

国際通貨研レポート



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

2026年4月13日

中国人民元の通貨政策と人民元国際化

～通貨政策の現状が示唆するドル離れと人民元国際化の限界～

公益財団法人 国際通貨研究所

経済調査部 上席研究員

橋本 将司

masashi.hashimoto@iima.or.jp

目次

<要旨>	2
<本文>	3
はじめに	3
1. 近年の人民元相場の動向	3
(1) 対ドル固定相場制から通貨バスケットを参照した管理変動相場制へ	3
(2) より市場実勢を反映した管理変動相場制へ	4
2. 中国人民元の通貨政策～ドルとの距離感を中心に	6
(1) 人民元基準値	6
① 人民元基準値の仕組み	6
② 実際の人民元基準値の動向	7
(2) その他の人民元相場誘導手段について	9
(3) 中国当局の実態的な人民元通貨バスケット制の運営について	11
(4) 中国による外貨準備のドル離れについて	14
(5) 中国の資本規制について	16
(6) 人民元相場の適応的で均衡的な水準とは何か?	17
(7) 中国の人民元通貨政策についてのまとめ	19
3. 中国人民元国際化の現状	20

(1) これまでの主な人民元国際化関連政策	20
(2) 内外金融市場などにおける人民元のプレゼンスの現状	21
① 世界の外国為替市場での取引額シェア	21
② 外貨準備における準備通貨としてのシェア	22
③ 中国ローカル市場での人民元取引	23
④ グローバル決済におけるシェアなど～Swift・CIPSの動向.....	24
3. まとめ～人民元相場・金融システムの安定と人民元国際化の両立を模索	25
【主要参考文献】	26

＜要旨＞

- 本稿では、中国人民元の通貨政策について、ドルとの距離感を中心にその意図や目的などについて分析すると共に、それが近年注目されている人民元の国際化に対して持つインプリケーションについても考察した。
- 中国人民元の通貨政策は、通貨バスケットを基準とした管理変動相場制とされている。しかし、実際は毎朝発表されるドルなどに対する人民元基準値の裁量的な設定を始めとした、様々な手法で管理すると共に、特に対ドルでの安定を依然として重視している。当局が公表する人民元通貨バスケットに占めるドルのウェイトは18.31%だが、実際に推計すると、時期により変動するが約5割～8割と高い。
- 一方、人民元は数年単位では対ドルで10%程度の緩やかな変動が発生している時期があり、ユーロなどとあまり変わらないレベルの動きとなっている。こうした通貨政策運営は、対ドルでのクローリング・ペッグ的な要素を含んでいるとも言える。
- 中国当局は、市場の期待、特にノイズ的なごく短期の市場の期待を管理・制御し、自己実現的な相場の乱高下からの金融市場の不安定化、延いてはシステミックな金融リスクへ発展するような事態を防ぐことを最重要視しているようだ。一方で、マクロ経済や国際収支の健全な調整を促すため、市場環境を反映した人民元の長期的かつ緩やかな調整は許容している模様だ。
- 中国当局は、通貨バスケットの安定に着目した人民元の相場形成を促そうとして来たが、金融市場の注目は依然として対ドル相場に集まり易く、金融市場の安定を維持するには、対ドルでの安定も同時に重視する必要があるのが実態であるようだ。外貨準備に占めるドルの低下、いわゆるドル離れも、ロシアへの金融制裁などを横目にかつてより進んでいる可能性はあるが、受け皿の乏しさも含め限界があろう。
- このように人民元相場を一定の管理の下に置くには、当然資本規制をある程度維持する必要もある。人民元の国際化が進む中で、一定の資本取引も増加しているが、あくまでも管理された限られた範囲での取引増加と言える。
- この先も米国との様々な面での対立が予断を許さない中で、中国がいつ受けないと

も限らない金融制裁に備えるためにも、可能な限り人民元の国際化を推進し、ドルへの依存度を減らしておくこともまた、国家安全保障上の重要な課題であろう。

- 人民元の国際化に関連する取引は着実に増加しつつあるが、特にグローバルベースでみた場合、依然としてドルとは大きな格差がある。人民元の国際化をより推進するには、人民元が通貨として国内外で自由に取引できることが重要だ。この点、人民元国際化の推進と通貨政策の最重要目標である人民元相場の安定はトレードオフとなる面があり、そのバランスが課題となろう。

＜本文＞

はじめに

近年、中国人民元の国際化の進展が世界の注目を浴びるようになってきている。第二次ランプ政権の始動により、中国当局が益々ドル離れと人民元国際化に注力し始めるとの見方も根強い。その一方で、人民元が下落する局面では対ドルでの変動が抑制されるなど、ドルへの依存も一定程度残っている模様だ。本稿では、中国当局により毎朝発表される基準値に基づき取引が行われるなど、当局による管理色の強い通貨政策運営が行われており、その変動メカニズムが分かり難い人民元の通貨政策について、ドルとの距離感も含めてその目的や意図などを分析する。また、そうした人民元通貨政策の実態が、人民元の国際化・脱ドル政策に対して持つインプリケーションについても考える。

1. 近年の人民元相場の動向

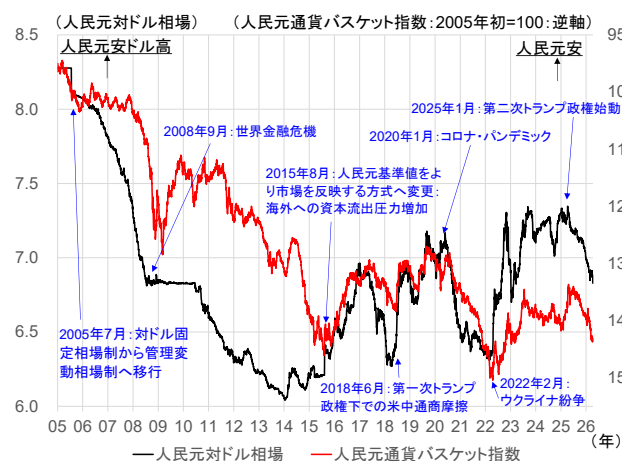
(1) 対ドル固定相場制から通貨バスケットを参照した管理変動相場制へ

人民元は長く対ドルで固定相場制の時代が続き、1990年代終わりから2000年代初頭にかけては1ドル＝8.27人民元台の水準で固定相場制とされて来たが、2005年7月21日に1ドル＝8.11人民元へ約2%切り上げられると共に、通貨バスケットを参照した管理変動相場制へ移行したと発表された（第1図）。もともと、人民元の対ドルでの日々の変動は限定的、かつ趨勢的には緩やかな上昇基調となり、事実上対ドルでのクローリング・ペッグ制に近い推移となっていた。2008年9月のリーマン・ショックで世界金融危機が深刻化すると、人民元は6.82台で再び固定相場制のような推移となったが、2010年6月に対ドルでの上昇基調が再開された。

2014年1月には、人民元は対ドルで6.0391（BloombergのREGNベース：以下同）と2005年7月の管理変動相場制移行以来の最高値をつけると、その後は対ドルで下落傾向に転じた。2005年7月以来、この時点で人民元相場は対ドルで既に累計約37%上昇

(名目ベース) していた。2000年代の中国の高度成長が終焉を迎えつつあった中、趨勢的なドル高も進み始めていたことで、さらなる対ドルでの人民元高進行が節目を迎えていたと考えられる。もっとも、上昇するドルに対する人民元の高が他の通貨に比べて緩やかであったことから、2014年以降も通貨バスケットベース（名目実効為替レートベース）では人民元の上昇が続いた。

第1図：人民元対ドル相場と通貨バスケット指数



(資料) Bloomberg より筆者作成

(2) より市場実勢を反映した管理変動相場制へ

こうした状況を受けて、2015年8月11日に中国当局は人民元を対ドルで約2%切り下げると共に、当局が毎朝発表している人民元の対ドルなどの基準値（詳細後述）の設定方式を、より市場実勢を反映させるものに変更すると発表した。これ以降、当時の中国の景気減速懸念やさらなる人民元の切り下げ観測などから、中国からの資本流出圧力と、中国当局が外貨準備を取り崩して人民元安圧力を抑制せざるを得ない状況が強まり、人民元は対ドルで2016年末までに6.96台まで下落した。尚、この間の2015年11月には、国際通貨基金（IMF）が特別引き出し権（SDR）におけるドル、ユーロ、円、英ポンドと並ぶ第5の構成通貨として人民元を加えた¹。2017年に入ると世界経済が安定を維持したことも背景に資本流出圧力は次第に沈静化し、人民元は2016年末を底に対ドルで反発に転じて2018年3月には6.24台まで人民元高方向へ戻っていた。しかし、第

¹ 2015年8月11日の人民元基準値の設定方法変更は、この人民元のSDR構成通貨への採用促進を狙った面もあるとされている。SDRにおける各通貨の構成割合は、2015年当初は米ドル（41.73%）、ユーロ（30.93%）、中国人民元（10.92%）、日本円（8.33%）、英ポンド（8.09%）であったが、2022年の見直しで、米ドル（43.38%）、ユーロ（29.31%）、中国人民元（12.28%）、日本円（7.59%）、英ポンド（7.44%）へと変更され、人民元のシェアが引き上げられた。

一次トランプ政権下で 2018 年初から米中通商摩擦が先鋭化したことが嫌気され、人民元は 2018 年 4 月頃から再び対ドルで下落に転じ、2019 年 9 月には 7.18 台へ下落した。

2019 年末に中国の湖北省武漢市で初めて感染が確認された新型コロナ感染症は、2020 年初には世界的なパンデミックへと発展した。当初は中国が徹底的な対策によりいち早く感染拡大を防ぎ経済の正常化が進んでいたことや、2020 年 3 月からのコロナ禍を受けた FRB による大幅な金融緩和でドル安が進んだことも背景にドル安人民元高が進み、2020 年半ば以降、人民元は対ドルで再び反転上昇。2022 年 3 月には対ドルで 6.30 台をつけた。この間、2021 年には既にドルが底打ちして上昇に転じていたが、人民元はそのドルに対しても上昇が続いたことから、通貨バスケットベースでは大幅に上昇し、2022 年初にバスケット指数ベースでみた 2005 年以降での最高水準をつけた。

もっとも、2022 年以降は、2021 年をピークに調整局面を迎えていた中国国内の不動産市場が本格的に落ち込む局面に至り、経済の停滞感が強まって行った。さらに感染力の強い新型コロナ・オミクロン株の流行の下でのゼロ・コロナ政策継続により、国内主要都市でロックダウンが相次いだことも景気見通しへの懸念を強めた²。2022 年 2 月のロシアによるウクライナ侵攻で世界的なインフレ圧力がさらに強まり、翌 3 月に FRB が大幅な利上げを開始するとドル高圧力が強まった。こうしたことを受けて人民元は 2022 年 2 月末から下落局面に入り、2022 年 11 月には対ドルで 2007 年 12 月以来の人民元安水準である 7.32 台まで下落。中国当局が対ドル基準値の人民元高方向への誘導などにより人民元安抑制スタンスを強めたことから対ドルで 7.35 近辺が上限（人民元安の下限）となり、2025 年第 1 四半期頃までの約 2 年間は、対ドルで 7.0~7.35 を中心としたレンジ推移が続いた。

2025 年 1 月の第二次トランプ政権始動当初も、米中の高率関税の応酬が嫌気されて人民元は対ドルで 7.2~7.3 台の安値圏での推移となった。もっとも、中国によるレアアースの輸出制限を取引材料とした交渉戦術から米中間の通商対立が緩和方向に向かった。世界景気も引き続き底堅さを維持していたことや、トランプ政権の米国第一主義的な政策の影響もあり、2025 年から次第にドル安圧力が強まったことを背景に、2025 年第 2 四半期以降、人民元は対ドルを含めて再び持ち直し傾向がみられている。2026 年以降は対ドルで 7.0 を超えて人民元高が進み、本稿執筆時点では 6.8~6.9 台での推移となっている。

² その後中国によるゼロ・コロナ政策は、2022 年 12 月に撤廃された。

2. 中国人民元の通貨政策～ドルとの距離感を中心に

本節では、中国当局による人民元通貨政策について、ドルとの距離感に焦点を当てながら検証する。中国当局による人民元通貨政策は、市場の需給をある程度反映させつつ、依然としてドルとの一定の安定性を維持するなど、人民元相場に対する当局によるグリップを維持するものとなっている。以下では当局が毎朝公表する人民元基準値などその主な政策手段の動向や、それを取り巻く外貨準備政策や資本規制の状況、通貨政策のマクロ経済運営上の位置付けなどについてみる。

(1) 人民元基準値

① 人民元基準値の仕組み

人民元の基準値は、米ドルを始めとした 25 通貨に対するものが、毎営業日の現地時間午前 9 時 15 分に中国人民銀行 (PBOC) 傘下の中国外貨取引センター (CFETS) によって発表される³。当日の銀行間取引の日中変動幅はこの基準値の上下 2% の範囲内に制限される。現在オンショア人民元の取引時間は午前 9 時 30 分から翌日の午前 3 時までとなっている。また、CFETS は人民元通貨政策の基盤となるデータとして CFETS 人民元通貨バスケット指数 (人民元名目実効為替レート) を公表している (第 1 図の人民元通貨バスケット指数)。現在毎朝の基準値公表の対象となっている 25 通貨を構成要素として、各国と中国との貿易取引の状況などを勘案した第 2 図のウェイトを用いて算出されている。

第 2 図: 現在の CFETS 人民元通貨バスケット指数の構成通貨とウェイト

通貨	USD (米ドル)	EUR (ユーロ)	KRW (韓国ウォン)	JPY (日本円)	AUD (豪ドル)	MYR (マレーシアリングギット)	RUB (ロシアルーブル)	HKD (香港ドル)	THB (タイバーツ)
ウェイト	18.31%	17.86%	8.46%	8.12%	5.41%	5.15%	5.04%	4.06%	3.64%
通貨	SGD (シンガポールドル)	SAR (サウジアラビアリヤル)	MXN (メキシコペソ)	GBP (英ポンド)	AED (UAE ディルハム)	CAD (カナダドル)	CHF (スイスフラン)	ZAR (南アフリカランド)	PLN (ポーランドズロチ)
ウェイト	3.00%	2.85%	2.78%	2.74%	2.61%	2.43%	1.47%	1.40%	1.19%
通貨	TRY (トルコリラ)	NZD (NZドル)	SEK (スウェーデンクローナ)	HUF (ハンガリーフォリント)	DKK (デンマーククローネ)	NOK (ノルウェークローネ)	MOP (マカオパタカ)	計	
ウェイト	1.15%	0.54%	0.51%	0.46%	0.45%	0.28%	0.11%	100.00%	

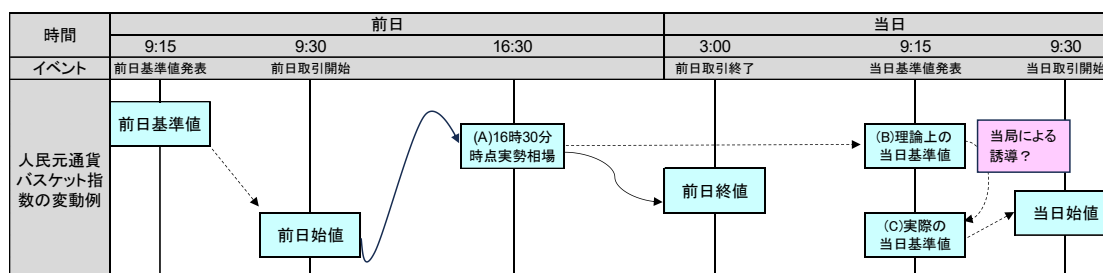
(資料) CFETS 資料より筆者作成

現在の人民元の対ドル基準値の決定に関する基本的な考え方は、前日 16 時 30 分時点の人民元対ドル実勢相場 (第 3 図 A) に、その後の海外時間における人民元以外の通貨間の変動を勘案して人民元通貨バスケット指数が前日 16 時 30 分から安定するように

³ 当初は 13 通貨であったが、2016 年 12 月に 24 通貨に拡大され、2025 年 1 月にマカオパタカ (MOP) が加えられ 25 通貨となった。

計算した追加調整幅を加え、翌営業日の人民元対ドル基準値を決定する（同 B）というものだ。これにより、日々の市場実勢を反映した相場水準と、通貨バスケットベースでの人民元相場の安定を目指す対ドルでの調整幅が、翌日の対ドル基準値に反映されると説明されている。実際の基準値の決定に際しては、PBOC より指定された複数のマーケットメーカー（大手金融機関など）が、以上の考え方にに基づき毎朝基準値の試算値を CFETS に提出する。この際、各マーケットメーカーは、CFETS 人民元通貨バスケット指数と共に、BIS が公表する人民元名目実効為替レート、SDR の構成通貨ウェイトに基づく SDR 通貨バスケットを、独自のウェイトで参照して基準値を試算する。さらに市場環境によっては、PBOC が各マーケットメーカーに基準値の算出に際して「反循環的要素」（後述）を含めるように指示する時期がある。これまでは市場で人民元安圧力が強まった際に、基準値算出に過度に人民元安バイアスがかかることを防ぎ、人民元高方向へ補正をかけるために導入されて来た。こうして各マーケットメーカーから提出された試算値を基に、CFETS は当日の基準値を決定し午前 9 時 15 分に公表する。

第 3 図： 1 日の人民元通貨バスケット指数の変動と基準値設定の例(概略)

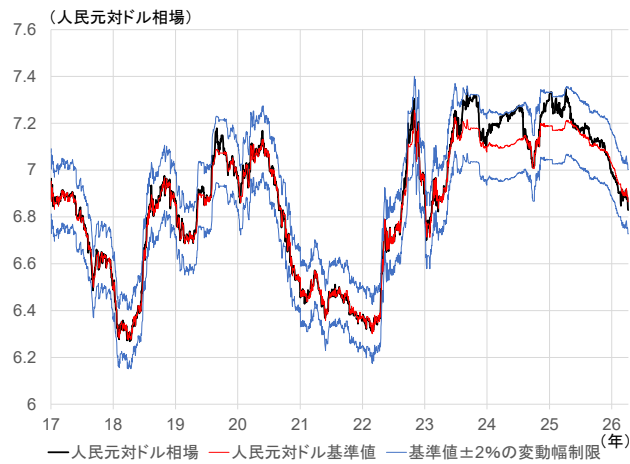


(資料) 筆者作成

② 実際の人民元基準値の動向

しかし、実際には既述の反循環的要素が勘案される場合があることに加え、当局がどのように基準値を最終決定しているかについて詳細が公表されていない中で、当局が裁量で基準値を操作しているとみられる。第 4 図は、人民元対ドル相場と対ドル基準値（含む±2%の変動幅制限）の推移をみたものである。特に 2023 年後半から 2025 年初までの期間に人民元が対ドルで 7.3 台まで下落した際には、対ドル基準値を実勢水準から大幅に人民元高方向へ設定し、さらなる人民元安の進行を抑制していた。

第 4 図： 人民元対ドル相場と基準値及び変動幅制限



(資料) Bloomberg より筆者作成

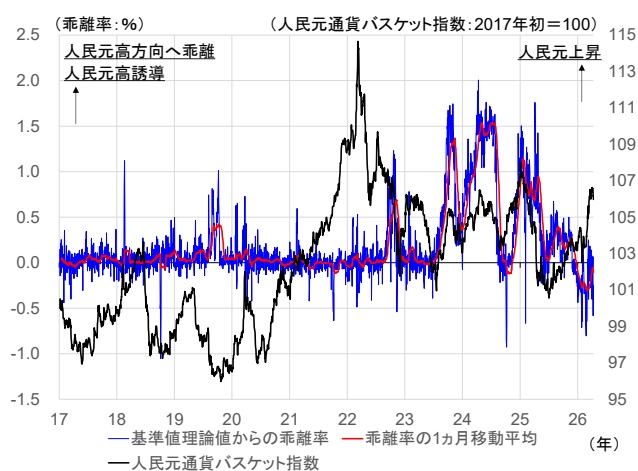
第 5、6 図は、日次の人民元通貨バスケット指数ベースに基づく、理論上の当日基準値（第 3 図 B）に対する実際の当日基準値（同図 C）の乖離率（及びその 1 ヶ月移動平均）の推移をみたものだ。人民元の通貨バスケット指数及び対ドル相場それぞれの推移と合わせてみている。前日 16 時 30 分時点の通貨バスケットベースでみた水準（A）と同一の水準（B）で基準値が設定されていればこの乖離率は 0 となるはずだが、事例の（C）のように裁量的に操作されて一致していない場合は乖離率が変動する。乖離率がプラスの場合は人民元高方向へ基準値を設定して誘導していることを、逆にマイナスの場合は人民元安方向へ基準値を設定して誘導していることを意味する。

実際には乖離率は常時 0 ではなく変動しており、人民元相場動向によっては大きく変動していることがわかる。傾向的に乖離率は多くの時期でプラス方向、つまり人民元安圧力を抑制する人民元高誘導方向へのバイアスがかかって来た。そして 2018 年の前半や 2020 年後半から 2022 年初までの時期のような人民元高が進む局面では、特に人民元高を強く抑制する動きはみられて来なかった。一方、既述の 2023 年後半から 2025 年初までのように、人民元安が大きく進む局面では乖離率が大幅にプラスとなっており、人民元安を強く抑制する動きがみられて来た。特にこの時期の動きからわかることは、大幅なドル高で人民元が対ドルで 7.3~7.4 台と心理的な節目に差し掛かっているような時は、人民元通貨バスケット指数が相応に上昇しているにもかかわらず、対ドルでそれ以上人民元が下落しないように人民元高方向へ誘導し、対ドルでの人民元相場の安定を優先していることである。尚、2026 年以降は人民元高が目立って来ている中で、乖離率がまだ小幅ながらこれまでみられなかったレベルでマイナス方向へ振れており、人民元高を許容しつ

つも、内需が低迷する中での急激な人民元高には一定の抑制をかけようとしているようだ。こうした人民元基準値の設定操作は、±2%の変動幅と合わせて日中の相場変動に制限をかけると共に、その時点での当局の人民元相場に対する意向を示すことによって、市場の期待に働きかけるアナウンスメント効果も狙ったものと考えられる。

以上から、中国の人民元通貨政策は、通貨バスケットベースの安定を志向してはいるものの、実際には依然として相応に対ドルでの安定が重視されているようだ。

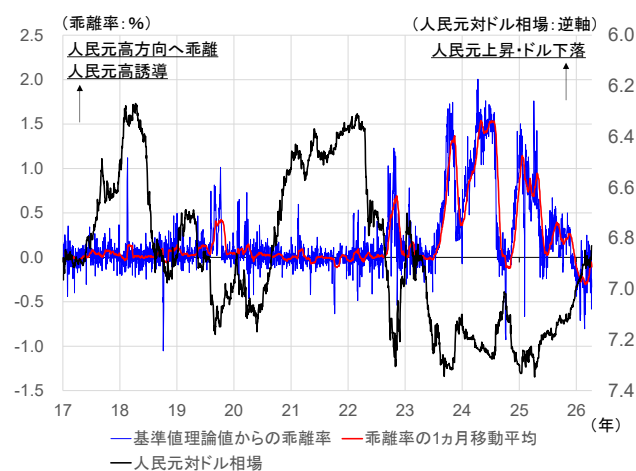
第5図: 基準値乖離率と人民元通貨バスケット指数



(注) 乖離率は、通貨バスケットベースで測ったもの。

(資料) Bloomberg より筆者作成

第6図: 基準値乖離率と人民元対ドル相場



(注) 乖離率は通貨バスケットベースで測ったもの。

(資料) Bloomberg より筆者作成

(2) その他の人民元相場誘導手段について

中国当局は、人民元基準値の設定以外にも相場に影響を与える様々な手段を用いている。その1つが、国有銀行が当局の意向に沿って人民元相場の売買を行い、事実上のステルス為替介入を行っている可能性だ。中国当局は為替介入の実績を公表しておらず、国有銀行による正式な発表や統計の発表も無い。しかし、例えば人民元下落局面での国有銀行の人民元買い観測など、各種報道などから近年は半ば公然の事実とみられている。既述の2015年8月の人民元切り下げと基準値の決定方式変更の後に、人民元に大幅な下落圧力がかかった際、中国人民銀行が外貨準備を取り崩して人民元買い為替介入を行ったが、外貨準備が大幅に減少したことが、市場の不安をかえって高めたことがあった。こうした経験から、それ以降、中国当局は国有銀行などを通じた見え難い市場介入を強めた可能性がある。米財務省も主要貿易相手国の為替政策を監視する為替報告書で、こうした中国の慣行を問題視している。同報告書でも、中国特有の銀行外国為替売買統計や、中国人民銀行や国有銀行の外貨建て資産などによるステルス為替介入の動向分析に言及しているが、決定的な結論は得られていない模様だ。

また、既述したように人民元基準値を決定する際に、各マーケットメーカーによる基準値の決定段階で人民元安圧力がかかり過ぎないように、一種の調整因子である「反循環的要素」を勘案するように、中国当局がマーケットメーカーに要請する時期がある。各マーケットメーカーの提出する基準値自体に過度な人民元安バイアスがかかることを抑制するだけでなく、そうした指示を当局が発表することによる市場へのアナウンスメント効果も意図しているとみられる。反循環的要素は 2015 年 8 月（人民元 2%切り下げなど実施）以降の人民元安圧力がまだ幾分残っていた 2017 年 5 月に最初に導入され、その後人民元安圧力が後退する局面で撤廃されるというプロセスを繰り返して来た（第 7 図）。直近では 2022 年 9 月に再導入されたまま、現在に至っている。

その他の人民元安抑制策としては、中国人民銀行が金融機関に対して顧客の人民元売り外貨買い先物取引に応じる際に、その契約額の 20%を無利子で中国人民銀行に預入することを義務付ける「外貨リスク準備金」がある。当初金融機関にコストが発生するが、金融機関はそうしたコストを顧客との当該取引に転嫁するとみられ、最終的に顧客の人民元売り取引にコストが課されることで、人民元安圧力を抑制するものだ。2015 年 8 月の基準値設定方法変更後の人民元安局面にあった同年 10 月に最初に導入され、その後人民元安圧力が後退する局面で撤廃されるというプロセスを繰り返して来た（第 7 図）。直近では上記反循環的要素と同じタイミングで 2022 年 9 月に再導入されていたが、最近の人民元高傾向を受けて、2026 年 2 月に再び撤廃されたばかりである。

金融機関が預かる外貨預金に対する預金準備率の操作も利用されている。例えば外貨預金に対する預金準備率が引き上げられると、より多くの外貨資金が金融機関から中国人民銀行に預けられ、それだけ市中の外貨資金の供給が減少するため、外貨高人民元安要因、つまり人民元高抑制策となる。最近では 2021 年の人民元高局面で複数回の外貨預金準備率の引き上げ（＝人民元高抑制）が行われ、その後 2022 年から 2023 年の人民元安局面では複数回の引き下げが行われている（第 7 図）。

以上のような「反循環的要素」、「外貨リスク準備金」、「外貨預金準備率」の導入・撤廃（引き下げ・引き上げ）を、先に見た基準値の乖離率（1 年移動平均）と合わせて、人民元通貨バスケット指数、人民元対ドル相場との比較でみたものが第 8、9 図である。人民元基準値の設定操作と共に、人民元高・人民元安の過度な進行を抑制するように運営されて来たことがわかる。

態的にはより大幅にドルの動きを参照した通貨政策運営が行われていることがわかる。

第 10 図： 人民元通貨バスケット主要構成通貨の実態的なウェイトの推計

	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
USD	0.6746	0.6300	0.6949	0.7524	0.7036	0.5613	0.5424	0.6661	0.8371
t値	18.57	10.44	11.15	17.57	14.96	13.63	13.88	24.30	44.52
EUR	0.1178	0.2980	0.1544	0.0828	0.1632	0.1723	0.1779	0.1400	0.1802
t値	3.00	5.57	2.52	1.15	3.07	4.00	3.53	4.05	5.51
KRW	0.1157	0.1419	0.3038	0.0916	0.0987	0.1390	0.1029	0.0932	0.0769
t値	4.72	3.89	8.68	3.13	3.36	4.64	4.36	4.56	4.44
JPY	0.0910	-0.0103	-0.0618	-0.0189	-0.0307	0.0566	0.0913	0.0298	-0.0199
t値	3.26	-0.21	-1.32	-0.52	-0.75	1.86	3.39	1.55	-1.03
補正R2	0.81	0.63	0.76	0.68	0.77	0.67	0.71	0.86	0.94

(注1) スイスフラン (CHF) をニュメラルとして日次ベースの対数階差データに基づく以下の推計式を使用。

$$\Delta \ln(CNY_t/CHF_t) = \alpha + \beta_1 \Delta \ln(USD_t/CHF_t) + \beta_2 \Delta \ln(EUR_t/CHF_t) + \beta_3 \Delta \ln(KRW_t/CHF_t) + \beta_4 \Delta \ln(JPY_t/CHF_t) + \epsilon_t$$

(注2) 5%有意

(資料) Bloombergデータより筆者作成

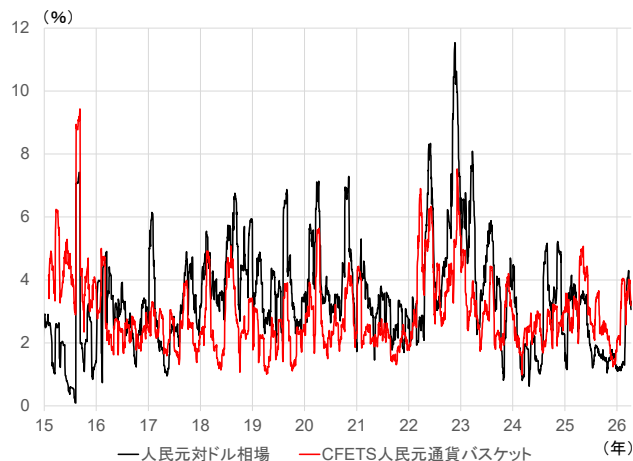
第 11、12 図は、人民元通貨バスケット制の実態を別の視点からみるために、人民元とシンガポールドル(通貨バスケット制採用)の対ドル相場及び名目実効為替レート(人民元は CFETS 通貨バスケット指数)の日次変化率に基づく 1 ヶ月ベース・年率換算ヒストリカル・ボラティリティの推移を比較したものだ⁴。シンガポールドルは、対ドル相場のボラティリティよりも、名目実効為替レートのボラティリティが常に低位となっている。本来シンガポールドルのような通貨バスケット制の場合、名目実効為替レート(≒通貨バスケット)が安定するような通貨政策が行われるため、このように対ドル相場のボラティリティに比べて名目実効為替レートのボラティリティは低くなるはずだ。

ところが人民元の場合は、両者の間にあまり差が出ない。確かに 2015 年から 2019 年頃にかけて対ドル相場のボラティリティが緩やかに上昇し、CFETS 人民元通貨バスケットのボラティリティが低下する傾向がみられ、対ドル安定重視から通貨バスケット参照を主体とする通貨政策に移行するような兆しがみられていた。もっとも、その後は世界的なインフレなどでボラティリティの上昇した 2022 年を除けば、対ドルのボラティリティは特に上昇せず安定しており、近年はむしろやや低下。通貨バスケットのボラティリティと同程度の水準で推移しており、通貨バスケットをより参照するような体制へ移行した様子は確認できない。人民元相場は依然として対ドルでの一定の安定を重視し

⁴ シンガポールドルは、参照している通貨バスケットの構成通貨が非公開であるため、ここでは BIS の名目実効為替レートを使用。

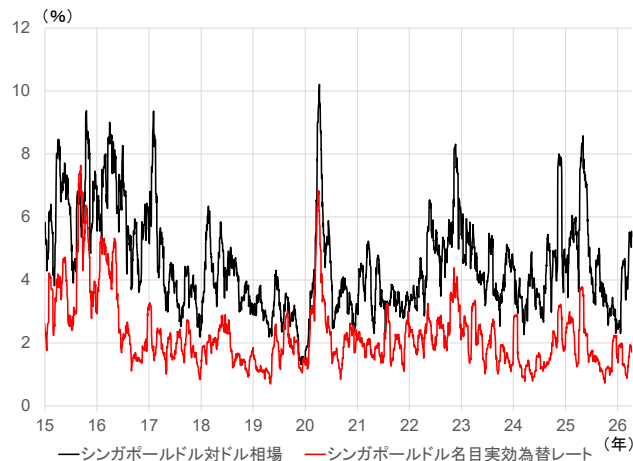
た通貨政策が行われていることが、この点からも確認できる。

第 11 図: 人民元のヒストリカル・ボラティリティ



(注) ボラティリティは日次変化率に基づく1ヵ月間ベースの年率換算
(資料) Bloomberg より筆者作成

第 12 図: シンガポールドルのヒストリカル・ボラティリティ



(注) ボラティリティは日次変化率に基づく1ヵ月間ベースの年率換算
(資料) Bloomberg より筆者作成

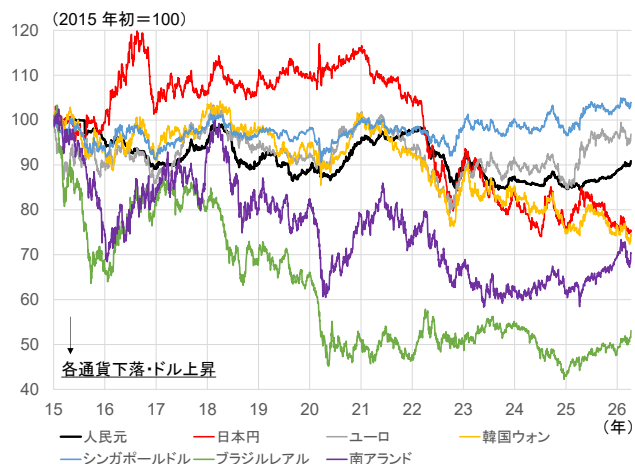
一方、人民元の対ドル相場と主要な先進国・新興国通貨の対ドル相場を、2015 年初 =100 として指数ベースで比較すると、人民元の対ドル相場は長期的には対ドルで相応に水準の変動がみられている (第 13 図)。先にみたように対ドルで 7.3 台を前に強く制御されていた 2023 年から 2025 年初めまでは、対ドル相場の水準変動は限られているが、それ以前については 1~2 年程度の間に対ドルで 10% 程度の水準変動がみられており、ユーロドル相場などと比べてもさほど遜色ない変動となっている。

第 14 図は、CFETS 人民元通貨バスケット指数とドルの名目実効為替レートの日次ベースのローリング相関係数を、1 ヶ月ウィンドウ (含むその 1 年移動平均) と 2 年ウィンドウについてみたものだ。短期の相関を示す 1 ヶ月ウィンドウ (1 年移動平均) は、恒常的にプラスで順相関となっており、先に日次ベースの変化率でみた通貨バスケットの推計結果と同様、人民元相場とドル相場の短期的な相応の連動性、つまり人民元の対ドルでの変動が短期的には抑制されていることを示している。一方、2 年ウィンドウは、2017 年~2021 年頃にかけてマイナスで逆相関傾向となっている。少なくともこの時期は長期的にみれば両者は逆方向に動く傾向があり、例えばドル安局面では人民元高となつて相応の人民元対ドル相場の動きが発生していたことを示している。第 13 図でみたように同時期に人民元対ドル相場において長期的には水準変動を伴う緩やかなサイクルが起きていたことと合致する。

こうした通貨変動の究極的な形は、対ドルでのクローリング・ペッグ制である。つまり短期的には対ドルでの変動は抑制されているが、長期的には水準がシフトして行く形

だ。もちろん現在の人民元の通貨制度は純粋な対ドルでのクローリング・ペッグ制からはかなり乖離しているが、そういう要素を含んだ通貨政策運営が行われているようだ⁵。

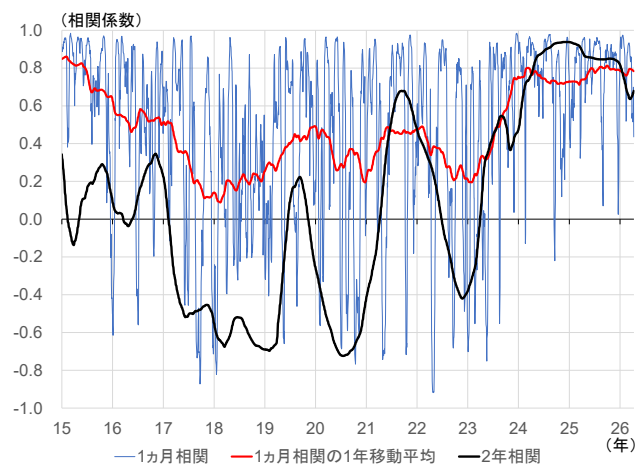
第 13 図: 主要な通貨の対ドル相場の推移(2015 年初=100)



(注) 指数の上昇は各通貨上昇・ドル下落を表す。

(資料) Bloomberg より筆者作成

第 14 図: 人民元通貨バスケット指数とドル名目実効相場の相関



(資料) Bloomberg より筆者作成

(4) 中国による外貨準備のドル離れについて

以上のように、中国の通貨政策運営にとってドル相場の動向は依然重要だが、近年中国がドル離れを志向する中で、中国の外貨準備に占めるドル建て資産の比率も、2010年代から引き下げているとの見方がある。中国当局は外貨準備に占めるドル建て資産の比率について、国家外為管理局(SAFE)の2020年~2023年の年報の中で、2016年(59%)、2017年(58%)、2018年(57%)、2019年(55%)とのみ公表。この時期はドル建て資産をごく緩やかに減少させており、2019年時点では約3.2兆ドルの外貨準備のうちの55%、約1.8兆ドルがドル建て資産であったことになる(第15図)。

より最近の動向を探るために、米財務省の国際資本統計(TICデータ)における中国による米国証券保有額をみると、米長期国債を中心に近年減少傾向にある(第15図)⁶。但し、TICデータの国別保有額は、各国内の金融機関・カストディアンで保有される米国証券が集計されているため、中国が米国外の金融機関・カストディアンに預けてい

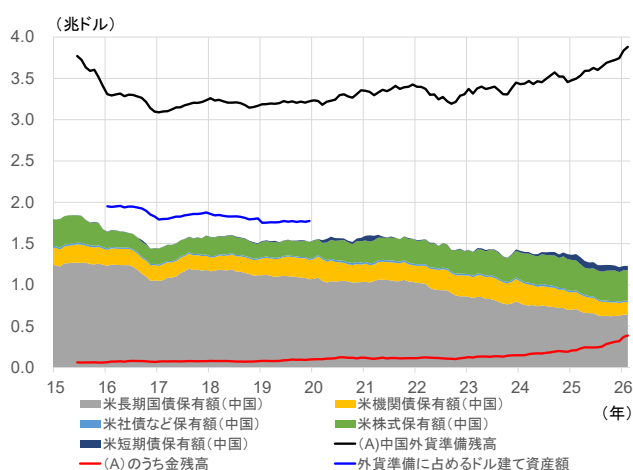
⁵ IMFによる実態的な為替制度分類では、中国は2023年の4条協議書までは「その他管理フロート制(Other managed arrangement)」であったが、2024年以降は「クローリング・ペッグ類似制度(Crawl-like arrangement)」に変更されている。これは本文でみたように2023年以降、当局が対ドルで7.3台を割り込んで人民元相場が下落しないように事実上誘導し、人民元対ドル相場が狭い範囲で推移していたことを受けたものだ。この点、筆者が本文で指摘したのは、既に2015年以降の人民元対ドル相場の推移にも、クローリング・ペッグ的な要素があったということである。

⁶ TICデータは、各国の公的部門と民間部門を合わせた米国証券保有額であるため、中国の公的部門のみのデータではないが、中国の場合、民間部門の対外投資は制限されていることから、公的部門の割合がある程度大きいと考えられ、ここでは概算値として使用している。

る米国証券は中国の集計から外れ、当該金融機関・カストディアン⁷の所在国の保有として計上されている（中国が米国内の金融機関・カストディアンに預けている米国証券は中国保有で計上）。この点、近年の TIC データにおける中国による米国債などの保有額減少は、中国がベルギーの Euroclear やルクセンブルグの Clearstream などの米国外の主要カストディアンに米国債などの預託を移していることも一因との見方がある⁷。実際、TIC データでベルギーやルクセンブルグの米長期国債保有額をみると、2010 年代以降緩やかな増加傾向にある（第 16 図）。

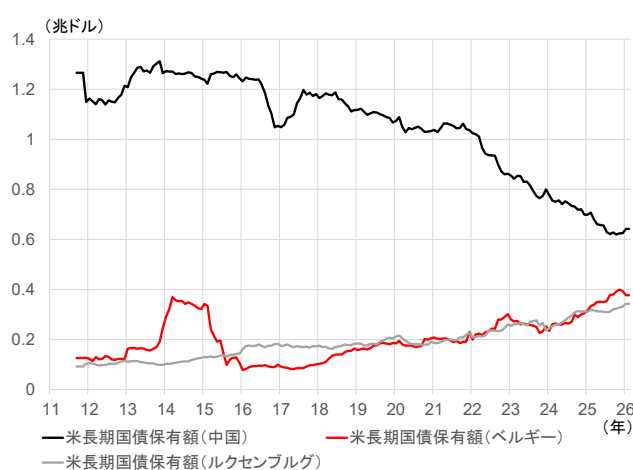
2022 年以降、西側諸国によるロシアへの金融制裁を受けて、中国がよりドル離れ志向を強めた可能性は高い。外貨準備に占める金の積み増しも再開されており、TIC データでみる中国の米国証券保有額も 2022 年頃から減少ピッチが速まっている。公表されている 2016 年～2019 年の年間約 1% ずつのドル建て資産のシェア低下に比べて、足元は幾分早いペースで減少させている可能性はあろう。一方、ドル建て以外で資産を保有する場合でも、ユーロ建てや円建て資産は西側諸国全体から金融制裁を受けた場合には意味がないことなどから、結局受け皿は限られているのではないか。これまでみたように人民元の対ドル相場の安定は、引き続き人民元通貨政策にとって重要な要素である。中国はドル離れを従来よりも踏み込んで志向しつつも、急激な削減にはやはり限界があろう。

第 15 図: 中国外貨準備と米 TIC による中国の米国債保有額



(注1) 中国外貨準備残高と、米 TIC データの中国保有額を合わせてみたもの。
 (注2) 外貨準備に占めるドル建て資産保有額は、中国の外貨準備残高に中国が公開しているドル建て資産比率(2016年～2019年)を乗じて計算。
 (資料) 米財務省、中国人民銀行より筆者作成

第 16 図: 米 TIC でのベルギーなどによる米長期国債保有額



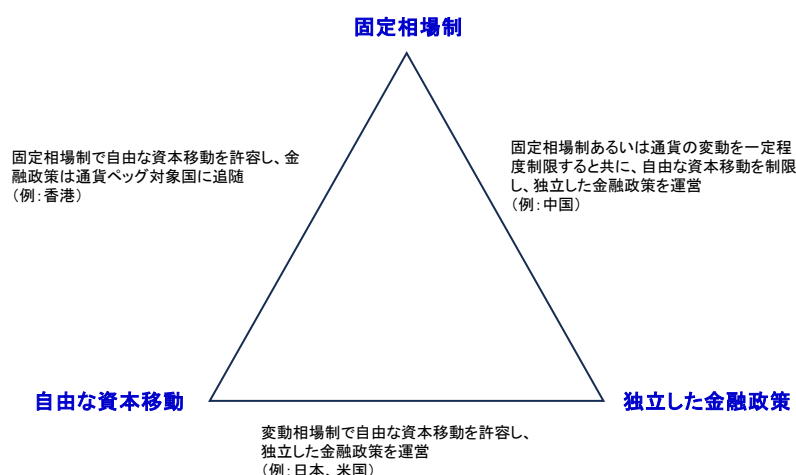
(資料) 米財務省より筆者作成

⁷ Brad W. Setser (2023) “China Isn’t Shifting Away From the Dollar or Dollar Bonds”, Council on Foreign Relations

(5) 中国の資本規制について

人民元相場の対ドルでの一定の安定を重視した中国の人民元通貨政策は、中国における資本勘定の規制が前提となっている。いわゆる国際金融のトリレンマによれば、独立した金融政策と固定相場制（安定した為替レート）、及び自由な資本移動は同時に両立しないとされる（第 17 図）。現在中国では停滞する内需支援やデフレーション解消のため、金融政策は緩和策がとられており、米国との金利差は歴史的ともいえる水準に大幅に拡大している（第 18 図）。そうした中で、人民元相場が対ドルを含めて安定を維持できているのは、先に見た中国当局による人民元通貨政策と共に、資本規制が有効に機能しているためであろう。IMF のデータ⁸に基づき各国の資本規制の自由度をインデックス化した The Chinn-Ito Index（値が大きいくほど自由度が高い）で見ると、中国は他の主なアジア諸国と比べても一貫して低水準であり、人民元相場の安定と金融政策の独立性維持を優先した建付けとなっている（第 19 図）。

第 17 図： 国際金融のトリレンマ

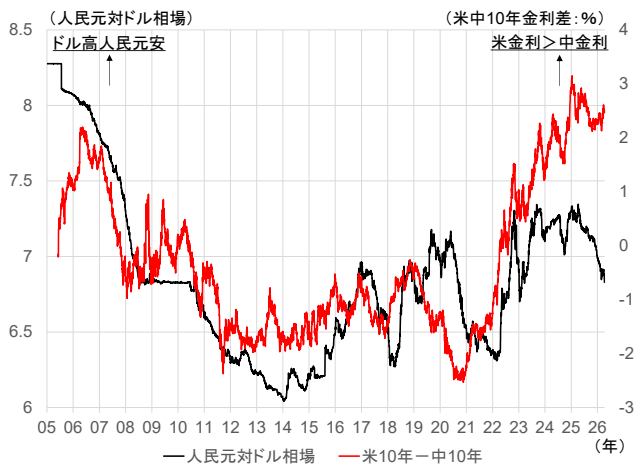


(注) 日本や米国など自由な国際資本移動を許容し、独立した国内金融政策(金融政策を国内政策目標に割り当て)を運営する国は、固定相場制を採用できない(変動相場制)。香港のように固定相場制で自由な資本移動を許容している国の場合は、独立した金融政策を運営できない(この場合ペッグ対象国の米国のFRBに金融政策は追随)。また、中国のように一定以上為替変動を制限し、独立した金融政策を採用する国は、完全に自由な資本移動を許容できない。

(資料) 筆者作成

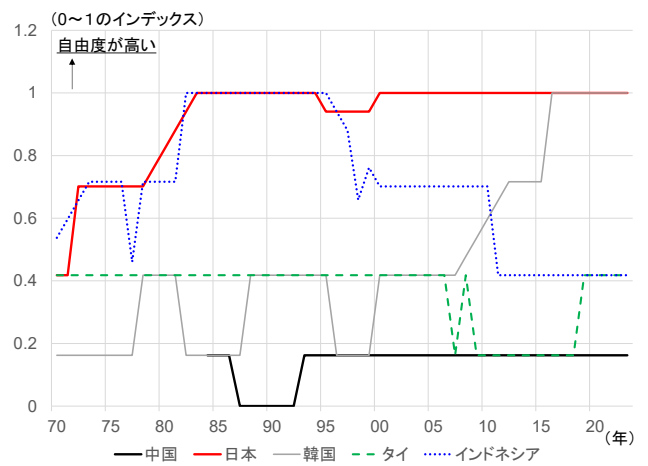
⁸ IMF が公表する Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions に基づく。

第 18 図: 人民元対ドル相場と米中 10 年金利差



(資料) Bloomberg より筆者作成

第 19 図: アジア主要国の資本規制指数



(注)最新のインデックスは IMF による 2023 年版 Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions に基づく
(資料) Chinn-Ito Financial Openness Index より筆者作成

(6) 人民元相場の適応的で均衡的な水準とは何か？

以上では、ドルとの距離感を中心に人民元相場の変動についての管理政策をみて来たが、そうした変動のコントロールの累積としての人民元相場の水準について、当局はどのように考えているのだろうか？

中国当局は報告書などで、人民元相場について「適応的で均衡的な水準」で安定を保っていると記述することが定番となっている。同時に人民元相場について、マクロ経済や国際収支を調整する役割があるとしており、実際経済理論的にも為替レートはそうした役割があるとされる。「適応的で均衡的な水準」とは、マクロ経済や国際収支の変化に対応したバランスの取れた水準ということであろう。尚、マクロ経済や国際収支の調整変数としての為替レートをみる場合は、内外インフレ格差も合わせて影響が及ぶため、実質実効為替レートをみるのが適当である。

第 20 図はそうした観点から、中国の経常収支対 GDP 比率と人民元の実質実効為替レートの推移をみたものだ。2000 年代半ばに一時 GDP 比 10% 近くまで拡大した経常黒字は、2000 年代半ば以降の実質実効為替レートの上昇を伴いながら、2010 年代初頭には GDP 比 2% 前後まで調整された。そうした経常収支の調整の進展に伴い、実質実効為替レートの上昇も 2010 年代半ばには一服し、一定のレンジ形成に入っていた。

その後 2020 年代に入ると国内不動産問題による内需低迷から輸入が伸び悩むと共に、電気自動車 (EV) などにみられるように中国の輸出競争力が相応に向上して来たことも背景に、経常黒字が大幅に拡大。GDP 比率でみても 2010 年代以降形成して来たレン

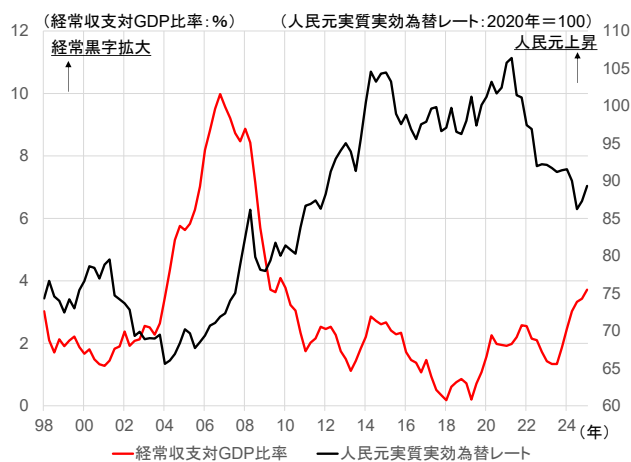
ジを上抜けて上昇しつつある。中国経済の規模はかつてよりも益々大きくなっているため、グローバルインバランスの観点から、諸外国から懸念の声も上がり易くなっている。

この間、2020年代以降の実質実効為替レートは、主に最近の中国国内の相対的なデイスインフレ環境を反映して大きく低下して来ており、足元の対外インバランスの一因になっていると考えられる。インバランスの調整を促すため、実質実効為替レートがある程度上昇することが望ましいように見える。人民元の名目レートは、既にみて来たように中国当局がコントロールしている面が相応にあることから、不均衡解消支援のために名目レートベースでの人民元上昇を許容すべきとの声もある。

但し、対外不均衡の主因は内外の貯蓄投資バランス、今の中国の状況で言えば、内需の落ち込みの影響が大きいとみられる。内需不足の下で名目為替レートを大きく上昇させても、国内景気のさらなる減速によるインフレ率の低下に相殺され、結局実質実効為替レートの上昇につながらない可能性もある。内需拡大など構造転換（貯蓄・投資バランスの調整）を行いつつ、それを支援する形で名目ベースの人民元が緩やかに上昇することが望ましいであろう。内需拡大と景気拡大が進めば、資本流入による名目ベースの人民元相場の上昇と共に、インフレ率上昇も相俟って実質実効為替レートにも自ずと上昇圧力がかかり、それが対外バランス調整を支援することにつながって来よう。

因みに、IMFによる主要国の対外バランスや実質実効為替レートの評価である External Sector Assessment によると、2024年の人民元実質実効為替レートは8.5%割安としており、2026年2月に発表された中国との2025年4条協議書に掲載されていた2025年の暫定的な評価では16.4%割安とされていた。

第20図：中国経常収支対GDP比率と人民元実質実効レート



(資料) Bloomberg より筆者作成

(7) 中国の人民元通貨政策についてのまとめ

中国人民銀行は、2025年第3四半期の「中国貨幣政策執行報告」などで、人民元政策について、

「中国人民銀行は、為替レート形成における市場の決定的な役割を堅持しつつ、マクロ経済および国際収支の調整における為替レートの役割を十分に発揮させた。また、市場予想を安定させるため、複数の政策を組み合わせる実施し、複雑な状況下にあっても人民元為替レートは概ね安定を保った。」

「中国人民銀行は、通貨バスケットを基準として、市場の需給に基づいた管理変動相場制を推進し、為替レートの柔軟性を維持するとともに、市場の期待への誘導を強化して為替レートの過度な変動リスクを防止し、人民元為替レートを適応的かつ均衡的な水準で基本的に安定させる。中国人民銀行は、マクロプルーデンス管理および金融安定における機能の拡大を模索しつつ、金融市場の安定を守り、システムミックな金融リスクが発生しないという最低ラインを堅固に守っていく。」

と述べている。

これまでみて来たように、中国当局の通貨政策では、人民元基準値の設定などにより、市場の期待、特にノイズ的なごく短期の市場の期待を管理・制御し、売りが売りを呼ぶ悪循環など自己実現的な相場の乱高下からの金融市場の不安定化、延いてはシステムミックな金融リスクへ発展するような事態を防ぐことを最重要視しているようだ。一方で、通貨バスケット制をベースとして市場の需給も反映させた相場形成を目指すとしている。長い目で見た為替レートに対する市場からの調整圧力は、マクロ経済や国際収支の健全な調整を促すものでもあり、そうした人民元相場の緩やかな調整は、短期的な期待などの管理の下でスピード調整をしつつ許容しているようだ。こうした政策目標・意図の結果が、これまでみて来たようなクローリング・ペッグ的な要素を含む人民元の特有の相場変動につながっていると考えられる。

また、貿易相手先が米国以外へと多様化する中で、人民元相場をドルに対して安定させるよりも、貿易相手国のウェイトを勘案した通貨バスケットに対して安定させた方が、マクロ経済政策的には合理的である。中国当局も通貨バスケット制への安定に着目した人民元の相場形成を促そうと、これまで一貫して通貨バスケット制を基準とした通貨政策運営を標榜して来た。もっとも、金融市場の注目は依然として対ドル相場に集まり易く、最重要政策目標の金融市場の安定を維持するには、対ドルでの安定も同時に重視する必要があるのが実態であるようだ。特に2023年半ば～2025年初にみられたように、

人民元相場が対ドルで節目の 7.3 台をさらに割り込んで下落すると、市場の期待が一気に売り方向に傾きかねないような状況では、背に腹は代えられず、対ドルでの安定を最優先にせざるを得ないようだ。

3. 中国人民幣国際化の現状

本節では、中国当局による人民幣通貨政策と人民幣国際化政策との関連を考える上で、人民幣の国際化政策や国際化の現状について、いくつかのデータから概観する。人民幣の国際化は着実に進んではいるが、依然として基軸通貨ドルとは大きな差がある。

(1) これまでの主な人民幣国際化関連政策

中国は 2008 年の世界金融危機の発生などを契機に、貿易取引における為替リスクの削減など経済メリットの追求や、世界経済において高まった自国経済のプレゼンスに見合った国際的影響力の獲得などを目指し、人民幣の国際的な役割の拡大（人民幣の国際化政策）を推進して来た（第 21 図）。

まず中国当局は、2009 年頃から貿易取引を中心とした経常取引における人民幣建て取引の拡大により、契約・表示通貨としての人民幣の役割拡大を図って来た。また、2011 年からは人民幣建て適格外国機関投資家（RQFII）制度を導入するなど、徐々に人民幣の資本取引規制の緩和も行い、クロスボーダー金融取引における人民幣の利用度向上も推進。2012 年からはオフショア市場における人民幣の決済を可能にする人民幣クリアリングバンクへの海外主要金融機関の指定を開始した他、2015 年にはクロスボーダーの人民幣決済を可能にする CIPS（クロスボーダー銀行間決済システム）を導入し、人民幣の決済・媒介通貨としての機能の強化を図って来た。さらに、主要な貿易相手国や一帯一路関係国との人民幣通貨スワップ協定締結を、2008 年の韓国との締結を皮切りに開始。人民幣の決済・媒介通貨としての機能を支援すると共に、オフショア市場での人民幣の流通量増加も目指すことによって、安全資産・運用資産としての人民幣の機能強化も志向して来た（第 22 図）。

こうした政策により、人民幣の国際的な利用拡大が一定程度進んだこともあり、2015 年に IMF は中国人民幣を、米ドル、ユーロ、日本円、英ポンドと並ぶ SDR の構成通貨に採用することを決定した。中国人民幣は公的準備通貨としての機能も少しずつ高めて来ている。

さらに中国は、中銀デジタル通貨（CBDC）の開発にも注力して来た。2019 年から国内リテール決済向けの、いわゆるリテール CBDC の実証実験を開始し、順次利用対象

を拡大して来た。銀行間のクロスボーダー決済への利用が想定され、中国人民元国際化とも関係の深いホールセール CBDC については、2021 年以降、中国、香港、タイ、アラブ首長国連邦、サウジアラビア、及び国際決済銀行（BIS）による、CBDC を使ったクロスボーダー決済の共同実証実験である Project mBridge が開始されている。

第 21 図：中国人民元国際化に向けた主な施策

時期	概要
2008年	中国人民銀行と海外中銀との間の通貨スワップ協定締結開始
2009年	人民元建て貿易決済開始
2011年	人民元建て適格外国機関投資家 (RQFII) 制度始動
2012年	香港・マカオ以外の地域における人民元クリアリングバンクの設置開始
2014年	人民元建て適格国内機関投資家 (RQDII) 制度始動 香港・上海ストック・コネクト始動
2015年	人民元為替レート形成メカニズムの改革 CIPS(クロスボーダー銀行間決済システム)稼働開始 人民元のSDR組み入れが決定
2017年	ボンドコネクト(香港→中国本土)開始
2021年	ボンドコネクト(中国本土→香港)開始 ホールセールCBDCの共同実証実験(Project mBridge)開始

(資料) 中国人民銀行、各種報道

第 22 図：中国人民元通貨スワップの締結国・地域

時期	相手国
2008年	韓国
2009年	香港、マレーシア、ベラルーシ、インドネシア、アルゼンチン
2010年	アイスランド、シンガポール
2011年	ニュージーランド、ウズベキスタン、モンゴル、カザフスタン、タイ、パキスタン
2012年	UAE、トルコ、オーストラリア、ウクライナ
2013年	ブラジル、英国、ハンガリー、アルバニア、ユーロ圏
2014年	スイス、スリランカ、ロシア、カタール、カナダ
2015年	スリナム、アルメニア、南アフリカ、チリ、タジキスタン、ジョージア
2016年	セルビア、エジプト
2018年	ナイジェリア、日本
2019年	マカオ
2020年	ラオス
2023年	サウジアラビア
2024年	モリシャス

(資料) 中国人民銀行

(2) 内外金融市場などにおける人民元のプレゼンスの現状

① 世界の外国為替市場での取引額シェア

国際決済銀行（BIS）が3年に一度行っている世界外国為替市場調査の直近版（2025年実施）によると、2025年の世界の外国為替取引における通貨別シェアにおいて、中国人民元は前回2022年の調査と同様、ドル、ユーロ、日本円、英ポンドに次いで5位であった（第23図）⁹。集計の都合から全体のシェア合計が200%となる下で¹⁰、中国人民元のシェアは8.5%（合計100%ベースに換算すると4.3%）となっていた。趨勢的にみると、ユーロや日本円などドル以外の主要通貨のシェアが低下傾向にある中で、人民元のシェアは近年着実に上昇しているが、水準としては依然として低位に止まっている（第24図）。

一方、ドルのシェアは、幾分かの変動は伴いつつも概ね一定水準で安定している。直

⁹ 2025年4月中の1日当たり平均取引額に基づく。

¹⁰ 全ての外国為替取引はUSDとJPYなど2つの異なる通貨の間で行われるが、本調査では通貨ごとに取り引を集計しているため、1つの取引がUSDとJPYなど両通貨サイドで2回ずつカウントされることになる。このため、通貨ごとの集計を合計した全体の取引額は、本来の全取引額の2倍の金額（200%）として算出される。

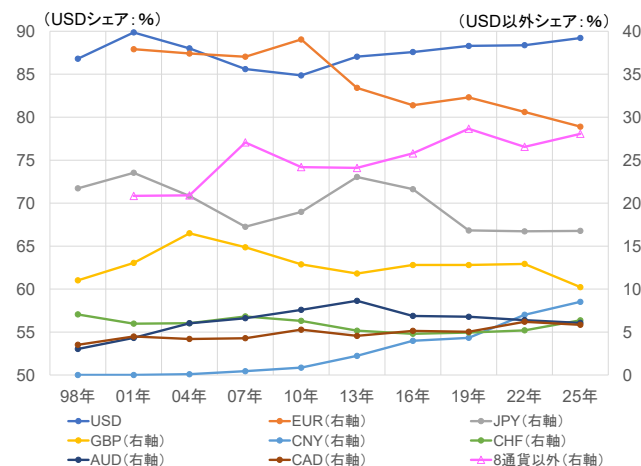
近のシェアが 89.2%（合計 100%ベースに換算すると 44.6%）であることから、世界の外国為替市場において約 9 割が米ドルを相手に取引されており、基軸通貨の機能の 1 つである決済通貨（媒介通貨）としての機能が引き続き盤石であることを示している。

第 23 図:世界の外国為替市場取引額の通貨別シェア推移(Top10)

	1998年	2001年	2004年	2007年	2010年	2013年	2016年	2019年	2022年	2025年
USD	86.8	89.9	88.0	85.6	84.9	87.0	87.6	88.3	88.4	89.2
EUR	—	37.9	37.4	37.0	39.0	33.4	31.4	32.3	30.6	28.9
JPY	21.7	23.5	20.8	17.2	19.0	23.0	21.6	16.8	16.7	16.8
GBP	11.0	13.0	16.5	14.9	12.9	11.8	12.8	12.8	12.9	10.2
CNY	0.0	0.0	0.1	0.5	0.9	2.2	4.0	4.3	7.0	8.5
CHF	7.1	6.0	6.0	6.8	6.3	5.2	4.8	4.9	5.2	6.4
AUD	3.0	4.3	6.0	6.6	7.6	8.6	6.9	6.8	6.4	6.1
CAD	3.5	4.5	4.2	4.3	5.3	4.6	5.1	5.0	6.2	5.8
HKD	1.0	2.2	1.8	2.7	2.4	1.4	1.7	3.5	2.6	3.8
SGD	1.1	1.1	0.9	1.2	1.4	1.4	1.8	1.8	2.4	2.4
その他	64.7	17.6	18.2	23.2	20.4	21.3	22.3	23.3	21.5	21.8
合計	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0

(注)本調査では1つの外国為替取引を両通貨のサイドからカウントし集計しており、個別通貨のシェアの合計は200%となっている。
 (資料) BIS “外国為替及びデリバティブに関する中央銀行サーベイ 2025”

第 24 図:世界の外国為替市場取引額の通貨別シェア推移(グラフ)

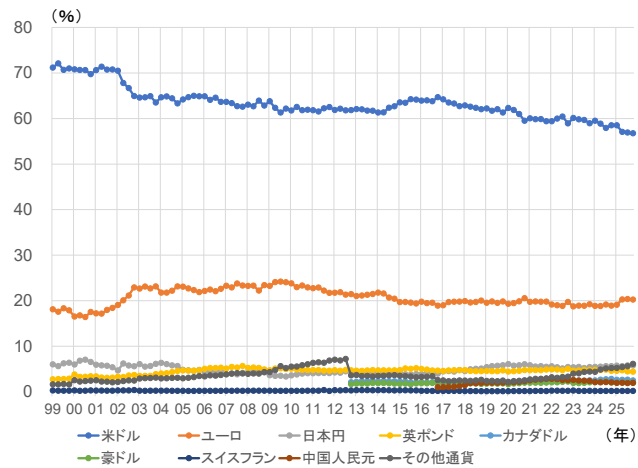


(注)本調査では1つの外国為替取引を両通貨のサイドからカウントし集計しており、個別通貨のシェアの合計は200%となっている。
 (資料) BIS “外国為替及びデリバティブに関する中央銀行サーベイ 2025”

② 外貨準備における準備通貨としてのシェア

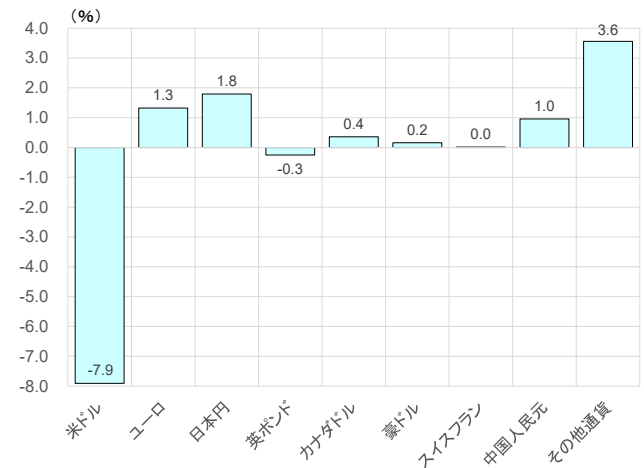
IMF が集計している Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)によると、世界の外貨準備に占める通貨別シェアは、直近 2025 年第 4 四半期時点でドルが 56.8%と引き続き圧倒的なシェアを維持（第 25 図）。これに対して人民元は 2.0%と、日本円（5.8%）、カナダドル（2.5%）などと比べても低い水準に止まっている。人民元のシェアは、趨勢的にみても 2021 年第 4 四半期に 2.9%とピークをつけて以来、やや低下傾向にある。通貨分散のためとみられるドルの趨勢的なシェア低下の受け皿通貨は、2016 年以降でみると、人民元よりもユーロや円などの方が選ばれている（第 26 図）。人民元の公的準備通貨としてのプレゼンスは依然として小さい。

第 25 図:世界の外貨準備に占める各通貨のシェア



(注1)2025年第4四半期まで
 (注2)豪ドル、カナダドルは2012年第3四半期から、中国人民幣は2016年第4四半期からデータ開示
 (資料)IMF:COFERより筆者作成

第 26 図:外貨準備通貨別シェアの変化(2016年→2025年)



(注)2016年第4四半期→2025年第4四半期のシェア変化
 (資料)IMF:COFERより筆者作成

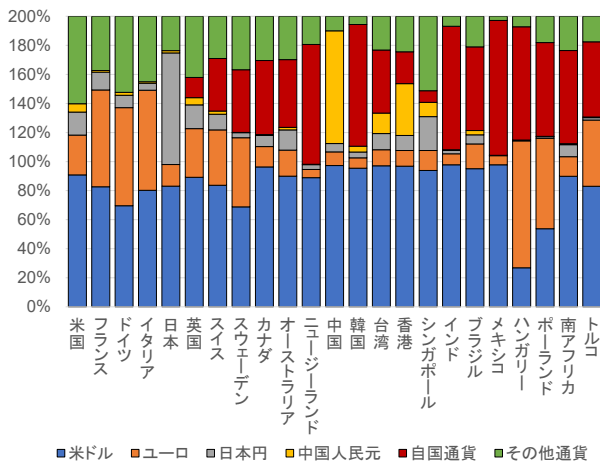
③ 中国ローカル市場での人民幣取引

BIS の 2025 年外国為替市場調査のデータに基づき、中国ローカル市場における取引通貨シェア（全体 200%）をみると、ドルが 97.3%、人民幣が 77.6%と概ね半々となっている（第 27 図）。人民幣建て取引のシェアが高い場合、人民幣以外の通貨のシェアは分散されると考えられるが、ドルのシェアが高いことから、ドルと人民幣の通貨ペアの取引シェアが多くを占めており、依然としてドルのプレゼンスが高いことが窺われる。

中国の經常取引に占める人民幣建て取引のシェアをみても、2025 年（1 月～6 月）時点で 30.6%、うち貿易財取引に占める人民幣建て取引のシェアは、同じく 2025 年（1 月～6 月）時点で 28.1%と、総じて 3 割程度に止まっている（第 28 図）。經常取引においては、依然としてドル建て取引が主流となっているとみられる。

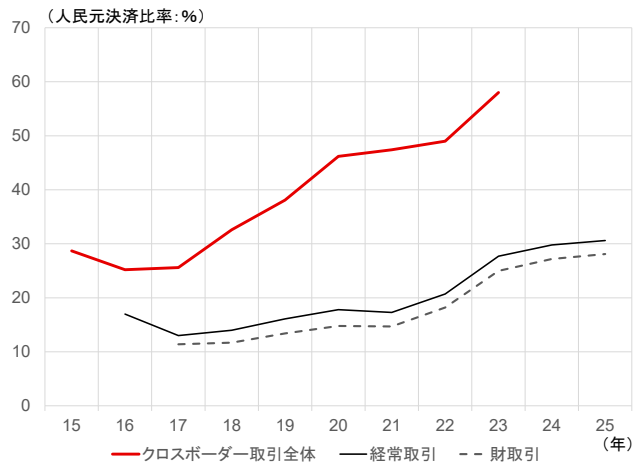
一方、中国のクロスボーダー取引全体に占める人民幣建て取引のシェアは、データが公表されている 2023 年時点で 58%とやや高くなっており、資本取引においては人民幣建て取引の比率がより高まっていることが窺われる。既述の通り中国における資本取引は全体としては相対的に制限されているが、適格海外機関投資家 (RQFII/QFII) 制度や、中国本土と香港の間のストック・コネク、ボンド・コネクなど、管理された経路での資本取引においては人民幣建て取引が相応に増加していると考えられる。

第 27 図: 各国市場における主要通貨の取引高シェア



(注1)2025年4月時点
 (注2)本調査では1つの外国為替取引を両通貨のサイドからカウントし集計しており、個別通貨のシェアの合計は200%となっている。
 (資料)BIS“外国為替及びデリバティブに関する中央銀行サーベイ2025”

第 28 図: 中国クロスボーダー取引に占める人民元建て決済比率



(注1)2025年のデータは1月～6月分
 (資料)中国人民銀行資料より筆者作成

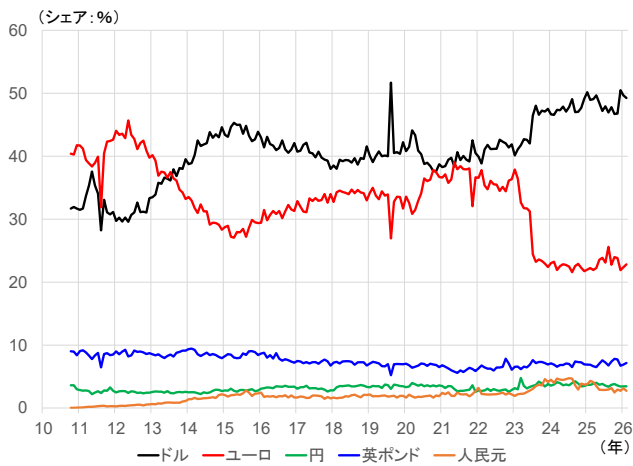
④ グローバル決済におけるシェアなど～Swift・CIPSの動向

グローバルな銀行間決済に占める通貨別シェアを、国際銀行間通信協会 (Swift) の決済通信データを基に集計している Global Currency Tracker でみると、2026年2月時点でも依然としてドルのシェアが49.7%と圧倒的であるのに対して、人民元は2.7%と低水準に止まっている (第29図)。

一方、中国は2015年に人民元建てクロスボーダー銀行間決済を行うことを目的とした Cross-Border Interbank Payment System (CIPS) を創設した。Swift があらゆる通貨建ての決済通信のみを取り扱い、資金決済はコルレス銀行間で行われるのに対し、CIPS は決済通信と共に人民元資金の決済も行う。人民元決済を行う際に、決済通信は Swift で行い資金決済を CIPS で行うケースもあるため、厳密には両者は比較できないが、参考までに比較すると、Swift については、加盟金融機関が11,500 機関以上、1日の平均送金メッセージ処理件数が約53百万件である。これに対し、CIPS の加盟金融機関は直接加盟193 機関、間接加盟1,573 機関 (共に2025年12月時点)、1日の平均処理件数が31,900 件 (2025年) と依然 Swift と比べて限定的ではあるが、その取扱高は拡大が続いている (第30図)。Swift における人民元のシェアは2024年後半以降やや低下がみられているが、その要因の一部として CIPS へのシフトが指摘されている。

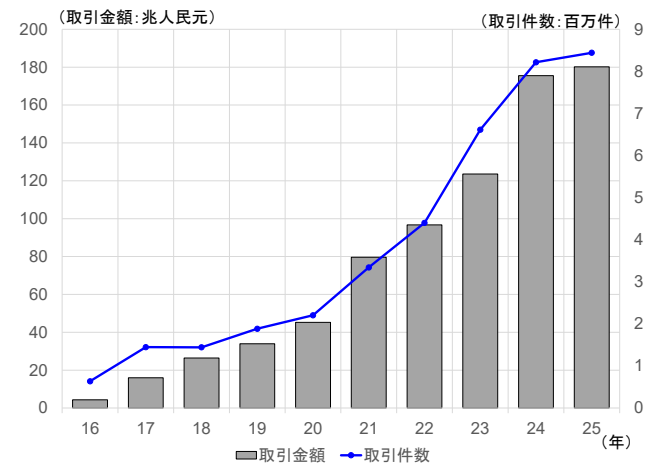
CIPS はまだ Swift による決済を完全に代替するような状況ではないが、先に見た管理された人民元の国際化を担うものの1つとして、また西側諸国からの金融制裁への一定の準備として、徐々に整備が進む方向にはあるとみられる。

第 29 図:Swift 決済データにおける通貨別シェア



(注)ユーロはユーロ域内取引を含む
(資料)SWIFT より筆者作成

第 30 図:CIPS における年間の取引金額と取引件数の推移



(資料) 中国人民銀行資料より筆者作成

3. まとめ～人民元相場・金融システムの安定と人民元国際化の両立を模索

中国当局の通貨政策は、まず人民元相場、金融市場、そして金融システムの安定を最重要目標として、特に短期的な人民元相場の安定を図ると同時に、長期的には市場の需給に基づく緩やかな変動により、マクロ経済や国際収支に対する人民元相場の調整作用を発揮させるというものであった。このように市場の需給をある程度反映させるとは言え、当局による管理色の強い通貨政策を運営するには、内外資本フローに対する資本規制が大前提となる。

一方で、人民元の国際化も近年推進されて来た。長い目でみれば、この先も米国との様々な面での対立が予断を許さない中で、ウクライナ侵攻後にロシアが受けたような金融制裁を、中国がいつ受けないとも限らない。可能な限り人民元の国際化を推進し、ドルを中核とした国際金融システムへの依存度を減らしておくのも、国家安全保障を考える上で重要な課題なのであろう。こうした中、第二次トランプ政権始動以降、米国では米国第一主義的な政策や、FRBの独立性を棄損しかねない動きなどもみられており、長期的にドルの基軸通貨としてのプレゼンスにマイナスになる可能性がある。ユーロや中国人民元など、基軸通貨ドルの受け皿となるポテンシャルのある通貨にとってはプレゼンスを上げる良い機会が到来しつつあるとも言える。実際、ECBのラガルド総裁による最近の発言など、ユーロ圏でも足元のような情勢をチャンスと捉えている模様だ。中国においても、最近習近平国家主席による人民元国際化を推進すべきとの論考が話題となった。

こうした中で、既にみたように中国当局は全体として資本取引は制限しつつ、管理さ

れた経路での資本取引は奨励して人民元のプレゼンス向上を図り、人民元国際化の状況は少しずつ進捗しているが、まだ基軸通貨ドルと大きな差がある。何よりも人民元の国際化を推進するには、人民元が通貨として国内外で自由に取引できること、資本規制の自由化が重要となる。この点、人民元国際化の推進と通貨政策の最重要目標である対ドルを中心とした人民元相場の安定はトレードオフとなる面があり、そのバランスが重要となって来よう。とりわけ経済社会の安定が重視される中国の政治体制にとっても、大きな課題となろう。

以上

【主要参考文献】

- 関志雄（2020）「未完の人民元改革～国際通貨への道」文真堂
中国国家外為管理局 Annual Report 各号
中国人民銀行 中国貨幣政策執行報告 各号
中国人民銀行 人民元国際化報告 各号
露口洋介（2025）「人民元国際化の状況」科学技術振興機構
https://spap.jst.go.jp/china/experiences/economy/economy_2524.html
露口洋介（2025）「人民元為替レートの位置づけと最近の動向」
https://spap.jst.go.jp/china/experiences/economy/economy_2530.html
橋本将司（2008）「人民元相場の変動メカニズムを探る」三菱 UFJ 銀行 BTMU FX Focus No163
橋本将司（2018）「中国人民元通貨政策のシフトと人民元相場の見通し」三菱 UFJ 銀行 Global Market Research Market Focus
橋本将司（2018）「中国人民元基準値設定動向から検証する中国当局の人民元誘導スタンス」三菱 UFJ 銀行 Global Market Research Market Focus
橋本将司（2023）「米中覇権競争下での基軸通貨ドルの評価～脱ドル化は進展するか？」国際通貨研究所 国際通貨研レポート
<https://www.iima.or.jp/docs/newsletter/2023/nl2023.34.pdf>
橋本将司（2024）「基軸通貨米ドルの現状評価と今後」国際通貨研究所 国際通貨研レポート <https://www.iima.or.jp/docs/newsletter/2024/nl2024.27.pdf>
福本智之（2022）「人民元国際化の重石となる「管理された」資本自由化」東京財団
<https://www.tkfd.or.jp/research/detail.php?id=4034>
フレイザー・ハウイー（2026）「人民元の国際化」中国問題グローバル研究所
<https://grici.or.jp/7208>

三菱 UFJ 銀行 (2026) エマージング通貨ハンドブック 2026

Benn Steil (2026) “How Cross-Border Chinese RMB Flows May Weaken U.S. Sanctions”
Council on Foreign Relations <https://www.cfr.org/articles/how-cross-border-chinese-rmb-flows-may-weaken-u-s-sanctions>

BIS (2025) “Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and Over-the-counter (OTC) derivatives markets in 2025” <https://www.bis.org/statistics/rpfx25.htm>

Brad W. Setser (2023) “China isn’t shift away from the dollar or dollar bonds” Council on Foreign Relations <https://www.cfr.org/articles/china-isnt-shifting-away-dollar-or-dollar-bonds>

Brad W. Sester, Michael Weilandt (2025) “China’s FX Playbook: December 2024” Council on Foreign Relations <https://www.cfr.org/articles/chinas-fx-playbook-december-2024>

Chinn, Menzie D. and Hiro Ito (2006). "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions," Journal of Development Economics, Volume 81, Issue 1 <https://web.pdx.edu/~ito/w11370.pdf>

IMF “People’s Republic of China : 2025 Article IV consultation - Press Release ; Staff Report ; and Statement by the Executive Director for the People’s Republic of China” various years

IMF (2023) “Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions”

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2026 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <https://www.iima.or.jp>