

中国本土における証券市場の戦略的開放と 人民元の国際化

野木森 稔

要 旨

中国証券市場への海外からの資本流入が加速している。これにはコロナ禍での過剰流動性だけでなく、主要運用ベンチマーク指数への中国本土証券の採用や香港を通じた金融ツールの強化が影響しており、中国政府による戦略的な働きかけや政策の実施が奏功した形である。資本移動の自由化は必然的に人民元の国際的な取引量を増やし、為替の不安定化というリスクを高めるが、中国政府はそれも許容しようという姿勢である。同時に金融政策の独立性も強化し、「国際金融のトリレンマ」の克服、つまり「資本移動の自由化」と「独立した金融政策」を選択し、「為替の安定」を放棄する動きを見せており、日本や米国が持つ国際金融に関する体制と同じ方向に向かおうとしている。米中対立が長引き、経済安全保障への意識が高まるなか、中国は財貿易において逆風に苦しむ一方、金融面では着実にその存在感を高めるべく中国政府は取り組みを積極化していると言えよう。なお、一連の動きはあくまでも「戦略的」な資本市場の開放を軸とするものであり、本格的な開放/自由化とまでは言えない。しかし、それでも第2次トランプ政権の誕生という米国政治の変調など、不完全な開放/自由化であっても、この動きは国際化が進む中国人民元に大きなチャンスをもたらしている可能性がある。

キーワード：中国証券市場、ベンチマーク指数への採用、香港国際金融センター、国際金融のトリレンマ、人民元国際化

目 次

- | | |
|------------------------------|-----------------------------|
| 1. はじめに | 2.2.1 各国当局（中央銀行または通貨当局） |
| 2. 世界の投資家による中国本土証券投資増加の背景 | 2.2.2 パッシブ運用を主体とする機関投資家 |
| 2.1 新型コロナ禍で生じた過剰流動性 | 2.3 香港を通じた中国資本移動規制緩和の加速 |
| 2.2 グローバル資産運用における中国本土証券採用の動き | 2.3.1 香港を通じた市場アクセスの改善が継続 |
| | 2.3.2 変化する国際金融センターとしての香港の機能 |

3. 「戦略的」資本市場開放がもたらす中国金融の変化

3.1 「国際金融のトリレンマ」と中国金融市場開放の変遷

3.2 人民元国際化推進の継続と為替変動は許容

3.3 「資本自由化」に続き、「独立した金融政策」も追求

4. おわりに

補論：中国企業の競争力の高まりと投資家の期待

参考文献

1. はじめに

2020年以降、新型コロナウイルス感染拡大やロシアによるウクライナ侵攻などを契機に、西側諸国では地政学や経済安全保障へのリスクを強く意識するようになった。製造業を中心に中国への経済依存が高まりすぎていることを懸念する向きも強まっている。工場建設などを目的とする中国向けの直接投資は大幅に減少している。

しかし、その一方で、西側諸国を含めた世界の投資家が中国本土で発行された債券・株式などの証券（以下、中国本土証券）への投資を着実に拡大しているなど、証券市場では異なる動きがみられる。この対内証券投資増加の背景には、中国政府による戦略的な市場開放が機能し、安定した長期資金の獲得が続いていることがある。

そして、中国政府はこの戦略的な資本市場の開放に続いて、日本や米国などの先進国と近い形に金融を改革していこうという意欲も見せている。人民元の国際化を進めながらも為替変動の許容し、金融政策の独立性を追求する、といった政策に注力しており、資本移動の自由化/資本市場の開放に向かう動きははっきりさせている。貿易面では逆風に晒される一方、金融市場では着実にその影響力を強めるべく動きを続けているのである。

もちろん、この開放の動きは主要先進国と同

レベルの本格的な自由化とは言えない。しかし、足元では米国政治には第2次トランプ政権の誕生という大きな変調がみられ、米ドル覇権にも不透明感が高まっており、そこに対し人民元が覇権を狙うという動きにもつながり得るものとして注視すべき動きと言える。

本稿では、グローバルマネーが中国本土の証券市場に向かう背景となる中国の市場開放戦略を整理する。さらに、近年、中国政府はこの戦略的な市場開放に応じて為替市場や金融政策をどのように変化させようとしているのかについて考察する。

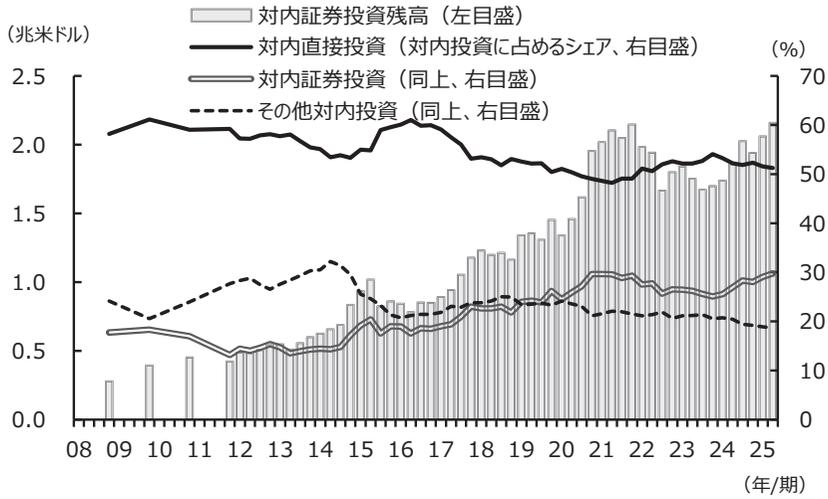
2. 世界の投資家による中国本土証券投資増加の背景

中国本土への対内証券投資の増加には、①コロナ禍での各国の金融緩和がもたらした余剰資金の流入が影響している。しかし、増加はそれだけでは説明できず、②海外投資家の資産運用における中国本土証券の積極採用、③香港での金融仲介機能の強化、がより重要な要因になっている。

2.1 新型コロナウイルス禍で生じた過剰流動性

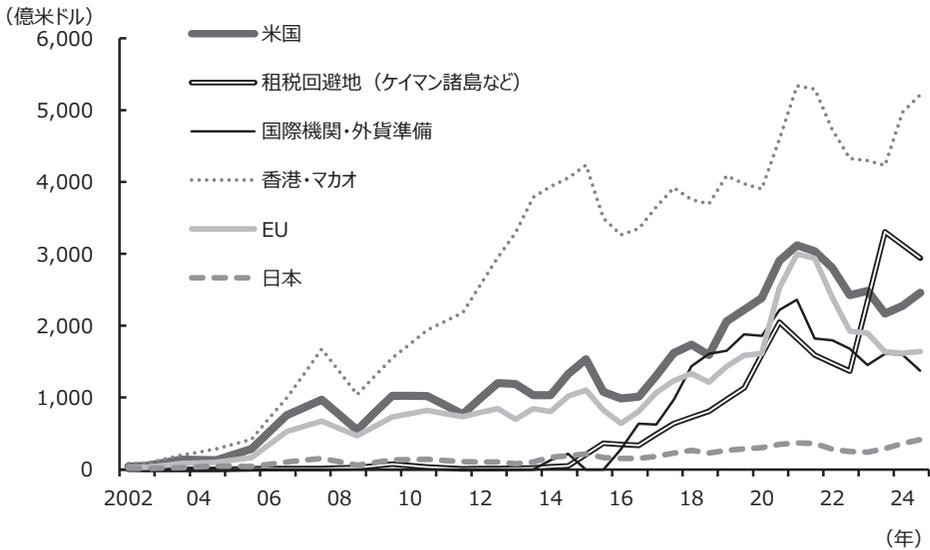
中国の対内証券投資残高は2025年4～6月期に2.2兆米ドルと、2019年末から1.5倍に膨らんだ（図表1）。地域別では、欧米を含め様々な

図表1 中国の対内証券投資残高



(出所) CEIC を基に日本総合研究所作成

図表2 主要国による中国本土向け証券投資残高



(出所) IMF を基に日本総合研究所作成

地域からの投資増加がみられるが、ここ数年はタックスヘイブン（租税回避地）と呼ばれるケイマン諸島などを通じた投資も大きく増加している（図表2）。なお、日本からの投資も債券を中心に増加しているが、欧米に比べわずかな規模にとどまっている。

欧米からの投資が大きく伸びた背景として、コロナ禍発生以降の世界的な大規模金融緩和が大きく貢献したと言える。ただし、極端な流入超過を背景とした外貨準備の大幅な増加なども確認できず、資本移動の急激な動きが問題になった2015年のような局面にはないと言えよ

う。2008年のリーマンショック以降、いわゆるホットマネー（中国当局が「熱銭」と呼んで警戒した不安定な短期資金の動き）の流入加速が2015年の人民元ショックの一因となったことは記憶に新しい。2015年にかけては資本流入によって人民元高圧力が高まったことを受け、断続的な為替介入が行われ、中国の外貨準備が急速に増加した。

コロナ禍以降の世界の過剰流動性は中国の証券投資増加を説明する一つの要因であるが、それ以降を含む増加傾向を説明するには不十分である。というのも、中国は過剰流動性に伴う不安定な短期資金ではなく、安定した長期資金の獲得に成功している可能性があるからである。以下に見るように、ヘッジファンドなどによる短期的な投機とは性質の異なる外貨準備やベンチマーク指数に連動する資産運用で中国本土証券が増えている。さらに、ストック/ボンドコネクトの開通をはじめ、香港を通じた中国当局による資本移動規制の緩和の動きも進み、これらが中国向けの証券投資の増加に寄与している

とみられる。

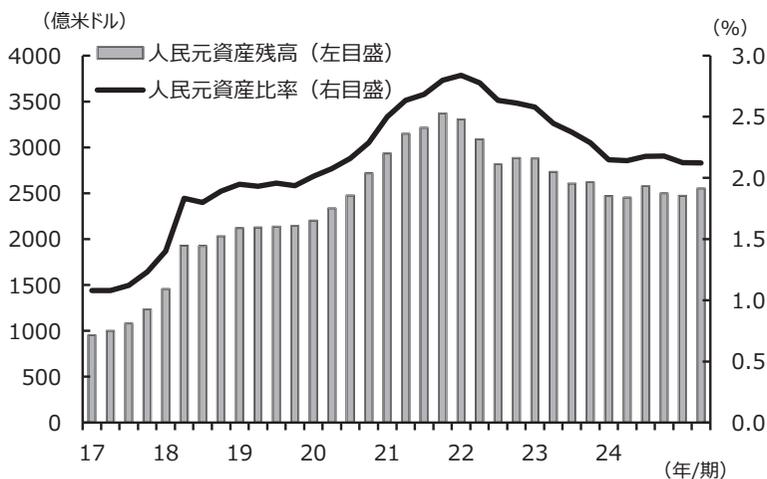
2.2 グローバル資産運用における中国本土証券採用の動き

世界の投資家は資産運用における中国本土証券の割合を積極的に増やしている。これは、①外貨準備を運用する各国の当局と、②パッシブ運用を主体とする機関投資家、を中国政府が戦略的に人民元建て資産の運用者として獲得していることが要因である。

2.2.1 各国当局（中央銀行または通貨当局）

各国の中央銀行または通貨当局は外貨準備を運用している。世界の外貨準備の運用資産の内訳をみると、人民元建て資産は2025年4～6月期に2,554億米ドルと、一時期の3,000億米ドル超の水準からは低下しているものの、全体の2%超のシェアに拡大している（図表3）。この大部分が中国国債で運用されているとされ、中国への対内証券投資を押し上げた要因となっている。

図表3 世界の中央銀行が外貨準備として保有する人民元資産



(出所) CEIC を基に日本総合研究所作成

背景には、IMFが金融市場自由化の進展を評価し、2015年11月に人民元を特別引き出し権(SDR)の構成通貨に加えることを決定し、2016年10月から組み入れを開始したことがある。SDRは外貨不足に陥った加盟国をIMFが支援するための合成通貨であり、加盟国は割り当てられたSDRと引き換えに構成通貨である米ドル、ユーロ、英ポンド、日本円、人民元と交換することができる。この決定は、各国の外貨準備の構成に直接的な影響を与えるものではないが、IMFの積極的な宣伝(IMF(2016))もあって、世界的に外貨準備に人民元を含める動きにつながった。なお、2015年の決定時のSDRにおける人民元の比率は10.92%だったが、2022年の比率の見直しを経て12.28%に引き上げられている。

2009年3月、中国人民銀行の周小川総裁(当時)は、「世界には単一国の経済情勢や国家としての利害に左右されない超国家的な準備通貨が必要である」とし、ドルへの過度な依存をけん制するかたちで、SDRバスケットにすべての主要通貨を含めてその役割を高めるべきであると主張した。それとともに、中国の世界経済におけるプレゼンスの高まりを反映させるべく、人民元をSDRバスケットに含めるようにIMFに要求し、それが実現した。

なお、SDRの構成通貨に選定されるには、(1)「貿易量」(過去5年間の財サービス輸出額が世界の上位5カ国に入っていること)、(2)「通貨取引の自由度」(IMF協定第30条f項に基づき自由利用可能通貨とみなされること)という2つ基準を満たす必要がある。人民元は、(1)の

輸出額基準は満たしていたが、(2)の取引自由度の基準については、充足しているとは言い難かった(清水(2015))。2015年11月のIMF理事会で人民元のSDRへの採用が承認されたが、これは、中国が今後さらなる資本市場の自由化を進めることへの期待を込めた政治的な決定であったと考えられる。

2.2.2 パッシブ運用を主体とする機関投資家
資産運用会社などパッシブ運用を主体とする機関投資家の参入の影響も大きい。資産運用には、目標ベンチマークに連動する運用成果を目指すパッシブ運用と、目標ベンチマークを上回る運用成果を目指すアクティブ運用がある。近年はパッシブ運用による投資信託などへの資金が多く流入する傾向があり、2023年12月末に世界のパッシブ運用型株式ファンドの純資産は15.1兆ドルになり、初めてアクティブ型を上回った¹。背景にはパッシブ運用の方がパフォーマンスに優れていることが指摘されている。実際、金融庁(2020)は、日本と米国における過去5年平均のシャープレシオや累積リターンはパッシブがアクティブを上回る、としている。また、パッシブ運用で指数算出会社の指数を利用する場合、資産運用会社は指数ライセンス料を支払う必要があるが、機械的に運用出来る分、アクティブ運用に比べコストを抑えることが出来る²。

パッシブ運用の拡大に伴い機関投資家が中国本土証券を購入するようになった背景には、複数の指数算出会社がベンチマーク指数に中国本土証券の組み入れたことがある。指数算出会社の

1 2024年2月2日付ロイター「アングル：世界のパッシブ型株式ファンド資産、昨年初めてアクティブ超え」参照
(<https://jp.reuters.com/markets/japan/QAG4AQXR6VIVHKFU2NSEA3NY4M-2024-02-02/>)

2 2019年2月2日付日本経済新聞「パッシブ運用とは 株価指数に連動、手数料抑える きょうのことば」を参照
(<https://www.nikkei.com/article/DGXKZO40818310S9A200C1EA2000/>)

中国本土における証券市場の戦略的開放と人民元の国際化

決定は、多くの国の年金基金などのグローバルマネーを動かす一因となっている。株価指数算出最大手のMSCI (Morgan Stanley Capital International) は複数の株式指数を作成しているが、それらを基準に世界で運用される資産は2024年9月時点で16.9兆米ドルにも上る (MSCI (2025))。

株式指数では、まずMSCIが2018年6月に新興国株式指数への中国本土株 (A株) の組み入れを開始した。MSCIは同指数をベンチマークとする資産の急激な変動を抑えるため、組み入れ比率を複数回に分けて引き上げる段階的な組み入れを実施し、2019年11月には中国A株時価総額の20%分を組み入れた (図表4)。それに続くかたちでFTSE (Financial Times and Stock Exchange) が2019年6月から、S&Pダウ・ジョーンズが2019年9月からA株組み入れを開始した。

債券指数では、Bloombergがグローバル総

合インデックスに2019年4月より20カ月にわたり段階的に中国国債と政策銀行債を組み入れた。段階的追加が完了した時点で同指数における人民元建て債券の割合は6.03%を占めた。JPモルガンは2020年2月から主要指数に10カ月かけて段階的に組み入れを行った。ただし、対象は国債だけであった。FTSEラッセルは、債券の旗艦指数「FTSE世界国債インデックス」(WGBI) に、中国国債を2021年10月から3年をかけて段階的に組み入れた。組み入れ完了後には中国国債は指数全体の5.25%を占めた。

株価指数や債券指数を提供する指数算出会社が、各種運用ベンチマーク指数における中国本土証券のウェイトを高める背景には、指数が株式時価総額や債券発行額に連動していることがある。2024年末の中国の上海総合取引所の株式時価総額は7.2兆米ドルと、ニューヨーク証券取引所 (31.6兆米ドル)、ナスダック (30.6兆米ドル) に次ぐ³。債券発行残高も25兆米ドル

図表4 ベンチマーク指数への中国本土証券の組み入れ

	採用開始日	対象指数	備考	資金流入額 (推計)
株式 (A株)	2018年6月	MSCI新興国株式指数	2018年11月までに2段階、さらに、19年5月～11月までに3段階で組み入れ	約1,500億ドル
	2019年6月	FTSE新興国株指数	2020年3月までに3段階で組み入れ	
	2019年9月	S&P新興国総合指数		
債券 (国債等)	2019年4月	Bloomberg-Barclaysグローバル総合インデックス	人民元建て国債・政策銀行債を20カ月かけて段階的に組み入れ	約3,000億ドル
	2020年2月	JPM GBI-EM インデックス	人民元建て国債を月1%ずつ10カ月かけてを組み入れ	
	2021年10月	FTSE世界国債インデックス	人民元建て国債を3年かけて段階的に組み入れ	

(注) 資金流入額はIMFによる推計 (Chen, et al. (2019) 参照)。

(出所) 各種資料より日本総合研究所作成

3 国際取引所連合 (WFE) のデータに基づく (<https://focus.world-exchanges.org/issue/february-2025/market-statistics>)。

(2024年末)と、米国(58.1兆米ドル)に次ぐ規模に成長している⁴。

ただし、市場規模が大きいだけでは投資対象に選定されない。例えば、MSCIは株式指数への採用に際し、外国人に対する市場の開放度、資本の出入の容易さ、市場参入などの効率性、市場インフラ、投資関連情報の利用可能性、自由市場の仕組みの安定性など(詳細項目を含めると全18項目、MSCI(2021)のp113参照)で評価し、組み入れの可否を決める。

中国金融当局は、ベンチマーク指数への中国本土証券の採用によって多くの資金が流入することを期待し、指数算出会社に中国本土証券の採用を強く働きかけたとされる⁵。Chen et al.(2019)は、こうした指数の対象となった証券投資に資金が流れ込むことで、中国へ4,500億ドル(GDP比3%程度)の資金が流入していると推計している。ベンチマーク指数への中国本土証券の採用は、SDR採用に伴う人民元の外貨準備組入れと同様に投機性の低い、安定した長期資金の獲得につながり、中国は世界のパッシブ運用の興隆をうまく利用したと言える。

2.3 香港を通じた中国資本移動規制緩和の加速

2.3.1 香港を通じた市場アクセスの改善が継続

世界の投資家は様々な場所で中国証券へ投資することができる。中国企業の上場株式には、中国本土のA株(本土上場、国内投資家向け)、B株(本土上場、海外投資家向け)の他、香港

のH株、米国のN株、シンガポールのS株などがある。香港上場の中国上場企業は、H株の他に、中国本土外で設立され中国政府などから出資を受ける企業「レッドチップ」と中国本土外で設立された民間企業「Pチップ」もある。中国本土の上場株(A株)以外は海外投資家にとって特段厳しい取引制限があるわけではなく、自由な取引が可能である。

ただし、これらの上場企業の時価総額に対し、A株の上場企業の時価総額は圧倒的に大きい。海外投資家としては、A株市場にアクセスしたいところであったが、規制によって参入ができなかった。なお、B株市場の創設は海外投資家の最初の中国国内株式市場へのアクセスであったが、かなり小規模での取引にとどまっている。香港やニューヨークでの上場が活発化し、海外投資家もそちらを通じた中国投資を増やしていったことでその役割が低下したという経緯がある(王(2022))。債券では、香港で取引可能なオフショア人民元債(点心債)があるが、2018年末時点の残高は約4,000億人民元と国内債券発行残高の0.7%程度しかない(IMF(2019))。このように、海外投資家は中国本土外の証券だけでは十分な投資機会を得ることができなかった。

そこで中国当局は資本移動規制の緩和により、証券市場の開放を進めた(鳥谷(2020))。WTO加盟によって市場の自由化が求められるなか、中国当局は2002年にQFII(適格海外機関投資家)制度を開始し、海外投資家が中国本土証券の取引資格を獲得できるようにした。そして、2006年にはオフショアで調達した人民元

4 国際決済銀行(BIS)のデータに基づく(<https://data.bis.org/topics/DSS>)。

5 2019年2月4日付WSJ「中国がMSCIに掛けた圧力、本土A株の指数採用で」では、MSCIが中国から強い圧力を受けたとともに、海外投資家の中国A株の組み入れが間違いだったと主張する投資家が多い(アジア企業統治協会が2018年に155の機関投資家を対象に行った調査では半分近くが間違いだったと回答)ことを報じている。
(https://jp.wsj.com/articles/SB1156537630_1374123961004585102641070142672)

中国本土における証券市場の戦略的開放と人民元の国際化

で本土の株式・債券へ投資を行うことができる RQFII（人民元適格海外機関投資家）制度も開始された。

2020年には RQFII と QFII が統合され、先物市場など取引の対象範囲も拡大された。また、2015年に海外投資家向けに中国銀行間債券市場（CIBM）ダイレクトスキームが導入され、海外投資家の債券市場への参入を促進した（清水（2019））。しかし、いずれも資本移動に関する当局への報告手続きなど、事務手続きの煩雑さや、中国外への資金の持ち出しに対する厳しい

管理によって、投資収益の送金が容易にできないという問題は解消されていない。

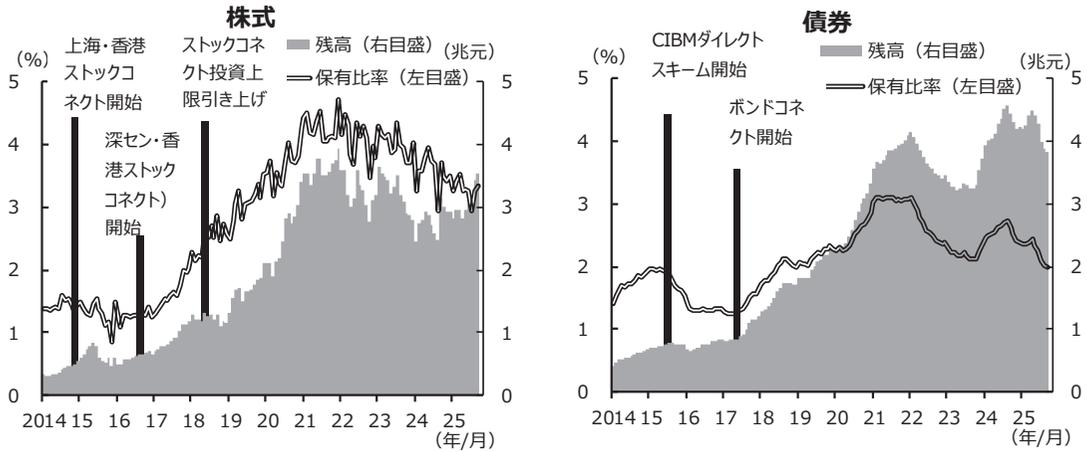
このように、中国本土への直接的なアクセスを通じた海外投資家の参入は増えたものの、自由な取引環境が与えられたわけではなかった。そこで、より利便性の高い仕組みとして導入されたのが、香港経由での中国本土証券取引である。具体的には株式市場のストックコネクトと債券市場のボンドコネクトという制度であり、それぞれ2014年11月、2017年7月に取引が開始された（図表5）。ともに香港取引所で中国本

図表5 中国証券市場の開放の動き

	香港経由での取引		本土での取引	
	株式	債券	株式	債券
1992年			B株（中国企業が本土内で外国人投資家向けに発行する株式）の発行開始	
1993年	H株（中国企業が香港・海外市場で外国人投資家向けに発行する株式）の発行開始（1993年7月にはADR方式による香港とニューヨークでの同時上場も）			
2002年			QFII（適格海外機関投資家）制度の導入	
2007年		オフショア人民元建て債券「点心債（デムサム・ボンド）」が香港で発行開始		
2011年			RQFII（人民元適格海外機関投資家）制度の導入	
2014年	滬港通（上海・香港ストックコネクト）取引開始			
2015年				中国銀行間債券市場（CIBM）ダイレクトスキーム取引開始（2016年2月に海外投資家向け取引を拡張）
2016年	深港通（深セン・香港ストックコネクト）取引開始			
2017年		債券通（ボンドコネクト）取引開始		
2018年	ストックコネクトの1日当たりの投資上限を4倍に引き上げ			
2020年			RQFIIとQFIIが統合され、取引の対象範囲を拡大	
2021年		理財通（ウェルス・マネジメント・コネクト）を開始		
2023年		互換通（スワップコネクト）の北向通を開始		

（出所） 各種資料より日本総研作成

図表6 中国本土株式の海外投資家比率（～2025年9月）



(出所) CEIC を基に日本総合研究所作成

土証券の売り買いを可能とするもので、中国本土での届出や口座開設は必要なく、香港で口座を開設している投資家であれば個人でも利用可能である。中国本土での法令や規制への対応といった負担も軽減され、海外投資家にとってメリットは多い。

中国本土の株式と債券の外国人保有比率が急速に伸びたのは2017年以降である。適格海外機関投資家制度の導入のインパクトはあまり大きくなかったが、ストック/ボンドコネクトによるアクセスの改善は、株式と債券両方の海外投資家保有比率を飛躍的に上昇させるドライバーになった(図表6)。

なお、2.2.2にみた中国金融当局による戦略的な動きのなかで、ストック/ボンドコネクトによる市場アクセスの改善は、中国本土投資資産が世界のベンチマーク指数へ採用される際、評価されたポイントである(曾根(2020))。ま

た、運用ベンチマーク指数での採用決定後も、更なる市場開放への要求は続いており、とくにヘッジツールとなる先物・デリバティブ市場での動きを求める声は多い(野木森(2022))。その対応においても、新たな機能が香港取引所(HKEX)に導入するなど、香港を通じた対応策が採られている。

例えば、香港取引所(HKEX)では、中国本土証券採用をさらに拡大することを考えるMSCIに配慮し、ストックコネクト取引の対象から構成される「MSCI中国A50コネクト指数」の先物を導入し、2021年10月18日から取引開始した。債券市場では、本土にて2023年1月に外資系銀行が国債先物取引を開始⁶し、それに続いて、HKEXが2023年5月15日、香港と中国本土間で金利スワップを相互に取引できるようにする「スワップコネクト」が開始された⁷。これにより、海外投資家が本土の金利デリバ

6 英銀大手スタンダード・チャータードの中国法人は2023年1月4日、資本市場の規制緩和を進める中国で外資系銀行として初めて国債先物の取引を完了したと声明で発表した(2023年1月6日付ロイター「Standard Chartered becomes first foreign bank to trade bond futures in China」(<https://www.reuters.com/business/finance/standard-chartered-becomes-first-foreign-bank-trade-bond-futures-china-2023-01-05/>))。

7 2023年5月16日付ロイター「中国・香港のスワップ・コネクト開始、「北行き」から」(<https://jp.reuters.com/article/business/-idUSKBN2X61TZ/>)

タイプ（金融派生商品）にアクセスし、中国でのエクスポージャーの管理やヘッジが可能になった。

2.3.2 変化する国際金融センターとしての香港の機能

中国政府が香港金融の重要性を高めているが、香港政府も積極的に中国との関係強化を進めている。1997年以前の香港と中国本土の関係強化は、財界人によって進められてきたが、現在は両政府が主導するかたちで関係強化がすすめられている。それを象徴するのが「粵港澳大湾区（グレート・ベイエリア）」構想である（JETRO（2019））。同構想は、香港、マカオ、広東省9市（広州市、深圳市、珠海市、仏山市、惠州市、東莞市、中山市、江門市、肇慶市）を対象として、2035年までに、該当地域を世界的なベイエリアに成長させることを目標とする。同構想では、香港に対しては金融や物流、専門サービスの付加価値を高めるといふ発展の方向性が示された。また、このエリアは「一帯一路」においても重要な役割を担うとされており、香港が金融面で大きな役割を果たすと期待される。

2021年9月には、同エリアを対象に「越境理財通」（クロスボーダー・ウェルス・マネジメント・コネクト）が開始された。これにより、広東省9市の個人投資家は香港・マカオの投資商品を、香港・マカオの個人投資家は中国本土の投資商品を、それぞれ購入することが可能になった。2024年2月には「理財通2.0」が発表され、投資対象商品の拡大や投資上限の引き上げ、参加要件の緩和など制度全体が強化され、

投資促進が一段と進められている。

香港は国際金融センターとしての機能をより中国本土向けにシフトしていくことで再度その地位を高めつつある。しかしそれは全世界を対象とする真の意味での国際金融センターとしての位置付けを弱めてしまうリスクも孕んでいる（野木森（2021））。2020年6月に「国家安全維持法（国安法）」が施行され、それを補完する「国家安全条例」が2024年3月に施行された。これらを受け、各国の金融機関は香港の国際金融センターとしての機能が低下することへの懸念を強めている。中国本土で施行された「反外国制裁法⁸」が香港でも導入されれば、海外機関投資家にとって香港のリスクはさらに高まる可能性がある⁹。

3. 「戦略的」資本市場開放がもたらす中国金融の変化

以上に見るように、中国本土証券市場への資金流入は、①過剰流動性下での余剰資金の流入、だけでなく、②海外投資家の資産運用における中国本土証券の積極採用、③ストック/ボンドコネクトなどを通じた資本移動規制の緩和、という動きが作用した結果とみることができる。とくに②と③は、安定した長期資金の投資家の獲得を狙った中国当局の戦略的な取り組みとして、強力に推し進められている。

中国では資本移動の自由化が一定程度進み、人民元の国際化も進められている。しかし、「国際金融のトリレンマ」に示されるように、こうした動きは、中国の為替市場に大きな影響をもたら

8 対中制裁に関与した個人や団体が所有する中国本土内の資産凍結や入国禁止を可能とする法律。

9 2021年8月17～20日の全人代常務委で可決されるとの見方もあったが、ビジネス界からの懸念の声を受け、採決を見送っている。

し、金融政策のあり方も問われることになる。

3.1 「国際金融のトリレンマ」と中国金融市場開放の変遷

「国際金融のトリレンマ」とは、「資本移動の自由化」、「独立した金融政策」、「為替の安定」の3つを同時に達成することは不可能という命題、である(図表7)。中国は、長い間、実質上のドルペッグである固定相場制を維持しながら、資本移動を制限し、独立した金融政策を維持しようとしてきた。

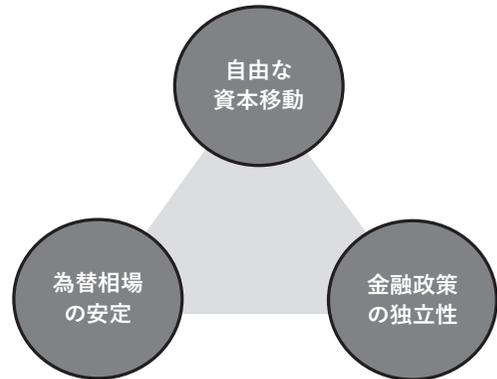
しかし、世界貿易機関(WTO)加盟などを経て国際取引が増加し、固定相場制の維持は難しくなった。2005年7月に中国は「人民元改革」と称して、「管理変動相場制」を採用することになった。なお、トリレンマに直面しても「資本移動の自由化」、「独立した金融政策」、「為替の安定」のどれか2つを選ばなければならないというわけではなく、中間的な選択も選ぶうる(関(2012))。そのため、中国では、資本移動が完全ではないがある程度自由になっており、為替レートも完全ではないがある程度の変動が認められているという「中間的制度」の下で、完全ではないが金融政策のある程度の独立性と有効性を保ってきた。

足元にかけては、その中間的な選択は続くものの、以下に見るように、「資本移動の自由化」と「独立した金融政策」を選択し、「為替の安定」を放棄するという方向、つまり日本や米国と同じ制度の選択を目指しつつあると判断される。

3.2 人民元国際化推進の継続と為替変動は許容

中国政府は、2023年10月「中央金融工作会议」で「金融強国」というスローガンを打ち出した。

図表7 国際金融のトリレンマ

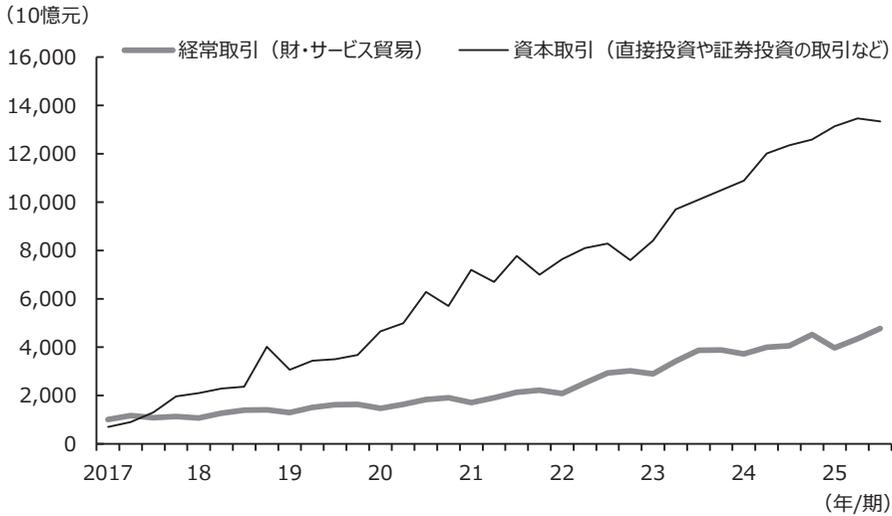


(出所) 日本総合研究所作成

ハイテク分野の金融支援とともに、それを支えるための市場改革を提唱し、その「金融強国」になるために「人民元国際化」を重視する姿勢も同時に示した。また、2015年11月の人民元のSDRの構成通貨への採用決定時、人民元は採用の基準を充足しているとは到底言い難かったが、その決定は、中国が今後さらなる国際化へ向けての規制緩和など自由化を進めることへの期待を込めたものであったとされる。引き続き自由化に向けた動きへの要求は続いており、2023年1月には、上海外国為替市場の取引時間を現地時間午後11時30分から翌日の午前3時に延長するといった措置で、時差のある海外投資家にも取引の利便性を高めようという配慮を示している。

近年、資本移動の自由化が進んだことで、着実に人民元の国際市場での取引が増えている(図表8)。資本移動の自由化、そしてそれに伴う人民元国際化に向けた動きのなか、為替変動の高まりは避けられなくなり、それは金融面(資産価格下落を恐れた投資家が投資を回避、資本流出が加速、など)や経済面(輸入価格を乱高下させインフレを大きく変動させる、など)で

図表8 中国の国際取引における人民元での決済額



(注) 受取と支払いの合計額。
(出所) CEICを基に日本総合研究所作成

のリスクを高めている。こうした為替不安定化リスクは、歴史的にも中国を苦しめてきたものであり、2015年の人民元ショック¹⁰などがその代表例と言える。こうした為替変動を避けるための政府の介入によって予防線を張る動きは度々みられ、今も続いている。

例えば、2021年9月には、中国当局が、金融リスクを抑制するため、証券会社の為替予測の発表を撤回させ、さらに、中国国家外為管理局(SAFE)の担当者を為替取引フロアに配置し、為替ディーラーの監視を強化した、との報道もあった¹¹。2022年9月には、フォワード取引のリスク準備金比率を0%から20%に引き上げた¹²。さらに、主要国有銀行に対し、オフショ

ア市場で人民元を買って米ドルを売るよう指示を出すなどもあった。中央銀行(中国人民銀行)が直接実行主体とはならない、中国特有の為替介入であるが、これは2024年にも同様の措置が行われるなど、頻繁に実施されている。

とはいえ、こうした為替の不安定化を嫌がる傾向は続くものの、近年はそれを完全に抑制しようという意図はないと考えられる。むしろ、一定程度為替リスクを許容し、トリレンマでの「為替の安定」を放棄しつつあると考えられる。実際、為替安定化のために様々な措置が施されていることを紹介したものの、全て小粒にとどまり、大きな影響をもたらす外貨準備を利用した直接介入は近年ほとんど実施されておらず、

10 2015年8月に、PBOCによる人民元切り下げによって世界経済が大きな混乱に陥った。中国での景気減速が続く中であったが、通貨安による景気支援が必要という懸念が高まり、中国経済の先行きに対する不安が急速に高まった。中国では株価が大幅に下落したことなどを背景に景気が大幅に悪化した。

11 South China Morning Post, 29 Sep 2021 "China currency market crackdown sees regulators restrict trading in US\$30 trillion market, sources say" (<https://www.scmp.com/economy/china-economy/article/3150571/china-currency-market-crackdown-sees-regulators-restrict>)

12 South China Morning Post, 26 Sep 2022, "China 'hits back at the yuan bears', but forex market intervention signals disquiet" (<https://www.scmp.com/economy/china-economy/article/3193836/china-hits-back-yuan-bears-forex-market-intervention-signals>)

図表9 中国人民銀行による金利波及効果の説明図



(出所) 中国人民銀行ウェブサイトを基に日本総合研究所作成

その結果、中国の外貨準備高は緩やかに増加している。さらに、Aizenman et al. が推計する「中国トリレンマ指数¹³」では、「為替の安定性指数」が低下傾向にあり、人民元の変動が大きくなっていることが指摘されている。

3.3 「資本自由化」に続き、「独立した金融政策」も追求

仮に、中国政府が「資本移動の自由化」とともに、「為替の安定」を選んだ場合、「国際金融のトリレンマ」に従えば、「独立した金融政策」をあきらめることになる。しかし、足元の中国人民銀行（PBOC）の動きを見る限り、そうした選択肢はとっていない。福本（2022）は、中国人民銀行は近年、人民元相場の柔軟性を高めることによって、金融政策の他国からの独立性の確保に努めてきた、と結論付けている。

注目すべきは、2024年にPBOCが金融政策の仕組みを大きく変更したことである。これまで、中国の場合、金融政策の主なツールとして、「7日物リバースレポ」と「1年物中期貸出制度（MLF）」によるオペの2つがあった。前者の金利は短期金利に連動する一方、後者の金利は「事実上の政策金利」と位置付けられている最優遇貸出金利（LPR）を変化させることで、実際の貸出金利を変化させるとともに、間接的に長期金利に影響を及ぼす、という複雑な仕組みとなっていた。しかし、7月、PBOCは翌日物の臨時資金調節オペを導入し、翌日物レポ、翌日物リバースレポの金利（それぞれ7日物リバースレポ金利の▲0.2%と+0.5%）を金利のコリドーとすると発表した（図表9）。これは短期市場の金利の安定を図るとともに、MLF金利とLPRに代わって、7日物のリバースレ

13 「為替の安定性指数」は0～1で評価（高い方が安定）され、2025年まで1だったがその後下落、2015年には0.5を下回った。2016～17年には0.5を上回ったものの、その後再び0.5を割り込み、2020年には0.47となった。詳細は以下ウェブサイトを参照：Aizenman, Joshua, Menzie Chinn, Hiro Ito “The Trilemma Indexes,” Updated on 8/31/2021, (https://web.pdx.edu/~ito/trilemma_indexes.htm)

ポ金利を起点とする政策運営に舵を切ったことを示すものである。先進国中心に多くの国では、政策金利として短期金利を操作し、その動きが自律的に長期金利に波及するメカニズムが機能している。これは、それと同じ枠組みを目指す形であり、金利操作による金利の期間構造¹⁴への波及メカニズムをより重視する意思の表れとされている (Wang, et al (2025))。さらにいえば、この市場メカニズムを重視した金融政策では、透明性の高い政策がなければ適切なイールドカーブの形成はできない。政策金利を機能させるためには、政府介入による影響が大きいといった不透明な要素が排除されている必要があり、「独立した金融政策」の促進はこの金融政策の制度変更のなかでは不可欠のものとなっている。

もっとも、現時点では、長期金利が不安定な動きを見せるなど、うまく機能していないような場面も見られている (野木森他 (2024))。その理由は、市場メカニズムを重視した政策が金融市場の投資家全体に浸透していないことが大きいと考えられる¹⁵。また、依然、預金準備率やその他の政策ツール (窓口指導・MPA (Macro Prudential Assessment)) が金利に影響を及ぼす状況が残っていることもある。その結果、政策金利による政策運営がうまく機能しないなどの事態は当面、発生し得るだろう。

資本移動の自由化と同様に、金融政策についても完全な市場化ではない部分を残す「戦略的」なニュアンスが残るが、中国政府・中央銀行の

狙う方向はあくまで「独立した金融政策」の強化であり、経済・物価の安定の優先度を下げたまで為替の安定化に金融政策をツールとして使う、という可能性は低くなったと判断される。

4. おわりに

新型コロナ感染拡大やロシアによるウクライナ侵攻などを契機に、中国への資本流入が加速している。中国における資本移動の自由化はあくまでも「戦略的な」ものであり、部分的なものにとどまるが、それでも進展は無視できない。資本移動の自由化は必然的に人民元の国際的な取引量を増やすことになるが、中国政府は人民元の「国際化」を積極化し、為替の取引量増加とともにもたらされる為替の不安定化というリスクも許容しようという姿勢である。さらに、金融政策を利用した通貨のコントロールは意図しておらず、同時に「金融政策の独立」も強化しているように見える。したがって、「資本移動の自由化」と「独立した金融政策」を選択し、「為替の安定」を放棄するという動きは、日本や米国が持つ国際金融に関する体制と同じであり、それを目指す方向がうかがえる。

その動きはあくまでも「戦略的」な開放を軸とする動きであり、本格的な開放とまでは言えない。そうした意味では、本格的な自由化ではなく、いかに人民元が国際化しても、米ドルと覇権を争うまでの議論には至らない。とはいえ、経済安保リスクの高まりなどにもかわからず、

14 債券の残存期間と金利の関係であり、前者を横軸、後者を縦軸とすればイールドカーブとして図示することができる。

15 景気・物価の安定に向けた動きに政府・中央銀行で対応方針がはっきりしないことも影響している可能性がある。中国経済がデフレに苦しみ、人民銀行は物価安定へ動く必要があるが、政府は消費者物価の2025年の目標は前年の前年比+3%から同+2%に引き下げているなど、低インフレを許容する姿勢であるように見える。また、2024年12月25日付ウォール・ストリート・ジャーナルは、「習氏はアドバイザーらに「デフレの何がそんなに悪いか」「物価が下がれば人々は喜ぶのではないのか」と尋ねた」と報じている。

対内証券投資が増加した背景には、中国における産業の高度化など企業競争力の高まりがあり、それが投資の魅力を高めた面もあると考えられる（補論参照）。さらに、第2次トランプ政権の誕生という米国政治の変調は、本格的な自由化ではなくても、国際化が進む中国人民元に大きなチャンスをもたらしている可能性がある。つまり、新興国をはじめ各国・地域で米ドルの代替を模索する動きが出てきているなか、人民元がその代替としての存在感を示す可能性は高いと考えられる。

補論：中国企業の競争力の高まり と投資家の期待

中国製造業の強みは、今や「安価なモノづくり」ではなく、「先端技術による競争力」という新たなステージに入っている（野木森（2025））。航空、AI、通信、マイクロプロセッサ、ロボティクス、原子力・核融合、量子計算、バイオ・医薬、太陽光、バッテリーなど、米国など先進国の企業が長年リードしてきた分野で中国の企業も競争力を高めてきている。世界の投資家はこうした競争力のある中国企業を無視できない状況にあり、常に投資機会を考えなければならぬ状況にあると言えよう¹⁶。

とくに2025年に入って以降、テック分野の急成長に支えられ、中国本土株式市場の好調が目立っている¹⁷。DeepSeek など中国ハイテックは、国内巨大市場に根差したデータ活用力を武器に、世界競争で独自の地位を確立しつつあったが、その期待はますます高まることになり、投

資が増加することになった。さらに、第2次トランプ政権は対中政策での強硬路線を堅持しながら、二国間でのディールを重視する姿勢も維持する（福田（2025））。米中の対立は続くものの、交渉のなかで米国の中国に対する半導体・AI規制も緩和されることなどが、中国本土株式市場の下支え要因となった。

もっとも、米中対立が再燃し、米国による対中規制が再び強化される可能性もある。ディールを重視するトランプ大統領の交渉は予測が難しく、短期的に不透明な状況が続いていることには注意する必要がある。

参 考 文 献

- 王東明（2022）『中国株式市場の形成と発展（1978–2020）「移行経済型市場」と国際的インパクトを中心に』関西学院大学出版会。
- 関志雄（2012）「加速する資本取引の自由化—求められる関連改革の同時実施—」『RIETI 関志雄：中国経済新論』。（<https://www.rieti.go.jp/users/china-tr/jp/121204-1kaikaku.html>）
- 金融庁（2020）「資産運用業高度化プログレスレポート2020」。（<https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/20200619/01.pdf>）
- 清水聡（2015）「人民元のSDRバスケットへの採用に関する議論」『リサーチ・フォーカス』日本総合研究所、No.2015-032。
- 清水聡（2019）「中国からの資本流出の減少と債券市場の開放」『アジア・マンスリー』日本総合研究所、2019年2月号。（<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/8444.pdf>）
- 関根栄一（2016）「IMFの特別引出権（SDR）への

16 2025年11月6日付ロイター通信「世界のPE、中国市場への回帰を検討＝投資ファンド幹部」
（<https://jp.reuters.com/markets/japan/6NGKJIMNERM3DO4HHZLHI4KSFQ-2025-11-05/>）

17 2025年9月17日付ロイター通信「外国投資家が中国株へ本格再参入うかがう、3年前は「投資不可能」」
（<https://jp.reuters.com/markets/japan/DPYM53K3XRJUJPCLVGC6WA2FJM-2025-09-17/>）

中国本土における証券市場の戦略的開放と人民元の国際化

- 人民元の採用の意味と今後の焦点（特集 アジアの資本市場改革）『野村資本市場クォーター』19(3), 64-81.
- 鳥谷一生 (2020) 『中国・金融「自由化」と人民元「国際化」の政治経済学』見洋書房。
- 野木森稔 (2021) 「中国化が進む香港国際金融センター—米中金融デカップリングと中国市場特化の可能性—」『環太平洋ビジネス情報 RIM』日本総合研究所, 2021 Vol.21 No.80。
- 野木森稔 (2022) 「急速に拡大する中国への証券投資—中国本土証券市場の戦略的開放とその落とし穴」『環太平洋ビジネス情報 RIM』日本総合研究所, 2021 Vol.22 No.84。
- 野木森稔 (2025) 「「チャイナショック2.0」と戦略的対応の必要性」『アジア・マンスリー』日本総合研究所, 2025年11月号
- 野木森稔, 呉子婧 (2024) 「中国国債利回り急低下, 高まる中銀介入の可能性—超低金利が高める為替リスク, 当局介入で一転金利上昇も—」『リサーチ・アイ』日本総合研究所, No.2024-085。
- 福田直之 (2025) 「トランプ政権のドル高是正構想—基軸通貨の揺らぎにつながるのか—」『ビューポイント』日本総合研究所, No.2025-007
- 福本智之 (2022) 「中国人民銀行の金融政策の枠組み」『大阪経大論集』73巻2号, pp.63-82。
- Chen, Sally, Dimitris Drakopoulos, and Rohit Goel (2019) “China Deepens Global Finance Links as It Joins Benchmark Indexes,” IMF Blog, June 19, 2019.
- IMF (2016) “IMF Adds Chinese Renminbi to Special Drawing Rights Basket,” IMF News, October 1, 2016. (<https://www.imf.org/en/news/articles/2016/09/29/am16-na093016imf-adds-chinese-renminbi-to-special-drawing-rights-basket>)
- JETRO (2019) 「粤港澳大湾区発展計画綱要（仮訳）」調査レポート, 2019年4月。
- MSCI (2025) “MSCI Index AUM Statistics,” as of 31 December 2024. (<https://www.msci.com/downloads/web/msci-com/discover-msci/events/event-assets/2025/june/mondo-awards/MSCI%20Index%20AUM%20Statistics.pdf>)
- MSCI (2021) “MSCI Global Investable Market Indexes Methodology,” November 2021.
- Schipke, Alfred, Markus Rodlauer, and Zhang Longmei (2019) “The Future of China's Bond Market,” International Monetary Fund, March 13, 2019.
- Wang, Jing., Hannah Liu, Ting Lu (2025) “China: A Major Step to Modernizing the PBoC's Policy-making,” Nomura Connects. (<https://www.nomuracconnects.com/focused-thinking-posts/china-a-major-step-to-modernizing-the-pbocs-policy-making/>)

(日本総合研究所)