

人民元国際化の道—どこまで来たか

津上 俊哉

日本国際問題研究所 客員研究員
現代中国研究家



中国共産党の機関誌「求是」は2月1日付紙面で、「中国の特色ある金融発展の道を歩み、金融強国を建設する」とする習近平主席の講話を掲載した。習主席はこの中で、金融強国になる条件のひとつとして「国際貿易・投資・外為市場で広く使われ、準備通貨としての地位をもつ強力な通貨」をもつことをあげた。

講話が行われたのは2年前の2024年1月だが、2年後のこの時期に講話が公表されたことから、習主席が人民元の国際化に意欲があることを示したと受け取られている。本稿では、人民元の国際化の道程はどこまで来たか、今後の課題は何かを論じたい。

人民元為替レートに関する中国政府の態度

米国財務省は去る1月29日に発表した外国為替報告書の中で、「中国の対外黒字は極めて大きく、拡大していることに加え、為替レートが現在、大幅に過小評価されていることを踏まえると、中国当局がマクロ経済のファンダメンタルズに沿って、人民元の為替レートの適時かつ秩序ある上昇を認めることが重要」と述べて、元高を求めた（注1、一方で「為替操作国」の認定は避けた）。

一方、人民元の為替レートは今年に入ってから1ドル=7元の節目を抜ける元高基調が続いている。昨年

来世界的に米ドル安が進んでいることも大きな原因だが、トランプ大統領の高関税の脅しにレアアースで反撃して譲歩を引き出したこと、輸出先が多様化して輸出が好調な一方、内需が不振なため、昨年の貿易黒字が空前の1兆19百億ドルに達したことが背景にある。

中国は年来「外圧で元高を迫られる」ことを警戒してきた。「日本はプラザ合意で円高を強要された結果、『失われた10年』の停滞に陥った、中国はその轍を踏んではならない」との見方が広く流布してきたためである。しかし、今回の米財務省の指摘に対して、これまでなら直ちに反論したはずの中国当局が反論していない（2月10日現在）ことは興味深い。

目下の中国経済が内需の不振で輸出頼みになっていることを考えれば、中国政府が元高を警戒してもおかしくないが、反論しないのは、人民元の地位向上を望む習近平主席の上記講話の影響かもしれない。

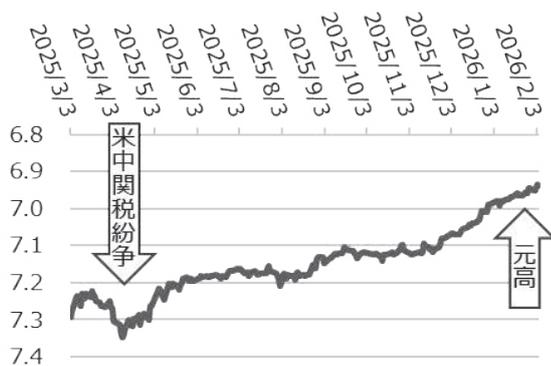
人民元国際化に向けた政策

2022年ウクライナに侵攻したロシアに対して、米国が音頭を取ってドル決済システムから閉め出す金融制裁措置を課して以来、中国は元高を迫る外圧よりも、中国を国際金融決済から閉め出す金融制裁を警戒するようになり、次のような人民元の国際化、脱米ドル化を進める政策に従来以上に力を入れるようになった。

(1) 金融決済における人民元建て比率の向上

2025年中国人民銀行は大手銀行に対する考課基準を改訂、人民元建て貿易取引の最低比率を25%から40%に引き上げた（注2、成績が悪いと許認可に影響）。この結果、昨年第1～第3四半期人民元越境決済額は約13兆元（1.85兆ドル、前年比11%増）に達し、中国の物品貿易全体に占める人民元決済比率も39%に上昇。これは米中貿易摩擦の前2017年の約4倍。また、貿易外も含む中国の銀行の対外受取・支払における人民元のシェアは同期間に52%に達して米ドルのシェア（43%）を上回った（注3）。

図表1 ドル・元レート（2025/3～）



出所：CEIC

(2) 海外に人民元を供給する仕組み

人民元の国際化を進めるためには、諸外国にも人民元を保有、利用してもらう必要があるため、中国は次のような方法を通じて海外に人民元を供給する取り組みを進めている。

- ①**元建て借款**：国家開発銀行、中国輸出入銀行による「一帯一路」プロジェクト向け元建て融資（ただし融資額の20～30%に留まる）
- ②**人民元スワップ協定**：人民銀行が40カ国以上の中央銀行と通貨スワップ協定を締結、総枠は2023年時点で約4兆元に達した（ただし実際の引き出し額は限定的）
- ③**熊猫（パンダ）債**：外国政府や国際機関が中国国内で人民元建て債券を発行、資金調達する仕組み、2025年の発行規模は約1865億元（注4）
- ④**点心（ディムサム）債**：香港など中国のオフショアで発行される元建て債券、最近増加しており、2025年発行規模は約7709億元（同比約15%）
- ⑤**外国企業に対する元建て融資**：2025年8月中国銀行が世界第4位の鉄鉱石鉱山会社Fortescue（豪州）に約20億ドルを元建て融資（注5）

(3) CIPSとデジタル人民元の推進

中国独自の越境決済システムCIPS（Cross-border Interbank Payment System）は、SWIFTが担う銀行間決済情報伝達とCHIPSが担う越境資金決済の2機能を兼ね備え、代替できる仕組みとして中国が2015年に稼働を開始した。ロシアがウクライナ侵攻後SWIFTやCHIPSから排除されたことをきっかけに普及が加速、2025年11月時点で世界100以上の国・地域から1400以上の金融機関（日本3メガバンク含む）が参加。

デジタル人民元（e-CNY）は中央銀行が発行する法定デジタル通貨（CBDC）であり、ブロックチェーン技術を用いて銀行を介さずに直接送金ができる仕組み。国内取引だけでなくCBDCを用いた越境決済プラットフォームmBridgeプロジェクト（中国、タイ、香港、ア首連、サウジアラビア（2024年6月加入）の中央銀行が参加）を通じて越境決済にも用いられており、2025年11月までに累計で550億ドル超の取引（約95%がe-CNY）を処理したと報じられている（注6）。

(4) 外国金融機関の元取引拡大を促す規制緩和策

中国金融当局は2025年9月、投資家の資金調達利便化、市場の流動性向上を狙いとして、外国投資家による本土債券レポ取引（注7）市場へのアクセスを大

幅に緩和する規制緩和（レポ取引に参加できる投資家の範囲拡大、取引形態を国際標準レポ基本契約に適合させる、香港経由（コネクト）だけでなく本土市場への直接参加を認める等）を発表した。

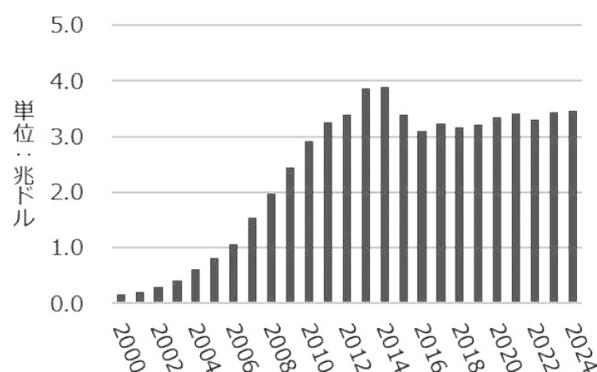
外貨準備の脱ドル化

中国の外貨準備は、2014年に4兆ドルのピークを打った後、3～3.5兆ドルまで減少して、以後大きく変化しなくなった。また、以前は資産の6～7割が米ドル建てとされていたが、その後ドル資産を減らして、現在の米国債持ち高は約6826億ドルまで減少している（2025年11月現在、米財務省調べ）。

一方で中国が外貨準備として黄金を増やしている。公表している保有量は2023年1月には1253億ドルだったが、3年後の2026年1月には3696億ドル（約2400t）とほぼ3倍増しており、米国債保有額のほぼ半分に匹敵する。さらに、非公表分を合わせると、政府の保有する黄金は約8000～8800億ドル（5000～5500t）にのぼると推計されている（注8）。

「隠れた外貨準備」？

図表2 中国の外貨準備高の推移

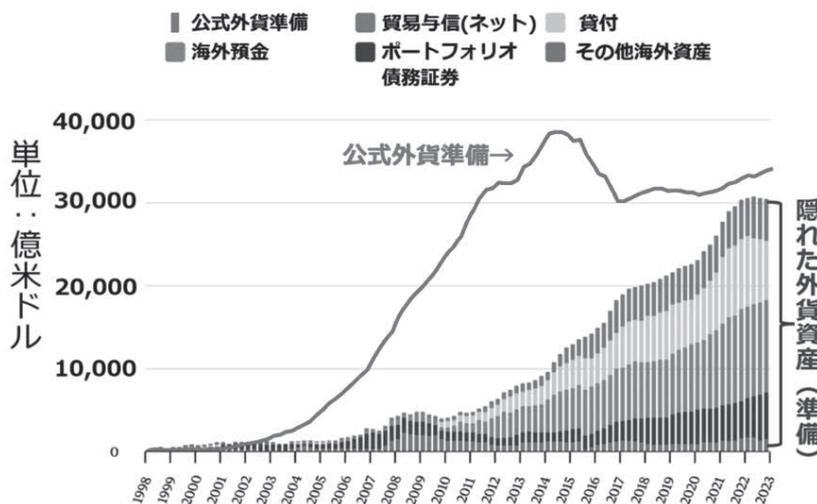


出所：中国人民銀行

外貨準備に占めるドル建て資産が減っているのは脱ドル化の表れだと理解されているが、これに対して、米財務省OBで外交問題評議会（CFR）のBrad Setzer研究員が有力な異論を提起している（注9）。

「中国は2010年代から国家開発銀行や中国輸出入銀行（政策銀行）に外貨を移して一帯一路融資に用いたり、国有商業銀行に外貨を移して必要があれば準外貨準備のように為替介入取引に従事させたりしており、公式の外貨準備3兆ドル以外に、3兆ドル前後の“Shadow Reserve”（隠れた外貨資産（準備）を保有している）」というのだ（図表3参照）。2015年以降、

図表3 中国の公式外貨準備と隠れた外貨準備（資産）の対比（1998～2023）



出所：“Shadow reserves — how China hides trillions of dollars of hard currency”
(Brad Setser 2023/6/29)

外貨準備額が変動しなくなったのは、確かに不自然だが、この点について何点かコメントしたい。

第一に、政策銀行や国有商業銀行に移されたドル建て資産は、政府が支配し操作できるという意味で、政府保有の外貨資産と同視してもおかしくない。第二に、政府が保有、支配する米国債を公式外貨準備から外すことは、黒字を目立たなくして海外からの批判や米国の財政ファイナンスを手助けしていることに対する国内の反発を避けるために有用な印象操作だとみられる。第三に、「隠れた外貨資産」が増えたのは、収益の低い米国債よりも能動的な外貨資産運用を目指したためでもある（しかし、「一带一路」投融资の少なからぬ部分が焦げ付いて回収困難になっているように、その狙いが達成されているとは言いがたい）。第四に、このように換金が難しい投融资に用いられる金は支払準備に求められる流動性に乏しいため、Setzer氏がこれらを引くくめて“reserve”と呼ぶのは違和感がある。第五に、この説によれば中国外貨準備の脱ドル化はこの10年間進展していないどころか、むしろドル・エクスポージャーは増加していたことになる。巨額の資金は懐の深い米ドル市場以外にもって行き場がないこともひとつの理由であろう（上述した黄金保有はもうひとつの選択肢だが、大きく買い進めば、世界の金価格のさらなる高騰を招いて高値掴みするリスクが増す）。

人民元国際化—どこまで来て、どこまで行けるか

(1) 人民元取引は今後も拡大

中国は世界の輸出の11.6%、輸入の10.6%を占める

世界最大の貿易国であり（注10）、その貿易取引の約4割が人民元で決済されている現状からみても、貿易の拡大に伴って決済通貨としての人民元利用は今後も増加していくと考えられる。

(2) バックアップ通貨としての地歩は固めた

上でみてきたとおり、人民元国際化を進めるための環境整備は一步一步進んでいる。特に第2期トランプ政権が発足して以来、米ドル（及び米国）の国際的信用が大きく傷付いた結果、グローバルサウス諸国などはヘッジ先としての

人民元に対する関心を高めている。冒頭に記した習近平主席の講話が今になって公表されたのも、人民元の国際化や中国の金融面での影響力拡大に追い風が吹いていると考えたためであろう。

とくにCIPSの利用が拡大、定着化しつつあることは、中国だけでなく米国の金融制裁を恐れる第三国にとっても、万一の場合のバックアップ通貨として人民元が使える可能性を高めているとみてよいだろう。

(3) 金利の低下が人民元への新たな需要を生む

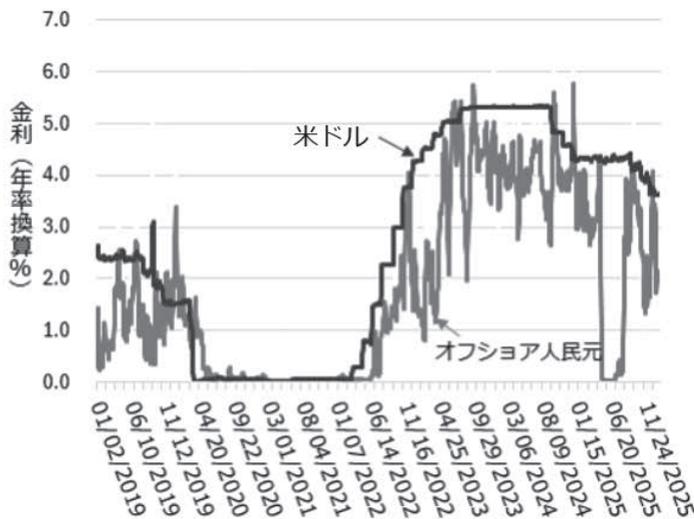
中国でデフレが進行して人民元金利が低下している傍らで、長年ゼロ金利が続いてきた日本円の金利が上昇し始めたため、注目すべき変化が起きている。

ひとつは資金調達通貨としてのニーズの増加である。過去中国の元建て借款や元ローンは金利が高くて不評だったが、中国の金利が下がってきたため、元建て融資は魅力が増している。今後「海外に人民元を供給する仕組み」が充実すれば、往年の日本の円借款のように資金調達面で発展途上国のインフラ建設や再生エネルギー転換などに貢献することも考えられる。

中国が海外投融资を拡大することは、昨年1兆19百億ドルに達した膨大な貿易黒字を海外に環流するためにも必要だが、そこでは投融资の焦げ付きリスクが問題になる。一带一路融資は2010年代に多くの焦げ付きを生んだために、国内でも強い批判に晒された。最近もベネズエラの政変により、100～150億ドルにのぼるとされる同国向け未取債権の行方が案じられている。このため、対外投融资を大幅に拡大することには国内で慎重論も出るだろう。

もうひとつの変化は金融取引における人民元利用の

図表4 米ドルとオフショア人民元の短期金利比較



出所：人民元—CNH HIBOR（香港金融管理局）
米ドル—Secured Overnight Financing Rate（ニューヨーク連銀）

拡大である。低金利の通貨を借りて高金利通貨の資産に投資するキャリートレードの調達通貨として人民元が注目されつつあり、広発証券による推計では2021年から2024年に行われた元キャリートレードの累計額が15兆15百億元にのぼるといふ（注11）。

上述の外国投資家による本土債券レポ取引市場へのアクセス緩和措置などが採られると、元キャリートレードがさらに拡大する可能性もある。

ただ、金融市場が意に沿わない荒れ方をしたときも取引の結果を受忍できるだろうか。その延長線上に資本勘定の完全開放問題もある。中国が本当に人民元を「準備通貨」に育てたいのであれば、中国共産党は「市場をコントロールしないと不安だ」という抜きがたい心理を克服する必要がある。

(4) 巨大貿易黒字を生むマクロ不均衡

第二次世界大戦後、膨大な過剰供給能力と貿易黒字を抱えた米国は西欧諸国の復興を促す狙いも込めて、ときに貿易黒字額を上回るドル建て無償援助を行い（マーシャルプラン）、その後も巨額の貿易赤字を通して世界中にドルを保有させた。米ドルの基軸通貨の地位はこのようにして確立されていったのだ。

中国も今膨大な貿易黒字を抱えているが、内需不振、供給過剰というマクロな不均衡を是正することは容易ではない。一方、マーシャルプランのような巨額の海外援助を実行することには、「そんな金があるなら国内で使え」という強い反対が起きるだろう。

これでは、習近平主席が望むような人民元が「準備通貨」として保有される未来は拓けてこない。

以上のように、人民元の国際化の前途には通貨の育成や金融産業の振興といった次元では済まない大きな問題があれこれと伏在しており、中国共産党自身もまだ答を出せていない。そう考えると、人民元が準備通貨としての地位を得る日はまだまだ遠いのではないか。

注1：“Treasury Releases Report on Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States”
<https://home.treasury.gov/news/press-releases/sb0373>

注2：「中国が人民元の使用比率引き上げ促す、大手銀の越境取引-関係者」(2025/5/26 Bloomberg)
<https://www.bloomberg.com/jp/news/articles/2025-05-26/SWV47HT1UM0W00>

注3：Oxford Economics調べ。ちなみに、日本の貿易決済に占める円の比率は、輸出で35～40%、輸入で20～25%とされる（財務総合政策研究所「フィナンシャル・レビュー」(2023年第3号)「国際通貨としての円」)

注4：2023年の元建て債券の発行総額約2300億元は前年比約40%増、実例として、ア首連が50億元、アルゼンチンが100億元発行などがある。また、2024年上半期の発行総額は約1500億元だった（以上中央国債登記結算有限公司調べ）

注5：“China’s push to promote its currency accelerates with landmark Fortescue loan” (2025/8/12 SCMP)

<https://www.scmp.com/economy/china-economy/article/3321546/chinas-push-promote-its-currency-accelerates-landmark-fortescue-loan>

注6：“China-led cross-border digital currency platform sees surge” (2026/1/16 Reuters)

<https://www.reuters.com/world/asia-pacific/china-led-cross-border-digital-currency-platform-sees-surge-2026-01-16/>

注7：レポ取引：国債等の債券を担保として差し入れて現金を短期間借り入れる「現金担保付債券貸借取引」のこと。金融機関の短期資金調達・運用の主要な取引形態

注8：“Estimated Chinese Official Gold Reserves Cross 5,000 Tonnes” (Gainesville Coins 2023/9/5)

<https://www.gainesvillecoins.com/blog/estimated-chinese-gold-reserves-cross-5000-tons>

注9：外交評議会 (CFR) 研究員Brad Setze “How to Hide Your Foreign Exchange Reserves” (2023/6/29 CFR)

<https://www.cfr.org/articles/how-hide-your-foreign-exchange-reserves-users-guide>

注10：世銀データによる計算

注11：“Yuan carry trade dims amid U.S. rate cut expectations” (Nikkei Asia 2024/8/31)

<https://asia.nikkei.com/business/markets/currencies/yuan-carry-trade-dims-amid-u.s.-rate-cut-expectations>