

双循環、デジタル人民元と人民元の国際化

露 口 洋 介

ただいま御紹介にあずかりました、露口洋介と申します。どうぞよろしくお願いいたします。

本日は、デジタル人民元と人民元の国際化のお話をして、最後に、できれば日中金融協力の話もさせていただきたいと思います。

一、双循環とは

最初に、双循環という話からさせていただきますと思います。これは去年の初夏のころから流れてきたのですが、私も初めて聞いたとき、何のこ

とかよくわかりませんでした。いろいろ調べたところ、こういうことかというのがわかってきたので、ちょっと広いマクロの話からさせていただきますたいと思います。

二〇二〇年五月一四日の中国共産党中央政治局常務委員会で、「国内と国際の双循環」という言葉が初めて出てきました。これを受けて、五月二日から二八日の全人代政府活動報告で、「内需拡大戦略を実施し、経済発展方式の転換を押し進める」というのが出てきました。全人代は通常三月に行われるのですが、去年は、全人代がコロナ

の影響で五月になりました。今年は、まさに今日（三月五日）、午前中から開催しています。

その後、習近平総書記が、企業家座談会などで、内需を重視するのであれば、対外開放や輸出はどうなるのかという話について、「国内循環を主体とするという意味は、国内市場を閉鎖的にするという意味ではない」というようなことを発言しています。

二〇二〇年七月には、共産党の中央政治局会議で、「持久戦の角度から双循環を認識することが必要」ということで、要するに、これは長期的な課題であるようです。

二〇二〇年一〇月二六日から二九日の共産党第十九期中央委員会五中全会では、第一四次五カ年計画について話し合わせ、ここでも「国内・国際双循環」ということが提起されています。

そして、二〇二〇年一月一六日から一八日に

開催された、二〇二一年の経済政策を決める中央経済工作会议でも、「国内大循環を主体として、国内・国際双循環」という言葉が出てきているわけです。

中国社会科学院に徐奇淵研究員という非常に有名な方がいます。私も何度もお会いしたことがありまして、日本に来られたときは私のところを訪ねてきてくださいますが、彼が去年の八月に非常にわかりやすいペーパーを書いているので、それに従って、双循環に至る経緯について説明したいと思います。

もともとは、一九八七年に「国際大循環戦略」というのが提起され、これに基づいて立てられたのが、いわゆる「沿海発展戦略」というものです。これは、労働集約型産業を発展させ、海外からの直接投資を吸収し、加工貿易を実行して輸出入ともに増加させ、経済運営を国内循環から国際

循環に拡大するという内容で、このときは国際循環ということに非常にウエートが置かれていました。

これに従って、深圳などを中心として海沿いの都市がどんどん発展してきたわけです。これは非常に成功したのですが、弊害も出てきました。例えば、投資と輸出に過度に依存したものですから、国際収支の不均衡などを招き、海外、主にアメリカから圧力を受けるようになりましたし、国内的にも地域格差が非常に大きく生じ、環境問題も起こったわけです。

そこで見直しの動きとして、二〇〇六年には第一次五カ年計画で、「消費を中心とした国内需要の拡大に立脚すべき」というような話が出てきて、国内外循環を協調する方向に転換させることになりました。

二〇一五年の中央経済工作会议では、供給側構

造改革というのが出まして、二〇一六年、二〇一七年には過剰生産能力の削減が重点課題とされ、二〇一八年の同会議では、「滞りない国民経済循環と強大な国内市場の形成」ということが打ち出され、最後に、去年になって中央政治局常務委員会で「双循環」という言葉が出てきたという流れになっています。

双循環とは結局何のことかという、従来は、どちらかというと外需中心で、加工貿易でどんどん輸出して成長していくということが強調されていたわけですが、内需、特に消費中心の成長モデルへの転換を図ることが大きな目的になります。

これ自体は十何年前から言われているのですが、ここに来て、米中貿易摩擦の激化や、コロナ禍などの環境変化を受け、外需依存というのは非常に不安定なのではないかということで、内需中

心の経済成長モデルへの転換が非常に強調されることになったわけだ。

一方で、国際循環を軽視するわけではありません。先ほどの習近平総書記の発言にもあるとおり、外需が伸びて成長するのであれば、それはもちろんウエルカムだが、外需について不確実性が大きくなっているので、自助努力で促進できる内需に、より注力するということです。

もう一つ、長期的な課題であるということについてです。これは徐奇淵研究員が指摘しているのですが、長期でやるのであれば、経済の地理的配置に重要な含意を有するのではないか。昔の国際大循環戦略では沿海発展戦略でしたが、今回、広東・香港・マカオ大湾区（グレートベイ）構想、海南自由貿易港構想などが打ち出されていて、このあたりで国内循環と国際循環の両方をうまくすり合わせるというようなところは考え

られている可能性があるということだ。

本日、日本時間午前一〇時から全人代が開催され、開催後すぐに李克強総理の政府活動報告が行われたわけですが、報道では、去年は年間の成長目標を出さなかったのですが、今年は実質GDPの前年比伸び率六%以上というのが書き込まれました。また、国内市場重視と高水準の対外開放ということが打ち出されており、国内・国際双循環とかデジタル中国の建設なども書き込まれています。

ですから、今年一年の経済目標の中にも双循環がしっかりと組み込まれていますし、今年から始まる第一四次五カ年計画にも入ってくるということです。

二、デジタル人民元

次に、デジタル人民元の話をしたと思います。

デジタル人民元という言葉でもう通用するようになっていますが、正確に言うと、デジタル人民元というのは中央銀行デジタル通貨の中国版で、中国の中央銀行である中国人民銀行が、紙幣やコインなどの現金にかわるものとして発行する、電子的な支払い手段ということになります。

二〇一四年から研究が始められていますが、それが明らかになったのは二〇一六年一月で、このときに人民銀行のホームページ上に、「人民銀行デジタル通貨フォーラムを開催した」と公表され、その中にいろいろ書き込まれています。人民銀行は、「デジタル通貨が発展してきており、そ

れが中央銀行の現金発行業務と金融政策に新たな機会とチャレンジ（課題）をもたらしている」と言っております。このとき、人民銀行は二〇一四年からデジタル人民元の研究を始めているということを明らかにしたわけです。

デジタル人民元の利点として、金融包摂、つまり、中国の津々浦々、へんびな場所まで金融サービスを行うことができることに加え、マネーロンダリングや脱税の防止、そして、人民銀行の通貨供給コントロール力を向上させるとしています。

その後、研究が進められ、去年の五月に、中国人民銀行の易綱行長が、「デジタル人民元については、深圳、蘇州、雄安、成都の四都市で試験運用を先行させる。将来的には、二〇二二年の北京冬季オリンピック会場において試験運用する」と発表しています。メディアによつては、冬季オリンピックから全国展開するのではないかと報じて

いるところもありますが、原文をしつかり読むと、少なくともこの段階では「試験運用」ということになっていて、世界からいろいろな人が来るので、それに対してデジタル人民元というのをお披露目しようということだと思います。

次に言われているのは、デジタル人民元は現金を代替するものだということです。これはどういう意味かというと、銀行預金にかわるものではない、預金を侵食するつもりはないから、銀行は安心してくださいということです。

次に、二層運行システムということです。現金というのは、企業や個人が中央銀行に直接来て持っているものではありません。中央銀行から銀行に現金を渡して、銀行に行つて預金をおろして現金にかえてもらつて一般に流通する。そういう意味で、二層運行システムということです。

次にコントロール可能な匿名性ということでは

す。中国語では、まさに「管理可能な」という書き方をするのですが、先ほどのマネロンや脱税のようなおそれがあるときは、匿名性はないよ、全部追いかけるよということを言っているわけです。どちら側から言うかによるのですが、我々の常識からすると、これは匿名性がないと理解すればいいと思います。普通は一々調べていないけれども、何か違法なようなことがあると調べるよということだと思います。

これに続いて、二〇二〇年一月二日に、人民銀行は深圳で五万人に一人当たり二〇〇元のデジタル人民元を無償配布して、それで買い物をしていいよという実証実験をしました。二〇〇元というと三二〇〇円ぐらいです。このときは店舗での使用に限定していましたが、一月一日から蘇州でも一〇万人に二〇〇元を配布して、店舗だけではなくインターネット売買でも使用できるこ

とにしました。デジタル人民元は、アリペイやウィーチャットペイと似ているわけですが、スマホに入っていて、インターネットにつながっていないところでも、スマホ同士をカチカチッと合わせると価値が移るという実験もしています。

デジタル通貨の研究を開始した二〇一四年当時というのは、多分最もメインで考えられていたのはビットコインのような暗号資産だったと思うのですが、二〇一七年には、ビットコインのようなものを使ったICO (Initial Coin Offering) は中国では全面的に禁止され、暗号資産の取引所取引も厳しく制限されて、事実上、ビットコインの取引は中国ではできなくなっています。

もう一つ挙げられるのが、現金が減っていくことに対応するという意味では、やはりアリペイやウィーチャットペイなどの第三者決済サービスの存在を、ここでは意識していると考えるべきだと

思います。

三、フィンテックの状況

次に、フィンテックの状況についてお話ししたいと思います。

アリペイ、ウィーチャットペイというのは自然発生的な発展をしています（図表1）。

まず、アリペイは二〇〇四年に出てきたのですが、二〇〇三年にタオバオというインターネット販売をアリババが始めています。二〇〇三年というのは、年初にSARSがあつて、今のコロナと同じで、インターネット販売がすごく盛り上がりました。

当時、我が家も日本でインターネットオークションで品物を買ったことがあるのですが、来たものを見ると、送り主が中国だったりして、びっ

図表1 フィンテックの状況

会社名	機能	名称	内容
アントフィナンシャル(蚂蚁金融服務)	決済	アリペイ(支付宝)	タオバオ(淘宝)の決済のため、第三者決済プラットフォームとして2004年設立。
	融資	企業向けアリババ少額貸付	2010年設立。タオバオ、Tモールなどに出品する企業に24時間365日無担保の即時金融サービスを提供。 2015年、網商銀行を開業し少額融資業務を承継。
		個人向け「花呗」「借呗」	「花呗」は2014年に開始された分割払いサービス。「借呗」は個人向け無担保少額融資サービス。
	資産運用	「余额宝」	2013年導入。アリペイの余剰資金をマネーマーケットファンドで運用。 2017年に世界最大のマネーマーケットファンドに。2016年8月のファンド規模は1.86兆元。
		「蚂蚁财富」	ワンストップ型資産運用プラットフォーム。
	信用評価	「芝麻信用」	信用履歴、人脈等を総合して採点。350点から950点で600点以上が良好、ホテル予約の保証金の免除など。
テンセント	決済	「微信支付」	2013年開始。ウィーチャットペイ。第三者決済サービス。
	融資	「微衆銀行」	2014年12月開業。中国初のインターネット銀行。17年12月の資産残高700億元弱。
京東金融	融資(サプライチェーン金融)	「京保貝」「京小貸」「企業金庫」	無担保融資(京小貸)、ファクタリング(京保貝)、動産担保融資、資金運用(「企業金庫」、マネーマーケットファンドで運用)の商品をそろえる。
	融資	「白条」「金条」	「白条」は2014年に発表された国内初のインターネット消費者金融。最長24か月の分割払い。「金条」は無担保・少額融資サービス。
	信用評価	「小白信用」	信用履歴、消費・投資状況等を総合して採点。0点から110点で80点以上が良好。敷金の免除やレンタカーの保証金の優遇など。

〔出所〕「中国の金融経済を学ぶ」小原他編、2019

くりしたようなことがありました。そういうときに問題になるのが、売り手からすると、お金がちゃんと届くか、買い手からすると、ちゃんとした品物が届くかということ、中国では、売り手、買い手の信用の欠如というのが、インターネット販売で大きな問題になるわけです。

それを改善するためにジャック・マーが考え出したのがアリペイです。まず買い手は、お金をアリペイに払う。アリペイがそのお金をとりあえず持つておき、ちゃんとした品物が買い手に届いたと連絡すると、アリペイが売り手にお金を払う。これによって、売り手、買い手の間の信用の欠如を補完するというスタイルで始まったのがアリペイです。

その次に何が起るか。タオバオに出品しているお店の人たちの仕入れ資金が足りなくなってきたに、それを御用立てしようということ、始

まったのが企業向けアリババ少額融資です。それから、お金がなくて買えない人のために御用立てしましょうということで始まったのが個人向け貸し出しです。

アリペイにお金を置いておくで残高がたくさんたまってもつたいたいということが始まったのが、余额宝というマネーマーケットファンドによる資産運用です。これは非常に高い利回りで運用していました。しかも、要求払い預金と同じように、すぐ現金化できます。

このように、貸したり、借ったり、支払いが、どんどんたまっていくと、信用情報がたまってきます。これが芝麻信用です。中国語で芝麻というのはゴマのことで、日本語ではゴマ信用と呼んだり、セサミクレジットと訳す人もいます。これがアリペイの信用評価システムです。

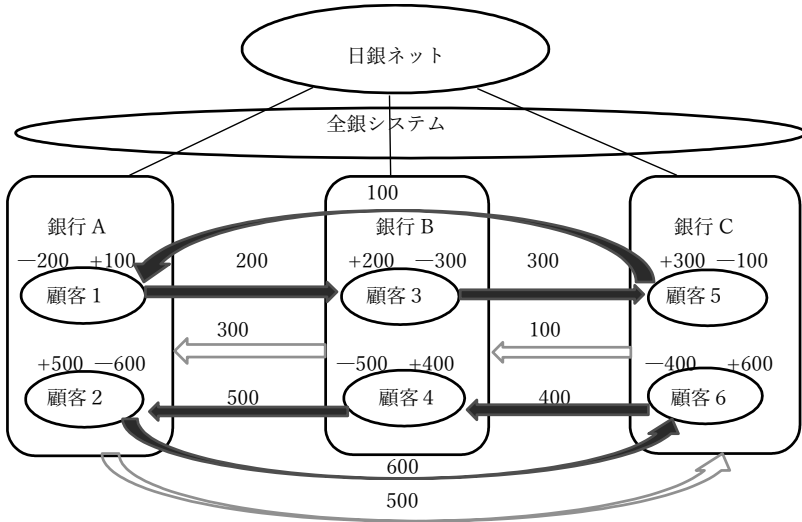
二〇一三年になると、テンセントが参入してき

ます。これはウィーチャットという、日本のLINEのようなSNSをやっているところで、ここがウィーチャットペイを始めます。実はここで性格が大きく変わりました。どういうことかという、ウィーチャットというのは、インターネット販売ではなく友達とつながっているので、友達との間でお金を支払うということが可能になりました。お年玉機能や割り勘機能がついたわけです。

ちょうど二〇一三年は、スマホが急速に普及して、4Gが中国で普及したところです。このころからスマホ決済が爆発的にふえてきています。

それでどうなったかというと、結果的に、融資、資産運用、信用評価、保険など、いろいろなことをやり始めたわけです。ニーズに沿って拡大してきた結果、アリペイが銀行とほとんど同じような業務を行うようになってしまった。実はこれは結構困ったことで、その点を決済という面に注

図表2 全銀システムと日銀ネットークリアリングとセトルメント



〔出所〕 筆者作成

目して見てみたいと思います。

まず日本の例です（図表2）。A、B、Cという銀行があって、そこに顧客が大勢いるとすると、一日の間に何千件、何万件という支払いが行われるわけです。

例えば、A銀行の顧客1がB銀行の顧客3に二〇〇円払っているとしたします。ATMやインターネット・バンキングで二〇〇円払って、それが着いたかどうか相手に聞くと、すぐに入金されていることがわかります。これは、全銀システムというものを通じて情報が先に行くからです。銀行Aはその時点で顧客1の口座から二〇〇円引き落とし、銀行Bは顧客3の口座に即、二〇〇円を入れます。ところが、銀行間の決済は、その時点では行われていません。銀行間の決済は日銀にある銀行の口座で振り替えて終わるわけですが、小口の場合は、全部まとめて一日一回、一本にするの

です。例えば、顧客1から銀行Bの顧客3には二〇〇円払われているけれども、銀行Bの顧客4から銀行Aの顧客2に対しては五〇〇円払っている。差し引きすると三〇〇円一本でいいはずだというのをまとめてやります。

これを全部の銀行でやると、何百件、何千件とあるものが、三つの銀行だと三本の支払いで終わるわけです。日中全部、日銀ネットで行っている、手間も大変ですし、コストもかかるということで、このようにしています。このまとめる計算をやっているのが全銀システムで、これをクリアリング（清算）と言います。銀行Bから銀行Aに三〇〇円振り替えるというのを最後にやるわけですが、それをセトルメントと呼びます。これが合わさってペイメントということになるわけですが、これが銀行が行っていることです。

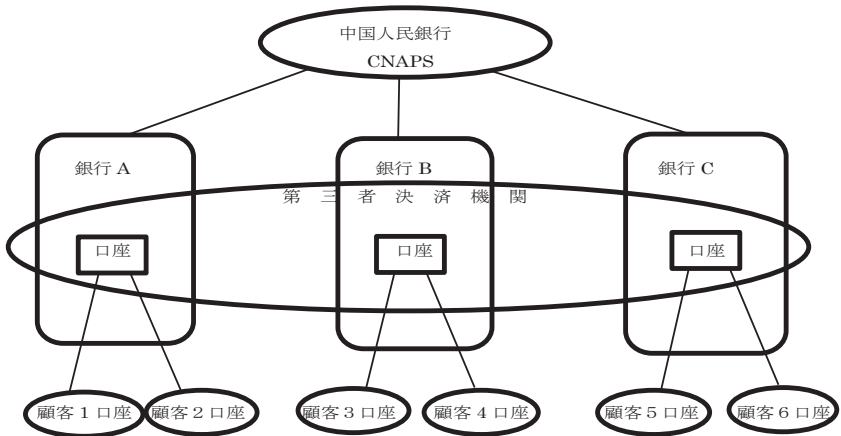
さて、アリペイやウィーチャットペイが第三者

決済を始めたことによって、何が起きているかみてみたいと思います（図表3）。

中国人民銀行のCNAPSは日銀ネットに当たるものですが、アリペイやウィーチャットペイは、たくさんの銀行に口座を持っています。例えば、顧客1は銀行Aに口座を持っているとすると、そこからこの口座に振り込むとかして、それぞれの口座にぶら下がる形でアリペイ傘下口座みたいなものを持っているわけです。アリペイ自体は、銀行Aの口座、銀行Bの口座、銀行Cの口座を自分のコンピュータシステムの中で管理しています。すると、例えば、顧客1が顧客3とか顧客5に支払ったとか、顧客6が顧客2とか顧客4に支払ったというのは、アリペイのシステムの中でだけでデータを動かせば済んでしまうわけです。

そして、銀行Aの口座から銀行Bの口座に移すというのは、例えば銀行Aの口座に一億円ぐらい

図表3 第三者決済機関（アリペイ、ウイチャットペイなど）の状況



〔出所〕 筆者作成

置いておいて、必要が生じたときだけに移せばいい。それは一日に一回やる必要すらないわけです。銀行Aの口座が随分減ってきたなと思うと、銀行Bの口座にたまっているからこっちから移すかというのを、例えば一週間に一回とか一カ月に一回すれば済むことになります。

そうすると、何が起るかという、中国のような国にとって大きなことは、先ほどマネロンや脱税という話をしましたが、決済情報が見えなくなります。全部アリペイの中で行われてしまうからです。

銀行の立場からすると、本来であれば各々の決済で手数料を取っていたものが全部取れなくなります。これは結構まずい話だということになったわけです。これがアリペイやウイチャットペイの出現によって、中国の金融システムに与えた大きな影響です。

次が、「余額宝」です。余額宝の収益率を見てみると、三カ月物の定期預金の基準レートよりも、はるかに高いレートがついています。普通はリターンが大きくなるとリスクも大きくなるので、結構リスクな投資をしているのではないかなと思ってしまふのですが、そういうことは全然ありません。余額宝の運用資産というのが明らかになっているのですが、実は七割方は銀行預金で運用しています。中国では小口の預金金利はしっかりと規制されているのですが、それをまとめて企業の大口預金にすると、銀行と交渉できるのです。ですから、銀行から見ると余額宝というのは、小口の預金が抜けていって大口の高コストの預金に振り替わっているという、非常に困った存在になるわけです。当局も初めのうちは結構好き勝手やらせていたのですが、そういうことが起こった結果、当局はどういうことをやり出したのか。

私は去年の一〇月八日付の日経新聞の「やさしい経済学」にデジタル人民元のことを書いたのですが、これは、そのとき載せた「デジタル人民元関連年表」です（図表4）。

まず、二〇二〇年三月、人民銀行の監督下で「銀聯カード」が設立されました。資本は全部の銀行が出しているのですが、会長も社長も人民銀行から天下っていて、人民銀行の子会社みたいなものです。ATMを使った支払いや、クレジットカード、デビットカードを使った支払いは、ここに全部集中されているわけです。

銀聯カードから始まり、二〇〇四年にアリペイが始まって、二〇一七年ごろから一気に規制に入って、二〇一七年八月に「網聯」というのをつくりました。これは日本の全銀システムみたいなもので、全ての第三者決済機構は網聯と接続して決済情報を全部流さなければいけないことになり

図表4 デジタル人民元関連年表

9. デジタル人民元関連年表

2002年3月	人民銀行の監督下で「銀聯カード」設立
2004年12月	アリペイ開始
2009年7月	クロスボーダー人民元決済を許可。人民元の国際化開始
2010年4月	アリババ少額融資開始
2013年6月	余额宝開始
2013年8月	ウィーチャットペイ開始
2014年	人民銀行、デジタル人民元の研究開始
2014年	民営銀行第1陣5行認可
2015年1月	ゴマ信用開始
2015年12月	「非銀行決済機関オンライン決済業務管理弁法」公布
2017年4月	人民銀行が第三者決済機関に対し顧客からの預かり資産の一定比率を準備預金として預入することを要求（当初20%程度）
2017年1月	人民銀行デジタル通貨研究所開設
2017年5月	「余额宝」の一人当たり預入額上限を100万元から25万元に引下げ
2017年8月	「網聯」設立
2017年9月	中国政府、暗号資産によるICOを禁止し取引所を閉鎖
2018年3月	「バイハンクレジット（信聯）」設立
2018年6月	第三者決済機関は「網聯」と接続し決済情報を「網聯」に集中
2018年8月	「余额宝」の一人当たり預入額上限を10万元に引下げ
2019年1月	人民銀行、第三者決済機関に要求する準備預金の比率を100%に引上げ
2019年6月	フェイスブックがリブラ構想を発表
2020年5月	人民銀行易綱総裁がデジタル人民元の試験運用開始を公表

〔出所〕 各種資料に基づき筆者作成

ました。

余额宝は、当初は一〇〇万元（一六〇〇万円）まで預けられましたが、最終的には一〇万元（一六〇万円）までとされました

それから、少額融資業務は銀行に移管せよということになって、アリババもテンセントも銀行を設立しました。これは銀行規制当局の監督下に入るといことです。

それから、「信聯」という信用情報会社を設立して、第三者決済機関は信聯と接続して信用情報を信聯に集中することが決められました。

今日は第三者決済の話ばかりしていますが、もう一つ、困ったものとして理財商品というのがあります。二〇一八年四月、「金融機関の資産管理業務の規範化に関する指導意見」が公布され、理財商品について、同じ機能の金融商品には同じ規制を適用しなくてはいいけないとの方針が明らかに

されました。世界的にも、same business, same regulationと言われているわけですが、それを中国もやり始めたということです。二〇一七年ごろから、これは銀行にとっても当局にとっても困るということ、フィンテックに対する規制が厳しくなってきたわけです。

つい最近、アリババ・ファイナンスが香港でIPOをやるうとしたのですが、止められてしまいました。巨額のIPOを今やって何をするつもりなんだという話になったのだと思います。

中国の商業銀行の利ざやの推移を見ると、二〇一一年は二・七%です。二・七%というと、日本からすると非常にうらやましい利ざやですが、どんどん下がっていった、二〇一七年には二・一%まで下がりました。ただ、これがボトムで、その後、また復活してきています。これは、今の理財商品や第三者決済に対する規制強化と関

係があると思います。

去年は、コロナの影響で、中小企業を中心として低利で貸せと銀行にもすごい指導が入って貸出金利は相当下がっていますが、それに合わせて調達コストも随分下がっています。利ざやを確保しようという動きは非常にあるわけです。

銀行に対する利ざやを確保しなければいけないのはなぜかというと、結局、中国の場合は貸し出し自体が、あそこに貸せ、この産業に貸せということまで政府の意向に沿ってやられているわけです。これをやると、銀行の責任ではないのに不良債権が出てしまう可能性があります。不良債権が出ると、最終的に償却するのは銀行なので、償却資金を利益でしっかり確保させてあげなければいけない。そういうことを中国の当局も考えているわけです。

デジタル人民元というのは、第三者決済に対す

る規制の強化と、決済情報の中央集中という流れの中に位置づけられたわけですが、デジタル人民元になると、今まで現金で行われていた決済情報もかなりの部分を中央で獲得することができることになります。そういう意味でこの段階では国内的な観点だったわけです。

四、デジタル人民元とリブラ

二〇一九年六月に、世界で二七億人の利用者がいるフェイスブックが、二〇二〇年前半にリブラというデジタル通貨を発行すると発表しました。ご存じのとおり、アメリカやヨーロッパの先進諸国は、これには金融政策面や監督上の問題があるということ、随分批判しました。リブラは、もとと法定通貨を発行の裏づけ資産としてバスケットに連動するという形の通貨を考えていたの

ですが、それぞれの国の監督に服しようということ、単独通貨建てのリブラ発行を優先させるということを発表しました。ただ、ここでも、最終的にはバスケットに移行することは、まだ放棄はしていません。

リブラという名称は何となくイメージが悪くなったということで、去年の一二月には「ディエム」という名称に変更しています。

この通貨構成が興味深く、これは一応リブラ協会が発表したと報道で言われているものですが、米ドル五〇%、ユーロ一八%、日本円一四%、英ポンド一一%、最後にシンガポールドルが七%入っています。何が興味深いかというと、シンガポールドルというのは、それ自体がバスケット通貨に連動して変動している通貨だからです。

私は日銀にいたときにマネタリー・オーストリティー・オブ・シンガポールと親交があり、彼ら

に聞いたことがあるのですが、バスケット通貨に連動しているが、ウエートは公表しないと言っていました。

しかし、その中で米ドルウエートが高いのは、間違いありません。そうすると、リブラの米ドルのウエートは五〇％ではないことになります。バスケット通貨の中にバスケット通貨が入っているというのは、私も初めて見たわけですが、例えばシンガポールドルの七％の半分が米ドルだとすると、リブラの米ドル比率は五三・五％ということ、半分を超えるわけです。

これに対して中国人民銀行は、非常にビビッドに反応しました。中国人民銀行の王信研究局長は二〇一九年七月の講演会で、「リブラは各国の金融政策上に大きな影響を与える」、それから、ここが重要ですが、「リブラは実質的には米ドルではないか。これに対抗するために、各国が中央銀

行デジタル通貨を発行することが考えられる」と、この時点で言っています。

また、今年の二月一四日に中国銀行前行長で全人代財經委員長の李礼輝氏が「アメリカのデジタルドル戦略を注視しなければならない。リブラというのはアメリカの米ドル通貨覇権の手段なのではないか。したがって、デジタル人民元は、中国の貨幣主権を維持するために必要だ」と発言しています。

これはどういう意味かというと、中国というのはいろいろなことをしますが、考え方のベースにあるのは被害者意識なのです。外から見ていると、全くそうは見えませんが、俺たちはいじめられているから、身を守らなければいけない。中国がこれまで着実に進めてきた人民元の国際化に対する挑戦だと受け止めているわけです。中国としては、身を守るために、一帯一路沿線国家などで

のリブラの浸透を防ぐ必要がある。だからデジタル人民元を急ぐんだというのが、ここに込められた意味です。

最近いろいろな人の講演も聞くのですが、日本の方でも中国の研究者でも、デジタル人民元は人民元の国際化と全く関係ないと言っている人がいますが、それは大きな間違いか、意図的に言っているか、どちらかです。

次に、デジタル人民元の最近の動向です。二〇二〇年一〇月一二日に、深圳でデジタル人民元の実証実験を行いました。今年の二月一〇日から一七日まで、北京でも行っています。

いろいろな人が講演をして、内容がだんだんわかってきました。第三者決済というのは、ウィーチャットペイもアリペイもアプリなわけです。要するに財布（ウォレット）で、デジタル人民元というのはその中に入るものだから、アプリである

第三者決済とデジタル人民元は共存できる。アリペイのアプリでデジタル人民元を走らせるという発想です。

二〇二〇年一〇月二九日の五中全会の「第四次五カ年計画と二〇三五年遠景目標の建議」では、「デジタル通貨の研究開発を穩当に推し進める」と述べています。

二〇二〇年一月二七日に、前人民銀行総裁の周小川さんの講演がありました。私もこの講演を聞くまでは、デジタル人民元というのは現金と同じような会計処理をすると思っていました。どういう意味かというと、例えば、銀行が日銀にある準備預金を取り崩して現金を持つていくと、その現金は、その時点では銀行の資産に計上されます。次に、誰かが銀行にある預金を取り崩して現金を持つていくと、銀行の資産から消え、預金もその分落ちて、出ていった現金はもう銀行のバラ

ンスシートには残らない。このようにイメージしていたのですが、デジタル人民元の場合はどうも違うようで、銀行のバランスシートに計上されません。類似の例としては香港の紙幣発行制度が挙げられます。香港は、御存じのとおり、香港上海銀行（HSBC）、スタンダード・チャータード銀行、中国銀行が銀行券を発行しています。私がHSBCのバランスシートを確認したところ、資産側に政府債券が載るのです。外為ファンドというのがあって、そこが発行する債券と同額の紙幣発行額が負債側に載っています。

日本では、バンクノートというのが負債側に載るのは日銀だけで、ほかのあらゆる主体では資産側に載りますが、香港では三つの銀行の負債側に載っています。これと同じシステムにするというのがデジタル人民元です。

周前総裁はさらに、デジタル人民元をクロス

ボーダーの決済に使用する場合は、相手国の通貨制度や通貨主権に十分配慮することが必要と述べていて、クロスボーダーの決済を予定しているということがわかります。

さらに、二〇二〇年一月二四日に香港金融管理局の長官が、人民銀行デジタル通貨研究所との間でデジタル人民元のクロスボーダー決済での使用について検討を進めているという声明文を出しました。

二〇二一年一月一六日には、SWIFTが人民銀行清算総センター、デジタル通貨研究所などと合併で金融ゲートウェイ情報有限公司を北京に設立しました。SWIFTというのは、これ自体は情報伝達システムで、決済システムそのものではありませんが、これも人民元のクロスボーダー決済を予定しているということです。

今年の三月四日には、人民銀行デジタル通貨研

究所は、香港、タイ、UAEの中央銀行との間で、マルチラテラルなデジタル通貨ブリッジプロジェクトを開始して、デジタル通貨のクロスボーダーの利用について検討すると発表しました。

このように、人民元の国際化に関連してデジタル人民元が使われるという動きが次々に出ているわけです。

五、人民元の国際化

人民元国際化の進展の流れを見ると、二〇〇九年七月に、クロスボーダー人民元決済が始まりました。これ以前は、対外的なお金のやりとりは全てドルや円といった外貨で行われていました。中国はIMFの八条国にずっと前に移行しており、經常取引自体は自由化されているわけですが、ドルで持ってきて人民元に交換するのは中国国内で

やれ。あるいは、中国国内でドルに交換して対外送金しなさいというのが二〇〇九年七月までのやり方でした。銀行に対して、人民元建てのコルレス勘定を認めた、つまり海外の銀行が中国の銀行に人民元建ての決済口座を持つことを認められたのが、二〇〇九年七月です。

非常に制限された形で始まったのですが、その後、人民元を使った資本取引も次々に緩和されてきて、二〇一五年一〇月八日からCIPSが稼働しました。CIPSというのは、日本というと外為円決済システムのようなもので、人民元を使った海外との決済システムですが、それができて海外と人民元のやりとりが便利になりました。

それから、二〇二〇年五月に、QFII（適格外国機関投資家）、RQFII（人民元適格外国機関投資家）の投資限度枠が撤廃されました。これは非常に大きな出来事です。海外の機関投資家

が外貨で中国に送金して中国の中で人民元に替えて、株や債券といった人民元建て証券に投資するのがQFIIです。Rは人民元の頭文字で、RQFIIというのは人民元建てで送金するものです。

従来は機関投資家ごとに投資限度額があったのですが、これが撤廃されました。ただ、これによつて実際にどれだけ資本取引が拡大しているかは、去年の国際収支統計や実際の運用がどうなっているかをもう少し分析しなければいけないだろうと思っています。

二〇〇九年七月、クロスボーダー人民元決済を開始したときの人民銀行の公表文で、「世界金融危機の影響を受け、米ドル、ユーロなどの主要な国際決済通貨の為替レートが大幅に変動し、我が国と近隣国家や地域の企業が第三国通貨を使用して貿易決済を行う場合、大きな為替リスクに直面

した」と述べていて、これが人民元決済開始の理由です。

この第三国通貨というのは、明らかに米ドルのことを意味しています。二〇〇九年という時期に注目ください。二〇〇八年がリーマンショックだったわけです。リーマンショック後、金融市場では米ドルの流動性が枯渇しました。このときは中央銀行間のスワップなどを使って必死になつて米ドルを調達して、みんな非常に苦労したわけです。為替レートも大幅に変動して、為替リスクも高まりました。

加えて言えば、その一〇年ぐらい前から日銀も含めていろいろ研究していたのですが、一つは、いわゆる為替決済のヘルシュタット・リスクです。例えば、米ドルと人民元の取引を上海でやると、人民元の引き渡しは上海時間で行われますが、米ドルの受け取りはニューヨーク時間で行わ

れるので時差があつて、その間に銀行が潰れてしまふと受け取れなくなるわけです。

もう一つあるのが金融制裁です。クロスボーダー人民元決済の開始前の状態というのは、中国が国内の銀行に命令して人民元の対外決済を止めていたわけですが、同じことがアメリカもできます。中国に関連するようなものをSWIFTなどの情報を総動員して全部調べ上げて、アメリカの銀行に対して止めろと言うと、止まってしまう可能性があるわけです。米ドルに依存していると、そういうことがあるので、それは怖いということも多分あつたと思います。

そういうことで、貿易取引とか資本取引を全部含めて、その受け払いを米ドルに過度に依存することから脱却を図るというのが、このときの目標であつたと言えます。

二〇一九年には、中国の対外取引受払通貨に占

める人民元決済額は全体の三八・一％になりました。中国の対外取引受払通貨に占める比率を上げるという意味では、人民元の国際化は非常に成功していると思います。しかし、人民元が世界的に幅広く取引されているような国際通貨になっているかという点、そうでもないのです。

人民元国際化の現状を見てみましょう。まず、外国為替取引高です。三年に一回、BISが公表しており、最新は一昨年の四月のものです。人民元の比率は徐々に上がってきていますが、ここに来て、少し足踏み状態で、シェアとしては四・三％で、まだ八位ということになります。

なお、BISの数字は、トータルするとシェアは二〇〇％になります。円とドルが一〇〇対一〇〇で取引されたらトータルすると二〇〇という考え方です。

SWIFTの送金通貨に占める比率も徐々に上

がってきているのですが、二〇二〇年一二月段階で一・八八%で、米ドル、ユーロ、英ポンド、円に続いて五位ということになります。

次に、世界の公的外貨準備の通貨別内訳です。

人民元は二〇一六年一〇月からSDRの構成通貨になって、二〇一六年末からこの統計に人民元が登場しています。それまで人民元というのは、資本取引も自由ではないので、外準になるのかと疑義がある通貨だったのですが、SDRに入ったということはIMFがお墨付きを与えたということで、外準として堂々と持てることになったわけですから。今は二・一%のシェアで、世界的には五位です。

SDRに占めるウェイトはどうなっているかというと、米ドルが四一・七三%、ユーロが三〇・九三%、次が人民元で一〇・九二%、四位が円で八・三三%、五位が英ポンドで八・〇九%となっ

ています。

なぜ人民元のシェアが伸びないのかというと、中国の取引に占める人民元の比率は上がっていますが、中国の対外取引額自体は大きくふえていないからです。では、なぜふえていないのか。これも非常にざっくりとした統計ですが、日本円について見ると、日本の輸出入の合計金額と円の外為市場での取引高を比べてみると、外為市場の取引高は一八八倍もあります。

例えば経常取引が往復で貿易取引の二倍か三倍あるとしても、あとの一八五倍ぐらいは資本取引で、今、外国為替市場で円の取引は、圧倒的に資本取引によって行われているわけです。

一方、人民元の貿易額に対する為替取引高の倍率は一五倍で、とても低いわけです。資本取引がものすごく規制されていて資本取引が膨らまないのです、ここの倍率が低いのです。

QFIIやRQFIIが自由化されて、債券や株式の取引は結構自由化されているのですが、厳しく規制されているのが短期の取引です。

なぜ資本取引が自由化されないのか。これはいろいろ意見があると思いますが、私が考えている一つの理由は、中国は依然として預金金利と貸出金利を当局がコントロールしているということだと思います。銀行に言うことを聞いてもらって、いろいろなところに貸し出させたり、低い金利で貸し出させたりしている。コロナ禍の今は、中小企業には満期を延期しろ、利息の支払いも延期しろというようなことを銀行に求めたりしています。これによって銀行の不良債権がこれからふえるかもしれないので、それを償却する原資を銀行に与えないといけないわけですが、貸出金利や預金金利がコントロールされていると、明らかに金利が市場でバランスしていないわけです。

そうすると、量をセットしなければいけなくなるわけです。これは昔、日銀もやっていましたが、窓口指導という貸出量をセットする金融政策です。この金融政策をやっている国が資本取引を自由化すると窓口指導が効かなくなるので、これはできないわけです。したがって、資本取引は自由化できないということになります。

自由化できないなかで、デジタル人民元をどのように考えればいいのかというと、先ほど、中国は、ドルが攻めてくるからデジタル人民元を急がなければいけない、今までやっていた一带一路沿線国家との間の人民元取引をふやしていこうと考えていると言いました。今日は詳しい説明はできませんが、それにはいろいろな手段があります。自分たちの取引のドル比率を下げていって人民元建て比率を上げていく手段ですが、資本取引が規制されているので、經常取引をするときにも実需

証明が要求されるのですが、中国の場合は、この証明の仕方が外貨送金の場合より人民元建てのほうが楽なのです。そのように人民元建てを有利にすることによって、自分の取引の人民元建て比率をどんどん上げていく。この分野については、デジタル人民元によって、外から攻めてこられて侵食されることを防ぐ、あるいは、もう少し進めることに役に立つと思います。

ただ、資本取引が自由化されない以上、幅広く使われるという意味での人民元の国際化が爆発的に進むとか、それにデジタル人民元がすごく寄与するということはないと思います。そういう意味では、デジタル人民元の効果は限定的だということとです。

もう一つネックになるのは匿名性がないということです。中国当局に全部見られる通貨を喜んで使うかどうかということもあると思います。

一方で、アリペイとかウィーチャットペイなどの第三者決済サービスとの関係については、お店の予約やシェアリングエコノミーなどに使われ、すでに社会インフラとなっているので、それを政府がやるのは難しいわけです。だから、これからも共存するわけです。

一方で、銀行がアリペイのような独自のアプリをつくって顧客に配ることが考えられています。銀行とアリペイやウィーチャットペイの競争が始まり、今のアリペイやウィーチャットペイの寡占化が崩れる可能性はあるかもしれません。

六、双循環の進展と日中金融協力

最後に、双循環に戻りたいと思います。

中国のGDPに占める個人消費の割合は四割ぐらいいで、まだまだ低いです。日本やアメリカは六

割前後あるので、これから消費を中心に内需を高めていく余地は十分あります。中国が今考えているのは都市化です。これは日本でも吉川洋先生が『高度成長』という本で書いておられますが、日本で需要がふえたのは、農村から都市に人がどんどん移っていったからで、それが高度成長の理由である。似たようなことを中国も考えていて、今の都市化比率六〇％を七〇％に上げていくということを行っています。

中国は一〇年ぐらい前から内需拡大ということ言っていたという話をしましたが、経常収支の対GDP比率は、ここのところずっと下がっています。

これには、もちろん人口動態的な理由もあって、個人、企業、政府ともに、今、中国は貯蓄率が下がっているのです。したがって、ほかに理由はある下がっているのですが、それに

しても、双循環ということを出して内需を拡大していくと、経常収支は赤字になる可能性が高いと思います。

すると、日本にとって何が起きるか。二つ考えたいと思います。

日本の輸出先の相手は、尖閣問題があった二〇一三年からアメリカが一位になっていますが、香港が五位にいます。人口八〇〇万人程度の香港が五位にいるのは不思議で、これはほぼ中国向けなのです。そもそも香港は、今や一国二制度も崩れかかっていると言われていて、中国の領土なわけですから、中国と香港を足せば、日本の輸出先としては中国がずっと一位なわけです。

これがさらにふえる可能性があります。これは日本にとってよいことです。消費を活性化させると、海外からモノをたくさん買うかもしれない。それから、日本の企業は中国でたくさん現地生産

していますから、現地ですくって売るということもふえるかもしれない。

もう一つは、仮に経常収支が赤字になると、金融収支（資本収支）は自動的に流入超になり、資本の流入というのが非常に重要になるわけです。

そして、資本流入の質が問題になります。中国は、今は直接投資という非常に高コストの資金調達が多いわけですから、できれば債券、低コストの資金調達をしたいでしょう。その場合に、世界最大の純債権国である日本は無視できない存在になります。したがって、日本から見ると、対中輸出の増加と同時に対中資産の増加の可能性がある。

二〇一九年六月に、東京証券取引所と上海取引所との間でETFの相互上場が始まり、ETFという形で、中国の株が日本で買えます。

もう一歩進んで、人民元建て証券を東京で発

行・流通できるようにしてはどうか。さらに進んで、いわゆるストック・コネクト、今、香港と上海でやっているのですが、東京証券取引所で上海上場の（債券を含めた）個別銘柄を取引する。これをやるためには、人民元建ての資金決済システムと保振の証券決済システムをリンクして、DVP（資金証券同時決済）システムをつくる必要があります。そうすると、中国にとっては安定した資本流入と人民元の国際化というのが期待できるし、日本にとっては投資資産の多様化と金融市場の活性化が期待できるということです。

今日のお話をまとめますと、デジタル人民元というのは、人民元の国際化を後退させず、進めようとしているわけです。双循環は、資本流入の可能性を高め、日本にとっては金融市場の活性化というよいところがあって、中国にとっては人民元の国際化というよいところがあるので、この分野

で協力してはどうかということです。

では、そういう協力をやって大丈夫なのか。アメリカは、貿易摩擦がある中でも、金融分野では中国としっかり協力しています。ここはしたたかで、全く仲よくやっている。アメリカの金融機関は中国にどんどん進出しているし、投資をふやしています。

先週の金曜日（二月二十六日）の日経新聞が良い例で、一つの面では「中国をデカップリングするための努力をしている」と書いてあって、もう一つの面では「アメリカの銀行の中国投資増加」と書いてあるわけです。ですので、全く遠慮する必要はないと思います。日本もしたたかに自分の利益を取りに行くべきだし、遠慮している余裕は日本にはないと思うわけです。そういう意味で、お互いの利益になるようなことでは頑張っていくべきではないかということを期待して、私のお話

を終わりたいと思います。

ご静聴ありがとうございました。（拍手）

○増井理事長 露口先生、ありがとうございます。人民元の国際化、デジタル化、双循環の意味するところを、非常にわかりやすく御説明いただいたと思います。

それでは、せっかくでございますので、御質問ございますでしょうか。

○質問者A 今日は大変興味深いお話、ありがとうございます。

まず、デジタル人民元について言うと、匿名性の話があって、何かあったら、誰が何を使ったか、中国の国家権力にわかる。それは単に脱税やマネロンだけではなく治安維持のためにも使える。要は、反政府派だと認定したら、その行動履歴が全てわかってしまうわけですね。それが一番

の理由なのかなと思っています。そういう意味では、本気でデジタル人民元をやる気があるのかなと。

二つ目は、双循環でやっていくと、おっしゃるように、経常収支は赤字になり、資本流入しなければいけないので、資本取引を自由化しないといけない。共産党一党支配を維持することが中国共産党の党是だと思うので、とりあえず当面は双循環という話があつて、地域格差を解消していかないと共産党の正統性が保てないということと、どこかでもいいところ取りしてやるのだろうと思いますが、本気で自由化はしないのではないか。どこかで止まるのかなと思っています。その辺について、何かコメントがあれば教えていただければと思います。

○露口 大変重要な御質問で、ありがとうございます。

まず前半についてですが、それはそのとおりです。今、怖いなと私が思っているのは、今日は金融の話ばかりしていますが、個人情報バイハunkレジット（百行征信）、俗称「信聯」というところに全部集まるわけです。これはきつと名寄せをするんだろうと思います。私のIDでアリペイやウィーチャットペイを使ったとき、何を買い物したか全取引がわかる。それが今度はデジタル人民元で現金のところまで来てしまうわけですね。それに加え、横断歩道を赤信号で渡ると、顔認証でわかってしまう。また、高速道路では二キロに一個ぐらい日本というネズミ取りがあつて、スピード違反をすると、すぐ罰金を取られる。多分こういう情報も全部統一されるのだと思います。そうすると、一人の人間の情報が国家で名寄せをされて、全部管理される。

そういうところにいて、うれしいかという話で

す。中国の人は、みんなお行儀がよくなったからよかったと思っている人が大勢いるようで、これはなかなか難しいところですよ。

共産党の人には、ここ数年、カラオケ禁止令というのが出ているのですが、カラオケに行ったら、即わかるようになる。そのようなやりかたで治安維持について利用するという話はあると思います。

資本移動の話ですが、私も短期の資本移動は、しばらくは緩和されるとは思っていません。よく国際金融の不可能な三角形という三角形を書きますね。人民銀行の現行長の易綱さんは北京大学の教授をやっていて、当時出した本では、三角形の真ん中ぐらいに点を打っているんです。要するに、彼は、それぞれある程度制約しながら行くやり方が長期的に成り立つのではということを考えている可能性があるということだと思います。そ

れはある種のいいところ取りと言えいいところ取りですが、それが多分可能だと考えているふしがあります。いわゆるコーナー・ソリューションではない話で、行けるところまで行ってみようという感じだと思います。

その一つが、先ほども言いましたQFIIやRQFIIの投資限度枠の撤廃というもので、入ってくる長期の資金についてはウエルカムだが、短期で行ったり来たりするのはやめてくれというようなことを、今はやっているところだと思っています。これがうまくいくかどうかは、おっしゃるとおり、いいところ取りで、うまくいかないかもしれません。

○増井理事長 これはやや興味本位な話ですが、デジタル人民元というのは、アリペイやウィーチャットペイといったデジタル通貨的なものと、ある意味では競争関係になるというようなお話だ

と思うのですが、今の中国政府がアリペイやウィーチャットペイとの関係をどのように見ているのだろうか。本当にライバルと考えているのか、あるいは、自分の手駒と考えているのか。その辺はどのように考えたらよろしいでしょうか。

○露口 これは大変難しいところで、民間企業と国有企業の関係ということでは、中国の銀行は、ほんの一部の例外を除き、ほぼ公有だと思っています。ただいてよいと思います。ですから、銀行の頭取は、ほぼ共産党の人が就いていて、共産党の言うことを聞くわけです。今は、アリババやテンセントも、政府の言うことを聞く企業にしようとしているのだと思います。そうした上で発展してもらうのは構わない。

ジャック・マーさんも共産党員です。これは、大きくなってきた組織の金持ちを共産党員にしようという江沢民の政策で、ジャック・マーはこれ

までのところ非常にうまく立ち回ってきたわけですね。そういう企業にも共産党委員会をつくって、共産党の指導下に置くということだと思います。

そういう意味で、銀行の業務を侵食するようなことはやめろ。お互いに共存するようなやり方で発展していく分には発展しよう。これも先ほどのいいところ取りみたいな話で、うまくいくのかどうかかわらないですが、多分今のところ考えているのはそういうことではないかと私は思っております。

○質問B コロナが収束した後、また中国の方が日本に来る際にデジタル人民元を使うと、インバウンド需要でも多少影響があると思うのですが、そうなった場合、政府や日銀もデジタル円を発行せざるを得ない状況というのは起こり得るのでしょうか。

○露口 日銀がデジタル円を発行するかどうか

については、私は語るべき立場にいませんが、今、中国の人が日本に来て、中国の口座にひもづいていてアリペイは使えます。ですから、それと同じように、中国の人のスマホにデジタル人民元が走っているウォレットがあつて、日本のお店が中国人を呼びたいというので、それを使える端末を置けば、多分使えるようになると思います。

ただ、現金のかわりですから、輸出入のような巨額の決済にまでデジタル人民元というのは、多分考えていないと思うので、そのレベルのデジタル人民元の使われ方であれば、それが即デジタル円につながるという話ではないのではないかと思います。日本に居住する人が、現金ではなくてデジタル円が必要だと思うかどうかですが、今はとにかく日本人は現金が大好きなので、なかなかそこまでいかないかもしれません。

○増井理事長 それでは、そろそろお時間でござ

いますので、このあたりで本日の資本市場を考え、る会を終わりにしたいと思います。

デジタル人民元あるいは双循環について、大変わかりやすく御説明いただきました。露口先生に盛大なる拍手をお願いいたします。(拍手)

(つゆぐち ようすけ・帝京大学経済学部教授)

(本稿は、令和三年三月五日に開催した講演会での講演の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。)

露 口 洋 介 氏

略 歴

帝京大学経済学部教授。1980年東京大学法学部を卒業し、日本銀行入行。在中国大使館経済部書記官、日本銀行香港事務所次長、日本銀行初代北京事務所長を歴任し、2011年に日本銀行を退職。信金中央金庫、日本大学経済学部教授を経て2018年4月より現職。2018年10月より金融庁中国金融研究会有識者メンバー（現職）。著書に『中国経済のマクロ分析』（共著）、『中国対外経済政策のリアリティー』（共著）、『中国の金融経済を学ぶ 加速するモバイル決済と国際化する人民元』（共著）など。