摘している (Tang *et al.* 2022)。他方、米中関係悪化は貿易戦争から技術戦争、制度競争を含む全面的な大国間覇権争いまで展開し、長期化すると考えられる場合 (Solingen *et al.* 2021; 福本 2022)、中国経済の中長期目標にも影響を及ぼす。例えば、米中貿易摩擦 (互いに 20% の関税引き上げ) が長引くと、グローバル・サプライチェーン全体の取引コストが上昇し (約 6%)、時間とともに米中双方の損失が大きくなるが、中国の GDP 損失はアメリカの 2~4 倍大きいといわれている (Park 2020; Meng *et al.* 2021)。

総じて、これまでの中国経済成長に関する既存の予測を踏まえると、中国政府が 2035 年までに GDP を倍増させる計画が、ポテンシャル的な意味で決して無理な想定ではないといえよう (GDP 倍増に必要な成長率は線形的なパスにしたがうと約 4.7% である)。しかし、より現実的シナリオ、とくに、少子高齢化といった構造問題と、資本ストック調整圧力といった問題の克服に時間を要すること、「共犯関係」と新型拳国体制によるイノベーション促進効果



の限界低減、脱炭素化の潜在的コストおよび地政学的リスクなどを考慮し、今後、権威的な政府による「the Market for Ideas」への統制緩和、民間経済へのさらなる規制緩和がそれなりに進まなければ、GDP 倍増の実現はハードルが高いと考える。

## 3. 人民元国際化のロードマップ

---

### 3.1 通貨国際化の条件

ここで、人民元国際化の進捗状況と課題を論じる前に、そもそも一国・地域の通貨が国際通貨となる条件とは何かについて論じておこう。

猪俣ほか（2016）は、通貨のもつ機能（交換手段、価値貯蔵機能）を国際通貨としての機能にあてはめ、先行研究をもとに通貨の国際通貨化の条件を整理している。通貨のもつ「交換手段としての機能に着目すれば、もっとも広範に取引され、通貨間の交換にかかる取引費用がもっとも低い通貨が国際通貨として選択される。…こうした視点からは、国際通貨の候補としては、経済規模や貿易額の大きい大国の通貨であることが条件となる」としている。また、貨幣の価値貯蔵の機能からみれば、「通貨価値が安定している国（中央銀行の独立性や金融政策運営に対する高いクレディビリティのある国、財政の安定している国）、また、流動性が高く、自由なアクセスが可能な資本市場を備えている国の通貨が国際通貨として使用されることが示されている」とする。

つまり、国際通貨になる条件は、概ね以下の3点といえるだろう。

- ・ 経済規模、貿易規模が大きくその世界シェアが高いこと
- ・ 健全な経済運営を背景に通貨価値が安定していること
- ・ 流動性が高く、自由にアクセス可能な金融資本市場を備えていること

国際通貨化の条件を考える際には、通貨の機能に対応して個別の条件を満たす必要があるということではなく、一体的にみることが必要である。例えば、木下（1979）が指摘するように、金融資本市場の存在は、交換手段としての国際通貨として選ばれるためにも重要である。国際取引の決済に使われる通貨を融通するニーズに応えるためには、流動性の高い金融資本市場が存在することが重要である。また、国際通貨として選択される通貨にはネットワーク外部性が働くことも広く指摘されている。国際取引を行うための交換手段として通貨を選択する際、広く利用されている通貨を利用することが合理的であり、そのため特定の通貨に利用が集中する傾向がある。小川（2019）は、利用される国際通貨の供給量が増大すれば増大するほど、その国際通貨の交換手段としての機能が高まるという意味で、「国際通貨には規模の経済性が作用する」と指摘する。この結果、1つの通貨が、基軸通貨として形成されることになる。グローバル化が進み、貿易や投資などの国や地域を跨いだ取引が多種多様に拡大すればするほど、世界で1つの基軸通貨として使用されることになる。

一旦、基軸通貨として選択されれば他通貨に転換するにはコストがかかるため、慣性が働き続ける。英国の経済規模は、19世紀末にはすでにアメリカに抜かれていたが、英国通貨のポンドは第二次大戦までは米ドルの台頭にもかかわらず、基軸通貨としての地位を保った。

ブレトンウッズ協定を経て第二次大戦後、米ドルは基軸通貨としての地位を一貫として保っ

てきた。小川（2019）は、基軸通貨米ドルを中心とする「ガリバー型国際通貨システムでは、ドルと他の通貨との間に異質性が高いために、通貨間で有効な競争は行われにくくなっている」とする。そのうえで、基軸通貨としての米ドルの立場を変えるのは、ネットワーク外部性や規模の経済性を打ち負かすだけのよほどのグローバルショックが起こる場合のみだろうとしている。唐（2020）は、「1980年代後半以降、ドイツ・マルクが国際通貨ドルの地位を侵食した後、単一通貨ユーロの導入、世界金融危機の発生および、コロナ・ショックの衝撃などの事象は、ドルを中心とする国際通貨体制を抜本的に変えるほどの影響力をもち得なかった」と指摘する。

もっとも、基軸通貨米ドルと競合するまでではないが、国際的に取引される通貨は、現在でもユーロ、円、ポンドなどいくつか存在する。とくに、1980年代から1990年代にかけてドイツ・マルクが国際通貨として存在感を高めた事実は重要な意味をもつ。当時、ドイツ・マルクは、自国の対外取引だけでなく、西欧地域の第三国の国際取引としても利用が広がっていった。唐（2020）は、先行研究を踏まえ、欧州における金融経済の統合の取り組みの進展のなかで、政府レベルでの域内貿易・資本取引の脱ドル化、多様化が進み、なかでも通貨価値が安定していたドイツ・マルクの利用が拡大した点を指摘している。こうした経験を踏まえれば、将来において、基軸通貨ドルを前提とする国際通貨体制が続くとしても、他通貨が世界の一部地域で存在感を高める可能性は排除されないと考えるべきだろう。

以上を踏まえ、人民元の国際通貨化を考察する際に、以下の点が重要となろう。

第一に、経済や貿易の規模やその世界シェアの高さは国際通貨化の一条件に過ぎず、国際通貨となるには、通貨価値に対する世界的な信認や流動性が高く自由でアクセス可能な金融資本市場の存在が重要になる。

第二に、ネットワーク外部性や規模の経済からドルを基軸通貨とするガリバー型国際通貨体制がすでに確立しており、これが変わるにはよほど大きなショックが起こる必要がある。

第三に、ドル基軸体制の継続を前提にしたとしても、過去にドイツ・マルクが欧州での存在感を拡大した例にみられるように、地域的に人民元が国際通貨として利用される割合が拡大する可能性は否定できない。

### 3.2 人民元国際化の進捗と課題

前述したとおり、コロナ禍により中国経済成長の急減速は中国の金融当局にとって人民元国際化を推進するうえで強い向かい風になっている。これから中国経済が回復軌道に戻れるか、それとも減速を続けるか、によって人民元国際化の進捗に大きな影響を及ぼすことになる。中国人民銀行が公表した「2022年人民元国際化報告」は、2021年、人民元の決済機能と貯蓄通貨としての機能がいずれも大幅に強化されたとする。同報告書では、国際銀行間通信協会（SWIFT）の統計を引用して、2022年1月、クロスボーダー人民元決済のウェイトは3.2%

と世界4位になっているとする。ただし、その後同ウェイトは低下しており、SWIFTが公表した2022年11月の統計では、人民元のウェイトは2.37%であり、再び世界5位に戻っている(図10参照、参考:日本円のウェイトは2.54%)。IMFによると、世界主要国の外貨準備に占める人民元のウェイトは2022年第1四半期、2.88%に達し、第5位になっている。それを受けて、2022年5月、IMFは特別引き出し権(SDR)に占める人民元のウェイトを10.92%から12.28%に引き上げた。この2つの指標から人民元国際化が少しずつ進んでいることがわかる。

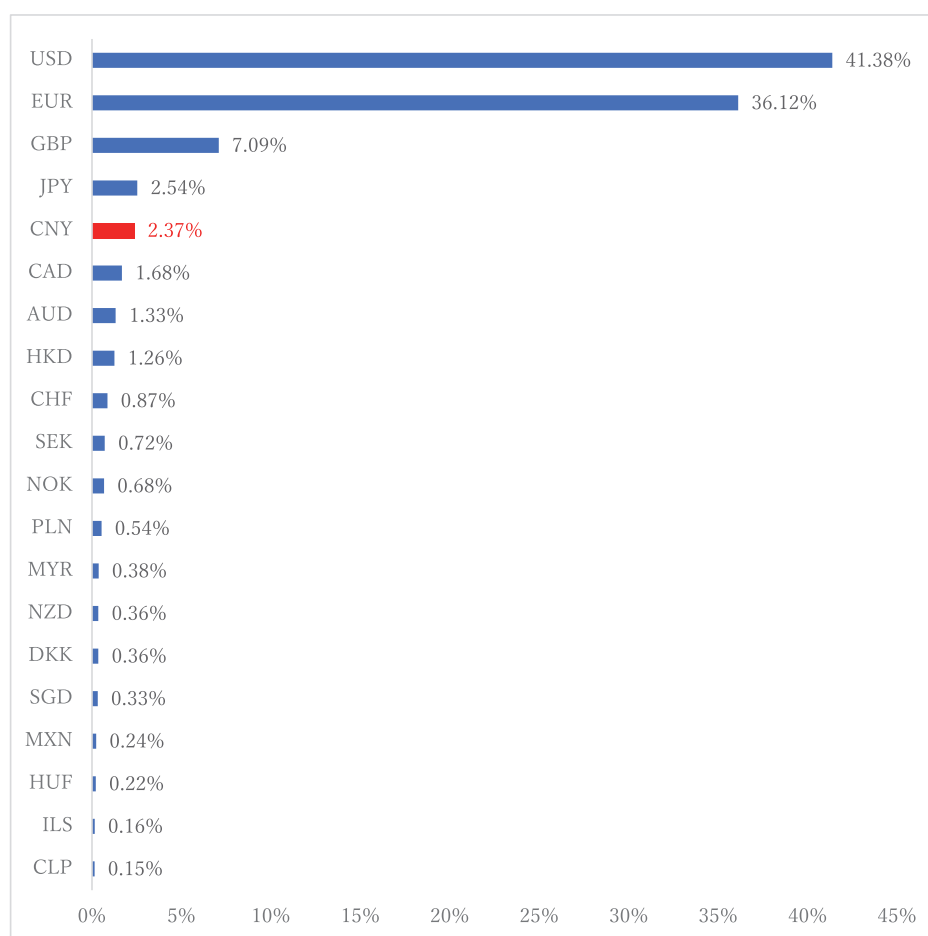
ただし、人民元の国際化が進展しているとはいえ、基軸通貨のドルと覇権争いするまでには遥かに及ばない。中国は世界最大の貿易国として人民元の国際化を推進していこうとする政策と戦略に十分な合理性が含まれている。2021年、世界の輸出に占める中国の割合は15.07%と世界一だった。国際貿易にかかわる決済の為替リスクを管理するために、中国政府が人民元国際化、すなわち、クロスボーダーの人民元決済を推進することはきわめて自然の着想である。ただし、中国の都合だけで人民元決済を進めようとしても限界がある。前節で述べた通貨国際化の条件を満たさなければならない。中国との貿易で黒字を得ている国(そのほとんどは資源国)は自国の外貨準備に人民元を組み入れなければ、人民元決済がこれ以上進展しにくいと思われる。そのために、中国の金融当局は外国の金融機関による人民元建て金融資産への投資を奨励している。ここで問われているのはどれぐらいのタイムスケジュールで資本移動の自由化に踏み切るかである。もう1つ、中国の金融当局が取り組まなければならない課題は人民元為替レートの安定化である。資本移動の自由化を進めないといけませんが、同時に為替レートが不安定化すると、人民元建て決済の魅力が軽減していく恐れがある。

2015年、中国人民銀行はドルとのリンクから通貨バスケットを参考に人民元の為替レートの形成に方針転換した。それ以降の通貨バスケットのウェイト付けを表4に示している。2015年当時と比べ、通貨バスケットにおけるドルのウェイトは徐々に下げられていることがわかる。

中国のような貿易依存度の高い大国にとって、為替レートの安定が必要であるが、同時に為替相場形成の透明性が確保されなければならない。コラムでは、中国の外国為替制度と人民元為替レートの形成について整理したものである。中国の金融当局が為替「管理」においてとりわけ留意している点は、輸出を促進するための為替レートの安定、資本移動規制におけるキャピタルフライト(資本逃避)に対する警戒である。人民元の為替レートが安定すれば、貿易相手国にとって、元建て決済のリスクが軽減されることになり、人民元の使い勝手がよくなる。ただし、人民元為替レートの決定に透明性が確保されなければ、貿易相手国にとって積極的に人民元建て決済を利用するインセンティブが抑制されてしまうことになる。このようにみれば、中国の金融当局にとって、人民元国際化を進めながら、同時に市場経済型の金融制度改革と為替制度改革を進める必要があると思われる。



図 10 国際通貨として人民元のシェア (2022 年 11 月)



資料：SWIFT RMB Tracker 2022.12 (URL: <https://www.swift.com/ja/node/11096>) に基づき筆者作成

表 4 CFETS 人民元通貨バスケットの比重 (%)

	CFETS				BIS
	2015	2017	2020	2022	2022
米ドル	26.40	22.40	21.59	19.83	19.68
ユーロ	21.39	16.34	17.40	18.21	18.03
日本円	14.68	11.53	11.16	9.76	11.93
香港ドル	6.55	4.28	3.57	3.60	0.95
ポンド	3.86	3.16	2.75	2.96	3.01
オーストラリアドル	6.27	4.40	5.20	6.07	1.38
ニュージーランドドル	0.65	0.44	0.57	0.65	0.23
シンガポールドル	3.82	3.21	2.82	2.47	2.96
スイスフラン	1.51	1.71	1.44	1.16	1.41
カナダドル	2.53	2.15	2.17	2.15	2.05
マレーシア・リングgit	4.67	3.75	3.70	4.64	2.15
ロシア・ルーブル	4.36	2.63	3.65	3.85	1.42
タイ・バーツ	3.33	2.91	2.98	3.44	2.15

資料：CFETS RMB Index <https://www.ceicdata.com/en/china/exchange-rate-index/cn-rmb-exchange-rate-index-cfets-currency-basket>

## コラム 中国の外国為替制度と人民元為替レートの形成

かつて、計画経済の時代において人民元為替レートはドルにペグする固定相場制だった。国際貿易を促進するために、人民元が低めの水準に設定されていた。そのデメリットは非貿易取引にとって逆に不利な状況だった。結果的に貿易決済用の為替レートと非貿易決済用レートからなる二重相場制が長い間続いた。

二重相場制は為替市場の混乱を招くだけでなく、国際貿易において政府による貿易補助金とみなされる可能性があった。1994年に行われた金融制度改革の一環として、為替レートが一本化され、市場メカニズムを基礎とする単一かつ管理された変動相場制が構築された。実際の為替変動状況を見ると、1994年以降の人民元対ドルレートが一貫して安定して推移していた。とくに、1997年アジア通貨危機以降、ドルに対して人民元が大幅に切り上げれば、輸出産業に深刻な影響を及ぼすことが心配され、人民元の対ドルレートの一日の変動幅が狭まれ、実質的にドルに固定する形となった。これはある意味では、政策当局によって介入されるダーティフロートに近い為替システムだった。

2005年7月、対ドル為替レートを基礎とする管理された変動相場制を改められ、主要通貨からなる通貨バスケットを基礎とする管理された変動相場制へ移行した。具体的に、人民銀行は各営業日の取引が終わったあと、主要通貨との為替レートの終値を発表して、それが翌営業日の中間値となるやり方だった。2006年4月から、人民銀行は各営業日の9時15分に人民元とドル、ユーロ、円と香港ドルとの中間値を発表するやり方変わった。為替レートの変動幅について、対ドルレートは中間値の上下2%、それ以外の主要通貨との為替レートは中間値の上下3%の幅のなかで変動するという設定になっている。

人民銀行の為替管理をみると、基本的に貿易を促進するための為替レートの安定に軸足を置いている。ただし、市場実勢に反して為替レートをコントロールする動きが強まれば投機が横行し、キャピタルフライトが起きる可能性がある。

### 3.3 人民元国際化の課題

人民銀行は「人民元国際化報告」のなかで、これから人民元国際化を推進するにあたっての基本は「市場が主導で企業が主役となる」と明言している。換言すれば、これまで政府が主導してきた人民元の国際化ではなく、市場環境を整え、市場の需要と供給に基づいて企業が主役となって人民元が徐々に国際化していくという考えのようだ。それは黄（2022）が指摘した政策的に人民元の国際化を進めるのではなく、市場が主導する人民元の国際化に切り替えていかなければならないとの考えと合致するものである。

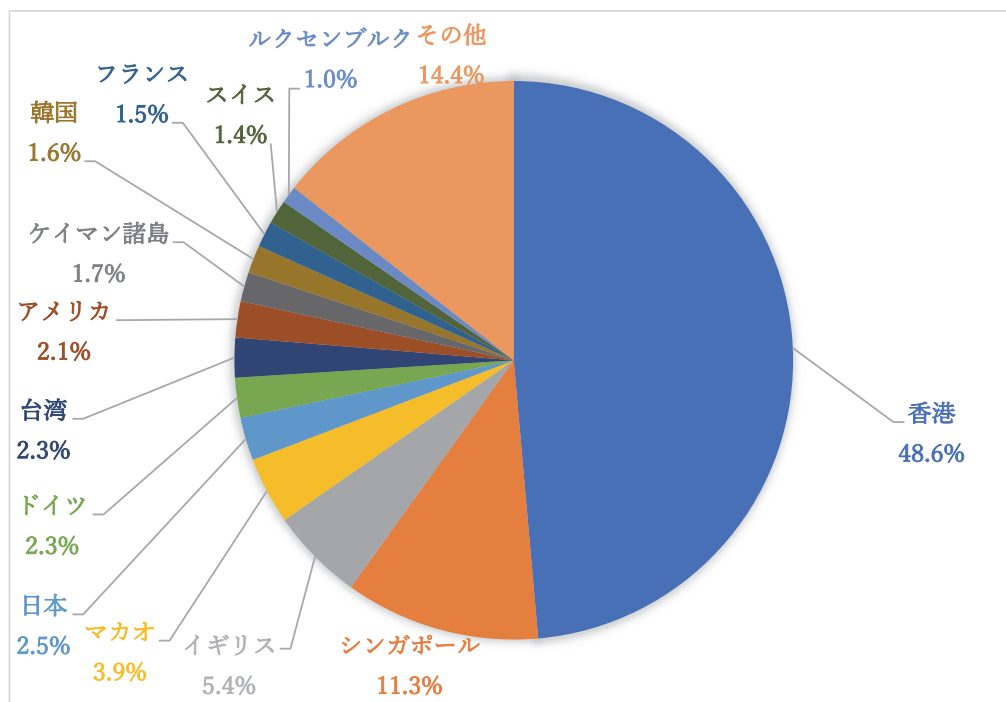
中国政府、人民銀行、経済学者のいずれも人民元国際化を推進したい気持ちは一致している。人民元の国際化が政府主導で推進するのか、市場の力で進むのかはある意味で無意味な問いといえる。なぜならば、一国・地域の通貨が国際化するためには、政府と中央銀行が決済システムなどの金融インフラを整備する役割を果たすのは当然のことであり、一方、金融機関と企業

がどの通貨を決済に使うかはその通貨の使い勝手と関連のリスクを総合的にみて判断することであり、これは時期によってどちらが主役でどちらが脇役になるかという問題ではない。

このような文脈を踏まえて考えれば、人民元決済の使い勝手を良くする努力と準備通貨としての人民元のリスクを抑制するための開放された金融市場の構築が求められていると思われる。これまでの人民銀行の為替政策をみれば、人民元為替レートの安定維持という政策的スタンスが評価されよう。貿易大国の中国にとって人民元為替相場のボラティリティが大きくなることは市場プレーヤーにとって大きなリスクとなる。むしろ、為替相場は交易条件を定義するものである。交易条件が急変すれば、為替相場も大きく変動する。こういう意味では、為替の安定を維持するためには、固定相場制のような人為的に為替相場を固定するやり方は必ずしも望ましいやり方ではない。前述の通り、中国のような大国にとって固定相場制はメリットよりもデメリットのほうが大きいと判断される。

だからこそ、為替相場はマクロ経済発展の結果である。マクロ経済が安定して発展しなければ、その通貨の為替相場も安定しない。当然の結果として、その通貨も国際金融市場で敬遠され国際化しにくい。同じ理由で、為替相場が安定しなければ、準備通貨としての魅力も低下し、それを広く保有されない。

図 11 人民元クロスボーダー決済における主要国・地域のシェア (2021 年)



資料：中国人民銀行「2022 年人民元国際化レポート」を基に筆者作成

結局のところ、人民元国際化の議論は、中国経済が持続して発展していけるかどうか、そのうえで、中国市場をさらに開放するかどうか、中国市場における「the rule of law (法治)」が実現できるかどうかにかかっている。中国では、金融に関する法整備がかなり進んでいるが、

法の運用の透明性が十分に確保されていないのは問題である。法は単なる飾りではなく、経済活動と金融取引のルールであり、いかなるプレーヤーでもそれにしたがう必要がある。政府は法を改正するならば、しかるべき手続きを取らなければならない。

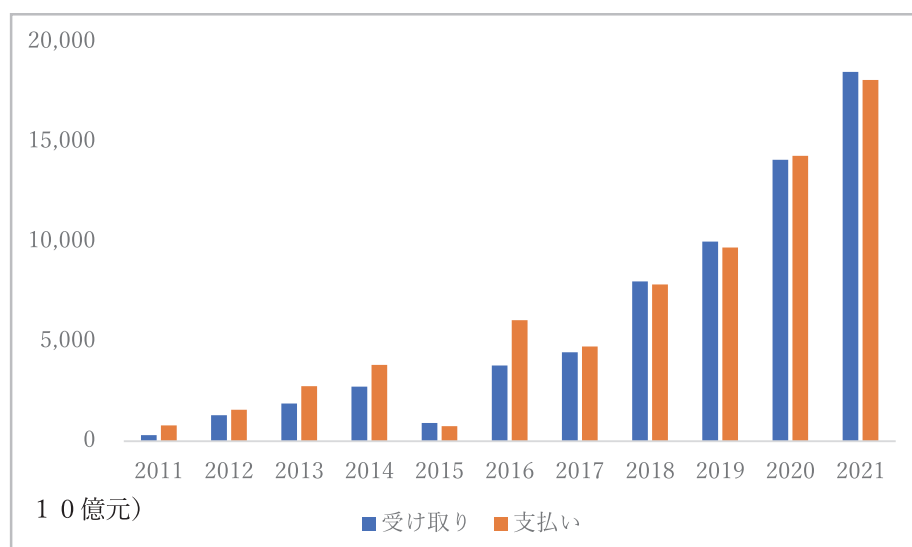
国内金融に関する法整備は1990年代、朱鎔基時代、急ピッチで進められた。法執行の効果について、賛否両論があるが、政府部門による市中銀行の信用創造への関与を排除するという意味では、完全にはできていないが、かつてほど政府部門は恣意的な関与ができなくなった。胡錦涛政権（2003～2012年）になってから、さらなる金融改革と法整備がトーンダウンしてしまったため、市中銀行の信用創造は政府の経済計画をより反映するようになった。

国際金融に関する法整備について国内金融と同等に進められているが、全般的に金融市場の開放が遅れ気味になっているため、金融の国際化が十分に進展していない。それは法整備の遅れが原因というよりも、中国政府は金融市場開放に関する慎重な姿勢を崩していないからである。この点について必ずしも中国特有の現象とはいえない。かつて、日本でも金融の自由化と国際化について慎重な論調が多かった。中国は1996年にIMF8条国に移行したが、かなりチャレンジングな決断だったといえる。

中国の金融当局者は人民元の国際化を進める意欲が十分に高いと思われるが、その前提として国内金融市場の安定を維持すると同時に、資本逃避に対する警戒をしないといけない。金融当局にとって人民元の国際化を推進すると同時に、金融の国際化を進めないとならない。金融市場の開放が遅れぎみになっている状況からすれば、人民元の国際化もかなり限定的なものになると思われる。

図11に示したのは人民元クロスボーダー決済における主要国・地域のシェアである（2021年）。アジアのシェアは圧倒的に大きいものになっている。すなわち、アジアにおいて人民元の国際化を優先的に進める中国政府の考えと合致する結果になっている。

図12 人民元建て決済の推移



資料：CEIC データを基に筆者作成



そして、図 12 は人民元建て決済の推移である。2016 年以降、人民元建て決済は順調に拡大していることがわかる。ただ、その大半はアジアでの決済である。しかも、香港の一国二制度が崩れ、中国の一部になっている実状から考えれば、中国大陸－香港の間の人民元建て決済を除けば、実際のクロスボーダー人民元建て決済はかなり規模が縮小すると思われる。中国にとって最大の貿易相手国はアメリカであるが、対米貿易は人民元建てで決済する合理性がほとんど認められない。アジア諸国・地域との貿易を人民元建て決済にする割合が徐々に高まる可能性が高い。したがって、人民元の国際化は漸進的に進展していくものと思われる。

## 4. デジタル人民元の誕生とその意味

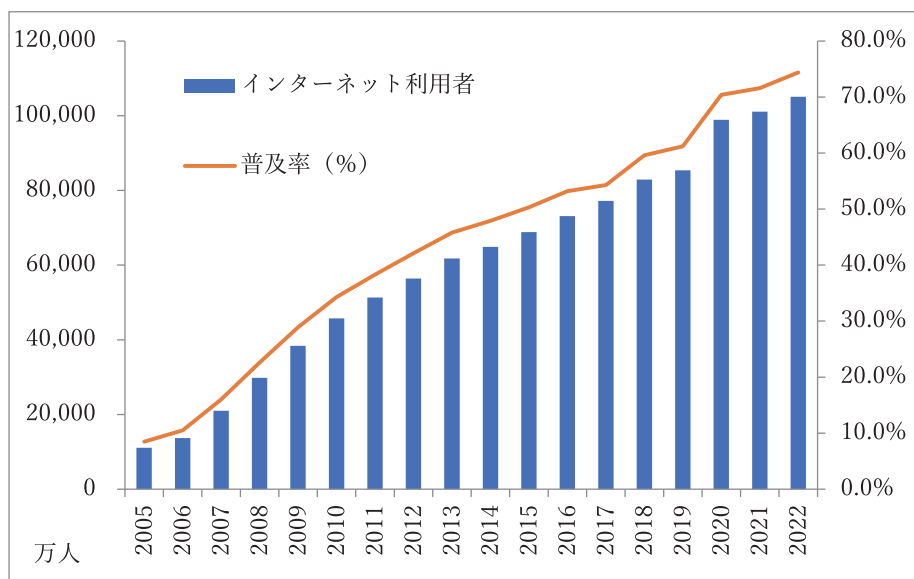
### 4.1 人民元デジタル化と既存のスマホ決済の共存

古典的な金融論は金融仲介と資源配分の効率化を目指す理論的解説として、貯蓄主体の家計から投資主体の企業へいかに効率よく金融仲介を行うかがポイントである。それを踏まえて金融政策と金融制度をデザインするのも重要な作業である。中国の発展段階に即して考えれば、かつて日本が歩んできた道と同じように、経済の発展とともに、金融の自由化と国際化を徐々に進め、金融仲介も徐々に効率化していく道を進むものと思われる。

ここで、重要な命題の1つは金融制度と金融政策の進化が遅れると、経済発展を妨げるという関係である。すなわち、金融仲介を効率化して、はじめて経済発展を実現できると考えられている。2000年代に入ってから、中国経済が奇跡的な成長を成し遂げたのは1990年代に進められた金融制度改革と無関係ではない。

1990年代後半、もう1つの変化はIT革命の勃興である。今となっては、中国は世界でデジタル産業の発展をリードしているといわれているが、当時の中国は産業の発展が遅れ、もっぱら外国企業の直接投資の誘致に力を入れていた。そのなかで、アメリカに留学していた中国人の若者ははじめてインターネットというものに接して、それと同じものを中国で作れないか、試みた。EC（電子商取引）を中心にビジネスを展開するアリババが創業されたのは1999年、SNSサービスが主力商品のテンセントが創業されたのは1998年、検索エンジンのBaidu.comは2000年に創業された。

図13 中国のインターネット普及率と利用者数の推移



資料：CNNIC、<https://www.cnnic.com.cn/>

図13に示したのは中国のインターネット普及率と利用者数の推移である。2021年、インターネット利用者数ははじめて10億人を突破した。2022年、インターネット普及率（利用者数÷総人口）は74.4%に達した。インターネットインフラが整備されたのを受け、ネットビジネスのサービスも多様化するようになった。その1つはスマホ決済である。具体的にアリババグループの「支付宝」(Ali Pay)とテンセントグループの「微信支付」(WeChat Pay)は主力ツールである。スマホ決済が広く受け入れられているのは支払い機能や送金機能などの利便性のほか、国有銀行が中心に提供している金融サービスが不便であるうえ、偽札が横行しているため、現金で支払う側と受け取る側のいずれもスマホ決済のほうを選好する。

具体的にAli Payは2003年からサービスが始まり、WeChat Payは少し遅れて2013年からサービスが始まった。今の中国では、スマホがないと何もできないといっても過言ではない。スマホ決済がないと買い物ができないのも事実である。スマホ決済が急速に普及するようになった背景には、国有銀行の金融サービスに隙間があったからである。その隙間とは、中国では、クレジットカードの普及が遅れ、現金決済が主流だったが、現金を使う面倒くささとおつりとして偽札を受け取るリスクがあったことだ。こうした背景のなかで、消費者はスマホ決済という便利なツールを受け入れそれを利用するようになった。問題は、これから中国人はスマホ決済からデジタル人民元に乗り換えるかどうかである。このような文脈を踏まえ、今の中国でデジタル人民元を普及させようとするれば、各々の消費者にスマホ決済とデジタル人民元のいずれかを選択してもらうことになる。スマホ決済を利用する際、とくに不便を感じないなかで、わざわざデジタル人民元を利用する必要性がそれほど高くないのは事実である。利用者からみれば、デジタル人民元とスマホ決済は機能面において重なる部分が多いため、同時に両方を使う必要性は感じられない。

ただし、スマホ決済はデジタル通貨の決済機能を兼ねて決済サービスを提供しているが、デジタル通貨そのものではない。現状において消費者は、給料などを銀行などに預貯金し、消費や投資などの支払いについてスマホ決済を利用しているが、とりわけ不便を感じていないわけではない。

既存のスマホ決済とデジタル通貨の機能に関する論点整理が簡単になされているが、デジタル通貨を導入した場合、信用創造、金融仲介と金融政策にどのような影響を及ぼすかについて研究が十分に進んでおらず、それに関する制度作りと技術面の手当などについても、先進国でさえ遅れがちになっている。1つはシステムの安全性の問題である。もう1つはデジタル通貨を利用した際のデータ管理の問題である。ただし、これらの問題が十分に解決されていないとはいえ、時代は間違いなくデジタル通貨が主導する方向へ突き進んでいる。これから繰り広げられるのはデジタル時代の通貨覇権をどの国が握るかということとはもとよりデジタル時代の国際標準をどのように策定していくかが重要なポイントである。中国は新興国として積極的にデジタル通貨の標準化に関わろうとしている。

中国は自動車やエレクトロニクス産業など伝統的な製造業についても先進国へのキャッチ

アップを急いでいるが、十分に追いついていない。これに加え、IT を中心とするデジタル産業について、中国は先進国に引けを取らないといわれている<sup>13</sup>。否、中国はむしろデジタル産業のリーダーになっているとまでいわれている。なぜ中国のデジタル産業が順調にキャッチアップできたのだろうか、あらためてその背景を整理しておこう。

第一に、デジタル産業のキャッチアップは伝統的な製造業の技術力に依拠しないからである。新興国の中国はデジタル産業について先進国と同じスタートラインに立つことができた。

第二に、1990年代、アメリカなどに留学した中国人留学生はIT技術とITビジネスモデルを学び、世界最先端のIT技術とビジネスモデルを持ち帰って中国国内で創業して大成功を収めた。これこそ後発組の優位性といえるものである。

第三に、中国政府が民間資本による伝統的な製造業への参入について高い障壁を設けているが、IT産業への参入についてほとんど規制がなかった。これは意図せざる成果だったといえる。

第四に、中国IT産業の発展を後押ししているのは巨大な市場の存在である。とくに、電子商取引（EC）を展開するアリババや京東商域、SNSサービスを提供するテンセント、タクシーの配車アプリの滴滴出行といったビッグテックやプラットフォーマー企業は急成長を成し遂げた。デジタルビジネスが大きく躍進したのは、政府によるバックアップというよりも、政府が関与しなかったことで、プラットフォーマーのビッグテック企業は大成功を収めたといえる。この点について、中国政府がビッグテック企業のビジネスに積極的に関与を始めていることから、それは中国のデジタル産業のさらなる発展を妨げることになる。

## 4.2 金融制度改革の遅れと中国経済の急減速

目下、中国の金融システムは不安定化の兆しをみせている。中小金融機関を中心にデフォルト（債務不履行）を引き起こしており、しかも、徐々にメガバンクの一部の地方支店に飛び火する様子を見せている<sup>14</sup>。なぜ中小金融機関はデフォルトを引き起こしているのだろうか。

そもそも、中国では1995年に「商業銀行法」が整備され、当該法規は商業銀行のリスク管理に重点を置いている。第29条では、「商業銀行は個人の預金業務について個人の預金の預け入れと引き出しを尊重しなければならない。個人の預金には利息を付与しないとイケない。預金者の個人秘密情報を守らなければならない」と決められている。そして、第43条では、「商業銀行は中国国内で投資信託と証券業務に携わってはならない。そして、自社用でない不動産に投資してはならない。さらにノンバンク金融機関と企業に投資してはならない」と定められている。中国の銀行制度はいわゆる業態別方式を採用しているということである。

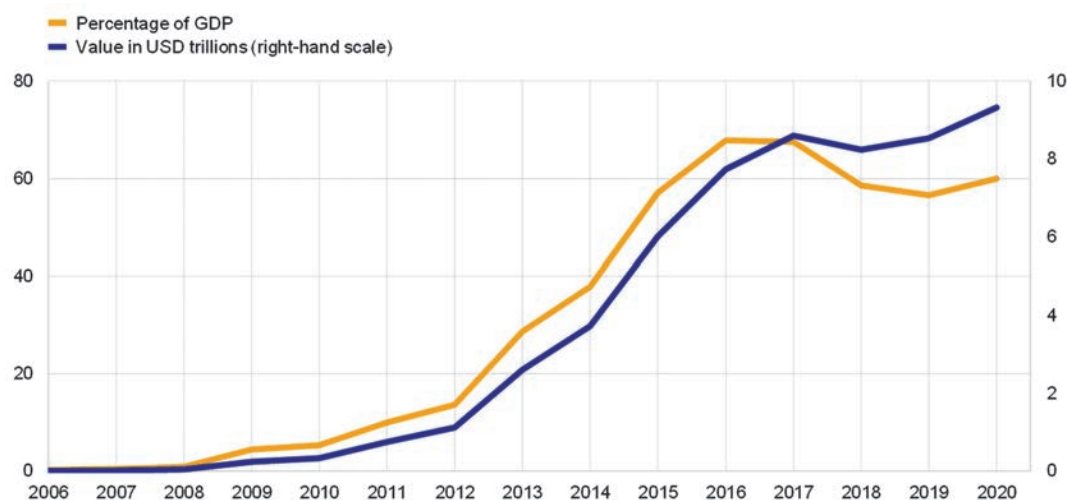
<sup>13</sup> 中国のIT技術について、ECなどのビジネスモデルの構築においては世界をリードしているが、コンピュータのOSなどは、依然アメリカに依存している。半導体については、中国はIC集積回路の純輸入国である。したがって、中国はIT技術について世界強国とまでいえない状況にある。

<sup>14</sup> 中国工商銀行が代理販売している鵬華聚鑫資産管理計画の理財商品40億元がデフォルトになっている。



しかし、実際の銀行業務を考察すれば、商業銀行は収益を最大化するために、預金を集め、企業や個人に融資を行うほかに、理財商品など投資信託の金融商品を支店で代行販売することが日常茶飯事になっていた。制度上、これらの金融商品は銀行のオフバランス取引になっているが、預金しに銀行の支店に訪れる預金者に理財商品への投資を積極的に勧誘するケースが多かった。中国の個人にとって定期預金の金利は3～4%であるのに対して、理财商品のリターンは高いものだと、10%を超えたものも少なくなかった。国有銀行と結託した投資会社が高い利回りを約束した背景には、不動産投資のリターンが得られるからだった。しかし、コロナ禍により、不動産市場のバブルが崩壊するリスクが高まり、理财商品のデフォルトが多発するようになった。こうしたなかで、商業銀行は理财商品の売り上げと収益をバランスシートに載せないため、シャドーバンク取引（影の銀行業務）と呼ばれる。銀行は窓口で理财商品を預金者に勧める際、収益性の高さを強調する反面、それに含まれるリスクについて言葉を濁す傾向が強い。そのなかで利益相反が生じてしまう。これこそ中国の金融システムが不安定化する背景になっている。

図 14 中国のシャドーバンク取引の推移



資料：ECB Economic Bulletin, Issue 2/2022

図 14 に示したのは欧州中央銀行（ECB）が試算した中国のシャドーバンク取引の金額の GDP 比である。2016 年以降、シャドーバンク取引の伸びこそ横ばいになっているが、依然として高い伸び率になっている。これらのシャドーバンク取引の多くは価格が高騰していた不動産市場に投じられているが、2021 年後半、当局の規制強化に伴い、不動産市場の伸びは鈍化するようになった。とくに、恒大集団のような大手デベロッパーはデフォルトを引き起こし、不動産バブルの崩壊が囁かれている。

中国国内のエコノミストの試算によれば、中国の不動産関連産業（含む建材や家具など）の GDP 比は 30% に上るといわれている。不動産バブルが崩壊すれば、中国経済に与えるダメージ

ジは想像以上に大きいものになる。不動産バブルが大きく拡大した背景に、景気を刺激する経済政策や地方政府とデベロッパーによる地上げなど複雑な要因がある。不動産バブルが崩壊すれば、中国経済は長期的に低迷する可能性がある。人民元の国際化の試みとデジタル人民元の導入にとって強い向かい風になるのは必至である。

### 4.3 デジタル人民元の制度設計

世界主要国の金融当局はデジタル通貨の誕生について強い関心を寄せているが、それは未知の領域であり、どのようなリスクをはらんでいるかもわからないため、デジタル通貨の実験すら決断できない国も多い。1つは犯罪のリスクを抑制しないとイケない。そのためのブロックチェーン技術をはじめとする様々なセキュリティ技術のさらなる進化が期待される。そして、デジタル通貨誕生後の金融秩序にあわせて制度設計をあらためて行う必要がある。さらに、デジタル通貨と既存の金融システムが併存する環境において信用創造と金融政策のあり方を再認識する必要がある。要するに、デジタル通貨の利便性を活かすと同時に、それゆえの不安定性を抑制する制度設計が求められている。

通貨の基本はそれに対する信用である。信用が確立しない通貨は暴落してしまう可能性がある。古典的な金融論のマネタリーセオリーでは、中央銀行は金利政策、公開市場操作、預金準備率操作などの金融政策を駆使して市中銀行の信用創造に影響を与え、通貨価値の安定を図るといわれている。しかし、デジタル通貨の誕生によってこうした古典的なセオリーが成り立つかどうかはわからない。だからこそ主要国の金融当局はデジタル通貨の導入について慎重な姿勢を崩していない。

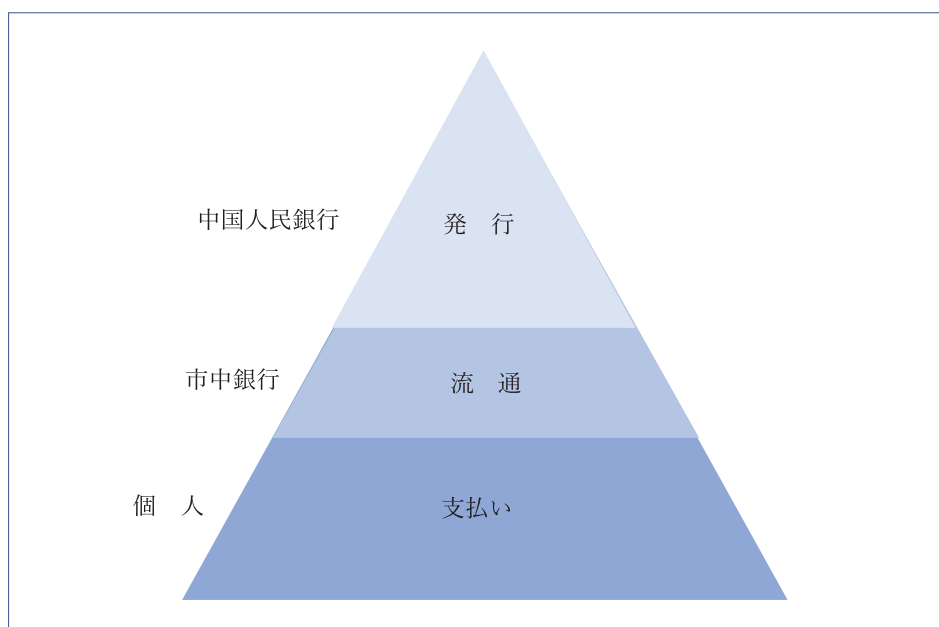
現段階で、デジタル通貨（CBDC）を現実的に発行しているのはもともとの金融システムが弱小の国が多い。たとえば、エクアドル、バハマ、カンボジア、東カリブ海の国々、ベネズエラなどである。

世界主要国のなかで、デジタル通貨の実験について比較的積極的に取り組んでいるのは中国である。中国はインターネットセキュリティ技術の開発を強化するために、政府が助成すると同時に、経済発展が進んでいる地域を中心にデジタル人民元（e-CNY）の導入を実験している。現段階で注力されているセキュリティを万全にするための実験が中心になっているようにみえる。これこそ中国的なやり方である。40余年前の「改革・開放」政策もいきなり全国的に展開したのではなく、深センや厦門（アモイ）などいくつかの沿海都市でテストしてから全国展開していったのだった。e-CNYも同じやり方で導入が試みられている。

図15に示したのは中国におけるデジタル人民元発行、流通と支払いの概念図である。その基本的な考え方は既存の人民元の発行とほとんど同じである。金融当局にとって、発行と流通段階の不確実性が少なくコントロール可能である。想定外のリスクと問題が生じうるのは流通段階であろう。各々の個人は自らのウォレットにあるe-CNYを買い物などに使うことに

いて詐欺に遭わないようにしないといけない。金融当局としてはハッカーがシステムに進入して人々のウォレットにある e-CNY を盗めないように技術的に万全なものにしないといけない。そして、e-CNY を利用する個人の情報が漏洩しないようにデジタル情報の管理にも神経をとがらせる必要がある。目下、アナログの情報でさえ、文書の紛失などで漏洩事故や事件が起きている。総括すれば、情報管理とリスク管理のための技術開発と制度設計はデジタル通貨誕生の決め手となる。

図 15 e-CNY の発行と流通



資料：筆者作成。本研究プログラム中間報告「人民元国際化・デジタル化のロードマップ—それに関する制度分析」を参照：<https://www.tkfd.or.jp/research/detail.php?id=4063>

#### 4.4 デジタル人民元の導入と人民元の国際化

中国政府はデジタル人民元を導入しても、デジタル人民元が既存の人民元（現金）に取って代わるものではなく、既存の人民元を補完するものと位置付けている。ただし、デジタル人民元を成功裏に導入できれば、その使い勝手のよさから、決済通貨として人民元の重要度が大きく上がる可能性がある。このような文脈から考えれば、デジタル人民元の導入は中国国内に止まらず、人民元の国際化を促進する効果があるかもしれない。

デジタル人民元の国際決済での使用という意味では、中国人民銀行は香港金融管理局やタイ中銀、UAE 中銀と中銀デジタル通貨を活用した国際決済の実験を開始した。こうした仕組みを通じて人民元の国際化を進めていく狙いもあるものとみられる。

もっとも、中国自身も認識しているとおり、デジタル人民元の活用によって、基軸通貨としてのドルの地位を奪うといったことは、かなり先までみても考えにくい。人民元はドルに代

わって通貨覇権を求めるほどの実力が今のところない。

中国は世界最大の貿易国<sup>15</sup>であり、その実力を踏まえれば、中国が決済通貨としての人民元の存在を高める必要があると考えること自体は自然である。問題は中国経済が減速傾向を辿っていることにある。このまま、中国経済が失速してしまった場合、人民元の国際化はむしろ遠のく可能性がある。かつて、日本円は国際化を目指したが、バブル崩壊後に日本経済はデフレに悩まされ、結局、円の国際化は思う通りに実現しなかった。

中国が日本の轍を踏まないために、まず、中国経済を安定させて成長を維持していく必要がある。前掲の図3に示したのは2010年以降の中国経済成長率の推移である。2020年コロナ禍以降、経済成長率は大きく上下しているが、ならしてみれば、中国経済は明らかに減速の一途を辿っている。

このままいくと、中国経済の成長率が低下し、経済力が弱くなり、人民元の国際化を図ろうとしても、強い向かい風に阻まれる恐れがある。一方、中国金融当局はデジタル人民元の実験に意欲的に取り組んでいるが、中国人消費者にとり、すでに使い慣れているAli PayやWeChat payといったスマホ決済からデジタル人民元へ乗り換えるインセンティブが弱い。海外の専門家からみれば、デジタル人民元を使う際の個人情報の保護について不透明さがあると指摘されるが、中国国内の個人からみれば、個人情報の保護について既存のスマホ決済もデジタル人民元もほぼ同じレベルにあると感じる。それを心配して、デジタル人民元を使わないと考える人はそれほど多くないと思われる。スマホ決済を使い続けるか、デジタル人民元を使うかについて、あくまでもその使い勝手の良さをみて決められるだろう。

将来的に中国の金融当局が強引にデジタル人民元を普及させようとするれば、既存のスマホ決済の業務範囲を狭めてその使い勝手を悪くする可能性もゼロではない。しかし、当面は、デジタル人民元を全面的に導入してキャピタルフライトやマネーロンダリングが横行した場合、逆効果になることが懸念されているはずである。したがって、中国の金融当局はデジタル人民元の導入と人民元の国際化を、慎重に段階的に進めていくことになるだろう。

---

<sup>15</sup> 2019年の世界貿易では、1位中国は4兆5778億ドル、2位アメリカは4兆2106億ドル、3位ドイツは2兆7223億ドル、4位日本は1兆4265億ドル、5位オランダは1兆3442億ドルとなっている。



## 5. 人民元の国際化・デジタル化と日本の通貨戦略

---

### 5.1 通貨覇権争いか通貨協力か

前述したとおり、人民銀行の報告書をもても、中国政府と人民銀行は人民元の国際化を進め、既存のドルを基軸通貨とする国際通貨体制を大きく変更しようとしていないことがわかる。中国が人民元の国際化を進める短期的な目的は貿易大国として貿易決済における為替リスクを管理することである。また、ロシアがウクライナに侵略してから、原油価格は急上昇している。中国は原油の輸入国として、原油の輸入代金の一部を人民元で決済できれば、ドル相場の変動リスクを回避することができる。ただし、ロシアでさえ、すべての原油とガスの輸出について人民元で決済したくないはずである。結論的にいえば、人民元が国際化するとしても、それはあくまでも既存の国際通貨体制を補完する形で進むと思われる。

将来、人民元決済が躍進し、人民元の国際化が実現できるとすれば、その前提として、中国は金融市場を含む中国市場を全般的に開放し、国際ルールを遵守しなければならない。要するに、中国は自らの信用をもっと高めなければならないということである。

ここで目下エスカレートしている米中対立を概観すれば、それは決して貿易不均衡によって対立が激化しているわけではない。これだけ火花をちらつかせる米中対立の最中でも、米中の貿易額と貿易量は減少するどころか、むしろ増えている。その背景に米中経済が互いに深く依存していることがある。米中双方にとっても、経済のデカップリングは非現実的である。

一方、通貨の問題に目を転じると、世界最大の外貨準備を保有する中国はそのかなりの部分がドル建て資産になっているとみられている。人民銀行が保有する米国債残高は日本に次いで2位だが、2022年10月現在、9,337億ドルに上る（参考：日本の保有残高は1兆780億ドル）。2019年に人民銀行が公表した外貨準備の内訳によれば、2014年、外貨準備のうち、ドル建て資産は58%だったといわれている。近年、ドルからドル以外の資産に振り分ける傾向がみられるが、依然として、ドルがもっとも重要な通貨であることは間違いない。

米中の通貨覇権争いが激化するとすれば、それはそれぞれの金融システム、しいていえば、その経済に対する信用を巡る覇権争いである。こうした文脈を踏まえて考えれば、人民銀行の為替政策について、人民元の安定を維持する姿勢は少なくとも間違った政策決断ではないといえる。ドル、ユーロと円についてそれぞれの中央銀行が直接その為替レートをコントロールすることはできない。現に2022年、円の対ドルレートは30年来の安値を記録した。その直接な原因は日米の金利差にあるとみられるが、日米の金融当局はそれに直接的に関与することができない。短期間には為替レートのボラティリティが大きくなると、間違いなく国際貿易にマイナスな影響を及ぼしてしまう可能性がある。

これまでの数十年間、国際社会にいつも突き付けられている問いの1つはこのままドルに依存し続けていいのかである。ユーロの誕生はドルへの過度な依存を分散する意味で重要だった

が、ユーロはドルにとって代わるものではない。円の国際化も期待されていたが、思ったより円の国際化が進まなかった。

数年前まで、内外の専門家の間でこれからは中国の世紀になると囁かれていた。しかし、現実問題として、コロナ禍により中国経済は予想以上に減速している。その影響に加え、米中対立が激化しているため、中国に進出している外国企業は撤退・縮小は少ないものの、改めてチャイナ・プラス・ワンを意識しつつある。中国経済は元の成長軌道に戻ることができなければ、中国の世紀は到来しない。人民元はドルとの覇権争いというよりも、安定的に補完的な役割を果たせるかどうかポイントになりそうである。

## 5.2 日本円の将来：国際化とデジタル化

### 5.2.1 円の国際化への取り組みと国際通貨としての変遷

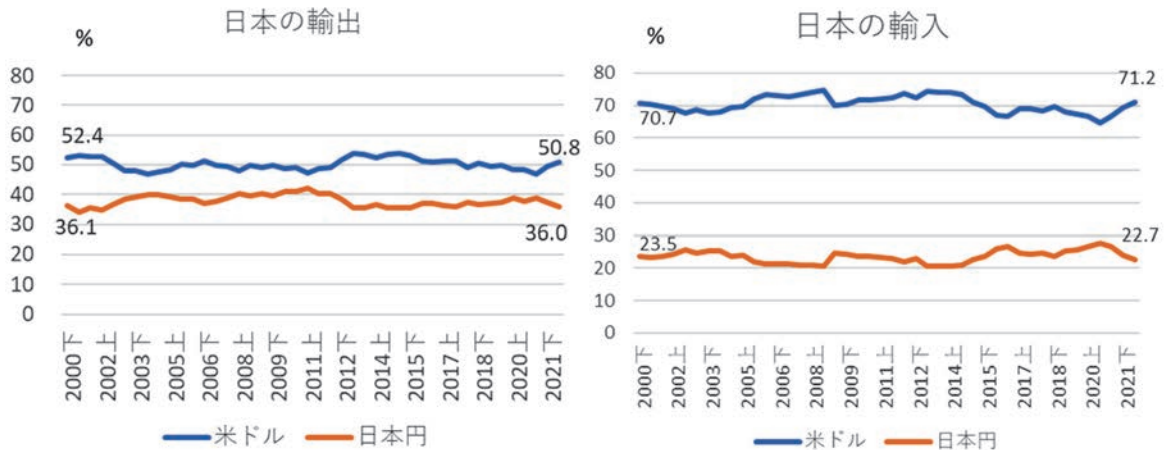
今後も米ドルを基軸通貨とする国際通貨体制は予見できる将来にわたり続くと考えられる。その一方で、人民元は中国との経済的結びつきが強い国や地域において徐々に存在感を高めていくとみられる。そうしたなか、アジアの通貨で国際通貨化に人民元よりも先行してきた日本円の将来はどのようなのであろうか。また、日本は円の国際化にどんなスタンスで取り組むべきだろうか。

日本は、1980年代以降何度か円の国際化を目指し取り組んできた。1980年代は、アメリカが円の国際化を求めたことが円の国際化の契機となった。当時、アメリカは、日米貿易不均衡に不満をもっており、その是正のためには、円を国際化して日本の金融市場を開放することが必要と考えていた。1984年5月の「日米・円ドル委員会報告書」は、円の国際化のためにとるべき措置として、国内金融市場の自由化、外国金融機関のアクセス改善、ユーロ円市場の自由化等分野ごとにリストアップした。

1990年代後半には、今度は日本自身が、東京を国際金融市場として活性化するために、円の国際化を改めて推進しようとした。1998年に外為法を改正し、内外取引の事前許可、届出制を原則廃止し事後報告制度を導入した。東京国際金融市場の機能強化により円の国際化を推進する狙いであった。1999年4月には、大蔵省外為審が答申として「21世紀に向けた円の国際化」を発表、円の国際的地位向上のための指針を示した。その後も、大蔵省（その後財務省）は研究会や勉強会を立ち上げ、円の国際化に取り組んできた。

これらの取り組みにもかかわらず、その後も米ドルの基軸通貨としての地位は揺らぐことなく、円の国際化は停滞した。以下、国際通貨としての円のシェアをいくつかの統計からみていく。まず、日本の財貿易に占める円建て取引の比率は、輸出が3割台後半、輸入が2割台前半で2000年以降ほとんど変わらない。輸出、輸入ともに米ドルが第一の取引通貨としてそれぞれ5割強、7割強を占める状況が続いている（図16参照）。

図 16 日本の財貿易の取引通貨比率推移



注：直近は 2022 年上期

資料：税関「貿易取引通貨別比率」 <https://www.customs.go.jp/toukei/shinbun/trade-st/tuukahappyou.htm>

次に、日本円の世界全体の国際取引や外貨準備におけるシェアはどうか。SWIFT を使った国際決済額ウェイトにおける円のシェアは 2.5% (2022 年 11 月) と 10 年前と同水準 (表 5 参照) である。

表 5 SWIFT 国際決済額の通貨別世界シェア (%) 推移

	2012 年 12 月	2015 年 12 月	2016 年 12 月	2017 年 12 月	2018 年 12 月	2019 年 12 月	2020 年 12 月	2021 年 12 月	2022 年 11 月
米ドル	33.3	43.9	42.1	39.9	41.6	42.2	38.7	40.5	41.4
ユーロ	39.8	29.4	31.3	35.7	33.0	31.7	36.7	36.7	36.1
英ポンド	8.7	8.4	7.2	7.1	6.8	7.0	6.5	5.9	7.1
<b>日本円</b>	<b>2.5</b>	<b>2.8</b>	<b>3.4</b>	<b>3.0</b>	<b>3.4</b>	<b>3.5</b>	<b>3.6</b>	<b>2.6</b>	<b>2.5</b>
人民元	0.6	2.3	1.7	1.6	2.1	1.9	1.9	2.7	2.4

資料：SWIFT RMB Tracker <https://www.swift.com/ja/node/11096>

また、BIS 調査による外国為替取引高の円のシェアも、8.5% (2022 年 4 月) と、15 年前と同水準である (表 6 参照)。

表 6 外為取引高の通貨別世界シェア (%) の推移

	2007	2010	2013	2016	2019	2022
米ドル	43.0	42.5	43.5	44.0	44.0	44.0
ユーロ	18.5	19.5	16.5	15.5	16.0	15.5
<b>日本円</b>	<b>8.5</b>	<b>9.5</b>	<b>11.5</b>	<b>11.0</b>	<b>8.5</b>	<b>8.5</b>
英ポンド	7.5	6.5	6.0	6.5	6.5	6.5
人民元	0.0	0.5	1.0	2.0	2.0	3.5

注：各年の 4 月中の取引高。合計 200 で示されていた元データを 2 で割り、世界シェアとした。

資料：BIS Triennial Survey <https://www.bis.org/statistics/rpfx22.htm>

一方、世界の外貨準備高における円のシェアは5.3%（2022年9月末）と、2020年末（6.1%）対比で幾分低下した。なお、この間、米ドルは、過去20年間でシェアを1割強低下させたものの、圧倒的なシェアを維持している（表7参照）。

表7 世界の外貨準備高の通貨別構成比（%）の推移

	2000	2005	2010	2015	2020	2021	2022Q3
米ドル	71.1	66.5	62.2	65.7	58.9	58.8	59.8
ユーロ	18.3	23.9	25.8	19.1	21.3	20.6	19.7
<b>日本円</b>	<b>6.1</b>	<b>4.0</b>	<b>3.7</b>	<b>3.8</b>	<b>6.0</b>	<b>5.5</b>	<b>5.3</b>
英ポンド	2.8	3.7	3.9	4.7	4.7	4.8	4.6
人民元	—	—	—	—	2.3	2.8	2.8

注：各年末、ただし2022年は9月末。

資料：IMF COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserve) Statistics

<https://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>

政府の円の国際化に向けた取り組みにもかかわらず、円の国際化が停滞した最大の要因は、バブル崩壊後、日本経済が停滞し、世界経済・世界貿易に占める日本経済のウェイトが低下傾向を辿ったことにあるのだろう。国際通貨化の条件の1つが、経済規模や貿易規模が大きく世界におけるプレゼンスが高いことを踏まえれば、この間の日本経済の停滞が円の地位にマイナスに作用したのは否めない。むしろ、政府の取り組みがなければ、円の国際化は、はっきり後退していたかもしれない。

### 5.2.2 円の国際化の今日的意義

以上のように停滞してきた円の国際化であるが、その意義は今日においても衰えていない。現状は、円の国際通貨としての地位低下に危機感をもつべきだろう。大概（2022）は、イノベーションの低迷、日銀の金融政策に伴う国債市場の流動性低下など国内資本市場の課題などから「円の不人気はさらに加速する可能性がある」とし、円が一層マイナー通貨化した場合、海外投資を積極化している邦銀や企業にとっての円投や為替ヘッジのコスト上昇、為替交換のスプレッドの上昇というかたちで負担を増す可能性が高い旨を指摘し、警鐘を鳴らしている。

財務省（2017）が指摘するとおり、日本にとって円の利便性を向上させ、利用を促進させることは、日本企業・金融機関・東京市場のさらなるグローバル化、競争力強化に資すると考えられる。日本企業にとっては、迅速な円決済による財務の効率性向上、為替取引コストの削減、邦銀にとっては、海外での円建て融資の拡大、海外での円決済ビジネスチャンスが期待できる。また、グローバルな円利用の拡大によって、東京国際金融市場の活性化も期待できる。つまり、円の国際化は「守り」と「攻め」の両面で重要だと考えられる。

円の国際化を推進するにあたって、地域的にはとくにアジアに注力していくべきだろう。日本はアジアに地理的に属するだけでなく、他のアジア諸国との経済的な繋がりが強い。さらに、



アジアは、世界経済のなかでも成長率が高く今後も成長が期待できる地域だからである。予見できる将来においても、ドルを基軸通貨とした国際通貨体制が大きく変化することは考えにくい。ただし、1980年代から90年代にマルクが西欧地域で準基軸通貨として存在感を増した例があるように、アジアの域内取引においては、アジアの通貨を利用した貿易・投資・資本取引の決済が徐々に増えていく可能性がある。財務省（2017）が指摘するように円がアジアにおける地域国際通貨としてさらに活用されるよう取り組む意義は大きい。

アジアにおいて現地通貨の利用を促す施策は、すでに中国やASEAN諸国でも行われている。とくに、人民元は、中国の経済貿易面のプレゼンスの大きさを背景に、地域国際通貨としての存在感を一定程度には、高めていくとみられる。それでも円は、流動性があり自由に交換可能だという意味ではアジアで唯一といってよいハード・カレンシーである。クロスボーダーの決済において、基軸通貨ドルを補完する役割を担うポテンシャルをもっている。

新型コロナウイルス感染症の世界的拡大の初期である2020年3月、恐怖心理から世界中の金融市場で基軸通貨ドルの需要が急速に高まった。米国連邦準備制度（FED）は、各国中銀との為替スワップを通じて世界中にドルを供給することで金融市場に安心感を与えた。もっとも、ドルだけに頼ることに恐怖感を覚えた新興国は少なくなかったはずである。アジア地域において、同一時間帯で主として取引される円がドルを補完する国際通貨として、アジア地域からのアクセスが容易になることは、日本にとってみれば、円という公共財をアジアに提供することで、日本のソフトパワーを高めることにもなる。

### 5.2.3 円の国際化にとって何が重要か

円の国際化を推進するには、以下の3点が重要だと考えられる。

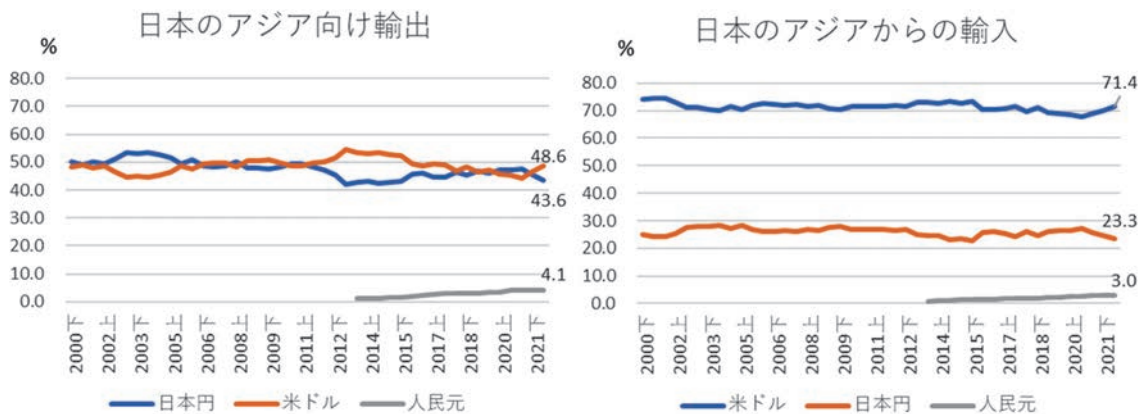
#### ① 日本経済の安定成長と世界貿易でのプレゼンス維持向上、健全なマクロ経済運営

当たり前だが、日本が一定の安定成長を続けることが、円の国際的な使用の最大の支えになるだろう。人口減少のなかでもイノベーションを活性化させ、世界貿易で存在感を維持向上していく必要がある。また、通貨価値の安定も重要であり、そのためには健全な金融財政政策を続け、市場から信認を確保し続けることも重要である。欧州の経済統合の取り組みにおいてマルクが地域国際通貨として選ばれたのは、マルクの価値がフラン等に比べ安定していたためであることを認識すべきだ。

#### ② アジアからの円流動性へのアクセス性の向上

アジアにおける円の使い勝手を向上させる施策をさらに推進することが重要だ。すでに、財務省は、タイ、フィリピン、インドネシアと円と現地通貨の直接取引推進のための覚書を締結している。日本銀行は、アジアの時間帯をカバーすることを視野にいたした日銀ネットの稼働時間延長、海外からの日銀端末入力可能化等を実施している。ただし、こうした取り組みにもかかわらず、今までのところ日本の対アジア貿易の取引通貨比率における円のシェアに大きな変化はない（図17参照）。

図 17 日本の対アジア貿易の取引通貨比率の推移



資料：税関「貿易取引通貨別比率」 <https://www.customs.go.jp/toukei/shinbun/trade-st/tuukahappyou.htm>

今後、アジアでの円の使い勝手向上のために何が必要だろうか。前述のように、アジア域外からいざというときに円の流動性にアクセスが容易になれば、国際取引にドルだけでなく円を利用しようという誘因になる。円の流動性に海外からアクセスが容易になるような流動性供給手段を検討していく意義は小さくないだろう。

### ③ 東京国際金融市場の活性化

国際通貨化の条件として、流動性の高い自由にアクセス可能な国際金融市場の存在が挙げられるように、東京国際金融市場の発展は円の国際化にとって重要だ。東京国際金融機構の中曾会長が主張するとおり（日本経済新聞 2022）、脱炭素のなかでトランジショナルファイナンスを拠点とするなど、他のアジアの国際金融市場とは異なる発展戦略をとることが重要であろう。

## 5.2.4 円のデジタル化

円の国際化の文脈において、円のデジタル化、すなわち日本銀行によるデジタル円の発行とそのクロスボーダーでの利用促進については、どのように考えるべきか。日本銀行は、2020年10月に中央銀行デジタル通貨に対する取り組み方針を発表した（日本銀行 2020）。同方針において、デジタル円のクロスボーダーでの利用については、「各国中央銀行の動きなどをしっかりフォローしながら、国内利用だけではなく、クロスボーダー決済への活用可能性を確保していく」意向を示した。

ここで認識すべきは、デジタル人民元が人民元国際化のゲームチェンジャーになるわけではないのと同様、デジタル円によって円の国際化が一気に進むわけではない点だ。繰り返しになるが、通貨の国際化の条件は、一国の世界経済・貿易におけるプレゼンス、通貨価値への信認、自由にアクセス可能で流動性のある国内金融資本市場の存在などであり、それらの条件が備わらずに通貨をデジタル化しただけでは、通貨が国際化することはない。

デジタル円の発行の是非およびその設計においては、主として国内での一般利用を念頭において検討されるべきであろう。日本銀行は現時点で発行すると決めていないものの、すでにデ

デジタル円の検討を進めている。2021年度中に実証実験の第一段階として、概念実証フェーズ1を実施し、デジタル円に関する基本的な取引（発行、払出、移転、受入、還収等）の性能試験などを行った。2022年度からは概念実証フェーズ2として周辺機能について試験を行っている。また、日本銀行が政府や民間決済機関と一体となって検討をするための連絡協議会を設けている。

デジタル経済の発展を促す意味で、キャッシュレス決済の推進は重要だ。ただし、民間主体によるキャッシュレス決済に向けた取り組みはここ数年で顕著に進展している。そうしたなかでも、日本銀行がデジタル円を発行することが望ましいかどうか、また発行するにしても、いかなる形式で発行すべきかについては丁寧な検討が必要だ。日本銀行（2022）のいう「水平的共存」（既存決済システムとのすみわけ）と「垂直的共存」（日本銀行が発行するデジタル円を民間決済機関が流通させる形での共存）がどのように可能になるのか、デジタル円が民間のイノベーションや競争を阻害せず、むしろ促進するためにはどんなアレンジが必要かを見極める必要がある。加えて、金融システムの安定や金融政策の有効性確保の観点から、銀行預金からデジタル円への大量シフトを回避するための制度設計も重要だ。

デジタル円の検討については、国内での一般利用を念頭に進めるべきだとしても、クロスボーダーでの活用の余地についても検討することが望ましいのはいうまでもない。将来、仮に各国が中銀デジタル通貨を発行することになれば、複数の中銀デジタル通貨を相互に交換することで国際決済を行う仕組みも考えられる。その際、中銀デジタル通貨の相互交換をスムーズにするためには、相互運用性の確保も含め、様々な配慮が求められる。中銀デジタル通貨を用いた国際決済がスムーズに進められるよう、多くの国が参加する形での国際的な議論と協力が必要である。わが国はこうした議論に積極的に参画するだけでなく、わが国の事情を踏まえたかたちで議論をリードすることを期待したい。

### 5.3 日中金融協力のあり方

現下の日本における対中国の国民感情を踏まえれば、日中協力を主張するだけで強く批判される空気が漂っている。日中協力よりも、中国に対する警戒を強化すべきとの論調が多いように思われる。むしろ、本研究プログラムは日本社会の表層的な空気感に迎合するためのものではない。人民元の国際化とデジタル化の事実を明らかにし、日本にとってどのような示唆があるかを示すものである。

そもそもなぜ日中金融協力が必要なのだろうか。有識者の意見を簡単に総括すると、次の諸点に集約される。1つは、中国に進出している日本企業のためである。もう1つは日本の金融機関のビジネスのためである。具体的な協力について官民一体の努力が必要であるといわれている<sup>16</sup>。

<sup>16</sup>「金融財政事情」2019年5月27日 <https://www.fsa.go.jp/frtc/kikou/2019/20190527.pdf>

これらの主張は間違っていないが、具体的に日中金融協力によって日本がどのようなメリットを得られるのだろうか。日本政府および金融業界において日中金融協力が必要と考える本当の背景は、コロナ禍前において日本では少子高齢化が進み、中国という人口大国との連携強化で日本経済はさらに成長することができると期待されていたことにある。人民元の国際化に関連して、日本の銀行が人民元決済銀行として指定を受けることで日本は人民元決済センターとしてのポジションを手に入れることができる。

問題はコロナ禍後、日中経済協力の強化よりも中国と距離を置くべきであるという警戒論が強まっていることだ。3年間のコロナ禍において日中の経済対話は停滞していると言わざるを得ない。担当者レベルでは、協力が必要と考えているかもしれないが、政策のプライオリティにおいて日中の経済協力が劣後になっている。

金融協力を含む経済協力を推進する前提条件はウィンウィンでなければならない。しかし、それだけでは不十分である。かつて松本重治氏は自らの論考のなかで日中関係は米中関係によって決まるものである旨述べていた<sup>17</sup>。松本氏の指摘に則って考えれば、目下の米中対立は日中経済協力の妨げになっていると言わざるを得ない。ここで、日中金融協力を強化させるならば、米中関係の安定を待つ必要がある。しかし、日米を中心に進められている経済安全保障の枠組みはほかでもなく、中国に対処する包囲網である。

とはいえ、日中関係がこれ以上トーンダウンした場合、双方にとって大きなロスを被ることになる。これ以上日中関係を悪化させない、あるいは安定させるには、金融協力を含む経済協力全般についてルールを明確化することが重要である。現在、中国をめぐる米中対立や日中対立のほとんどはルールが明確化していないことが原因である。

通貨協力について通貨がそれぞれの国の主権であることからバランスの取れた協力体制をデザインしておかなければ、通貨協力が成立しにくい。とくに通貨の覇権争いを前提とする通貨協力はそもそも成立しないものである。換言すれば、通貨協力はプラスサムゲームでなければならない。日中の金融協力・通貨協力はとくにプラスサムでなければならない。

---

<sup>17</sup> 「国際関係のなかの日中関係」『松本重治論集』（中央公論社、1992年）



## 終章 政策提言

---

本研究プログラムで中国における人民元国際化・デジタル化の動きを制度的に考察してきた。同時に、中国政府が実行している関連の政策も概観してきた。結論的にいえば、人民元の国際化とデジタル化のいずれも簡単には実現しないが、中国の経済成長を持続すれば、少しずつ前進していくのは間違いないことである。

中国は世界2位の経済大国であり、その通貨が国際化するのは世界にとって脅威ではない。むしろ、人民元の為替レート決定メカニズムの透明性と人民元の兌換性が高くなければ、人民元の国際化も限定的にしか進まないはずである。通貨は一国の主権だが、その国際化を進めるならば、その国の金融自由化と国際化を進める必要がある。中国についていえば、金融の自由化と国際化の進展が十分とはいえない状況にある。

同様に人民元のデジタル化は技術の進歩が待たれる。とくに、個人情報管理にかかわるセキュリティの問題と既存のスマホ決済とのすみわけ問題などの解決も課題である。近い将来に中国人がリテール決済や貯蓄において大半をデジタル人民元に移行することは考えにくい。

中国政府が進める人民元デジタル化の実験はまだ始まったばかりである。これまでの3年間のコロナ禍はこの大実験にとって強い向かい風となっている。3年間のコロナ禍で人々の行動がスマートフォンに強制的にインストールされた健康コードによって追跡され、恣意的に行動が制限され、中国人はこれまで以上に個人情報保護されなければならないと実感しているはずである。このことはデジタル人民元普及の妨げになる可能性がある。目下、習政権は経済回復に取り組んでいるが、思惑通りに経済が回復するかどうかはまだわからない。とくに人民元の国際化は、国際社会で元が広く受け入れられなければ実現しないものである。中国政府にとって日米欧を中心とする先進国との関係修復は喫緊の課題になっている。

最後に、本研究から得られた日本に対する示唆について述べておこう。

まず、円の国際化について、今後ハード・カレンシーとしての特性を活かして存在感を高める努力が必要だ。日本は成熟した工業国である。少子高齢化が進んでいる現実を踏まえれば、これから量的に拡張を目指す経済成長よりも質的向上を目指すことになる。すでに国際通貨とハード・カレンシーになっている円の使い勝手をよくすることで決済通貨と準備通貨としての重要性を高める余地がある。それは人民元との競争よりもむしろ共存の意味合いが現実的である。

日中の金融協力と通貨協力は双方に利するものである。日本にとって中国は最大の貿易相手国である。同時に、中国の対外輸出について中国に進出している日本企業が大きく寄与しているのも事実である。日中の国際貿易と金融取引を安定させるために、日中の通貨協力が不可欠である。

一方、デジタル円について日本では、日本銀行を中心に実験と検討が進められている段階にある。中国と同様に技術の進歩と制度的な検討が必要である。長い目でみると、現金を使用す

るウェイトが下がるのは確実だが、デジタル通貨（CBDC）はそれにとって代わるには依然として高いハードルが待ち構えている。将来的にデジタル円が発行され、クロスボーダー決済に利用される可能性を展望すれば、中銀デジタル通貨を利用した決済の在り方についての国際的な議論に日本も積極的に参画するべきだろう。

同じ文脈で考えれば、デジタル人民元（e-CNY）が中国国内で実験的に導入されているが、実験範囲の広がりには緩やかである。ただし、日本と違って、中国経済に深く依存しているカンボジアなど東南アジアの小国で Ali Pay などのスマホ決済がすでに浸透している現実を考えれば、近い将来、デジタル人民元の流通もありうることである。将来的に世界通貨マップを広げたとき、中国と周辺の小国でデジタル人民元が流通し、赤く塗られる地図になる可能性は否定できない。

むしろ、決済通貨と準備通貨としてのドル、ユーロと円の地位が大きく脅かされることはない。米中対立の副産物として、日米欧の金融当局の間で中国を意識しつつ、途上国債務猶予、中銀デジタル通貨などの課題でより緊密な連携・協力が進むだろう。重要なのは日米欧の協力は強化されるが、それは中国を排除するためではなく、中国を国際通貨協力の枠組みに受け入れて、既存の国際ルールにしたがうよう働きかけることである。

# 参考文献

---

## 1. 英語文献

- Abhijit Banerjee, Esther Duflo, Nancy Qian (2020), "On the road: Access to transportation infrastructure and economic growth in China," *Journal of Development Economics*, 145: 102442, URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304387820300171>
- BIS (2022), Options for access to and interoperability of CBDCs for cross-border payments: Report to the G20, Bank for International Settlement, URL: <https://www.bis.org/publ/othp52.pdf>
- Bo Meng, Yuning Gao, Tao Zhang, Jiabai Ye (2021), "The US-China Relations and the Impact of the US-China Trade War: Global Value Chains Analyses," IDE-JETRO Discussion Paper No.851, URL: <https://www.ide.go.jp/English/Publish/Reports/Dp/851.html>
- Branko Milanovic & Shlomo Yitzhaki (2003), "Decomposing World Income Distribution: Does The World Have A Middle Class?," *The Review of Income and Wealth*, 48(2): 155-178, URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1475-4991.00046>
- CEBR (2022), "The Times – China's growth knocked off course by Covid lockdowns," The Centre for Economics and Business Research, URL: <https://cebr.com/reports/the-times-chinas-growth-knocked-off-course-by-covid-lockdowns/>
- Daron Acemoglu, Fabrizio Zilibotti, Philippe Aghion (2006), "Distance to Frontier, Selection, and Economic Growth," *Journal of the European Economic Association*, 4(1): 37-74, URL: <https://www.jstor.org/stable/40004951>
- David Ricardo (1821), *On the Principles of Political Economy and Taxation* (third edition), Batoche Books, URL: <https://socialsciences.mcmaster.ca/econ/ugcm/3ll3/ricardo/Principles.pdf>
- Etel Solingen, Bo Meng, Ankai Xu (2021), "Rising Risks to Global Value Chains," Global Value Chain Development Report 2021, Beyond Production, ADB, URL: [https://www.wto.org/english/res\\_e/booksp\\_e/08\\_gvc\\_ch5\\_dev\\_report\\_2021\\_e.pdf](https://www.wto.org/english/res_e/booksp_e/08_gvc_ch5_dev_report_2021_e.pdf)
- Global Economic Outlook (2023), The Conference Board Global Economic Outlook, URL: <https://www.conference-board.org/topics/global-economic-outlook>
- Harry X. Wu (2019), "Towards an Institutional Interpretation of TFP Changes in China," Center for Economic Institutions Working Paper Series No. 2019-4, URL: <https://cei.ier.hit-u.ac.jp/Japanese/WP2019-4.pdf>
- Henry Kissinger (2012), *On China*, London: Penguin Books.
- Herd, Richard (2020), "Estimating Capital Formation and Capital Stock by Economic Sector in China: The Implications for Productivity Growth," Policy Research Working Paper, World Bank Group, URL: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/34126>
- IMF (2022), World Economic Outlook, International Monetary Fund, URL: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/WEO>
- Jutta Bolt, Jan Luiten van Zanden (2020), "Maddison style estimates of the evolution of the world economy. A new 2020 update," Maddison-Project Working Paper WP-15, URL: <https://www.rug.nl/ggdc/historicaldevelopment/maddison/publications/wp15.pdf>
- Loren Brandt, John Litwack, Elitza Mileva, Wang Luhang, Zhang Yifan, Zhao Luan (2022), "Recent Productivity Trends in China: Evidence from Macro- and Firm-Level Data," *China: An International Journal*, 20(1): 93-113, URL: <https://muse.jhu.edu/article/848481/figure/fig03>
- Louis Kuijs (2020), "China's next decade – decoupling, dual circulation or both?," Oxford Economics, URL: <https://blog.oxfordeconomics.com/content/chinas-next-decade-decoupling-dual-circulation-or-both>
- Louis Kuijs (2022), "Economic Research: China's Trend Growth To Slow Even As Catchup Continues," S&P Global Ratings, URL: <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/221110-economic-research-china-s-trend-growth-to-slow-even-as-catchup-continues-12550713>
- Min Zhu, Longmei Zhang, Daoju Peng (2019), "China's Productivity Convergence and Growth Potential – A Stocktaking and Sectoral Approach," IMF Working Paper, URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2019/11/27/Chinas-Productivity-Convergence-and-Growth-Potential-A-Stocktaking-and-Sectoral-Approach-48702>
- OECD (2021), *The Long Game: Fiscal Outlooks to 2060 Underline Need for Structural Reform*. OECD Economic Policy Paper No.29, URL: <https://www.oecd.org/economy/growth/scenarios-for-the-world-economy-to-2060.htm>
- PWC (2017), *The long view: How will the global economic order change by 2050? (The World in 2050 – Summary report)*, URL: <https://www.pwc.com/gx/en/world-2050/assets/pwc-world-in-2050-summary-report-feb-2017.pdf>
- R.H. Coase (1974), "The Market for Goods and the Market for Ideas," *American Economic Review*, 64(2): 384-391, *Papers and Proceedings of the Eightysixth Annual Meeting of the American Economic Association*, URL: <https://www.aei.org/wp>

content/uploads/2017/10/Coase74.pdf?x91208

- Roland Rajah, Alyssa Leng (2022), "Revising down the rise of China, Lowy Institute," URL: <https://www.lowyinstitute.org/publications/revising-down-rise-china>
- Sang-Chul Park (2020), "Trade Conflict Between the U.S. and China: What Are the Impacts on the Chinese Economy?," International Organisations Research Journal, 15(2): 213-235, URL: <https://iorj.hse.ru/en/2020-15-2/387454725.html>
- Weiqi Tang, Bo Meng, Libo Wu (2020), "The impact of regulatory and financial discrimination on China's low-carbon development: Considering firm heterogeneity," Advances in Climate Change Research, 11(2): 72-84, URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1674927820300307>
- Wenyin Cheng, Bo Meng, Yuning Gao (2020), "China's Innovation Boom: Miracle or Mirage?," IDE-JETRO Discussion Paper No.777, URL: <https://www.ide.go.jp/English/Publish/Reports/Dp/777.html>
- Xianchun Xu, Zhongwen Zhang, Zekun Lei, Zihao Chang (2021), "Estimation of China's Industry-Level TFP and Analysis of Growth Drivers, China Finance and Economic Review, 9(2): 3-26, URL: <https://www.degruyter.com/document/doi/10.1515/cfer-2020-090201/html?lang=en>

## 2. 日本語文献

- 猪又祐輔, 大谷聡, 杵渕輝, 松永美幸 (2016) 「人民元国際化について－これまでの取り組みと評価を中心に－」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ, 2016年5月. URL: [https://www.boj.or.jp/research/brp/ron\\_2016/data/ron160509a.pdf](https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2016/data/ron160509a.pdf)
- 内田眞一 (2022) 「今, 決済の未来を考える意味について」(「中央銀行デジタル通貨に関する連絡協議会(第4回)」における開会挨拶)日本銀行2022年11月24日. URL: [https://www.boj.or.jp/about/press/koen\\_2022/ko221124a.htm](https://www.boj.or.jp/about/press/koen_2022/ko221124a.htm)
- 大槻奈那 (2022) 「コラム:ローカル化する円, 没落回避にできることは何か」ロイター, 為替フォーラム, 2022年9月30日. URL: <https://jp.reuters.com/article/column-nana-otsuki-idJPKBN2QU2EH>
- 小川英治編 (2019) 『グローバリゼーション基軸通貨－ドルへの挑戦』東京大学出版会.
- 梶谷懐 (2018) 『中国経済講義:統計の信頼性から成長のゆくえまで』中公新書.
- 木内登英 (2021) 「人民元 vs ドルの長い闘い」NRI コラム, 2021年4月8日. URL: <https://www.nri.com/jp/knowledge/blog/lst/2021/fis/kiuchi/0408>
- 木下悦二 (1979) 『国際経済の理論－その発展と体系化のために』有斐閣.
- 金融財政事情 (2019) 「官民連携による日中金融協力の狙い」金融財政事情研究会, 2019年5月27日. URL: <https://www.fsa.go.jp/frtc/kikou/2019/20190527.pdf>
- 佐々木貴俊, 坂田智哉, 向山由依, 吉野功一 (2021) 「中国の中長期的な成長力－キャッチアップの持続可能性に関する考察」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』2021年5月24日. URL: [https://www.boj.or.jp/research/wps\\_rev/wps\\_2021/wp21j09.htm](https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2021/wp21j09.htm)
- 財務省 (1999) 「21世紀に向けた円の国際化－世界の経済・金融情勢の変化と日本の対応－」1999年4月外国為替等審議会答申. URL: [https://www.mof.go.jp/about\\_mof/councils/gaitame/report/1a704.htm](https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/gaitame/report/1a704.htm)
- 財務省 (2017) 「円とアジア通貨の更なる利便性向上策の検討～成長戦略としてのアジア国際金融インフラの強化～」関税・外国為替等審議会(外国為替等分科会配布資料), 2017年6月.
- 関根栄一, 宋良也 (2021) 「アント・グループの上場延期とその背景－中国の金融系プラットフォームへの規制強化を巡る議論－」『野村資本市場クォーターリー』2021年春号. URL: <http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2021/2021spr03.pdf>
- 武田紀久子 (2017) 「アジア・ファーストで行く「円の国際化」」公益財団法人国際通貨研究所コラム, 2017年7月3日. URL: [https://www.iima.or.jp/docs/column/2017/0703\\_j.pdf](https://www.iima.or.jp/docs/column/2017/0703_j.pdf)
- 陳昌洙 (2003) 「第3章 円の国際化政策:規制緩和から対外経済政策へ」村松岐夫, 恒川恵市編『日本の政治経済とアジア諸国【下巻】政治経済篇』国際日本文化研究センター, 71～89頁. URL: <https://core.ac.uk/download/pdf/198407755.pdf>
- 丁可 (2023) 「米中ハイテク摩擦と中国における産業政策の変容－自主创新から新型挙国体制へ」丁可編『米中経済対立－国際分業体制の再編と東アジアの対応－』アジア経済研究所. URL: <http://hdl.handle.net/2344/00053614>
- 唐麗 (2020) 「人民元国際化の現状と課題:国際通貨論による一考察」九州大学博士論文. URL: [https://api.lib.kyushu-u.ac.jp/opac\\_download\\_md/4474927/econ0255.pdf](https://api.lib.kyushu-u.ac.jp/opac_download_md/4474927/econ0255.pdf)
- 日本銀行決済機構局 (2023) 「中央銀行デジタル通貨に関する日本銀行の取り組み方針」URL: <https://www.boj.or.jp/paym/digital/dig230217c.pdf>
- 日本経済研究センター (2021) 「第7回アジア中期予測報告書:コロナ後のアジアDX・脱炭素に活路」2021年12月24日.
- 日本経済研究センター (2022) 「第8回アジア中期予測報告書:テクノウォーと中国減速アジアに影」2022年12月23日.
- 日本経済新聞 (2022) 「中曽東京国際金融機構会長「移行金融, アジアの視点で」動き出す国際金融ハブ・日本 詳報③」日本経済新聞電子版, 2022年11月16日. URL: <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB26C3S0W2A021C2000000/>



- 福本智之（2021）「デジタル人民元の過大評価は禁物－近未来の基軸通貨化はない－」『週刊東洋経済』2021年7月24日号。
- 福本智之（2022）『中国減速の深層：「共同富裕」時代のリスクとチャンス』日本経済新聞出版社。
- 福本智之（2022）「人民元の国際化の重石となる中国の「管理された」資本自由化」東京財団政策研究所，2022年7月。  
URL: <https://www.tkfd.or.jp/research/detail.php?id=4034>
- 松本重治（1992）「国際関係のなかの日中関係」『松本重治論集』中央公論社，1992年。
- 百崎賢之（2021）「世界の農業と農政：中国の食糧需給と「食の安全保障」」『農林水産政策研究所レビュー』No.101，2021年5月31日。URL: [https://www.maff.go.jp/primaff/kanko/review/attach/pdf/210531\\_pr101\\_04.pdf](https://www.maff.go.jp/primaff/kanko/review/attach/pdf/210531_pr101_04.pdf)

### 3. 中国語文献

- 中国国家信息中心（2020）「中国经济社会发展发展的中长期目标，战略与路径（结项报告）」国家信息中心，2020年9月。  
URL: <https://www.efchina.org/Reports-zh/report-lceg-20210207-4-zh>
- 白重恩（2020）「白重恩谈未来十五年中国潜在经济增长速度」新浪财经，2020年12月31日。URL: <https://finance.sina.cn/hy/2020-12-31/detail-iiznctke9541122.d.html>
- 中国人民銀行（2022）「2022年人民币国际化报告」URL: <http://www.gov.cn/xinwen/2022-09/24/5711660/files/003e0bd04d4742a5a06869fdc37ea8c8.pdf>
- 黄益平（2022）「人民币国际化的历史，现在和未来」財新網，2022年12月29日。URL: <https://opinion.caixin.com/2022-12-29/101983326.html>

## 公益財団法人 東京財団政策研究所について

戦後 75 年が過ぎ、国内外を問わず、社会の大きな転換が進んでいます。この大転換は、戦後の政治・経済・社会の体制から本格的に脱皮し、市民一人ひとりが独立した人間として自らの人生と社会の充実、国家の再生、平和の維持に携わる新しい時代を日本にもたらしめています。また、この新たな時代を創るための政策研究・実践のイノベーター（革新者）として、戦後の体制からの独立した政策シンクタンクが必要とされています。

当財団の研究部門は、この大転換期が求める日本再生のイノベーターを目指します。

### 「政策研究」について

政策研究とは、東京財団政策研究所の名において発行される研究成果物です。

P-2022-002

---

## 中国人民元 国際化・デジタル化の示唆

発行：2023 年 5 月

発行者：公益財団法人 東京財団政策研究所

〒 106-6234 東京都港区六本木 3-2-1 六本木グランドタワー 34 階

TEL：03-5797-8401 E-mail：pr\_support@tkfd.or.jp URL：https://www.tkfd.or.jp

---

無断転載、複製及び転載を禁止します。引用の際は本書が出典であることを必ず明記してください。

東京財団政策研究所は、日本財団及びボートレース業界の総意のもと、ボートレース事業の収益金から出捐を得て設立された公益財団法人です。



〒106-6234 東京都港区六本木 3-2-1  
六本木グランドタワー 34階  
03-5797-8401 pr\_support@tkfd.or.jp



東京財団政策研究所  
THE TOKYO FOUNDATION FOR POLICY RESEARCH

本書のデジタル版はこちら。  
<https://www.tkfd.or.jp/research/detail.php?id=4230>

