

国際通貨論からみた人民元の国際化：国際貿易取引 通貨としての発展を中心に

唐, 麗
九州大学大学院経済学府：博士後期課程

<https://doi.org/10.15017/1916234>

出版情報：経済論究. 160, pp.13-50, 2018-03-23. 九州大学大学院経済学会
バージョン：
権利関係：

国際通貨論からみた人民元の国際化

—国際貿易取引通貨としての発展を中心に—

Internationalization of the RMB as seen from the Theory of International Currency

—Around the Development of the RMB as an International Trade Currency—

唐

麗[†]

Tang Li

目次

- I はじめに：問題の所在と分析視角
- II 通貨国際化の理論と先行研究
 - 1. 貨幣機能論と外国為替論のアプローチ
 - 2. 人民元国際化に関する先行研究
 - 3. 人民元の国際通貨化の3段階
- III 人民元国際化の背景
 - 1. 輸出不況に伴う経済成長の減速
 - 2. 米ドル相場下落に伴う外貨準備資産の価値毀損
 - 3. 世界での経済力構造と通貨地位のミスマッチ
- IV 国際貿易取引通貨としての人民元の発展
 - 1. クロスボーダー人民元建て貿易契約決済
 - (1) 人民元建て貿易契約決済の導入
 - (2) 人民元建て貿易契約決済の促進策
—通貨スワップ協定の締結、クリアリング銀行の設置、貿易金融の展開など—
 - (3) 貿易当事国通貨としての利用：グローバルレベル
 - 2. アジア太平洋地域における人民元建て貿易契約決済の進捗状況
 - (1) ASEAN—ベトナムを例として—
 - (2) 日本
 - (3) 韓国
 - 3. 減少に転じた人民元建て貿易契約決済
- V おわりに

I はじめに：問題の所在と分析視角

米国のサブプライムローン問題に端を発したグローバル金融危機が2008年に発生して以降、金融・資本市場の混乱が引き起こした信用収縮（クレジット・クラッシュ）の蔓延は、米国をはじめとする先進諸国の需要減退が加わることで、世界的経済危機（世界同時不況）を誘発した。2008年から世界中に広がった金融危機の負の影響は实体经济をむしばみ、世界経済の成長率は2007年の5.6%から3.0%に低下し、2009年には過去60年で初めてのマイナス成長を記録した。こうした背景の下で、2008年に

[†] 九州大学大学院経済学府博士後期課程

外需の不振による輸出の伸び鈍化から、中国の経済成長率は2007年の14.2%から9.6%に急低下し、さらに2009年に9.2%まで減速した。それによって、1990年代から年平均で二桁の伸び率を続けてきた中国経済は、高度成長期の終焉を迎えており、本格的な調整期に突入した。実際、金融危機後の経済の顕著な落ち込みを背景に、中国政府は2008年11月に総額4兆元に達する公共事業計画をはじめとする様々な景気対策を講じつつ、従来の外需・投資主導型の成長モデルから消費主導型の経済成長への転換を試みた。だが、都市部と農村部の間の所得格差の拡大及び貯蓄率の高止まりなどから国内消費の勢いがなかなか上向かない中で、中国経済は緩やかな減速を避けられなかった。一方で、内需の刺激に向けてこれまでに実施された拡張的な財政政策は危機後に打ち出された利下げや預金準備率の引き下げなどの金融緩和策に加わることで、①生産能力の過剰、②地方政府債務の拡大、③流動性の過剰、④不動産価格の速過ぎる上昇、といった副作用を起し、マクロ経済の安定性を損なう多様なリスクを生じさせた。

こうしたなか、2009年夏頃から中国政府は大胆な財政出動と積極的な金融緩和の「出口戦略」への模索を始めながら、クロスボーダー人民元建て貿易決済の試験的導入を起点とする「人民元国際化」という戦略を打ち出した。その狙いは、輸出業者を悩ませた外貨建て貿易決済を行う際に発生する為替リスクを回避し、国内の過剰生産能力圧力の一部の海外への移転に有利な環境を整えることであると考えられる。その一方、金融危機の震源地である米国の金融市場の崩壊と実体経済の不況に対する懸念の高まりを反映して、危機後にドルが人民元に対して大幅に下落し始めた。それによって、ドル建て資産を中心に巨額の外貨準備を保有している中国が、外貨準備資産の価値の目減り及び米国債などのドル建て資産の自身の価値低下という二重のリスクに晒された。中国にとって、長期的に持続した経常・資本収支の双子の黒字を減らすことを通じて、外貨準備の規模を縮小させることは短期的に実現できないし、また大量に保有していたドル建て資産を一気に売却すると、米国債などのドル建て資産の価値の更なる下落を招く恐れがある。そのため、「人民元国際化」はこうした背景の下で中国が選択するリスク管理上の次善策となった。その狙いは、先進国通貨に依存しすぎた構造を抜本的に見直し、世界最大の債権国である中国が直面しているキャピタルロスのリスクを最小限に抑えることにあると考えられる。そして、21世紀に入ってから、世界経済では、先進諸国が占める割合は減少の一途を辿っている一方で、新興・途上国が占める割合は増加し続けるという変化を見せている。しかしながら、国際通貨体制の中では、ドル、ユーロ、円、ポンドという先進国通貨が依然として重要な役割を果たしている。2008年の金融危機が招いた基軸通貨ドル体制に対す信認の動揺を契機に、こうした世界での経済力構造と通貨地位の不整合の是正及び、経済規模の拡大に見合った自国通貨の国際的な地位の獲得を目指す「人民元国際化」は、新興国の経済成長に最も貢献した中国にとっての必然的な選択肢ともなった。

近年、人民元国際化に関しては多くの研究がなされている。これまでに蓄積された既存研究は人民元国際化の進捗状況を把握するのに必要かつ貴重な知見を多く提供しているが、外国為替論的国際通貨論体系の枠内で人民元国際化に向けた取り組みを整理する研究は必ずしも多くない。本稿の目的は、外国為替論的国際通貨論の視点から、体系的に人民元国際化の現状や課題について考察し、その国際化および国際通貨化の現状と課題を明らかにすることにある。

通貨国際化に関する研究において、最重要な問題は国際通貨をどのように定義し、また通貨国際化の程度のどのように評価するかである。1971年のニクソン・ショックを契機に、従来の金兌換一点に国際通貨ドルの流通根拠を求める金還元派アプローチ国際通貨論説の矛盾が現れた¹⁾。その後、世界貨幣・金との交換が断ち切られた国際通貨ドルが国際間の決済に引き続き利用されている事実を如何に説明するかについて、標準的な貨幣機能論アプローチ及び伝統的な外国為替論アプローチを用いた研究手法が国際通貨論の主流となった。だが、貨幣の機能をそのまま国際通貨の特徴に適用したアプローチは国際通貨の特徴を理解するのに基本的な手引きを提供するが、国際通貨の転換の過程全体を把握する方法論としては実践的な限界があると指摘されている。また、貿易契約決済通貨を基礎に構築されてきた古典的な外国為替論アプローチは貿易・投資通貨が多様化する時代においても大きな挑戦を受けた。本稿では、岩田（2005）によって提起されたグローバル化時代の国際金融の変化に適応可能な外国為替論アプローチによる国際通貨論の重層的構造を、人民元国際化の過程全体を貫くロードマップとして取り上げたい。外国為替論アプローチは為替媒介通貨機能を国際通貨の性格を決定する究極的なメルクマール（指標）としており、またその機能を獲得するためのルートを「下（＝市場）から」の取引数量面と「上から」の価格面という2つのアプローチに区分する。それにより、人民元国際化のプロセスとして「国際化（中国を含む2国間で貿易・投資通貨の機能を満たす）」、「地域的国際通貨化（中国を含まない特定地域の第3国間で為替媒介通貨の機能を満たす）」と「グローバル国際通貨化（グローバルな範囲内で為替媒介通貨の機能を満たす）」という3つの段階が設定できる。また、各種の国際取引の厚さを為替媒介通貨機能獲得の条件とする「下から」の取り組みとしては、クロスボーダー人民元建て貿易契約決済やクロスボーダー人民元建て投資・資金調達（点心債、上海・香港ストックコネクトなど）が挙げられ、公的基準通貨機能を重視する「上から」の取り組みとしては人民元のSDR構成通貨への組み込みが挙げられる。国際投資通貨、公的基準通貨及び為替媒介通貨としての人民元のパフォーマンスについては別稿に譲り、本稿では主に貿易方面での人民元国際化の進展を考察する。

II 通貨国際化の理論と先行研究

1. 貨幣機能論と外国為替論のアプローチ

貨幣機能論アプローチ国際通貨論とは、交換手段、価値尺度、価値貯蔵という貨幣の3機能を、そのまま国際通貨が備えるべき特徴として取り上げて、またこれらの機能をどの程度まで実行するのかを国際通貨としての地位を判断する基準とするものである²⁾。こうした貨幣の機能面からのアプローチについては、これまで国際通貨に関する多くの研究が蓄積されている。まず、貨幣の交換手段機能に焦点を当てた研究の嚆矢としては、Swoboda (1968) と Krugman (1980) が挙げられる。Swoboda

1) 金還元派アプローチ国際通貨論の代表的な研究者としては、小野朝男、今宮謙二などが挙げられる。例えば、小野（1975）は、「国際通貨として機能するのは、世界貨幣として金以外にはない」と述べている（32-33頁）。また今宮（1976）は、「不換制下では国際通貨体制は崩壊せざるをえないのである」と述べている（12頁、注3）。

2) 詳細は岩田（2005）、62頁を参照されたい。

(1968) は、比較的早期に通貨交換にかかる取引コストの国際比較の視点から、世界の貿易取引で米ドルを中心とする少数の国際通貨が圧倒的に使用されている理由を探った。また、Krugman (1980) も取引費用の高低と国際通貨としての利用度との関連に着目し、第 1 次世界大戦によって英国のグローバルビジネスにおける優位性は弱体化したものの、ポンドがその後も一定期間国際通貨としての地位を守り続けたことを実例として、通貨交換にかかる取引コストの最も低い通貨は国際通貨であり続けるという慣性が長く作用していることを示した。それに対して、McKinnon (1979) は貨幣の価値尺度機能に主眼を置いており、石油や小麦、銅などの同質性が高い一次産品は、特定の国際的な取引所で集中的に取引されており、同一の通貨による価格の表示は取引をより効率化させるため、こうした価格表示で最も頻繁に使われる特定の通貨が常に国際通貨として選択されることを指摘した。そして、Maggiore (2013) を代表とした貨幣の価値貯蔵機能を重視する研究は、安定した通貨価値を維持する通貨が国際通貨として使用されることになると示した。

上記のように展開された貨幣機能論アプローチ国際通貨論は、ある歴史的時点において、すでに国際通貨の地位に達した通貨が果たす様々な機能を概括的に示すことができるが、国際通貨の交代を分析する際のツールとしては不十分であるとも指摘されている。岩田 (2005) はその不十分性を次の 3 点に要約した³⁾。まず、民間部門と公的部門の区分によって、国際通貨は少なくとも 6 つの機能を有することになるが、これらの諸機能の中でどの機能が国際通貨の究極的なメルクマール (指標) であることが明確にされていないため、通貨の特定機能のみが恣意的にクローズアップされる危険性がある (図表 1 参照)。また、各機能間の相互関連が不明であり、起動因から最終的なメルクマール機能獲得の完了までの一連のプロセスの因果関係が不明である。そして、この体系では、特定国の通貨の「国際化」と「国際通貨化」を判別することは困難であり、例えば、経済規模や貿易比重の大きい国が当事国通貨としての利用拡大という単なる国際化の進展を、国際通貨化の過程とされる危険性がある⁴⁾。こうした不十分性が存在するため、貨幣の機能を直接的に国際通貨の特徴に適用したこのアプローチは、国際通貨の性格を理解するのに基本的な視点を提供するが、国際通貨の転換の過程全体を把握する方法論としては実践的な限界があると考えられる。

その一方、1970年代半ば以降、木下悦二、徳永正二郎、平岡賢司、深町郁彌などを代表とする日本の国際通貨の研究者は、「外国為替」という独自の分野から国際通貨の特徴を捉えることに新しい道を切り開いた。その中で、「国際通貨」が成立する基礎を「外国為替」に置くべきだということを最初に体系的に明示したのは、木下であった。木下 (1979) は、「国際間において世界貨幣＝金の節約のために国際的貸借相殺の手段として『外国為替』を発展させて来たのであって、その基礎の上に『国際通貨』範疇が成立している」⁵⁾と述べている。また、国際通貨を「信用貨幣の一種で、特定国に対するその国通貨建て流動性債権＝貨幣請求権をその実体とし、これを持って第 3 国間貸借の決済まで用いられるに至ったもの」⁶⁾と定義している (図表 2 参照)。こうした外国為替理論に基づいて展開されるア

3) 岩田 (2005), 62-63頁参照。

4) 詳細は後述するが、「国際化」と「国際通貨化」を区別する基準は、当該通貨が銀行間外為市場で為替媒介通貨機能を果たしているかどうかということにある。

5) 木下 (1979), 189頁。

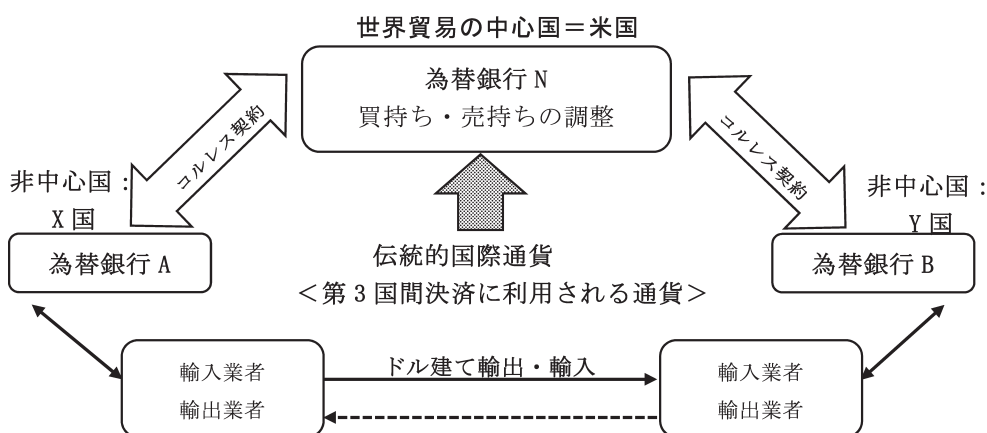
6) 木下 (1991), 50頁。

図表1 貨幣機能論アプローチ国際通貨論の体系

貨幣機能	民間部門	公的部門
計算単位	機能：表示通貨，契約通貨 例：クロスボーダー貿易取引の契約通貨 クロスボーダー資本取引の建値通貨	機能：公的基準通貨 例：他国の通貨にペッグされる通貨。 外国政府発行の国際債券の建値通貨
交換手段	機能：決済通貨，取引通貨，媒介通貨 例：クロスボーダー貿易取引の決済通貨 クロスボーダー資本取引の決済通貨	機能：公的決済通貨，介入通貨 例：通貨当局の介入通貨 中央銀行スワップ通貨
価値貯蔵	機能：投資・調達通貨，資産通貨 例：クロスボーダー預金通貨 クロスボーダー証券投資通貨	機能：準備通貨 例：外国の準備資産通貨 外国のソブリンウェルスファンド通貨

(出所) 米谷・寺西 (2000)，4頁，岩田 (2005)，63頁，伊藤 (2016)，48頁を参考に筆者作成。

図表2 木下が構築した外国為替論アプローチ国際通貨論の構造図



(出所) 岩田 (2005)，59頁より。

アプローチは、現金と信用貨幣の区分や、「特定国」=世界貿易の「中心国」という概念の提出、2国モデルから3国モデルへの拡大などの点においては画期的なものであった。

しかしながら、木下が構築したこの体系は、1980年代後半以降の経済のグローバル化の進展及び地域的な経済統合の深化が、国際金融の世界に多岐にわたる変化をもたらした中で、大きな挑戦を受けた。岩田 (2005) はこの時期での国際金融を取り巻く環境の主な変化を、①国際収支のうち、財・サービスの貿易に対する国際資本移動の比重が増加した、②国際的な資金フローがより直接的・相互的なものとなった、③伝統的な国際金融業のインフラである外国為替銀行のコルレス・ネットワークが網の目状に形成された、という3点に纏めており⁷⁾、またこれらの変化が従来の国際通貨論に及ぼす否定的な作用に特別な注意を払った。まず、岩田は①と②に基づいて、貿易契約決済通貨を基礎に構築されてきた伝統的な外国為替論アプローチの中で、国際資本取引の建値通貨をどう位置付けるかという

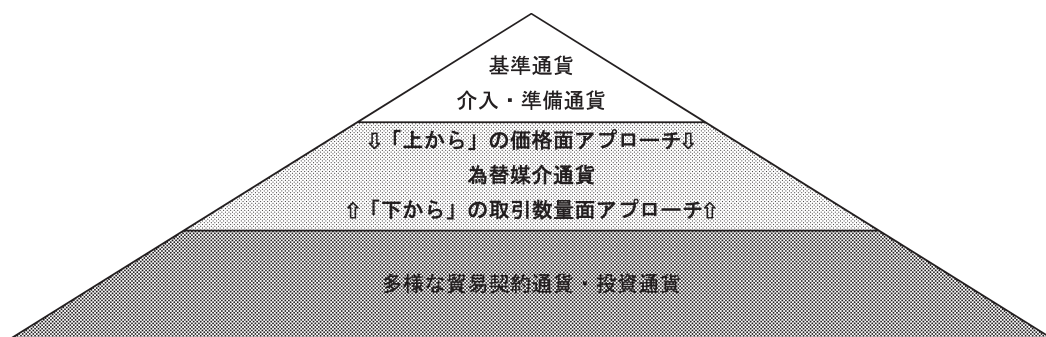
7) 詳細は岩田 (2005)，57頁を参照されたい。

図表3 新しい時代における外国為替論アプローチ国際通貨論の重層構造

外為市場	国際取引項目	表示通貨	3国モデル
対顧客	B貿易取引	①貿易契約 (invoicing) 通貨	(①' 第3国貿易契約通貨)
市場	L資本取引	②投資 (investment) 通貨	(②' 第3国投資通貨)
銀行間	P為銀短期資産・負債増減	③決済 (payment) 通貨	③' 為替媒介 (vehicle) 通貨
市場	R外貨準備増減	④介入 (intervention) 通貨 ⑤準備 (reserve) 通貨	
			(⑥公的準備通貨)

(出所) 岩田 (2005), 63頁より。

図表4 「上から」の価格面アプローチと「下から」の取引数量面アプローチ



(出所) 岩田 (2005), 63-68頁に基づき筆者作成。

問題を提起し、「投資通貨」を国際通貨体系に組み込むことの必要性を論述した。そして、③で触れた各国（特に、非中心国）のコルレス・ネットワークのインフラ整備及び、資本自由化の進展による貿易・投資通貨の当事国化（＝多様化）の潮流が生まれる中で、欧州の一部地域に限定的な現象ではあるが、「第3国間の決済に利用される」という従来の国際通貨のメルクマールが消失し始めたことを確認した。このように大きく変貌した国際金融と国際通貨体制との間の対応関係に関する反省を踏まえ、岩田は新しい時代における外国為替論アプローチ国際通貨論の重層構造を更新する作業に取り組んだ（図表3参照）。まず上述の国際通貨のメルクマールの識別問題の発生が、対顧客レベルの外為取引に留まっていることを明らかにした上で、銀行間外為市場で中心的な役割を果たす通貨＝為替媒介通貨を、多様化時代の国際通貨の新しいメルクマールとするべきだという木下 (1979)、井上 (1994) らの主張を追認した。そのうえで、従来の古典的な外国為替論アプローチを基本的に踏襲しながらも、貨幣機能論の中の支払手段（民間レベル）に特にフォーカスする立場から、投資通貨を貿易契約決済通貨と同次元に組み込んだ。これは、欧米で優れた研究成果をあげたHartmannやGoodhartなどの見解とも同じ方向性を持ったものであった。そのゆえに、新しい時代における国際金融の主な変化をも国際通貨論体系の中に反映した岩田 (2005) のこの研究成果は、木下 (1979) が構築した伝統的な外国為替論アプローチ国際通貨理論をさらに発展させたものであると考えられる。

また、岩田 (2005) は国際通貨の諸機能が最終的に国際通貨の究極的なメルクマールである為替媒

介通貨機能に転換していくメカニズムを「(下=市場) から」の取引数量面アプローチと「上から」の価格面アプローチからそれぞれ説明することで、貿易契約決済通貨、投資通貨と公的基準通貨という3つの機能の獲得が国際通貨化の成否の鍵になることを示した(図表4参照)。「下(=市場) から」の取引数量面アプローチとは、対顧客レベルでの貿易契約通貨(invoicing currency)と投資通貨(investment currency)という2機能が、まず銀行間レベルでの決済通貨(payment currency)機能に転化され、それに続いて為替媒介通貨(vehicle currency)機能に転換していく過程を指す。具体的には、貿易業者・投資業者が国際貿易や資本取引を行うことから生じた個々の債権債務は、まずコルレス関係を持つ外国為替銀行の債権債務に置き換わり、また外為銀行内部でも相殺できない部分の総合持高が最終的に銀行間市場の決済まで持ち込まれる、というプロセスによって説明できる⁸⁾。それに対して、「上から」の価格面アプローチは、為替相場固定のための公的基準通貨としての利用が特定通貨の為替媒介通貨機能を一層サポートすることを指す。本稿では、以上に示した新しい時代における国際通貨論の重層構造と、ここで提起される「上から」と「下から」という2つのアプローチを、人民元国際化の過程全体を貫くプロセスとして採用したい。

2. 人民元国際化に関する先行研究

近年、人民元国際化に関して多くの研究が公表されている。第一は、当初より活発になされている人民元国際化のメリットとデメリットについての議論である。関根(2010)は人民元国際化のメリットとして、通貨発行益(シニョリッジ)を得ることができる点、対外貿易・投資の為替リスクとコストを低減できる点、国際資本市場において人民元建て資金調達ができる点、外貨準備の運用リスクを低減できる点及び人民元の国際的地位の向上と発言力強化につながる点を挙げる一方、そのデメリットとして、国内のマクロ経済政策や金融政策の有効性の低下につながる点、海外の投資資金からの国内金融市場への攻撃を容易にすること、国際収支の赤字化による経済成長と雇用への悪影響があることを挙げており、また総じてデメリット以上にメリットがあると結論づけた⁹⁾。第二は、人民元国際化の具体的な内容についての研究である。例えば、植田(2013)は香港、シンガポール、台湾、韓国、英国などのオフショア人民元市場の発展に着目しており、それぞれのオフショア人民元市場の特徴及び現状を考察した¹⁰⁾。清水(2015)は人民元の国際的使用の拡大に向けて中国が実施した一連の施策(2国間通貨スワップ協定の締結、為替交換取引の実施とクリアリング銀行の指定など)を整理した¹¹⁾。また、Standard Chartered(2015)は「Renmibi Ascending」というリサーチペーパーの中で点心債(Dim Sum Bonds)を中心とする人民元建て国際債券投資の発展を考察した¹²⁾。篠原(2015)及び伊藤(2015)は人民元がSDR構成通貨となることで考えられる影響を検討した¹³⁾。第三は、中国の資本取引の自由化と人民元国際化の相関性についての分析である。鳥谷(2015)は政治経済学の視点から中国の金利・

8) 岩田(2005), 59頁の図表1を参照されたい。

9) 関根(2010), 24-25頁参照。

10) 植田(2013), 4-9頁。

11) 清水(2015), 27-28頁。

12) Standard Chartered(2015), 14-15頁。

13) 篠原(2015), 『日本経済新聞』2015年12月16日朝刊, 伊藤(2015), 『日本経済新聞』2015年12月17日朝刊を参照。

金融自由化の進展と人民元国際化の現状を結びつけて論述しており、人民元国際化は変動相場制下の中国金融資本市場の対外開放を条件としているものであると指摘した¹⁴⁾。また高(2015)も人民元国際化と金融改革の相互作用を詳細に分析しており、「人民元国際化戦略が資本自由化を強い、資本自由化が国内金融市場改革を強いる」と述べている¹⁵⁾。第四は、人民元国際化の進め方と今後の展望についての議論である。2009年5月に香港貿易発展局はThe Pilot RMB Trade Settlement Scheme and RMB Internationalisationと題するリサーチペーパーの中で、機能面から人民元国際化を「国際貿易の計算及び決済単位」、「投資手段」、「国際準備通貨」という三つの段階に分けた¹⁶⁾。また中国人民大学学長で同大学財政金融学院の教授である陳雨露(2014)は自身の『人民元読本』という著書の中でも、人民元国際化を機能面と使用範囲からそれぞれ三つの段階に分けた。陳が通貨の機能面から提唱した三段階論(「貿易決済化」、「金融投資化」、「国際準備化」)は香港貿易発展局の見解と大きな相違はないが、使用範囲から新たに人民元国際化を「周辺化(周辺国・地域で使用される)」、「地域化(貿易決済において国際決済通貨に充てられる)」と「国際化(国際上重要なキー・カレンシーになる)」という三つの段階に分けた¹⁷⁾。

これらの既存研究は、人民元国際化の進捗状況を把握するのに貴重な視点を与えたが、外国為替論的国際通貨論体系の枠内で人民元国際化に向けたこれまでの取り組みを整理する研究は稀少である。また、人民元国際化の段階区分の基準としては、国際通貨になるための究極的なメルクマールである為替媒介通貨機能に関して言及されたものもない。

3. 人民元の国際通貨化の3段階

以上の議論を踏まえつつ、ここでは人民元の国際化・国際通貨化のプロセスを3つの段階に設定する(図表5参照)。第1段階は、国際化である。岩田(2005)は、「円の国際化とは、日本が当事者となる取引で円が当事国通貨として相応のシェアを獲得することに過ぎず、第3国間での利用は必ずしも必要でない」とし、「円の国際化=円の国際通貨化ではない」と論じた¹⁸⁾。これに従えば、人民元の国際化を、「人民元が中国を含む2国間の国際取引において利用され、また少なくとも対顧客レベルで貿易契約決済通貨・投資通貨としての機能を満たす過程」と定義できる。これは、人民元が国際通貨になるための第一歩である。また、第2段階は、地域的国際通貨化である。ここでは、「人民元が中国を含まない第3国間の取引において利用され、また特定の地域において、銀行間レベルで為替媒介通貨としての機能を満たす過程」と定義できる。これについては、ヨーロッパを立脚地として発展してきたユーロの地域的国際通貨化のプロセスを想起されたい。斎藤(2007)は、非ユーロ・エリア諸国のうち、ユーロを第3国貿易媒介通貨、投資通貨、為替媒介通貨として利用するのは主に、ユーロ・エリアに地理的に近い中・東欧の国であることを解明した上で、「グローバルな国際通貨であるドルと

14) 鳥谷(2015), 63-64頁。

15) 高(2015), 31-34頁。

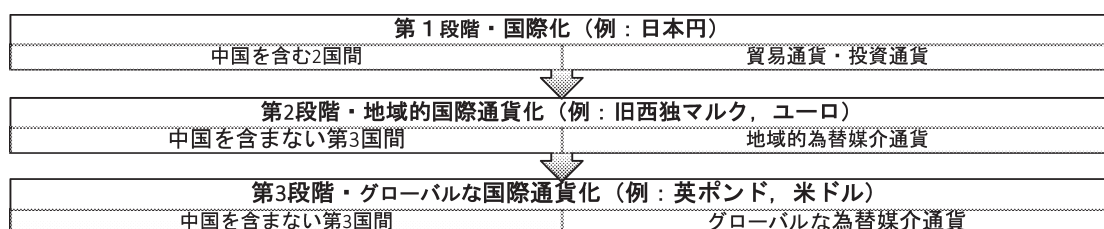
16) 香港貿易発展局(2009), 5頁。

17) 陳(2014), 195頁。陳は2010年から2020年までを第1段階(周辺化・貿易決済化)、2020年から2030年までを第2段階(地域化・金融投資化)、2030年から2040年までを第3段階(国際化と国際準備化)に分けた。

18) 岩田(2005), 60頁の注10を参照。

は異なり、ユーロが国際通貨の様々な側面で使われる領域には地域的偏りが存在する」と結論付けた¹⁹⁾。そして、第3段階は、グローバルな国際通貨化である。これは、人民元が地域的な国際通貨の段階からさらに発展し、また最終的にグローバルな範囲で、為替媒介通貨としての機能を満たす過程を指す。これについては、第二次大戦後、英ポンドから国際通貨の地位を奪うことに成功した米ドルの経験を参考にすることができる。井上(1994)は、「1967年1月1日から1982年12月31日までについて、ポンド圏の51カ国に関して分析してみると、そのうち42カ国が為替媒介通貨をポンドからドルへ変更している」という事実に基づいて、「国際通貨はこの時期以降ドルに統一されていったと考えられる」と論じた²⁰⁾。こうして、人民元が国際通貨になるまでのプロセスとして三つの段階を踏むことが想定され、またさまざまな条件の相違から厳密な比較はできないものの、円、ユーロ、ドルの経験は、人民元が各段階で備えるべき条件を示しているものと考えられる。

図表5 人民元の国際通貨化の3つの段階



(出所) 木下 (1979)、香港貿易発展局 (2009)、岩田 (2005) を参考に筆者作成。

III 人民元国際化の背景

1. 輸出不況に伴う経済成長の減速

中国経済の成長の過程を振り返ってみると、1992年1月に、改革開放政策の堅持と経済成長の加速を呼びかけた鄧小平氏による南巡講話を嚆矢として、中国は、従来の非効率な統制経済から脱却し市場経済への移行に向けての経済改革を本格化させた。その後の中国経済は、1997年にアジア各国を襲った通貨・経済危機の影響を受けたものの、タイ、インドネシア、韓国などの国々との比較で、より厳しい資本取引規制を防波堤として、危機がもたらした致命的な打撃を免れており、比較的安定した最終消費を基盤とする内需主導型の経済成長を維持した²¹⁾。また、2001年にWTO(世界貿易機構)への加盟を契機に、中国は輸出競争力の強化に注力するとともに、安価な労働力、原材料などを武器に、生産の低コスト化を求める外国企業の誘致に成功した。こうして、中国の国民総生産において、総固定資本形成と純輸出(特に輸出)が占めるシェアは上昇しつつあったのに対して、民間消費と政府消

19) 齋藤 (2007), 63-64頁参照

20) 井上 (1994), 46-47頁参照。

21) 1990年代末、中国の国内総生産に占める最終消費の比率は60%を超えている(経済産業省「通商白書・2014年」, 123頁参照)。

費のシェアは低下の一途を辿り、中国経済は外需及び投資主導型の成長モデルへの転換を開始した（図表6参照）。この過程において、中国は豊富な資金源に支えられるインフラや生産設備などの投資活動の展開による輸出拡大を原動力に高い経済成長を実現しており、また雇用や物価など多方面に表れる良好なマクロ経済環境を背景に経常収支の黒字は増加基調を保った。

しかし、堅調な消費で世界中長期的な経済成長を牽引してきた米国において、2007年から顕在化したサブプライムローン問題（信用力の低い個人向けの住宅融資の延滞・焦げ付きの急増）は、2008年9月にはリーマンショックという形で世界各国・地域を巻き込んだ深刻な金融危機へと発展していった。そして、金融・資本市場の混乱が引き起こした信用収縮（クレジット・クランチ）の蔓延は、世界の成長エンジンであった米国の景気後退に伴う需要急減が加わることで、世界的経済危機（世界同時不況）を誘発した。このように、金融危機は、震源地である米国の金融及び実体経済を直撃するだけでなく、貿易や投資を媒介とする連関を通じて、各国・地域の経済に大きな影響を及ぼした。米国発の金融危機は、瞬く間に世界各国の実体経済に波及していった経路が、金融チャンネルと貿易チャンネルを経由した2つのルートに大きく分けられる。金融チャンネルを経由した危機の波及は、まず米国の住宅ローン証券化商品を大量に購入していた欧州諸国に連鎖的に広がり、そして各国の株式や為替市場に相次いで現れた。また、貿易チャンネルを経由した危機の波及は、欧米を中心とする先進諸国の生産財・消費財の輸入が減少し続けた中で、中国をはじめとする新興諸国の輸出規模の大幅縮小となって現れた。金融方面での影響についてはIII-2に譲るが、ここでは、まず貿易方面で中国が危機によって受けたショックを考察する。

2008年秋に勃発したリーマンショックを境に、世界中に広がった金融危機の負の影響は実体経済をむしばみ始め、世界各国・地域は同時不況の様相を呈した。2008年に世界経済の成長率は、2007年の5.6%から3.0%に転落しており、2009年には過去60年で初めてのマイナス成長を記録した²²⁾。こうした中で、世界経済の同時期の伸び率を遥かに上回り、また主要な新興国経済の伸び率をも超えていた中国も、景気の急速な悪化を見せていた。2008年から中国にとっての重要な輸出先である欧米諸国の需要が冷え込む中で、中国の輸出の伸びが鈍化しており、また経済成長率は2007年の14.2%から9.6%に急低下し、さらに2009年に9.2%まで減速した（図表7参照）。それによって、1990年代から年平均二桁の伸び率を続けてきた中国経済は、高度成長期の終焉を迎えており、本格的な調整期に突入した。

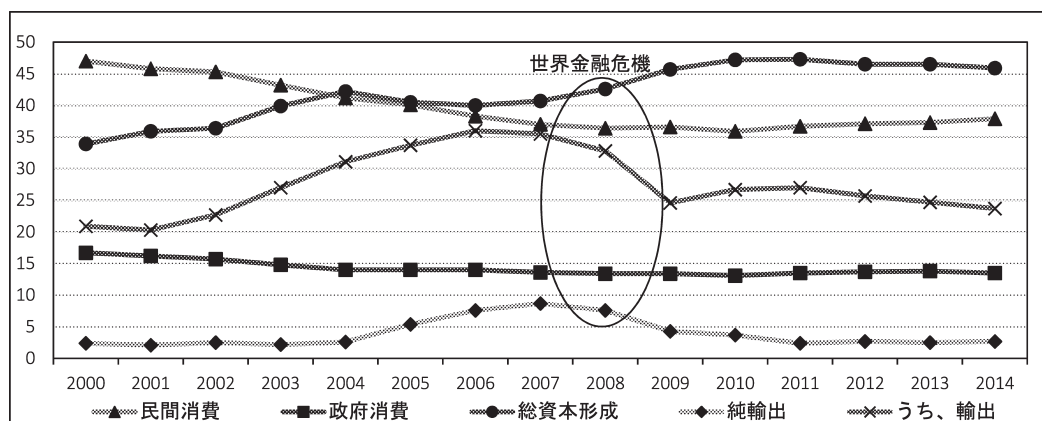
実際、金融危機後の外需の顕著な落ち込みを背景に、中国政府は、2008年11月に提案した総額4兆元に達する公共事業計画²³⁾を始めとする様々な景気対策を講じつつ、投資の拡大による内需振興とそれを通じた経済活性化を目指した。そのため、投資の中核を成す総固定資本形成の対GDP比は、2007年の40.7%から2009年の45.7%に一層上昇しており、これは主要国の高度成長期のピーク値と比較しても高い水準であった²⁴⁾。だが、投資による刺激の効果は一時的な景気の持ち直しの動きをみせていた

22) IMFサーベイオンライン（2009）「世界経済、過去60年で初のマイナス成長を標す」を参照。

23) 「4兆元」という金額は、中央と地方政府だけでなく、独立採算の政府機関や企業によるものを含む事業の総額である。

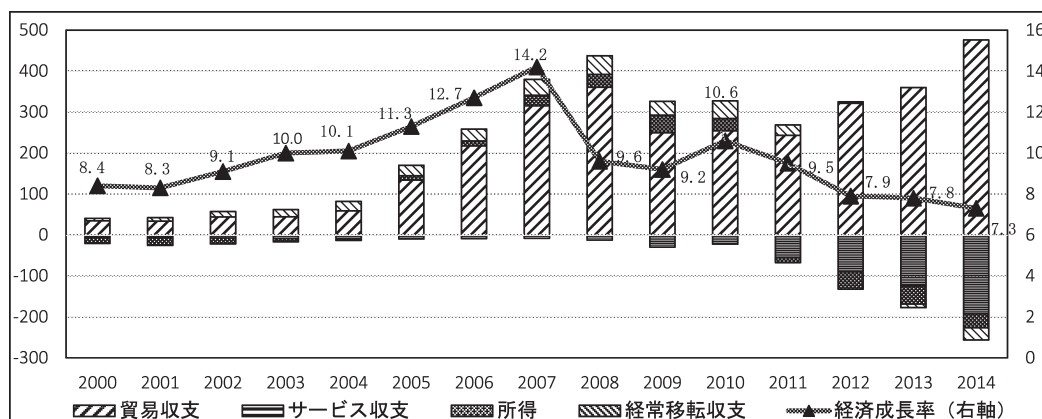
24) 例えば、日本の総固定資本形成の対GDP比は1973年に36.4%でピーク値に達しており、またドイツは1971年に30.0%で、英国は1974年に24.9%で、米国は1979年に24.4%でピーク値を記録した（経済産業省「通商白書・2016年」、7頁参照）。

図表6 中国のGDPの構成比の推移：支出面からみた場合（単位：%）



（出所）経済産業省『通商白書』より筆者作成。

図表7 中国の経常収支と経済成長率の推移（単位：10億ドル，%）



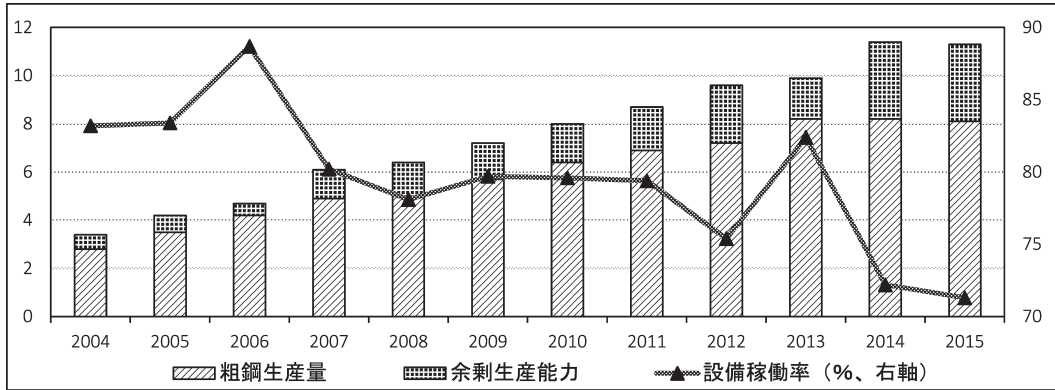
（出所）国家統計局『中国統計年鑑』より筆者作成。

ものの、都市部と農村部間の所得格差の拡大及び貯蓄率の高止まり²⁵⁾などから、国内消費が依然として伸び悩み、全体として中国経済の緩やかな減速は避けられなかった。その一方、景気の下振れリスクを抑制するために実施してきた拡張的な財政政策は、危機後に打ち出された利下げや預金準備率の引き下げ、融資に対する総量規制の撤廃といった金融緩和政策²⁶⁾が加わることで、後に鉄鋼、石炭などの幅広い産業において過剰生産能力問題及び、非金融企業部門と地方政府部門の過剰債務問題が浮き彫りになった。例えば、過剰な生産能力の圧力に悩まされる代表的な業種としては鉄鋼が挙げられ、その余剰生産量は危機後に急増しており、また設備の稼働率は70%台まで低下した(図表8参照)。そして、多くの産業が抱える過剰生産能力は、経済全体の生産要素の効率的な配分を妨げる他、一連の

25) 詳細は関 (2009) を参照されたい。

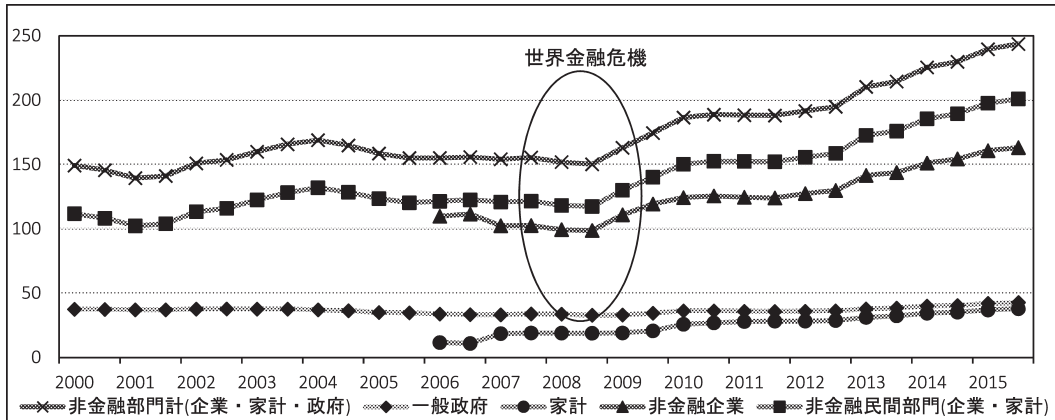
26) 詳細は関 (2010) を参照されたい。

図表8 中国における粗鋼の生産能力と稼働率の推移 (単位: 億トン, %)



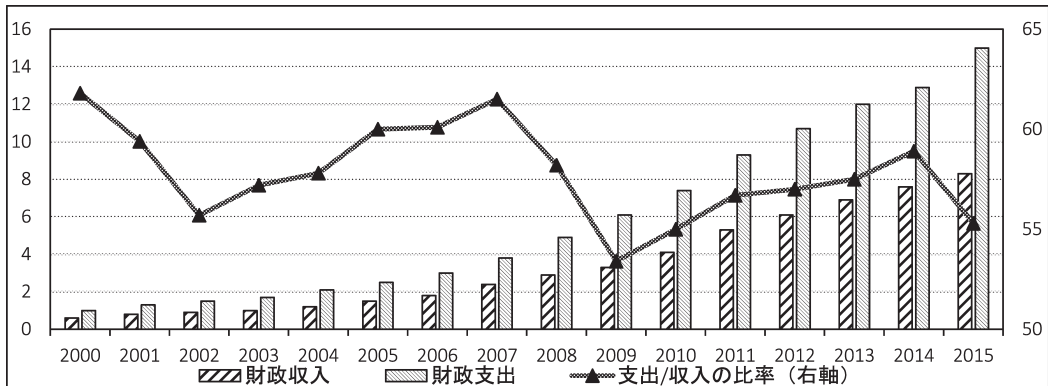
(出所) 経済産業省『通商白書』より筆者作成。

図表9 中国の各部門の債務残高の対GDP比率の推移 (単位: %)



(出所) 国際決済銀行 (BIS) のデータより筆者作成。

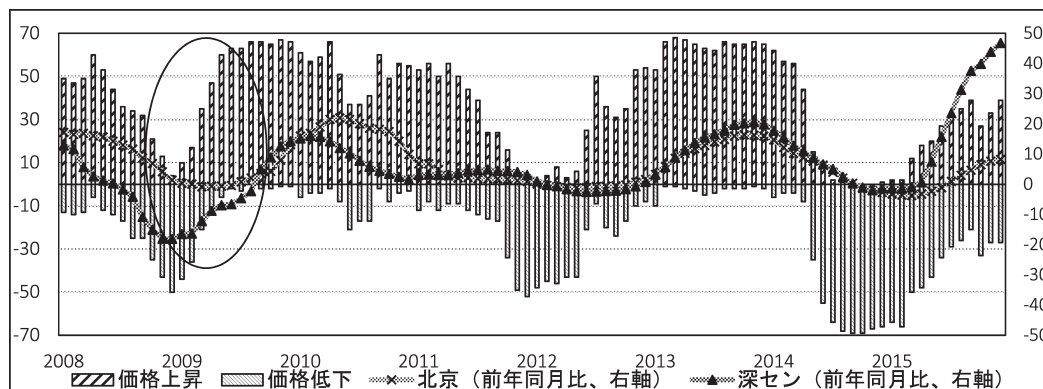
図表10 中国の地方政府の財政収入と財政支出の推移 (単位: 兆元, %)



(出所) 『中国統計年鑑』より筆者作成。

景気対策が実施される中で増え続けた企業債務の更なる拡大にも拍車をかけた。図表9で示すように、中国においては、非金融企業部門を中心とする各部門の総負債が2008年から急激に増加し始めた。特に、非金融企業部門の債務残高の対GDP比は危機前の約100%から2009年の約120%に一気に上昇し、これは日欧米などの先進国の企業負債の水準をも大きく上回った²⁷⁾。また、一般政府債務は低位で安定的に推移していたが、「分税制」という枠組みの下で恒常的な財政赤字を計上し続ける地方政府の債務は、危機後に推進された景気対策事業で巨額な負担を求められたことからさらに増大した（図表10）。それと同時に、過剰投資が招いた過剰生産能力・過剰債務問題は、通貨供給量をも大きく拡大させており、それによってもたらされた潤沢な資金供給は、国境をまたぐ資本移動規制が存在するため、国内の限られた投資先である不動産市場へと大量に流入した。その結果、危機後に主要な70大都市のほとんどは、新築住宅販売価格の上昇傾向を示しており、特に北京や深センのような一部の大都市で不動産価格が急騰し、過熱気味とも指摘されていた（図表11参照）。

図表11 中国の主要70都市の新築住宅販売価格の推移（単位：都市数、%）



（出所）経済産業省『通商白書』より筆者作成。

（注）この図は前月と比較して価格が0.1%以上増減した都市数を示す。また新築住宅は社会保障性住宅を含まない。

こうして、2008年に米国の住宅ローン問題に端を発した金融危機が世界主要国に波及した結果、外需不振による経済成長率の急低下に直面した中国は、内需を盛り上げて消費主導型経済への転換を試みたが、所得格差問題などで国内消費の勢いがなかなか上向かない中で、中国経済は緩やかな減速を続けていた。一方、国内消費の刺激に向けてこれまでに実施された持続的な景気対策は、①生産能力の過剰、②地方政府債務の拡大、③流動性の過剰、④不動産価格の速過ぎる上昇といった副作用を起こし、マクロ経済の安定性を損なう多様なリスクを生じさせた。こうした背景の下で、2009年の夏頃から中国政府は大胆な財政出動と積極的な金融緩和政策の「出口戦略」への模索²⁸⁾を始めながら、クロスボーダー人民元建て貿易決済の試験的導入を起点とする「人民元の国際化」という通貨面での輸出

27) 例えば、米国の企業部門の債務対GDP比は2009年に70%程度であった（経済産業省「通貨白書・2016」、12頁参照）。

28) 詳細は関（2010）を参照されたい。

支援策にも乗り出した。一般に、自国通貨の国際化には、①自国通貨で国際取引を行うことに伴う取引費用や為替ヘッジコストの削減、②海外の投資資金の流入増加に伴う金融・資本市場の流動性向上、③自国通貨建ての対外負債（低コスト）と対外資産（高利回り）の間の利鞘の獲得（これは「とてつもない特権（exorbitant privilege）」とも呼ばれている）、④海外の機関・個人による自国通貨の保有増加に伴う通貨発行益の享受、といったベネフィットが存在すると言われている²⁹⁾。だが、中国がこのタイミングで人民元の国際化を急いだ原因としては、輸出業者を悩ませていた外貨建てで貿易決済を行う際に発生する為替リスクを回避し、国内の過剰生産能力の一部の海外への移転に有利な環境を整えることが、特に重要な目的であったと考えられる。

2. 米ドル相場下落に伴う外貨準備資産の価値毀損

その一方、金融チャネルを経由した危機の波及は、各国の株式市場と為替市場に最も早く現れた。金融危機が発生した後、世界の主要な株式市場の株価は一斉に下落しており、特に中国の上海総合指数の下落は激しかった（2007年の5,261ポイントから2008年の1,821ポイントへと65%の下落率を記録）。ただし、中国の株価下落の要因としては、金融危機による世界同時株安の影響に加え、既に国内株式市場で株価バブルが形成されており、それに対して通貨当局が金融引締めを強めたことなどの影響も大きいと指摘されている³⁰⁾。そのため、ここでは、主に金融危機後の為替市場の激しい変動が中国に及ぼす影響を考察する。2007年夏の米国サブプライムローン問題が顕在化して以降、震源地である米国の金融市場の混乱と実体経済の崩壊への懸念の高まりを背景に、ドルの対人民元相場が趨勢的に下落し始めた。それによって、ドル建て資産を中心に巨額の外貨準備資産を保有している中国が外貨準備資産の価値の目減りのリスクに晒された。これは、危機後に中国政府が人民元国際化の戦略を打ち出したもう1つの要因となった。

2000年以降、米国の経常収支赤字が長年にわたって続く一方で、中国をはじめとするアジア諸国や産油国、ドイツなどの経常収支黒字が継続するというグローバル・インバランス問題がますます顕著となった。こうした中で、世界経済の不均衡を引き起こした主要な元凶と見なされる中国は、経常黒字の急拡大に伴って外貨準備高を年々に増加させた。それと同時に、2001年にWTOに加盟して以来、中国は海外からの直接投資を積極的に受け入れることで資本収支の黒字をも保ち、これは中国の外貨準備の蓄積をさらに加速させた。特に2005年7月に、中国は人民銀行によって容易に制御可能かつ小幅な変動幅を容認する管理フロート制を採り入れて以降、人民元の為替レートの上昇圧力を緩和するための元売り・外貨買いの介入が急増したことから、2006年から中国は日本に取って代わり世界最大規模の外貨準備の保有国となった（図表12参照）。2007年に中国の外貨準備高は対前年比で43%増の1.5兆ドルに跳ね上がっており、さらに金融危機が勃発した2008年に約2兆ドルまで増加した。

中国政府は中国が保有する外貨準備資産の通貨別構成を公表していないため、国際通貨基金(IMF)の把握する「公的外貨準備の通貨構成」(Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves, COFER)にも中国のデータは含まれていない。そのため、COFERに含まれるその他の国

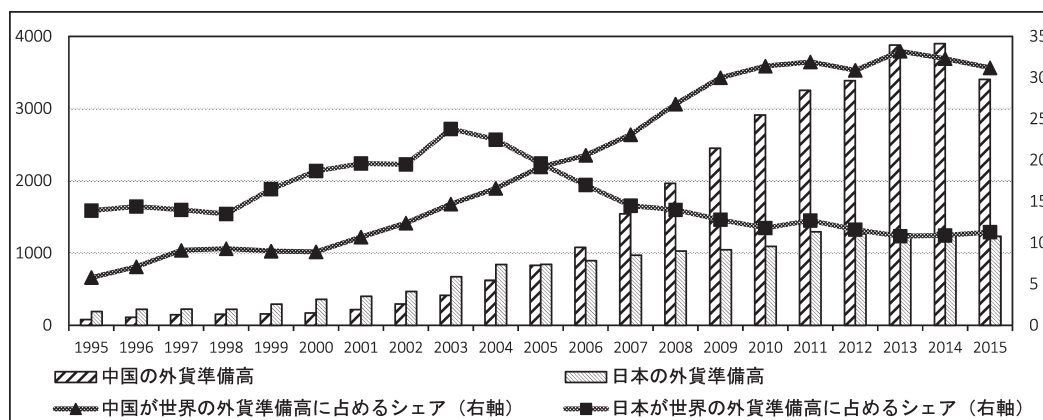
29) 猪又・大谷・杵渕・松永 (2016), 4-5頁。

30) 経済産業省「通商白書・2009年」, 17頁参照。

の通貨構成から中国の外貨準備の通貨別構成の大枠を推計する以外に方法はない。IMFのCOFER統計に含まれる149カ国・地域（IMF加盟の先進国34カ国と新興・開発途上国110カ国など）の通貨別構成の全体をみると、外貨準備に占めるドルの比率は2000年に71.1%であったが、その後は徐々に低下しており、2007年に63.9%まで下がった(図表13参照)。それに対して、外貨準備に占めるユーロの比率は2000年の18.3%から2007年の26.1%に上昇した。中国が保有する外貨準備の通貨別構成は、その他の国と大きな相違がなく、また特に新興・途上国の外貨準備の構成（2007年末現在、ドルが61.9%、ユーロが28.1%を占める）により近いことを仮定とすると、金融危機までに中国の外貨準備のうち、ドル建て資産が6割強、ユーロ建て資産が3割弱、残る約1割が英ポンド、日本円とその他通貨となっていると推計される。

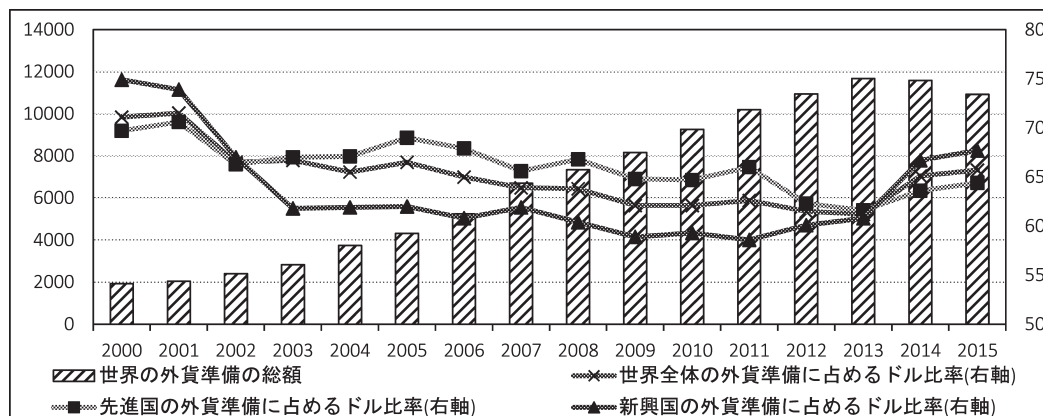
一方、中国側は外貨準備の運用資産構成をも公表していないため、投資先が発表した関連統計から

図表12 中国と日本の外貨準備高の推移（単位：10億ドル、%）



(出所) 国家統計局, 日本財務省, 国際通貨基金 (IMF) のデータより筆者作成。

図表13 世界の外貨準備の総額とドル比率の推移（単位：10億ドル、%）



(出所) 国際通貨基金 (IMF) のデータより筆者作成。

中国が保有する外貨準備の潜在的な資産構成を推計する。上述したように、ドル建て資産が少なくとも中国の外貨準備の6割強のシェアを占めているので、ここではまず海外投資家の対米証券投資における中国の位置付け及び、中国による対米証券投資の内訳を確認する。米国財務省が発表する「対米証券投資レポート」(Report on Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities)によると、2007年6月30日現在、中国が保有する米国証券の残高は9,220億ドルで、海外投資家の米国証券の保有高の9.4%を占めており、中国は日本に次ぐ世界第2位の対米証券投資国である(図表14参照)。そして、中国の対米証券投資の資産構成をみると、長期国債は最大で50.7%を占め、それに次いで長期機関債が40.8%、また残る株式、長期社債と短期債はそれぞれ3.1%、3.0%、2.5%となっている(2007年6月30日現在)。米国の財務省が公表したこの統計の中では、対米投資の主体を民間部門と公的部門に区分していないが、対外証券投資などの資本取引の自由化が実現されていない中国において、そのほとんどは中央銀行や商業銀行、大手保険会社のような政府関与の機関投資家に集中していると考えられる³¹⁾。また、民間部門と公的部門の対米投資のポートフォリオが相似していることと、中国が米国以外の国に対する証券投資のポートフォリオが対米投資のそれと大きく乖離しないと仮定すると、中国の外貨準備の資産構成のうち、相対的に安全性と流動性の高い長期国債、政府機関債は全体の約9割のシェアを占めており、相対的に価格の変動リスクが大きい株式や短期債などはわずかに約1割のシェアを占めているに過ぎないことが推計される。

以上、金融危機までは、米国経済と基軸通貨ドルを背景に、米国債を中心とするドル建て資産が世

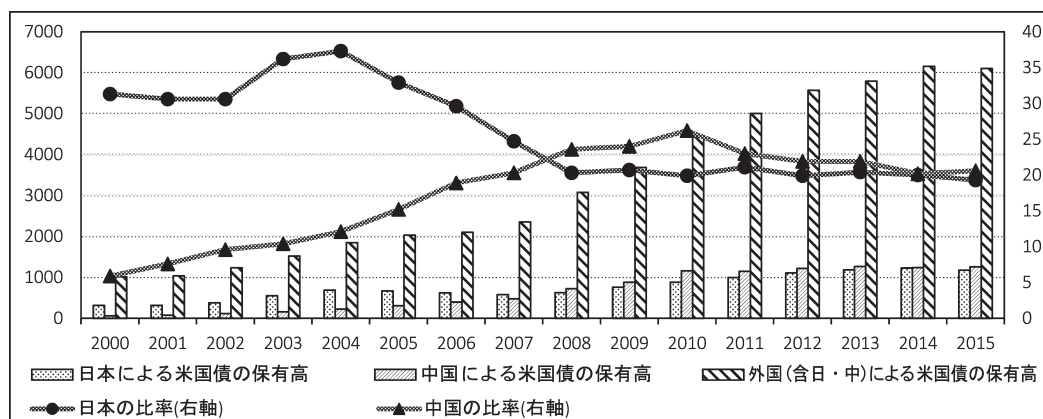
図表14 中国と日本による対米証券投資の保有構造 (単位: 10億ドル, %)

国	構成	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
中国	総額	699	922	1,205	1,464	1,611	1,727	1,592	1,735	1,817	1,844
	長期国債	52.1	50.7	43.3	51.7	68.8	75.4	71.5	73.3	69.4	68.8
	長期機関債	36.5	40.8	43.7	31.0	22.3	14.2	12.7	10.0	11.2	12.0
	株式	0.6	3.1	8.3	5.3	7.9	9.2	13.9	15.0	17.6	17.9
	長期社債	8.4	3.0	2.2	1.0	0.7	0.9	1.4	1.3	1.3	1.1
	短期債	2.4	2.5	2.5	10.9	0.3	0.3	0.6	0.3	0.5	0.2
日本	総額	1,106	1,197	1,250	1,269	1,393	1,585	1,835	1,766	1,917	1,903
	長期国債	48.4	46.2	45.4	50.9	52.9	51.6	57.1	57.9	60.5	59.0
	長期機関債	16.6	19.1	21.6	17.3	16.8	16.3	13.6	11.1	8.8	8.0
	株式	17.6	18.4	15.9	14.3	16.1	19.1	17.1	17.9	18.8	20.5
	長期社債	9.8	9.9	11.9	12.1	9.3	8.8	8.8	9.5	8.8	8.5
	短期債	7.7	6.3	5.3	5.4	5.0	4.2	3.4	3.6	3.2	3.9
世界	総額	7,778	9,772	10,322	9,641	10,691	12,440	13,261	14,410	16,417	17,134

(出所) 米国財務省のデータより筆者作成。

31) 張 (2009), 28-29参照。

図表15 外国による米国債の保有高と中国、日本の比重（単位：10億ドル、%）



（出所）米国財務省のデータより筆者作成。

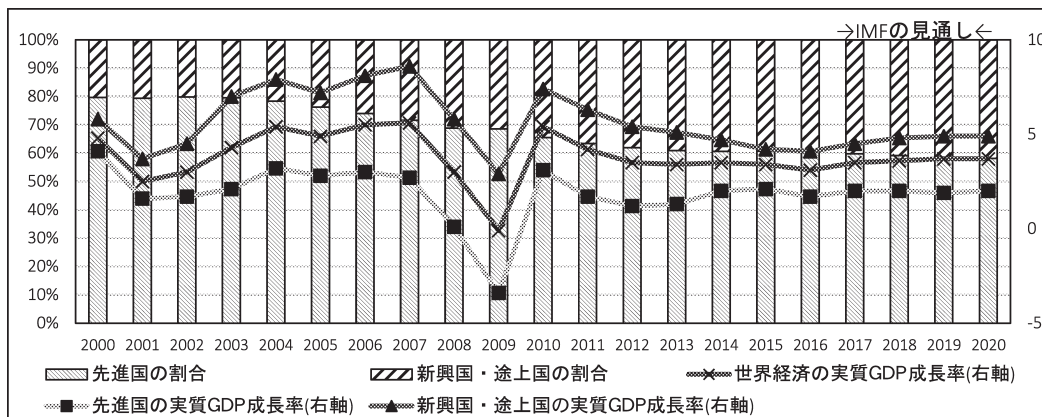
界で最も信頼できる優良資産と見なされたため、世界最大の外貨準備の保有国である中国は安全性を最優先する資産運用の方針に基づいて、米国債などのドル建て資産の保有高を大きく増やした。その結果、中国は世界第2位の対米証券投資国となったのに加え、2008年には日本を乗り越えて世界第1位の米国債保有国となった（図表15参照）。だが、金融危機が発生した後のドル相場の趨勢的下落を背景に、中国は外貨準備資産の価値の目減りリスク及び、米国債などのドル建て資産自身の価値の低下という二重のリスクに晒された。中国にとって、長期的に持続してきた経常・資本収支の双子の黒字を減らすことを通じて、外貨準備の規模を縮小させることは短期には実現できないし、また大量に保有していたドル建て資産を一気に売却すると、米国債などのドル建て資産の価値の更なる下落を招く恐れがあるため、「人民元の国際化」という戦略がこうした背景の下で中国政府が選択したリスク管理上の次善策となった³²⁾。その狙いは先進国通貨に依存しすぎた構造を抜本的に見直し、世界最大の債権国としての中国が直面しているキャピタルロスのリスクを最小限に抑えることにあったと考えられる。

3. 世界での経済力構造と通貨地位のミスマッチ

21世紀に入ってからの世界経済では、先進諸国が世界のGDPを占める割合が減少の一途を辿っている一方、新興・途上国が占める割合は増加し続けるという変化を見せている。図表16で示すように、先進国を大きく上回る経済成長ペースを保つ新興・途上国が世界のGDPに占める割合は、2000年に約20%に過ぎなかったが、2008年に30%を超えており、さらに2016年に40%近くまで上昇した。しかし、現在の国際通貨体制の中では、ドル、ユーロ、円、ポンドという先進国通貨が依然として中核的な役割を担っている（図表17参照）。こうした経済力構造と通貨地位の不整合の拡大は、自国通貨をドルなどの主要通貨に連動させている新興諸国に、為替相場の安定維持のためにかかる不必要な負担を増大

32) 張（2011）、49-52参照。

図表16 新興・途上国が世界のGDPに占める割合の推移（単位：％）



（出所）経済産業省『通商白書』より筆者作成。

図表17 国際通貨としての主要通貨のシェア（単位：％）

	ドル			ユーロ			円			ポンド		
	2007	2010	2013	2007	2010	2013	2007	2010	2013	2007	2010	2013
外為取引	85.6	84.9	87.0	37.0	39.0	33.4	17.2	19.0	23.0	14.9	12.9	11.8
外貨準備	63.9	62.1	61.2	26.1	25.7	24.2	3.2	3.7	3.8	4.8	3.9	4.0
国際債券残高	34.9	39.1	36.0	48.8	44.1	44.7	2.7	2.8	2.2	7.9	7.7	9.6

（出所）国際決済銀行（BIS），国際通貨基金（IMF）のデータより筆者作成。

（注）外国為替は合計200％，外貨準備は合計100％，国際債券残高は合計100％となる。

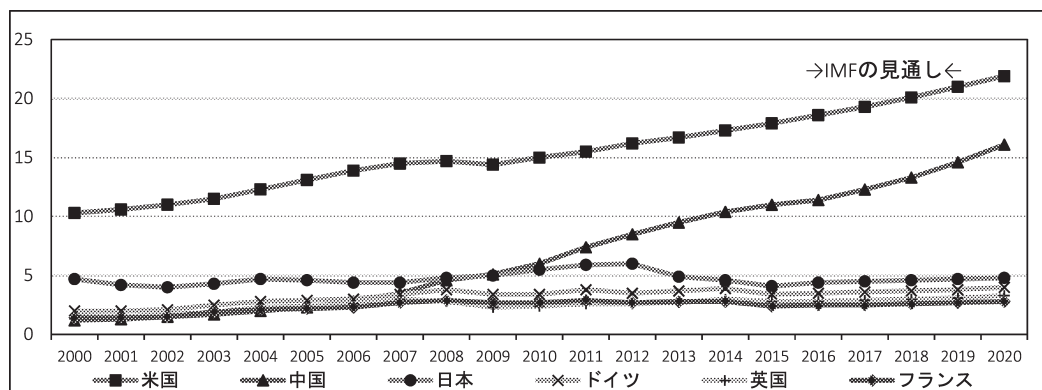
させるほか、これらの国々の金融・為替政策の独立性と有効性をも大きく低下させる³³⁾。特に、2008年のリーマンショック以降、クレジットクランチに陥った先進諸国は自国の景気回復を優先させ、外国に及ぼす可能な悪影響を無視して、大規模な量的緩和政策を相次いで打ち出したことから、相対的に通貨の切り上げリスクに晒される新興諸国も追隨して通貨供給量を受動的に増やした。それによって、外貨準備の膨脹やインフレ率の上昇などの問題に直面した新興諸国からの従来の国際通貨体制に対する不満が寄せられた。こうした中で、国際通貨体制の現状の改革を最も強く要請したのは中国であった。

2000年以降、新興・途上国経済の急成長に最も貢献したのは中国であった。2009年に中国は日本を乗り越えて米国に次ぐ世界第2位の経済大国となっており、また同年でドイツに取って代わり世界第1位の輸出国となった(図表18, 図表19参照)。こうした経済の急速な発展を背景に、中国国内では経済規模の拡大に見合った通貨地位を獲得する要望がますます強くなった。また、実際に金融危機の発生が招いた基軸通貨ドル体制に対する信認の動揺は、中国人民元にかつてない発展の空間を与えたといえる。2009年3月に中国人民銀行の周小川総裁は、ロンドンで開催する主要20カ国・地域（G20）金

33) この点については高（2015），26-27頁を参照されたい。

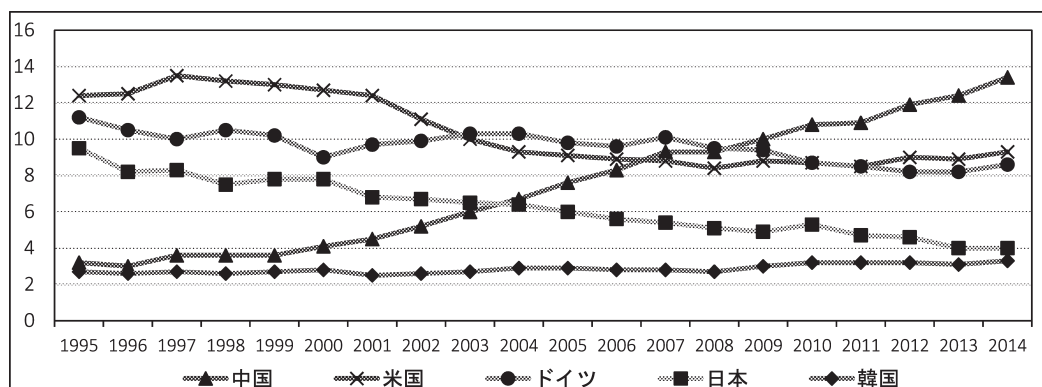
融サミット（首脳会合）に先立って発表した「国際通貨体制改革に関する考察 (Reforming the International Monetary System)」と題する論文の中で、グローバル金融危機に対する反省の視点から、現行のドルを中心とする国際通貨体制の内在する脆弱性とシステミック・リスクを指摘した。周総裁は、現行の国際通貨体制下で、「準備通貨の発行国は、世界に流動性を供給すると同時に、通貨価値の安定を維持することはできないというトリフィンのジレンマが依然として存在している」と明言した上で、超国家的準備通貨の特徴と潜在力を備えるSDRの機能の拡充及び、その価値を決定するバスケットの構成通貨の世界の主要経済大国の通貨への拡大を提案した。しかしながら、周総裁も認めるように、SDRの国際準備通貨への昇格は長期的な目標であり、その実現に向けて克服すべき多くの課題が残っているため、中国にとって、SDR準備通貨構想の推進というよりも、現行の国際通貨システムに対する不満を伝え、世界経済力の変化に対応する国際通貨体制の改革を志向する決意を表明することが、周論文が目指した目標であったものと考えられる。このように、この論文は中国が自国通貨の本格的

図表18 主要国が世界のGDPに占める割合の推移（単位：％）



（出所）国際通貨基金（IMF）のデータより筆者作成。

図表19 世界輸出に占める主要国のシェアの推移（単位：％）



（出所）経済産業省『通商白書』より筆者作成。

な国際化に向けた布石を打ったものと考えられ、またその刺激を受けて、同年の7月に中国政府は人民元国際化の第一歩を踏み出した。

以上より、2008年に米国発の金融危機が勃発して以降、中国は輸出の落ち込みに伴う経済成長の急減速に直面するとともに、ドル相場の趨勢的下落に伴う外貨準備資産の価値毀損の危険に晒された。こうした背景の下で、中国政府は先進国経済・通貨に依存しすぎた現状の改革に乗り出した。しかし、中国が短期間で全体の経済構造及び、外貨準備の総額と資産構成を調整するのは容易なことではないため、通貨面での「人民元の国際化」が中国にとっての輸出刺激やリスク管理上の次善策となった。その一方、1990年代以来、中国は驚異的な経済成長を遂げており、また2009年から米国に次ぐ世界第2位の経済大国となった。それに伴って、中国はこれまでに国際金融や通貨競争で長期的に劣勢に立たされる現状を抜本的に見直し、中国が主導する新たな国際金融秩序を再建するための一環として、経済規模の拡大に見合った自国通貨の国際的地位の獲得を目指すようになった。「過去100年余りの間、世界第2位の経済大国の通貨が国際通貨でなかった例は稀である」³⁴⁾という論調がますます盛り上がる中で、「人民元の国際化」は中国にとっての必然的な選択肢ともなっていく。このような意図に基づいて、中国は人民元の国際化を経済的・政治的な目的を同時に達成する重要な戦略として掲げており、またその推進のために、貿易や金融などの多方面での人民元の国際的な使用を拡大させる一連の誘導政策を実施してきたほか、首脳レベルでの通貨外交をも広範囲に展開するなど、国の総力をあげた特徴的な取り組みを行なっている（図表20参照）。

図表20 中国の首脳レベルの外交実績（訪問先）

	トップ	訪問国（2014年～2016年）
2014年	習近平 国家主席	<u>ロシア</u> 、 <u>オランダ</u> 、 <u>フランス</u> 、 <u>ドイツ</u> 、 <u>ベルギー</u> 、 <u>韓国</u> 、 <u>ブラジル</u> 、 <u>アルゼンチン</u> 、 <u>ベネズエラ</u> 、 <u>キューバ</u> 、 <u>モンゴル</u> 、 <u>タジキスタン</u> 、 <u>モルディブ</u> 、 <u>スリランカ</u> 、 <u>インド</u> 、 <u>ニュージーランド</u> 、 <u>オーストラリア</u> 、 <u>フィジー</u> （18カ国）
	李克強 国務院総理	<u>エチオピア</u> 、 <u>ナイジェリア</u> 、 <u>アンゴラ</u> 、 <u>ケニア</u> 、 <u>イギリス</u> 、 <u>ギリシャ</u> 、 <u>ドイツ</u> 、 <u>ロシア</u> 、 <u>イタリア</u> 、 <u>ミャンマー</u> 、 <u>カザフスタン</u> 、 <u>セルビア</u> 、 <u>タイ</u> （13カ国）
2015年	習近平 国家主席	<u>パキスタン</u> 、 <u>インドネシア</u> 、 <u>カザフスタン</u> 、 <u>ロシア</u> 、 <u>ベラルーシ</u> 、 <u>アメリカ</u> 、 <u>イギリス</u> 、 <u>ベトナム</u> 、 <u>シンガポール</u> 、 <u>トルコ</u> 、 <u>フィリピン</u> 、 <u>フランス</u> 、 <u>ジンバブエ</u> 、 <u>南アフリカ</u> （14カ国）
	李克強 国務院総理	<u>スイス</u> 、 <u>ブラジル</u> 、 <u>コロンビア</u> 、 <u>ペルー</u> 、 <u>チリ</u> 、 <u>ベルギー</u> 、 <u>フランス</u> 、 <u>韓国</u> 、 <u>マレーシア</u> （9カ国）
2016年	習近平 国家主席	<u>サウジアラビ</u> 、 <u>エジプト</u> 、 <u>イラン</u> 、 <u>チエコ</u> 、 <u>アメリカ</u> 、 <u>セルビア</u> 、 <u>ポーランド</u> 、 <u>インド</u> 、 <u>ウズベキスタン</u> 、 <u>カンボジア</u> 、 <u>バングラディシュ</u> 、 <u>エクアドル</u> 、 <u>ペルー</u> 、 <u>チリ</u> （14カ国）
	李克強 国務院総理	<u>モンゴル</u> 、 <u>ラオス</u> 、 <u>カナダ</u> 、 <u>キューバ</u> 、 <u>キルギスタン</u> 、 <u>カザフスタン</u> 、 <u>ラトビア</u> 、 <u>ロシア</u> （8カ国）

（出所）国務院ホームページより筆者作成。

（注）下線は中国と通貨スワップ協定を締結し、或いは中国にRQFII投資枠が付与された国を示す。

34) 張（2011）、50頁。

IV 国際貿易取引通貨としての人民元の発展

以上では、2008年のグローバル金融危機後の特別なタイミングで、中国政府が人民元国際化戦略を打ち出した背景と必然性についてみてきた。IIで議論したように、外国為替論アプローチ国際通貨論により、国際通貨の性格を決定できる究極的なメルクマールである為替媒介通貨機能を獲得するためには、「下(=市場)から」の取引数量面アプローチと「上から」の価格面アプローチという2つのルートがある。2009年7月に中国は、クロスボーダー人民元建て貿易決済を正式に解禁することで、人民元国際化の第一歩を踏み出した。また現段階では、資本取引の自由化を慎重に進めるとする政府の方針を反映して、人民元建て決済は資本取引よりも貿易をはじめとする経常取引を中心として行われてきているため³⁵⁾、本稿ではこうした市場面から始動した人民元国際化の貿易次元における進捗状況を考察する。

1. クロスボーダー人民元建て貿易契約決済

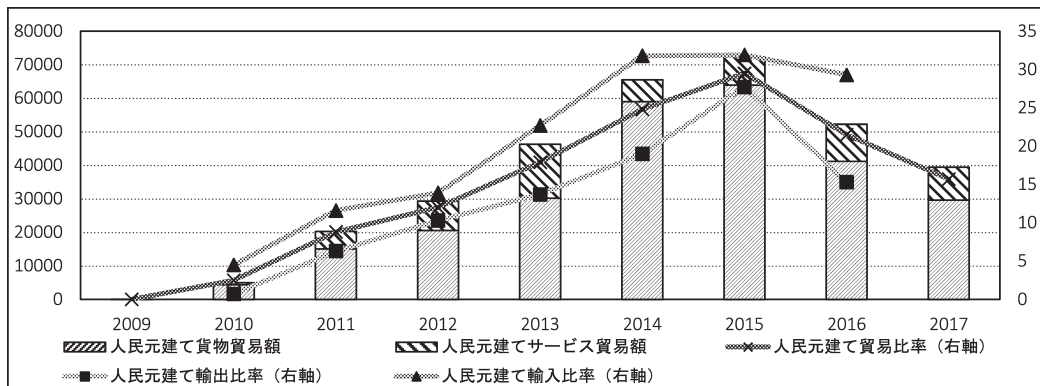
(1) 人民元建て貿易契約決済の導入

2008年12月8日に、中国の国務院弁公庁が公布した「当面の金融による経済発展促進に関する若干意见(〔2008〕126号)」「(金融三十条)とも呼ばれる)の中で、香港での人民元業務の発展の支援及び、周辺諸国との貿易における人民元建て決済の実現などの内容が示された(第22条)。また、同年12月24日の国務院常務会議では、広東省・長江デルタ地区(上海市、江蘇省、浙江省)と香港・マカオとの間、広西チワン族自治区・雲南省とASEANとの間の貨物貿易において、クロスボーダー人民元建て決済を試験的に導入する構想が提出された。その後約半年間の準備期間を経て、2009年7月2日に、国務院の6部・委員会(中国人民銀行、財務部、商務部、税関総署、国家税務総局、中国銀行業監督管理委員会)が連名で「クロスボーダー人民元建て貿易決済試点管理弁法」を発表し、上海市と広東省の広州市、深セン市、珠海市、東莞市という5都市で選別された365社のパイロット企業と香港、マカオ、ASEANとの間の貨物貿易に限定された人民元建て決済が正式的に実施に移された。また、2010年6月22日からクロスボーダー人民元建て貿易決済の解禁地域が国内の20省・直轄市・自治区と全世界との間の経常取引に拡大された。そして、2011年8月24日から、国内の適応地域が全国に広がった。

こうした一連の動きによって、中国によるクロスボーダー人民元建て貿易契約決済額は急速に増加し始めた。図表21で示すように、人民元建て貿易契約決済が開始された2009年にその取引額は36億元に過ぎなかったが、2011年に2兆元に跳ね上がっており、2012年には3兆元近くまで増加した。さらに、2015年には7.23兆元を記録した。こうして、中国の人民元建て貿易契約決済の比率は2009年のほぼゼロから2015年の約30%に上昇した。だが、2015年にピークに達した後、中国による人民元建て貿易契約決済額は2016年には5.23兆元に急減し、2017年まで減少傾向を続けている。その原因としては、同年8月11日に中国人民銀行が行った人民元為替相場改革を契機に、人民元の対米ドル相場が一旦元

35) 関(2017a), 1頁参照。

図表21 クロスボーダー人民元建て貿易契約決済額の推移 (単位：億元，%)



(出所) 中国人民銀行，国際外為管理局のデータより筆者作成。

(注) 2017年は1月から11月までの累計額を示している。

図表22 人民元建て貿易決済の受取/支払比率の推移 (単位：%)

時期	元建て輸出・受取額	元建て輸入・支払額	受取：支払の比率
2010年	779億元	4284億元	1：5.50
2011年	7708億元	1.31兆元	1：1.70
2012年	1.33兆元	1.60兆元	1：1.20
2013年	1.88兆元	2.75兆元	1：1.46
2014年	2.73兆元	3.83兆元	1：1.40
2015年	3.91兆元	3.32兆元	1：0.85
2016年	2.15兆元	3.08兆元	1：1.43
合計	12.85兆元	16.32兆元	1：1.27

出所：『中国貨幣政策執行報告』，『人民元国際化報告』に基づく筆者作成。

安傾向に向かったことから，人民元先高期待を背景に人民元建て貿易取引にブレーキがかかったことなどが挙げられる³⁶⁾。またその影響で，2015年に人民元建て輸出比率は人民元建て輸入比率よりも大きな増加幅を示したほか³⁷⁾，実際の人民元建て貿易決済による受取額（元建て輸出）が支払額（元建て輸入）を上回るという状況も2015年に初めて観察された³⁸⁾（図表22参照）。こうした変化もそれまでの元高期待が元安期待に変わったことを受けて，内外市場間の裁定取引が人民元を香港などのオフショア市場から国内に持ち込む方向に転じたことによるものであったと考えられている³⁹⁾。この点については後に再度論じたい。

36) これについて鳥谷（2015），55-56頁，関（2017），1-6頁，香港取引所（2017），1-2頁を参照されたい。

37) 2014年から2015年まで人民元建て輸出は19.0%から27.7%，人民元建て輸入は31.8%から31.9%に上昇した。

38) 2016年に人民元建て輸出の比率は再び急低下したが，その原因としては政府による規制強化が挙げられる。

39) 関（2017a），3-4頁参照。

(2) 人民元建て貿易契約決済の促進策

上記の図表22で示すように、人民元建て貿易決済の規模と方向は人民元為替レートの変動と密接に関わっており、また2015年には人民元建て貿易決済において受取額が支払額を超過することになったが、それでも全体として人民元建て貿易決済によって人民元が海外オフショア市場へ純流出する状況にあることは否定できない。そのため、香港取引所(2017)はクロスボーダー人民元建て貿易決済を、海外オフショア市場へ人民元の長期流動性を供給する源泉と呼んでいる⁴⁰⁾。こうした人民元建て貿易契約決済が順調に進められる理由としては、中国を含む2国間通貨スワップ協定の締結による資金供給の補充、人民元クリアリング銀行の設置による資金決済の効率化及び、人民元建て貿易金融の活用による資金決済の利便性の向上などが挙げられる。近年、中国人民銀行は数多くの国の中央銀行との間で、人民元と相手国通貨を融通し合う通貨スワップ(交換)協定を締結した。もともと、通貨スワップ協定は通貨危機などの緊急時に、短期流動性の枯渇に対処することを目的として2国間で結ばれるものである。だが、中国政府が他国と通貨交換を積極的に展開することについては、「流動性危機への備えというよりも、中央銀行を通じて人民元を調達する仕組みを整え、相手国の企業が中国企業との取引で元建て決済に応じやすくすることに重きを置く」という見解が示されている⁴¹⁾。また同様に、張(2009)は、中国と他国の通貨スワップを、外国の輸入業者に代金の支払いに必要な人民元資金を提供する手段と、外国の輸出業者から人民元資金を回収するチャンネルであると理解している⁴²⁾。そのため、中国人民銀行による通貨スワップ網の構築は、「上から」のアプローチにより実施された人民元建て貿易決済の誘導策であると考えても良い。2016年6月まで、人民銀行は、海外の35カ国・地域の中央銀行との間で、合計3.33兆元の通貨スワップ協定を結んだ(図表23参照)。

また、「下(=市場)から」のアプローチによる施策の1つとしては、人民元クリアリング銀行の設置が挙げられる。中国では、本土オンショア市場と海外オフショア市場が基本的に分断されているため、オフショアにある外国銀行は、中国人民銀行が指定した国内の地場銀行の海外支店を通じて、人民元の決済を行わなければならない。こうした中国本土から調達した人民元資金を利用して、オフショア市場での人民元の取引ニーズに応えるような地場銀行の海外支店が、人民元クリアリング銀行と呼ばれている。2015年末までに、中国はアジアや欧州、南北アメリカ、アフリカの20カ国・地域において、人民元決済を可能とするクリアリング銀行を設立した(図表24参照)。通貨スワップ協定と人民元クリアリング銀行を利用するクロスボーダー人民元建て貿易決済のスキームは図表25に示しているので参照されたい。

クロスボーダー人民元建て貿易契約決済の発展を推進するためのもう1つの重要な措置は、人民元建て貿易金融の展開である。貿易金融とは、輸出入に必要な資金を銀行が企業に融資することを指す。輸出品を船積みした後、銀行が輸出企業から為替手形を買い取って資金を融通することで輸出代金の回収を早める金融サービスが代表的である⁴³⁾。2015年8月現在、世界の貿易金融(L/C)の通貨別構成

40) 香港取引所(2017), 1頁。

41) 『日本経済新聞』2012年6月30日, 朝刊。

42) 張(2009), 41-42参照。

43) 『日本経済新聞』2012年6月7日, 朝刊。

図表23 中国人民銀行と各国の中央銀行（通貨当局）間で結ばれた通貨スワップ協定

締結相手国	締結日	規模（億元）	期間
香港	2009年1月20日	2000億元/2270億香港ドル	3年
	2011年11月22日*	4000億元/4900億香港ドル	
	2014年11月22日*	4000億元/5050億香港ドル	
マレーシア	2009年2月8日	800億元/400億マレーシア・リングギット	3年
	2012年2月8日*	1800億元/900億マレーシア・リングギット*	
	2015年4月17日*	1800億元/900億マレーシア・リングギット*	
ベラルーシ	2009年3月11日	200億元/8万億ベラルーシ・ルーブル	3年
	2015年5月10日*	70億元/16万億ベラルーシ・ルーブル*	
インドネシア	2009年3月23日	1000億元/175万億インド・ルピー	3年
	2013年10月1日*	1000億元/175万億インド・ルピー*	
アルゼンチン	2009年4月2日	700億元/380億アルゼンチン・ペソ	3年
	2014年7月18日*	700億元/900億アルゼンチン・ペソ*	
韓国	2009年4月20日	1800億元/38万億ウォン	3年
	2011年10月26日*	3600億元/64万億ウォン*	
	2014年10月11日*	3600億元/64万億ウォン*	
アイスランド	2010年6月9日	35億元/660億アイスランド・クローナ	3年
	2013年9月11日*	35億元/660億アイスランド・クローナ*	
シンガポール	2010年7月23日	1500億元/300億シンガポール・ドル	3年
	2013年3月7日*	3000億元/600億シンガポール・ドル*	
	2016年3月7日*	3000億元/600億シンガポール・ドル*	
ニュージーランド	2011年4月18日	250億元/50億ニュージーランド・ドル	3年
	2014年4月25日*	250億元/50億ニュージーランド・ドル*	
ウズベキスタン（失効）	2011年4月19日	7億元/1670億ウズベキスタン・スム	3年
モンゴル	2011年5月6日	50億元/1万億モンゴル・トゥグルグ	3年
	2012年3月20日*	100億元/2万億モンゴル・トゥグルグ*	
	2014年8月21日*	150億元/4.5万億モンゴル・トゥグルグ*	
カザフスタン	2011年6月13日	70億元/1500億カザフスタン・テンゲ	3年
	2014年12月14日*	70億元/2000億カザフスタン・テンゲ*	
タイ	2011年12月22日	700億元/3200億タイ・バーツ	3年
	2014年12月22日	700億元/3700億タイ・バーツ	
パキスタン	2011年12月23日	100億元/1400億パキスタン・ルピー	3年
	2014年12月23日*	100億元/1650億パキスタン・ルピー*	
アラブ首長国連邦	2012年1月17日	350億元/200億ディルハム	3年
	2015年12月14日*	350億元/200億ディルハム*	
トルコ	2012年2月21日	100億元/30億トルコ・リラ	3年
	2015年9月26日*	120億元/50億トルコ・リラ*	
オーストラリア	2012年3月22日	2000億元/300億オーストラリア・ドル	3年
	2015年3月30日*	2000億元/400億オーストラリア・ドル*	
ウクライナ	2012年6月26日	150億元/190億ウクライナ・フリヴニャ	3年
	2015年5月15日*	150億元/540億ウクライナ・フリヴニャ*	
ブラジル（失効）	2013年3月26日	1900億元/600億ブラジル・レアル	3年
英国	2013年6月22日	2000億元/200億英ポンド	3年
	2015年10月20日*	3500億元/350億英ポンド*	
ハンガリー	2013年9月9日	100億元/3750億ハンガリー・フォリント	3年
アルバニア	2013年9月12日	20億元/358億アルバニア・レク	3年
ユーロ圏（ECB）	2013年10月8日	3500億元/450億ユーロ	3年
スイス	2014年7月21日	1500億元/210億スイス・フラン	3年
スリランカ	2014年9月16日	100億元/2250億スリランカ・ルピー	3年
ロシア	2014年10月13日	1500億元/8150億ロシア・ルーブル	3年
カタール	2014年11月3日	350億元/208億カタール・リヤル	3年
カナダ	2014年11月8日	2000億元/300億カナダ・ドル	3年
スリナム	2015年3月18日	10億元/5.2スリナム・ドル	3年
アルメニア	2015年3月25日	10億元/770億ドラム	3年
南アフリカ	2015年4月10日	300億元/540億南アフリカ・ランド	3年
チリ	2015年5月25日	220億元/22000億チリ・ペソ	3年
タジキスタン	2015年9月3日	30億元/30億ソモニ	3年
モロッコ	2016年5月11日	100億元/150億モロッコ・ディルハム	3年
セルビア	2016年6月17日	15億元/270億セルビア・ディナール	3年
		合計：33257億元	

（出所）中国人民銀行ホームページより作成。
 （注）*は更新された後の締結額を示している。

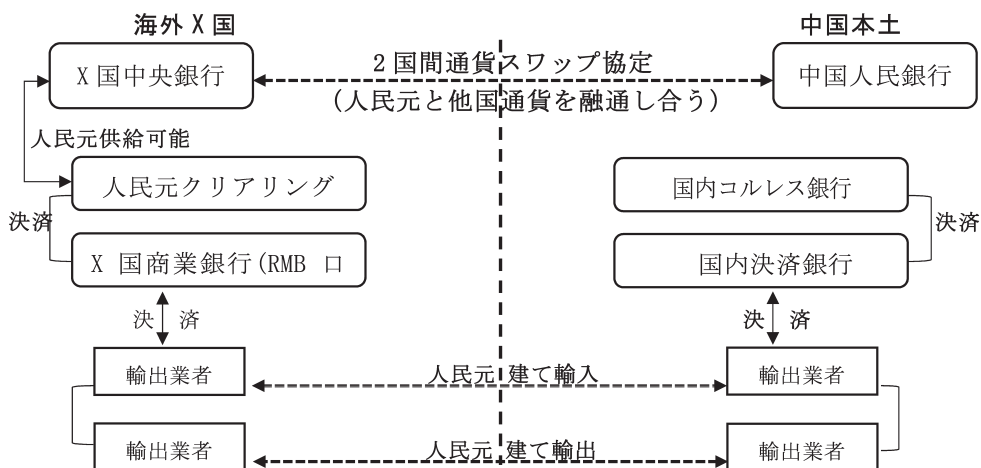
図表24 海外オフショア市場に設置された人民元のクリアリング銀行

設置の時期	国・地域	クリアリング銀行名
2003年12月	香港	中国銀行（香港）有限公司
2004年09月	マカオ	中国銀行マカオ支店
2012年12月	台湾	中国銀行台北支店
2013年02月	シンガポール	中国工商银行シンガポール支店
2014年06月	イギリス	中国建設銀行ロンドン支店
2014年06月	ドイツ	中国銀行フランクフルト支店
2014年07月	韓国	交通銀行ソウル支店
2014年09月	フランス	中国銀行パリ支店
2014年09月	ルクセンブルク	中国工商银行ルクセンブルク支店
2014年11月	カタール	中国工商银行ドーハ支店
2014年11月	カナダ	中国工商银行（カナダ）有限公司
2014年11月	オーストラリア	中国銀行シドニー支店
2015年01月	マレーシア	中国銀行（マレーシア）有限公司
2015年01月	タイ	中国工商银行（タイ）有限公司
2015年05月	チリ	中国建設銀行チリ支店
2015年06月	ハンガリー	中国銀行ハンガリー支店
2015年07月	南アフリカ	中国銀行ヨハネスブルグ支店
2015年09月	アルゼンチン	中国工商银行（アルゼンチン）有限公司
2015年09月	ザンビア	ザンビア中国銀行
2015年11月	スイス	中国建設銀行チューリッヒ支店

（出所）中国人民銀行ホームページより筆者作成。

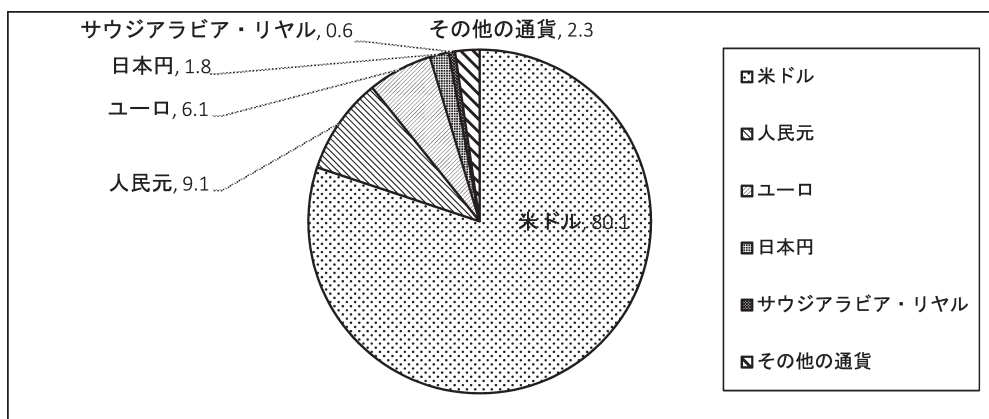
図表25 クロスボーダー人民元建て貿易決済スキーム

<海外X国の貿易業者が中国本土の貿易業者と人民元建て決済を行うケース>



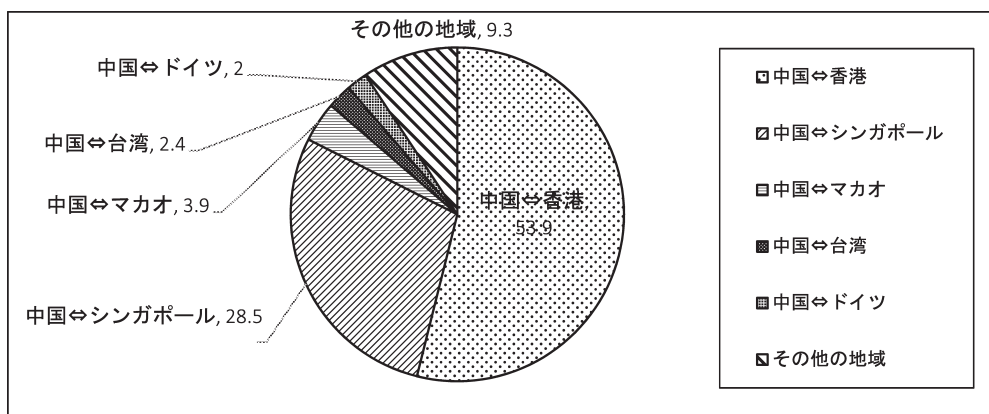
（出所）関根（2010），張（2011），猪又・大谷・杵渕・松永（2016）を参考に筆者作成。

図表26 世界の貿易金融（L/C）の地域別構成（単位：％）



(出所) SWIFT, RMB Tracker 2015 Sibos Editionより筆者作成。

図表27 人民元建て貿易金融（L/C）の地域別構成（単位：％）



(出所) SWIFT, RMB Tracker 2015 Sibos Editionより筆者作成。

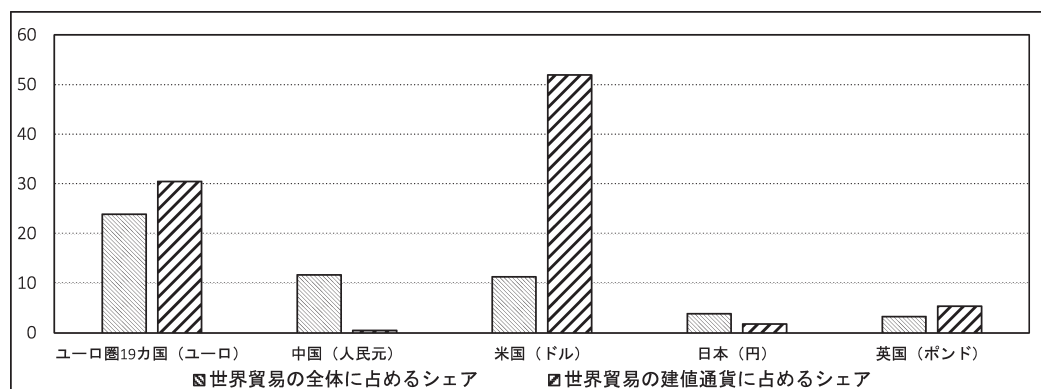
をみると、人民元がユーロを抜き米ドルに次ぐ第2位の通貨であり、世界の貿易金融の建値通貨に占めるシェアは9.1%に達している（図表26参照）。また、人民元建て貿易金融の地域別構成をみると、中国と香港間は最大で53.9%を占めており、それに次いで、中国とシンガポール間は全体の28.5%を占めている（図表27参照）。このような人民元建て貿易金融の広範な利用は、クロスボーダー人民元建て貿易契約決済を行う際の利便性の向上にも貢献している。例えば、中国大陸の輸出業者にとって人民元を貿易契約決済通貨として香港側の輸入業者へ貨物を輸出する際に、人民元建て貿易金融の利用が可能であれば、銀行信用の介在により輸出業者が代金回収に対する不安を解消できる一方、輸入業者も代金支払に余裕ができる。

(3) 貿易当事国通貨としての利用：グローバルレベル

以上では、人民元建て貿易契約決済の拡大に向けてこれまでに実施された取り組みを簡単に見たが、続いて、人民元建て貿易契約決済の利用の度合いを確認したい。IIで触れたように、通貨国際化の程度を評価する際には、「当事国通貨」として使用されているか、或いは「第3国通貨」として使用されているかをはっきり区別しないと、単なる通貨の国際化の進展が、通貨の国際通貨化の過程と誤認される危険性がある。そのため、貿易決済において、人民元が貿易当事国通貨として十分に活用されているかどうかを考察することが人民元国際化の評価に対して極めて重要な基準となっている。ここでは、「世界貿易の全体に占める中国のシェア」と「世界貿易の建値通貨に占める人民元のシェア」という2つの指標を比較することで説明したい。

世界貿易の全体に占めるシェアでみた場合、中国は11.7%で、ユーロ圏19カ国(23.9%)に次ぐが、アメリカ(11.3%)、日本(3.9%)と英国(3.3%)を上回るように、世界第2位の規模を維持している。他方、世界の貿易の建値通貨に占めるシェアをみると、人民元はわずか0.5%で、円(1.8%)、ポンド(5.4%)、ユーロ(30.5%)とドル(51.9%)を大きく下回っている(図表28参照)。これによって、貿易決済通貨として、どの通貨がどの程度に利用されていることが捉えられる。例えば、ドル、ユーロ、ポンドのシェアは、アメリカ、ユーロ圏諸国及び英国が世界貿易に占めるシェアを超過しているため、これらの国々が関与しない第3国間の貿易取引においても、この3つの通貨が使用されていることが示唆される。特に、貿易量と通貨の使用量のギャップが最も大きいドルは、戦後から現在までも働いている一次産品取引におけるドル建て決済の慣性(inertia)等によって、第3国貿易決済通貨として最も使われている。それに対して、人民元の利用は円と同じく、自国の世界貿易の全体に占めるシェアよりも低いので、現在のところ、貿易取引通貨としての人民元は、中国の経済規模に相当する地位に到達していないことがわかる。これは、グローバルレベルでは、貿易方面での人民元の国際化・国際通貨化が依然として第1段階の途上にあることを意味している。

図表28 世界の貿易(建値通貨)に占める主要国(通貨)のシェア(単位:%)



(出所) Handbook of Statistics, UNCTAD 2016, Worldwide Currency Usage and Trends, SWIFT 2015より筆者作成。

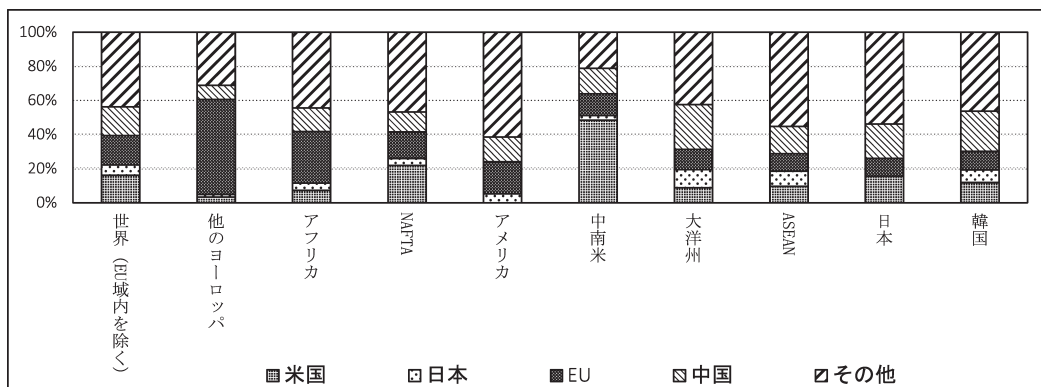
2. アジア太平洋地域における人民元建て貿易契約決済の進捗状況

上述したように、現在のところ、全体として人民元は貿易当事国通貨としての機能さえも十分には満たしていない。このような状況の下では、人民元建て貿易決済が一定程度進展している特定の地域に焦点を当てて、当該地域の貿易決済における人民元の利用の現状や特徴、問題点などを解明することが、次の段階の人民元の発展を展望する際の重要な課題となってくる。世界を諸地域に分けて、貿易相手国をみた場合、EU以外のヨーロッパやアフリカでは、EUとの貿易が多く、また、南北アメリカでは、アメリカとの貿易が多いので、これらの地域の貿易決済は、基本的にユーロとドルを使用していると考えられる。他方で、アジアや大洋州地域では、中国は欧米諸国より重要な貿易相手国となるため、アジア太平洋地域の国々の貿易決済における人民元の広範な利用が期待される(図表29参照)。ここでは、特に東アジアのASEAN、日本、韓国を取り上げて、これらの諸国における人民元建て貿易決済の進捗状況をみていきたい。

(1) ASEAN—ベトナムを例として—

世界金融危機が勃発して以降、中国の貿易に占める日欧米諸国のシェアが大きく低下したのに対し、アジア諸国のシェアは上昇し続けた。2009年から、中国はEU、日本と米国を越えて、ASEANにとっての最大の貿易相手国となった。また、2010年のASEANと中国間の自由貿易協定(AFTA)の締結を契機に、双方向からの貿易取引がさらに活発になった。2016年に中国とASEAN10カ国との貿易額は3,616億ドルに達しており、中国がASEANの貿易全体に占めるシェアは輸出で12.7%(域外輸出の16.7%)、輸入で19.5%(域外輸入の24.9%)に達している(図表30参照)。その一方、中国側からみれば、ASEANが中国の貿易に占めるシェアは2016年で12.3%となっている。そのうち、対ベトナム(21.7%)、マレーシア(19.2%)、タイ(16.8%)、シンガポール(15.6%)、インドネシア(11.8%)、フィリピン(10.4%)の6カ国との貿易は、中国とASEAN間の貿易全体の95.5%を占めている。そして、この主要6カ国が中国とASEAN間の貿易に占めるシェアの推移をみると、従来の中国にとっての

図表29 世界の主要地域の貿易相手国の構成 (単位：%)



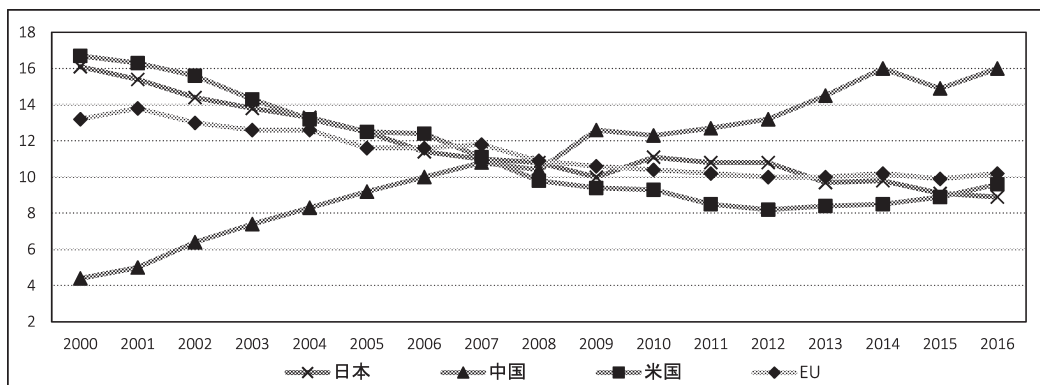
(出所) IMF, *Direction of Trade Statistics 2016* より筆者作成。

最重要なパートナーであったマレーシアやシンガポール、インドネシアなどの国々のシェアが低下傾向にあるのに対して、ベトナムのシェアは2010年から2016年に倍増し、ASEAN最大の対中国貿易相手国となっている（図表31参照）。

実際、ASEAN各国の貿易規模を比較すると、ベトナムはシンガポール、タイに次ぐ第3位の地位を占めている。またベトナムはASEAN域内での最大の対中国貿易国であると同時に、主要の6カ国のうち自国の貿易に占める中国のシェアが最も高い国でもある（図表32参照）。これは、中国とベトナムとの2国間の貿易取引における人民元建て決済の拡大に有利な環境を提供している。

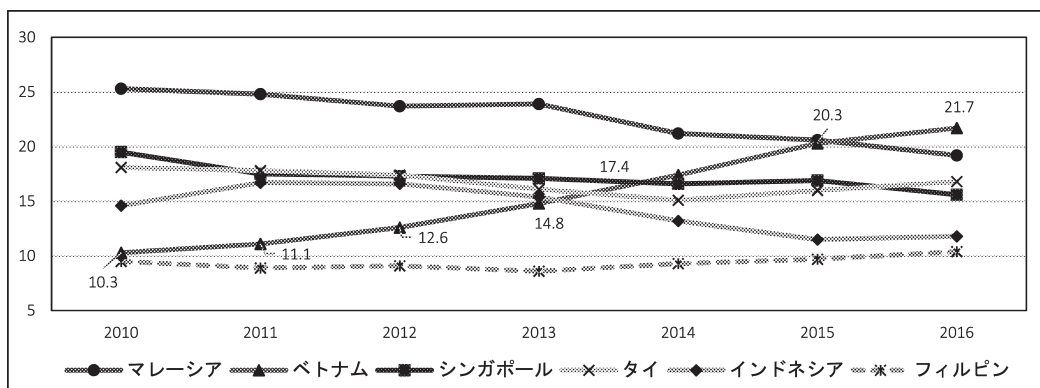
中国の対ベトナム貿易の地域別構成をみると、国内各省・直轄市・自治区のうち、ベトナムと国境を接している広西チワン族自治区（以下、広西）は、輸出入とも最大のシェアを占めている（図表33参照）。2016年、広西の対ベトナムの輸出額は、広西の輸出全体の約60%、広西の対ASEANの輸出全体の約90%を占めている（図表34参照）。そして、広西の人民元建て貿易決済額は、2014年で1,435億元となっており、中国の人民元建て貿易決済全体に占める割合は高くないが、広西の貿易全体に占め

図表30 ASEANの貿易に占める日本、中国、米国、EUのシェアの推移（単位：%）



（出所）日本貿易振興機構（ジェトロ）『世界貿易投資報告』より筆者作成。

図表31 主要6カ国が中国対ASEAN貿易に占めるシェアの推移（単位：%）



（出所）中国海関総署のデータより筆者作成。

る割合は57.6%に達している(図表35参照)。以上より、広西は、中国の各地域のうち人民元建て貿易決済比率が最も高い地域であることがわかるほか、広西とベトナムとの間の貿易取引において、人民元建て決済の利用度が比較的に高い水準にあることが予想できる。

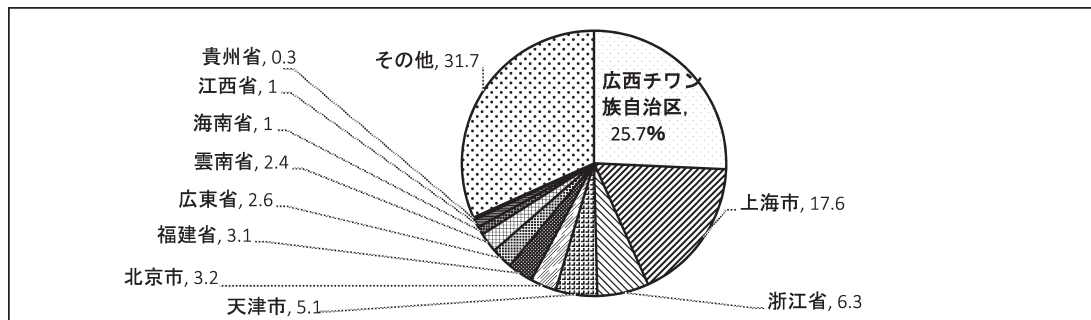
王华(2015)は、中国とASEANとの間の貿易で橋頭堡としての役割を果たす広西が、人民元建て貿易決済を推進する際の優位性を考察した上で、「現在、広西とベトナム間の貿易取引で人民元建て決済の比率は90%に達している」⁴⁴⁾と推計している。こうした広西とベトナム間の貿易における人民元建て決済の急増は、中国とASEANとの2国間貿易において人民元の使用が拡大するなかでも、最も代表的な例となっている。それと同時に、中国はその他のASEAN各国との間でも、人民元建て貿易決済の拡

図表32 ASEAN主要国の貿易規模と中国が占める割合(単位:億ドル,%)

	シンガポール	タイ	ベトナム	マレーシア	インドネシア	フィリピン
貿易総額	6,122	4,096	3,712	3,655	2,797	1,480
中国との貿易	826	659	728	581	475	221
中国の比重	13.5	16.1	19.6	15.9	17.0	14.9

(出所) 日本外務省のアジア大洋州局地域政策課のデータより筆者作成。

図表33 中国の対ベトナム貿易の地域別構成(単位:%)



(出所) 中国海関総署ホームページより筆者作成。

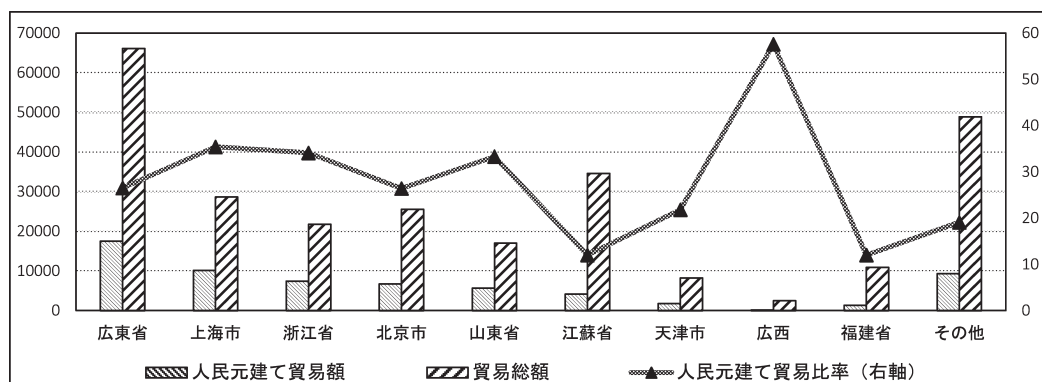
図表34 広西チワン族自治区の輸出貿易に占めるベトナムの地位(単位:億元,%)

広西の輸出貿易	2012	2013	2014	2015	2016
広西の輸出額(億元)	976	1,158	1,495	1,740	1,524
広西の対アジアの輸出額(億元)	761	947	1,284	1,515	1,268
広西の対ASEANの輸出額(億元)	589	779	1,049	1,207	992
広西の対ベトナムの輸出額(億元)	522	708	940	1,112	916
広西の対ベトナム輸出/広西の輸出 (%)	53.5	61.1	62.9	63.9	60.1
広西の対ベトナム輸出/広西の対ASEAN輸出 (%)	88.6	90.9	89.6	92.1	92.3

(出所) 中国海関総署, 国家統計局ホームページより筆者作成。

44) 王(2015), 108頁。

図表35 中国の主要な地域の人民元建て貿易比率の比較 (単位: 億ドル, %)



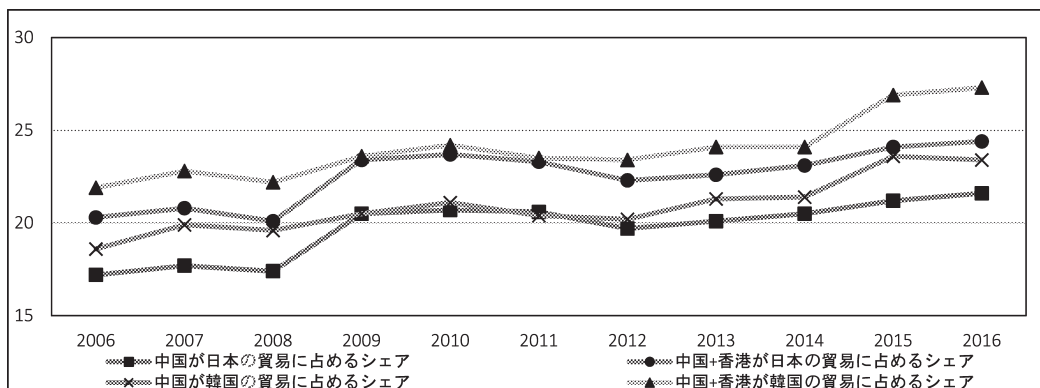
(出所) 海関総署ホームページ、『人民元国際化報告・2015年』より筆者作成。

大に向けた取り組みを積極的に実施している。2016年3月まで、中国人民銀行は、シンガポール、マレーシア、インドネシア、タイという4カ国の中央銀行との間で、合計6,500億元の通貨スワップ協定を締結した。これは、ASEAN域内の人民元の流動性を大きく増加させることで、従来から中国との貿易結合度が高いASEANでの人民元の利用をさらに促進する効果を有する。

(2) 日本

続いて、日本の貿易建値通貨に占める人民元のシェアの推移をみていきたい。2007年から、中国は米国に取って代わり、日本にとっての最大の貿易相手国となりその地位を現在まで維持している。2016年の中国が日本の貿易に占めるシェアは21.6%になっており、さらに香港をも含めると24.4%に達している(図表36参照)。一方で、日本の貿易建値通貨の構成をみると、2012年から2016年にかけて、日本のアジア向けの輸出貿易に占める人民元のシェアは0.5%から2.2%に増えており、そして、日本のアジアからの輸入貿易に占めるシェアは0.3%から1.6%に増えた(図表37参照)。ということは、日本とアジアとの間の貿易取引における人民元建て決済の使用は増加傾向にあるものの、日本の貿易相手国の4分の1近くの比重を占めている中国の貿易規模に遥かに及んでいない。日本とアジア間の貿易における人民元の利用は、日本と中国・香港間の貿易取引における貿易当事国通貨としての使用と、日本と中国・香港以外のアジア諸国との貿易取引における第3国貿易決済通貨としての使用という2つの部分に区別する必要がある。仮に、人民元が日本と中国・香港間の貿易に限らず、日本とその他のアジア国との貿易においても決済通貨として使用されている場合、日本と中国間の貿易における人民元建て決済比率の下限は、上記のように、輸出で2.2%、輸入で1.6%となっている(2016年)。これは、人民元がすでに第3国貿易決済通貨として機能していることを意味している。他方、仮に、人民元の使用のすべてが日本と中国・香港間の貿易取引に集中しているとしたら、日本と中国間の貿易における人民元建て決済比率の上限は、輸出で5.1%、輸入で3.1%に達していると試算できる(2016年)。これは、人民元が単純に日中間貿易での当事国通貨の一方として使用されていることを意味している。IVの1.(3)で言及したように、現在のところ、貿易方面での人民元建て決済の利用のほとんどは、

図表36 日本と韓国の貿易相手国に占める中国、中国+香港の比重（単位：％）



（出所）日本財務省，韓国貿易協会ホームページより筆者作成。

図表37 日本の対アジア貿易の建値通貨の構成（単位：％）

貿易	通貨	2012年下半年期	2013年下半年期	2014年下半年期	2015年下半年期	2016年下半年期
日本の対アジア輸出	米ドル	51.7	53.6	53.6	52.2	48.6
	日本円	45.3	42.7	42.4	43.2	46.1
	人民元	0.5	1.1	1.3	1.7	2.2
	その他	2.5	2.6	2.7	2.9	3.1
日本の対アジアからの輸入	米ドル	71.4	73.2	73.3	73.5	70.4
	日本円	26.8	24.5	23.1	22.9	25.9
	人民元	0.3	0.7	1.2	1.5	1.6
	その他	1.5	1.6	2.4	2.1	2.1
	合計	100	100	100	100	100

（出所）日本財務省ホームページより筆者作成。

中国を含む2国間で展開されているため、実際の日中間貿易においての人民元建て決済比率は、その上限の水準により近いであると考えられる。そうだとすると、日本と中国間の貿易取引における貿易当事国通貨建て決済の比率は、輸出で51.2％、輸入で29.0％に達している。このような貿易当事国通貨建て決済の使用度が高いか低いかを評価するには、「グラスマンの法則」⁴⁵⁾が一つの参考となる。1960年代後半からグラスマンは西欧を中心とする先進工業諸国の貿易契約・決済通貨の選択に焦点を当てた包括的な調査を行い、貿易取引相手に対応した貿易の建値通貨の決定に関する一般的規則性を

45) 「グラスマンの法則」が生まれた背景とその主要内容について簡単に触れておこう。1967年11月にポンドが大幅に切り下げられて以降、イギリスと緊密な関係を有する西欧諸国は、不安定な為替相場の影響を最も受けた。1968年には、スウェーデンの国際収支における原因不明の商業的な短期資本移動の激増が、政府当局と金融業界からの多くの注意を引いた。こうした中で、この短期資本移動の激増が、この時期の為替相場の不安定化に伴う貿易決済の信用期間の変化によってもたらされたものであることを最初に解明したのは、グラスマンであった。また、グラスマンはスウェーデンの貿易契約・決済通貨の構成を考察するにあたって、貿易当事国通貨の使用が国際通貨（第3国貿易通貨ドル）の使用よりずっと多いという事実を発見した。これは、いわゆる「グラスマンの法則（Grassman's Law）」である。また「グラスマン法則」の発見は世界各国の貿易決済に国際通貨ドルの使用が圧倒的に多いという従来の国際通貨の現状認識に対して根本的な疑問を投げかけた（詳細については井上 [1994] 第1章、2-3頁を参照されたい）。

図表38 グラスマン法則で検証する日中間貿易における当事国通貨建て決済比率

貿易取引	第1位の通貨	第2位の通貨	第3位の通貨
日本→中国	第3国通貨	輸出国通貨	輸入国通貨
	ドル・48.6%	円・46.1%	元・5.1%
日本←中国	第3国通貨	輸入国通貨	輸出国通貨
	ドル・70.4%	円・25.9%	元・3.1%

(出所) Grassman (1973), 日本財務省資料を参考に作成。

見出した。それは具体的に、①先進国同士の貿易契約・決済通貨構成においては、輸出国通貨が占めるシェアが最大であり、輸入国通貨が占めるシェアが次に大きく、第3国通貨が占めるシェアが最も少ない、②先進国と途上国との間の貿易契約・決済通貨構成においては、先進国通貨もしくは第3国通貨が占めるシェアが高くて、途上国通貨がほとんど使用されていない、という2点にまとめられる。これが、いわゆる「グラスマンの法則 (Grassman's Law)」である。「グラスマンの法則」が示した規則性に従えば、現在、日本と中国間の貿易決済においては、第3国通貨ドル建ての取引が依然として主流であり、その建値通貨の選択が依然として先進国と途上国間の貿易建値通貨の選好パターンに該当することがわかる(図表38参照)。しかしながら、日本とアジア(中国)間の貿易決済において、第3国通貨ドルが占めるシェアは、輸出、輸入とも低下しているのに対して、貿易当事国通貨建てで取引される傾向がますます強くなっていることも否定できない。特に、人民元が貿易決済通貨として利用されるようになってから、日本の中国向けの輸出貿易においては、日本円と人民元という両方の貿易当事国通貨の使用がすでに第3国通貨ドルの使用を超過するに至った。

(3) 韓国

次に、日本のほどではないが、韓国と中国間の貿易においても、人民元が占めるシェアは上昇し続けている。2013年の第4四半期から2015年の第1四半期にかけて、韓国の中国への輸出貿易に占める人民元のシェアは、1.6%から1.9%に増え、また韓国の中国からの輸入貿易に占める人民元のシェアは0.7%から1.3%に増えた(図表39参照)。実際に韓国の貿易相手国に占める中国のシェアは、日本の貿易相手国に占める中国のシェアよりも高いものの、人民元建て貿易決済の伸び率は日本でのそれより低い。これは、韓国と中国間の貿易において、ドル建てが占めるシェアが約95%に達しており、またそのドル建てで取引されるトレンドが近年ますます強くなっている中において、人民元建て貿易決済が発展できる余地が相対的に少ないためである。

以上より、現在のところ、米ドルは依然としてアジア太平洋地域の各国において主要な決済通貨として利用されており、またこの状況はこれからの短期間でも変わらない見通しであるが、2010年以来、より多くの国々が、中国との貿易取引において人民元建て決済を受け入れ始めたことがわかる。特に、東アジア各国の貿易においては、人民元建て決済の利用度が国によって違っているが、これらの国々にとっての最大の貿易相手国としての中国の地位の確固は、将来人民元がこの地域における重要な貿易決済通貨に発展していくことに大きく貢献するであろう。

図表39 韓国の対中国貿易の建値通貨の構成 (単位：%)

地域	通貨	輸出			輸入		
		2013Q4	2014Q4	2015Q1	2013Q4	2014Q4	2015Q1
中国	米ドル	94.1	95.3	94.8	94.4	95.4	95.3
	日本円	1.5	0.6	0.6	1.1	0.7	0.8
	ユーロ	0.5	0.5	0.5	2.1	1.4	1.0
	ウォン	2.4	1.9	2.2	1.6	1.3	1.4
	人民元	1.6	1.7	1.9	0.7	1.0	1.3
	その他	1.6	1.8	2.0	0.8	1.2	1.4
	合計	100	100	100	100	100	100

出所：韓国銀行ホームページより筆者作成。

3. 減少に転じた人民元建て貿易契約決済

2009年7月にクロスボーダー人民元建て貿易契約決済が試験的に導入されて以来、その規模は2015年までに着実に拡大してきた。しかし、2015年に7.23兆円でピーク値に達した後、人民元建て貿易契約決済額は2016年に対前年比で28%減の5.23兆元に急減しており、さらに2017年までも減少を続けた。また、人民元建て貿易契約決済の比率は2009年のほぼゼロから2015年の約30%まで上昇したが、2016年に22%へと急低下しており、2017年にはさらに16%まで低下した。その原因としては、同年8月11日に中国人民銀行が行った人民元為替相場改革を契機に、人民元の対米ドル相場が元安傾向に転じたことから、人民元先高期待を背景に人民元建て貿易取引にブレーキがかかったことが挙げられる。例えば、関(2017a)は、現段階では、中国政府は依然として資本取引(中でもポートフォリオ投資)を厳しく制限しているため、中国本土のオンショア市場と海外オフショア市場の間で見られる為替レートと金利の二重構造を利用した裁定取引(為替裁定と金利裁定)の多くが、人民元建ての貿易決済のルートを通じて行われていることを指摘した上で、2015年の人民元切り下げが人民元建て貿易契約決済の全体規模や方向に与える影響を分析した。そして、香港取引所(2017)も元高傾向と元安傾向の下でのオンショア人民元(CNY)とオフショア人民元(CNH)の為替レートの変動状況をそれぞれ比較した上で、2015年から人民元建て貿易契約決済が低調に転じた原因が2015年8月の人民元為替相場改革にあることと結論付けた。この2つの研究による分析の内容を概略すれば、次の通りである。一般に、元高期待を背景に、相対的に国際資本移動の変化を受けやすい香港オフショア人民元(CNH)は国内オンショア人民元(CNY)より元高の幅が大きい。この状況下では、本土サイドの輸入企業は人民元建て貿易決済を行うことを通じて為替差益を入手できるので、ドルに代わり人民元決済を利用するインセンティブが強くなる。また同時に、オンショア市場とオフショア市場間の為替裁定と金利裁定も人民元を国内から香港に移転させる方向に向かう。その結果として、中国本土から大量な人民元資金が海外オフショア市場へと流出しており、またそれによって、オフショア人民元資金市場の規模は拡大しつつあり、人民元建て貿易決済の利用もますます増加する(人民元建て輸出より人民元建て輸入の方の利用が多い)。他方、2015年8月の人民元切り下げが実施された以降のように、それまでの元高傾向が元安傾向に転じた場合、香港オフショア人民元(CNH)が国内オンショア人民元(CNY)より元安の幅も大きいいため、香港サイドの輸入企業は人民元を輸入代金として支払うケースが多くな

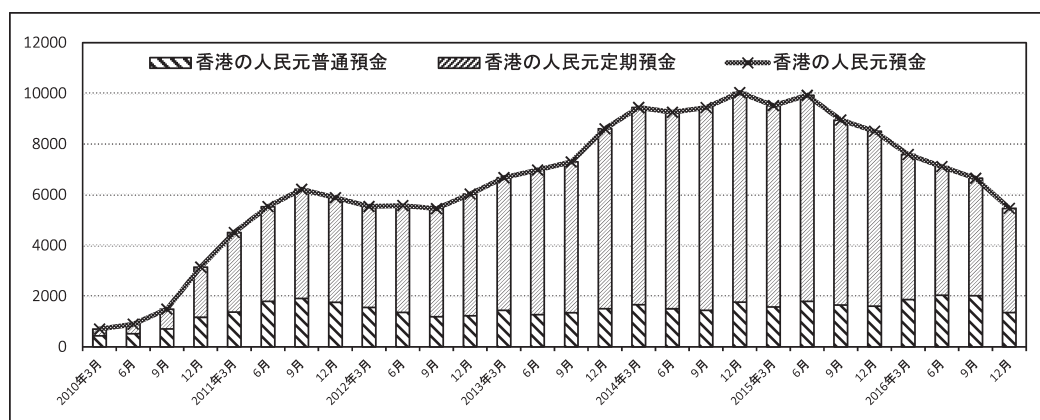
り、また裁定取引も人民元を香港から国内に持ち込む方向に変わる。その結果として、海外に流出した人民元の資金が本土へと多く還流し、オフショア人民元資金市場の全体規模は縮小し、人民元建て貿易決済の利用も減少する（人民元建て輸入より人民元建て輸出の方の利用が多い）。オフショア人民元の資金市場の規模の縮小については、その目安を示す香港オフショア人民元の預金市場における人民元預金残高の急減によっても確認できる（図表40参照）。

そして、2015年8月の人民元切り下げに加えて、これまで本土オンショア市場と海外オフショア市場間で活発に行われた裁定取引に対して政府が規制に乗り出したことも人民元建て貿易契約決済の利用が減少に転じた原因として指摘されている⁴⁶⁾。米国の金利正常化と中国経済の更なる減速に対する懸念の高まりから、中国政府は急激な元安と資本流出の悪循環⁴⁷⁾を警戒して2016年から資本規制（海外送金、両替、外国企業の買収、外資企業の本国送金などを大幅に制限）を本格化した⁴⁸⁾。こうした背景の下では、海外オフショア市場で人民元ポートフォリオ投資自由化の進展が進まない限り、使い勝手の悪い人民元の為替相場が以前の水準に戻ったとしても、人民元建て貿易契約決済の利用は限定的な状況にとどまるものと考えることができる。なぜなら、現段階では、非居住者が入手した人民元は、中国からの輸入取引決済で使うか、世界の主要金融市場で発行される人民元建て国際債券（点心債）などの購入手段に充てる以外にないからである⁴⁹⁾。

V おわりに

本稿では、まず外国為替論アプローチの国際通貨理論及び人民元より国際化に先行した主要通貨（日

図表40 香港市場における人民元建て預金残高の推移（単位：億元）



（出所）香港金融管理局のデータより筆者作成。

46) 関（2017a），4頁。

47) 関（2017b）を参照されたい。

48) 「人民元国際化 立ち往生」『日本経済新聞』2017年12月17日，日刊。

49) 鳥谷（2015），60頁。

本円、ユーロ、米ドルなど)の経験に基づいて、人民元の国際通貨化のプロセスを「国際化」、「地域的に国際通貨化」と「グローバル国際通貨化」という3つの段階に設定した。また、2009年に人民元国際化の第一歩として導入されたクロスボーダー人民元建て貿易決済は、「上から」の誘導策と「下(=市場)から」の促進策の実施より着実に増加しているものの、現段階では全体として中国の経済規模に相当する程度に到達していないため、貿易分野における人民元国際化は依然として第1段階の途上にあることを明らかにした。そして、グローバルレベルで人民元は貿易当事国通貨としての機能を十分に満たしていないものの、中国と緊密な貿易関係を有しているアジア地域、特にASEANや日本、韓国などの国々では、人民元建て貿易契約決済が相対的に早いスピードで拡大していることを指摘した。最後に、順調に拡大してきたクロスボーダー人民元建て貿易契約決済の全体規模が2015年を境に減少に転じた最新の動向については、これまで人民元建て貿易決済の一部を占めた為替裁定や金利裁定などの資本取引に対して政府の規制が強化される中で、海外オフショア市場で人民元ポートフォリオ投資の自由化が進まないと、人民元為替相場が以前の水準に戻っても、人民元建て貿易契約決済の利用は大きく改善されないという見通しを示した。それ故、資本取引面における人民元国際化の進捗状況についての考察が次の段階の研究課題となっている。

参考文献

日本語文献

- 井上伊知郎 (1994)『欧州の国際通貨とアジアの国際通貨』日本経済評論社、1994年。
- 岩田健治 (2005)「グローバル・地域統合時代の国際通貨論試論」研究年報『経済学』(東北大学), Vol.66 No.3, February 2005。
- 今宮謙二 (1976)『現代国際金融の構造』実教出版会社、1976年。
- 伊藤隆敏 (2015)「人民元、SDR構成通貨に(下)IMF、中国の成長性評価」『日本経済新聞』2015年12月17日朝刊。
- 猪又祐輔・大谷聡・柁淵輝・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—」日本銀行金融局, BOJ Reports & Research Papers, 2016年5月。
- 植田賢司 (2013)「拡大するオフショア人民元市場と東京市場の将来」国際通貨研究所『Newsletter』, No. 4, 2013。
- 小野朝男 (1975)『国際金融論入門』, 西村閑也編, 有斐閣, 1975年。
- 関志雄 (2009)「消費拡大のカギとなる所得分配政策」『中国経済新論』2009年6月29日。
- 関志雄 (2010)「景気回復で高まるインフレ圧力—注目される金融政策の『出口戦略』の行方」『中国経済新論』2010年2月3日。
- 関志雄 (2017a)「資本規制下の人民元の国際化の限界—内外市場間の裁定取引によって歪められた資金の流れ—」『野村資本市場クォーターリー』2017年秋号。
- 関志雄 (2017b)「元安の進行で懸念される資本流出の加速と対米貿易摩擦の激化」『中国経済新論』, 2017年1月10日。
- 関根栄一 (2010)「国際化に向けて動き出した中国人民元の展望と日本の対応」『資本市場クォーターリー』2010年春号。
- 木下悦二 (1979)『国際経済の理論』有斐閣, 1979年。
- 木下悦二 (1991)『外国為替論』有斐閣, 1991年。
- 高海紅 (2015)「人民元国際化の契機と挑戦」『国際金融』2015年, 1276号。
- 斉藤智美 (2007)「EUの東方拡大とユーロ—中・東欧諸国における媒介通貨としてのユーロ—」『名城論叢』2007年9月。
- 篠原尚之 (2015)「人民元、SDR構成通貨に(上)国際通貨体制の変革象徴」『日本経済新聞』2015年12月16日朝刊。
- 清水聡 (2015)「進展する人民元の国際化と今後の展望—資本取引の自由化との関係—」『環太平洋ビジネス情報』2015, Vol.15 No.57。
- 周小川 (2009)「国際通貨体制改革に関する考察」中国人民銀行ウェブサイト掲載2009年3月23日。

陳雨露 (2014) 『人民元読本』日本僑報社, 2014年。

張明 (2009) 「中国外貨準備運用の現状と展望」『季刊中国資本市場研究』2009年冬号。

張明 (2011) 「人民元の国際化：オンショア・オフショアの双方の視点から」『季刊中国資本市場研究』2011年秋号。

鳥谷一生 (2015) 「中国・金融『自由化』と人民元『国際化』の政治経済学—『米ドル本位制』への挑戦のための前哨—」『同志社商学』第66巻, 第6号, 2015年3月。

香港取引所 (2017) 「オフショア人民元流動性供給メカニズムの現状, 影響及び改善方向」2017年1月。

香港貿易発展局 (2009) 「The Pilot RMB Trade Settlement Scheme and RMB Internationalisation」『経貿研究』2009年。

米谷達哉・寺西幹雄(2000) 「円が国際的に利用される条件：試論」, 日本銀行金融市場局, ワーキングペーパーシリーズ, 2000-J-8。

IMF (2009) サーベイオンライ 「世界経済, 過去60年で初のマイナス成長」2009年3月27日。

「貿易金融とは」『日本経済新聞』2012年6月7日, 電子版。

「人民元国際化 立ち往生」『日本経済新聞』2017年12月17日, 日刊。

中国語文献

王华 (2015) 「跨境人民币结算对广西—东南亚贸易的影响效应研究」『金融发展评论』2015年07期。

英語文献

Grassman, S. (1973), A Fundamental Symmetry in International Payments Patterns, *Journal of International Economics*, 3-2, pp 105-106.

Ito Takatoshi (2016), A New Financial Order in Asia: Will a RMB bloc emerge?, National Bureau Of Economic Research 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138, October 2016.

Krugman, Paul (1980), Vehicle Currencies and the Structure of International Exchange, *Journal of Money, Credit, and Banking*, pp 513-526, 1980.

McKinnon, Ronald (1979), *Money in International Exchange: The Convertible Currency System*, Oxford University Press, 1979.

Maggiore, Matteo (2013), Financial Intermediation, International Risk Sharing, and Reserve Currencies, Harvard University, pp 1-4, 26-31, 2013.

Standard Chartered (2015), 「RENMINBI ASCENDING, How China's Currency Impacts Global Markets, Foreign Policy, and Transatlantic Financial Regulation」, June 2015, pp 14-15.

Swoboda, Alexander, K (1968). *The Euro-Dollar Market: An Interpretation*, Essays in International Finance No. 64, Princeton University, 1968.

参考URL

韓国銀行ホームページ。

韓国貿易協会ホームページ。

経済産業省ホームページ。

国家外為管理局ホームページ。

国家統計局ホームページ。

国際銀行間通信協会 (SWIFT) ホームページ。

国際決済銀行 (BIS) ホームページ。

国際通貨基金 (IMF) ホームページ。

中国海関総署ホームページ。

中国人民銀行ホームページ。

米国財務省ホームページ。

香港金融管理局ホームページ。

日本財務省ホームページ。

日本貿易振興会（ジェトロ）ホームページ。