

人民元国際化の現状と課題：国際通貨論による一考察

唐，麗

<https://hdl.handle.net/2324/4474927>

出版情報：九州大学，2020，博士（経済学），課程博士
バージョン：
権利関係：



人民元国際化の現状と課題

—国際通貨論による一考察—

九州大学

大学院経済学府 経済システム専攻

唐 麗（トウ レイ）

目次

序章 問題の所在と分析視角	1
第1節 問題の所在	1
第2節 人民元国際化に関する先行研究	2
第3節 本研究の課題と構成	3
1. 本研究の課題と方法	3
2. 本研究の構成	5
第1章 国際通貨の理論と先行研究	7
はじめに	7
第1節 貨幣機能論と外国為替論のアプローチ	7
1. 「貨幣機能論アプローチ」による国際通貨論	7
2. 「外国為替論アプローチ」による国際通貨論	10
第2節 ガリバー型国際通貨制度下での通貨競争の展開	17
1. ドイツ・マルクの国際通貨化	18
2. 単一通貨ユーロの導入	20
3. 世界金融危機（GFC）の影響	21
4. コロナ・ショックの影響	22
第3節 人民元国際化の経路選択	23
1. 通貨国際化の意義	23
2. 人民元国際化に関する先行研究	24
3. 人民元の国際通貨化の3つのステージ	27
小括	29
第2章 国際通貨体制の現状と課題	31
—世界金融危機後のグローバルドルの依存の強まり—	31
はじめに	31
第1節 先進国の金融政策の新興国への影響	31
1. 主要先進国の金融政策の転換	31
2. 恐怖指数（VIX）から広域ドル指数（BDI）へ	33
第2節 国際貿易取引におけるドルの使用	36
1. 第三国貿易取引通貨としてのユーロ	37
2. 第三国貿易取引通貨としてのドル	39

目次

第3節 ドル建て資金調達・投資の現状と課題	41
1. 国際債務証券におけるドルの役割	41
2. 国際銀行与信におけるドルの役割	45
3. ドルファンディングの課題	54
小括	61
第3章 人民元国際化の背景	63
はじめに	63
第1節 輸出不況に伴う経済成長の減速	63
1. 輸出拡大による経済の高度成長	63
2. 世界金融危機の影響（実体経済面）	64
3. 輸出支援策の乗り出し	65
第2節 外貨準備資産の価値毀損リスク	69
1. 中国の外貨準備資産の規模	69
2. 中国の外貨準備資産の構成	71
第3節 世界での経済力構造と通貨地位のミスマッチ	74
1. 経済規模と通貨地位のミスマッチ	74
2. 国際通貨体制の改革についての中国の要請	75
小括	77
第4章 国際貿易取引通貨としての人民元	79
はじめに	79
第1節 クロスボーダー人民元建て貿易決済の規模	79
1. 人民元建て貿易決済額の推移	79
2. 順調なスタートから減少に転じた原因	80
3. 中国経常黒字の縮小と赤字化の可能性	84
第2節 貿易当事国通貨としての利用：グローバルレベル	92
1. 人民元建て貿易決済の拡大に向けた中国の取り組み	92
2. 国際貿易通貨としての人民元の現状	96
第3節 アジア太平洋地域における人民元建て貿易決済の発展	97
1. ASEAN—広西省とベトナムを事例として	99
2. 日本	104
3. 韓国	107

目次

小括	108
第5章 国際投資通貨としての人民元	109
はじめに	109
第1節 中国の資本フローの動向	109
1. 世界経済に占める中国シェアの上昇	109
2. 国際金融システムへの組み込みを模索する中国	109
3. 中国の資本フローをめぐる動向	116
第2節 クロスボーダー人民元建て資本取引	122
1. 人民元建て証券投資	123
(1) 人民元建て債券投資一点心債からパンダ債へ	123
(2) 人民元建て株式投資—ストックコネクトの発展	129
2. 人民元建て直接投資	135
3. 人民元建て貸出・借入	137
第3節 人民元の投資通貨としての課題	138
小括	143
第6章 公的国際通貨としての人民元	145
はじめに	145
第1節 公的基準通貨	145
1. 主要な公的基準通貨	145
2. 人民元の公的基準通貨機能を妨げる要因	148
第2節 外貨準備通貨	149
1. 主要な外貨準備通貨	149
2. 外貨準備通貨としての人民元	151
3. 人民元の外貨準備通貨機能を妨げる要因	153
小括	153
第7章 グローバル外国為替市場における人民元	155
はじめに	155
第1節 グローバル外国為替市場における人民元の発展	155
1. 世界の外為取引高の推移	155
2. 人民元の外為取引高の推移	156
第2節 人民元建て外為取引に作用する要因	157

目次

1. 人民元建て貿易取引の貢献度	158
2. 人民元建て金融取引の貢献度	159
第3節 人民元の主要な外為取引市場	162
1. 人民元外為取引の地域別構成とオフショア市場のシェア低下	162
2. 人民元の主要な外為取引市場の特徴	164
第4節 人民元の国際通貨化をめぐる現状と課題	166
1. グローバル外為市場における人民元の位置づけ	166
2. 人民元の外為取引のドル依存	168
3. 「上から」と「下から」のアプローチ	172
(1) 「上から」の価格面アプローチと人民元	172
(2) 「下から」の取引数量面アプローチと人民元	173
小括	174
結びに代えて	175
参考文献	179

図表一覧

図表一覧

図表 1-1	貨幣機能論アプローチによる国際通貨論の体系	8
図表 1-2	国際通貨の機能別分類とその需要量の比較（山本体系）	13
図表 1-3	国際通貨に関する外国為替論アプローチ	14
図表 1-4	貿易・投資通貨多様化のもとでの国際通貨	15
図表 1-5	下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	16
図表 1-6	人民元の国際通貨化の3つのステージ	29
図表 2-1	主要先進国の中銀バランスシートと米国の政策金利の推移	32
図表 2-2	恐怖指数（VIX）と新興国の実体経済・金融市場との相関	33
図表 2-3	広域ドル指数（Broad Dollar Index, 実質ベース）の推移	34
図表 2-4	広域ドル指数（Broad Dollar Index）の通貨別構成	35
図表 2-5	新興国ドル指数（EME Dollar Index）と新興国ドル建て信用の推移	36
図表 2-6	ユーロ圏諸国の輸出（域内貿易を除く）におけるユーロ建てのシェア	38
図表 2-7	ユーロ圏諸国の輸入（域内貿易を除く）におけるユーロ建てのシェア	38
図表 2-8	非ユーロ圏のEU加盟国の貿易におけるユーロ建てのシェア	39
図表 2-9	世界各国・地域の米国向けの輸出とドル建て輸出の比率	40
図表 2-10	世界各国・地域の米国からの輸入とドル建て輸入の比率	41
図表 2-11	国際債務証券の発行残高の通貨別構成	42
図表 2-12	国際債務証券の発行残高における日本円と人民元	43
図表 2-13	ECBによる国際債務証券の発行残高の通貨別構成	44
図表 2-14	各地域の国債債務証券の発行残高（ECB, 狭義統計）の通貨別構成	45
図表 2-15	LBS 報告対象銀行の対外債権の通貨別構成	46
図表 2-16	LBS 報告対象銀行の対外債務の通貨別構成	47
図表 2-17	LBS 報告対象銀行の対外債権・債務に占めるドルとユーロのシェア	47
図表 2-18	ドル建て対外債権の相手先部門別構成	48
図表 2-19	ドル建て対外債権の相手先国別構成：先進国と新興国の比較	49
図表 2-20	ドル建て対外債権の相手先国別構成：新興国同士の比較	49
図表 2-21	ドル建て対外債務の相手先国別構成：先進国と新興国の比較	50
図表 2-22	ドル建て対外債務の相手先国別構成：新興国同士の比較	50
図表 2-23	中国に所在する銀行の対外債権と対外債務の推移	51
図表 2-24	中国に所在する銀行の対外債権の通貨別構成	52

図表一覧

図表 2-25	中国に所在する銀行の対外債務の通貨別構成	53
図表 2-26	中国に所在する銀行の対外債務の取引手段別構成	53
図表 2-27	米国外の銀行のドル建て債権の推移	55
図表 2-28	米国外の主要先進国のドル建て債権の推移	56
図表 2-29	米国外の銀行総資産に占めるドル建て債権のシェア	56
図表 2-30	米国外の銀行のドル建て資産・負債のギャップ	57
図表 2-31	米国外の銀行のドル流動性比率の推移	58
図表 2-32	米国外の銀行のドル流動性比率と全通貨流動性比率の比較	59
図表 2-33	米国外の銀行のドル安定調達比率の推移	60
図表 2-34	ドルのクロスカレンシー・ベースス（3 カ月物）の推移	60
図表 3-1	中国の GDP の構成比の推移：支出面からみた場合	64
図表 3-2	中国の GDP 成長率の推移と産業別の貢献度	65
図表 3-3	中国における粗鋼の生産能力と稼働率の推移	66
図表 3-4	中国の各部門の債務残高の対 GDP 比の推移	67
図表 3-5	中国の地方政府の財政収入と財政支出の推移	68
図表 3-6	中国の主要 70 大都市の新築住宅販売価格の推移	69
図表 3-7	中国と日本の外貨準備高の推移	71
図表 3-8	世界の外貨準備の総額とドル比率の推移	72
図表 3-9	中国と日本による対米証券投資の保有構造	72
図表 3-10	外国による米国債の保有高及び中国と日本の比重	73
図表 3-11	新興・途上国が世界の名目 GDP に占めるシェアの推移	74
図表 3-12	国際通貨としての主要通貨の割合	75
図表 3-13	主要国が世界経済に占める割合の推移	75
図表 3-14	世界輸出に占める主要国のシェアの推移	76
図表 3-15	中国の首脳レベルの通貨外交の実績	77
図表 4-1	クロスボーダー人民元建て貿易決済額の推移	80
図表 4-2	クロスボーダー人民元建て貿易決済の内訳	81
図表 4-3	香港市場における人民元建て預金の推移	82
図表 4-4	中国国内人民元 CNY と香港人民元 CNH の対ドルレート推移	83
図表 4-5	人民元の現物価格と先物価格の推移	84
図表 4-6	世界主要国・地域の経常収支対世界 GDP 比の推移	86

図表一覧

図表 4-7	中国の経常収支の推移	86
図表 4-8	中国の貿易収支の推移	87
図表 4-9	中国のサービス収支の推移	88
図表 4-10	世界主要国・地域の対外資産・負債の対世界 GDP 比	88
図表 4-11	中国の対外資産・負債の構造	89
図表 4-12	国際収支「発展段階説」の概要	90
図表 4-13	国際収支「発展段階説」による主要国の分布	90
図表 4-14	中国の対外純資産と経常黒字の規模についての比較	91
図表 4-15	中国人民銀行と各国の中央銀行間で結ばれる通貨スワップ協定	93
図表 4-16	海外オフショア市場で設置される人民元のクリアリング銀行	94
図表 4-17	クロスボーダー人民元建て貿易決済のスキーム	94
図表 4-18	世界の貿易金融の通貨別構成	95
図表 4-19	人民元建て貿易金融の地域別構成	96
図表 4-20	世界の貿易（建値通貨）に占める主要国（通貨）の割合	97
図表 4-21	世界の主要地域の貿易相手国の構成	98
図表 4-22	世界の貿易相手国としての中国と米国の比重	98
図表 4-23	主要国の輸出に占める中国と米国のシェアの推移	99
図表 4-24	ASEAN の主要な輸出相手国・地域の構成	100
図表 4-25	ASEAN の輸出額の推移	100
図表 4-26	ASEAN の輸出国に占める中国と米国のシェア	101
図表 4-27	中国と ASEAN 主要 6 カ国との貿易取引額	102
図表 4-28	ASEAN 主要 6 カ国の貿易に占める中国のシェアの推移	102
図表 4-29	中国の対ベトナム貿易の地域別構成	103
図表 4-30	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	103
図表 4-31	中国の主要な地域の人民元建て貿易決済比率の比較	104
図表 4-32	日本の主要な輸出相手国・地域	105
図表 4-33	日本の輸出の推移	105
図表 4-34	日本の対アジア貿易の建値通貨の構成	106
図表 4-35	日中間貿易における当事国通貨建て決済比率の推算値	107
図表 4-36	韓国の対中貿易の建値通貨の構成	108
図表 5-1	世界の名目 GDP 及び中国のシェアの推移	110

図表一覧

図表 5-2	世界の実質 GDP 成長率の推移と各国・地域の寄与度	110
図表 5-3	中国の銀行業の総資産の推移	111
図表 5-4	中国の株式市場と債券市場の規模	112
図表 5-5	先進国と新興国の国際債務証券発行残高の推移	114
図表 5-6	中国の国際債務証券発行残高の推移	115
図表 5-7	中国の国際債務証券の通貨別構成	116
図表 5-8	新興・途上国の国際債務証券の通貨別構成	116
図表 5-9	新興国市場の対外証券投資資金フローの推移	118
図表 5-10	新興国市場への資本流入動向	118
図表 5-11	新興国市場からの資本流出動向	119
図表 5-12	中国と日本への対内証券投資の推移（株式）	120
図表 5-13	中国と日本への対内証券投資の推移（債券）	121
図表 5-14	クロスボーダー人民元建て決済額の推移	122
図表 5-15	クロスボーダー人民元建て決済の国内地域別構成	122
図表 5-16	クロスボーダー人民元建て決済の海外・国別構成	123
図表 5-17	パンダ債券の発行額の推移	124
図表 5-18	主要なパンダ債の発行実績	125
図表 5-19	主要なオフショア市場における人民元建て債券発行額	126
図表 5-20	香港点心債の発行額の推移	126
図表 5-21	中国銀行が公表する CIFED 指数の推移	127
図表 5-22	CIPS システムにおける 1 日あたりの取引額と取引件数	128
図表 5-23	上海と香港間ストックコネクットの概要	130
図表 5-24	上海と香港間ストックコネクットの取引規模	130
図表 5-25	上海と香港間ストックコネクットの 1 日あたりの取引額と取引件数の推移	131
図表 5-26	深圳と香港間ストックコネクットの取引規模	131
図表 5-27	深圳と香港間ストックコネクットの 1 日あたりの取引額と取引件数の推移	132
図表 5-28	RQFII 投資枠の付与国	133
図表 5-29	上海株式市場の売買回転率の推移	134
図表 5-30	非居住者が保有する中国国内の金融資産の内訳	134
図表 5-31	クロスボーダー人民元建て直接投資額の推移	135
図表 5-32	中国の対内対外直接投資額の推移	136

図表一覧

図表 5-33	中国の対外直接投資の相手国の構成	136
図表 5-34	中国と香港、日本の対アジア直接投資についての比較	136
図表 5-35	クロスボーダー人民元建て対外貸出額の推移	137
図表 5-36	2018 年 4 月の対外金融開放措置 11 条	139
図表 5-37	世界各国の株式市場に占める外国投資家の保有比率	140
図表 5-38	世界各国の債券市場に占める外国投資家の保有比率	141
図表 5-39	外国投資家が保有する中国国内債券の内訳	142
図表 5-40	中国債券市場の商品別構成	142
図表 5-41	主要国における外国投資家が保有する債券の内訳	142
図表 6-1	世界各国の金融政策フレームワークと為替相場アンカーの構成	146
図表 6-2	世界の外貨準備通貨構成	150
図表 6-3	外貨準備通貨としての人民元のシェアの推移	152
図表 7-1	世界の外国為替市場での 1 日平均取引高の推移	155
図表 7-2	世界の外国為替市場における主要通貨の取引高の推移	157
図表 7-3	主要通貨の外為取引高の各国の貿易額に対する倍率	158
図表 7-4	人民元と主要通貨の取引相手別構成の変化	160
図表 7-5	金融機関顧客向けの人民元の外為取引の内訳	160
図表 7-6	人民元と主要通貨の取引商品別構成の比較	161
図表 7-7	主要な国際金融市場が取り扱う外為取引高の推移	162
図表 7-8	人民元の外為取引の地域別構成	163
図表 7-9	主要な外為市場における人民元の取引高の推移	163
図表 7-10	人民元の主要な外為取引市場の競争的優位性	166
図表 7-11	グローバル外国為替市場の構造	167
図表 7-12	通貨ペア別の外為取引高の比較	168
図表 7-13	人民元の外為取引の内訳	169
図表 7-14	主要通貨の外為取引に占める対ドル取引の比率	169
図表 7-15	人民元の対ドル取引と対非ドル取引の内訳	170

略語一覧

ACFTA (ASEAN-China Free Trade Area) ASEAN・中国自由貿易地域
ASEAN (Association of South-East Asian Nations) 東南アジア諸国連合
BIS (Bank for International Settlements) 国際決済銀行
BDI (Broad Dollar Index) 広域ドル指数
COFER (Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves) 公的外貨準備の
通貨別構成
GFSR (Global Financial Stability Report) 国際金融安定報告書
HKTDC (Hong Kong Trade Development Council) 香港貿易發展局
IMF (International Monetary Fund) 国際通貨基金
JETRO (Japan External Trade Organization) 日本貿易振興機構
RQDII (RMB Qualified Domestic Institutional Investors) 人民元適格国内機関投資家
RQFII (RMB Qualified Foreign Institutional Investors) 人民元適格外国機関投資家
SDR (Special Drawing Rights) 特別引出権

序章 問題の所在と分析視角

第1節 問題の所在

本稿は、2009 年から中国政府が積極的に推進している「人民元の国際化」についてとりあげ、その意義と課題について国際通貨論の観点から体系的に考察するものである。

2008 年に米国発世界金融危機以降、輸出の鈍化による経済成長の減速と、米ドルの対人民元相場の趨勢的な下落に伴う外貨準備資産の価値毀損に直面した中国は、先進国の経済・通貨システムに過度に依存した構造の根本的変革を図り、「人民元の国際化」という戦略を打ち出した。2009 年 7 月、人民元国際化の第一歩として、クロスボーダー人民元建て貿易決済が形式的に導入された。その後、クロスボーダー人民元建て直接投資や証券投資など資本取引の決済も相次いで解禁された。

こうした一連の施策を通じて、民間レベルでは、貿易取引や資本取引における人民元の国際的利用は着実に広がってきたものの、それは基本的に中国に隣接する周辺諸国に限られ、しかも中国を含む 2 国間の貿易や金融取引の決済の範囲内にとどまっている。また公的レベルでも、IMF により SDR の構成通貨に算入されるなどの動きはあったものの、人民元を自国の為替相場政策の基準としたり、市場介入の通貨として利用したりしている諸国は極めて限られているといえる。

他方で、人民元のこうした国際化の延長線上に、地域的レベルでの「人民元圏」の成立やグローバルなレベルでのドル体制下の人民元の役割増大を展望する議論も現れている¹⁾。

人民元国際化の限定された現状と、次なる目標として議論されつつある「人民元圏」の構築や、そのグローバルなレベルでの役割との間には、なお大きなギャップが存在している。そのため、人民元の国際化が限定的なものとなっている理由および現時点での課題は何か、そして、どのような条件が整えば、それが「人民元圏」の成立や、グローバルな基軸通貨機能の獲得に至るのか、一貫した理論的視座から具体的に解明する必要性が生じているものと考えられる。本稿では、「人民元の国際化」を巡るこうした諸課題を、国際通貨研究分野で世界的に蓄積されてきた国際通貨論のフレームワーク（とりわけ外国為替論アプローチ）を採用することで、体系的に解明しようとする。

その際、「人民元の国際化」という基礎概念について、明確な定義付けを行っておきたい。グラスマンらによる国際通貨に関する初期の研究では、国際通貨の貿易当事国通貨としての利用と第 3 国貿易通貨としての利用をはっきり区分し、「国際通貨」として定義づけられるのは後者の機能を果たしている場合であることを指摘している²⁾。この点は人民元の国際

¹⁾ 「人民元圏」に関する考察は、関志雄（2020）の第 14 章を参照されたい。そこで、関は人民元の国際化について、①「資本取引の自由化」という中国の視点、②「通貨圏」という地域の視点、③「国際通貨体制」というグローバルの視点からそれぞれ考察している。

²⁾ 詳細は、Grassmann（1973）などを参照されたい。

化を展望する際に避けて通れない視点を提供している。即ち、人民元の国際化と国際通貨化は同じ概念ではない³⁾。しかしながら、本章の第2節で論じるように、中国政府は、人民元の「国際化」戦略を立案する当初から、ドルに並ぶ「国際通貨」になることを最終的目標としている。したがって、本稿では「人民元の国際化」戦略やその過程全体において、「人民元の国際化」と「人民元の国際通貨化」とを概念的に峻別しながら議論を進めることで、個々の具体的論点や政策課題の明確化を試みる。

第2節 人民元国際化に関する先行研究

近年、人民元国際化のコスト・ベネフィットや経路選択、進捗状況などをめぐって、多くの議論が積み重ねられている。

第1は、当初より活発になされている人民元国際化のベネフィットとコストについての議論である。張明（2011）や日本銀行（2016）は、中国が世界金融危機後のタイミングで人民元国際化を急いだ原因には、自国通貨建てで国際貿易・金融取引を行うことによる取引費用や為替ヘッジコストの削減という点のほか、中国の経済規模に見合った通貨地位の獲得や、中国が主導とする新たな国際通貨体制の構築といった狙いもあると指摘している。

一方、自国通貨国際化を進めるに当たっては、自国のマクロ経済政策や金融政策が大幅に制約されるといった相応のコストやリスクが存在する。Yu（2014）や関志雄（2017）は、資本取引の自由化がまだ実現されていない中国では、人民元国際化の進展が中国経済に与える影響についての論争の要は、極めて不安定な国際金融情勢が続く中、政府は国内の金融・資本市場の段階的開放を進める際に、国内外の市場間の活発な裁定取引によって歪められた資金の流れをコントロールできるかどうかという点にあることを明らかにしている。

第2は、人民元国際化の具体的な進め方と最終目標への道など経路選択についての議論である。まず、HKTDC（香港貿易発展局）は2009年に、通貨の機能面から人民元国際化を「国際貿易の計算および決済単位」、「投資手段」、「国際準備通貨」という三つの段階を設定した。その後、中国人民銀行の陳雨露副総裁（元中国人民大学学長）は『人民元読本』という著書の中で、「周辺化・貿易決済化」、「地域化・金融投資化」、「国際化・国際準備化」という三つの段階からなる人民元国際化に向けたロードマップを提示した。陳（2014）が提唱した「三段階」構想は、HKTDC（2009）の見解と大きな違いはないが、使用範囲から新たに人民元の国際化推進プロセスの区分を行い、また最初の十年（2010年～2020年）で「周辺化（周辺国・地域で使用される）」を実現する、次の十年（2020年～2030年）で「地域化（アジア全体の貿易取引において決済通貨に充てられる）」を実現する、最後の十年（2030年～2040年）で「国際化（国際上重要なキー・カレンシーになる）」を実現する、という中長期的な発展経路を想定した。こうした米ドルに並ぶ国際準備通貨を最終目標とする戦略構想は、世界第

³⁾ 人民元の国際化とは、中国が当事国となる貿易・金融取引で人民元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。対して、人民元の国際通貨化とは、中国が関与しない貿易・金融取引で人民元が決済通貨として広く使われることを目指す。

2位の経済大国にまで発展してきた中国は、「基軸通貨国」としての米国が長年に享受してきた「とてつもない特権 (exorbitant privilege)」を弱化させ、これまでの世界経済の構造と通貨地位とのミスマッチを是正しようとする決意を示すものである。

第3は、人民元国際化に向けて中国政府がこれまでに実施した一連の取り組みへの評価、および国際化を模索する過程で人民元が有する独自性に関する研究である。人民元国際化という戦略を打ち出して以降、中国政府は通貨スワップ協定の拡充や、人民元クリアリング銀行のネットワーク構築など独自の対応を通じて、積極的に取り組む姿勢を鮮明にした。中国の通貨スワップ協定には、通常の貿易や投資のためにも人民元を引き出せるといった特徴が見てとれるため、危機時の安全網としての機能に加え、関根（2010）は、中国の通貨スワップ協定を、「貿易決済などに必要な人民元資金を海外に人為的に流す仕組み」と定義している。また、2009年以降、中国人民銀行は海外市場における人民元の流動性を確保するため、アジアや欧州、アフリカ、北米など世界各地で人民元の決済業務を認める人民元クリアリング銀行を相次ぎ指定した。露口（2019）は、「中国当局がクリアリングと認定し、中国本土の店舗から容易に人民元の供給を受けることのできる銀行には、所在地の人民元の決済口座が集中しやすく、人民元の送金・決済をより安全・効率的に実施できるため、依然としてクリアリング銀行の設置は人民元取引をスムーズに行うために意味がある」と指摘している。このように、中国政府が人民元国際化の戦略立案から推進までの過程で主導的な役割を果たしてきたことが窺える。

以上の既存研究は、人民元国際化の戦略立案や進捗状況などを把握するために重要な知見を数多く提供しているものの、人民元が公的・民間レベルで果たしつつある国際通貨としての諸機能間の連関と、国際通貨の究極的なメルクマール（指標）を基底に据えた体系的考察は極めて少ない。特に、これらの研究のうち、人民元の国際化および国際通貨化の過程全体において、国際貿易通貨と投資通貨としての人民元が有する重要性についての比較は、これまでの考察や分析の対象外であった。また、全体の進捗状況を評価する究極的なメルクマールについてもほぼ言及されていない。

第3節 本研究の課題と構成

1. 本研究の課題と方法

第2節で概観した研究状況を踏まえるなら、①国際貿易取引通貨、②国際資金調達・投資通貨、③公的国際通貨（為替標準通貨や介入・準備通貨）、④外国為替市場での為替媒介通貨、という国際通貨の4つの主要機能における人民元の利用状況の変化が、相互に有機的に関連付けられ、それぞれの機能において生じている変化の因果関係を説明できる、体系的アプローチが必要となっていることが解る。

そこで先ず、世界の国際通貨論研究で広く流布している「貨幣機能論アプローチ」による国際通貨論について取り上げる。同アプローチは、貨幣の3つの機能をそのまま国際通貨に

適用し、またこの 3 つの中核的機能とそれに由来する派生的機能がどの程度まで発揮されるかを、国際通貨としての地位を評価する基準とするものである。こうしたアプローチは Cohen (1971) によって最初に体系化されて以降、Magee and Rao (1980) や Krugman (1984) Tavlas and Ozeki (1992) などによってさらに発展させられてきた⁴⁾。しかし、「貨幣機能論アプローチ」は、特定国通貨の国際化・国際通貨化や、国際通貨の交替というダイナミックな転換過程の全体を考察するための分析ツールとしては不十分であると考えられる（例えば、国際通貨の究極的なメルクマークや国際通貨の各機能の相互関連の不明など）。

これに対して、1970 年代以降、「外国為替」という独自の範疇から国際通貨の性質を把握する「外国為替論アプローチ」は、木下悦二、徳永正二郎、深町郁彌、山本栄治など日本の国際通貨研究者によって体系的整理されて以降、1980 年代から 90 年代にかけて、欧州域内のドイツ・マルクの国際通貨化の分析ツールとして広く用いられた。1980 年代後半以降、岩田 (2005) は、従来の理論体系の見直しを踏まえ、国際資本取引の増加に伴い「投資通貨」の重要性が格段に増大したグローバル化時代に適応可能な新しい外国為替論的国際通貨論の重層的構造を提起した。また、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クである為替媒介通貨機能に転換していく過程を、「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との 2 つに分けた。

本研究では、岩田 (2005) が示した「外国為替論的国際通貨論」の重層的構造を、人民元の国際化および国際通貨化の過程全体を貫くプロセスを把握する主要なツールとして採用する。第 1 章で論じるように、こうしたアプローチを採用する最大のメリットは、人民元の国際化および国際通貨化のプロセスに対し、①単なる国際化、②地域的国際通貨化（いわゆる地域的な人民元圏の成立）、③グローバル国際通貨化（ドルやユーロと並ぶ国際的基軸通貨）という 3 つのステージ⁵⁾を設定することが可能となり、またステージ 1 からステージ 2 へ、ステージ 2 からステージ 3 へのシフトが生じる際に、それを明確な指標やデータをもって把握することが可能となる点にある。

国際通貨に関する外国為替論アプローチの設定によってはじめて可能となる、こうした人民元国際化の「3 つの段階」について明確化した上で、具体的課題として、本研究では大きく以下の 3 点について考察を進める。

第 1 は、現行の国際通貨体制の現状と、基軸通貨ドルの慣性（inertia）をどのように理解するのか、特に、2008 年の世界金融危機以降、国際貿易取引や国際債務証券、国際銀行与信など多方面においてのドルの役割をどのように評価するのかである。

第 2 は、「外国為替論アプローチ」による国際通貨論が提示した「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により、国際貿易通貨や投資通貨、

⁴⁾ 「貨幣機能論アプローチ」を用いる先行研究に関する整理は、Hartmann (1998) を参照されたい。

⁵⁾ ステージ 1（単なる「国際化」）は中国を含む 2 国間取引で人民元が当事国通貨としての機能を満たす過程を指す。ステージ 2（「地域的国際通貨化」）は人民元が特定地域でリージョナルな為替媒介通貨としての機能拡充を指す。ステージ 3（「グローバル国際通貨化」）は人民元がグローバルな為替媒介通貨としての機能拡充を指す。

公的国際通貨としての人民元のパフォーマンスをどのように評価するのかである。特に、実施当初から順調に進んできた人民元国際化が 2015 年を境に停滞・後退に突入した原因をどのように説明するのかである。

第 3 は、人民元建て貿易取引や資本取引が、人民元の外為取引高の増加に与える貢献度をどのように把握するのか、また、「外国為替論アプローチ」による国際通貨論の視点から、人民元の国際化および国際通貨化の全体の進展をどのように評価するのかである。

以上の独自の視点と方法に基づいた考察によって、人民元の国際化・国際通貨化の現状と課題について、既存の人民元国際化・国際通貨化研究に、新たな視点と知見が提供できればよいと考える。

2. 本研究の構成

本研究の構成は以下の通りである。

第 1 章では、人民元国際化および国際通貨化の分析ツールとして、標準的な「貨幣機能論アプローチ」による国際通貨論と「外国為替論アプローチ」による国際通貨論とを比較検討し、後者を採用することが妥当である理由を明らかにする。

第 2 章では、国際通貨基金（IMF）や国際決済銀行（BIS）などが公表した最新のデータに基づき、国際通貨体制の現状を概観したうえで、2008 年の世界金融危機後、国際貿易取引や金融取引など多方面において、グローバルなドル依存がますます強くなっており、現在に至るまで実効的な通貨競合が展開する余地がほとんどない状況を明らかにし、その根本的な原因について考える。

第 3 章では、中国政府が人民元国際化戦略を打ち出した背景、狙いについて確認する。

第 4 章と第 5 章では、第 3 章で示した戦略下で中国政府が整備した一連の制度と、そうした制度の下で市場参加者がどの程度人民元を選択してきたのかについて、貿易と国際投資の順で考察する。

第 4 章では、中国本土と海外オフショア市場の貿易業者が人民元建て決済を選好する動機（実需面と投機面）を考察し、また、グローバルレベルでの人民元建て貿易決済利用の度合いを確認する。さらに、近年、ASEAN や日本、韓国など周辺国の貿易建値通貨に占める人民元シェアの変化に焦点を絞り、今後のアジア太平洋地域内における人民元建て貿易決済の更なる発展の可能性について検討する。

第 5 章では、証券投資、直接投資、貸出・借入という 3 つの方面から、人民元の国際投資通貨としての利用状況をそれぞれ確認したうえで、人民元国際通貨化の過程全体において、投資通貨としての人民元が有する重要性について明らかにする。また、2015 年を境に従来活発だった香港点心債の市場規模が縮小に転じたのに対して、海外投資家の中国本土パンダ債券や A 株への投資意欲が強まった事象を、国際的証券取引形態の変遷という視点から考察する。

第 6 章では、視点を民間レベルでの通貨選択から、公的レベルでの為替相場制度の選択の

問題に移し、人民元の公的基準通貨、外貨準備通貨としての地位について確認する。

最後に、第7章では、第4章から第6章までで考察した各分野での人民元の利用状況が集約される外国為替市場に焦点を当てて、そこでの利用状況について考察を行う。即ち、国際決済銀行（BIS）が3年に1度実施する「外国為替およびデリバティブに関する中央銀行サーベイ」をもとに、①グローバル外国為替市場での人民元取引が増加した原因、②人民元の主要な外為取引市場の特徴、③現段階で人民元が為替媒介通貨として機能していない理由などに注目しながら、国際通貨としての地位向上を目指す人民元の今後について考える。

以上の考察を通じて、中国人民元の国際通貨化の現状と課題、さらに「人民元圏」の形成やグローバルなレベルでの基軸通貨機能の獲得のための諸条件について、具体的かつ体系的に明らかにできればよいと考える。

第1章 国際通貨の理論と先行研究

はじめに

通貨の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、また通貨の国際化の程度をどのように評価することである。1971年8月にニクソン米大統領が金・ドル交換の停止を突然表明した（ニクソン・ショック）後、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」⁶⁾による国際通貨論説の矛盾点がかっきりと浮かび上がった。それ以降、国際通貨研究は国際通貨の本質に対する反省を踏まえ、新たな発展段階に入った。論点の中心は、国際通貨と金の関係をどう説明するかという点から、不換制下でも米ドルは国際通貨としての地位を失わず、国際間取引の決済に利用され続けている現実をどう解釈するかという点に移行した。こうした背景の下で、標準的な「貨幣機能論アプローチ」や伝統的な「外国為替論アプローチ」を用いた分析手法が国際通貨研究の主流となった。

本章では、人民元の国際化および国際通貨化の分析ツールとして、標準的な「貨幣機能論アプローチ」による国際通貨論と「外国為替論アプローチ」による国際通貨論とを比較検討し、後者を採用することが妥当である理由を明らかにする。

第1節 貨幣機能論と外国為替論のアプローチ

1. 「貨幣機能論アプローチ」による国際通貨論

世界中で広く流布してきた「貨幣機能論アプローチ」による国際通貨論とは、貨幣の3つの機能（計算単位、交換手段、価値貯蔵）をそのまま国際通貨に適用し、またこの3つの中核的機能とそれに由来する派生的機能がどの程度まで発揮されるかを、国際通貨としての地位を評価する際の基準とするものである⁷⁾（図表1.1参照）。こうした国際通貨の標準的なアプローチはCohen（1971）によって最初に体系化されて以降、Magee and Rao（1980）やKenen（1983）、Krugman（1984）、Alogoskoufis and Portes（1991）、Tavlas and Ozeki（1992）などによってさらに発展させられてきた。これまで蓄積されたこうした研究は、貨幣の中核的機能に応じて3つのグループに分けることができる⁸⁾。

まず、第1のグループは、国際通貨の交換手段としての機能に焦点を当てた分析であり、通貨交換にかかる取引コストや通貨の交換需要などに基づいた研究である。その代表的な

⁶⁾ 「金還元派アプローチ」による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・西村（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）。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）。また、「金還元派アプローチ」に対する評価については、中尾（1988）を参照されたい。

⁷⁾ 「貨幣機能論アプローチ」による国際通貨論の定義に関しては、岩田（2005）を参照。

⁸⁾ 「貨幣機能論アプローチ」による国際通貨論の先行研究の整理と区分については、Hartmann（1998）や岩本（1999）、日本銀行（2003a）、日本銀行（2016）を参照。

図表 1.1 貨幣機能論アプローチによる国際通貨論の体系

	計算単位	交換（決済）手段	価値貯蔵手段
民間レベル	表示通貨✓（Invoice） 契約通貨	決済通貨✓（Settlement） 取引通貨	資産通貨✓（Banking） 投資・調達通貨
公的レベル	公的基準通貨✓（Peg）	介入通貨✓（Intervention） 公的決済通貨	準備通貨✓（Reserve）

（出所）Hartmann（1998）、日本銀行（2000）、岩田（2005）より筆者作成。

（注）✓は、貨幣の機能面からみた国際通貨の主な6つの機能を示す。

研究としては、Swoboda（1968）やKrugman（1980）、Matsuyama, Kiyotaki and Matsui（1993）などが挙げられる。Swoboda（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。その後、Krugman（1980）も通貨の取引コストと国際通貨としての地位との関連に着目し、英国は第1次世界大戦によってグローバルビジネスにおける優位性が弱まりつつあったものの、ポンドが第2次世界大戦まで国際通貨としての地位を守り続けられた事例を挙げて、取引コストの最も低い通貨が国際通貨となり、また国際通貨としての地位には慣性（inertia）が働くことなどを示している。さらに、Matsuyama, Kiyotaki and Matsui（1993）は、財と貨幣の交換ニーズに関するランダム・マッチングの枠組みを用い、交換の出会いの確率が最も高い通貨が国際通貨となり、また規模の経済が作用することになると指摘している。

第2のグループは、国際通貨の価値尺度としての機能に焦点を当てたものである。こうした研究の嚆矢としてはMcKinnon（1979）が挙げられる。McKinnon（1979）は、石油や小麦、銅など同質性の高い一次産品の取引は、主に英国や米国にある特定の国際的な取引所で集中的に行われており、同一の通貨による価格の表示は取引を効率化させるため、単一の国際通貨が選択されることが多いと指摘している。ただし、McKinnon（1979）は、機械製品など異質性の高い財のインボイス通貨としては自国通貨が選択される傾向があるとしたが、1990年代以降、米ドルが異質性の高い財のインボイス通貨としても重要性が増していることにより、この研究は、現実のインボイス通貨選択を十分説明できないという限界も生じたことが日本銀行（2000）によって指摘されている。さらに、Giovannini（1988）は独占的な輸出企業を想定した期待収益最大化のアプローチを提示し、為替レート変動に不確実性があるもとでの期待収益によってインボイス通貨が決済されるとの結論を示している。ただし、期待収益最大化アプローチでは、輸出価格は事前に設定され、輸出量は柔軟に設定できると仮定されているが、これは実際の貿易取引とは整合的ではないなど、当該アプローチの問題点も指摘されている⁹⁾。

第3のグループは、国際通貨の価値貯蔵としての機能に焦点を当てた研究である。こうし

⁹⁾ 日本銀行（2000）、3-4頁。

た研究からは、通貨価値が最も安定している国の通貨が国際通貨として利用されることが示されている (Filosa, 1995 や Maggiori, 2013 など)。一般的に、中央銀行の独立性や金融政策運営に対する高いクレディビリティ (信頼性) のある国、財政の安定している国の通貨の価値がより安定していると考えられる¹⁰⁾。ただし、Ogawa and Muto (2017), (2018) や小川 (2019) は、変動為替相場制度に移行した 1973 年から 45 年余りを経て、米ドルの価値が円やドイツマルク (ユーロ) など主要通貨に対して大幅に減価してきたことを踏まえ、「米ドルは、価値貯蔵手段としての機能が他の国際通貨に比較して劣っているかもしれないが、交換手段としての機能が相対的に優れているために基軸通貨として選択されている可能性がある」と指摘している¹¹⁾。

このように、貨幣の主な機能を国際通貨に応用するいくつかの先行研究において、それぞれの機能が個別に取り扱われてきたが、基軸通貨としてのドルの状況を考慮に入れると、これらの機能を一体として考察する必要があることが小川 (1998) によって指摘されている。さらに、こうしたアプローチは、ある歴史的時点においてすでに国際通貨としての地位を確立できた特定通貨が果たす様々な機能を包括的に把握することができるものの、国際通貨の交替というダイナミックな転換過程の全体を考察するための分析ツールとしては不十分であることが指摘されている。岩田 (2005) は、その不十分性を次の 2 点に要約した。第 1 に、民間部門と公的部門の区分によって、国際通貨が少なくとも 6 つの機能を兼ねるが、これらの機能のうち、どの機能が国際通貨の究極的なメルクマール (指標) となることが明確にされていない。国際通貨が既存の通貨から別の通貨へと転換する際には、すべての機能が表裏一体の関係で同時に転換するわけではないため、ある通貨の国際通貨化を強調するために当該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。例えば、単一通貨ユーロが導入された後、ドルと並ぶ国際通貨になると期待されていたユーロの投資通貨機能が、必要以上に注目されたことが例の 1 つとして挙げられる¹²⁾ (この点については、1.2 にて後述する)。第 2 に、各機能間の相互連関が不明であり、起動因から最終的なメルクマール機能の獲得完了までの一連のプロセスの因果関係が示されていない。これにより、政策レベルにおいては、どの機能の拡充にフォーカスを絞って、自国通貨の国際通貨化に取り組みればよいかが解明されておらず、恣意的にそれぞれの機能間が相互に有機的連関がないままパッチワーク的に追求される危険性を有している。さらに、従来の貨幣機能論的体系では、特定国の通貨の「国際化」と「国際通貨化」を判別することは難しく、例えば、経済規模や貿易量の大きい国による当事国通貨としての利用拡大に単なる国際化の進展が、国際通貨化の過程と誤認される危険性もある¹³⁾。

こうした不十分性があるため、貨幣の機能を素朴な形で国際通貨にアナロジーするよう

¹⁰⁾ 日本銀行 (2016), 15 頁。

¹¹⁾ 小川 (2019), 13 頁。

¹²⁾ ユーロの投資通貨としての機能に関する考察は、岩田 (2003), 第 6 章を参照されたい。

¹³⁾ 岩田 (2005), 60-63 頁。

な当該アプローチは、国際通貨の性質を理解するための基本的な手引きを提供するものの、国際通貨の交替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。つまり、既存の通貨から別の通貨への国際通貨の転換が生じる場合、どの特定機能における転換が起動因となるか、どの特定機能の獲得・拡充が当該通貨の国際通貨化のプロセス完了を判断する際の指標となるかが明らかにされておらず、またそれぞれの機能がどのようなメカニズムを通じて国際通貨の本質的な機能の獲得に作用するかなどの点の解明も、このような視角からの分析では射程に収められていない。

2. 「外国為替論アプローチ」による国際通貨論

これに対して、1970年代以降、日本の国際通貨研究者によって発展させられ、また1980年代から90年代にかけて、欧州域内のドイツ・マルクの国際通貨化の分析ツールとして用いられた「外国為替論アプローチ」は、上記の貨幣の機能に主眼を置いて展開されたアプローチの実践的な限界を克服したものであると考えられる。「外国為替」という独自の範疇から国際通貨の特徴を捉えることに先鞭をつけた代表的な研究者としては、木下悦二、徳永正二郎、深町郁彌、山本栄治などの各氏が挙げられる。ここでは、外国為替論的視点から国際通貨成立の理論として体系化を最初に試みた木下悦二氏が提示した国際通貨の定義を確認したうえで、その後の研究者たちの所説について概観する。

木下（1979）は、19世紀後半以降ポンドが国際通貨となった歴史的事実を一般化して捉えたうえで、国際通貨の成立条件を次の3点にまとめた。

第1に、第一次世界大戦直前に欧州域内の貿易決済において国際通貨としての役割をある程度果たしたフランス・フランやドイツ・マルクが、到底ポンドと比肩しうる地位になりえなかったのは、何よりも世界貿易上の地位の相違に帰せられるとして、「国際通貨成立には世界的規模での物的再生産過程が基礎をなすのであって、ある国の通貨（この国の通貨建流動性債権のこと）が国際通貨となるのは、この国が世界的再生産過程において中心的な位置にある必要がある」¹⁴⁾との見解を示している。第2に、第一次世界大戦直前の時期にすでに強力な資本主義国にまで成長したアメリカが、それ以降も長期にわたってロンドン市場に依拠してポンド手形を利用せざるをえなかったという歴史的事実をもって、「銀行引受信用」の欠如が国際通貨としての地位の確立を妨げることを論証した¹⁵⁾。第3に、木下は「ロンドンが『世界の清算所』としてポンド手形に世界中の国際取引決済手段の機能を与えたのは、ロンドンが貿易金融のための、さらに直接に貿易と関係のない短期資金需要のための国際金融市場としての役割を果たしたからである」¹⁶⁾と論じ、国際通貨の形成のためには、当該国に有力な国際金融市場が成立しなければならないと指摘している。

以上を踏まえ、木下は、「この国が世界の国々とり結ぶ貿易関係の外延的、内包的な規

¹⁴⁾ 木下（1979）、209頁。

¹⁵⁾ 同書、204－207頁。

¹⁶⁾ 同書、207頁。

模に比例して、この国の通貨が国際通貨となりうる基礎的条件が整えるといえる。とはいえ、それはあくまでも基礎的条件であって、それが国際通貨形成の現実的な条件となりうるためには、さらにこの国に有力な国際金融市場が成立しなければならない。この両要因を繋ぐ媒介環が引受信用なのである」と述べている¹⁷⁾。さらに、木下は、ポンドが「世界貿易を牛耳る国際通貨」となったもう1つの原因として、ポンド手形が、「単にイギリスの輸出入貿易にのみ限られたものではなく、第三国間貿易の決済にも用いられた」¹⁸⁾という点を強調しており、またこの点を含めた様々な条件を考慮に入れながら、国際通貨を、「支払手段としての貨幣の機能にもとづいて発展した信用貨幣の一種で、特定国に対するその国通貨建貨幣請求権をその実体とし、これをもって第三国間貸借の決済にまで用いられるに至ったものである」¹⁹⁾と定義している。木下が構築したこうした国際通貨の理論は、国際通貨が外国為替論の展開として把握可能であることを、現金と信用貨幣の区分、「特定国」＝「貿易中心国」という概念の提示および、2国間決済モデルから3国間決済モデルへの拡大といった論点を通じて体系的に示している。

また、深町（1981）は、変動為替相場制度に移行した後、国際的為替市場の表層で展開される金融資産保有の選択行動である「準備通貨」の多様化（diversification）および、為替取引の基底にまで下降して輸出入者次元と銀行間市場で進行する「取引通貨」の多様化の動きを踏まえ、民間レベルでの取引通貨としての対外私的短期債権（私的国際通貨）から、公的レベルでの介入通貨・準備通貨としての対外公的短期債権（公的国際通貨）にいたる国際通貨の重層的な理論体系をあらためて構築した²⁰⁾。深町（1981）は、特に民間レベルでの国際通貨（取引通貨）の多様化が、銀行間の為替取引および国際的信用取引に与える影響を強調しており、「国際通貨の多様化というとき公的レベルでの準備通貨のシフトの問題をとりあげるだけでは十分ではない。もっとも基底にあるのは国際商品取引における輸出入者間の契約通貨＝取引通貨の多様化の問題であろう」²¹⁾と述べている。他方で、深町（1981）は、銀行間為替市場でドルの中心的な役割が変動相場下においてもけっして低下していないという事実を指摘している。例えば、当時、銀行間為替市場でドル売買の相手通貨としてはドイツ・マルクが主要な地位を占めていたが、「ドルが基軸通貨であるのにたいしてドイツ・マルクは副軸的なそれであるというべきである。国際通貨としての両者の大きさは著し

17) 木下（1979），209頁。

18) 同書，201頁。

19) 同書，210頁。

20) 深町（1981）は、国際通貨ドルの分析視座を次の3つに設定している。1つめの視座は、国民的通貨ドルが国際通貨ドルであることによってアメリカはいかに資本主義体制維持のための対外政策を推進していくことができたか、またどのように国内の経済拡大政策を実施することができたかを解明することである。2つめの視座は、公的ドル残高の保有（国際的公信用の伸長）、あるいはそのほかの形の国際通貨協力が、先進資本主義諸国の間で行われてきている構造と根拠を明らかにすることである。3つめの視座は、変動相場制度に移行した後、テンポをはやめたドル過剰のもとで確かに始まっている「ドルの衰退」の状況を探ることである。

21) 同書，285頁。

く非対称的である」²²⁾と深町は指摘している。

これに対して、徳永（1982）は、「同じ取引通貨の多様性は、英ポンドが国際通貨であった時期にも確認できる」²³⁾、「両大戦間に、英国は、第三国間決済どころか、自国産品の輸出に際しても外貨建取引を余儀なくされていたのであり、当時通貨の多様性は、国際通貨国英国をも包含して一般化していたといいうる」²⁴⁾としている。さらに、徳永（1982）は、深町が指摘した一国の対外経済取引における取引通貨の「多様性」（分極性）および、銀行間為替市場における「為替媒介通貨」の「一様性」（中心性）についても論及し、またこの2つの現象の間にはなんら矛盾はない理由を、国際通貨が「取引通貨」と「為替媒介通貨」として機能するメカニズムから説明した²⁵⁾。例えば、「 n 個の国民経済の複合体として存在している世界市場で、周辺諸国の為替銀行組織が、その外国為替市場を $n-1$ の部分集合の集まりとして持っていたとしても、外貨資金を特定の一中心国に集中した。かつその中心国通貨建勘定での資金調整をベースに $n-1$ 個の部分外国為替収支を調整するメカニズム—国際通貨にもとづく決済メカニズム—が機能した」²⁶⁾と指摘している。

その後、山本（1988）も国際通貨体制としての「ドル本位制」の構造および、国際通貨が果たす様々な機能の間の相互関連の解明に力を注ぎ、国際通貨が持つ機能を「準備通貨」、「基軸通貨」、「為替媒介通貨」という3つに分けたうえで、「国際通貨ドルの需要は、準備通貨としての公的需要よりも為替媒介通貨としての私的需要の方が圧倒的に大きい」²⁷⁾としている（図表 1.2 参照）。また、山本（1988）は、為替媒介通貨と取引通貨²⁸⁾の関係について、「企業が契約・決済通貨に貿易当事国通貨を選択するということは、まず、クロスレートの設定やクロス取引にドルが媒介に用いられていることを意味し、次に企業の為替取引を代位する為替銀行が、為替持高をカバーの取れるドルで保有するようになることを意味する。つまり、日本やアジアと異なり契約・決済通貨の多様化が見られた西ヨーロッパにおいても、企業レベルの為替取引から銀行間外国為替市場で為替媒介通貨ドルが形成されていったのである」²⁹⁾と述べている。

²²⁾ 深町（1981），304-305 頁。

²³⁾ 徳永（1982），124 頁。

²⁴⁾ 同書，128-129 頁。

²⁵⁾ 同書，第 3 章を参照。

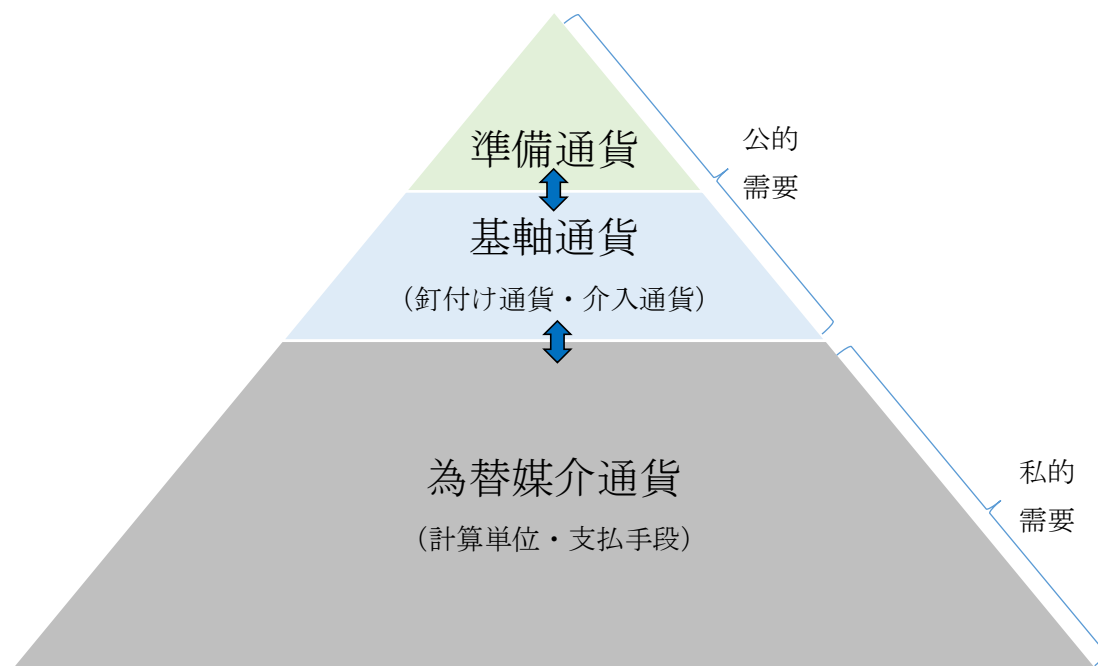
²⁶⁾ 同書，168-169 頁。

²⁷⁾ 同書，183 頁。

²⁸⁾ 徳永は取引通貨の概念について、「貿易取引の次元では、自国の貿易取引だけでなく第三国間の貿易取引においてまでも契約・決済通貨として使用されるのが取引通貨である」と述べている（序文，iv）。

²⁹⁾ 同書，175 頁。

図表 1.2 国際通貨の機能別分類とその需要量の比較（山本体系）



（出所）山本（1988），183 頁より。

以上、特定国通貨建て債権債務の多角的決済システムの枠内で、国際通貨の位置づけをどう考えるか、また国際通貨の特質をどう捉えるかは、外国為替論アプローチを用いた各研究者の目的や着眼点の違いによって多少異なっているが、全体的な立場や基本的な視角には次のようないくつかの共通点が見出せる。

第1、国際通貨の交換手段としての機能、特に国際貿易取引における決済機能を最重視し、また世界の貿易「中心国」は、国際通貨を提供する「特定国」になると考える点である。第2、国際通貨の性質を国際的な債権・債務の決済手段として把握し、特定国通貨建てのコルレス勘定が、当該国を含まない第三国間貸借の決済にまで利用されることを国際通貨成立の要件としている点である。第3、取引通貨、特に貿易契約・決済通貨としては、ドル以外の幅広い通貨が積極的に利用されている「多様性」（分極性）を認めたうえで、銀行間外国為替市場の次元で一元性（中心性）を確保し続けている「為替媒介通貨機能」を、国際通貨の本質的な機能と規定する点である。

国際通貨ポンドやドルの経験を踏まえ、国際間の取引決済における特定国通貨建てのコルレス勘定の使用、および当該国際通貨の外国為替市場におけるパフォーマンスに焦点を当てたこのアプローチは、木下や深町、徳永、山本などによって体系的整理されて以降、その後のドイツ・マルク国際通貨化のプロセスに関する考察にも応用されていた（この点については、1.2で後述する）。

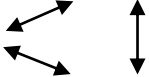
だが、1980年代後半以降の経済のグローバル化の進展および地域的経済統合の深化を背景に、国際金融の世界に大きな変化が起こりつつあるなか、国際貿易を主たる対象として構

築されてきた従来の「外国為替論アプローチ」が大きな挑戦を受けており、そのさらなる発展に向けた取り組みが続けられた。岩田（2005）は、この時期の国際金融を取り巻く環境の主な変化を、①国際収支の諸項目のうち、財・サービスの貿易に対する国際資本移動（資本収支）の比重が増大した、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³⁰⁾、という3点に要約したうえで、これらの変化が、従来の国際通貨論と国際通貨が果たす機能との対応関係に与える影響について考察を行った。

まず、岩田は、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指摘している。その上で、欧州域内では、貿易契約決済通貨と同様に、投資通貨の分野でも「多様化」が進展していることを明らかにしている。こうして岩田は、国際資本取引の増加により、「投資通貨」の重要性が格段に増大したグローバル時代に適応可能な新しい国際通貨論の重層的構造を提起した（図表 1.3 と図表 1.4 参照）。

そこで、岩田は、上述の国際通貨のメルクマールの問題について触れ、貿易契約決済通貨のみならず、投資通貨においても多様化が進む対顧客レベルの外為取引にとではなく、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メルクマールとするべきだという木下（1979）、深町（1981）、井上（1994）らの主張を追認した。さらに、従来の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）にフォーカスを絞る立場から、投資通貨を貿易契約・決済通貨と同一次元に組み込んだ。特に、国際通貨の交換手段としての機能に焦点を当てるという点については、

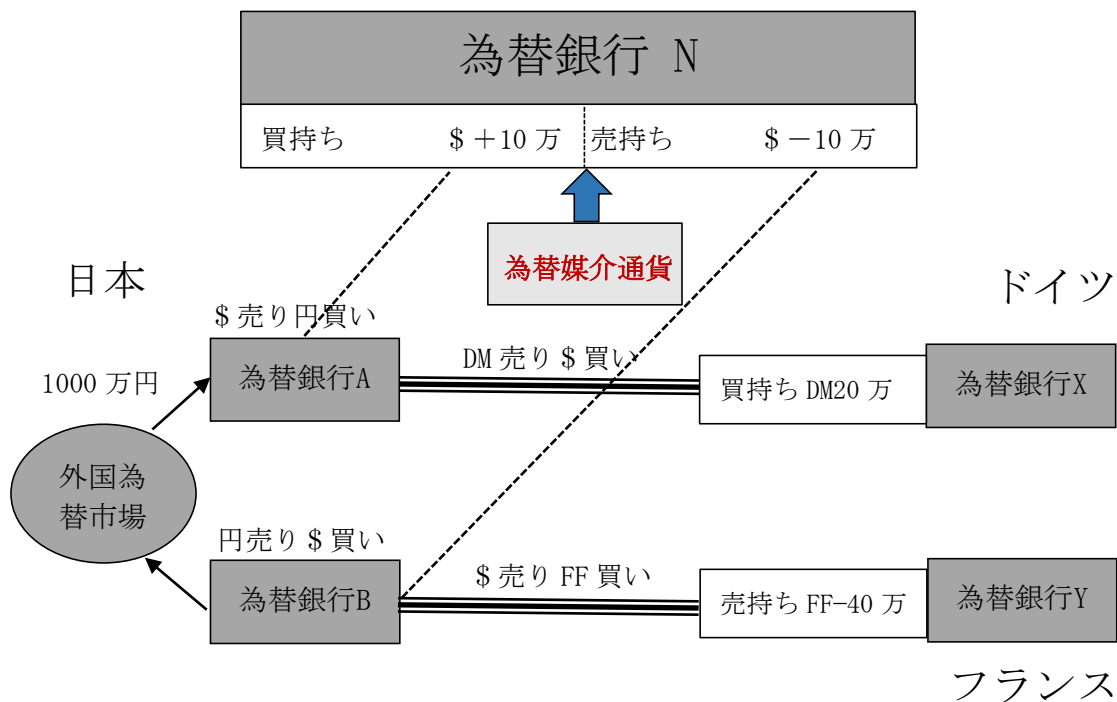
図表 1.3 国際通貨に関する外国為替論アプローチ

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

（出所）岩田（2005）、63頁より。

³⁰⁾ 岩田（2005）、57頁。

図表 1.4 貿易・投資通貨多様化のもとでの国際通貨



(出所) 岩田 (2005), 62 頁。

(注) DM=ドイツ・マルク, FF=フランス・フラン。

国際通貨の交換手段としての機能に焦点を当てるといふ点については、Hartmann³¹⁾や Goodhart³²⁾などの見解とも同じ方向性を持つものであった。例えば、Hartmann (1998) は、従来の媒介通貨論を①取引コスト・交換手段モデル (transaction cost/exchange models), ②国際貿易インボイス通貨選択に関する個別企業モデル (individual firm models of international trade invoicing), ③MIU および CIA モデル (money-in-utility and cash-in-advance models), ④貨幣総需要モデル (ad hoc models of aggregate money demand), との4つのアプローチに区分したうえで、これらのアプローチの中で、①取引コスト・交換手段モデルが国際通貨の外為取引の内生的な要因を反映できるため、その他のアプローチは、①によっても展開されうると指摘している³³⁾。そのため、岩田体系の基本的なスタンスは、Hartmann のそれと同様に、国際通貨の交換手段機能を基本に据えたアプローチであると考えられる。

さらに、岩田は、「投資通貨」を含めた様々な機能の拡充が、最終的に「為替媒介通貨」機能の形成に作用を及ぼすメカニズムを、「下 (=市場) から」の取引数量面アプローチと

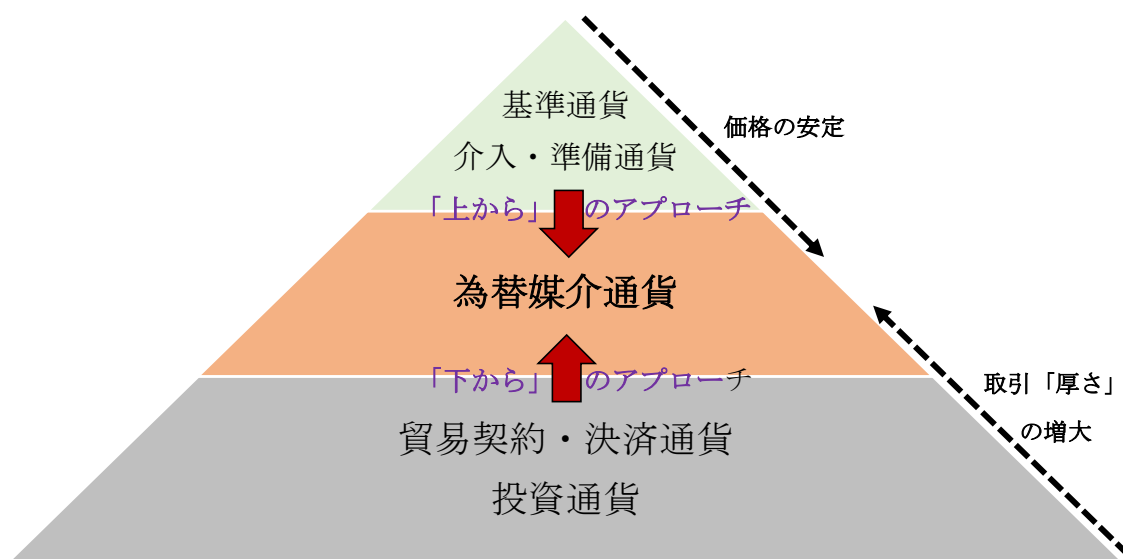
³¹⁾ Hartmann (1998) は、「一般に国際通貨と金融システムにとって、また特に通貨の国際化にとっては、外国為替市場が中心的な役割を果たしている」と述べている。

³²⁾ Goodhart (1997) は、「国レベルで政府は過去において、常に自国の国民がどの通貨を使うかを決定するので、本当の通貨間競争の余地はほとんどない」とし、「為替媒介通貨の現象は、現代の自発的な大規模のマネーが登場する好例、もしかしたらその唯一の例である」と述べている。

³³⁾ Hartmann (1998), p. 20.

「上から」の価格面アプローチからそれぞれ説明した(図表 1.5 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)や投資通貨(investment currency)が、まず銀行間レベルでの決済通貨(payment currency)に置き換わり、為替媒介通貨(vehicle currency)機能に転換していく過程に注目する。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、また個々の外為銀行内部では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、という一連のプロセスにおいて、選択される通貨の数量と取引コストを観察することで、為替媒介通貨が析出するプロセスを解明しようとするアプローチである。一方、「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機能の拡充が、特定通貨の為替媒介通貨機能を一層サポートしうることを指す³⁴⁾。

図表 1.5 「下から」の取引数量面アプローチと「上から」の価格面アプローチ



(出所) 岩田 (2005) をもとに筆者作成。

このように、経済のグローバル化の時代における国際金融の主な変化を国際通貨論体系の中にも反映すべきだと主張する岩田 (2005) の理論体系は、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。このように発展されてきた新しい「外国為替論的国際通貨論」は、従来の「外国為替論アプローチ」が免れなかった時代的な制約を越えたものであるといえる。

本稿の最大の特徴は、こうした理論体系を用いて、人民元の国際化及び国際通貨化の過程全体を可能な限り体系的・統一的に把握し、その将来像を展望する点にある。

³⁴⁾ 岩田 (2005), 59 頁の図表 1 (国際決済=外国為替論の 4 つのレベル) を参照されたい。

第2節 ガリバー型国際通貨体制下の通貨競争の展開

ブレトンウッズ体制が崩壊した後、米国以外の国々が相次いで変動為替相場制に移行したことにより、従来のドルを基軸とする制度上の制約がなくなった。国際間の取引に関わる決済通貨や投資通貨の選択は、原則的に民間経済主体の意思に委ねられることになったため、国際通貨システムの分極化あるいは多様化の可能性についても活発な議論が繰り広げられてきた。1.1 で論じたように、実際、貿易契約・決済通貨や投資通貨の次元においては、国際通貨以外の幅広い通貨が自在に使用されている動きが広がっている。ただし、銀行間外国為替市場においては、国際通貨ドルは依然として中心的な役割を果たし続けている。外国為替論アプローチによる国際通貨論は、こうした為替媒介通貨機能の中心性（継続性）を、国際通貨の究極的なメルクマールと規定している。

一方、国際通貨の交換手段としての機能に焦点を当てながら、国際通貨の地位には「ネットワーク外部性」や「規模の経済」が働くなど、国際通貨の慣性（inertia）をめぐる研究がなされている。例えば、小川（2019）は、国際通貨の交換手段としての機能と、価値貯蔵手段としての機能を比較検討することで、1973 年に変動為替相場制度に移行して以降、価値貯蔵手段としての機能の低下を反映して、ドルの価値が他の主要通貨に対して減価し続けてきたにもかかわらず、ドルが依然として基軸通貨としての地位を維持することができたのは、他の通貨と比較して交換手段としての機能に優位性を持っているからであると分析した。さらに、特にドルの趨勢的減価とドルの占有率の変化との関係に焦点が当てられ、ドルの国際通貨としての地位が維持されている現象には、基軸通貨の慣性（inertia）が作用していることが論じられている。

小川（2019）は「国際通貨の選択が民間経済主体に委ねられている現在の国際通貨制度において、基軸通貨米ドルの他にユーロや円や英ポンドなどの主要地域・国通貨が国際通貨として存在している。このような複数国際通貨制度のなかで選択肢として複数の国際通貨が存在しているからといって、国際通貨間で有効な競争状態にあるとは必ずしも言えない」、「ネットワーク外部性が存在するために、利用される国際通貨の供給量が増大すれば増大するほど、その国際通貨の交換手段としての機能が高まるという意味で、国際通貨には規模の経済が作用する」³⁵⁾と述べている。すなわち、一般受容性³⁶⁾の高い通貨が、いったん国際通貨としての地位を確立すると、交換手段としての機能が十分に働くかぎり、規模の経済性やネットワーク外部性などの理由により、その国際通貨の地位が急速に低下することはない、慣性が作用することになる。

こうしたなか、小川は、「ガリバー型寡占」に倣って、現在の基軸通貨ドルを中心とする

³⁵⁾ 小川（2019）、14 頁。

³⁶⁾ 一般受容性とは、財・サービスを購入するために通貨を保有する経済主体が、その通貨を受容して、財・サービスを販売しようとしている他の経済主体と出会う可能性に依存する（小川（2019）、12 頁）。さらに、一般受容性についての詳細な説明は、小川（1998）の第13章、256 頁を参照されたい。

国際通貨制度を「ガリバー型国際通貨制度」³⁷⁾と表現しており、また、「ガリバー型国際通貨システムでは、ドルと他の通貨との間に異質性が高いために、通貨間で有効な競争は行われにくい」³⁸⁾と指摘している。このように、米ドルが継続的に使用される「合理性」の一端が明らかにされた。交換手段としての機能の拡充強化に重きを置く小川の立場は、他の通貨が国際通貨化を模索する際の重要な手掛かりを提供している。

さらに、小川 (2019) は、基軸通貨ドルの地位を脅かすほどの国際通貨が自然と出現することは難しいとしたうえで、そうしたことが「もしあるとすれば、現状のネットワーク外部性や規模の経済を打ち負かすほどの巨大なグローバル・ショックが発生することが要件となるであろう」と指摘している。こうした状況を踏まえ、ここでは、ドルを基軸通貨とする国際通貨システムに変化を生じさせる可能性を有したグローバル・ショックの候補として、①ドイツ・マルクの国際通貨化、②単一通貨ユーロの誕生、③世界金融危機の発生、④コロナ・ショックの発生についてとり上げ、これらの事象が国際通貨ドルの地位に与えてきた影響について概観する。

1. ドイツ・マルクの国際通貨化

まず、1980 年代半ば以降、欧州地域において、国際通貨ドルの侵食と、ドルの一部の機能を代替したドイツ・マルクの為替媒介通貨としての機能拡充といった事象が現れた。その際、70 年代以降日本の国際通貨研究者によって発展させられた「外国為替論アプローチ」は、ドイツ・マルク国際通貨化の分析ツールとして広範に適用された。

例えば、井上 (1994) は、国際通貨の特徴を、「貿易取引の次元で自国の貿易取引においてだけでなく、第三国間の貿易取引においてまでも契約・決済通貨として使用されること、また銀行間外国為替市場の次元では為替媒介通貨として使用されること」としており、また、「第三国貿易通貨および為替媒介通貨は、外国為替銀行が、ある国の対外的受取と支払を特定国通貨建て銀行勘定（バランス）に集中して、多角決済を効率的に行うことを可能にしている」との理由から、「国際通貨＝銀行勘定（バランス）論は、このような国際通貨の特徴の上で展開されるべきと考える」³⁹⁾との見解を示している。こうした展開を踏まえ、1980 年代後半以降、「西欧地域に関しては、すでにドイツ・マルクが為替媒介通貨として確固たる地位を占めており、為替媒介通貨ドルを駆逐している」⁴⁰⁾、「かつてのドル・ポンド枢軸のように、今や、国際通貨ドルと並んで国際通貨マルクが存在している」⁴¹⁾と指摘している。

³⁷⁾ 小川 (2019) は「米ドルのように国際経済取引の利用においてシェアの高い国際通貨が存在する国際通貨制度は、米ドルだけが巨人で他の通貨が小人であるかのように見えることから、ガリバー型国際通貨制度と呼ぶことができる」と述べている (14 頁)。ただし、ガリバー型国際通貨制度の概念が最初に示されたのは小川 (1998) によってである。詳細は小川 (1998) の第 13 章、2. ガリバー型国際通貨システムを参照されたい。

³⁸⁾ 小川 (1998), 259 頁。

³⁹⁾ 井上 (1994), 335 頁。

⁴⁰⁾ 井上 (1994), 230 頁。

⁴¹⁾ 井上 (1994), 231 頁。

他方、1980年代後半から90年代初頭にかけて、欧州に新たに誕生した独自の金融・通貨圏⁴²⁾のもとで、投資通貨の脱ドル＝多様化の進展が、ドイツ・マルクの為替媒介通貨化（＝地域的国際通貨化）に作用するメカニズムが、岩田（1998）によって明らかにされている。そこでは、まず、欧州地域では80年代前半まで、貿易契約・決済通貨の分野で、貿易当事国通貨の利用という形で通貨の域内化が進んでいたのと対照的に、投資通貨の分野では、第三国通貨ドルが、ドル建てユーロ起債という形態で広範に利用されていた現象に注意が払われた。次に、80年代半ば以降、欧州市場統合の深化に呼応して、域内資本移動の完全自由化が当時のEC委員会や各国政府によって促されたことを受けて、投資通貨の脱ドル＝多様化にドラスティックな進展がみられた。岩田（1998）は、投資通貨の脱ドルを実現した背景には、ECによる政策レベルでの取り組みのほか、市場レベルでの機関投資家の国際取引の拡大に伴う域内の「直接的・相互的資本フロー・モデル」⁴³⁾の確立があることを強調している。即ち、機関投資家主導による域内資本フローが、従来のドル建て証券を通じた仲介から、域内諸通貨建て証券の相互保有へと転換したことを明らかにしたうえで、「主に輸出国通貨が利用されている貿易契約通貨と同様に、投資通貨においても多様な通貨の直接的・相互的利用が進んでいるのである」⁴⁴⁾と指摘している。さらに、岩田は貿易や資本取引における通貨構成の変化が、対顧客外国為替市場における通貨構成の変化となって現れることを示し、「近年は、貿易を行う企業顧客よりも資本取引を行う非銀行金融機関顧客の取引規模が急増しており、投資通貨の構成変化が、対顧客外国為替市場における通貨構成の変化を考える際の焦点となっている」⁴⁵⁾と論じている。

このように、欧州の対顧客外国為替市場における域内諸通貨対価取引の増大と、EMS圏外通貨であるドルの取引量の相対的な減少などを背景に、従来、銀行間外国為替市場でドルを為替媒介通貨とする持高操作の合理性が問われることになった。また、ドルに代わる為替媒介通貨としては、ポンド、フランス・フランなどの通貨も候補として考えられるが、最終的にドイツ・マルクが選択されることになった最大の理由は、「EMSのアンカーとして通貨価値がもっとも安定していたためである」⁴⁶⁾と、岩田（1998）は指摘している。

以上、欧州地域における貿易・投資通貨の多様化の進展は、域内の対顧客外国為替市場に

⁴²⁾ 1980年代後半から90年代初頭にかけて、ECおよび各国政府による統合の進展が市場レベルの各分野で呼応することによって出現した欧州独自の金融領域を欧州金融・通貨圏（The European financial and currency area）と呼ぶことができる（岩田（1998），15-16頁）。また、欧州金融・通貨圏の形成過程については、岩田（1998）の図1を参照されたい。

⁴³⁾ 岩田（1998）は、従来の古典的「中心国モデル」では、周辺国の調達者が為替リスクを負い、中心国において中心国通貨建てで外債発行により資金調達を行っていたため、投資通貨はネット資本輸出国である国際貿易の中心国通貨＝国際通貨に他ならなかったが、1980年代後半以降、先進各国所在の機関投資家が積極的に外貨エクスポージャーを受け入れ、為替リスクを自らマネージしつつ分散投資を行うことになった。こうした「直接的・相互的資金フロー・モデル」のもとでは、投資通貨は必然的に多様化する、と説明している（16-17頁）。

⁴⁴⁾ 岩田（1998），18頁。

⁴⁵⁾ 岩田（1998），19頁。

⁴⁶⁾ 岩田（1998），19頁。

生じるドル取引を大きく減少させることで、銀行間外国為替市場における為替媒介通貨ドルの機能低下をもたらしたことが明らかにされている。また、その穴を埋める形で、欧州においてドイツ・マルクの国際通貨化（＝為替媒介通貨化）が、1980年代後半から一気に進んだプロセスが確認できた。

2. 単一通貨ユーロの導入

国際通貨ドルの地位をドイツ・マルクが侵食した事象が観察されて以後は、1999年の単一通貨ユーロの誕生が、従来の国際通貨体制を揺るがす可能性を持ったもう一つの重要な出来事であったと考えられる。ユーロ導入以前には、Bergsten (1997) や Portes and Rey (1998) などが、欧州金融市場の更なる発展がユーロ建て金融資産の魅力向上や取引コストの低下につながると予想して、ユーロがドルに並ぶ国際通貨になることに高い期待を寄せた。実際に、ユーロが発足した当初には、国際的な債券発行残高に占めるユーロ建ての比率が一時的に上昇し、ユーロは国際投資通貨としてドルに次ぐ第2の地位を獲得した。しかし、岩田 (2003) はユーロ建て証券による国際調達の7割超が欧州国籍の経済主体であることを明らかにしたうえで、「ユーロの調達通貨としてのドルとの『拮抗』は、ユーロ域の規模、そしてユーロ導入後の欧州企業による旺盛な資金需要を反映したものにはすぎない」⁴⁷⁾と指摘している。

また、田中 (2003) は「貿易取引におけるユーロの『国際化率』は小さく、為替媒介通貨としては、ドルはいうまでもなく、1990年代のマルクにも劣る」⁴⁸⁾と指摘したうえで、欧州経済統合によって生み出された特殊な通貨であるユーロは、そもそもドルに対抗する国際通貨として設計されたわけではなく、為替相場の混乱から域内経済の安定を図るための「守る通貨」として構想されたことを強調している⁴⁹⁾。こうしたユーロに固有の性質がゆえに、非ユーロ・エリア諸国においてユーロの貿易契約決済通貨や資金調達・投資通貨、為替媒介通貨としての利用は、ユーロ・エリアを囲む中・東欧諸国にとどまっていることが、斎藤 (2007) によって指摘された⁵⁰⁾。またそれを踏まえ、「グローバルな国際通貨であるドルとは異なり、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」⁵¹⁾

47) 岩田 (2003), 143 頁。

48) 田中 (2003), 114 頁。

49) 田中 (2003) は「ユーロの第1の特徴は、「守る通貨」ということである」、「ユーロは、「ヨーロッパを為替相場混乱からまもる」というEUの一貫した防衛スタンスを受けて設計され、誕生したのである」と述べている (107-108 頁)。詳細は、田中 (2003), 第5章の3. ユーロの設計と国際通貨ユーロを参照されたい。

50) 田中 (2003) と同様に、斎藤 (2007) もドイツ・マルクとユーロの国際通貨としての地位についての比較検討を行った。例えば、斎藤 (2007) は、「ユーロが中・東欧諸国において貿易媒介通貨、為替媒介通貨になった原因としては、EU企業、EU銀行の中・東欧諸国への展開である」、「もっとも資本取引で、資金調達・投資通貨としてのユーロのグローバルな広がりは見られない」などを踏まえ、地域的国際通貨ユーロについて、「マルクの西欧における為替媒介通貨化過程で見られたような資本取引規模急増と通貨構成の多様化による対顧客市場におけるマルク対価の取引の厚さ増大、それによる為替媒介通貨の集中化がグローバルレベルで進む状況にはない」と述べている (64-65 頁)。

51) 斎藤 (2007), 64 頁。

という結論が示されている。

さらに、高屋（2019）は外国為替市場での収獲通減を仮定した「取引コストアプローチ」を用いて、国際通貨形成の複数均衡の可能性と、ユーロの基軸通貨への可能性を探った。高屋は、外為市場における国際通貨（国際通貨建て外国為替手形）の取引コストは、国際通貨に対する需要を左右する重要な要素であり、また、基軸通貨の交替のきっかけになるとしている。また、基軸通貨がポンドからドルへとシフトした歴史的事例を振り返り、基軸通貨の交替には履歴効果を打ち破るようなイベントが必要であるとの認識を示している⁵²⁾。こうした認識を踏まえ、高屋は「ユーロはドルに挑戦できるのか」という問いに対して、「現時点では否である」と答えており、「その主因としては、ユーロの利便性とその信頼性がドルを上回ることが難しく、外国為替市場において、ユーロの有利さが現れないことにある」⁵³⁾と論じている。さらに、ユーロとドルとの国際通貨競争の現状を考慮して、「国際的な役割の上でユーロがドルを上回る決定的な兆候は出ておらず、しばらくドルの利用が続くものと想定される」⁵⁴⁾と指摘している。

3. 世界金融危機（GFC）の影響

世界金融危機後の国際通貨ドルの地位の変化についての詳細な考察は第2章（第三国貿易インボイス通貨と国際資金調達・投資通貨としてのドル）や、第7章（為替媒介通貨としてのドル）に譲るが、ここでは、小川らの研究成果について概観する。

Ogawa and Muto（2016）（2017）（2018）⁵⁵⁾は、ドルを中心とする国際通貨システムに変化を生じさせるグローバル・ショックの候補として、単一通貨ユーロの誕生に加え、2008年の世界金融危機およびその後のユーロ圏危機などの事象を挙げている。Ogawa and Mutoは、国際通貨の保有に伴う便益と費用を考慮した「効用関数に貨幣を含むモデル（money-in-the-utility model）」を用いて、ユーロの誕生と世界金融危機が、国際通貨ドルの効用への貢献度に及ぼす影響について実証分析を行った。その結果、ユーロの導入はユーロの効用への貢献度を上昇させたが、ドルの効用への貢献度に影響を与えなかったことが示されている⁵⁶⁾。一方、ユーロの導入によって、日本円とスイス・フランの効用への貢献度は有意に低

⁵²⁾ 高屋（2019）、56頁。

⁵³⁾ 高屋（2019）、74頁。さらに、「将来、ユーロはドルにチャレンジできるのだろうか？」という問いについて、「ユーロの課題としては、ユーロの価値安定と、その利便性を高めなければならない。そのためにまず、ユーロ圏の安定性のためには、預金保険の各国統一基準を採用して銀行同盟を完成させることや、長期的な経済ファンダメンタルズの改善、そしてEU経済ガバナンスを強化するための各国政治の安定が求められる」と指摘している。

⁵⁴⁾ 高屋（2019）、70頁。

⁵⁵⁾ Ogawa and Muto（2016）（2017）（2018）の分析結果は、小川（2019）の第1章で取り纏められている。

⁵⁶⁾ Ogawa and Muto（2016）は「ユーロの導入はユーロの効用への貢献度を上昇させたが、ドルの効用への貢献度に影響は与えなかった。これは、ユーロが導入されたとしても、基軸通貨のドルに対し、その流動性供給に勝るほどの影響を与えることはできないことを示している」と述べている。

下した⁵⁷⁾。これは、ユーロがドルに置き換わらずに、日本円とスイス・フランの機能の一部を代替することで地域の基軸通貨として伸長したことを意味している⁵⁸⁾。

一方、世界金融危機の期間において、国際金融市場におけるドルの流動性不足を反映して、流動性リスクプレミアムを表す OIS-TB は急激な上昇をみせており、ドルの効用への貢献度が一時的に低下し、他の主要通貨の効用への貢献度が相対的に上昇したことが示されている。ただし、金融危機後の米 FRB による大規模な量的緩和政策と主要国との通貨スワップ協定を通じたドル資金供給により、ドルの効用への貢献度は回復し、ギリシャ危機後には、元の水準に戻っている⁵⁹⁾。

このように、世界金融危機は、国際通貨のドルから他の通貨への移行を促すまでには至らなかったという結論が示されている。これは国際通貨の慣性が働いていることと整合的な結果でもある。

4. コロナ・ショックの影響

現実には、ドルは国際通貨の中で一番高い効用を維持し続けてきたが、以上の事例に導かれるインプリケーションの 1 つとしては、国際通貨の流動性不足が当該の国際通貨の効用に負の影響を及ぼすことが得られる。2020 年に新型コロナウイルスの感染が世界的に拡大した際に、ドル不足が再び生じることとなった⁶⁰⁾。国際通貨基金 (IMF) は、コロナ・ショックで激変した世界の現状をグレート・ロックダウン (大封鎖) と表現し、また 2020 年 6 月に改訂した世界経済見通しにおいて、世界経済は 1930 年代の大恐慌以来で最悪の景気後退に陥るとし、2020 年の経済成長率は世界でマイナス 4.9% まで下がるとの予測を示している。

こうしたなか、Avdjiev, Eren and McGuire (2020) は、コロナ・ショックに伴う国際金融市場の混乱 (financial turbulence) を背景に、世界的に基軸通貨ドルの需要が逼迫し、ドルの調達コストが急上昇したと指摘している⁶¹⁾。一方、2020 年 3 月 15 日には、米国連邦準備理事制度 (FRB) は、日本銀行、欧州中央銀行 (ECB)、イングランド銀行、スイス国立

⁵⁷⁾ Ogawa and Muto (2017) は、ユーロの導入により、日本円とスイス・フランの貢献度は低下しており、また経済危機後にも日本円の貢献度は低下していたことを踏まえ、全期間を通じて日本円が低下トレンドにあったことを示している。

⁵⁸⁾ Ogawa and Muto (2017) は「ユーロの導入によるユーロの貢献度の上昇は、日本円とスイス・フランの貢献度を代替的に低下させた」、「これは、ユーロの導入によって米ドルの貢献度に変化がなかったこと、つまり基軸通貨の慣性が働いたことと整合的な結果である」と述べている。

⁵⁹⁾ Ogawa and Muto (2018) は「流動性リスクプレミアムと資本フローが国際通貨の効用に影響を与えている」、「もし、通貨当局が自国通貨の国際化を目指す場合には、これらの変数に焦点を当てる必要がある」と述べている。

⁶⁰⁾ この点については、『通商白書 2020 年版』、第 II 部の第 1 章、第 1 節「ドルへの集中と新興・途上国のリスク拡大」を参照されたい。

⁶¹⁾ 2020 年 3 月、FRB によるドル資金供給 (スワップライン) を拡充する直前、主要通貨とドルの金利の交換取引であるベシス・スワップ (three-month FX swap basis against US dollar) は、日本円が -144bp、ユーロが -85bp、スイス・フランが -107bp、英ポンドが -62 にまで一時的にそれぞれ拡大された。一方、3 月下旬から、(Avdjiev, Eren and McGuire (2020), p2, Graph1)。

銀行、カナダ銀行の5カ国中央銀行と協調して、ドル資金を供給する仕組み（スワップライン）を拡充すると発表した。その後、3月19日に、このスワップラインの取り決めにより、新たにオーストラリアや韓国など9カ国の中央銀行が加わった。さらに、米国との間でスワップラインを持たない多くの国々でドルを確保しやすい環境を整えるために、FRBは3月31日に米国債を担保とした海外中央銀行・通貨当局向けのレポ取引（短期資金の融通策）の実施を公表した。Avdjiev, Eren and McGuire (2020) はこうしたドルの流動性を供給する協調行動が取られたため、ドル不足の懸念は和らぎつつあり、ドル調達コストの上昇にもやや一服感が出ていると指摘している⁶²⁾。

ただし、2008年の世界金融危機時と異なり、コロナ・ショックにおいては、金融機関にとどまらず、国際分業により国境を越えるサプライチェーンにかかわる企業など非銀行部門もドル資金繰りの悪化に直面している⁶³⁾。そのため、各国の中央銀行の政策運営は一段と難しさを増している。新型コロナウイルスの収束時期が依然見通せないなか、短期的な資金繰り面でドル不足に陥るリスクと、それが金融市場やサプライチェーンにもたらす最終的な波及効果を予測することはできないが、現時点では基軸通貨ドルの地位は揺らいでいないように見受けられる。

以上で論じたように、1980年代後半以降、ドイツ・マルクが国際通貨ドルの地位を侵食した後、単一通貨ユーロの導入、世界金融危機の発生および、コロナ・ショックの衝撃などの事象は、ドルを中心とする国際通貨体制を抜本的に変えるほどの影響力を持ち得なかった。これは、現実には、ひとたび国際通貨としての地位を確立すると、それを覆すのは困難であること、実効的な通貨競争が展開する余地がそれほど広くないことを示唆しており、国際通貨の地位には慣性が働いているという説明とも整合的である。

第3節 人民元国際化の経路選択

1. 通貨国際化の意義

一般的に、通貨の国際化とは、国際経済取引の交換・決済における当該通貨の利用比率あるいは資産保有における当該通貨建て比率が高まっていく過程を指す⁶⁴⁾。ただし、1.1で紹介した外国為替論的国際通貨論は、こうした国際的取引における決済機能や公的基準・介入通貨としての機能獲得が、最終的に銀行間外国為替市場における為替媒介通貨機能の獲得に至ることができるかどうか、という点に焦点を当てている。

日本銀行（2000）は、国際通貨英ポンドとドルの国際通貨化の歴史的な過程を踏まえ、①英国の場合は、競争力のある海運業や金融業を基礎とした世界的なネットワークを背景に

⁶²⁾ Avdjiev, Eren and McGuire (2020), p5.

⁶³⁾ Avdjiev, Eren and McGuire (2020), p6. また、コロナ・ショックによる国際的なサプライチェーンによる寸断および、それは世界の実体経済面に与える打撃については、『通商白書（2020年版）』を参照されたい。

⁶⁴⁾ 日本銀行（2000）、6頁。

ポンドの国際通貨としての地位を確立していた、②米国の場合は、多国籍企業の海外進出など直接投資が増加し、こうした米国企業の海外展開がユーロ市場でのドル建て決済ニーズの増加に結びつき、ドルの国際的な利用を加速させた、と取り纏めている⁶⁵⁾。さらに、1.2で論じたように、国際通貨の地位を確立した通貨は、交換手段としての機能が十分に働く限り、その地位を容易に低下させることはなく、慣性が働くことになる。

しかし、こうした状況においても、実効的な競争関係にある複数の基軸通貨が存在する場合には、基軸通貨国は、通貨発行利益を無制限に享受することはできず、またむやみに通貨供給量を増加させて、通貨の価値を低下させることは得策ではない。例えば、小川（2019）は、「基軸通貨である米ドルと実効的に競争関係になる通貨を登場させることによって、米ドルを供給する米国の通貨当局に対してガバナンスが働き、米ドルの価値を低下することを抑制することができる⁶⁶⁾」と指摘している。

さらに、それぞれの国が自国通貨の国際化を推進するには様々な狙いがあり、中国が世界金融危機後に人民元国際化という戦略を打ち出した背景・狙いについての考察は第3章に譲るが、ここでは、まず、人民元国際化に関する先行研究および、中国が想定した人民元国際化のロードマップについて確認する。

2. 人民元国際化に関する先行研究

2008年の米国発世界金融危機以降、輸出の鈍化による経済成長の急減速と、米ドルの対人民元相場の趨勢的な下落に伴う外貨準備資産の価値毀損に直面したとされる中国では、対外貿易取引や外貨準備の保有における為替リスクを問題視する声が高まった。これを契機に、中国は、先進国の経済・通貨システムに過度に依存した構造の抜本的な見直しに向けた取り組みとして、「人民元国際化」という戦略を打ち出した。

近年、人民元国際化のベネフィット・コストや経路選択、進捗状況をめぐって、多くの研究が積み重ねられている。

第1は、当初より活発になされている人民元国際化のベネフィットとコストについての議論である。一般的に、自国通貨国際化のベネフィットとしては、国際的な貿易・金融取引を行う際の為替リスクの低下や為替ヘッジ費用の削減などが挙げられる⁶⁷⁾。しかし、中国政府が世界金融危機以降に「人民元国際化」を国策として掲げ、人民元の国際的な使用を拡大させるための規制緩和・市場インフラの整備だけでなく、トップ主導の通貨外交の展開など、政治・経済面で総力を挙げた対応を実施する背後には、中国の経済規模に見合った通貨地位の獲得や、中国が主導とする新たな国際通貨体制の構築といった狙いもあるものと考えられている（日本銀行、2016）。一方、自国通貨国際化を進めるに当たっては、自国のマクロ経済政策や金融政策が大幅に制約されるといった相応のコストやリスクが存在する。

⁶⁵⁾ 日本銀行（2000）、7-8頁。

⁶⁶⁾ 小川（2019）、24頁。

⁶⁷⁾ 日本銀行（2016）を参照。

資本取引の自由化がまだ実現されていない中国では、人民元国際化の進展が中国経済に与える影響についての論争の要は、極めて不安定な国際金融情勢が続くなか、政府は国内の金融・資本市場の段階的開放を進めると同時に、国内外の市場間の活発な取引によって歪められた資金の流れをコントロールできるかどうかという点にある⁶⁸⁾。

第2は、人民元国際化の具体的な進め方や最終目標への道など、経路選択についての論争である。まず、HKTDC（香港貿易発展局）は2009年5月、クロスボーダー人民元建て貿易取引決済が正式に導入された直前に、The RMB Trade Settlement Scheme and RMB Internationalization と題するリサーチペーパーの中で、通貨の機能面から人民元国際化を「国際貿易の計算および決済単位」、「投資手段」、「国際準備通貨」という三つのレベルで設定した。その後、中国の中央銀行である中国人民銀行の陳雨露副総裁（元中国人民大学学長）は『人民元読本』という著書の中で、「周辺化・貿易決済化」、「地域化・金融投資化」、「国際化・国際準備化」という三つの段階からなる人民元国際化に向けたロードマップを提示した。陳（2014）が提唱した「三段階」構想は、HKTDC（2009）の見解と大きな違いはないが、地理的範囲から新たに人民元の国際化推進プロセスの区分を行い、また時間軸として、最初の十年（2010年～2020年）で「周辺化（周辺国・地域で使用される）」を、次の十年（2020年～2030年）で「地域化（アジア全体の貿易取引において決済通貨に充てられる）」を、最後の十年（2030年～2040年）で「国際化（国際上重要なキー・カレンシーになる）」をそれぞれ実現する、という中長期的な発展経路を想定した。米ドルに並ぶ国際準備通貨を最終目標とするこれらの戦略構想は、リーマンショック後の世界金融市場で米ドルの流動性が枯渇する等、米ドルに対する不安の高まりを契機に、世界第2位の経済大国にまで発展してきた中国が、「基軸通貨国」としての米国が長年に享受してきた「とてつもない特権（exorbitant privilege）」を弱め、これまでの世界経済の構造と通貨地位との間のミスマッチを是正しようとする意志を反映したものと言える。

こうして、グローバルな視点に立脚した人民元国際化戦略は、当初から中国の国益に合致するものと判断され、中国国内の政府系研究機関をはじめとする学术界全体の基本的な論調として広がり、世界各国からも大きな注目を集めてきた。しかし、2015年以降の人民元の減価圧力の増大と、米中間の貿易摩擦の激化など、人民元国際化を取り巻く環境が激変するなか、それまで順調に進んできた人民元の国際化は停滞・後退局面に突入し、当初より想定されていた人民元国際化の戦略構想の妥当性に対しても根本的な疑問が投げかけられ始めた。

例えば、Eichengreen and Lombardi（2017）は、RMBI or RMBR? Is the Renminbi Destined to Become a Global or Regional Currency? と題する論文のなかで、人民元国際化の予想経路について再検討を行い、グローバルな国際通貨を目指す RMBI と、地域的な国際通貨を目指す RMBR という2つのシナリオを提示した⁶⁹⁾。Doo Yong Yang（2017）はこの2つのシ

⁶⁸⁾ この点についての考察は、Yu（2014）、関（2017）、関（2018a）を参照されたい。

⁶⁹⁾ Eichengreen and Lombardi（2017）、p.40-56.

ナリオを比較したところ、グローバルな国際化という将来の可能性を認めるものの、米国の利上げ観測の高まりで、人民元の対米ドル相場の維持は今後一層難しくなることから、現在の金融経済情勢は人民元の国際化にとって不利であると指摘し、また脆弱な国内金融システムを抱える中国では、人民元の国際化に伴う資本勘定の自由化は金融危機発生リスクを増幅しかねないとの懸念を示した。さらに、Weitseng Chen (2018) は、マクロプルーデンスの視点から、人民元の国際化が国内金融部門のシステミック・リスクの顕在化といった副作用をもたらしたのは、その野心的なスケジュールにあるとしており、国内のマクロ経済政策との調和に十分な配慮を払わず、国際的な影響力の拡大に重きを置きすぎた基本戦略の方向性は誤っているとの見解を表明している⁷⁰⁾。

第3は、人民元の国際化に向けた一連の取り組みの進展や計画全体の進捗状況への評価および、国際化を模索する過程で人民元が有する独自性に関する研究である。人民元の国際化を打ち出して以降、中国政府は通貨スワップ協定の拡充や、人民元クリアリング銀行のネットワークの構築など独自の対応を通じて、積極的に取り組む姿勢を鮮明にした。例えば、一般的に、通貨スワップ協定は「金融危機や通貨急落に備え、各国の政府や中央銀行が互いに資金を融通しあう仕組み」として考えられるが、人民元の国際化を後押しするため、中国の通貨スワップ協定には、通常の貿易や投資のためにも人民元を引き出せるといった特徴が見てとれる⁷¹⁾。そのため、関根 (2010) は、中国の通貨スワップ協定を、危機時の安全網としての機能に加え、「貿易決済などに必要な人民元資金を海外に人為的に流す仕組み」⁷²⁾と定義している。

また、中国人民銀行（中央銀行）は海外市場での人民元の流動性を確保するため、アジアや欧州、アフリカ、北米など世界各地で人民元の決済業務を認める人民元クリアリング銀行を相次いで指定した⁷³⁾。露口 (2019) は、2015年10月にクロスボーダー銀行間決済システム（CIPS : Cross-border Interbank Payment System）が稼働して以降、「クリアリング銀行の存在価値は低下している」との見方を示す一方、「中国当局がクリアリング銀行と認定し、中国本土の店舗から容易に人民元の供給を受けることのできる銀行には、所在地の人民元の決済口座が集中しやすく、人民元の送金・決済をより安全・効率的に実施できるため、依然としてクリアリング銀行の設置は人民元取引をスムーズに行うために意味がある」と評価している⁷⁴⁾。

⁷⁰⁾ Weitseng Chen (2018), p. 45-53. また、中国の金融部門のシステミック・リスクやマクロ・コントロール政策の枠組みについての考察は、齋藤 (2015), 同 (2018), 齋藤・永井 (2018), 関志雄 (2018b), 鳥谷 (2020) を参照されたい。さらに、齋藤 (2019a) は、中国の金融リスクのソフトランディングの鍵を握っているのが国有企業改革とデレバレッジであると指摘した。この点についての考察は、齋藤 (2019b), 関志雄 (2019), 渡邊 (2019) も参照されたい。

⁷¹⁾ 「通貨交換協定とは」『日本経済新聞』, 2017年10月11日。

⁷²⁾ 関根 (2010), 35頁。

⁷³⁾ 2019年末現在、中国政府は香港、ロンドン、フランクフルトなど25カ国・地域に人民元クリアリング銀行（人民元清算銀行）を設置した。

⁷⁴⁾ 露口 (2019), 241頁。

以上のように、中国政府は、人民元国際化の戦略立案から推進までの全ての過程で主導的な役割を果たしてきた。日本銀行（2016）は、米国や旧西ドイツ、ユーロ圏、日本、韓国など、中国より先行して国際通貨への挑戦を試みた各国の自国通貨国際化に対する考え方を整理したうえで、マルクの国際化に対して消極的であった旧西ドイツや、ユーロの更なる国際化に対して中立的な欧州などとは対照的に、中国は、人民元の国際化に対して極めて積極的なスタンスを貫いていると指摘している⁷⁵⁾。

他方、計画全体の進捗状況についての評価手法や見方は様々だが、人民元国際化の度合いを示す各指標がほぼピークに達した2015年を境に、劇的な変化が起こったとの共通認識が広がっている。Zhang and Zhang（2017）は、人民元の先高期待が根強いなか、本土のオンショアと香港などのオフショア市場の間で生じた為替レートと金利の差を利用した裁定取引が2015年までの人民元国際化のブームを支えてきたが、同年8月11日の為替制度改革（人民元レート基準値の設定メカニズムの変更）に伴う人民元の急落と、国内の潜在的な金融リスクの高まりが、こうした裁定取引を大きく減少させることで、人民元国際化の減速をもたらしたと指摘している⁷⁶⁾。さらに、ECB（2019）は、人民元建て預金残高や人民元建て資金決済額、人民元建て点心債と譲渡性預金（CD）の発行額、外国為替市場における人民元の取引高の4つの指標をもとに独自に算出した人民元国際化指数（Renminbi Globalisation Index：RGI）を使い、「国際通貨基金（IMF）の特別引き出し権（SDR）の構成通貨に採用された2015年以降、実際に人民元の国際的な地位は著しく低下していた」との認識を示している⁷⁷⁾。

このように、中国政府に強く後押しされたことに加え、本土のオンショアと香港などのオフショアの両市場間の裁定取引の影響を受けやすい点も、他の主要通貨の国際通貨化の過程では見られなかった人民元独自の特徴と考えられる。

3. 人民元の国際通貨化の3つのステージ

これまでの人民元国際化に関する既存研究は、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少ない。また、人民元国際化の段階区分の基準として、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ついて言及したものもない。

以上の議論を踏まえるなら、人民元の国際化・国際通貨化のプロセスとして3つのステージを設定することができる（図表1.6参照）。ステージ1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

⁷⁵⁾ 日本銀行（2016）、6-7頁。

⁷⁶⁾ Zhang and Zhang（2017）、p. 1-6.

⁷⁷⁾ ECB（2019）、Box1を参照されたい。

国際通貨化ではない」と論じた⁷⁸⁾。これに従えば、人民元の国際化を、「人民元が中国を含む2国間のクロスボーダー取引において、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1歩である。

また、ステージ2は、地域的国際通貨化(＝人民元圏の形成)である。これについては、ヨーロッパにおける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⁷⁹⁾。ここでは、人民元の地域的国際通貨化を、「人民元が中国を含まない第3国間の貿易・資本取引において利用され、また特定の地域で、銀行間レベルの為替媒介通貨としての機能をも満たす過程」と定義できる。

そして、ステージ3は、グローバルな国際通貨化(＝基軸通貨化)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」と指摘している⁸⁰⁾。

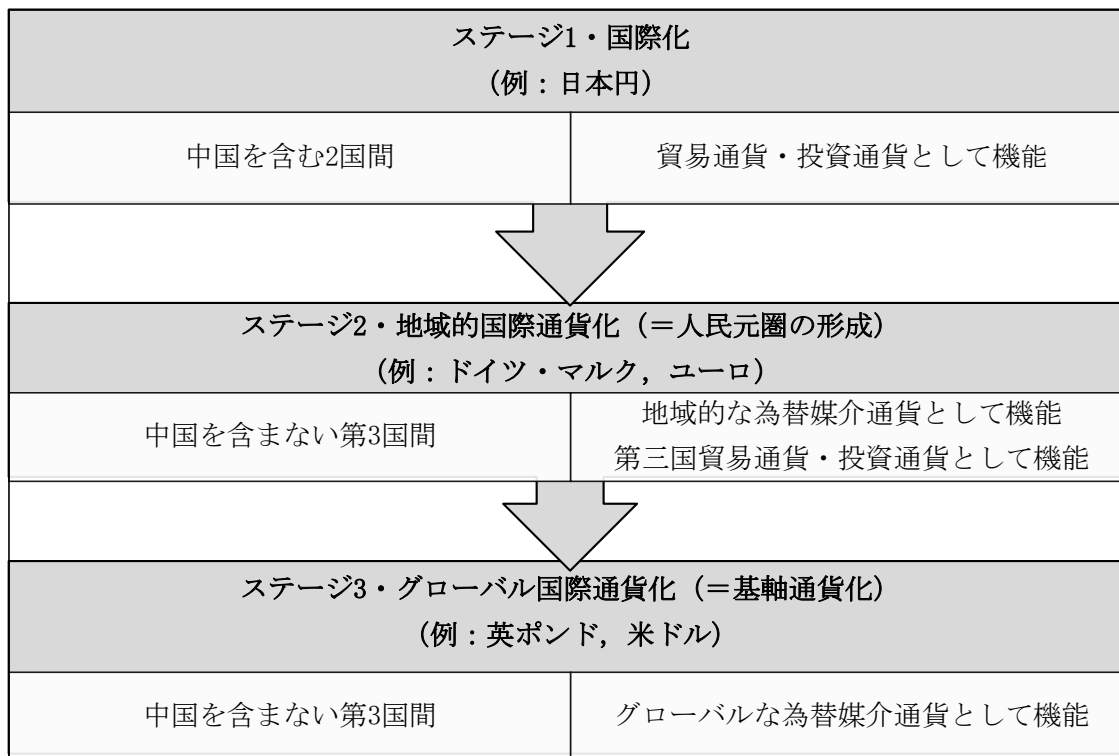
このように、人民元の国際通貨化のプロセスは3つのステージを踏むことが想定され、また、さまざまな条件の相違から厳密な比較はできないものの、日本円、ドイツ・マルク及びユーロ、さらにグローバルレベルでのポンドやドルの経験は、人民元が各段階で備えるべき条件を示しているものと考えられる。

⁷⁸⁾ 岩田(2005), 60頁の注10を参照。

⁷⁹⁾ 斎藤(2007), 63-64頁参照。

⁸⁰⁾ 井上(1994), 46-47頁参照。

図表 1.6 人民元の国際通貨化の3つのステージ



（出所）HKTDC（2009），陳雨露（2014），岩田（2005）などを参考に筆者作成。

小括

本章では、人民元の国際化および国際通貨化の分析ツールとして、標準的な「貨幣機能論アプローチ」による国際通貨論と「外国為替論アプローチ」による国際通貨論とを比較検討し、後者を採用することが妥当である理由を明らかにした。1980年代以降の金融のグローバル化のもとで発展してきた、「投資通貨」を国際通貨の理論体系に組み込んだ新しい「外国為替論アプローチ」によって、国際通貨の性質を決定する究極的なメルクマール（指標）、および国際通貨の諸機能間の連関を把握することが可能となっている。

近年、人民元国際化のベネフィット・コストや経路選択、進捗状況をめぐって、多くの研究が積み重ねられている。これまでの既存研究は、人民元国際化の戦略立案や進捗状況などを把握するために重要な知見を数多く提供しているものの、国際通貨の究極的なメルクマールを基底に据えた体系的考察は極めて少ない。

本稿は、「外国為替論アプローチ」を人民元国際化研究において初めて採用することで、「人民元の国際化」という基礎概念について明確な定義付けを行ったうえで、人民元の国際化および国際通貨化のプロセスに対して、①単なる国際化、②地域的国際通貨化（いわゆる地域的な人民元圏の成立）、③グローバル国際通貨化（ドルやユーロと並ぶ国際的基軸通貨）という3つのステージに区分している。本稿は、HKTDC（2009）や陳雨露（2014）による「3段階説」に、上述の「外国為替論アプローチ」による国際通貨論の視点を付け加え、人民元

第1章 国際通貨の理論と先行研究

国際化戦略やその過程において、「人民元の国際化」と「人民元の国際通貨化」とを概念的に峻別しながら、公的・民間レベルの各分野での人民元の利用状況について各機能の相互作用にも注意を払いながら順次検討を加える。こうした独自の視点と方法に基づいた考察により、人民元の国際化・国際通貨化の現状と課題について、既存の研究に新たな視点と知見を提供できればよいと考える。

第2章 国際通貨体制の現状と課題 —世界金融危機後のグローバルドル依存の強まり—

はじめに

第1章で論じたように、1971年8月のニクソン・ショック以降、米国以外の国々は相次ぎ変動為替相場制に移行しており、従来のドルを基軸とする制度上の制約がなくなった。国際間の取引に関わる決済通貨や投資通貨の選択は、原則的に民間経済主体の意思に委ねられることになったため、国際通貨システムの分極化あるいは多様化の可能性についても活発な議論が繰り広げられてきた。しかし、1980年代後半から90年代初頭にかけて欧州において国際通貨ドルの地位をドイツ・マルクが侵食した事象が観察された後は、単一通貨ユーロの導入や世界金融危機の発生などによっても、ドルを中心とする国際通貨体制が抜本的に変わることはなかった。

現在の国際通貨制度において、基軸通貨ドルの他に、ユーロや日本円、ポンドなど主要通貨が存在しているからといって、国際通貨間で有効な競争状態が存在するとは必ずしも言えない。現実には、一般受容性の高い通貨が、いったん国際通貨としての地位を確立すると、交換手段としての機能が十分に働かず、規模の経済性やネットワーク外部性などの理由により、その国際通貨としての地位が急速に低下することではなく、慣性が引き続き作用することになる。本章では、国際通貨体制の現状と課題を概観したうえで、世界金融危機後、グローバルなドル依存がますます強くなっており、現在に至るまで実効的な通貨間競争が展開する余地がほとんどない状況を明らかにし、その根本的な原因について考える。

第1節 先進国の金融政策の新興国への影響

1. 主要先進国の金融政策の転換

新興国を巻き込んだグローバルな資金フローがかつてない規模で生じている今日において、新興国経済は、「国内のファンダメンタルズ要因」に加え、「グローバルな要因」に大きく左右される傾向がますます高まっている（日本銀行、2019）。一般的に、「国内のファンダメンタルズ要因」としては、新興国の経常収支や債務状況、国内経済・物価の動向などに注目する向きが多い。一方で、「グローバルな要因」としては、先進国の金利動向やグローバルな市場のリスクセンチメントなどに注目が集まっている。

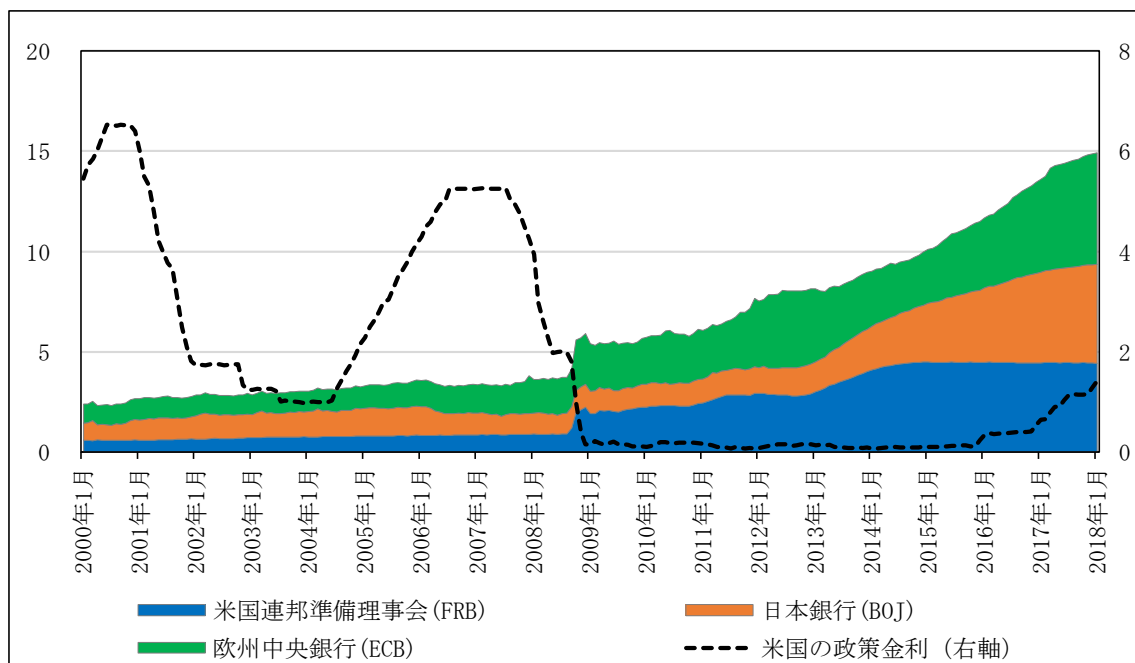
特に、近年では、主要先進国で非伝統的な金融政策からの「出口」の局面において、資本フローの逆流が、新興国経済を不安定化させるリスク要因となるとの懸念が広がっている。先進国の金融政策の変更が新興国経済に与える影響を考察する際に、米国の金融政策の波及効果が支配的に大きいとの指摘が幅広くなされている⁸¹⁾。例えば、福田（2019）は、「国

⁸¹⁾ Chen, Griffole and Sahay (2014) や McCauley, McGuire and Sushko (2015), 福田 (2019) を参照。

際金融の取引では、基軸通貨としての米ドルが依然として圧倒的な地位を占めている。その結果、米連邦準備理事会（FRB）の金融政策の変更やそれに対する思惑が多くの新興国市場に甚大な影響を及ぼす傾向が顕著である」と指摘している⁸²⁾。

図表 2.1 は、近年の、日米欧など主要先進国の中央銀行バランスシートと、米国の政策金利フェデラル・ファンド・レート（FF 金利）の推移を示すものである。世界金融危機後、主要先進国は、金融システムの安定化と物価目標を達成する目的で、大胆な金融緩和政策を実施してきた。米国においては、連邦準備制度理事会（FRB）が異例の利下げに踏み切り、2008 年 12 月から 2015 年 12 月までの期間に、政策金利の誘導目標を 0.0%～0.25% で据え置いた。また、伝統的な金利政策に加え、主要先進国の中央銀行は、大規模に金融資産を買い上げ、バランスシートの規模・構成を操作する非伝統的金融政策を導入した。その後、2016 年以降の景気の回復傾向を踏まえ、米国が先陣を切る形で金融政策の正常化に舵を切り、段階的な利上げと保有資産の縮小に取り組み始めた。2019 年に入り、FRB の保有資産の規模は、2016 年の 4.5 兆ドルから 4 兆ドルまで縮小し、米国の政策金利も 2% 前後に引き上げられた。こうした主要先進国の政策転換に関する議論が活発化するなか、世界金融危機（GFC）後、先進国から新興国への爆発的に拡大した資金フローは、逆方向に動くとの懸念が高まっている。

図表 2.1 主要先進国の中銀バランスシートと米国の政策金利の推移(単位:兆ドル, 右軸は%)



(出所) 日本経済産業省『通商白書 2018 年版』, 米国連邦準備理事会 (FRB) 資料より筆者作成。

(注) 日米欧の中銀バランスシートの元データは、Bloomberg より。

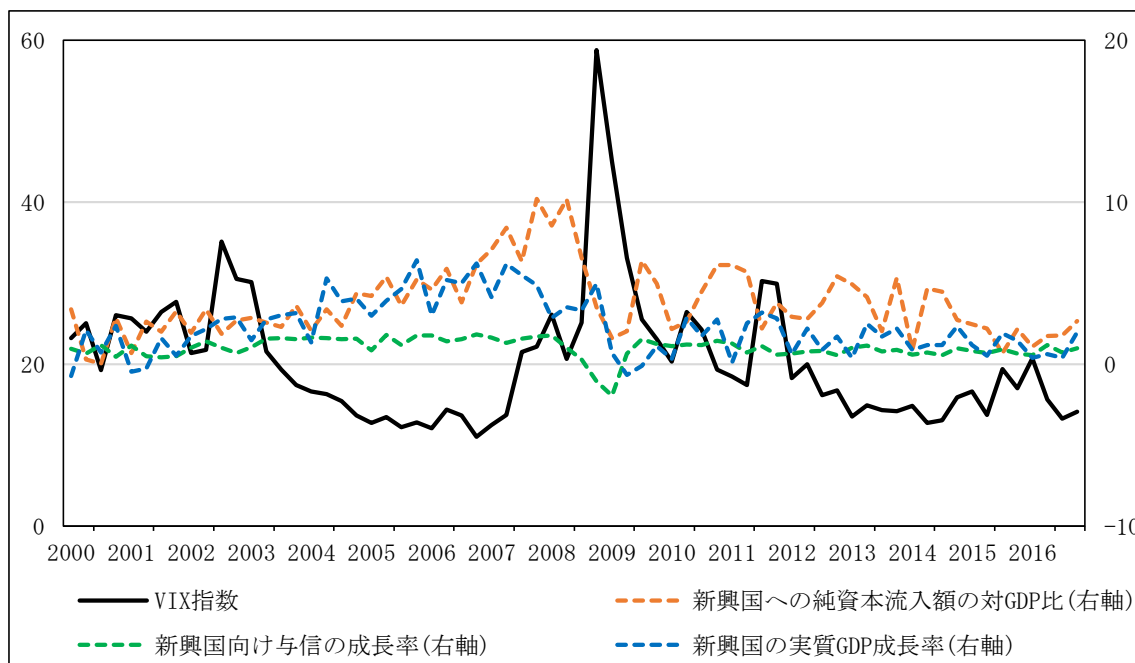
⁸²⁾ 福田 (2019), 6 頁。一方で、福田 (2019) は、「その一方、日本や欧州の金融政策が新興国市場に及ぼす影響は、仮にそれが大胆なものであっても、ほとんどのケースで限定的なものにとどまってきた」と指摘している。

2. 恐怖指数 (VIX) から広域ドル指数 (BDI) へ

国際通貨基金 (IMF) が 2020 年 4 月に公表した「世界経済見通し (WE0)」では、新興国市場の実体経済と金融市場に波及効果をもたらすグローバル要因として、米国の政策金利のほか、投資家の心理を測る指標とされる、「恐怖指数」と呼ばれる米株の変動性指数 (VIX) が考慮に入れられている。

米シカゴオプション取引所 (CBOE) が、米 S&P500 株価指数のオプション価格をもとに算出する VIX が、米国株の予想変動率を示す指標とされるほか、グローバル市場の不確実性の指標としてしばしば用いられる⁸³⁾。図表 2.2 は、近年 VIX の推移と、新興国の実体経済・金融市場の変化を示すものである。中長期的に見ると、VIX が、新興国への資本流入や実質 GDP 成長率、与信残高の動きと逆相関することが示されている。しかしながら、世界金融危機後、VIX の世界の実体経済と国際金融市場への影響は薄れているとの観測も出た (Forbes and Warnock (2020), Miranda-Agripino and Rey (2020) などを参照)。例えば、Erik et al. (2020) は、世界経済の景況感を反映するグローバル購買担当者指数 (PMI) や世界貿易量⁸⁴⁾の推移と、VIX など金融関連指標の動きとの相関性について考察を行い、世界金融危機後、恐怖指数 VIX は危機前の低水準に戻ってきたものの、銀行の金融仲介機能の低下を反映し、欧米の大手銀行のレバレッジ (負債をテコにした投資) が依然として低く、また、世界の貿

図表 2.2 恐怖指数 (VIX) と新興国の実体経済・金融市場との相関 (単位: ポイント, 右軸は%)



(出所) 国際通貨基金 (IMF), *World Economic Outlook*, April 2020 より筆者作成。

(注) VIX = シカゴオプション取引所米株ボラティリティ指数。

⁸³⁾ 例えば、増島 (2019) は、VIX と円の対ドル為替レートとの相関性について分析をしている。

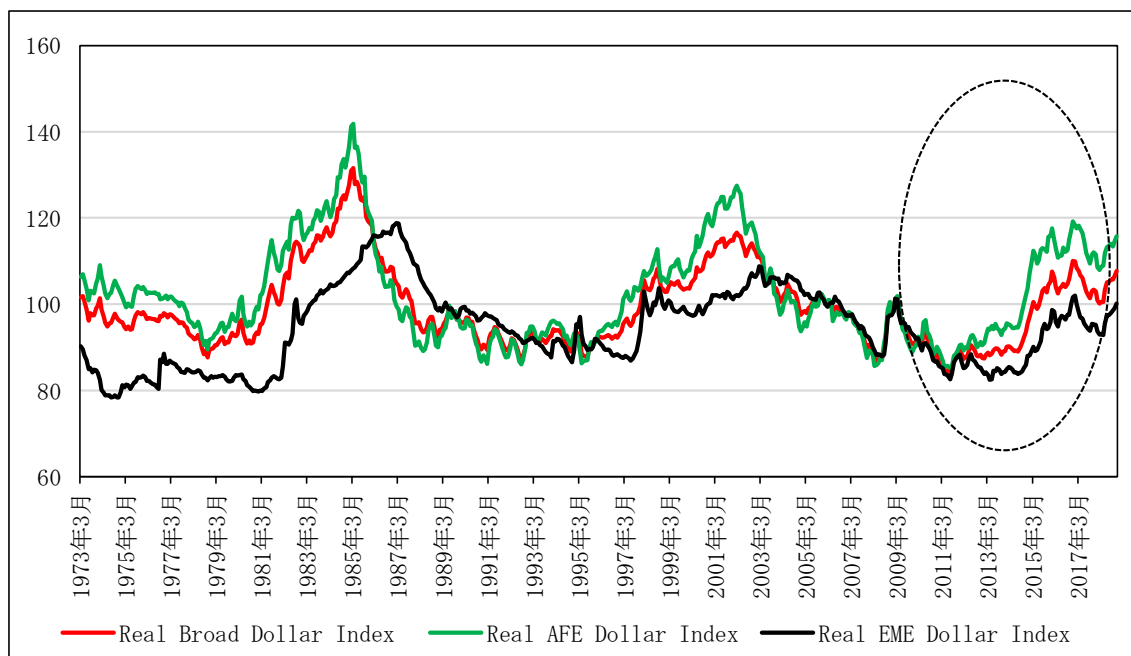
⁸⁴⁾ 世界の貿易量とグローバル PMI の動向についての考察は、『通商白書』2018・2019 年版を参照されたい。

第2章 国際通貨体制の現状と課題

易量やグローバル PMI は伸び悩む状況が続いていることを明らかにした。こうした状況を踏まえ、恐怖指数 VIX と世界の実体経済・金融情勢との逆相関が崩れていることが明らかにされている⁸⁵⁾。実際、こうした変化は、図表 2.2 から確認できる。やや仔細に見ると、世界金融危機を境に、恐怖指数 VIX と新興国の実体経済・金融市場の動きの逆相関も薄れている傾向がうかがえる。

一方で、Erik et al. (2020) は、世界金融危機後、米連邦準備理事会 (FRB) が貿易相手国の比重を加味して算出する広域ドル指数 (Broad Dollar Index, BDI) が、世界各国へのドル建ての信用供与に影響を与えることを通じて、グローバル・サプライチェーン (供給網) など実体経済の動向に影響を及ぼす傾向があることを指摘している。そのうえで、世界金融危機後、実体経済の動向と金融市場のリスク選好を左右するバロメーターが、恐怖指数 VIX からドル指数へとシフトしつつあったことを示唆している⁸⁶⁾。図表 2.3 は、FRB が公表する広域ドル指数 (Broad Dollar Index, 実質ベース) の推移を示すものである。図表 2.3 から分かるように、世界金融危機後、ドル高の進行を反映して、広域ドル指数や先進国ドル指数、新興国ドル指数がともに上昇傾向をたどっている。

図表 2.3 広域ドル指数 (Broad Dollar Index, 実質ベース) の推移 (2006 年 1 月=100)



(出所) 米国連邦準備理事会 (FRB) より筆者作成。

(注) AFE Dollar Index と EME Dollar Index は、先進国ドル指数と新興国ドル指数を示す。

⁸⁵⁾ この点に関しては、Forbes and Warnock (2020) や Miranda-Agripino and Rey (2020) によっても指摘されている。

⁸⁶⁾ Erik et al. (2020), p. 1-10.

第2章 国際通貨体制の現状と課題

さらに、広域ドル指数の通貨別構成比を見てみると、2017年現在、米国と貿易関係が強い19の新興国通貨が全体の51.7%を占めており、対して先進7カ国通貨は全体の48.3%となっている。特に、中国人民元が、広域ドル指数に占めるシェアは16.2%で、新興国ドル指数に占めるシェアは31.3%に達していることが注目される（図表2.4参照）。人民元など新興国通貨が、広域ドル指数において高いシェアを占めていることは、ドル指数の動きが新興国市場により大きな影響を与えうることを示唆している。

例えば、Shousha (2019) は、広域ドル指数 (BDI) の動きと、新興国市場の実体経済や金融情勢との相関についての考察を行い、①広域ドル指数と新興国のGDP成長率には強い負の相関(-0.80)があることと、②広域ドル指数と新興国向けの投資には強い負の相関(-0.81)があることを、それぞれ明らかにしている⁸⁷⁾。同様に、Erik et al. (2020) では、広域ドル指数の上昇が、新興国の実体経済と金融環境に負の影響をもたらしていることが論じられている⁸⁸⁾。世界金融危機後、こうした広域ドル指数と新興国市場の逆相関は、図表2.5によっても確認できる。

図表2.4 広域ドル指数 (Broad Dollar Index) の通貨別構成 (2017年現在)

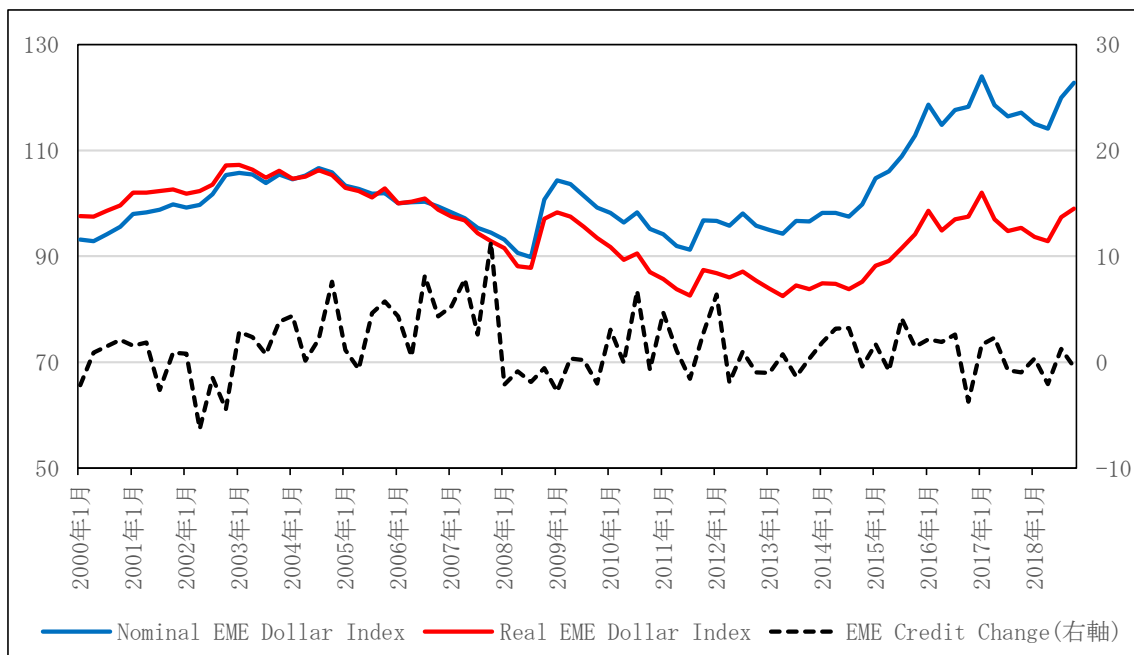
通貨	広域ドル指数	先進国ドル指数	新興国ドル指数
ユーロ	18.6	38.5	
中国人民元	16.2		31.3
カナダ・ドル	13.6	28.1	
メキシコ・ペソ	13.3		25.7
日本円	6.4	13.2	
英ポンド	5.1	10.6	
韓国ウォン	3.4		6.6
インド・ルピー	2.7		5.3
スイス・フラン	2.7	5.5	
ブラジル・レアル	2.0		3.9
台湾ドル	2.0		3.8
シンガポール・ドル	1.6		3.1
香港ドル	1.5		2.9
オーストラリア・ドル	1.4	3.0	
ベトナム・ドン	1.3		2.6
マレーシア・リンギット	1.3		2.4
タイ・バーツ	1.1		2.2
イスラエル・新シェケル	1.1		2.1
インドネシア・ルピア	0.7		1.3
フィリピン・ペソ	0.7		1.3
チリ・ペソ	0.6		1.2
コロンビア・ペソ	0.6		1.1
サウジアラビア・リヤル	0.6		1.1
アルゼンチン・ペソ	0.6		1.1
ロシア・ルーブル	0.5		1.0
スウェーデン・クローナ	0.5	1.1	
合計	100.0	100.0	100.0

(出所) 米国連邦準備理事会 (FRB) より筆者作成。

⁸⁷⁾ Shousha (2019), p.2-3.

⁸⁸⁾ Erik et al. (2020), p.1-10.

図表 2.5 新興国ドル指数 (EME Dollar Index) と新興国ドル建て信用の推移 (単位: %)



(出所) 米国連邦準備理事会 (FRB), 国際決済銀行 (BIS) のデータより筆者作成。

(注) EME Credit Change は, 新興国の非銀行部門のドル建て負債 (Loans) の四半期ベースの変化率を示す。

第2節 国際貿易取引におけるドルの使用

以上でみたように, 世界金融危機後, 広域ドル指数の動きは, 世界の实体经济の動向と金融市場のリスク選好を左右するバロメーターとして重要性が増している。Avdjiev et al.

(2018) は, ①グローバルなリスク要因として, ドル相場の変動は, 貿易と金融という2つのチャンネルを通じて世界の实体经济に影響を与えるが, 従来の貿易チャンネルに比べ, 近年金融チャンネルの重要性が増していることと, ②世界の实体经济にとって, この2つのチャンネルは, 正反対の影響を及ぼすことを指摘している⁸⁹⁾。

つまり, 貿易チャンネル (純輸出チャンネルともいわれる) では, ドル高が一般的に米国以外の諸国の純輸出の拡大をもたらすが, 金融チャンネルでは, ドル高がドル建ての資金調達や実物投資を抑制することを通じて, 世界の实体经济に負の影響を与える。その結果, ドル高の輸出促進効果が, 金融面の要因によって相殺されることになる⁹⁰⁾。また, Bruno and Shin (2020) は, ドル相場の上昇が, 金融チャンネルを通じて世界の实体经济に負の影響を与えている主な原因として, 現実には, 世界の貿易 (特に新興国の貿易) が銀行部門による資金調達 (特にドル建ての資金調達) に大きく依存している点を強調している⁹¹⁾。Gopinath et al. (2019) の試算によれば, ドル相場が1%上昇すると, 1年以内に米国外の世界の貿易量が

⁸⁹⁾ Avdjiev et al. (2018), p. 1.

⁹⁰⁾ Avdjiev et al. (2018), p. 36.

⁹¹⁾ Bruno and Shin (2020), p. 42.

0.6%減少することになる⁹²⁾。

Gopinath (2015) や Gopinath and Stein (2018a), 同 (2018b) は、ドルの貿易インボイス通貨としての機能と、国際資金調達・投資通貨としての機能が相互に作用し合うことで、国際通貨ドルの支配的な地位を支えていると指摘している。こうした相互作用を概観すると、貿易インボイス通貨（特に輸入通貨）に占めるドルのシェアが高い国ほど、当該国居住者によるドル建て資金に対する需要も高くなり、また、当該国の銀行はより多くのドル建て債務を抱えることになるという。ドル建て資金調達や投資の現状と課題についての考察は2.3に譲るとして、ここでは、ドルの貿易インボイス通貨としての地位を確認しておこう。

1. 第三国貿易取引通貨としてのユーロ

Goldberg and Tille (2008) や Cook and Patel (2018), Gopinath and Stein (2018a) は、世界経済に占める米国のシェアが低下しつつあるなか、貿易インボイス通貨に占めるドルのシェアが、世界経済に占める米国のシェアを大きく上回る状況が続いており、特に米国が関与しない貿易取引においてもドルが第三国貿易通貨として広く使われている事実を指摘している。こうしたドルの状況とは対照的に、ユーロは、ユーロ圏諸国を取引相手とする貿易取引において広く使われているものの、ユーロ圏諸国が関与しない貿易取引における第三国貿易通貨としての機能は限定的であることが、Gopinath (2015) や ECB (2019) などによって指摘されている。

例えば、Gopinath (2015) の試算によれば、輸入の建値通貨に占めるドルのシェアが、輸入相手国に占める米国のシェアの約 4.7 倍にあたるのに対して、輸入の建値通貨に占めるユーロのシェアが、輸入相手国に占めるユーロ圏のシェアの約 1.2 倍に過ぎない⁹³⁾。こうした比較から、ユーロの第三国貿易通貨としての機能が、ドルの水準に遠く及ばないことが読み取れる。

同様に、ECB (2019) は、ユーロが、ユーロ圏諸国を取引相手とする貿易取引において貿易インボイス通貨として使われる傾向が高い⁹⁴⁾ (図表 2.6 と図表 2.7 参照) もの、第三国貿易通貨として機能している地域は、チェコ、ハンガリー、ブルガリア、ポーランド、ルーマニア、クロアチアなど中東欧の EU 加盟国およびトルコにとどまっていると指摘している⁹⁵⁾ (図表 2.8 参照)。

⁹²⁾ Gopinath et al. (2019), p. 38–39. また、世界の貿易取引におけるドルの役割についての考察は Cook and Patel (2020) も参照されたい。

⁹³⁾ Gopinath (2015), p. 11.

⁹⁴⁾ ただし、ユーロ圏諸国と米国の貿易取引においては、ドルが主な貿易インボイス通貨として使われている (ECB, 2019)。

⁹⁵⁾ ECB (2019), p. 21–22 (Chart 19) を参照。

第2章 国際通貨体制の現状と課題

図表 2.6 ユーロ圏諸国の輸出（域内貿易を除く）におけるユーロ建てのシェア（単位：％）

国（輸出）	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ベルギー	52.3	55.3	56.6	－	56.8	55.4	53.7	52.0	56.2	53.4
フランス	51.8	52.4	49.3	48.9	48.3	46.0	45.6	51.5	51.3	49.8
イタリア	67.4	－	－	－	－	－	－	－	－	－
ギリシャ	63.6	56.9	50.2	48.4	49.1	54.5	57.1	54.2	50.6	56.9
スペイン	59.6	52.5	56.2	59.3	－	－	－	－	－	－
キプロス	25.9	49.1	－	－	－	－	－	－	－	－
ラトビア	82.5	79.7	78.6	81.2	78.7	79.8	82.0	79.3	79.4	80.5
リトアニア	－	－	－	－	62.2	66.8	69.2	69.9	60.4	70.6
ルクセンブルク	63.2	55.3	－	－	－	－	－	－	－	－
ポルトガル	63.4	62.1	59.3	56.0	58.8	61.2	65.4	64.4	67.8	64.5
スロベニア	82.7	83.5	81.6	80.8	－	－	－	－	－	－
スロバキア	94.4	96.0	96.5	96.0	95.0	93.4	94.5	94.3	94.3	92.1
エストニア	46.2	66.1	67.9	76.4	76.0	77.9	76.1	74.4	62.2	66.4
ユーロ圏全体	61.0	61.0	60.8	61.0	61.0	60.5	60.5	61.1	61.3	60.9

（出所）ECB（2020）, *The International Role of the Euro*, June 2020 より筆者作成。

図表 2.7 ユーロ圏諸国の輸入（域内貿易を除く）におけるユーロ建てのシェア（単位：％）

国（輸入）	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ベルギー	53.0	55.7	57.3	－	72.9	71.9	61.5	54.3	55.4	55.0
フランス	44.4	40.6	39.9	40.0	42.0	42.2	43.4	41.8	39.8	39.8
イタリア	46.9	－	－	－	－	－	－	－	－	－
ギリシャ	43.1	35.8	28.6	33.3	34.8	41.2	45.0	42.1	38.9	38.8
スペイン	59.5	51.7	52.0	47.9	－	－	－	－	－	－
キプロス	11.6	41.1	－	－	－	－	－	－	－	－
ラトビア	78.8	79.3	83.6	80.5	82.3	83.9	84.5	80.0	83.5	84.3
リトアニア	－	－	－	－	49.2	54.6	55.4	52.8	53.0	54.0
ルクセンブルク	55.0	48.8	－	－	－	－	－	－	－	－
ポルトガル	51.4	45.9	39.8	37.4	43.2	47.9	53.9	53.9	53.3	52.8
スロベニア	61.9	64.2	54.1	59.0	－	－	－	－	－	－
スロバキア	76.5	69.2	67.6	65.5	82.4	86.7	87.7	87.2	86.4	86.4
エストニア	42.2	55.9	61.6	68.8	67.2	68.7	70.3	70.3	64.2	67.7
ユーロ圏全体	52.2	51.0	50.8	50.7	53.1	53.2	52.7	51.6	51.3	51.3

（出所）ECB（2020）, *The International Role of the Euro*, June 2020 より筆者作成。

第2章 国際通貨体制の現状と課題

図表 2.8 非ユーロ圏の EU 加盟国の貿易におけるユーロ建てのシェア（単位：％）

国・（輸出）	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ブルガリア	56.1	52.9	48.6	55.9	57.9	59.7	64.7	63.2	61.6	64.0
チェコ	76.4	77.0	77.2	79.1	78.4	78.5	78.4	78.0	79.0	79.4
クロアチア	—	—	81.0	80.0	—	—	—	—	—	—
ハンガリー	60.7	61.2	58.6	58.1	58.4	56.8	66.4	71.3	71.8	71.7
ルーマニア	71.3	67.1	70.1	73.2	77.0	76.9	76.3	78.9	81.3	81.3
国・（輸入）										
ブルガリア	46.2	45.4	46.5	44.6	51.7	53.9	70.7	58.2	61.9	60.9
チェコ	68.5	68.0	68.0	68.9	68.4	68.0	68.4	69.0	68.0	67.7
クロアチア	—	—	70.4	70.6	—	—	—	—	—	—
ハンガリー	48.1	49.0	46.3	53.6	54.4	50.7	60.4	63.2	63.3	62.3
ルーマニア	66.8	64.2	60.5	64.0	64.2	68.6	71.0	70.7	69.0	69.6

（出所）ECB（2020），*The International Role of the Euro*, June 2020 より筆者作成。

（注）ECB の試算によると、以上の 5 カ国とポーランド、トルコでは、貿易におけるユーロ建てのシェアが、貿易相手国に占めるユーロ圏のシェアを上回っている。そのため、これらの国にとって、ユーロが貿易当事国通貨だけでなく、第三国通貨としても機能している（ECB，2019 の Chart 19 参照）。この図表では、貿易に占めるユーロ建てのシェアを示している。

2. 第三国貿易取引通貨としてのドル

さらに、国際通貨基金（IMF）が公表した 2019 年版の「対外部門の安定性に関する報告書（External Sector Report, (ESR)）」⁹⁶⁾では、貿易インボイス通貨の現状について考察がなされている。そこでは、英ポンド、日本円、スイス・フラン、人民元など自国が関与する貿易取引にしか貿易インボイス通貨として利用されていない諸通貨およびユーロに比べ、ドルが、米国が関与しない貿易取引においても、第三国貿易通貨として広く使われていることが指摘されている。

図表 2.9 と図表 2.10 は、37 カ国の輸出と輸入において、ドルの貿易インボイス通貨としてのシェアと、米国の貿易相手国としてのシェア（2001 年から 2015 年までの平均値）を示すものである。図表からは、ほとんどの国では、ドルの貿易インボイス通貨としてのシェアが、米国の貿易相手国としてのシェアを上回っていることがわかる。これは、これらの国々にとって、ドルが貿易当事国通貨だけでなく、第三国貿易通貨としても機能していることを意味している。また、先進国では、日本、韓国、オーストラリアなどにおいて貿易におけるドル建てのシェアが高いものの、全体的にみれば、新興国（特に中国）の方が、第三国通貨ドルへの依存度がより高いことが指摘されている（IMF，2019）。

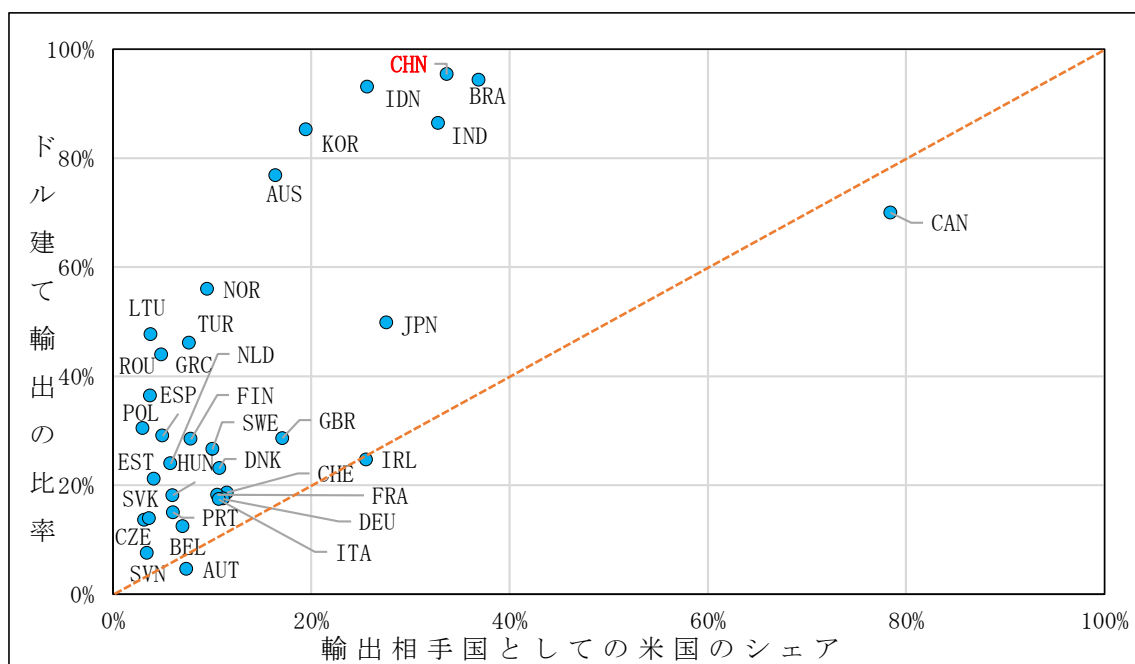
その上で、同報告書は、ドルが貿易インボイス通貨として支配的な地位を占め続けている原因を論じている。例えば、ユーロとの比較で、ドルが貿易インボイス通貨としてより広く

⁹⁶⁾ 植田・服部(2018)によれば、IMF は、経常収支の偏在や為替水準の行きすぎなど、いわゆる対外不均衡に関して定量的に評価を行っている。特に、2012 年以降、世界金融危機の教訓を念頭に置き、世界の主要 28 カ国やユーロ圏を対象に体系的な年次評価を実施している。その成果が年 1 回発行する「対外部門の安定性に関する報告書（ESR）」で報告される。

第2章 国際通貨体制の現状と課題

使われている原因として、世界の貿易規模に対する為替レートのパススルーを考察すると、ドルの影響力がユーロより強いことが指摘されている⁹⁷⁾。従来のマンデル・フレミング・モデル⁹⁸⁾では、為替相場のパススルーについての考察がなされる場合、一般に生産者(輸出国)通貨建て価格設定(PCP: Producer's Currency Pricing)や消費者(輸入国)通貨建て価格設定(LCP: Local Currency Pricing)が想定されるが、近年、国際通貨建て価格設定(DCP: Dominant Currency Pricing)を仮定した新しいモデルがGopinathらによって提示されている。DCPを仮定したモデルでは、ユーロよりもむしろ、ドル相場の変動が世界の实体经济に与える影響についての考察が焦点となっている⁹⁹⁾。

図表 2.9 世界各国・地域の米国向けの輸出とドル建て輸出の比率(単位: %)



(出所) 国際通貨基金 (IMF), *External Sector Report*, July 2019 より筆者作成。

(注 1) この図表では、ロシアとメキシコ、ルクセンブルク、台湾の数値は示されない。

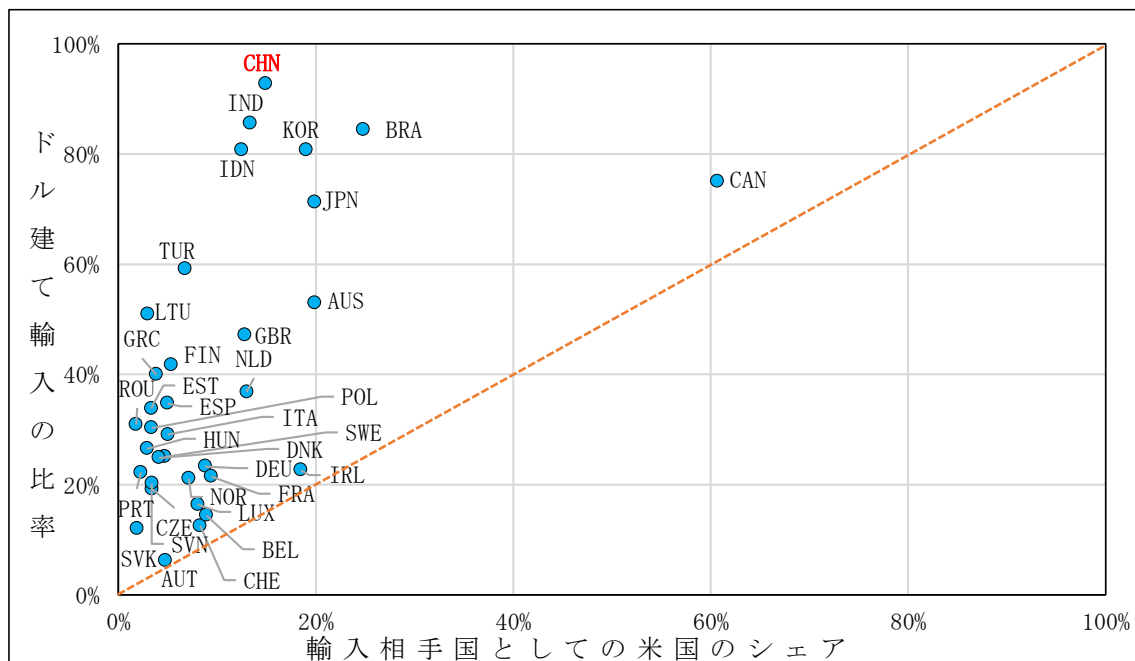
(注 2) この図表は、2001 年～2015 年の平均値を示す。

⁹⁷⁾ IMF (2019), *External Sector Report*, p. 45 (注 7)。さらに詳細は、Gopinath et al. (2019) を参照。

⁹⁸⁾ 伝統的なマンデル・フレミング・モデルの基本形や限界などについての考察は、日本銀行 (2006) を参照されたい。

⁹⁹⁾ DCP を仮定したモデルについては、Casas et al. (2017), IMF (2019) を参照されたい。

図表 2.10 世界各国・地域の米国からの輸入とドル建て輸入の比率（単位：％）



（出所）国際通貨基金（IMF），*External Sector Report*, July 2019 より筆者作成。

（注1）この図表では，ロシアと台湾の数値は示されない。

（注2）この図表は，2001年～2015年の平均値を示す。

第3節 ドル建て資金調達・投資の現状と課題

David and Kent (2020) は，ドルが資金調達や投資通貨として，国際金融において主要な役割を担っており，現在，米国は世界の経済活動の四分の一を占めているに過ぎないものの，約半分のクロスボーダー銀行貸出と国際債務証券がドル建てである，と指摘している¹⁰⁰⁾。また，こうした現状の背景として様々な要因が考えられるが，中でも，流動性の高いドル資金市場が，資金の借り手と貸し手に対して幅広い取引相手にアクセスできるような環境を提供しているため，米国外の主体にとっても魅力的である点が特に重要であるとしている。さらに，外貨準備通貨と貿易インボイス通貨としてのドルの優位性が，国際金融におけるドル使用をさらに促進している点も指摘されている。以下では，国際資金調達・投資通貨としてのドルの地位を確認し，特に2008年の世界金融危機後，国際金融システムおよびドルファンディングの構造に生じた変化について考察を進めていきたい。

1. 国際債務証券におけるドルの役割

まず，国際決済銀行（BIS）の国際債務証券（International Debt Securities）データを使い，国際資金調達通貨としてのドルの役割を概観したい。図表 2.11 は，BIS が公表する

¹⁰⁰⁾ David and Kent (2020), p.1.（この論文の要旨は，日本銀行によって和訳されている「グローバル金融システム委員会報告書 ドルファンディング：国際的な視点」）。

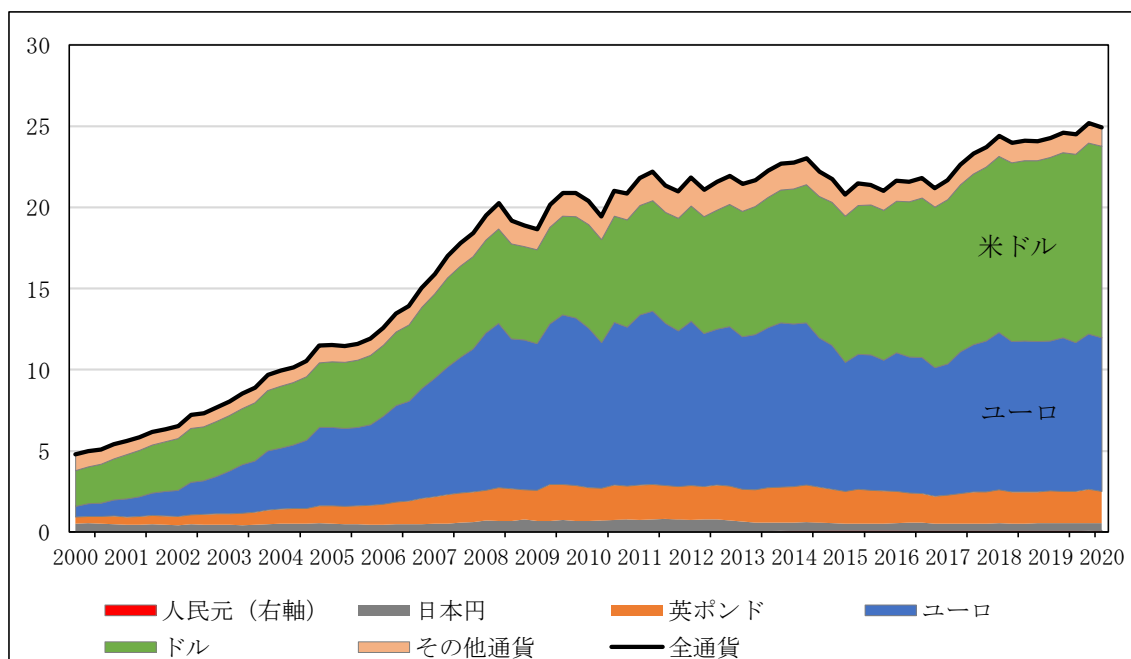
第2章 国際通貨体制の現状と課題

国際債務証券の発行残高の通貨構成を示している。ユーロが導入された後、欧州の居住者による起債の増加を背景に、ドルのシェアは2001年の48%から2004年の35%に低下したのに対して、ユーロのシェアは2001年の24%から2004年の42%に上昇した。2004年第4四半期にユーロのシェアがドルと初めて逆転した後、2005年から2014年までの十年間では、ユーロ建て国際債務証券の規模はドル建て債務証券を上回る状況が続いた。

一方で、2008年の世界金融危機以降、ユーロ建て国際債務証券の残高はほぼ横ばいで推移しているのに対して、ドル建て国際債務証券は増加傾向を示している。その結果、2015年第1四半期には、ドルのシェアがユーロのシェアを再び上回った。2020年第1四半期現在、ドルのシェアは46%に達しており、ユーロのシェア（38%）を大きく上回っている状況にある。

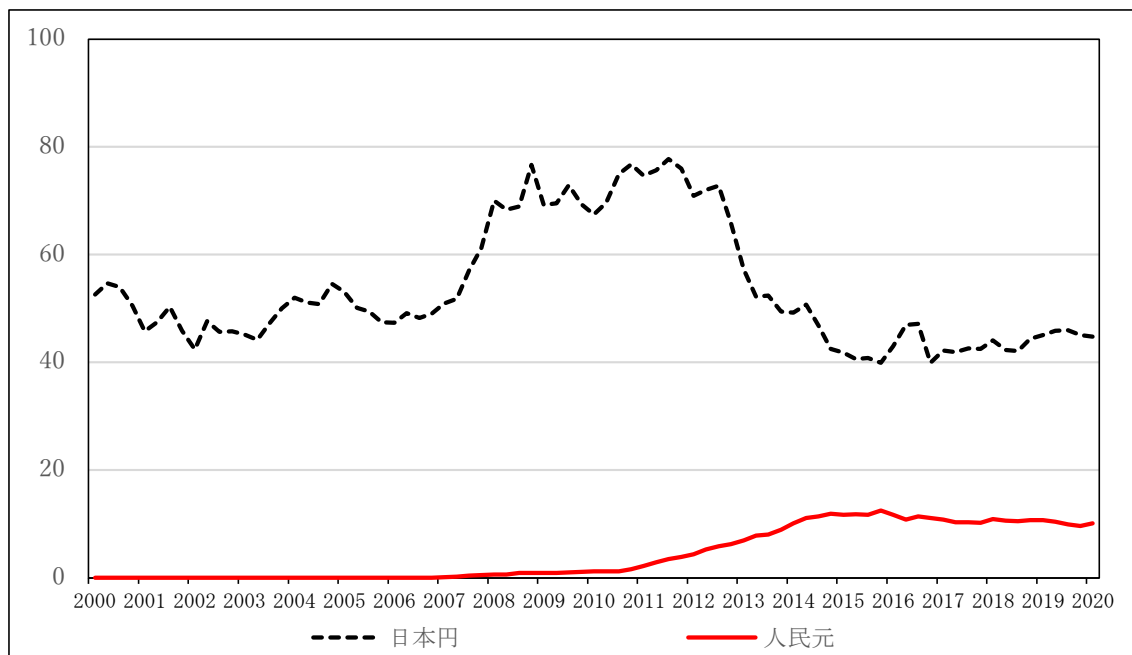
また、世界金融危機後、国際債務証券に占める英ポンドや日本円のシェアも低下傾向をたどっている。2007年第4四半期から2020年第1四半期にかけて、英ポンドのシェアは10.1%から7.9%に、日本円のシェアは3.3%から1.8%にそれぞれ低下した。ここで注意する必要があるのは、世界金融危機以降、人民元建て国際債務証券は急速に増加したものの、2015年第4四半期にピークアウトした後に低下傾向に転じたことである。現在、人民元建ての発行残高は、日本円の発行残高の四分の一の規模にも及ばない。また、全通貨に占める人民元のシェアは0.41%にとどまっている（図表2.12参照）。

図表 2.11 国際債務証券の発行残高の通貨別構成（単位：兆ドル）



（出所）国際決済銀行（BIS）より筆者作成。

図表 2.12 国際債務証券の発行残高における日本円と人民元(単位:100 億ドル, 右軸・10 億ドル)



(出所) 国際決済銀行 (BIS) より筆者作成。

他方, こうした BIS 統計とはやや異なり, ECB は国際債務証券について独自の定義を用いた分析を行っている。BIS 統計の「国際債務証券」は, ①居住者及び非居住者による外貨建て証券発行, ②非居住者による国内通貨建て発行, ③居住者による国内通貨建て発行の内, 非居住者の投資家向けの発行, と定義されている。こうした BIS の定義による国際債務証券には, 非居住者投資家向けの居住者による自国通貨建ての発行分が含まれているが, ユーロ域の場合は自国以外の域内居住者が非居住者とみなされるため, 統合が進んだユーロ建て債券市場における「実質的な国内発行」が国際証券として計上される¹⁰¹⁾。これを修正すべく, ECB は「起債者の居住する国の通貨以外での発行」を狭義 (Narrow Measure) の国際債務証券として別途定義し, BIS の元データをもとに算出している。

図表 2.13 は, ECB による狭義の国際債務証券の発行残高の通貨別構成を示すものである。ユーロ域の自国通貨建ての発行分を除いた狭義のデータでみると, 2000 年以降欧州居住者による起債の活発化を反映して, ドルのシェアは 2000 年の 50% から 2007 年の 43% に低下したのに対して, ユーロのシェアは 2000 年の 21% から 2007 年の 32% に上昇した。しかし, 世界金融危機以降, ユーロのシェアは, 低下傾向をたどっており, 2019 年第 4 四半期まで 22% に低下したのに対して, ドルのシェアは上昇傾向が続き, 2019 年第 4 四半期まで 64% に上昇した。

¹⁰¹⁾ 福永 (2008) を参照。

第2章 国際通貨体制の現状と課題

さらに、世界危機危機後、日本円のシェアは2007年の5%から2019年の2%に低下したほか、その他通貨のシェアも2007年の19%から2019年の12%に低下してきた。こうした状況を踏まえ、2008年の世界金融危機を境に、国際債務証券の発行残高では、ユーロや日本円、その他通貨のシェアがともに低下傾向にあったこととは対照的に、ドルのシェアは大きく拡大したことが明らかになっている。これは、BISのデータで示された傾向とも整合的な結果である。さらに、世界の地域別の国際債務証券の発行残高におけるドルのシェアは、図表2.14によって確認できる。

このように、ドルのシェアが拡大した原因としては、近年、新興国（EME）の主体によるドル建て起債が活発化になっている点が指摘されている。例えば、ECB（2020）は、過去十

図表2.13 ECBによる国際債務証券の発行残高の通貨別構成（単位：％，10億ドル）

年	狭義の国際債務証券（Narrow measure）					広義の国際債務証券（Broad measure）				
	ドル	ユーロ	円	その他	合計	ドル	ユーロ	円	その他	合計
2000	50.2	21.4	14.0	14.5	100.0	50.4	23.7	10.1	15.8	100.0
2001	50.5	23.1	12.0	14.5	100.0	52.8	24.8	7.9	14.5	100.0
2002	46.7	27.2	10.2	15.9	100.0	49.0	29.0	6.6	15.4	100.0
2003	42.9	31.5	8.9	16.7	100.0	43.4	34.6	5.9	16.2	100.0
2004	40.8	33.7	7.8	17.7	100.0	39.7	37.6	5.4	17.3	100.0
2005	43.9	31.2	6.5	18.4	100.0	40.6	36.7	4.5	18.2	100.0
2006	44.3	31.2	5.2	19.3	100.0	37.7	39.3	3.7	19.2	100.0
2007	43.3	32.1	5.3	19.2	100.0	35.4	41.4	3.8	19.4	100.0
2008	44.7	32.3	6.7	16.3	100.0	35.1	41.9	4.7	18.4	100.0
2009	45.8	31.6	5.7	17.0	100.0	34.0	42.7	3.8	19.5	100.0
2010	48.6	27.7	6.2	17.5	100.0	35.8	40.3	4.2	19.7	100.0
2011	50.8	25.7	6.1	17.4	100.0	37.1	39.2	4.1	19.7	100.0
2012	52.1	25.6	4.9	17.4	100.0	38.6	38.2	3.4	19.8	100.0
2013	54.8	25.2	3.5	16.5	100.0	40.5	38.0	2.5	19.1	100.0
2014	58.2	23.4	2.9	15.5	100.0	44.7	34.9	2.2	18.3	100.0
2015	60.3	22.7	2.7	14.3	100.0	47.9	32.7	2.1	17.2	100.0
2016	63.0	22.0	2.6	12.4	100.0	50.9	31.9	2.1	15.1	100.0
2017	61.8	23.6	2.4	12.2	100.0	49.2	33.8	2.0	15.1	100.0
2018	63.3	22.8	2.4	11.4	100.0	50.6	33.0	2.0	14.4	100.0
2019	64.0	22.1	2.4	11.5	100.0	50.7	32.6	1.9	14.8	100.0
金額	10,298	3,554	381	1,854	16,087	11,759	7,554	450	3,422	23,185

（出所）ECB（2020），*The International Role of the Euro*, June 2020より筆者作成。

第2章 国際通貨体制の現状と課題

図表 2.14 各地域の国際債務証券の発行残高(ECB, 狭義統計)の通貨別構成(単位: %, 10 億ドル)

国際債券・地域	ドル	ユーロ	日本円	その他	合計	金額
アフリカ	80.5	17.2	1.4	0.9	100.0	174
アジアと太平洋地域	73.5	16.7	2.5	7.3	100.0	1,807
欧州	53.3	25.5	4.5	16.7	100.0	5,835
国際機関	30.1	46.1	1.3	22.6	100.0	1,865
ラテンアメリカ	84.3	11.7	1.2	2.8	100.0	849
中東	89.9	6.5	1.7	1.9	100.0	553
北米	32.6	46.0	3.9	17.6	100.0	1,933
オフショアセンター	89.1	3.9	2.6	4.4	100.0	3,088
合計	60.4	23.8	3.1	12.7	100.0	16,105

(出所) ECB (2020), *The International Role of the Euro*, June 2020 より筆者作成。

年, 新興国は米国の低金利を利用して積極的にドル建て起債で資金を調達しており, 2019 年には, 先進国によるドル建て起債が 2018 年に比べ減少したのに対して, 新興国の主体によるドル建て起債は約 30%増加した, と指摘している。特に, 2019 年上半期では, 中国の企業による大規模なドル建て起債について言及されている¹⁰²⁾。また, David and Kent (2020) は, 中国企業によるドル建て債券の発行残高 (多くはオフショア市場での発行) は, 2019 年に約 5,900 億ドルと, 新興国のドル建て債券残高の 36%を占めており, その中で, 本来外貨収入の少ない地方政府の資金調達機関である融資平台 (LGFVs) による起債が特に多い (全体の約 4 割) ことを指摘している¹⁰³⁾。

2. 国際銀行与信におけるドルの役割

次に, 国際的に活動する銀行を通じた資金移動や与信動向などを踏まえ, 国際与信に占めるドルのシェアを確認したい。2008 年に世界金融危機が発生して以降, 国際決済銀行 (BIS) および各国中央銀行は, シェアードバンキング向けの与信動向等, 金融システムにおけるリスクの蓄積状況の捕捉に資することを目的として, 銀行部門を通じた資金移動や与信動向を包括的に示す国際銀行統計 (International Banking Statistics, IBS) の拡充を進めてきている¹⁰⁴⁾。具体的には, BIS は, 国際銀行統計の内訳項目のより細分化を進めたほか, 国際銀行統計 (IBS) のカバレッジを一段と拡充するため, 参加国の一層の拡充に向けた取り組みを行ってきた¹⁰⁵⁾。これにより, 2015 年第 4 四半期から, 新たに報告国に参加した中国やロシアなどのデータも公表され始めた。

¹⁰²⁾ ECB (2020), p.28-29 (Chart 14 and notes[18]) .

¹⁰³⁾ David and Kent (2020), p.74-75 (Annex G) .

¹⁰⁴⁾ 日本銀行 (2017) を参照。具体的な公表項目について, LBS, CBSともに相手先国別と部門別の内訳が設けられている点は共通しているが, 通貨別の内訳は基本的にLBSのみ, 期間別の内訳はCBSのみに設けられている。

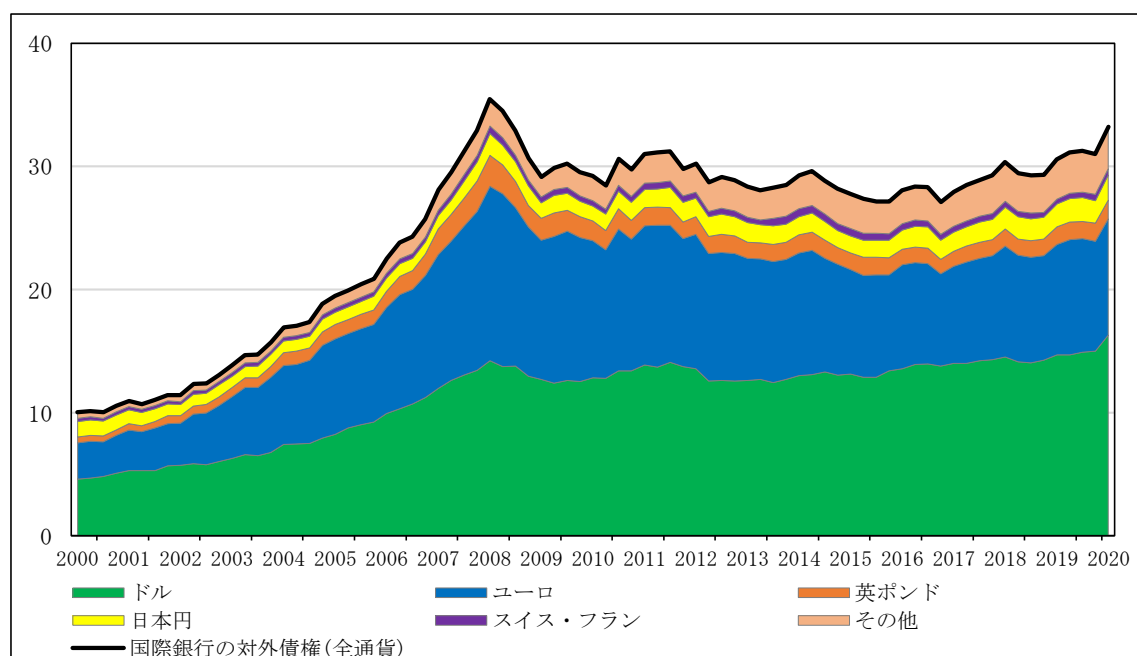
¹⁰⁵⁾ 2015 年以降 BIS 国際銀行統計拡充の内容については, 日本銀行 (2017), 3 頁の図表 3 を参照されたい。

第2章 国際通貨体制の現状と課題

BISの国際銀行統計（IBS）は、「国際資金取引統計」（Locational Banking Statistics, LBS）」と「国際与信統計（Consolidated Banking Statistics, CBS）」の2統計で構成されている¹⁰⁶⁾。CBSは、統計作成に参加している報告国に本店を持つ銀行の国際的な与信状況（連結ベースの債権）について、主に相手先国別に明らかにすることを目的としている。他方で、LBSは、報告国に所在する銀行の債権・債務について、相手先国別・通貨別の構成を明らかにすることに主眼を置いている。こうした両統計の特徴から、一般的に、LBSは主に銀行部門を通じた国際的な資金フローの分析に、CBSは主に各国の銀行部門が抱えるカントリーリスクの把握に活用されてきている。また、通貨別の内訳は基本的にLBSのみに設けられている。ここでは、各報告国に所在する銀行の対外債権・債務の動きを取りまとめた国際資金取引統計（LBS）を用いて、銀行部門の国境を越える与信活動におけるドルの役割について考察したい。

図表2.15と図表2.16は、国際的に活動する銀行の対外債権と対外債務の通貨別構成を示したものである。この2つの図表からは、銀行部門を通じた資金の供給・調達額が、2008年第1四半期にピークアウトした後に低下傾向に転じたことがわかる。銀行部門の対外債権と対外債務は、2008年第1四半期にそれぞれ、35.45兆ドル、31.53兆ドルとピークに達

図表 2.15 LBS 報告対象銀行の対外債権の通貨別構成（単位：兆ドル）

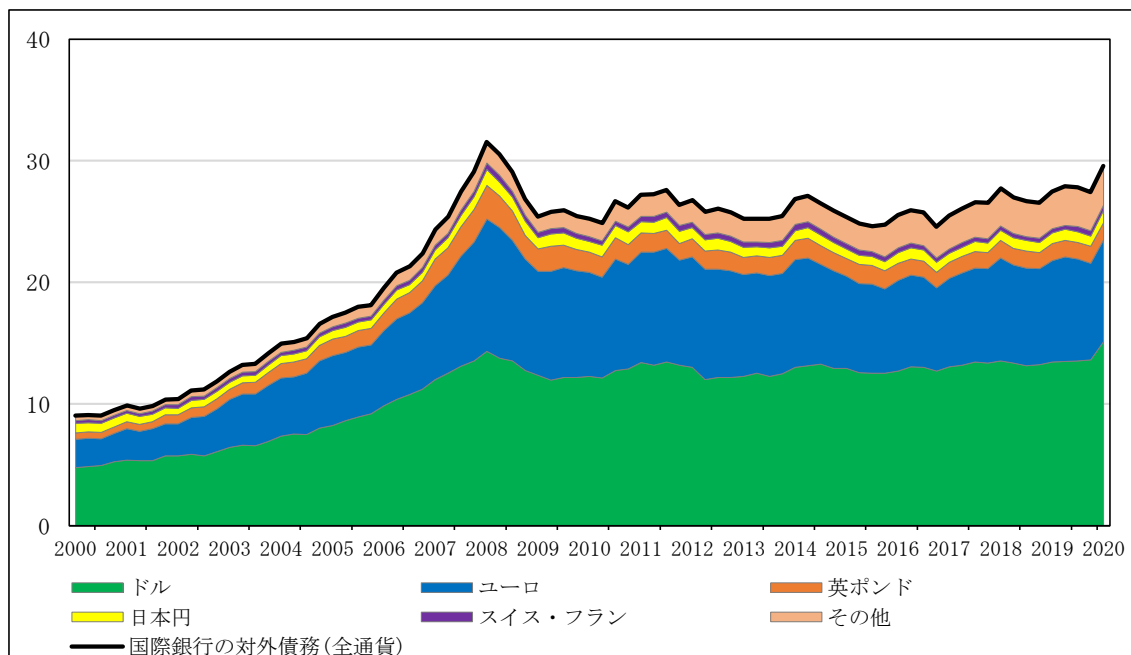


（出所）国際決済銀行（BIS），Locational Banking Statistics より筆者作成。

¹⁰⁶⁾ CBS には、「所在地ベース」と「最終リスクベース」（与信先がデフォルトをした場合に返済義務を負う主体を示す）の2種類が存在する。他方、LBS には「所在地ベース」と「国籍ベース」の2種類が存在する。LBS の「所在国ベース」は報告国に所在する銀行を集計対象とするものの、「国籍ベース」は報告国を母国とする銀行を集計対象とする。

第2章 国際通貨体制の現状と課題

図表 2.16 LBS 報告対象銀行の対外債務の通貨別構成 (単位: 兆ドル)



(出所) 国際決済銀行 (BIS), Locational Banking Statistics より筆者作成。

図表 2.17 LBS 報告対象銀行の対外債権・債務に占めるドルとユーロのシェア変化 (単位: 兆ドル, %)

年		対外債権におけるドルとユーロ			対外債務におけるドルとユーロ		
		ドル	ユーロ	合計	ドル	ユーロ	合計
2008 年	金額	14.20	14.17	35.45	14.33	10.88	31.53
	シェア	40.1	40.0	100.0	45.4	34.5	100.0
2020 年	金額	16.28	9.46	33.19	15.11	8.39	29.59
	シェア	49.1	28.5	100.0	51.1	28.4	100.0

(出所) 国際決済銀行 (BIS), Locational Banking Statistics より筆者作成。

した後、2010 年第 2 四半期には 28.45 兆ドル、24.89 兆ドルにそれぞれ低下した。その後、2016 年第 4 四半期に、銀行の対外債権と対外債務は、それぞれ 27.08 兆ドル、24.57 兆ドルと、危機後の最低水準を記録したものの、それ以降は増加傾向をたどっている。とはいえ、2020 年第 1 四半期現在、対外債権と債務の規模は危機前を下回る水準にある。

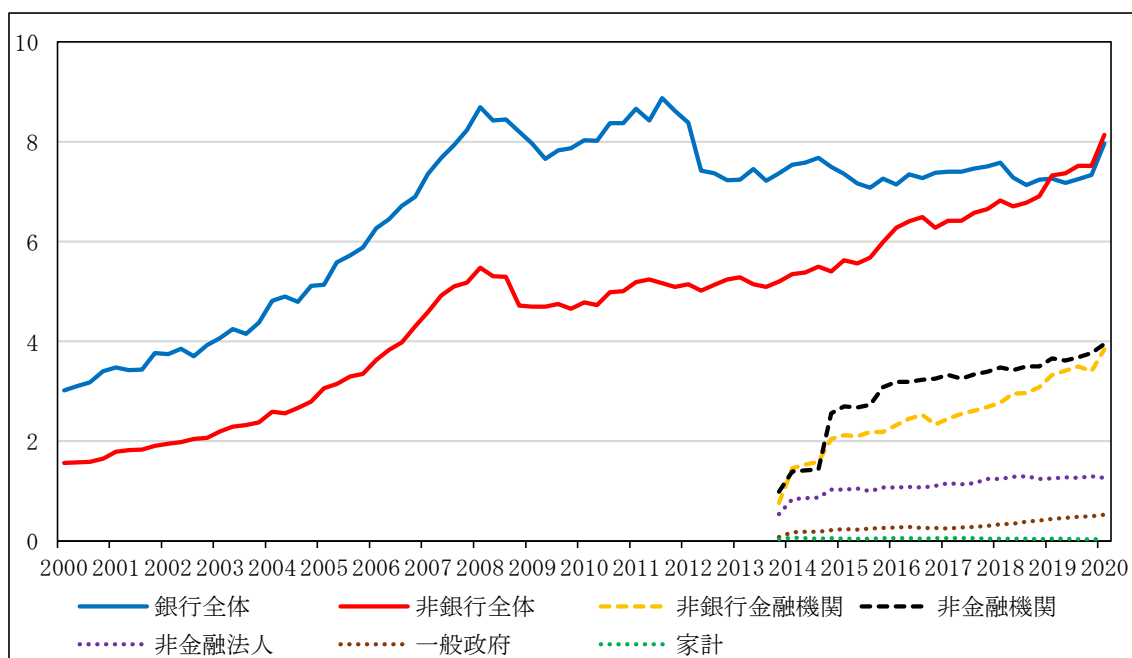
こうした国際的な与信活動の全体的な停滞とは対照的に、ドル建て資金供給・調達額は 2008 年第 1 四半期の 14.20 兆ドル、14.33 兆ドルから、2020 年第四半期の 16.28 兆ドル、15.11 兆ドルにそれぞれ増加した。図表 2.17 で示されているように、危機後、対外債権、対外債務に占めるユーロのシェアは大きく低下したのに対して、ドルのシェアは 2008 年の 40.1%、45.4%から、2020 年の 49.1%、51.1%にそれぞれ上昇した。こうした変化をもたらした要因としては、世界金融危機や欧州政府債務危機に直面した欧州系銀行がデレバレッジ（過剰債務の圧縮）を進めていることが指摘されている。

David and Kent (2020) は、世界金融危機以降、ドルファンディングの構造に生じた変

化を、①銀行による仲介が少なくなり、銀行以外の主体による市場性調達が増えていること、②欧州での取引が減少し、新興国市場での取引が増加していることの2点にまとめている。①については、図表 2.18 によって確認できる。BIS の国際資金取引統計 (LBS) では、従来より、相手先が部門別に「銀行向け」と「非銀行向け」に分類されていたが、2013 年第 4 四半期から、「非銀行向け」が「非銀行・金融機関」と「非金融機関」に細分化され、また、「非金融機関」が「一般政府」、「非金融法人」、「家計」に、より一層細分化された。図表 2.18 からは、世界金融危機後、銀行向けのドル建て対外債権が横ばいとなる中、非銀行部門（特に非金融機関）向けのドル建て対外債権が増加傾向を続けていることがわかる。2019 年第 1 四半期からは、非銀行向けのドル建て対外債権の規模が、銀行向けの規模を上回っており、この状況は 2020 年第 1 四半期に至っても続いている¹⁰⁷⁾。

次に、②については、図表 2.19～図表 2.22 によって確認できる。ドル建て対外債権・債務の相手先国別構成を見てみると、世界金融危機後、先進国（特に欧州の先進国）によるドル建ての資金供給・調達が減少傾向をたどっているのに対して、新興・途上国（特にアジア・太平洋地域）によるドル建ての資金供給・調達は増加傾向が続いている。アジア・太平洋地域では、特に中国（特に非金融機関）によるドル建て資金供給・調達の増加が目立つ（図表 2.20 と図表 2.22 の中の赤い曲線を参照されたい）。

図表 2.18 ドル建て対外債権の相手先部門別構成（単位：兆ドル）

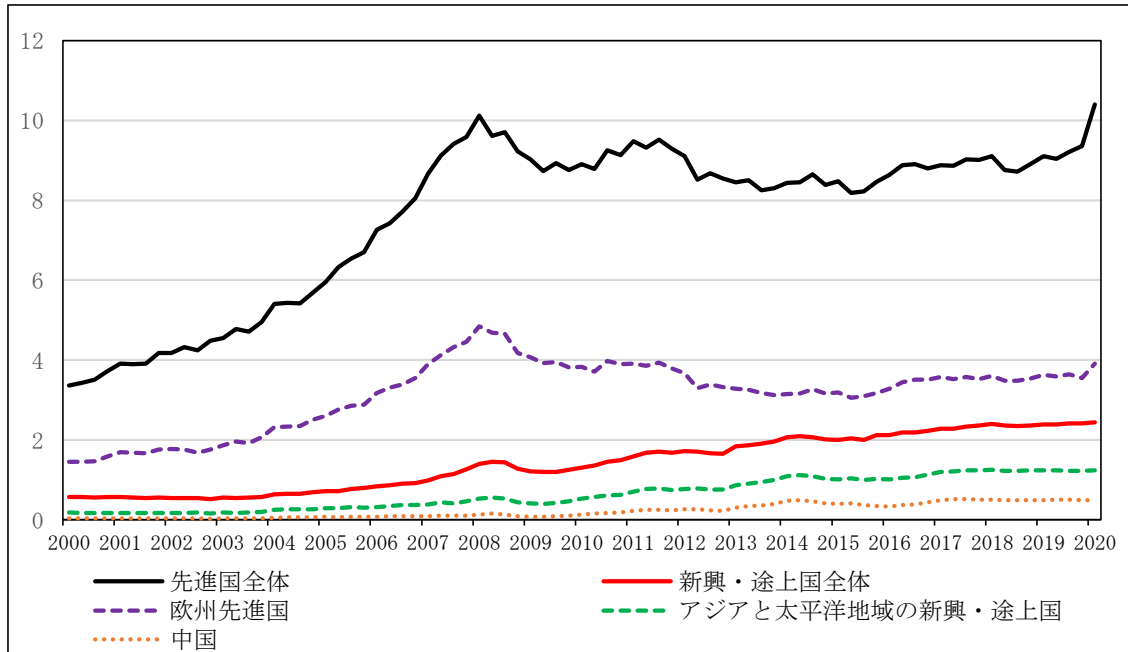


（出所）国際決済銀行（BIS）、Locational Banking Statistics より筆者作成。

¹⁰⁷⁾ David and Kent (2020) は、世界金融危機後、銀行はリスクをより慎重に管理し、ショックへの耐性を高めているが、こうした改善効果の一部は、銀行以外の主体によるドル建て取引の増加によって相殺される可能性があるとして指摘した。

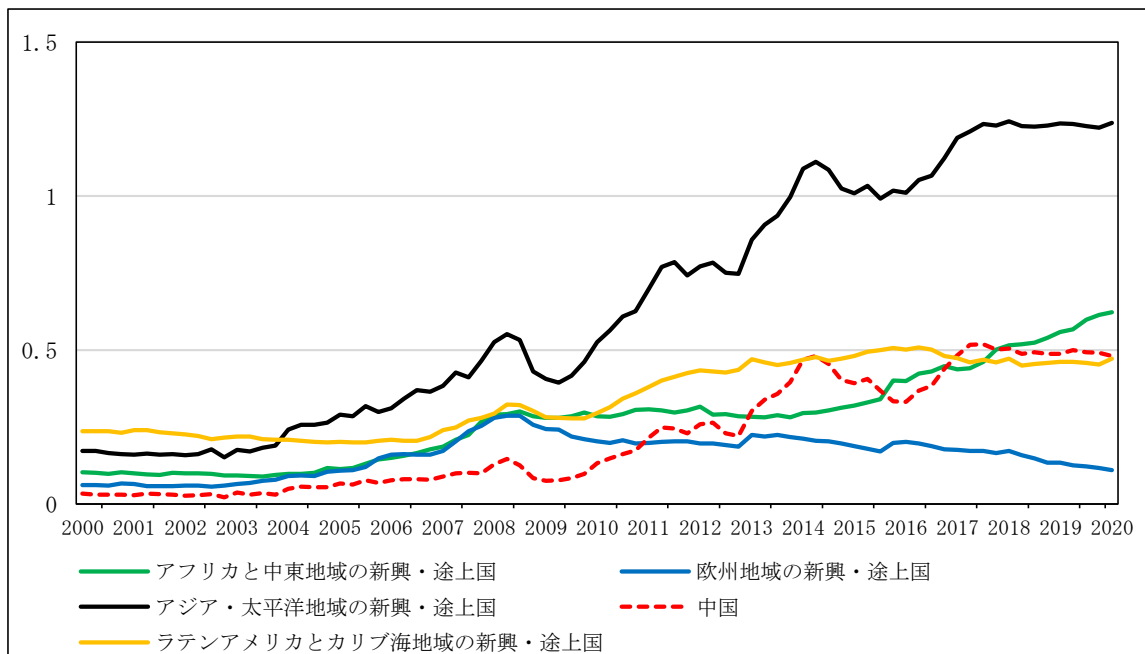
第2章 国際通貨体制の現状と課題

図表 2.19 ドル建て対外債権の相手先国別構成・先進国と新興国の比較（単位：兆ドル）



（出所）国際決済銀行（BIS），Locational Banking Statistics より筆者作成。

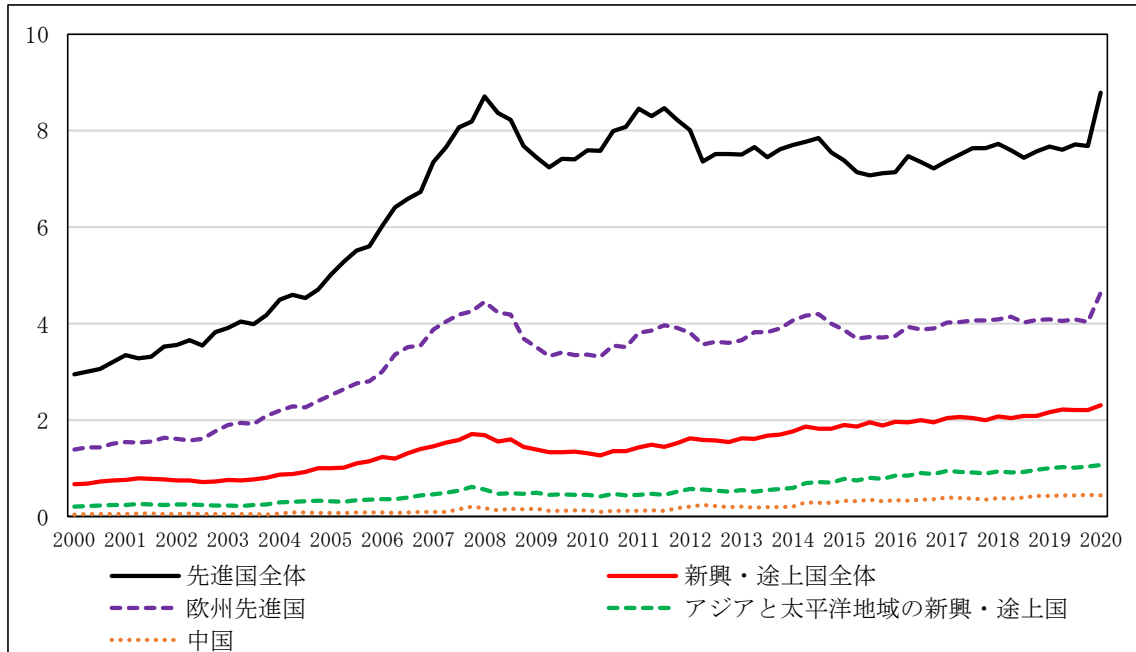
図表 2.20 ドル建て対外債権の相手先国別構成・新興国同士の比較（単位：兆ドル）



（出所）国際決済銀行（BIS），Locational Banking Statistics より筆者作成。

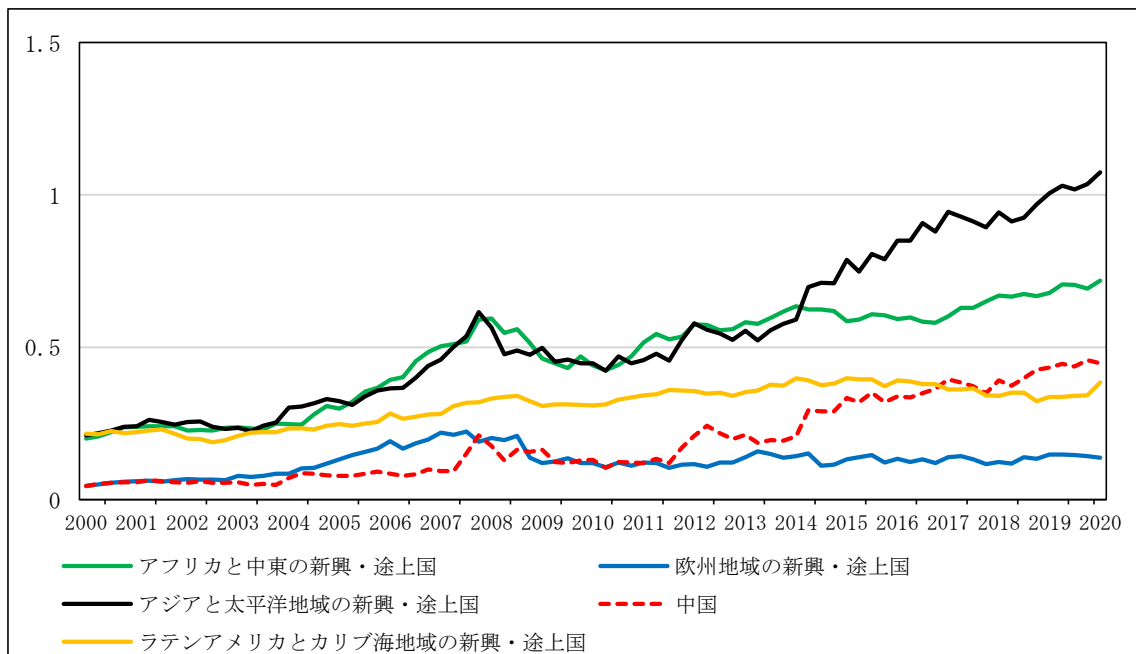
第2章 国際通貨体制の現状と課題

図表 2.21 ドル建て対外債務の相手先国別構成・先進国と新興国の比較（単位：兆ドル）



（出所）国際決済銀行（BIS），Locational Banking Statistics より筆者作成。

図表 2.22 ドル建て対外債務の相手先国別構成・新興国同士の比較（単位：兆ドル）



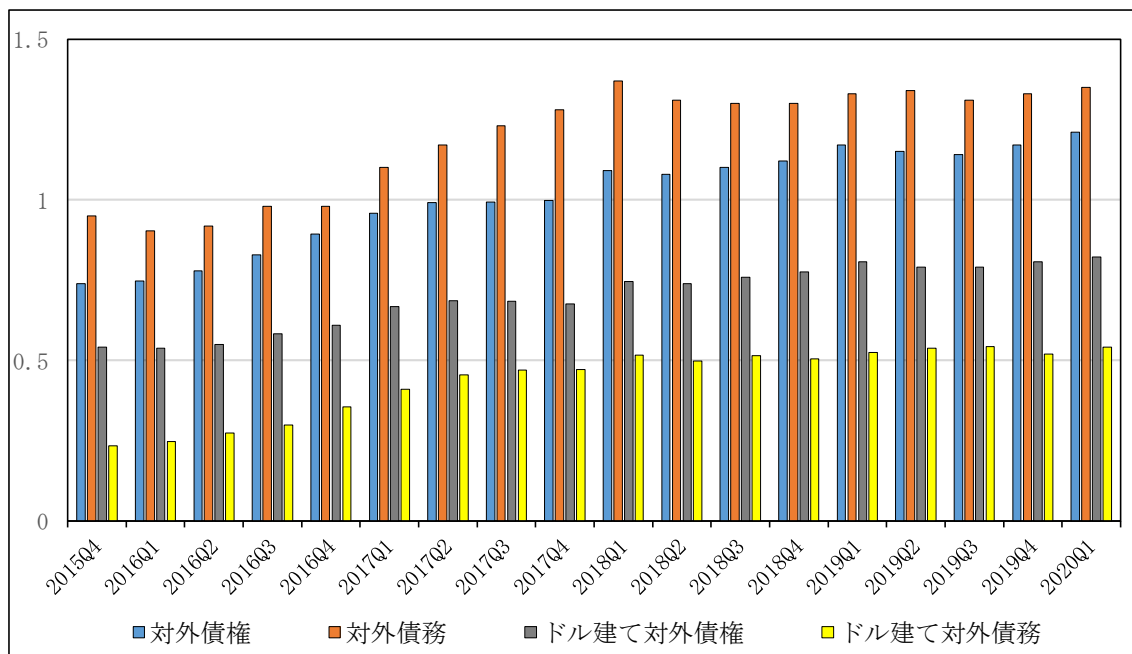
（出所）国際決済銀行（BIS），Locational Banking Statistics より筆者作成。

近年、中国の経済主体によるドル建て取引が大きく増加しており、特に、中国系の銀行および、中国に所在する銀行のドル建て債権・債務は増加傾向をたどっている。2015年第4四半期から、中国の国家外貨管理局（SAFE）は、①中国系の銀行と、②中国本土に所在する銀行の対外債権・債務を公表し始めており、その結果はBISの国際資金取引統計（LBS）の集計に含まれる。これにより、①と②は、BISの「国際資金取引統計」（LBS）の国籍ベース（Nationality Basis）と所在地ベース（Location Basis）のデータによってそれぞれ確認できる。前者については後述するが、ここでは、中国本土に所在する銀行の国際的な資金取引を見ておきたい。

LBSの定義によれば、中国分集計のLBS（所在地ベース）では、中国系銀行の国内拠点と、中国本土に所在する外国銀行の中国拠点が報告対象となるが、中国系銀行の海外支店は対象とならない（中国系銀行の海外支店は、その所在国分の集計に含まれる）。Hu and Wooldridge（2016）は、LBSの集計対象国に中国を加えることにより、報告対象銀行の対外債権・債務全体はそれぞれ3%、4%上昇すると試算したうえで、中国本土に所在する銀行は、国際的な銀行信用、特にドル信用を供与する重要な源泉となりつつあると指摘している。

さらに、日本やドイツなどに所在する銀行とは対照的に、中国に所在する銀行の対外債務は、対外債権の規模を上回っているため、「純債務者」（Net Debtor）となるものの、ドル建ての対外債権と対外債務のみを比較すると、中国に所在する銀行は「純債権者」（Net Creditor）となることが、Hu and Wooldridge（2016）によって指摘されている。図表2.23

図表2.23 中国に所在する銀行の対外債権と対外債務の推移（単位：兆ドル）



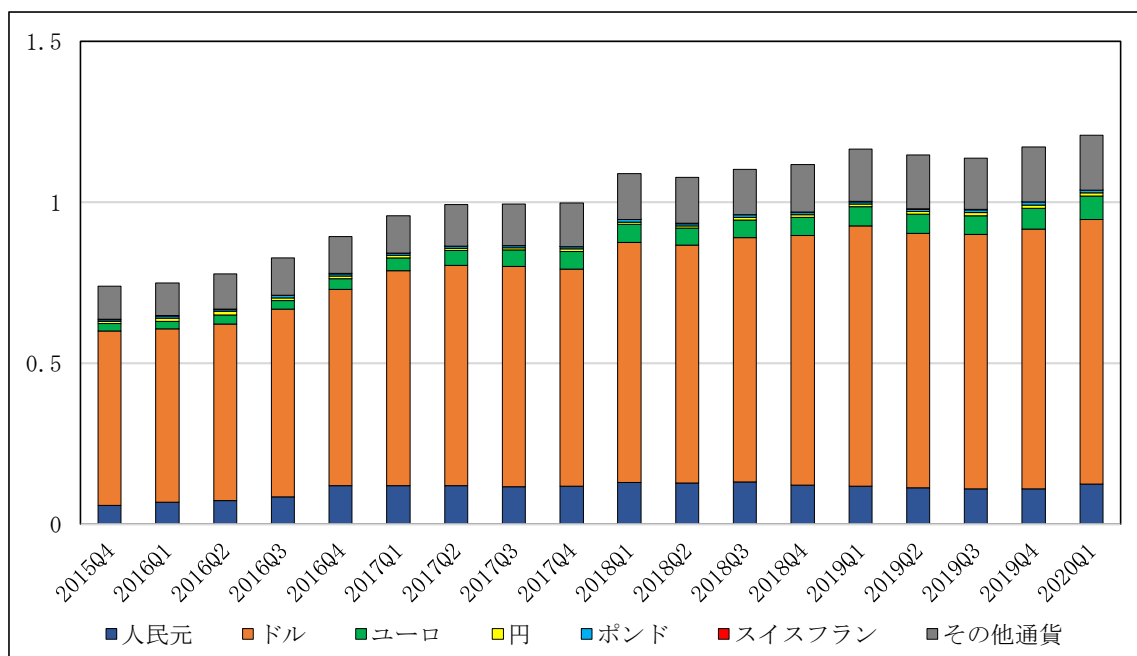
（出所）国際決済銀行（BIS）、Locational Banking Statistics より筆者作成。

第2章 国際通貨体制の現状と課題

は、中国に所在する銀行の対外債権・債務の全体と、ドル建ての対外債権・債務の推移を示したものである。2020年第1四半期現在、中国に所在する銀行の対外債権と対外債務はそれぞれ1.21兆ドル、1.35兆ドルと、債務超過の状況が続いている。ただし、ドル建てでは、対外債権（8,216億ドル）が対外債務（5,407億ドル）の規模を上回っている。

図表2.24と図表2.25は、中国に所在する銀行の対外債権と対外債務の通貨別構成を示したものである。これにより、中国の自国通貨人民元と、ドルやユーロなど外国通貨のシェアを確認できる。こうした各国通貨建ての資金取引が最終的にどの程度の人民元の外為取引を生じさせるかは、その取引手段別の構成によっても影響を受ける。図表2.26は、中国に所在する銀行の対外債務の取引手段別の内訳を示したものである。そのうち、「預金」の部分は、基本的に1回のみ人民元外為取引を生じさせるものの、「債務証券」と「株式」¹⁰⁸⁾の部分は、証券の流通市場での売買をもたらすため、数倍の人民元外為取引を生じさせるものと考えられる。また、証券取引の売買回転率が外為取引の「厚さ」を左右するカギとなっているが、この点の考察については第5章に譲る。

図表2.24 中国に所在する銀行の対外債権の通貨別構成（単位：兆ドル）

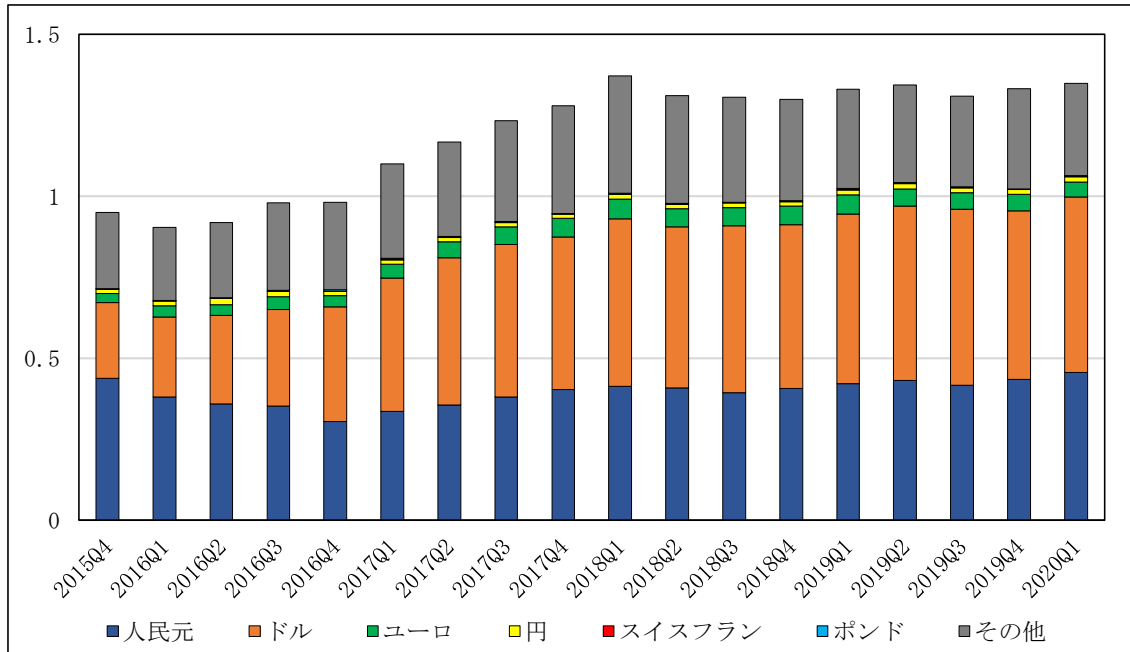


（出所）国際決済銀行（BIS），Locational Banking Statistics より筆者作成。

¹⁰⁸⁾ Hu and Wooldridge (2016) は、「その他」は主にオフショア市場で株式発行による資金調達分を示すと指摘している。

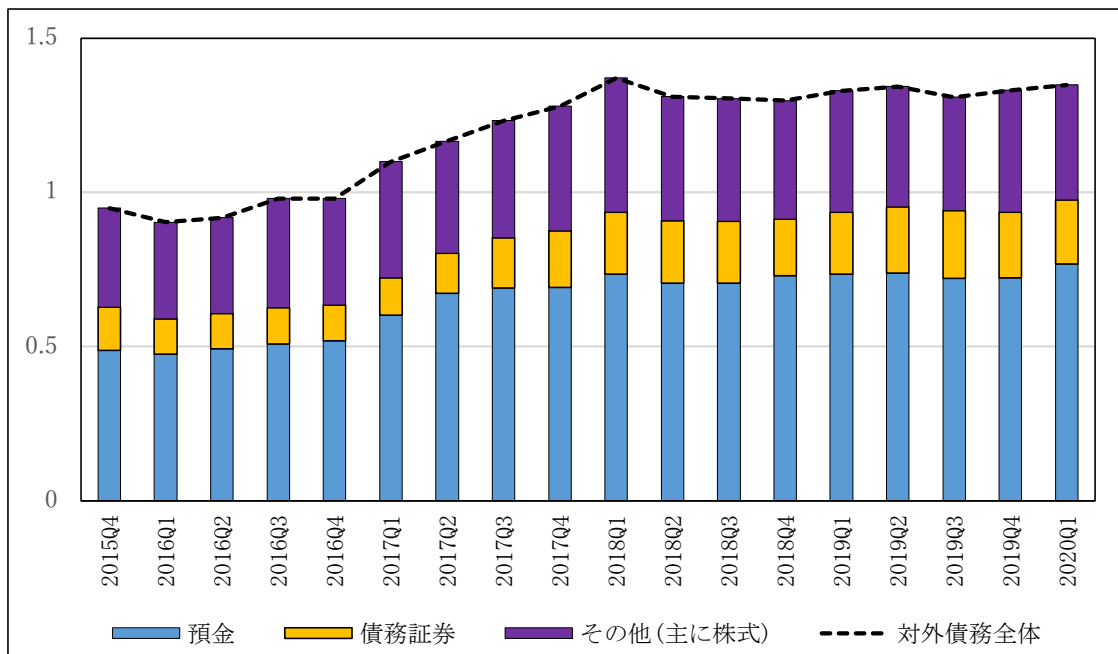
第2章 国際通貨体制の現状と課題

図表 2.25 中国に所在する銀行の対外債務の通貨別構成（単位：兆ドル）



（出所）国際決済銀行（BIS），Locational Banking Statistics より筆者作成。

図表 2.26 中国に所在する銀行の対外債務の取引手段別構成（単位：兆ドル）



（出所）国際決済銀行（BIS），Locational Banking Statistics より筆者作成。

（注）「その他」の部分は主に、株式の発行による資金調達を示す。

3. ドルファンディングの課題

以上でみたように、世界金融危機以降、①ドル相場は、世界の实体经济の動向と金融市場のリスク選好を左右するバロメーターとして重要性を増している、②世界経済に占める米国のシェアが低下しつつあるが、ドルが依然として支配的な貿易インボイス通貨（特に第三国貿易通貨）として広く使われている、③ドルの国際資金調達・投資通貨としての機能の強化を反映して、国際債務証券や国際銀行与信活動などにおけるドルの役割は金融危機前よりも大きくなっている。こうしたグローバルなドル依存の強まりは、世界の金融システムに一定の便益をもたらす一方、金融市場の脆弱性を高めていることも指摘されている。例えば、David and Kent（2020）は、ドルが主要な通貨として広く使われることは、規模の経済とネットワーク外部性などの理由により、金融システムにおける資本とリスクの移転コストを低下させる便益をもたらす一方、同時に生じた相互連関（複雑で地理的に分散した取引関係のネットワーク）は、米国や他のドルファンディング市場で生じたショックを世界中に伝播させる可能性があることから、脆弱性をもたらしていることを指摘している¹⁰⁹⁾。

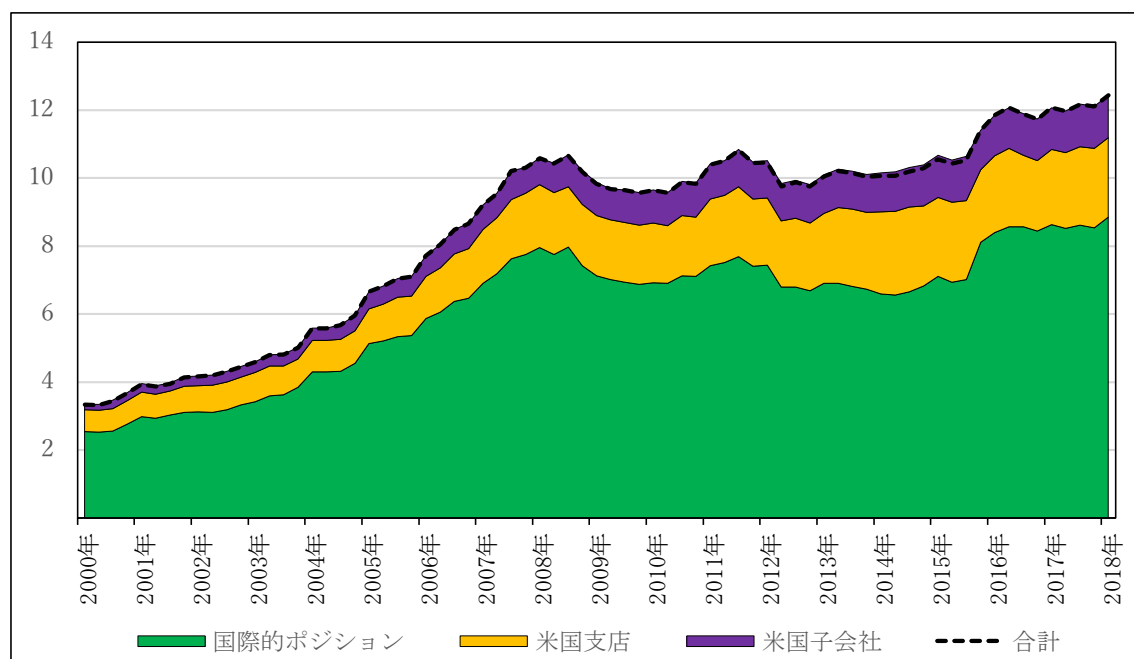
国際通貨基金（IMF）が2019年10月に公表した「国際金融安定報告書（Global Financial Stability Report, GFSR）」（以下ではGFSR（2019）と表記）では、国際金融システムの主要な脆弱性として、①企業債務の増加、②機関投資家による高リスク低流動性資産の保有拡大、③新興・フロンティア市場国の対外借入への依存拡大が挙げられるほか、世界金融危機後のドル資金市場の現状および、ドルの資金調達にかかる脆弱性（同報告書の第5章）が論じられている。GFSR（2019）によると、世界金融危機に至る過程で増加した、米国外の銀行（特に欧州の銀行）によるドル建て貸出は、ドル資金調達市場を震源とするショックが世界に波及する際の主要な経路となった。その際、ドル調達コストの上昇によって米国外の銀行における金融面のストレスが高まり、その影響は、米国外の銀行からドル資金を調達している国々への融資縮小を通じて世界全体に波及した。一方で、危機後の規制強化により銀行部門の安定性は多くの面で改善されたが、こうしたドル資金調達の不安定性は、国際金融システムの脆弱性をもたらす要因として残存している。以下では、世界金融危機後のドル資金市場の現状について概観し、ドル資金調達の安定性を評価する主要な指標を紹介したうえで、ドルファンディングが抱えている課題を明らかにしておきたい。

¹⁰⁹⁾ David and Kent（2020），p5-7. さらに、矢作・森・土屋（2018）は、ドル依存の高まりとリスク伝播の可能性についても考察を行っている。

第2章 国際通貨体制の現状と課題

GFSR (2019) では、米国外の銀行（母国が米国外に所在する銀行）のドル建て債権規模の推移が、ドル資金市場の動きを示す主な指標として取り上げられている。図表 2.27 によると、米国外の銀行（先進国と新興国計 26 カ国を対象）のドル建て債権が、金融危機直前の 10.7 兆ドル（2018 年第 1 四半期）から、危機後の 9.6 兆ドルに低下した後、2018 年第 1 四半期には 12.4 兆ドルまで増加した¹¹⁰⁾。国別では、英国やスイスなど欧州の銀行のドル建て債権が大きく減少したのに対して、日本とカナダの銀行のドル建て債権の増加が目立つ（図表 2.28 参照）。また、米国外の銀行のドル建て債権が、これらの銀行の総資産に占めるシェアの変化をみると、多くの国々では、2018 年第 1 四半期の水準は、2010 年第 4 四半期の水準を上回っている（図表 2.29 参照）。こうした変化は、世界金融危機後、供給面では、危機前よりも多くのドル資金が米国外の銀行によって供給されていることを示唆している。

図表 2.27 米国外の銀行のドル建て債権 (USD-Denominated Claims) の推移 (単位：兆ドル)

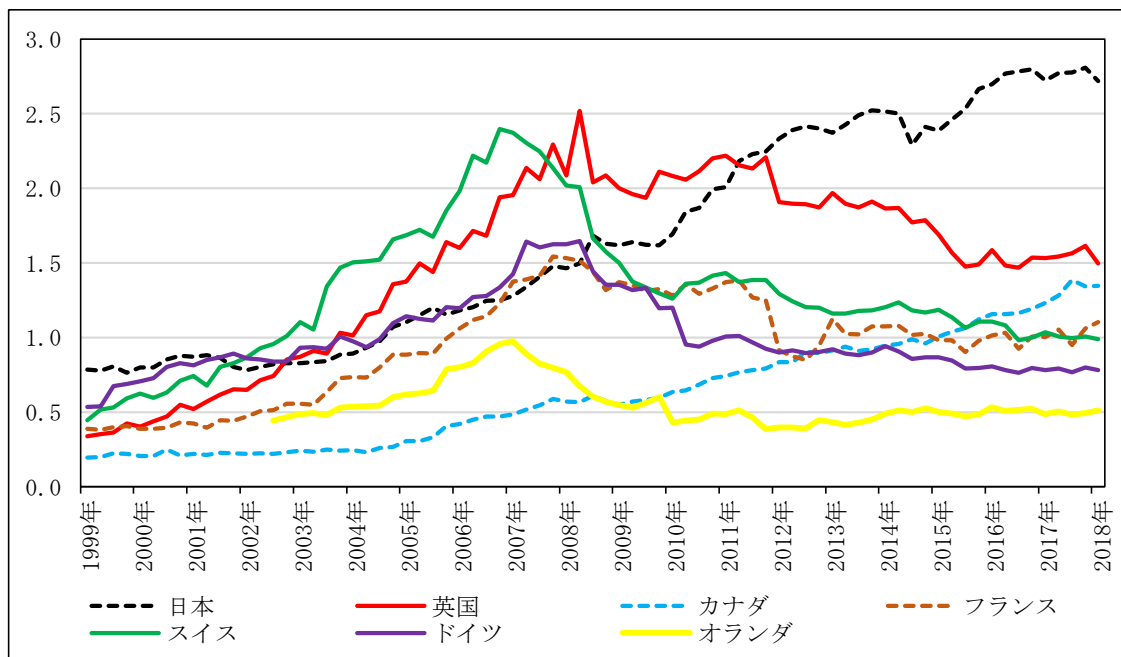


(出所) 国際通貨基金 (IMF), *Global Financial Stability Report*, October 2019 より筆者作成。

¹¹⁰⁾ ここで取り上げられるドル建て債権は、BIS による国際資金取引統計 (LBS) の「国籍ベース」の International Position に加え、非米系銀行の米国支店と米国子会社の資金取引を反映する (GFSR (2019), p. 64, 注 4 を参照)。

第2章 国際通貨体制の現状と課題

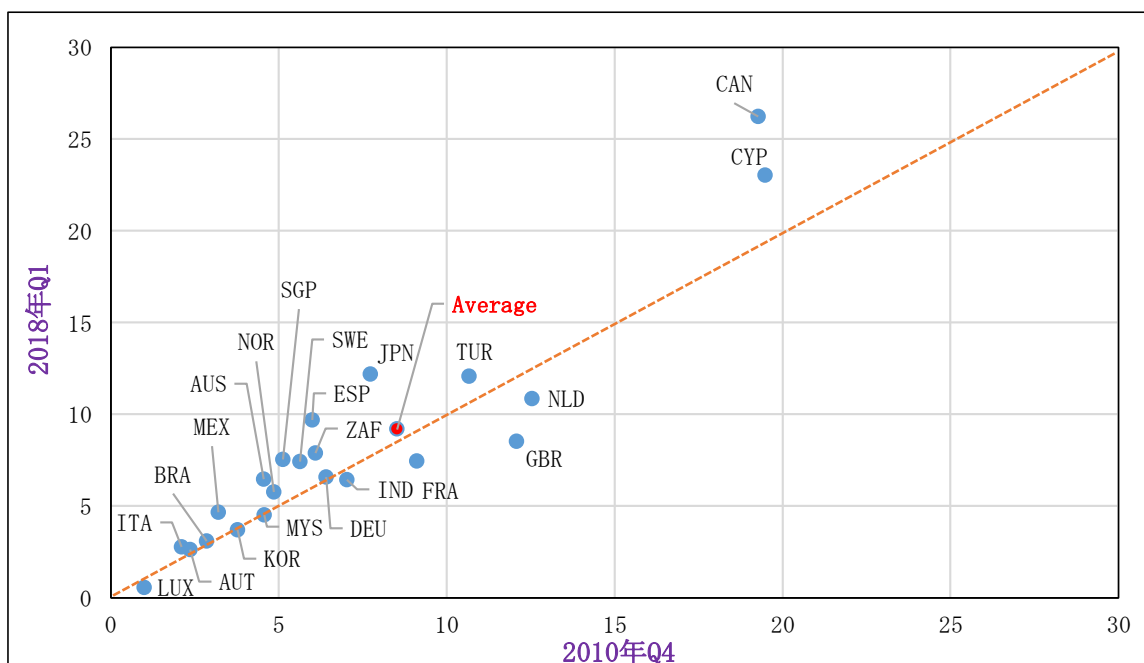
図表 2.28 米国外の先進主要国のドル建て債権 (USD-Denominated Claims) の推移 (単位: 兆ドル)



(出所) 国際通貨基金 (IMF), *Global Financial Stability Report*, October 2019 より筆者作成。

(注) この図表は, Intragroup Claims の部分を除く。

図表 2.29 米国外の銀行の総資産に占めるドル建て債権のシェア (単位: %)



(出所) 国際通貨基金 (IMF), *Global Financial Stability Report*, October 2019 より筆者作成。

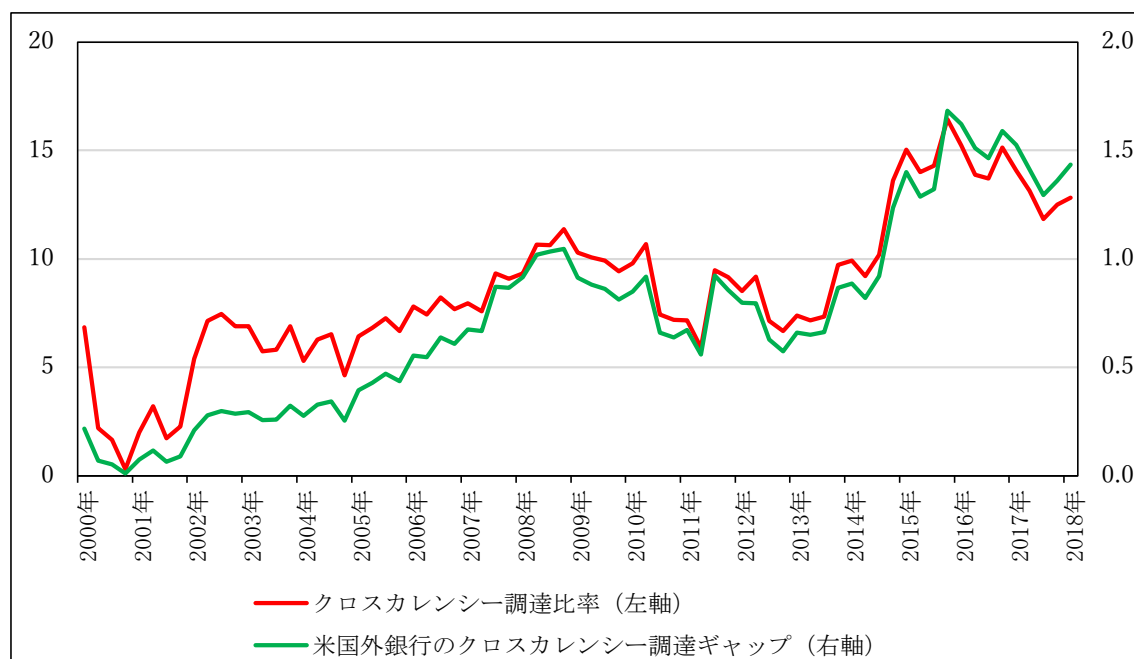
(注1) この図表は, 2010 年第 1 四半期と 2018 年第 1 四半期の数値を比較したものである。

(注2) この図表は, 26 カ国の研究対象国のうち, 22 カ国と平均 (Average) のシェアを示す。アラブ首長国連邦 (CHE) のシェア (2010 年 Q1 : 39.56% → 2018 年 Q1 : 31.09%) は図表では示されていない。

第2章 国際通貨体制の現状と課題

他方、ドル資金調達の安定性を評価するために、ドル資金調達環境がタイト化した場合、米国外の銀行の潜在的なショックへの耐性を測るいくつかの指標が用いられている。まず、ドル調達におけるクロスカレンシー調達額（為替スワップ・通貨スワップ）を算出する際に、代理変数として用いられる「ドル建て債権とドル建て資産のギャップ」が参考になる。GFSR（2019）は、短期間かつ不安定な資金調達ルートとして、外国為替スワップを用いて外貨を調達する際のコストは、通常、他の調達手段に比べ高いことから、ドルのクロスカレンシー調達額（ドル建て債権と債務のギャップ）および、そのドル建て債権に対する比率は、ドル資金の借入主体が必要な限界（マージナル）資金を調達する規模を大まかに反映すると指摘している¹¹¹⁾。図表 2.30 は、先進国と新興国の計 26 カ国の、米国外銀行のドル建て債権と債務のギャップ（Cross-Currency Funding Gap）と、そのドル建て債権に対する比率（Cross-Currency Funding Ratio）を示すものである。2008 年第 1 四半期から 2020 年第 1 四半期にかけて、ドル建て債権と債務の差額は 0.9 兆ドルから 1.4 兆ドルに増加し、そのドル建て債権に対する比率は 9.3%から 12.8%に上昇した。このように、世界金融危機後、ドル資金

図表 2.30 米国外の銀行のドル建て資産・負債のギャップ(単位：%，右軸は兆ドル)



(出所) 国際通貨基金 (IMF), *Global Financial Stability Report*, October 2019 より筆者作成。

(注) クロスカレンシー調達比率は、ドル建て資産と負債間のギャップ対ドル建て資産の比率を示す。

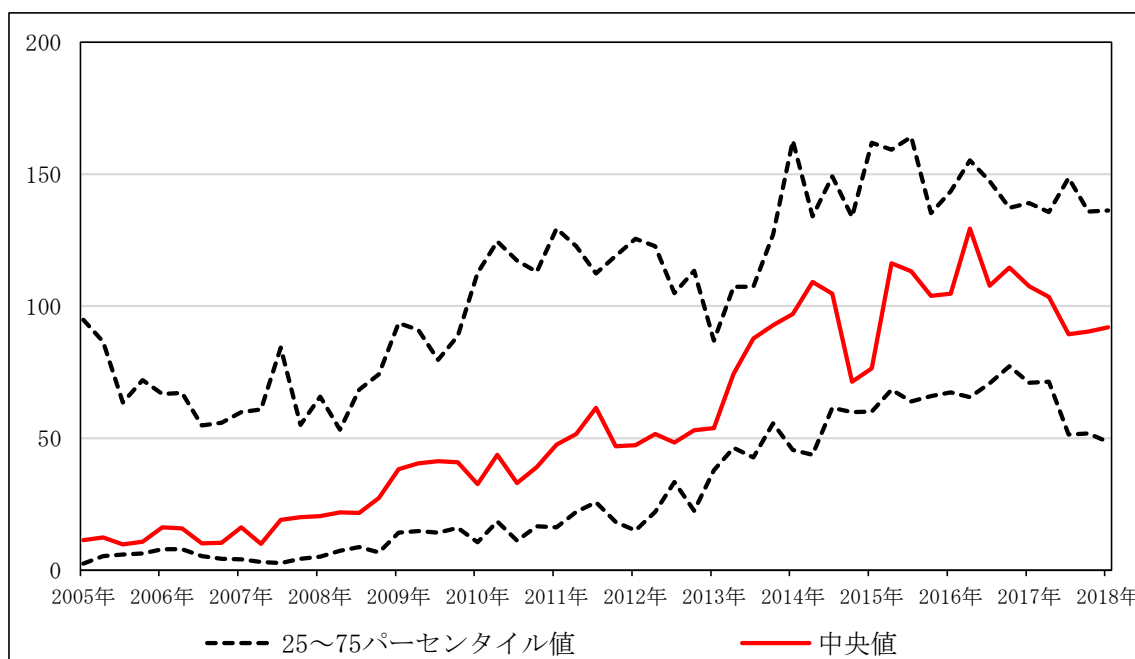
¹¹¹⁾ 詳細は GFSR (2019), p. 64-66 を参照されたい。さらに、日本銀行(2018)は、邦銀のドル建て対外債権・債務の差を、邦銀のドル建てクロスカレンシー調達額の代理変数として利用する場合、実態よりも大きい計数となっている可能性があると指摘されている。その原因は、主要国とは違い、日本銀行が BIS 国際銀行統計へ報告する邦銀の計数には、「銀行勘定」に加え、「信託勘定」も含まれているためである。こうした邦銀の銀行統計の特殊性については、GFSR (2019), p. 64 の注 5 によっても指摘されている。

第2章 国際通貨体制の現状と課題

調達が活発化する一方で、ドル建て債権と債務のギャップが拡大していることが確認できる。これは、米国外銀行の母国のショックへの脆弱性を高めている。

また、GFSR (2019) は、資金環境がタイト化した場合の、米国外の銀行のエクスポージャーや耐性をより一層反映する指標として、ドルの流動性比率と安定調達比率について考察を行っている。「ドル流動性比率 (Dollar Liquidity Ratio)」は、流動性リスク管理に関する定量的規制である「流動性カバレッジ比率 (LCR: Liquidity Coverage Ratio)」と同じ目的を持ち、ストレス下でも市場から流動性を調達することができる高品質の流動資産（「適格流動資産」）を、短期間（30 日間）の厳しいストレス下におけるネット資金流出額以上に保有することを求めている¹¹²⁾。図表 2.31 は、米国外の銀行のドル流動性比率の推移を示すものである。世界金融危機後、ドル建て高品質の流動資産の増加を反映して、ドル流動性比率は危機前の低水準から大きく上昇した¹¹³⁾。しかしながら、多くの国々では、ドル流動性比率の水準は依然として、全通貨の流動性比率を下回っていることも指摘されている¹¹⁴⁾（図表 2.32 参照）。さらに、「安定調達比率 (NSFR: Net Stable Funding Ratio)」をもとに計算

図表 2.31 米国外の銀行のドル流動性比率(USD Liquidity Ratio)の推移（単位：％）



（出所）国際通貨基金（IMF）、*Global Financial Stability Report*, October 2019 より筆者作成。

（注）Dollar Liquidity Ratio は、ドル建て適格流動資産が 30 日間のストレス期間に必要な流動性に対する比率を示す。

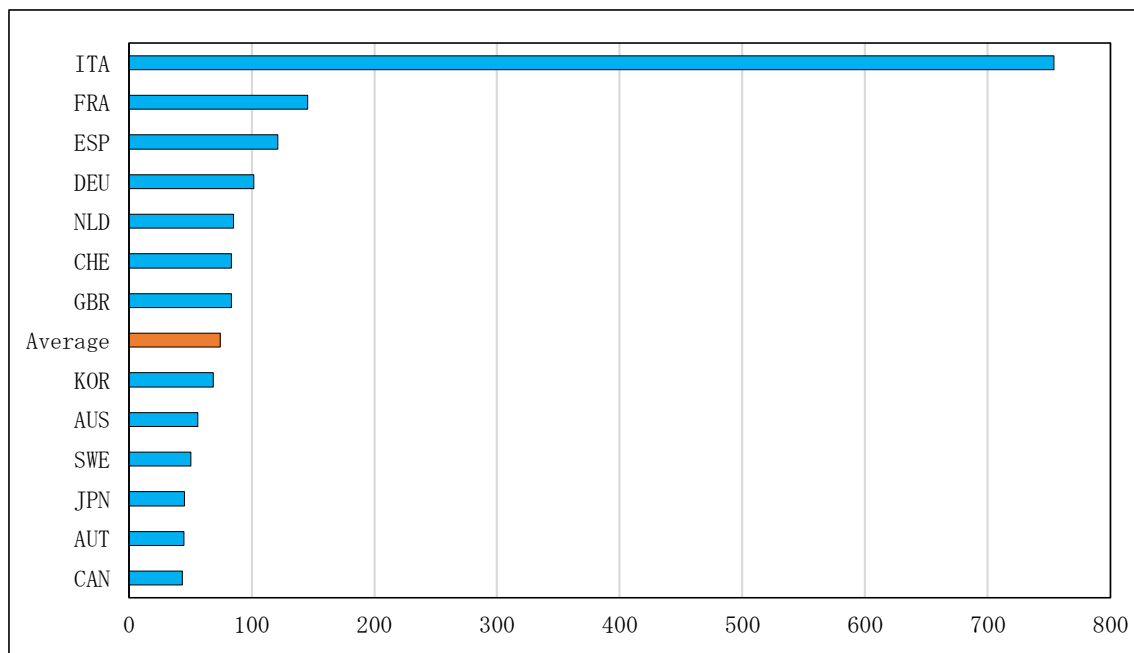
¹¹²⁾ この 2 つの指標の概要や適用範囲および、具体的な算出方法については、日本銀行（2010）を参照されたい。

¹¹³⁾ ドル建て高品質の流動資産の変化については、GFSR（2019）、65 頁の図表 5.2（3）で示されている。

¹¹⁴⁾ GFSR（2019）、p. 64-66。

第2章 国際通貨体制の現状と課題

図表 2.32 米国外の銀行のドル流動性比率と全通貨流動性比率の比較（単位：％）



（出所）国際通貨基金（IMF），*Global Financial Stability Report*, October 2019 より筆者作成。

（注）この図表は、13カ国の全通貨流動性とドル流動性の平均値を比較したものである。

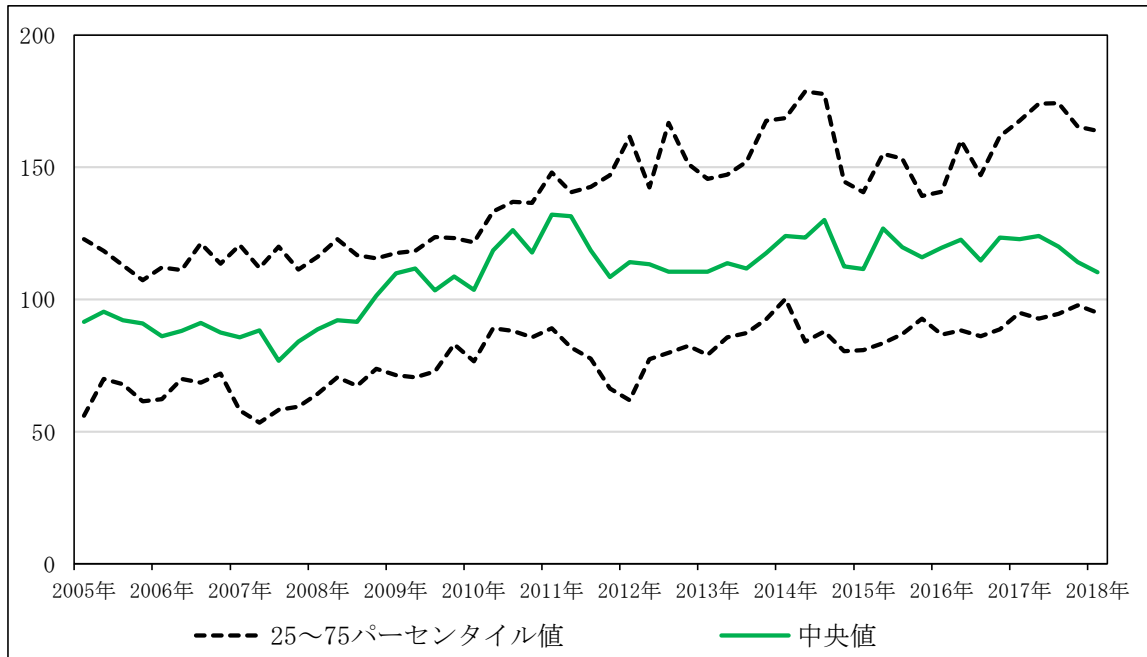
された「ドル安定調達比率（Dollar Stable Funding Ratio）」をもとに計算された「ドル安定調達比率（Dollar Stable Funding Ratio）」は、資金の運用調達構造のミスマッチを抑制する能力を反映するものであると考えられるが、世界金融危機後、ドル安定調達比率は小幅な改善にとどまっている（図表 2.33 参照）。

そのほか、ドル資金市場（キャッシュマーケット）での直接調達コストと、為替スワップ取引を通じた合成調達コストの差によって算出するクロスカレンシー・ベース（Cross-Currency Basis）が、ドルの資金調達コストの動向を示す主な参考指標とされており、その推移は図表 2.34 で示されている。世界金融危機前、直接調達コストと合成調達コストの差が非常に小さいことを反映して、クロスカレンシー・ベース（3 カ月物）は多くの通貨でゼロに近い水準であった。その際、カバー付き金利平価（CIP：Covered Interest Parity）が基本的に成立していた。しかし、世界金融危機後、カバー付き金利平価からの乖離が生じており、クロスカレンシー・ベースは多くの通貨で大幅なマイナスに転じた¹¹⁵⁾。こうした変化は、ドル資金の借入主体がコストの高い為替スワップ市場による必要な資金の調達を余儀なくされていることを示唆し、ドル資金調達コストの実際の増加を意味している。

¹¹⁵⁾ 世界金融危機前後、ドル調達コストの高まりとカバー付き金利平価の関係の変化についての考察は、服部（2017）を参照されたい（財務総合政策研究所『ファイナンス』2017 年 10 月号）。

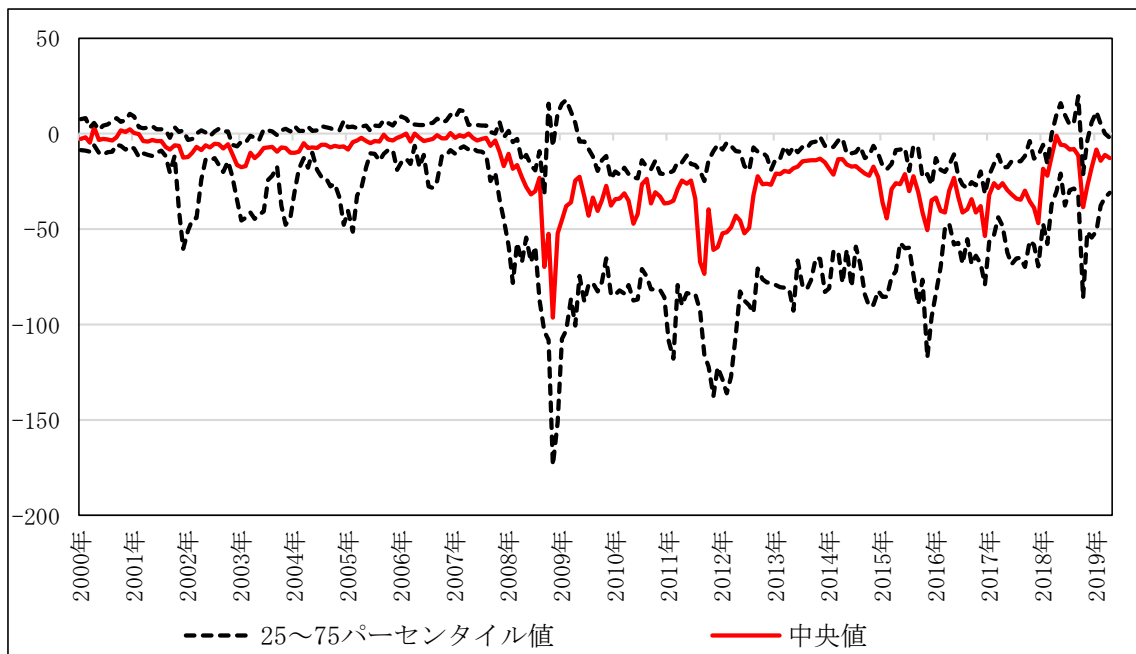
第2章 国際通貨体制の現状と課題

図表 2.33 米国外の銀行のドル安定調達比率(Stable Funding Ratio)の推移(単位：%)



(出所) 国際通貨基金 (IMF), *Global Financial Stability Report*, October 2019 より筆者作成。

図表 2.34 ドルのクロスカレンシー・ベースス (3 カ月物) の推移 (単位：ベーススポイント)



(出所) 国際通貨基金 (IMF), *Global Financial Stability Report*, October 2019 より筆者作成。

GFSR(2019)によると、クロスカレンシー・ベースの変動は、①銀行間資金市場のリスクや、②ロンドン銀行間取引金利（LIBOR）と翌日物金利スワップ（OIS）のスプレッド、③ビット・アスク・スプレッドといった供給面の要因と、①米国外の銀行のデフォルト（債務不履行）リスクや、②米国との金利マージンの違いといった需要面の要因の双方から影響を受けている¹¹⁶⁾。さらに、前述したクロスカレンシー調達比率の上昇は、こうした要因の影響を増幅させている。

小括

以上で見てきた通り、2008年の世界金融危機（GFC）後、世界の貿易取引や国際金融市場においては、ドルが依然として支配的な国際通貨（Dominant Currency）として機能しているばかりか、一部でその地位を強化している。ドルの複雑で地理的に分散した取引関係のネットワークの存在が、国際通貨ドルの支配的な地位を支える重要な要因となっている。グローバルなレベルで金融経済は、円滑かつ効率的なドル資金調達の実行可能性に、ますます依存するようになっている。

近年、ドルの第3国貿易通貨や国際資金調達・投資通貨としての機能を反映し、ドル取引が活発化している一方で、ドル建て債権と債務のギャップの拡大やドル資金調達コストの上昇などが、ドル資金市場の不安定性要因ともなっている。特に、ドル建て借入に大きく依存している新興市場国（EME）は、ドル建て借入に代替する調達先の確保や他の通貨への代替が難しいため、ドル資金市場の影響を最も受けやすい。また、米国と他国の中央銀行間の通貨スワップラインの拡充や米国外の中央銀行による対外準備の保有などの諸施策により、こうした負の影響はある程度緩和されつつあるものの、ドル資金市場に起因するリスクは依然として国際金融システムにおける主要な脆弱性として広く認識されている。

現在までのところ、国際通貨ドルには慣性（Inertia）が引き続き作動しており、グローバルなドル依存が弱まる兆候は見られない。そのため、近い将来、国際通貨の地位を巡る競争が展開されうる余地は大きくない。とはいえ、基軸通貨ドルを補完する、あるいは地域的に代替する、安定的で利便性の高い国際通貨の存在は、ドル資金市場に起因する上述のリスクの軽減に貢献することになる。ただし、第1章で論じたドイツ・マルクやユーロの経験からも明らかなように、ドル以外の通貨が国際通貨の地位を獲得するにあたっては、市場レベルで種々の条件が整い、さらに公的レベルでも的確な制度選択や施策が継続的に遂行される必要がある。こうした認識を踏まえたうえで、第3章から第7章にかけて、人民元の国際化および国際通貨化の現状や課題について考察を行う。

¹¹⁶⁾ GFSR (2019), p. 67–68.

第3章 人民元国際化の背景

はじめに

第1章で言及したように、一般的に、自国通貨国際化のベネフィットとしては、国際的な貿易・金融取引を行う際の為替リスクの低下や為替ヘッジ費用の削減などが挙げられる。だが、中国政府は、世界金融危機以降に「人民元国際化」を国策として掲げ、人民元の国際的な使用を拡大させるための規制緩和・市場インフラの整備だけでなく、トップ主導の通貨外交の展開など、政治・経済面で総力を挙げた対応を実施する背後に、中国の経済規模に見合った通貨地位の獲得や、中国が主導とする新たな国際通貨体制の構築といった狙いもあると考えられる。

本章では、中国政府が2009年に人民元の国際化戦略を打ち出した背景についてとりあげ、2008年の世界金融危機により中国政府が直面したとされる、①輸出不況による中国の経済成長の減速、②中国の外貨準備資産の価値毀損、③世界での経済力と通貨上の地位のミスマッチ等について、それぞれ検討する。

第1節 輸出不況による経済成長の減速

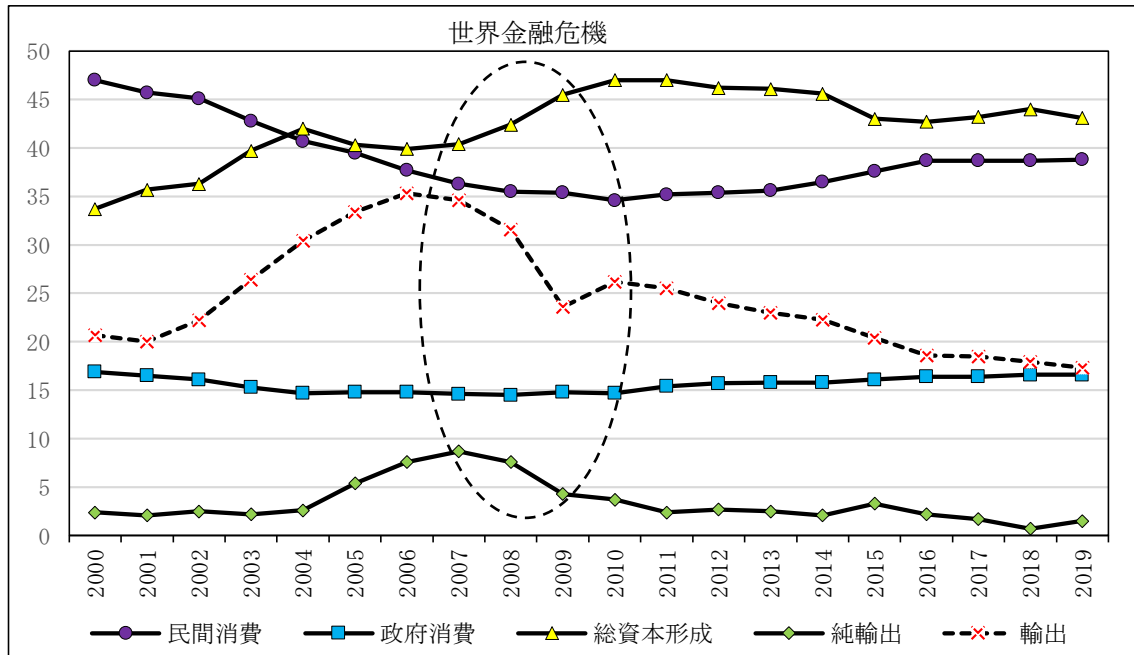
1. 輸出拡大による経済の高度成長

中国経済の成長の過程を振り返ってみると、1992年1月に、改革開放政策の拡大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契機として、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、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することができた¹¹⁷⁾。

2001年にWTO（世界貿易機構）に加盟して以降、中国は輸出競争力を強化するとともに、安価な労働力、地価、部材などを武器に、より低い生産コストを求める外国企業の誘致に成功した。その結果の1つとして、中国の国内総生産（GDP）において、民間消費と政府消費のシェアは低下傾向にあるの対して、総固定資本形成と輸出が占めるシェアは上昇し始めた。このように、中国経済は、外需および投資主導型の成長モデルへの転換を開始した（図表3.1参照）。また、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、さらに、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の増加基調を保った。

¹¹⁷⁾ 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（『通商白書』2014年版、123頁）。近年、中国経済政策の転換についての考察は、瀬口（2019）、田中（2019）を参照されたい。

図表 3.1 中国の GDP の構成比の推移：支出面からみた場合（単位：％）



（出所）中国国家统计局データベースより筆者作成。

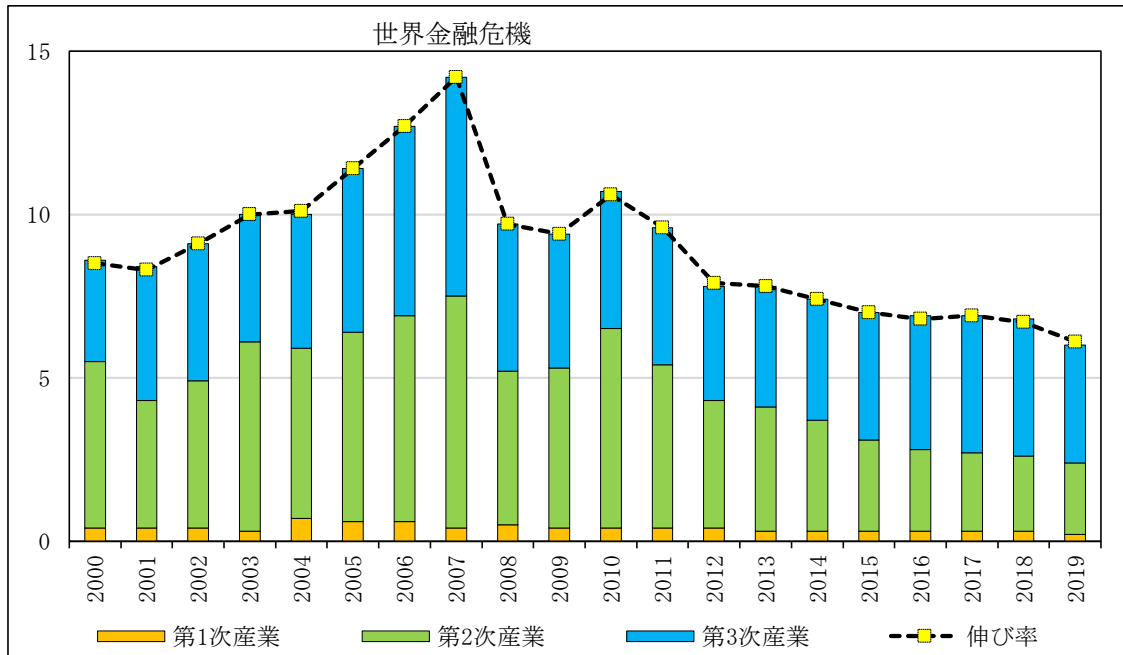
2. 世界金融危機の影響（実体経済面）

だが、堅調な消費で世界の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。また、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に加わることで、世界的経済危機（世界同時不況とも呼ばれている）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市場およ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で相次いで現れた。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・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の規模も大きく縮小してきたことによって反映された¹¹⁸⁾。金融方面での影響については後述の 3.2 に譲るが、ここでは、まず実体経済面で中国が危機によって受けたショックについて考察する。

¹¹⁸⁾ 2008 年の世界金融危機が世界各国の実体経済や金融市場に与える影響についての考察は、経済産業省『通商白書』2009 年版を参照されたい。

図表 3.2 中国の GDP 成長率の推移と産業別の貢献度（単位：％）



（出所）中国国家统计局データベースより筆者作成。

2008 年秋に発生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が実体経済をむしばみ始めており、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、なお 2009 年に過去 60 年で初めてのマイナス成長を記録した¹¹⁹⁾。こうしたなか、世界経済の同時期の伸び率をはるかに上回り、また主要な新興国経済の伸び率をも超えている中国は、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 3.2 参照）。その結果、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¹²⁰⁾。

3. 輸出支援策の乗り出し

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¹²¹⁾を始めとする様々な景気対策を講じつつ、投資の拡

¹¹⁹⁾ 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。

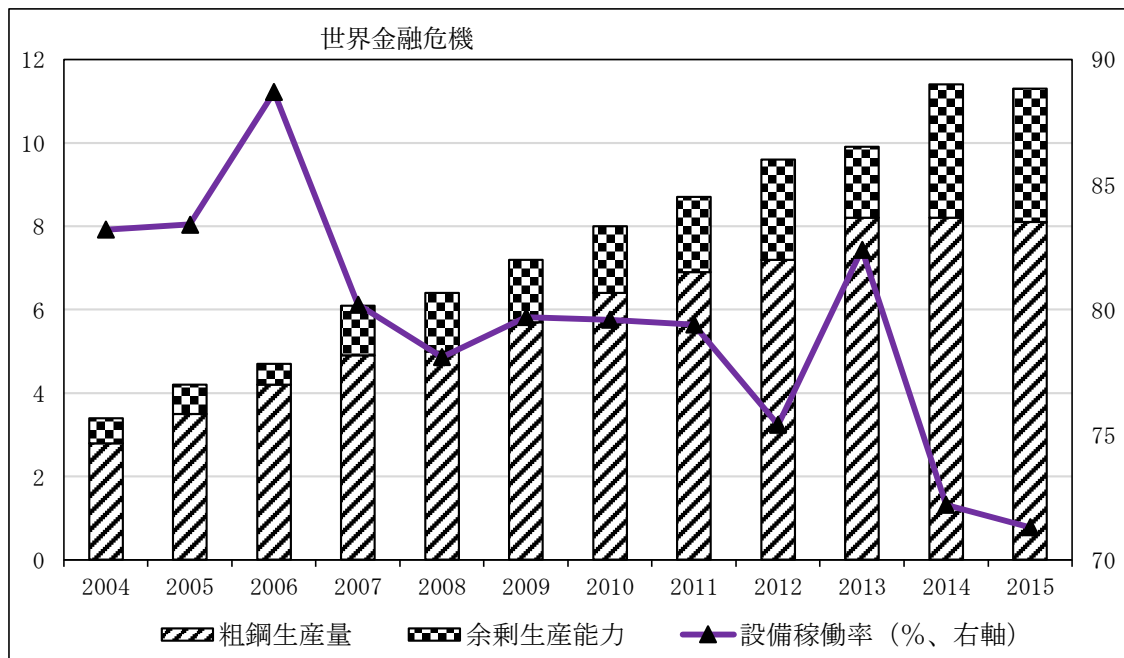
¹²⁰⁾ その後の 2012 年以降の中国経済成長の減速は、国内の産業構造調整によるものであったと考えられる。

¹²¹⁾ 「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。

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%にさらに上昇しており、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¹²²⁾。だが、投資による刺激の効果は一時的な景気を持ち直しの動きをみせていたものの、都市部と農村部の間の所得格差の拡大および貯蓄率の高止まり¹²³⁾などから、国内消費が依然として伸び悩んでおり、全体として中国経済は緩やかな減速を避けられなかった。

他方、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¹²⁴⁾が加わることで、鉄鋼、石炭¹²⁵⁾などの幅広い産業における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を浮き彫りにした。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 3.3 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 3.4 で

図表 3.3 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。

¹²²⁾ 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、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（「通商白書・2016 年」）。

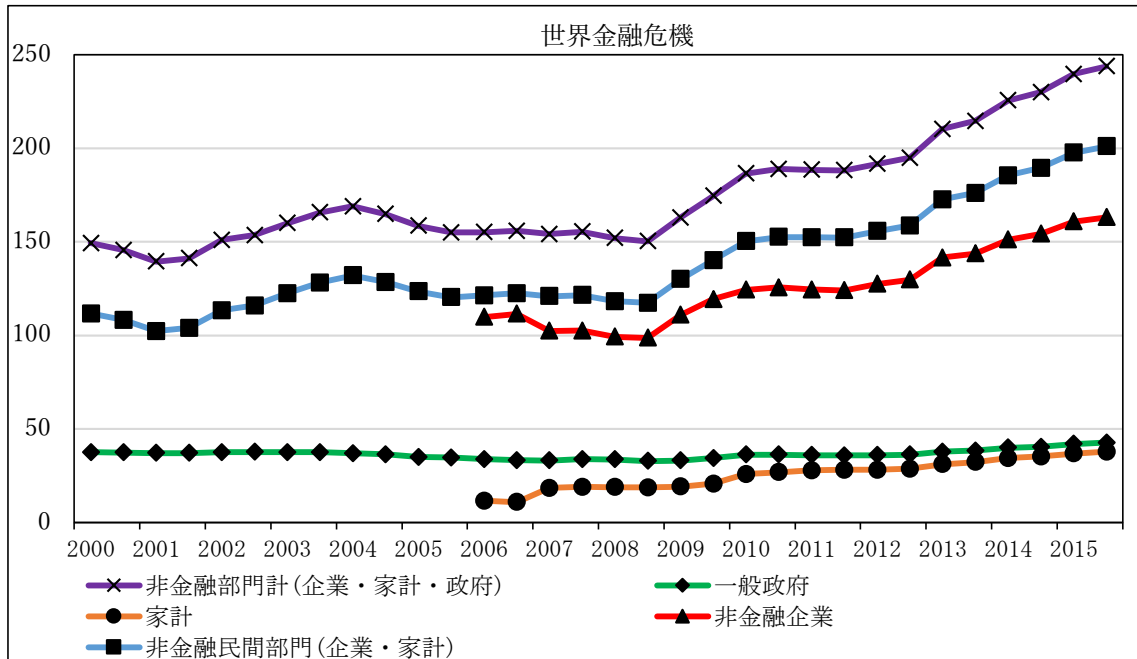
¹²³⁾ 詳細は関（2009）を参照されたい。

¹²⁴⁾ 詳細は関（2010）を参照されたい。

¹²⁵⁾ 2008 年の世界金融危機前の段階から、中国が長期的に抱えていた石炭業、鉄鋼業の過剰生産問題及びこれらの産業において政策転換の必要性についての考察は、堀井（2008）、氏川・堀井（2009）を参照されたい。

第3章 人民元国際化の背景

図表 3.4 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。

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も大きく上回っていた¹²⁶⁾。

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¹²⁷⁾（図表3.5）。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大中都市のほとんどは、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3.6参照）。

このように、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

¹²⁶⁾ 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）。

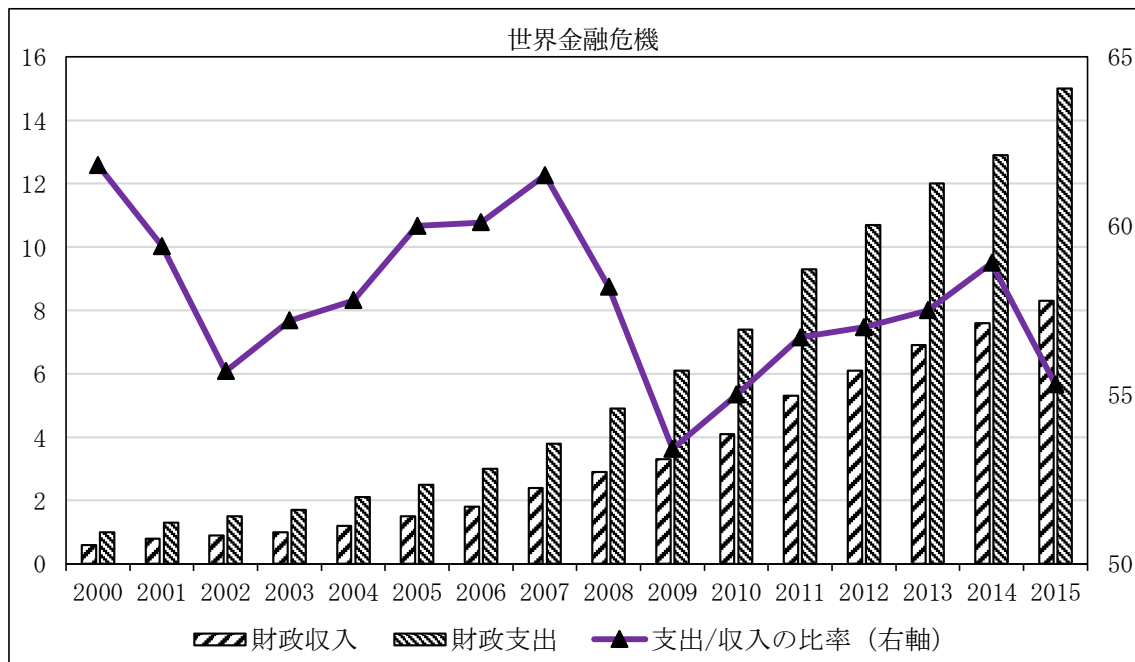
¹²⁷⁾ 中国の財政制度に関する考察は、内藤（2014）、内藤（2019）を参照されたい。

第3章 人民元国際化の背景

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¹²⁸⁾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¹²⁹⁾。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考えられる¹³⁰⁾。

図表 3.5 中国の地方政府の財政収入と財政支出の推移（単位：兆元，%）



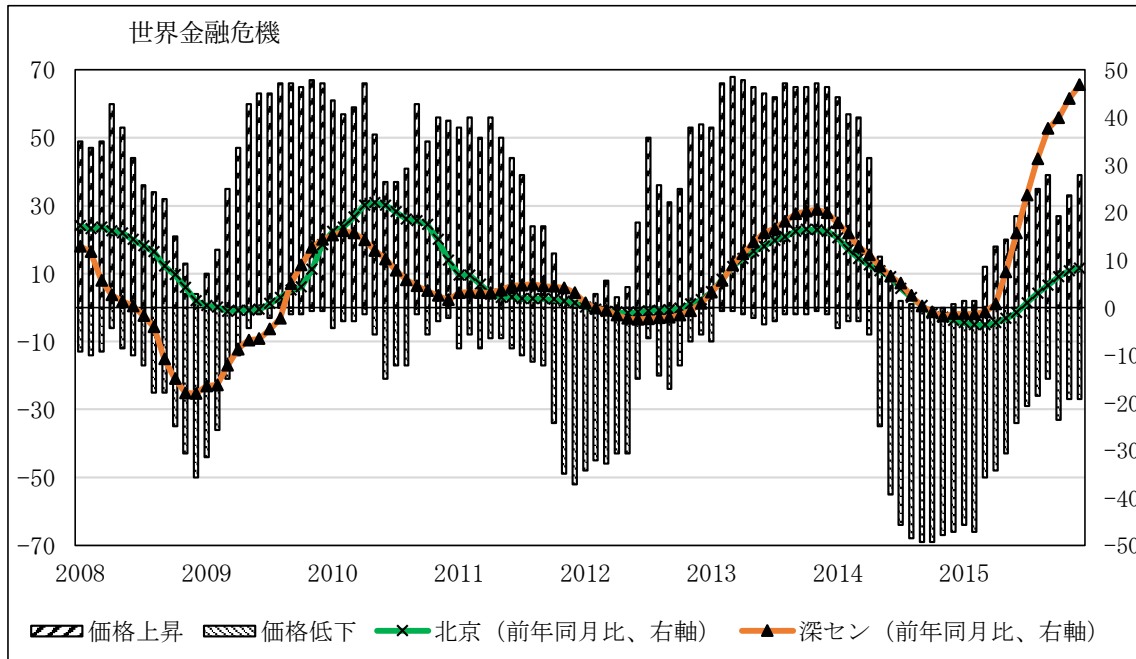
（出所）『中国統計年鑑』より筆者作成。

¹²⁸⁾ 詳細は関（2010）を参照されたい。

¹²⁹⁾ 日本銀行（2016），4-5 頁。

¹³⁰⁾ 例えば、関根（2010）は、「中国の人民元の国際化の目的は、先ずは周辺国・地域との人民元建て貿易決済を進め、貿易に伴う中国企業の為替変動リスクを回避することに主眼がある」と指摘している（22 頁）。

図表 3.6 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。

第2節 外貨準備資産の価値毀損リスク

1. 中国の外貨準備資産の規模

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著しかった（2007 年の 5,261 ポイントから 2008 年の 1,821 ポイントへと 65%の下落率を記録した）。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は金融引締めの方針を強めたことなどの影響も大きいと指摘された¹³¹⁾。そのため、本節では、主に金融危機後の為替市場の激しい変動が、中国に及ぼす影響に焦点を当てながら考察を行う。

2007 年夏頃の米国サブプライムローン問題が顕在化以降、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、ドルが人民元に対して一時的に下落局面になった。こうしたなか、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は、外貨準備資産の価値の目減りのリスクに晒されていたことが広く指摘されていた

¹³¹⁾ 経済産業省「通商白書・2009 年」、17 頁参照。

第3章 人民元国際化の背景

¹³²⁾。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つの要因であると考えられる。

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が年々に増加した。それと同時に、2001年にWTO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化した。また、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た以降、人民元の為替レートの上昇圧力を緩和するための人民元売り・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に世界最大規模の外貨準備の保有国となった（図表3.7参照）。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。

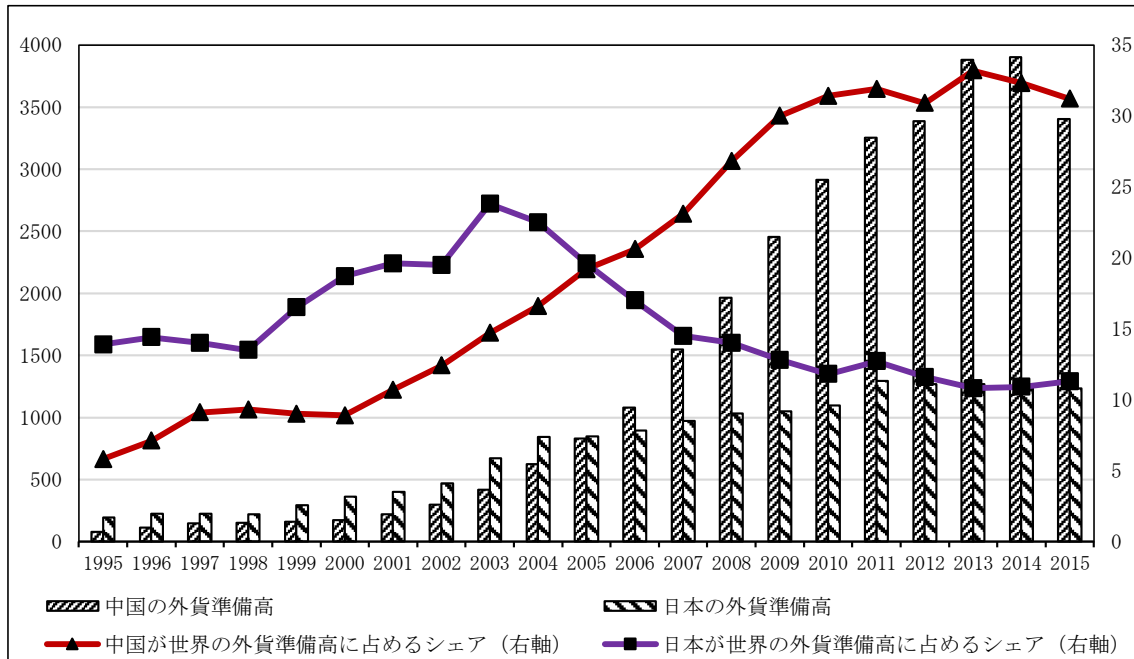
中国政府は中国が保有する外貨準備資産の通貨別構成を公表しておらず、また、2008年頃の時点では、国際通貨基金（IMF）の把握する「公的外貨準備の通貨構成」（Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves, COFER）にも中国のデータが含まれていなかったのが残念だが、COFERに含まれるその他の国の通貨構成から中国の外貨準備の通貨別構成の大枠を推計する方法以外にはない¹³³⁾。

IMFのCOFER統計に含まれる149カ国・地域（IMFに加盟した先進国が34カ国、新興・途上国が110カ国）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3.8参照）。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することができる。

¹³²⁾ 張明（2009）、関根（2010）、張明（2011）、赤羽（2019a）を参照されたい。例えば、関根（2010）は、人民元国際化のメリットの1つとして、「世界一となった外貨準備を減らして国内の過剰流動性を回避し外貨準備の運用リスクを低減できる」という点を挙げた。また、張明（2011）は、「米国のサブプライム危機が、中国政府が人民元の国際化を急ぐ重要な外的要因となった」とし、「米政府最大の海外の債権者として中国政府が保有する米国債は、インフレや米ドルの下落、低い利回りという脅威に曝されている」と指摘している（50頁）。さらに、赤羽（2019a）は、2005年から2018年までの間の、米ドル対人民元の趨勢的な下落の動きを確認したうえで、2008年の世界金融危機後、大量な米国債を保有した中国は、ドル依存のリスクを強く認識し、人民元国際化戦略を打ち出した経緯について考察した。

¹³³⁾ 中国の外貨準備資産の通貨別構成を推計する方法は、張明（2009）、26-28頁を参照。

図表 3.7 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。

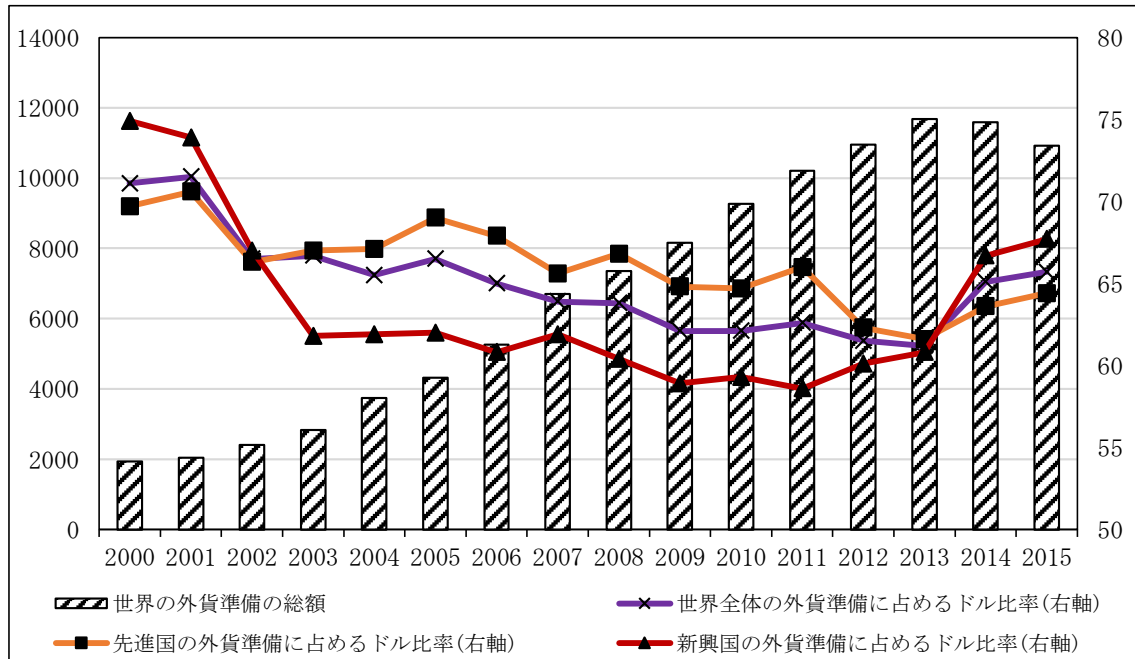
2. 中国の外貨準備資産の構成

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が，投資先が発表した関連統計から中国が保有する外貨準備の潜在的な資産構成を推計できる。上記で述べたように，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。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3.9参照）。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は40.8%，また残る株式，長期社債と短期債はそれぞれに3.1%，3.0%，2.5%を占めている（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を区分していないが，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¹³⁴⁾。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ことを仮定とすると，中国の外貨準備資産

¹³⁴⁾ 張（2009），28-29頁参照。

第3章 人民元国際化の背景

図表 3.8 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。

図表 3.9 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	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
中国	総額	922	1,205	1,464	1,611	1,727	1,592	1,735	1,817	1,844
	長期国債	50.7	43.3	51.7	68.8	75.4	71.5	73.3	69.4	68.8
	長期機関債	40.8	43.7	31.0	22.3	14.2	12.7	10.0	11.2	12.0
	株式	3.1	8.3	5.3	7.9	9.2	13.9	15.0	17.6	17.9
	長期社債	3.0	2.2	1.0	0.7	0.9	1.4	1.3	1.3	1.1
	短期債	2.5	2.5	10.9	0.3	0.3	0.6	0.3	0.5	0.2
日本	総額	1,197	1,250	1,269	1,393	1,585	1,835	1,766	1,917	1,903
	長期国債	46.2	45.4	50.9	52.9	51.6	57.1	57.9	60.5	59.0
	長期機関債	19.1	21.6	17.3	16.8	16.3	13.6	11.1	8.8	8.0
	株式	18.4	15.9	14.3	16.1	19.1	17.1	17.9	18.8	20.5
	長期社債	9.9	11.9	12.1	9.3	8.8	8.8	9.5	8.8	8.5
	短期債	6.3	5.3	5.4	5.0	4.2	3.4	3.6	3.2	3.9
世界	総額	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。

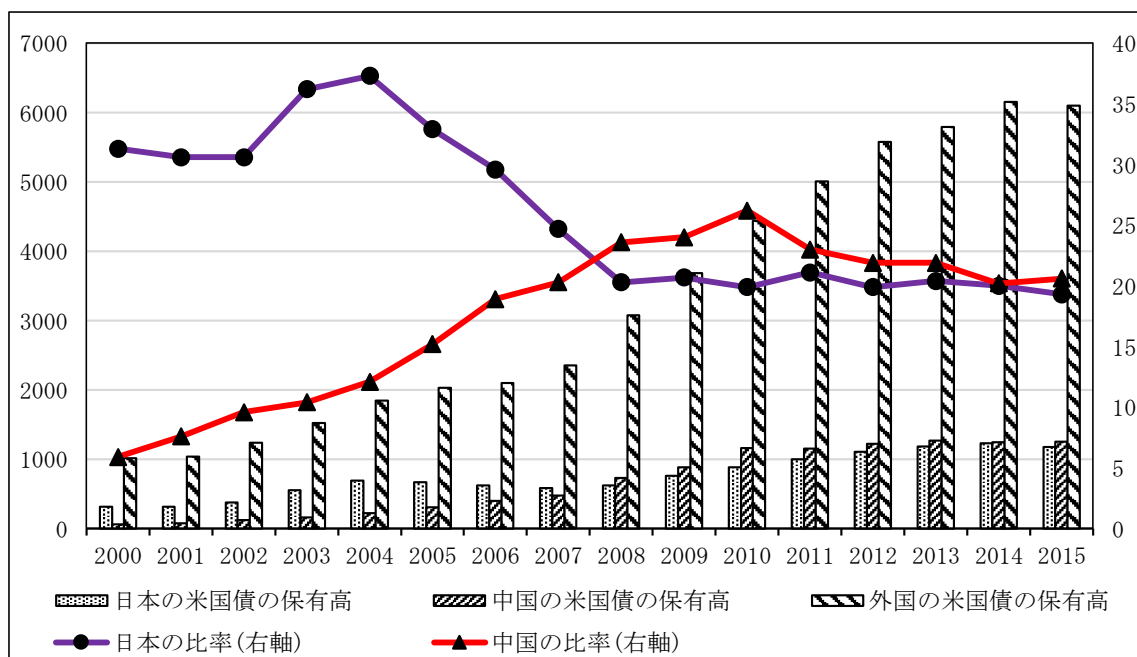
第3章 人民元国際化の背景

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約1割のシェアを占めていることが推計される。

以上より、金融危機までに、米国経済と基軸通貨ドルを裏付けとして、米国債を中心とするドル建て資産が世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る他、2008年に日本を乗り越えて世界第1位の米国債の保有国となった（図表3.10参照）。

だが、金融危機が発生した後のドル対人民元相場の一時的な下落を背景に、中国は、外貨準備資産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脅威に晒される局面を改善しようとした。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的に実現できないし、そして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は選択したリスク管理上の次善策となった¹³⁵⁾。その狙いは、国際通貨ドル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リスクを最小限に抑えることにあると考えられる。

図表3.10 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。

¹³⁵⁾ 張（2011），49-52 参照。

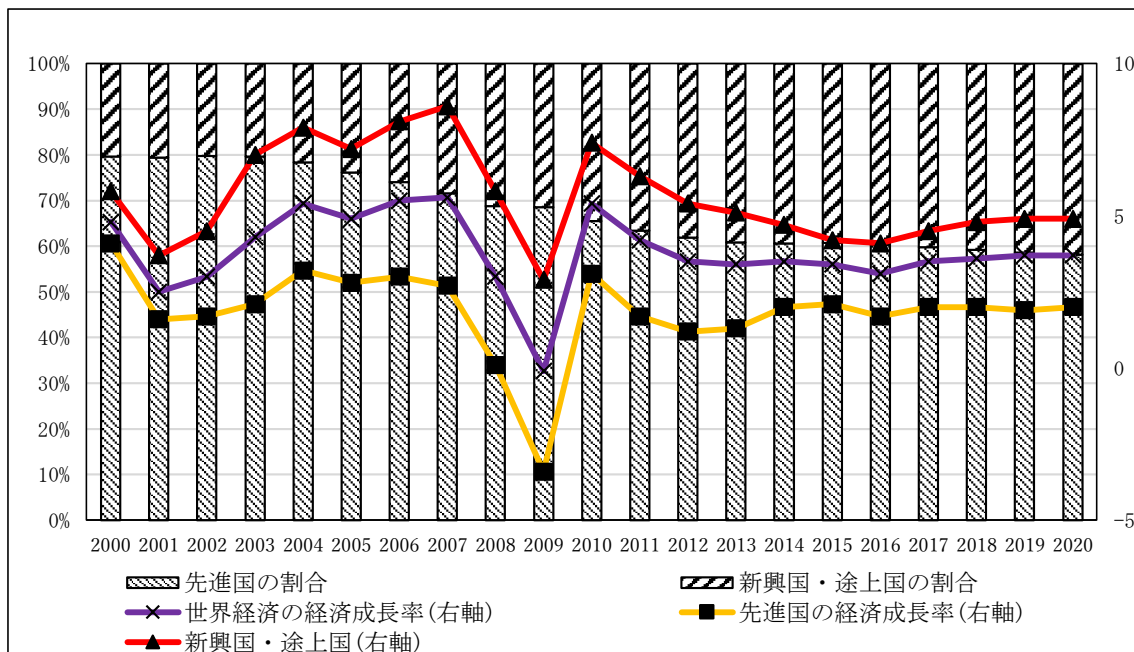
第3節 世界での経済力構造と通貨地位のミスマッチ

1. 経済規模と通貨地位のミスマッチ

21 世紀に入ってから、世界の名目 GDP に占める先進国のシェアは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 3.11 で示すように、世界全体と先進国を大きく上回る経済成長ペースを保つ新興・途上国が世界経済に占める割合は、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 3.12 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¹³⁶⁾。

特に、2008 年のリーマンショックによりクレジットクライシス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、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従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悩む苦境に立たされ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。

図表 3.11 新興・途上国が世界の名目 GDP に占めるシェアの推移（単位：%）



（出所）経済産業省『通商白書』より筆者作成。

¹³⁶⁾ この点については高（2015），26-27 頁を参照されたい。

図表 3.12 国際通貨としての主要通貨の割合（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。

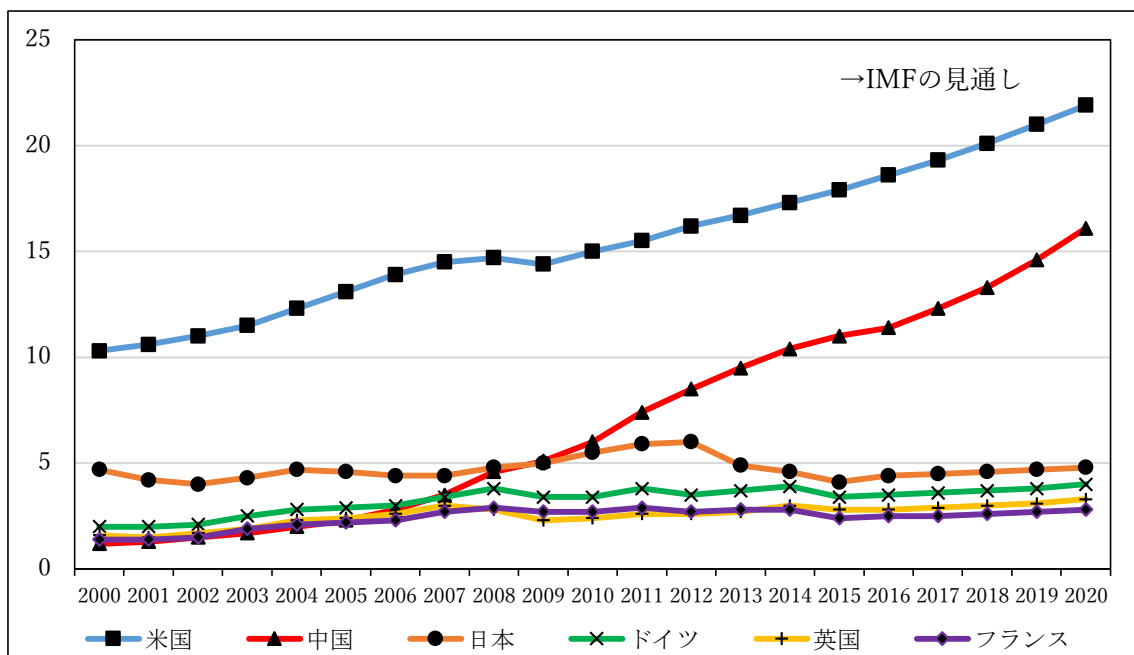
（注）外国為替は合計 200％，外貨準備は合計 100％，国際債券残高は合計 100％となる。

2. 国際通貨体制の改革についての中国の要請

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。2010 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に世界第 1 位の輸出国となった（図表 3.13，図表 3.14 参照）。こうした経済の急速な発展を背景に，中国から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ている。

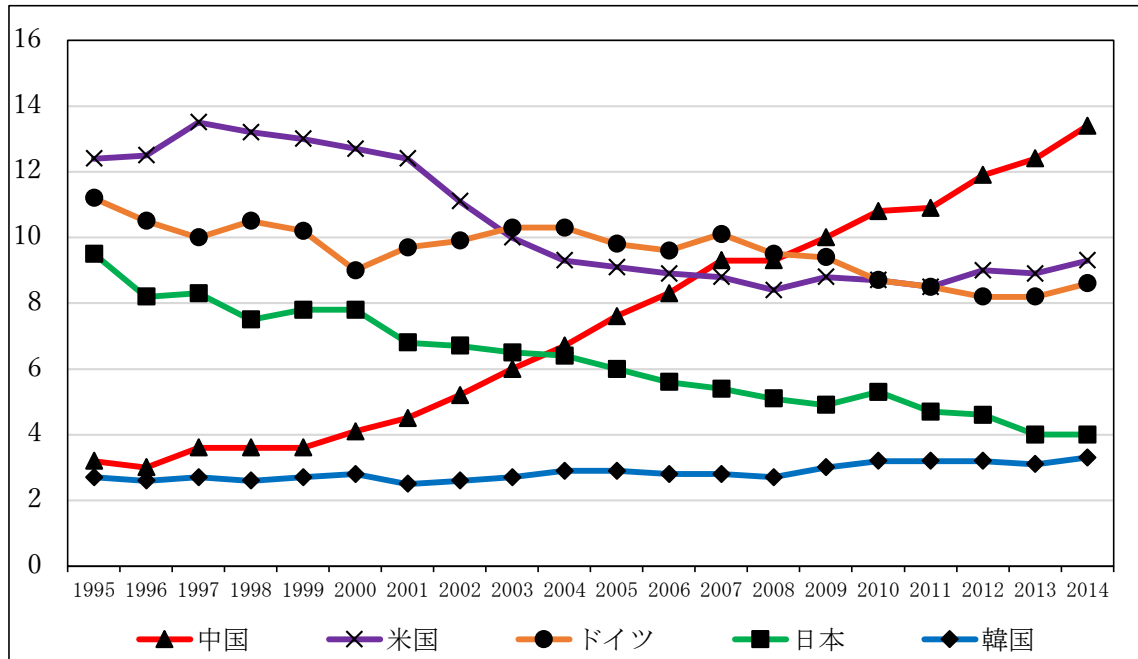
金融危機の発生が招いた混乱の中，2009 年 3 月に中国人民銀行の周小川総裁は，ロンドンで開催する主要 20 カ国・地域（G20）金融サミット（首脳会合）に先立って発表した「国際通貨体制改革に関する考察（Reforming the International Monetary System）」と題する論文の中で，グローバル金融危機に対する反省の視点から，現行のドルを中心とする国際通貨体制の内在する脆弱性とシステミック・リスクを指摘した。

図表 3.13 主要国が世界経済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 3.14 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。

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」と表明した上で、超国家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範囲を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に必要な多くの課題が残っている。そのため、中国の経済力の変化に対応する国際通貨体制の改革に、周論文の目標があるものと考えられる。このように、同論文によって、中国は自国通貨の国際化の本格化に向けた布石を打ったものとして考えられ、それを受けて、同年の7月、中国政府は人民元国際化の第1歩を踏み出した。

小括

以上より、2008年に米国発の金融危機が発生して以降、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脅威に晒されていた。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変革を図った。しかし、実体経済面で、中国は短期間で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

第3章 人民元国際化の背景

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、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」¹³⁷⁾という論調がますます盛り上がる中、「人民元の国際化」は中国にとっての必然的な選択肢と考えられるようになった。

このような背景により、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ための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¹³⁸⁾をも広範囲に展開するなど、積極的な取り組みを行なっている（図表3.15参照）。

図表 3.15 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	ロシア、フランス、ドイツ、韓国、ブラジル、アルゼンチン、モンゴル、タジキスタン、スリランカ、インド、ニュージーランド、オーストラリア（12カ国）
	李克強 国務院総理	イギリス、ドイツ、ロシア、カザフスタン、タイ（5カ国）
2015年	習近平 国家主席	パキスタン、インドネシア、カザフスタン、ロシア、ベラルーシ、イギリス、シンガポール、トルコ、フランス、南アフリカ（10カ国）
	李克強 国務院総理	スイス、ブラジル、チリ、フランス、韓国、マレーシア（6カ国）
2016年	習近平 国家主席	サウジアラビ、インド、ウズベキスタン、チリ（4カ国）
	李克強 国務院総理	モンゴル、カナダ、カザフスタン、ロシア（4カ国）

（出所）国務院ホームページより筆者作成。

（注）この図表は、中国と通貨スワップ協定を締結し、あるいは中国にRQFII投資枠が付与された国を示したものである。

¹³⁷⁾ 張（2011）、50頁。

¹³⁸⁾ 近年、中国政府による首脳レベルでの通貨外交の展開についての考察は、日本銀行（2016）を参照。

第3章 人民元国際化の背景

第4章 国際貿易通貨としての人民元

はじめに

第3章では、2008年の世界金融危機後という特別なタイミングで、中国政府が人民元の国際化戦略を打ち出した背景や必要性について確認した。続いて、第4章と第5章では、第3章で示した戦略下で中国政府が整備した一連の制度と、そうした制度の下で市場参加者がどの程度人民元を選択してきたのかについて、貿易と国際投資の順で考察する。

まず本章では、中国本土と海外オフショア市場の貿易業者が人民元建て決済を選好する動機（実需面と投機面）を考察し、また、グローバルレベルでの人民元建て貿易決済利用の度合いを確認する。さらに、近年、ASEANや日本、韓国など周辺国の貿易建値通貨に占める人民元シェアの変化に焦点を絞り、今後のアジア太平洋地域内における人民元建て貿易決済の更なる発展の可能性について検討する。

第1節 クロスボーダー人民元建て貿易決済の規模

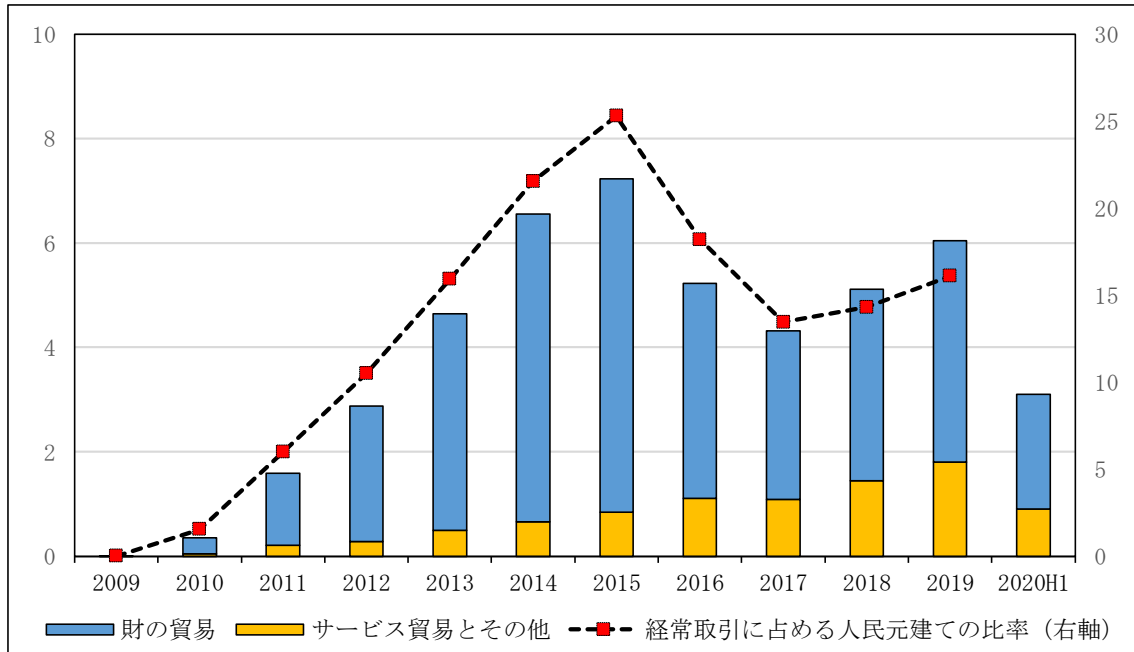
1. クロスボーダー人民元建て貿易決済額の推移

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見（〔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および、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言及されている（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との間の財貿易において、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、東莞市の合計5都市で選ばれた365社のパイロット企業と、香港、マカオ、ASEANとの間の財貿易に限定された人民元建て決済が正式に実施に移された。さらに、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、国内の適用地域が全国の範囲にまで広がった。

こうした一連の動きにより、人民元建て貿易決済の解禁地域は全国に、貿易相手も全世界に拡大されており、クロスボーダー人民元建て貿易決済額の増加も目立ち始めてきた¹³⁹⁾。図表4.1で示したように、人民元建て貿易契約決済が開始された2009年には、その取引額は36億元にすぎなかったが、その後急速に拡大し、2015年には7.23兆元を記録した。

¹³⁹⁾ 『人民元国際化報告 2015年版』、4頁（表1）、8頁（コラム1）。

図表 4.1 クロスボーダー人民元建て貿易決済額の推移（単位：兆元，右軸 %）



（出所）中国人民銀行資料より筆者作成。

（注）2020年度は、1月から6月までのデータを示す。

しかし、2015年にピークに達した後、人民元建て貿易決済額は減少傾向に転じており、經常取引に占める人民元建ての比率も徐々に低下してきている。2019年のクロスボーダー人民元建て貿易決済額は6.04兆元で、2017年や2018年に比べ増加しているものの、2015年の規模には及ばない¹⁴⁰⁾。また、經常取引に占める人民元建ての比率も2015年の25.3%から2019年の16.1%に低下した（図表4.1参照）。

2. 順調なスタートから減少に転じた原因

クロスボーダー人民元建て貿易決済が、2015年を境に減少に転じた原因についてはさまざまな議論（例えば、中国GDP成長率の減速や、中国銀行部門の不良債権問題への懸念の高まり、2015年6月の上海株の急落など¹⁴¹⁾）がなされているが、2015年（特に人民元為替制度改革が実施された8月）以降、それまでの元高基調が元安基調へと反転したことが重要なカギとなる、ということが数多くの研究から明らかにされている。

¹⁴⁰⁾ 近年、クロスボーダー人民元建て貿易決済では、財貿易のシェアが徐々に低下したのに対して、サービス貿易とその他（投資収益と經常移転）のシェアが上昇傾向にある。例えば、2019年には人民元建て財貿易やサービス貿易、その他（投資収益と經常移転）の決済額はそれぞれ4.24兆元、9,515億元、8,048億元となり、サービス貿易とその他のシェアは約30%に達している。さらに、2019年に貨物貿易における人民元建ての比率は13.4%で、サービス貿易（23.8%）とその他（49.8%）の水準を大きく下回っている（『人民元国際化報告2020年版』、6-7頁）。

¹⁴¹⁾ 梶谷（2016）、梶谷（2017）、清水（2019）、鳥谷（2017）、鳥谷（2019b）、Eswar Prasad（2018）、Ito（2017）、Weitseng Chen（2018）などを参照されたい。

第4章 国際貿易通貨としての人民元

人民元の国際化戦略が打ち出されて以降、クロスボーダー人民元建て貿易決済を通じた資金流出が、香港をはじめとするオフショア市場に長期的に流動性を供給する主なルートとなった¹⁴²⁾（香港交易所，2017）。クロスボーダー人民元建て貿易決済では資金の純流出が続くなか、香港や台湾、シンガポールなど主要なオフショア市場での人民元建て預金はわずか数年でおよそ1.6兆元（CDを含む，2014年末）に急増した¹⁴³⁾。ただし，2015年にクロスボーダー人民元建て貿易決済額は7.23兆元とピークを記録したにもかかわらず，人民元建て輸入に伴う支払額は2014年に比べ大きく減少し，2009年以来初めての資金純流入がみられた（図表4.2参照）。その後，資金の純流出が続いているものの，クロスボーダー人民元建て貿易決済の規模が大きく減少しており，香港などオフショア市場での人民元建て預金の規模も減少傾向をたどっている（図表4.3参照）。その原因は，2015年以降，中国国内でシステミック・リスクへの懸念が生じたことに加え，為替相場が人民元安方向に動く中で，中国本土の貿易業者が外国との貿易取引において人民元建てで決済するインセンティブが弱まっており，また，香港などオフショア市場での投資家の間で，人民元安を見込んで人民元建て預金の一部をドルなど他の通貨建て預金に切り替える動きが広がったことにある。

図表4.2 クロスボーダー人民元建て貿易決済の内訳（単位：兆元，右軸・%）

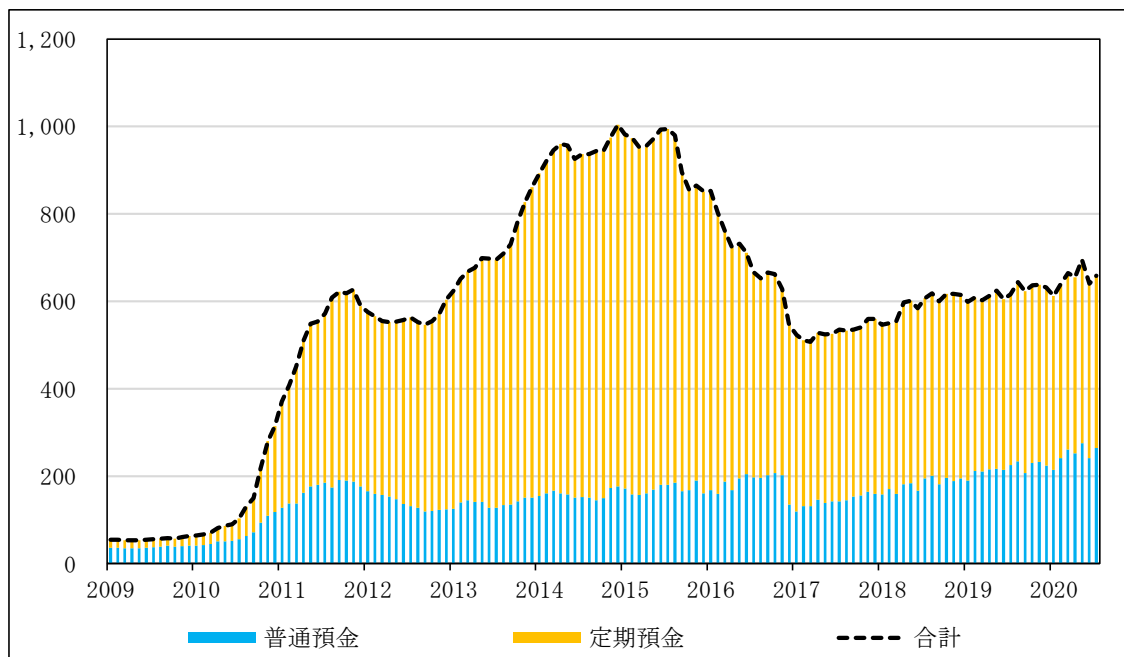
年	受取額（輸出）	支払額（輸入）	合計	受取額：支払額	★純流出額
2010	779 億元	4,284 億元	5,063 億元	1：5.50	0.35 兆元
2011	7,708 億元	1.31 兆元	2.08 兆元	1：1.70	0.54 兆元
2012	1.30 兆元	1.57 兆元	2.87 兆元	1：1.21	0.27 兆元
2013	1.88 兆元	2.75 兆元	4.63 兆元	1：1.46	0.87 兆元
2014	2.73 兆元	3.83 兆元	6.55 兆元	1：1.40	1.10 兆元
2015	3.91 兆元	3.32 兆元	7.23 兆元	1：0.85	-0.59 兆元
2016	2.15 兆元	3.08 兆元	5.23 兆元	1：1.43	0.93 兆元
2017	1.77 兆元	2.60 兆元	4.37 兆元	1：1.47	0.83 兆元
2018	2.06 兆元	3.05 兆元	5.11 兆元	1：1.48	0.99 兆元
2019	2.66 兆元	3.38 兆元	6.04 兆元	1：1.27	0.72 兆元
累積額	19.31 兆元	25.32 兆元	44.63 兆元	1：1.31	6.01 兆元

（出所）中国人民銀行資料より筆者作成。

¹⁴²⁾ 香港交易所（2017）によると，短期的な流動性は中央銀行間の通貨スワップやPLPsなど市場融資に依存している。

¹⁴³⁾ そのうち，香港での人民元建て預金は1.15兆元（普通預金と定期預金は計1兆元，CDは計1,547億元）で，台湾とシンガポールでの人民元建て預金はそれぞれ3,022億元，約2,000億元となった（香港交易所（2017），1頁）。

図表 4.3 香港市場における人民元建て預金の推移（単位：10 億円）



（出所）香港金融管理局資料より筆者作成。

さらに、クロスボーダー人民元建て貿易決済を減少させた要因として、輸出入など実需に基づいた取引の減少以外にも、中国本土とオフショア市場の間の為替レートと金利の二重構造を利用した裁定取引が減少したとの指摘も多い。

例えば、関志雄（2017）は、中国における資本取引の自由化が実現されていない現状において、クロスボーダー人民元建て貿易取引には、貿易取引を装ったオンショアとオフショア市場の間の為替裁定と金利裁定などの資本取引も含まれており、こうした裁定取引の存在は、人民元の国際化に寄与しているが、本来の目的から大きくかけ離れたものであると指摘している¹⁴⁴⁾。同様に、中国政府系シンクタンクである中国社会科学院の張明と張斌は、2014前半からも人民元安の圧力が高まりつつあったにもかかわらず、中国人民銀行が2015年8月に人民元為替制度の改革を断行した背景について考察したうえで、オンショアとオフショア市場の間の為替と金利の裁定取引は、人民元国際化の急速な拡大および2015年以降の後退局面において、大きな役割を果たしてきたと指摘している¹⁴⁵⁾。

2015年8月11日、中国人民銀行は、人民元の対ドル取引の基準となるレート「基準値」の算出方法を見直し、11日から13日まで3日連続で人民元の対ドル為替レート基準値は、合計4.7%切下げられた¹⁴⁶⁾。図表4.4と図表4.5で示されているように、8月のこの改革

¹⁴⁴⁾ 関志雄（2017）、1-6頁。

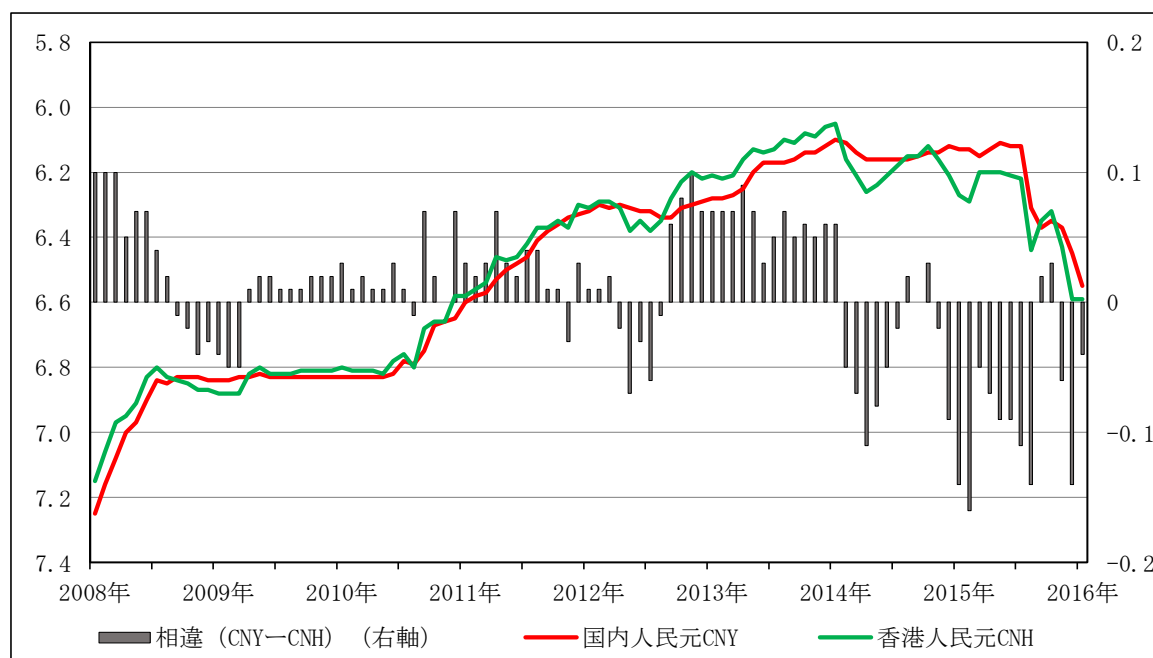
¹⁴⁵⁾ Zhang and Zhang（2017）、p.7を参照されたい。

¹⁴⁶⁾ 2015年8月11日、中国人民銀行は「人民元の対ドル為替レート基準値の報告方法を改善することに関する声明」を公表し、人民元の為替レート決定メカニズムを見直し、8月10日は基準値が1ドル＝6.116元であったが、13日の基準値は1ドル＝6.401元になった。

は、それまでの元高基調から元安基調へと反転したきっかけとなった。Zhang and Zhang (2017) は、中国人民銀行が人民元の為替レート決定メカニズムを変更する当初の狙いは、人民元相場の弾力性を高めることで、元安圧力を緩和することであったが、突然の為替制度の市場化改革は、国内外の金融市場の変動を大きくさせており、人民元相場のさらなる下落といった逆効果を招いたと指摘している¹⁴⁷⁾。その結果、改革後、中国人民銀行は、資本規制の再強化で資本流出を抑えたほか、人民元買い・ドル売りの市場介入を続けざるをえない状況になった。2015年7月から2016年7月までの間に、中国の外貨準備残高は3.7兆ドルから3.2兆ドルに減少した。さらに、露口(2015)は、従来の為替レート決定方式の下で徐々に水準調整を進めていくという方法もあるが、中国が短期間に改革を急いだ主要な動機は、「資本取引の自由化に備えた為替レート弾力化の一環であり、SDR 構成通貨入りを狙った対応である」と指摘している¹⁴⁸⁾。

このように、2015年以降、実需に基づいた貿易決済が減少したことに加え、中国政府は資本市場の開放に慎重な姿勢を強めており、オンショアとオフショア市場の間の資金の流れを歪めている裁定取引も大きく減少した。この2つの要因は、クロスボーダー人民元建て貿易決済の減少や、オフショア人民元資金市場の規模縮小などにつながり、人民元国際化の後退をもたらした。

図表 4.4 中国国内人民元 CNY と香港人民元 CNH の対ドルレートの推移(単位: 1ドル=元, 右軸 元)



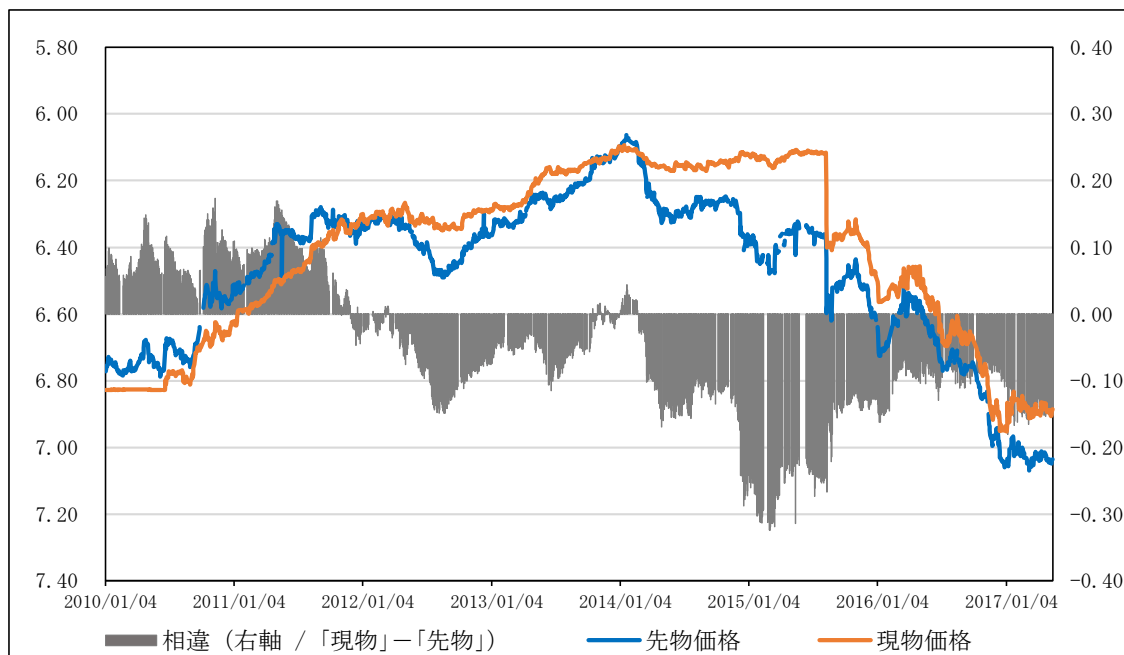
(出所) 日本経済産業省『通商白書』2016年版より筆者作成。

(注) 原データは、中国外国交易所、香港金融管理局、CEIC database より。

¹⁴⁷⁾ Weitseng Chen (2018) や Zhang and Zhang (2017) を参照されたい。

¹⁴⁸⁾ 露口 (2015), 4 頁。

図表 4.5 人民元の現物価格と先物価格の推移（単位：1 ドル＝元，右軸 元）



（出所）日本経済産業省『通商白書』2017年版より筆者作成。

（注1）原資料：中国外国交易所，中国銀行，CEIC database。

（注2）先物価格は1年もの。現物価格は中国外貨交易所が公表する「基準値（中間値）」。

3. 中国経常黒字の縮小と赤字化の可能性

もともと、中国政府は、経常取引（人民元建て輸入）を経由し本土からオフショアに流出した人民元資金が、最終的に資本取引（人民元建て金融資産への投資など）を経由し本土市場に還流する「経常流出－資本還流」といった路線を想定し、またこの過程で中国本土以外の市場における人民元資金へのニーズを膨らませることで、人民元の国際通貨としての機能拡充を目指した（Yu, 2014 や『中国人民銀行年報 2018 年版』）。こうした路線が当初提起された原因は、恒常的に大幅な経常収支の赤字を抱えている米国や、1980 年代後半に経常収支の黒字を上回る資本輸出により債権大国化した日本¹⁴⁹⁾などの国々とは違い、中国は 2000 年に入ってから、長期的に経常収支と資本収支の「双子の黒字」を計上しており、貿易取引や資本取引による海外への流動性供給は容易にできないからであると指摘されている（Yu, 2014）。図表 4.2 で示したように、2010 年から 2019 年まで、中国は貿易黒字が続いているにもかかわらず、クロスボーダー人民元建て貿易決済を通じた資金の純流出額は 6 兆元を超えている。これは、貿易相手国が人民元を入手するチャンスを作るための中国政府の重要な取り組みの結果と言える。しかし、2015 年以降、クロスボーダー人民元建て貿易決済の減少に伴い、経常取引経由のオフショア市場への流動性の供給ルートがある程度影響を受けていると見られている。

¹⁴⁹⁾ 大蔵省（1984）を参照されたい。

第4章 国際貿易通貨としての人民元

実際、元中国人民銀行金融政策委員の余永定氏は、早い段階から、当初の人民元国際化に向けたロードマップには、為替と金利の裁定取引を可能にするという設計上の問題点があり、「元高期待という特定の条件に基づいた人民元の国際化は持続不可能」で、「こうして得られた人民元国際化の進展は、国際資本移動の情勢変化に伴い、容易に停滞に陥ったり後戻りしたりする」¹⁵⁰⁾との懸念を示している。だが、2015年までは中国政府の資本取引の自由化への慎重な姿勢を反映して、クロスボーダー人民元決済は、資本取引よりも貿易をはじめとする経常取引との関連で進展した。

国際通貨基金（IMF）が2019年10月に公表した世界主要国・地域の経常収支構造によると、直近の約20年の間、中国は経常収支の黒字国であり続けているものの、2015年以降、経常収支黒字の対世界GDP比は減少傾向をたどっている¹⁵¹⁾（図表4.6参照）。経常黒字が縮小した主な原因は、貿易収支の黒字額の縮小と、サービス収支、所得収支の赤字額の拡大にある（図表4.7参照）。2015年には、世界的な需要の不振（輸出面）や、原油、鉄鉱石など資源価格の下落（輸入面）を背景に、中国の貿易総額は3兆7,094億ドルで前年比8.4%減少したものの、輸入の減少幅は輸出を上回ったため、貿易黒字額は2014年の4,350億ドルから5,762億ドルへと過去最大を更新した。しかしその後、2015年から2019年にかけて、中国の輸出額は2兆1,428億ドルから2兆3,990億ドル、輸入額は1兆5,666億ドルから1兆9,737億ドルへとそれぞれ増加し、輸入の増加幅が輸出のそれを上回った結果、貿易黒字額は2015年の5,762億ドルから2019年の4,253億ドルに減少した（図表4.8参照）。輸出の伸び悩みの原因としては、近年、国内の労働や土地など生産に係る総コストが上昇する中で、労働集約的な産業において中国の比較優位性が薄れつつある一方、電気・機械などのハイエンド分野においては、先進国との競争にさらされていることが挙げられる。また、輸入増加の背景には、国民の消費ニーズの高まりに加え、米中貿易摩擦を受けての中国の輸入拡大に向けた取り組みがある¹⁵²⁾。

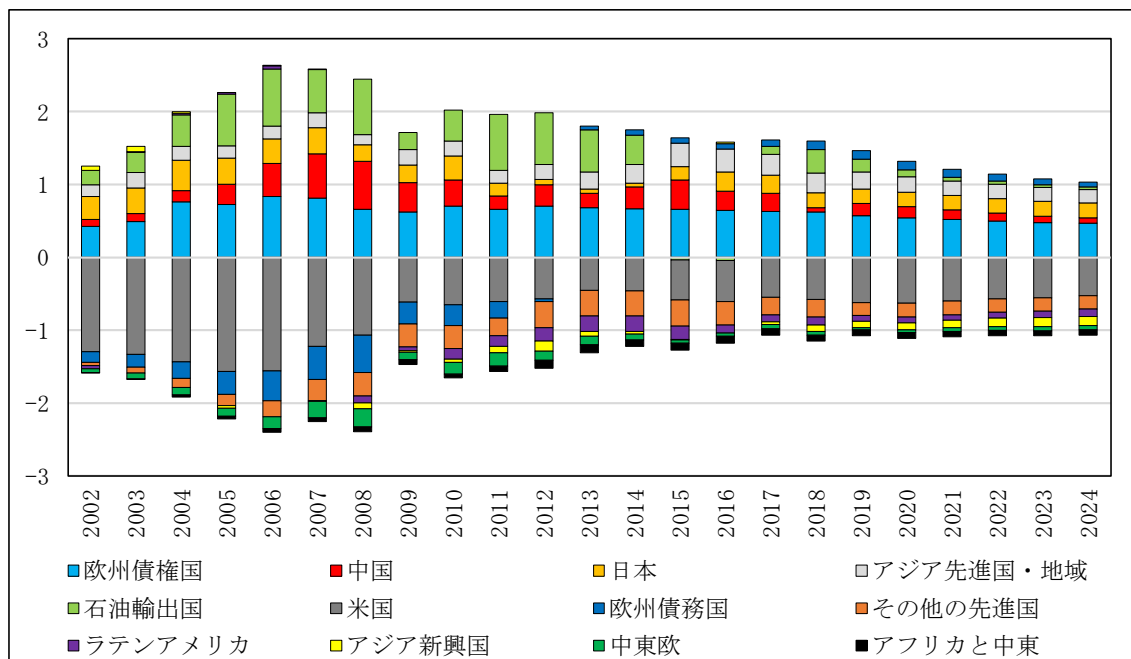
¹⁵⁰⁾ 余永定（2012）、41頁。さらに詳細は、Yu（2012）、同（2014）を参照されたい。

¹⁵¹⁾ 国際通貨の視点からみた国際収支の不均衡についての考察は、Ito and McCauley（2018）を参照されたい。

¹⁵²⁾ 2018年3月の全国人民代表大会では、積極的に輸入を拡大し、11月に開催する第1回中国国際輸入博覧会を成功させることに加え、自動車など商品の輸入関税率を引き下げる方針が示された（『ジェトロ世界貿易投資報告』、2018年版）。

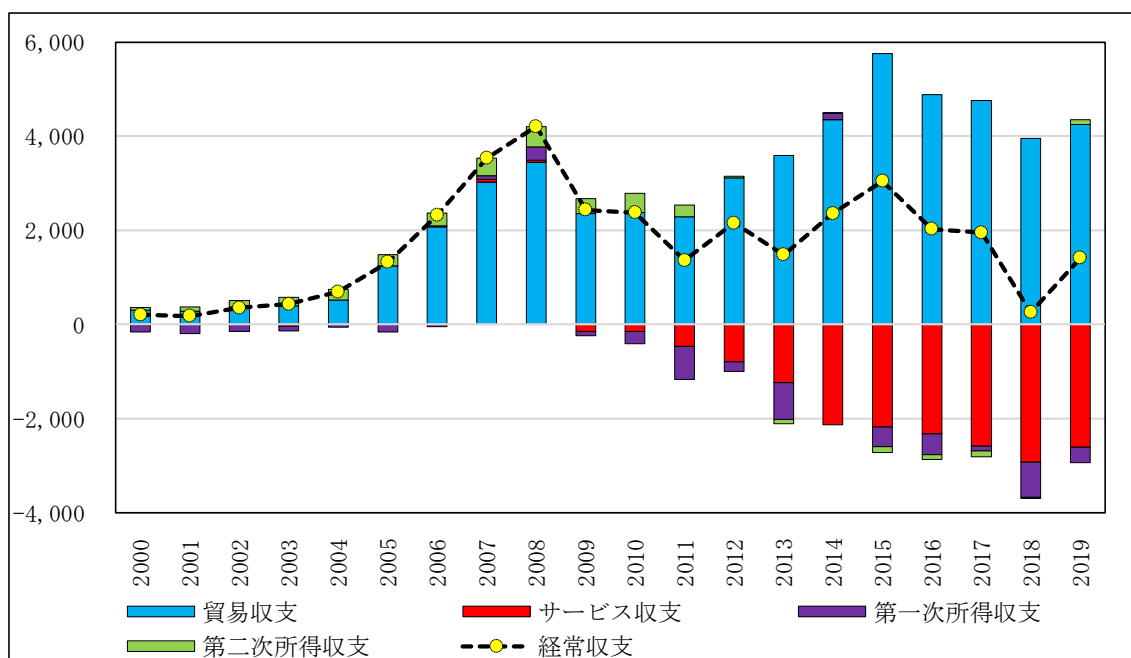
第4章 国際貿易通貨としての人民元

図表 4.6 世界主要国・地域の経常収支対世界 GDP 比の推移（単位：％）



（出所）国際通貨基金（IMF）、*World Economic Outlook*, October 2019 より筆者作成。

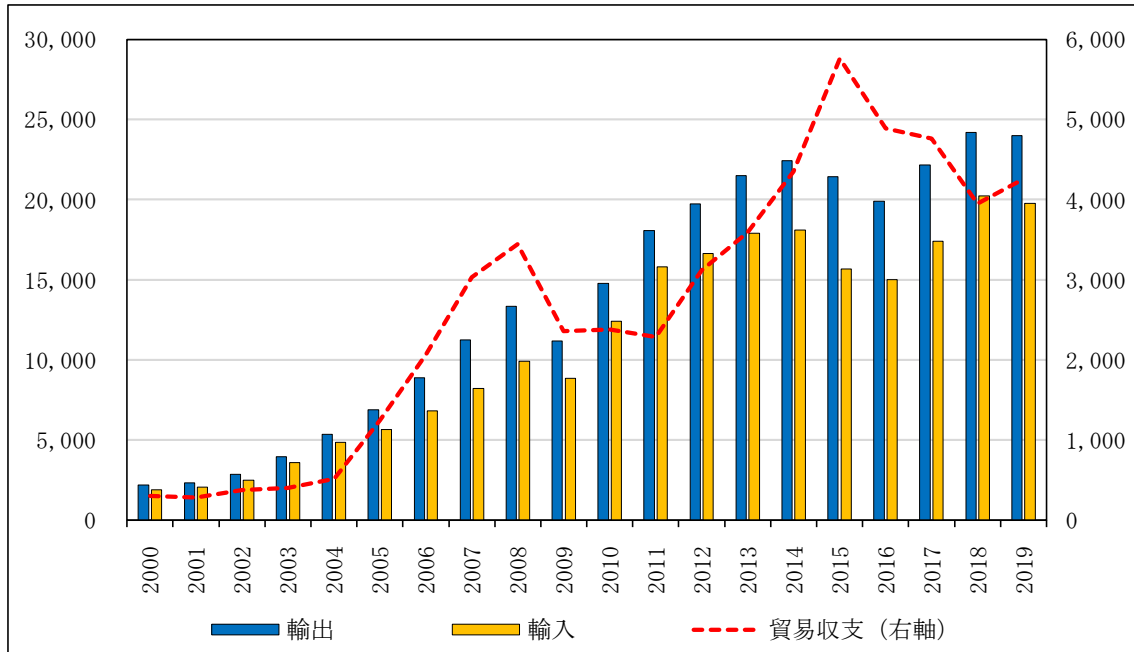
図表 4.7 中国の経常収支の推移（単位：億ドル）



（出所）中国国家外貨管理局資料より筆者作成。

第4章 国際貿易通貨としての人民元

図表 4.8 中国の貿易収支の推移（単位：億ドル）



（出所）中国国家外貨管理局資料より筆者作成。

一方、サービス収支の赤字拡大の主因は、旅行収支の悪化である（図表 4.9 参照）。近年、中国人の海外渡航が急増し、世界中で「爆買い」したことが背景にあると考えられるが、「旅行支出の一部は資本逃避で金融商品や不動産の購入に充てられた」¹⁵³⁾との指摘もある。

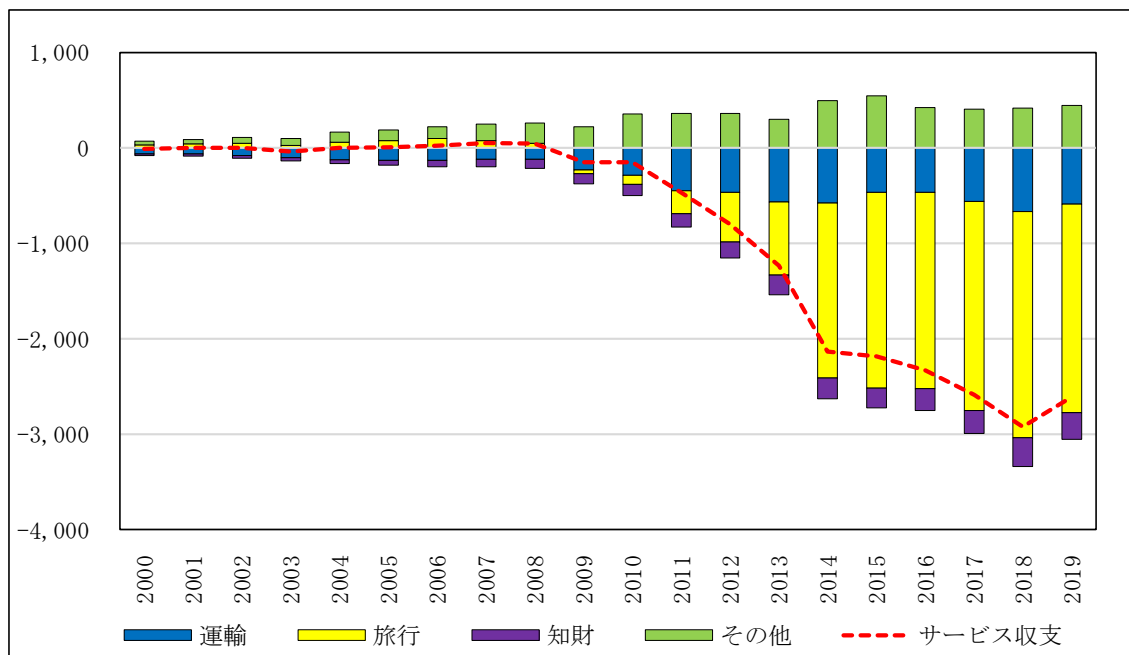
また、貿易黒字の縮小とサービス赤字の拡大に加え、対外金融債権・債務から生じる利子や配当金などの収支状況を示す第一次所得収支が 2010 年以降、概ね赤字で推移していることが注目される。IMF の統計によると、中国の対外純資産の対世界 GDP 比は 2018 年末時点で 2.5% に達しており、また 2024 年までに依然比較的大きな規模を保ち続ける見通しである（図表 4.10 参照）。ただし、中国は、約 2 兆ドルの対外純資産を持つ純債権国であるにもかかわらず、第一次所得収支の主な項目である投資収益収支は長年赤字が続いている。その根本的な原因は、中国の対外資産は、外貨準備を中心に、収益性の低い米国債に集中している一方で、対外債務は資金コストの高い直接投資が中心となっていることにある（図表 4.11 参照）。関志雄（2020）は、中国のこうした対外資産負債の構造が日本とは大きく異なっており、日本の場合、資産側では民間部門による証券投資のシェアが高い一方で、外貨準備のシェアは低く、負債側では対内証券投資のシェアが対内直接投資を大幅に上回っているため、投資収益収支が黒字を保っていると指摘している¹⁵⁴⁾。

¹⁵³⁾ 「中国、陰る外貨パワー 10 年で 130 兆円流出」『日本経済新聞』2019 年 6 月 23 日。

¹⁵⁴⁾ 関志雄（2020）、第 9～10 章、張明（2019）を参照。

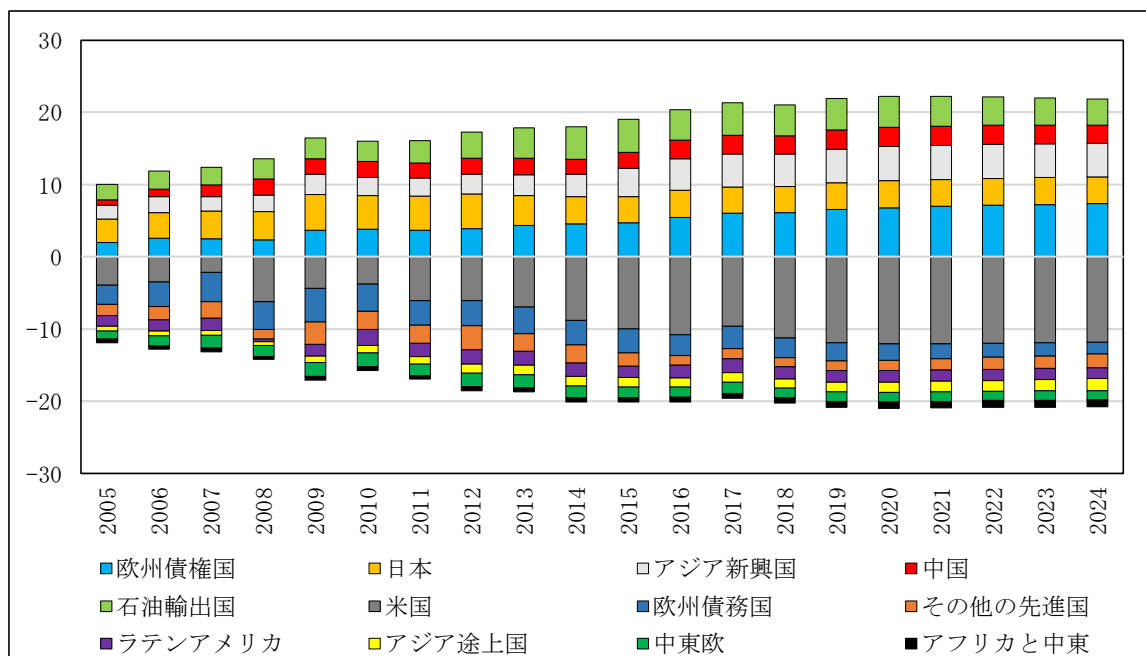
第4章 国際貿易通貨としての人民元

図表 4.9 中国のサービス収支の推移（単位：億ドル）



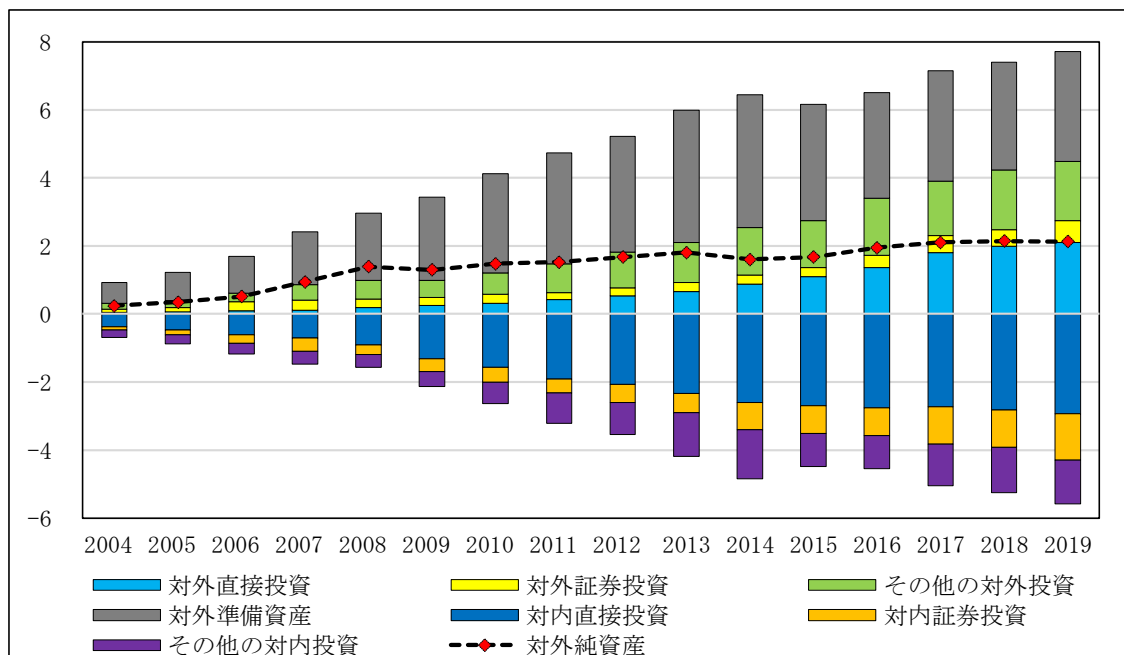
（出所）中国国家外貨管理局資料より筆者作成。

図表 4.10 世界主要国・地域の対外資産・負債の対世界 GDP 比（単位：%）



（出所）国際通貨基金（IMF），*World Economic Outlook*, October 2019 より筆者作成。

図表 4.11 中国の対外資産・負債の構造（単位：兆ドル）



（出所）中国国家外貨管理局資料より筆者作成。

さらに、クローサーらが提唱した国際収支の「発展段階説」は、一国の経済発展に伴う国際収支構造の変遷を、①債権国（対外純資産が資産超、第一次所得収支がプラス）か債務国（対外純資産が負債超、第一次所得収支がマイナス）か、②資本輸出国（金融収支がマイナス）か資本輸入国（金融収支がプラス）か、という2つの基準を主に用い、経常収支の推移段階によって6段階に分けた¹⁵⁵⁾（図表 4.12、図表 4.13 参照）。

こうした「発展段階説」に従えば、中国は現在、経常収支と貿易・サービス収支が（貿易黒字がサービス赤字を上回る）黒字、第一次所得収支が赤字で、経常収支の各項目については、第Ⅲ段階「債務返済国」に当てはまるが、対外純資産は資産超過であるため、第Ⅳ段階「未成熟な債権国」の条件に該当する。こうした現状を踏まえ、中国は第Ⅲ段階「債務返済国」から、経常収支、貿易・サービス収支、第一次所得収支がともに黒字である第Ⅳ段階「未成熟な債権国」に移行するためには、投資収益収支の改善がカギとなっている。また、第一次所得収支の黒字化という仮の条件を前提にすると、中国は今後、貿易・サービス収支や経常収支の縮小および最終的な赤字化に伴い、第Ⅴ段階「成熟した債権国」や第Ⅵ段階「債権取り崩し国」へと発展していく可能性がある¹⁵⁶⁾。一方で、中国の金融収支は2015年、2016年に大幅な赤字を計上したものの、2017年以降は黒字化に転じている（この点については、第5章で考察を行う）。

¹⁵⁵⁾ 『通商白書 2017 年版』、第Ⅰ部、第1章の第3節、22 頁。

¹⁵⁶⁾ 国際収支の「発展段階説」による中国の分布についての考察は、関志雄（2020）、第10章を参照されたい。また、対外債務統計方法については、日本銀行（2003b）を参照されたい。

第4章 国際貿易通貨としての人民元

図表 4.12 国際収支「発展段階説」の概要

国際収支 項目	I 未成熟な 債務国	II 成熟した 債務国	III 債務 返済国	IV 未成熟な 債権国	V 成熟した 債権国	VI 債権 取り崩し国
経常収支	—	—	★+	++	+	—
貿易・サービス収支	—	+	★++	+	—	—
第一次所得収支	—	—	★—	+	++	+
対外純資産	—	—	—	★+	++	+
金融収支	+	★+	—	--	—	+

(出所)『通商白書 2017 年版』より筆者作成。

図表 4.13 国際収支「発展段階説」による主要国の分布

	米国	英国	日本	ドイツ	中国
発展 段階	VI 債権 取り崩し国	VI 債権 取り崩し国	IV 未成熟な 債権国	IV 未成熟な 債権国	III 債務 返済国

(出所)『通商白書 2017 年版』より筆者作成。

(注) この図表は 2016 年現在の主要国の国際収支状況に基づいた分類である。

以上でみたように、近年、中国の貿易収支の黒字縮小と、サービス収支、第一次所得収支の赤字拡大は、経常収支の黒字に縮小圧力をかけている。IMF の予測によれば、中国の経常収支の黒字額の対世界 GDP 比は 2015 年の 0.41% から、2024 年に 0.07% に低下する見通しである（前の図表 4.6 を参照）。さらに、中長期的には、経常収支は赤字化に向かう可能性も否定できない。

経常収支の赤字は通貨の国際化を支援するという議論が一部に存在する。例えば、日本が円の国際化を進めた 1980～90 年代には、円が国際的に利用される程度が低かった原因の 1 つとして、日本が持続的に経常黒字を計上しており、貿易相手国が円を入手するチャンスが少ないためという指摘があった¹⁵⁷⁾。しかし、歴史的にみても経常赤字にならないければ、その国の通貨が国際化しないというのは必ずしも正確ではない（日本銀行、2000）。例えば、19 世紀後半から両大戦間期頃までのポンドが世界の基軸通貨であった時期、英国は貿易収支では常に赤字であったが、経常収支ベースでは常に黒字であった¹⁵⁸⁾。上述の通り、中国の場合、経常収支の黒字を保ったにもかかわらず、経常取引における人民元建て輸入が、海外へ流動性を供給する主なルートになっていた。

一方、張明（2019）は、仮に中国の経常赤字が定着すれば、①人民元の下落圧力は将来さらに増す（一国の通貨が長期的に上昇するか下落するかは経常収支がカギとなる）、②国内の株式市場や債券市場の変動は増す（経常赤字になれば資本収支は黒字にする必要があり、海外から資金を借り入れてバランスさせる必要があるが、海外のこの種の短期資金は動き

¹⁵⁷⁾ 小野善康（1999）、「円の国際化、赤字を覚悟で」、『日本経済新聞』（経済教室）、1999 年 6 月 15 日。

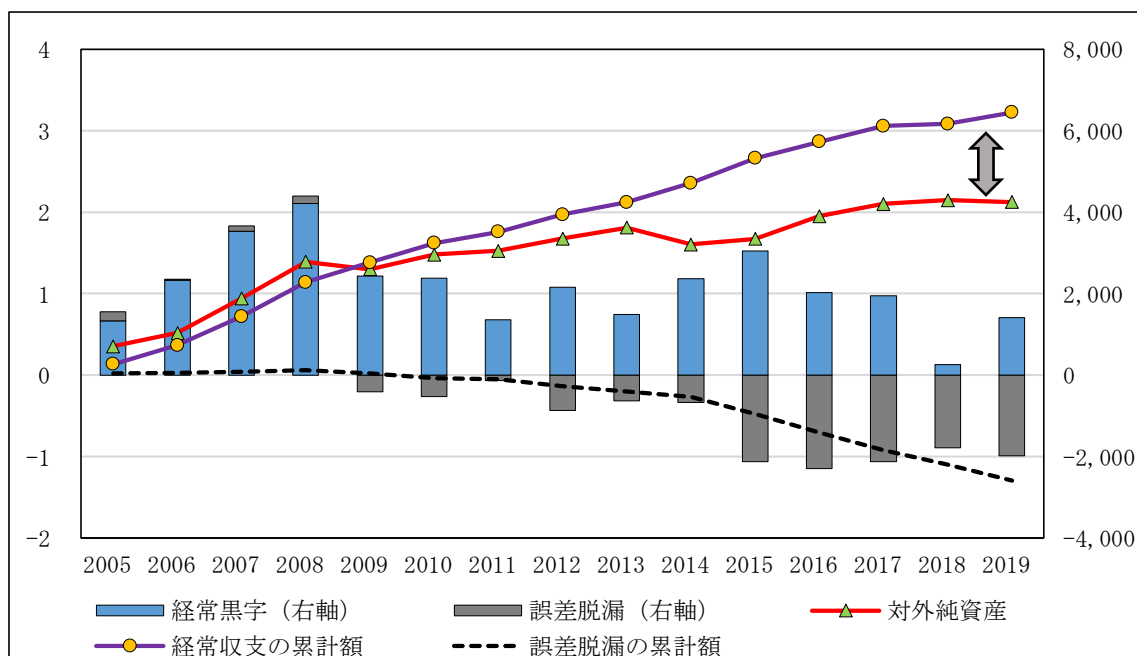
¹⁵⁸⁾ 当時、英国が世界の商船隊の約 1/3 を擁する海運国で、海運収入は貿易赤字（主にインドなど植民地へポンドで投資し、その生産物を輸入していたことによる）を埋めていた（日本銀行、2000、7～8 頁）。

第4章 国際貿易通貨としての人民元

が激しく、国内の株式市場や債券市場に不利な影響を及ぼしかねない）、③中央銀行の資金供給方式が変わる（従来の公開市場操作（オペ）の実施や法定預金準備率の調整に加え、米国や日本の中銀のように国債を買い上げる方式で資金を供給する）など、中国に与える影響について分析を試みた。一般に、経常収支の黒字は金融資産の蓄積を通じ、対外純資産の増加と結びつく。また、対外純資産の多寡は自国通貨の安定を左右する要因となる。しかし、中国では、経常黒字ほど対外純資産が積み上がっていない¹⁵⁹。

図表 4.14 をみると、2005 年から 2019 年にかけて、中国の経常黒字の累計額は 3 兆ドルを超えているが、対外純資産は約 2 兆ドルにすぎない。一方、2015 年以降、統計で把握しきれない「誤差脱漏」のマイナス幅は急拡大し、2015 年から 2019 年までの 5 年間で、1 兆 323 億ドルのマイナスが計上された。こうした巨額の誤差脱漏は正常の範囲内とされておらず、その中の相当部分が非公式の資金の持ち出し（海外への資金逃避）であると指摘されている¹⁶⁰。この意味で、2019 年までも、中国の資金流出の圧力は完全に収まっていないように見える。こうした状況に鑑み、仮に中国の経常黒字の縮小が続き、また最終的に赤字化すれば、人民元の下落圧力に加え、中国は引き続き非公式の資金流出の圧力にさらされることになることが想定される。こうした要因は、人民元の国際化を妨げる一因になる恐れがある。

図表 4.14 中国の対外純資産と経常黒字の規模についての比較（単位：兆ドル、億ドル 右軸）



（出所）中国国家外貨管理局資料より筆者作成。

¹⁵⁹ 張明（2019）を参照。

¹⁶⁰ 2015 年以降に急増した「誤差脱漏」と海外への資本逃避の連関についての考察は、張明（2019）を参照されたい。

第2節 貿易当事国通貨としての利用：グローバルレベル

4.1 で論じたように、クロスボーダー人民元建て貿易決済の規模は、人民元の為替レートの変動による影響を受けている。2015 年を境に人民元建て貿易決済が順調な拡大から減少に転じたものの、全体として人民元建て貿易決済が海外オフショア市場へ人民元の流動性を供給する最重要なルートであり続けている。ここでは、中国政府が人民元建て貿易決済の拡大に向けて、これまでに実施した取り組みを整理したうえで、国際貿易通貨としての人民元の現状と課題について考察する。

1. 人民元建て貿易決済の拡大に向けた中国の取り組み

2015 年まで、クロスボーダー人民元建て貿易契約決済が順調に拡大した理由としては、①中国を含む 2 国間通貨スワップ協定の締結による人民元流動性の供給や、②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および、③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金融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」と指摘されている¹⁶¹⁾。また、張(2009)は、中国と他国との通貨スワップを、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ネルであるとしている¹⁶²⁾。そのため、2009 年以降、中国政府による通貨スワップ網の構築が、人民元建て貿易決済の重要な誘導策の 1 つであると考えられる。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 4.15 参照）。

また、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売買需要を手当てす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、中国はアジアや欧州、南北

¹⁶¹⁾ 『日本経済新聞』2012 年 6 月 30 日、朝刊。

¹⁶²⁾ 張(2009)、41-42 参照。この中で張は、「外国の輸入業者が中国製品を輸入するために人民元で代金を支払わなければならない時、この輸入業者は当該国の商業銀行に人民元の借り入れを申し入れ、商業銀行は当該国の中央銀行から人民元を調達し、当該国の中央銀行は中国の中央銀行との通貨スワップを利用して人民元を手当てすることができる」、また「外国の輸出業者が中国に商品を輸出し、人民元を獲得した後、当該輸出業者は当該国の商業銀行で人民元と自国通貨を交換し、商業銀行は当該国の中央銀行で人民元と自国通貨を交換し、最終的に当該国中央銀行は中国の中央銀行との二国間通貨スワップを通じて、人民元を中国に戻す」と述べている。

第4章 国際貿易通貨としての人民元

図表 4.15 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 2011年11月22日* 2014年11月22日*	2000億元/2270億香港ドル 4000億元/4900億香港ドル 4000億元/5050億香港ドル	3年
マレーシア	2009年2月8日 2012年2月8日* 2015年4月17日*	800億元/400億マレーシア・リングgit 1800億元/900億マレーシア・リングgit* 1800億元/900億マレーシア・リングgit*	3年
ベラルーシ	2009年3月11日 2015年5月10日*	200億元/8万億ベラルーシ・ルーブル 70億元/16万億ベラルーシ・ルーブル*	3年
インドネシア	2009年3月23日 2013年10月1日*	1000億元/175万億インド・ルピー 1000億元/175万億インド・ルピー*	3年
アルゼンチン	2009年4月2日 2014年7月18日*	700億元/380億アルゼンチン・ペソ 700億元/900億アルゼンチン・ペソ*	3年
韓国	2009年4月20日 2011年10月26日* 2014年10月11日*	1800億元/38万億ウォン 3600億元/64万億ウォン* 3600億元/64万億ウォン*	3年
アイスランド	2010年6月9日 2013年9月11日*	35億元/660億アイスランド・クローナ 35億元/660億アイスランド・クローナ*	3年
シンガポール	2010年7月23日 2013年3月7日* 2016年3月7日*	1500億元/300億シンガポール・ドル 3000億元/600億シンガポール・ドル* 3000億元/600億シンガポール・ドル*	3年
ニュージーランド	2011年4月18日 2014年4月25日*	250億元/50億ニュージーランド・ドル 250億元/50億ニュージーランド・ドル*	3年
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 2012年3月20日* 2014年8月21日*	50億元/1万億モンゴル・トゥグルグ 100億元/2万億モンゴル・トゥグルグ* 150億元/4.5万億モンゴル・トゥグルグ*	3年
カザフスタン	2011年6月13日 2014年12月14日*	70億元/1500億カザフスタン・テンゲ 70億元/2000億カザフスタン・テンゲ*	3年
タイ	2011年12月22日 2014年12月22日	700億元/3200億タイ・バーツ 700億元/3700億タイ・バーツ	3年
パキスタン	2011年12月23日 2014年12月23日*	100億元/1400億パキスタン・ルピー 100億元/1650億パキスタン・ルピー*	3年
アラブ首長国連邦	2012年1月17日 2015年12月14日*	350億元/200億ディルハム 350億元/200億ディルハム*	3年
トルコ	2012年2月21日 2015年9月26日*	100億元/30億トルコ・リラ 120億元/50億トルコ・リラ*	3年
オーストラリア	2012年3月22日 2015年3月30日*	2000億元/300億オーストラリア・ドル 2000億元/400億オーストラリア・ドル*	3年
ウクライナ	2012年6月26日 2015年5月15日*	150億元/190億ウクライナ・フリヴニャ 150億元/540億ウクライナ・フリヴニャ*	3年
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 2015年10月20日*	2000億元/200億英ポンド 3500億元/350億英ポンド*	3年
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）中国人民銀行資料より筆者作成。

第4章 国際貿易通貨としての人民元

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4.16参照)。そして、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が図表4.17で示されている。

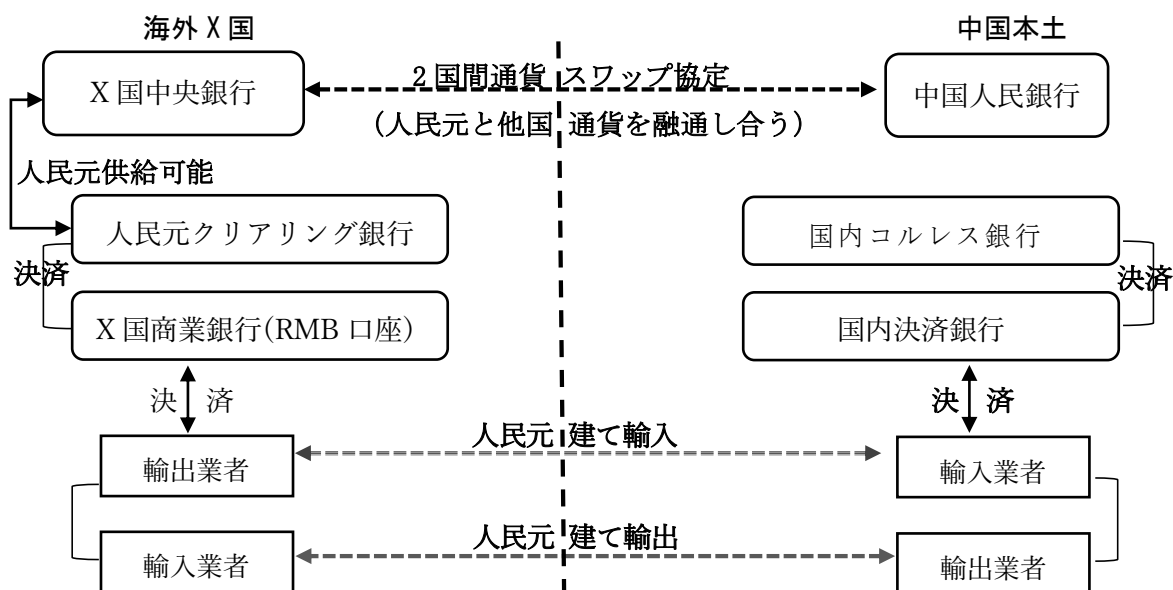
図表4.16 海外オフショア市場で設置される人民元のクリアリング銀行

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)有限会社
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)有限会社
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)有限会社
2015年01月	タイ	中国工商银行(タイ)有限会社
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)有限会社
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) 中国人民銀行資料より筆者作成。

図表4.17 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)、日本銀行(2016)を参考に筆者作成。

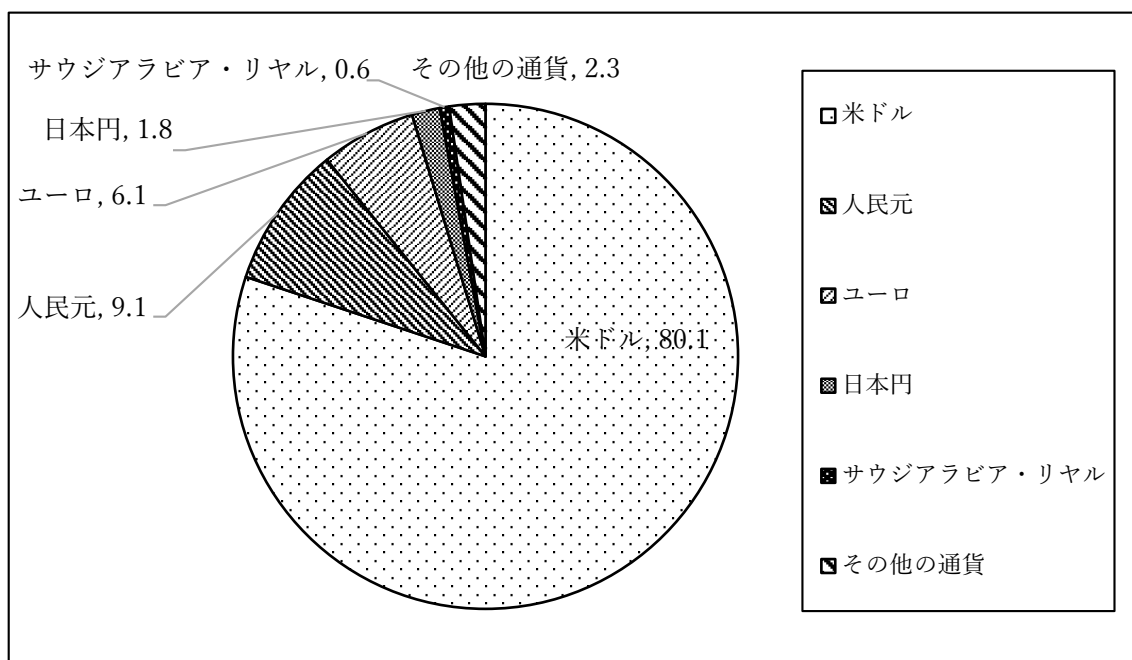
第4章 国際貿易通貨としての人民元

さらに、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のにもう 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¹⁶³⁾。

クロスボーダー人民元建て貿易決済額がピークを記録した 2015 年の時点で、世界の貿易金融（L/C）の通貨別構成をみると、人民元がユーロを抜き米ドルに次ぐ第 2 位の通貨で、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 4.18 参照）。また、人民元建て貿易金融の地域別構成をみると、中国と香港との間で行われた部分は最大で 53.9%を占めており、それに次いで、中国とシンガポールとの間で行われた部分は全体の 28.5%を占めている（図表 4.19 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、中国大陆の輸出業者は、人民元建てで香港側の輸入業者へ貨物を輸出する時に、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が解消するほか、輸入業者の資金圧力をも延ばせる。

以上のような中国政府による取り組みは、クロスボーダー人民元建て貿易決済の拡大に向けた具体的な施策であると考えられる。

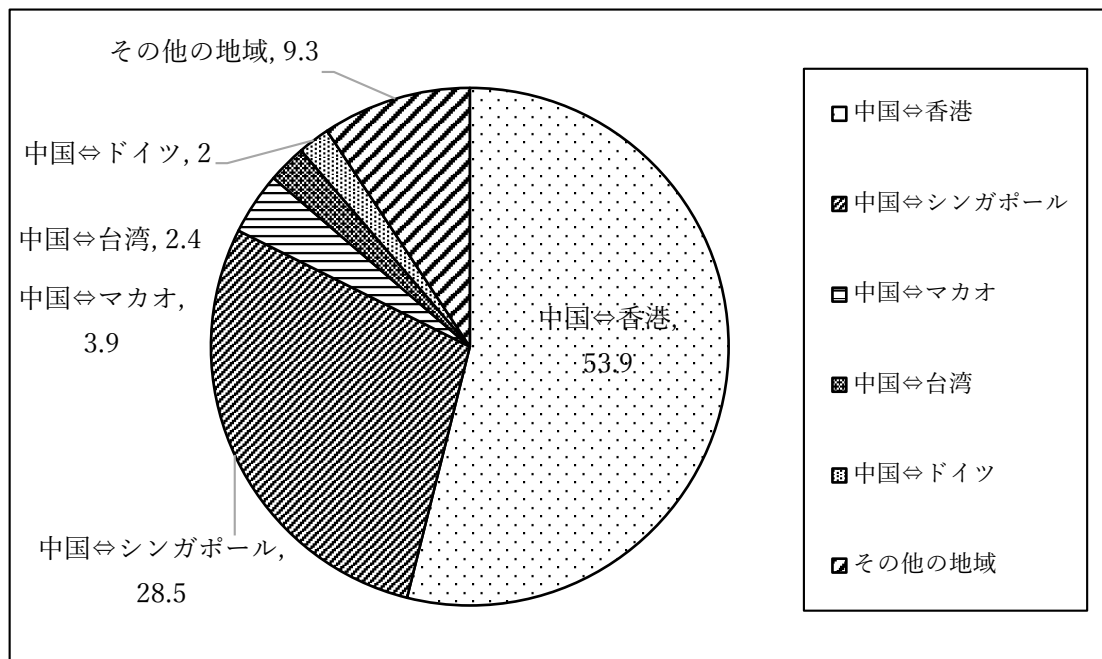
図表 4.18 世界の貿易金融（L/C）の通貨別構成（単位：％）



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

¹⁶³ 『日本経済新聞』2012年6月7日、朝刊。

図表 4.19 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。

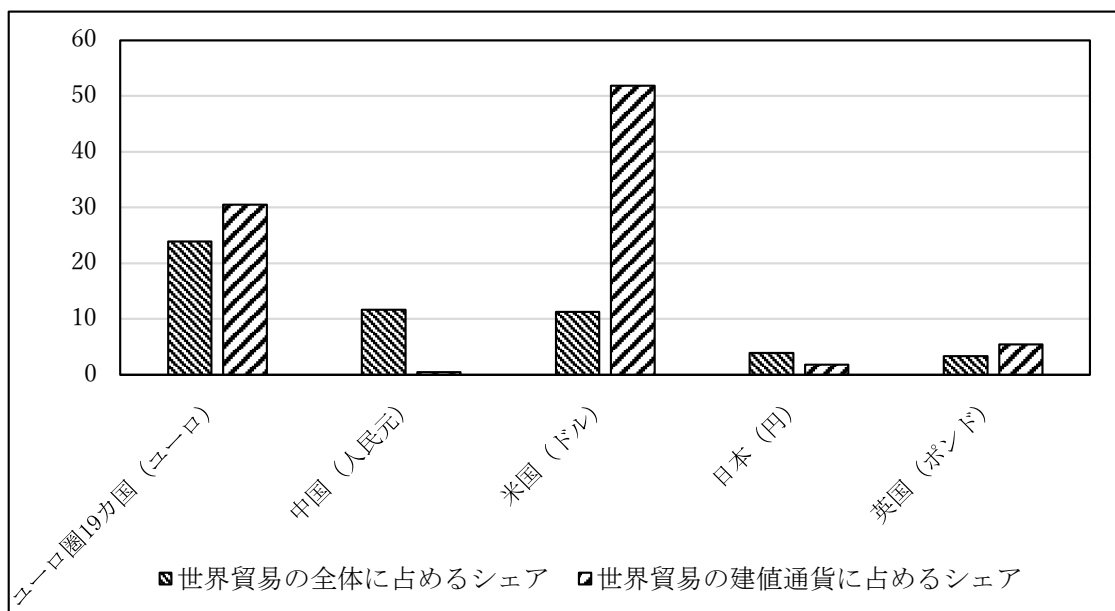
2. 国際貿易通貨としての人民元の現状

以上では、中国政府が人民元建て貿易契約決済の拡大に向けて、これまでに実施した取り組みを確認したが、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。第1章で論じたように、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認識される危険性がある。そのため、クロスボーダー貿易決済において、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、人民元国際化の進捗状況を評価するのに最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4.20参照)。これにより、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、ユーロ圏諸国および英国が世界貿易に占めるシェアを超過しているので、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（ドルとユーロの第3国貿易通貨としての機能においての差については、第2章を参照されたい）。それに対して、人民元の利用は円と同じく、自国が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 4.20 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。

第3節 アジア太平洋地域における人民元建て貿易決済の発展

以上で論じたように、現在のところ、人民元は貿易当事国通貨としての機能さえも十分に満たしていない。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と課題を把握することは、次の段階の人民元の発展にとっては有益である。

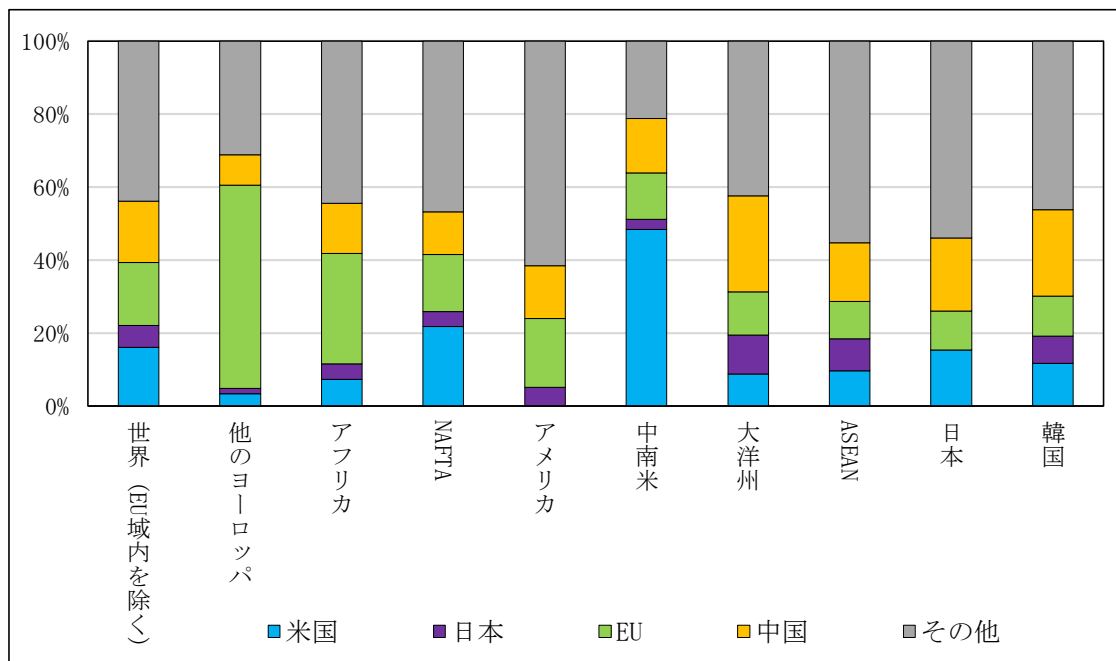
世界を諸地域に分けて、貿易相手国をみた場合、EU 以外のヨーロッパやアフリカでは、EU との貿易が多くて、南北アメリカでは、アメリカとの貿易が多いのであるので、これらの地域の貿易決済においては、基本的にユーロとドルを使用していると考えられる。他方で、アジアや大洋州では、中国は欧米諸国より重要な貿易相手国となっているため、アジア太平洋地域の国々の貿易決済における人民元の広範な利用が期待される（図表 4.21, 4.22 参照）。

図表 4.23 で示しているように、2000 年から 2017 年にかけて、中国が豪州、台湾、韓国、日本、ASEAN などアジア太平洋地域の輸出に占めるシェアが大きく増加している。ここでは、

第4章 国際貿易通貨としての人民元

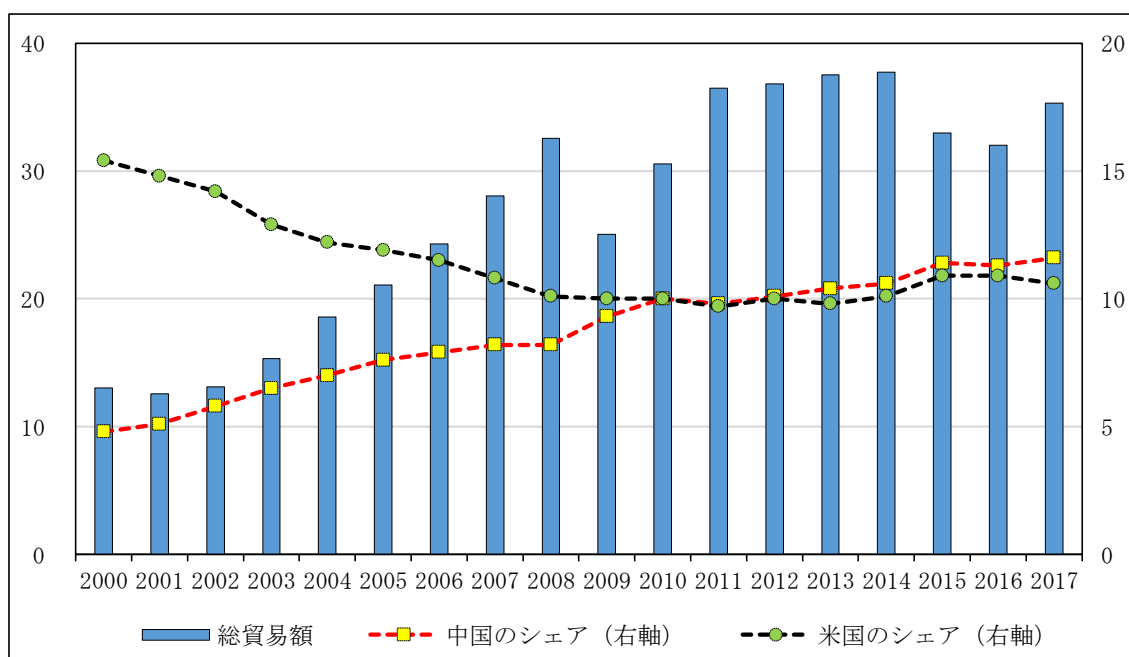
ASEAN や日本、韓国を取り上げて、これらの諸国における人民元建て貿易決済の進展について見ていこう。

図表 4.21 世界の主要地域の貿易相手国の構成（単位：％）



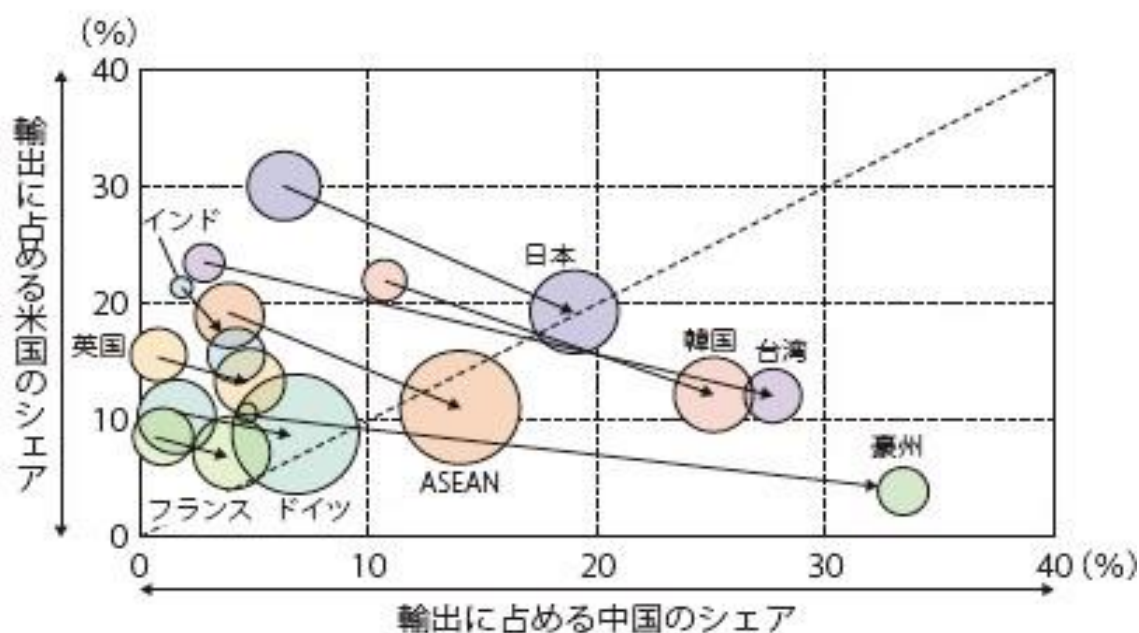
（出所）IMF, Direction of Trade Statistics 2016 より筆者作成。

図表 4.22 世界の貿易相手国としての中国と米国の比重（単位：％）



（出所）日本経済産業省『通商白書 2019 年版』より筆者作成。

図表 4.23 主要国の輸出に占める中国と米国のシェアの推移 (2000 年→2017 年, 単位: %)



(出所) 日本経済産業省『通商白書 2019 年版』より。

1. ASEAN—ベトナムを事例として

2020 年 7 月に中国税関総署が発表した同年 1～6 月の貿易統計によると、東南アジア諸国連合 (ASEAN) との貿易額が国・地域別で初の首位となった。2020 年上半期、中国の貿易全体に占める ASEAN のシェアは 2019 年の 14.0% から 14.7% に増えたのに対して、EU のシェアは 15.4% から 14.0% に、米国のシェアは 11.8% から 11.5% に低下した。対米貿易摩擦もあり、ASEAN との間で電気産業などを中心とした新たな供給網が構築されていることが背景にある、と指摘されている¹⁶⁴⁾。

一方、現在、ASEAN の輸出相手国には ASEAN 域内がおよそ四分の一 (23.4%, 2017 年時点) を占めており、域外では、中国が最重要な輸出相手国となっている (図表 4.24 参照)。2000 年代初頭、ASEAN の輸出相手国に占める米国のシェアは 20% 近くに達したのに対して、中国のシェアは 5% 以下にとどまっていた。だが、その後、中国のシェアが急速に拡大しており、対して米国のシェアは減少傾向をたどっている。世界金融危機以降、中国のシェアは米国を追い抜いて、その状況は今に至っても続いている。2017 年の時点で、ASEAN の輸出相手国に占める中国のシェアは 14% で、米国の 11.1% を大きく上回っている (図表 4.25 参照)。図表 4.26 で示しているように、2000 年から 2017 年にかけて、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナムなどの国々では、輸出相手国に占める中国のシェアはともに上昇傾向を見せている。

¹⁶⁴⁾ 「中国、ASEAN が最大貿易相手に 新たな供給網構築」『日本経済新聞』, 2020 年 7 月 14 日, 電子版。

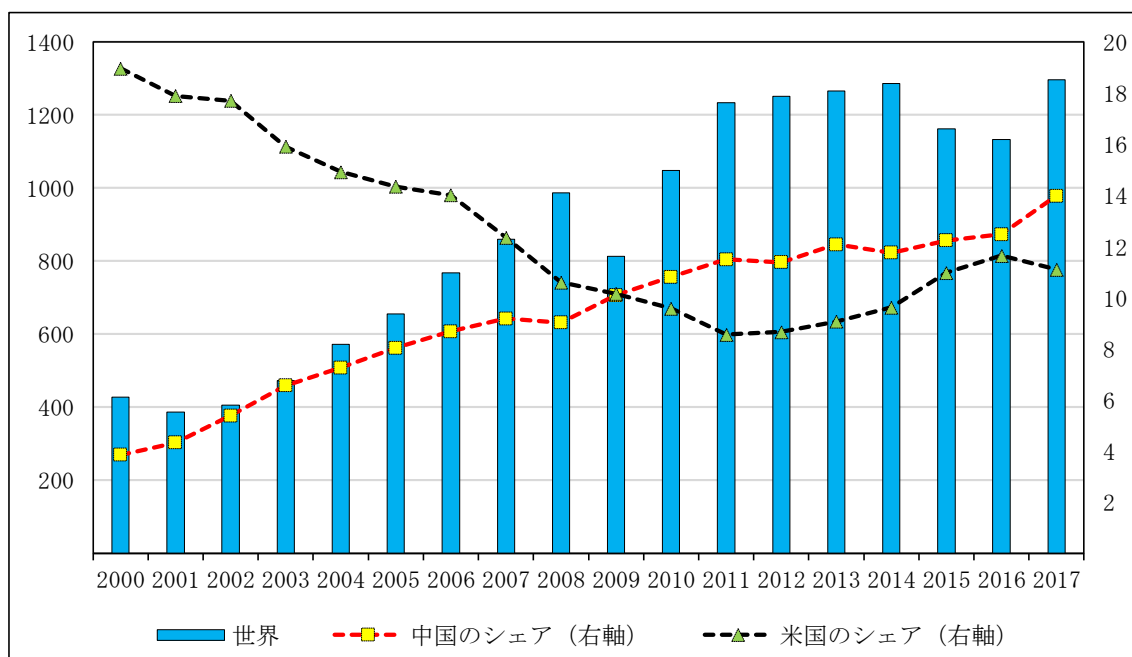
第4章 国際貿易通貨としての人民元

図表 4.24 ASEAN の主要な輸出相手国・地域（2017 年現在，単位：100 万ドル，％）

輸出先（国・地域）	輸出額	シェア	順位
中国	181,257	14.0	第1位
米国	143,873	11.1	第2位
日本	104,936	8.1	第3位
香港	87,715	6.8	第4位
マレーシア	64,905	5.0	第5位
シンガポール	60,205	4.6	第6位
韓国	54,509	4.2	第7位
タイ	45,632	3.5	第8位
インド	45,213	3.5	第9位
インドネシア	41,801	3.2	第10位
(EU)	149,263	11.5	－
(ASEAN)	302,937	23.4	－
世界計	1,297,029	100.0	－

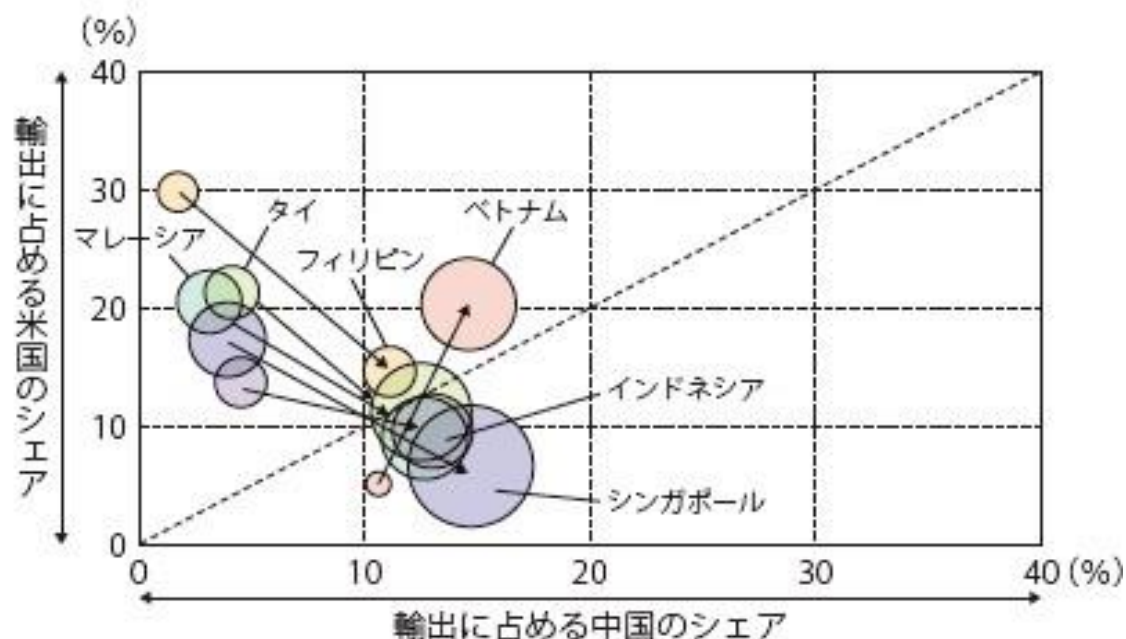
（出所）日本経済産業省『通商白書 2019 年版』より筆者作成。

図表 4.25 ASEAN の輸出の推移（単位：10 億ドル，右軸▶％）



（出所）日本経済産業省『通商白書 2019 年版』より筆者作成。

図表 4.26 ASEAN の輸出に占める中国と米国のシェアの推移 (2000 年→2017 年, 単位: %)



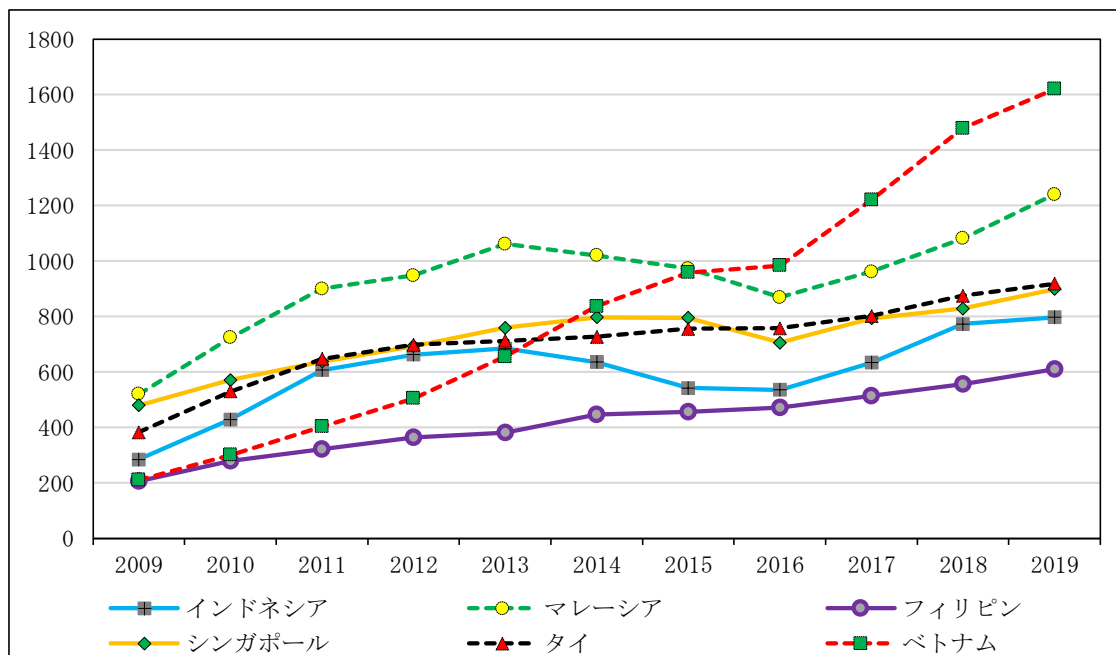
(出所) 日本経済産業省『通商白書 2019 年版』より。

さらに、2009 年以降の推移を見ると、中国の貿易相手国の中で、従来、中国にとっての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、タイなどの国々との間の貿易額の伸びが比較的緩やかだが、ベトナムとの貿易額が約 10 年間で、2009 年の 210 億ドルから 2019 年の 1,620 億ドルと、急速に拡大した。その結果、2016 年からベトナムはマレーシアを追い抜いて、ASEAN 中での最大の対中貿易国となった (図表 4.27 参照)。実際、ASEAN の中では、ベトナムの貿易総額は 2019 年の時点で 5,177 億ドルと、シンガポールに次ぐ第 2 位となるが、中国がベトナムの貿易相手国に占めるシェアは 31.3%に達している (図表 4.28 参照)。中国の貿易相手国に占めるベトナムの重要性の増大および、ベトナムの貿易相手国に占める中国の高い比重は、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向けの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、ベトナムと国境が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 4.29 参照)。2016 年には、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 4.30 参照)。そして、広西の人民元建て貿易決済額は、2014 年で 1,435 億元と記録されており、中国の人民元建て貿易決済の全体に占める割合は高くないものの、広西の貿易全体に占める割合は 57.6%に達している (図表 4.31 参照)。こうした状況を踏まえ、広西は、中国の各地域の中で人民元建て貿易決済比率が非常に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想定される。

第4章 国際貿易通貨としての人民元

図表 4.27 中国と ASEAN 主要 6 カ国との貿易取引額（単位：億ドル）



（出所）総務省統計局『世界の統計』の各年版より筆者作成。

図表 4.28 ASEAN 主要 6 カ国の貿易に占める中国のシェアの推移（単位：億，％）

ASEAN 主要国	2017		2018		2019	
	貿易 総額	中国との貿易 (シェア)	貿易 総額	中国との貿易 (シェア)	貿易 総額	中国との貿易 (シェア)
シンガポール	7,012	793 (11.3)	7,823	828 (10.6)	7,495	899 (12.0)
タイ	4,605	801 (19.6)	5,003	875 (17.5)	4,853	918 (18.9)
マレーシア	4,127	961 (23.3)	4,669	1,081 (23.3)	4,432	1,240 (28.0)
ベトナム	4,283	1,220 (28.5)	4,806	1,478 (30.8)	5,177	1,620 (31.3)
インドネシア	3,246	633 (19.5)	3,681	773 (21.0)	3,374	797 (23.6)
フィリピン	1,561	513 (32.9)	1,764	556 (31.5)	1,777	610 (34.3)

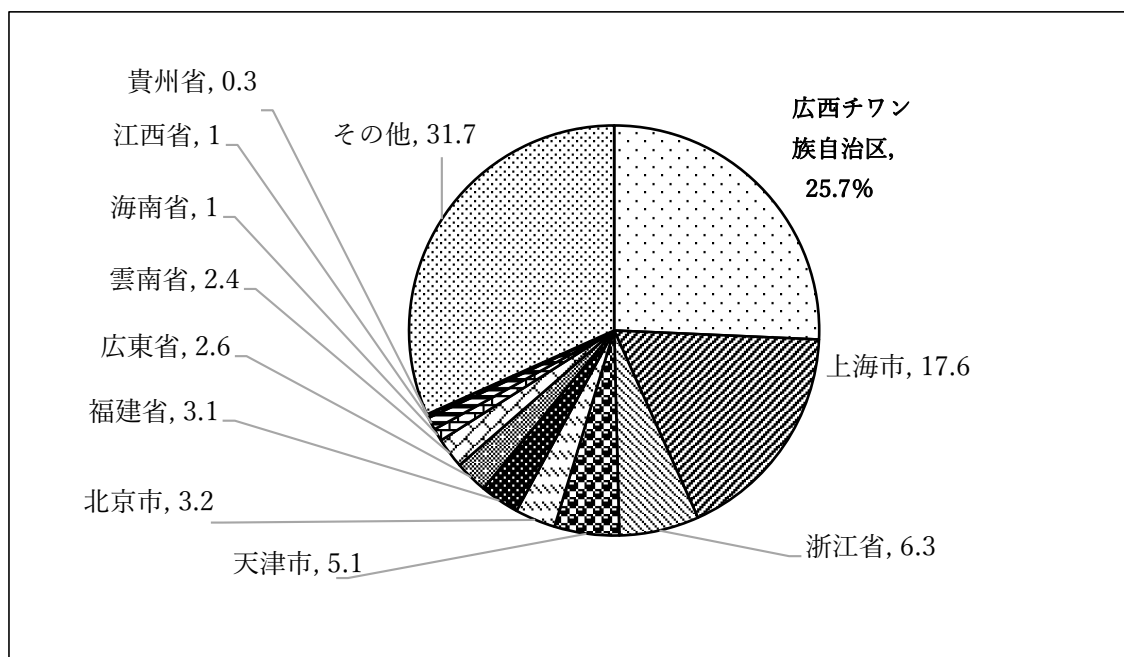
（出所）総務省統計局『世界の統計』の各年版より筆者作成。

例えば、中国人民銀行来賓市中心支店の王華（2015）は、クロスボーダー人民元建て決済が広西－東南アジア貿易に対する影響効果についての研究の中で、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うえで、「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

第4章 国際貿易通貨としての人民元

している」¹⁶⁵⁾と推計している（『金融発展評論』、2015年第7期）。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、最も代表的な例であると考えられる。2019年1月には、中国国務院は、ベトナムに接する広西チワン族自治区を、中国と東南アジア諸国連合（ASEAN）をつなぐ特別地区に認定することを発表した。この動きは、ASEAN向けの国境を越える金融投資を後押しするほか、ASEANとの貿易に人民元を使うことをさらに促す措置であると指摘されている¹⁶⁶⁾。

図表 4.29 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 4.30 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，％）

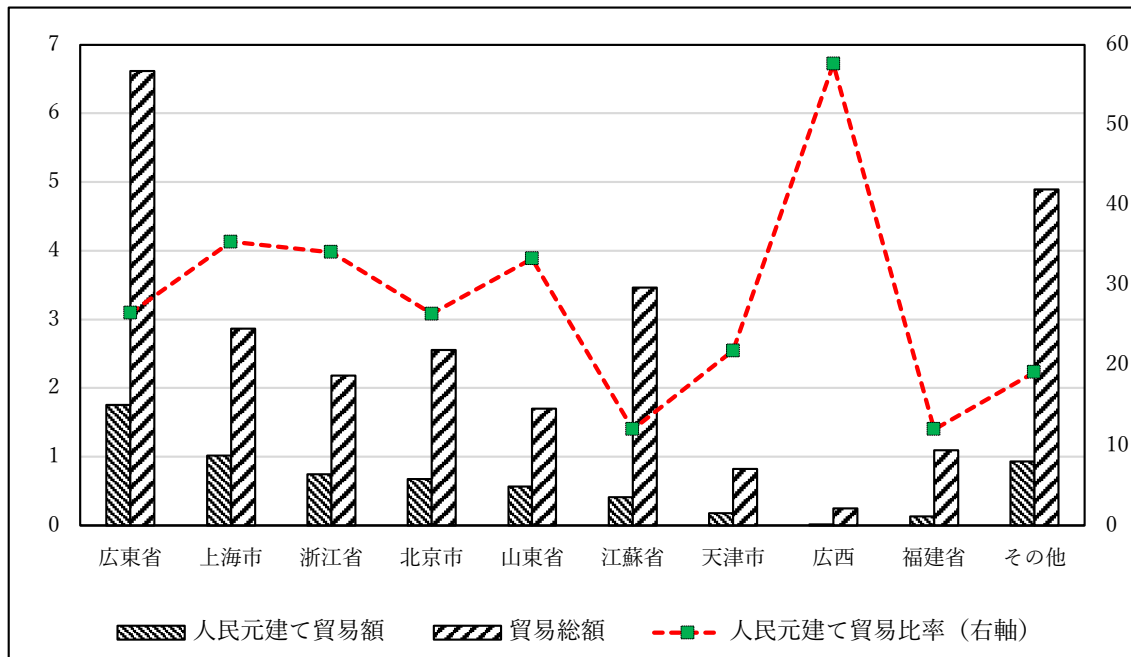
広西の輸出貿易	2012	2013	2014	2015	2016
広西の輸出額（億元）	976	1158	1495	1740	1524
広西の対アジアの輸出額（億元）	761	947	1284	1515	1268
広西の対ASEANの輸出額（億元）	589	779	1049	1207	992
広西の対ベトナムの輸出額（億元）	522	708	940	1112	916
広西の対ベトナム輸出/広西の輸出（％）	53.5	61.1	62.9	63.9	60.1
広西の対ベトナム輸出/広西対ASEAN輸出（％）	88.6	90.9	89.6	92.1	92.3

（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。

¹⁶⁵⁾ 王（2015）、108頁。

¹⁶⁶⁾ 「中国が金保有量を拡大 探るドル離れ、為替介入響く」『日本経済新聞』、2019年1月24日、電子版。

図表 4.31 中国の主要な地域の人民元建て貿易比率の比較（単位：兆元，％）



（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。

それと同時に、中国はその他の ASEAN 各国との間とも、人民元建て貿易決済の拡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させる。

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く。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った。また、その地位を今までも維持している（図表 4.32，図表 4.33 参照）。2019 年現在、日本の輸出相手国、輸入相手国に占める中国のシェアは 19.1%，23.5%に達している。一方で、日本財務省が公表したデータによると、2012 年から 2019 年にかけて、日本の対アジアの輸出と、日本がアジアからの輸入に占める人民元のシェアは 0.5%，0.3%から、3.3%，2.3%にそれぞれ上昇した。これにより、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ったものの、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ははるかに及ばないことがわかる（図表 4.34 参照）。

しかしながら、日本とアジア間の貿易における人民元の利用は、日本と中国間の貿易取引における「貿易当事国通貨」としての利用と、日本と中国以外のアジア諸国との貿易取引における「第 3 国貿易通貨」としての利用という 2 つの部分に区別する必要がある。

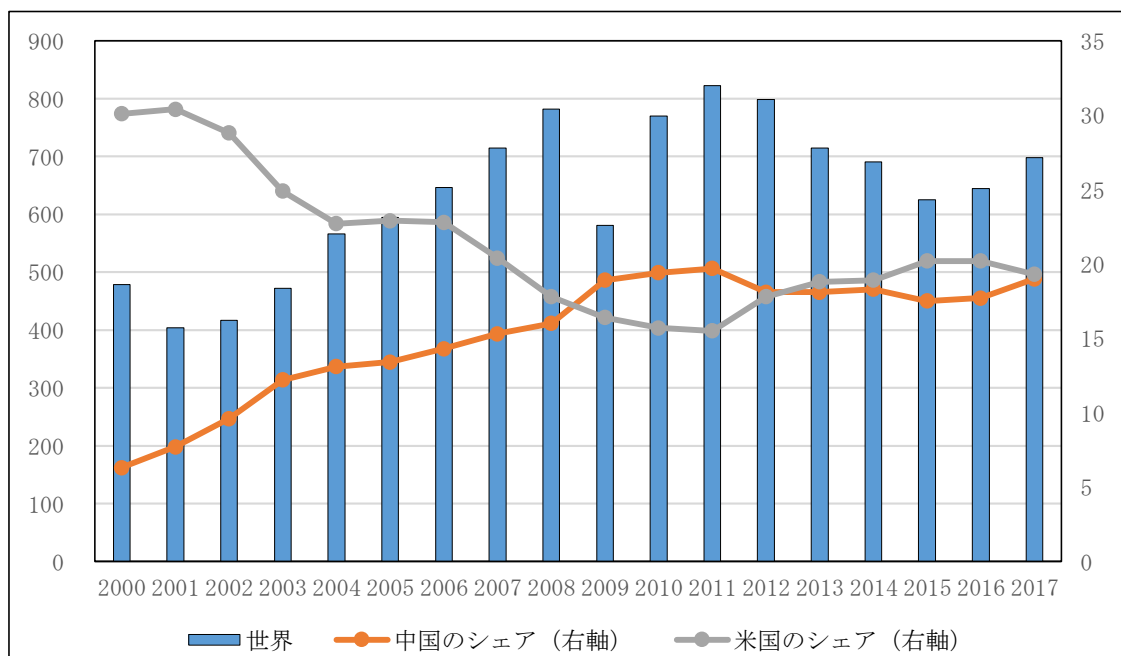
第4章 国際貿易通貨としての人民元

図表 4.32 日本の主要な輸出相手国・地域（2017 年現在，単位：100 万ドル，％）

輸出先（国・地域）	輸出額	シェア	順位
中国	143,962	19.5	第1位
米国	140,100	19.0	第2位
韓国	52,500	7.1	第3位
台湾	42,382	5.7	第4位
香港	34,695	4.7	第5位
タイ	32,261	4.4	第6位
シンガポール	23,419	3.2	第7位
ドイツ	20,887	2.8	第8位
豪州	17,108	2.3	第9位
ベトナム	16,412	2.2	第10位
世界計	738,143	100.0	－

（出所）日本経済産業省『通商白書 2019 年版』より筆者作成。

図表 4.33 日本の輸出の推移（単位：10 億ドル）



（出所）日本経済産業省『通商白書 2019 年版』より筆者作成。

仮に、人民元が日本と中国間の貿易取引に限らず、日本と中国以外のアジア国との貿易においても決済通貨として使われている場合、日本と中国間の貿易取引における人民元建て

第4章 国際貿易通貨としての人民元

決済比率の下限は、上述したように、輸出で 3.3%，輸入で 2.3%となっている。これは、人民元がすでに第3国貿易通貨として機能していることを意味している。一方で、人民元の使用のすべてが日本と中国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取引における人民元建て決済比率の上限は、輸出で 9.3%，輸入で 4.7%に達すると試算できる（2019 年現在）。これは、人民元が単なる日中間の貿易取引におけるの当事国通貨の一方として使われていることを意味している。本章の第2節で論じたように、現在のところ、貿易面の人民元建て決済の利用はほとんど、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ける人民元建て決済比率は、上記で提示した上限の水準により近いと考えられる。そうすると、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 55.5%，輸入で 31.0%に達している。また、日中間の貿易取引における当事国通貨決済の使用度が高いか低いかを評価するために、「グラスマンの法則」¹⁶⁷⁾の所説が参考の1つになる。

図表 4.34 日本対アジア貿易の建値通貨の構成（単位：％）

貿易	通貨	2012 年 下半期	2013 年 下半期	2014 年 下半期	2015 年 下半期	2016 年 下半期	2017 年 下半期	2018 年 下半期	2019 年 下半期
日本対 アジア 輸出	米ドル	51.7	53.6	53.6	52.2	48.6	49.0	48.2	47.0
	日本円	45.3	42.7	42.4	43.2	46.1	44.6	45.3	46.2
	人民元	0.5	1.1	1.3	1.7	2.2	2.9	2.9	3.3
	その他	2.5	2.6	2.7	2.9	3.1	3.5	3.6	3.5
日本が アジア から輸入	米ドル	71.4	73.2	73.3	73.5	70.4	71.6	71.2	68.9
	日本円	26.8	24.5	23.1	22.9	25.9	24.2	24.5	26.3
	人民元	0.3	0.7	1.2	1.5	1.6	1.8	2.0	2.3
	その他	1.5	1.6	2.4	2.1	2.1	2.4	2.3	2.5
	合計	100	100	100	100	100	100	100	100

（出所）日本財務省データより筆者作成。

¹⁶⁷⁾ ここでは、「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た以降、50 年代から相対的な安定を維持してきた各国の為替平価は再び激しく変動するようになった。特に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、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穏に伴う貿易決済の信用期間の変化に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。さらに、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）の使用よりかはるかに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。「グラスマンの法則」の発見は、世界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（詳細は井上（1994）第1章、2-3 頁を参照されたい）。

第4章 国際貿易通貨としての人民元

いわゆる「グラスマンの法則」(Grassman's Law)とは、グラスマンは1960年代に見出した貿易取引相手の変化に対応した貿易建値通貨の選択に関する一般的規則性である。その主な結論は、①先進国同士間の貿易契約・決済通貨構成において、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、先進国もしくは第3国通貨が占めるシェアが高く、途上国の通貨がほとんど使われていない、との2点にまとめられる¹⁶⁸。

「グラスマンの法則」が示した規則性に従えば、現在、日中間貿易においては、第3国通貨ドルの利用度が依然として最も高く、全体的に貿易建値通貨の選択が、依然として先進国と途上国間の通貨選好パターンに当てはまることがわかる(図表4.35参照)。しかしながら、近年、人民元のシェア上昇により、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、日本円と人民元という両方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、日本の中国向けの輸出取引においては、貿易当事国通貨のシェアがすでに第3国通貨ドルのシェアを上回る水準に達していることが注目される。

図表4.35 日中間貿易における当事国通貨建て決済比率の推算値(単位: %)

貿易取引	第1位の通貨	第2位の通貨	第3位の通貨
日本対中国への輸出	第3国通貨	輸出国通貨	輸入国通貨
	米ドル(47.0)	日本円(46.2)	人民元(9.3)
日本の中国からの輸入	第3国通貨	輸入国通貨	輸出国通貨
	米ドル(68.9)	日本円(26.3)	人民元(4.7)

(出所) Grassman (1973), 日本財務省資料より筆者作成。

(注) この図表は、日本とアジア間の貿易取引における人民元の使用がすべて日中間貿易に集中していると仮定した場合の、人民元建て決済比率の上限を示したものである。

3. 韓国

また、韓国と中国間の貿易において、人民元が占めるシェアは、日本のほどではないが、上昇傾向をたどっている。2013年第4四半期から2015年第1四半期にかけて、韓国の中国への輸出に占める人民元のシェアは、1.6%から1.9%に増えており、また、韓国の中国からの輸入に占める人民元のシェアは0.7%から1.3%に増えた(図表4.36参照)。実際、中国が韓国の貿易相手国に占めるシェアは、中国が日本の貿易相手国に占めるシェアよりも高いが、人民元建て貿易決済の伸び率は日本のそれより低いである。これは、韓国と中国間の貿易において、ドルが占めるシェアは約95%に達しており、またドル建てで取引されるというトレンドが近年でますます強くなっているためである。こうした背景の下で、人民元建て貿易決済が発展できる余地は相対的に少なくなる。

¹⁶⁸ なお、「グラスマンの法則」についての考察は、伊藤(2002)、12頁を参照されたい。

第4章 国際貿易通貨としての人民元

以上より、現在のところ、米ドルが依然としてアジア太平洋地域の各国に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えられないという見通しであるが、2010年以来、より多くの国々は、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も違っているが、中国がこれらの国々にとっての最大の貿易相手国としての地位の確固は、将来人民元がこの地域での重要な貿易決済通貨に発展していくことに大きく貢献できると想定される。

図表 4.36 韓国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。

小括

本章では、人民元建て貿易決済の拡大に向けた中国政府の取り組み（通貨スワップ協定の拡充や人民元クリアリング銀行の設置など）を整理したうえで、中国本土の貿易業者と海外の貿易業者が人民元建て決済を選好する動機（実需面と投機面）を明らかにし、また、グローバルレベルでの人民元建て貿易決済利用の度合いを確認した。現在のところ、世界貿易の建値通貨に占める人民元のシェアは、世界各国の貿易相手国に占める中国のシェアを大きく下回っており、グローバルレベルでは、人民元が第3国通貨として機能しておらず、「貿易当事国通貨」としての利用にとどまっている。

さらに、ASEAN や日本、韓国など周辺国の貿易建値通貨に占める人民元のシェアの変化について見た場合、ベトナムと広西チワン族自治区間や日中間の貿易における人民元建て決済が、近年比較的早いペースで進展していることが確認できた。

第5章 国際投資通貨としての人民元

はじめに

第4章では、人民元の貿易通貨としてのパフォーマンスについて確認した。本章では、近年、中国を巡る資本フローの動向を把握したうえで、証券投資、直接投資、貸出・借入という3つの方面から、人民元の国際投資通貨としての利用状況をそれぞれ確認する。また、2015年を境に、従来、活発であった香港点心債の市場規模が縮小に転じたのに対して、海外投資家の中国本土パンダ債券やA株への投資意欲が強まった事象を、国際的証券取引形態の変遷という視点から考察する。そのうえで、人民元国際通貨化の過程全体において、投資通貨としての人民元が有する重要性について明らかにしたいと考える。

第1節 中国の資本フローの動向

1. 世界経済に占める中国シェアの上昇

まず、世界経済における中国経済の地位の変化を確認する。図表5.1を見てみると、世界の名目GDPに占める新興・途上国のシェアが2000年半ば以降上昇傾向にあり、足下では4割近くに達していることが分かる。2018年に中国を含めた新興・途上国の名目GDPは33.7兆ドルに達し、世界の名目GDPの39.7%を占めている。2000年から2018年にかけて、中国の名目GDPは1.2兆ドルから13.4兆ドルに増加し、世界の名目GDPに占める中国のシェアは3.6%から15.7%に上昇した。

さらに、世界のGDP実質成長率への各国・地域の寄与度を見てみると、2000年頃から世界の実質GDP成長率に占める先進国の寄与度が次第に低下してきているのに対して、新興・途上国のそれは上昇していることが分かる¹⁶⁹⁾ (図表5.2参照)。2017年に世界の実質GDP成長率は3.8%となり、中国を含めた新興・途上国の寄与度は60%を超えている。中国の世界の経済成長への寄与度は、2000年の6.3%から2017年の26.3%へと急上昇した。このように、世界の名目GDPに占めるシェアと、実質GDP成長率への寄与から見ると、2000年以降中国及び新興・途上国全体の世界の経済成長に果たす役割は益々大きくなっていると言える。

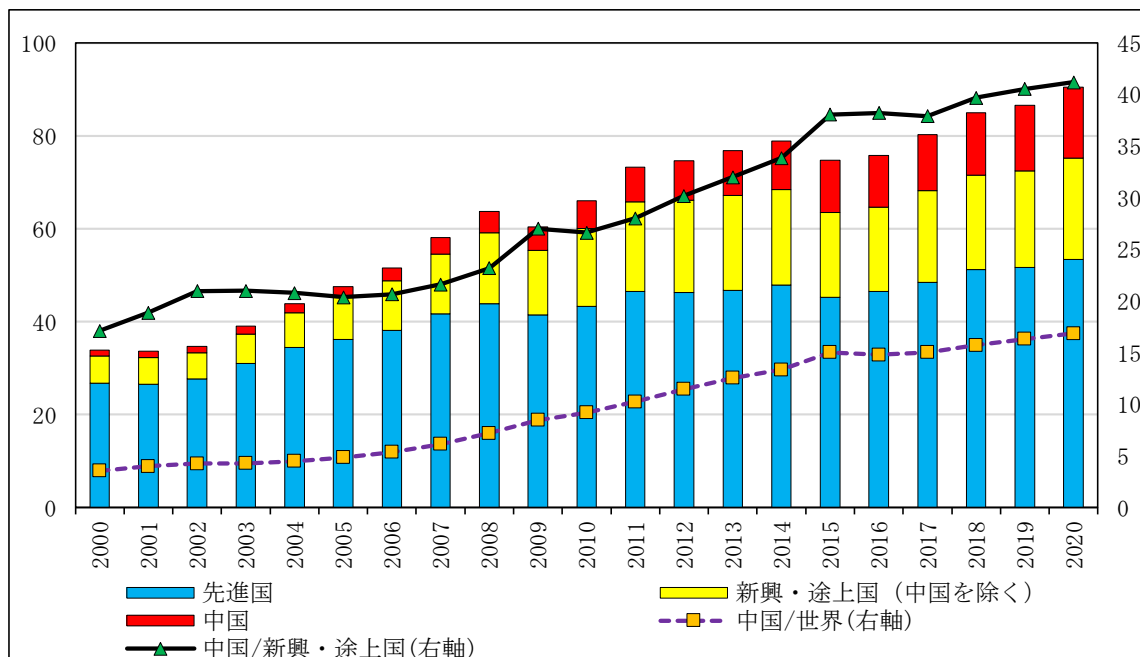
2. 国際金融システムへの組み込みを模索する中国

一方、国際金融市場においては、中国など主要新興国の存在感が急速に高まっている。Cerutti, Koch and Pradhan (2018) は過去十数年、新興国の銀行(EME Banks)による国境を越える事業活動が、先進国の銀行(AE Banks)に比べて速いペースで拡大してきたことを指摘している。特に、中国の銀行は、中国企業のグローバル展開と、中国主導の「一帯一路」

¹⁶⁹⁾ 『通商白書2018年版』第Ⅱ部、第2章を参照。

第5章 国際投資通貨としての人民元

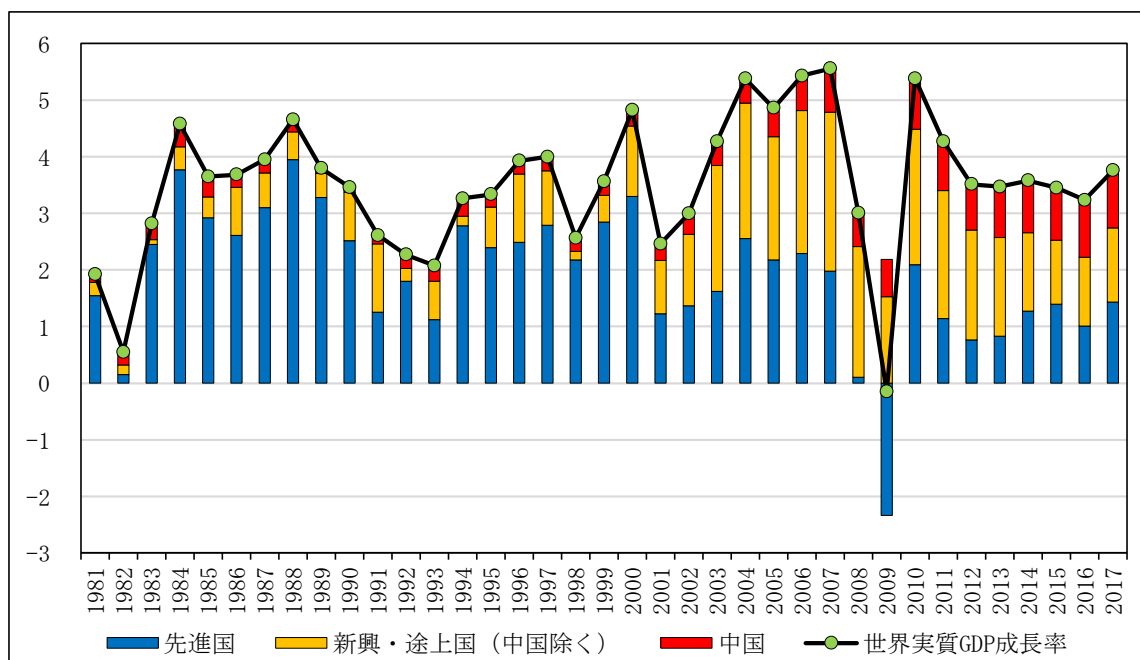
図表 5.1 世界の名目 GDP 及び中国等のシェアの推移（単位：兆ドル，右軸・%）



（出所）国際通貨基金（IMF），World Economic Outlook Database，October 2019 より筆者作成。

（注）2019 年度と 2020 年度は IMF による予測値を示す。

図表 5.2 世界の実質 GDP 成長率の推移と各国・地域の寄与度（単位：%）



（出所）日本経済産業省『通商白書 2018 年版』より筆者作成。

（注 1）原データは IMF，World Economic Outlook Database，April 2018 より。

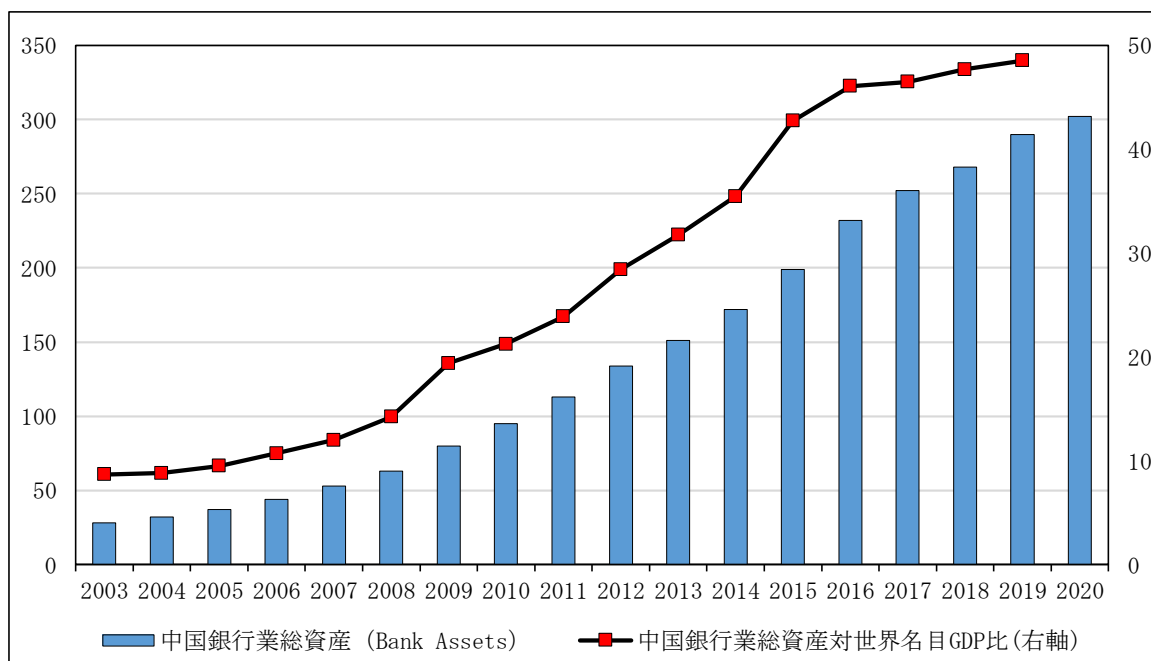
（注 2）各国・地域の寄与度は経済産業省による前年の名目 GDP に占めるウェイトに基づいた試算値。

第5章 国際投資通貨としての人民元

(Belt and Road Initiative) 沿線国でのインフラ事業推進のための資金提供を通じて、急速に成長している（図表 5.3 参照）。また、Cerutti and Obstfeld (2018) は、近年中国の債券市場と株式市場の規模、銀行業の総資産の変化などに基づき、国際金融市場における中国の重要性が一段と増していると指摘している¹⁷⁰⁾。

中国の債券市場の残高と株式市場の時価総額の推移を見てみたい。図表 5.4 をみると、中国の債券市場の残高は 2014 年 6 月末時点の 33 兆元から、2020 年 6 月末時点の 108 兆元（約 15 兆ドル）に増加し、中国の債券市場残高の対世界名目 GDP 比は 2014 年の 7% から 2019 年の 16% に上昇した。その結果、米国に次ぐ世界第 2 位の債券市場となっている¹⁷¹⁾。2017 年 7 月には、香港と中国本土間の債券相互取引制度「債券通（ボンドコネクト）」が始動し、海外投資家は香港の決済機関を通じて中国本土の債券を売買する「北行き」取引が先行実施されている。こうした中、2019 年 4 月、米ブルームバーグは中国国債と政策性銀行債を「ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合指数」(BBGA) に初めて採用した¹⁷²⁾。その後、

図表 5.3 中国の銀行業の総資産の推移（単位：兆元，右軸・%）



（出所）中国銀行保険監督管理委員会「銀行業金融機関資産負債表」2003 年～2019 年版，国際通貨基金（IMF），World Economic Outlook Database, October 2019 より筆者作成。

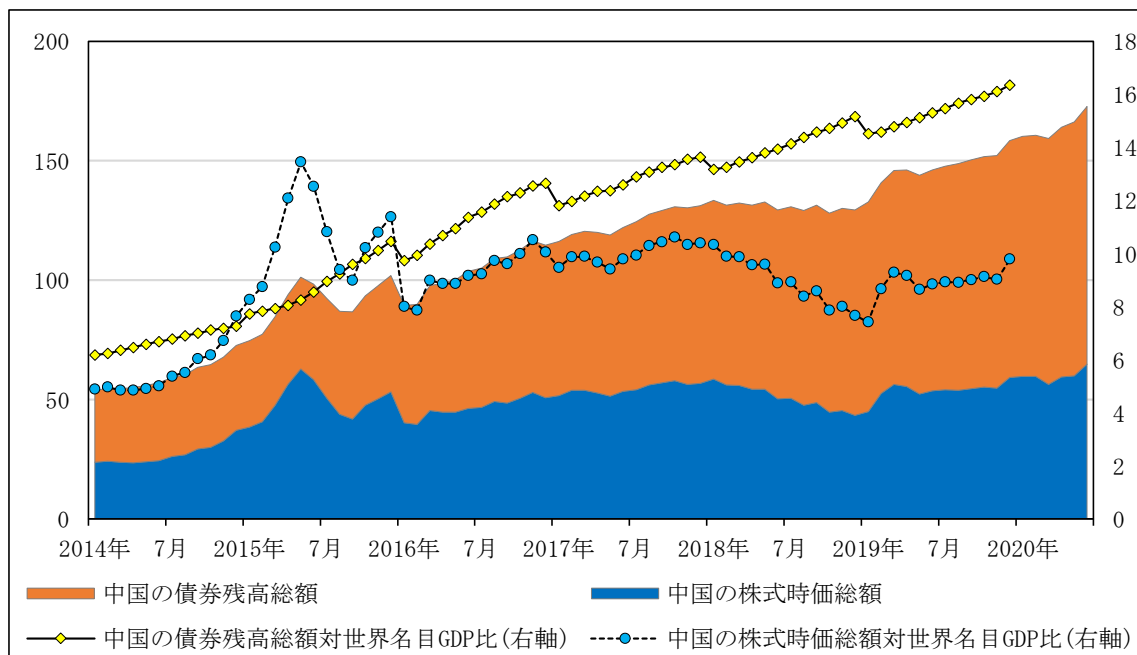
（注 1）IMF が公表した米ドル建値の世界名目 GDP を，中国外貨取引所が公表した各年の人民元対ドル相場の年平均「基準値（中間値）」で換算する。

¹⁷⁰⁾ Cerutti, Koch and Pradhan (2018), p 31. この点について考察は，Aldasoro and Ehlers (2018)，同 (2019)，Koch and Remolona (2018)，鳥谷 (2019a) などを参照されたい。

¹⁷¹⁾ Guo Shuqing (2020) を参照されたい。

¹⁷²⁾ 2019 年 4 月、「ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合指数」に中国国債と政策性銀行債を初めて組み入れて以来，ボンドコネクトを通じた中国への資金流入は 5000 億元（約 7 兆 8,000 億円）を超えている（『日本経済新聞』2020 年 3 月 26 日，[FT] 中国債券，安全な投資先として脚光）。

図表 5.4 中国の株式市場と債券市場の規模（単位：兆元，右軸・%）



（出所）中国人民銀行「統計数据」2014 年～2020 年版，国際通貨基金（IMF），World Economic Outlook Database, October 2019 より筆者作成。

（注 1）IMF が公表した米ドル建値の世界名目 GDP を，中国外貨取引所が公表した各年の人民元対ドル相場の年平均「基準値（中間値）」で換算する。

（注 2）2020 年度は 6 月末までのデータを示す。

2020 年 2 月には，米 JP モルガンが，中国国債を「グローバル・ダイバーシファイド指数」（GBI-EM）に組み入れ始めた。中国人民銀行が公表した『人民元国際化報告（2020 年版）』によると，2019 年末の時点で，海外投資家が保有する中国の債券残高は 2.3 兆元と 2017 年からほぼ倍増し，海外投資家が保有する中国国内の人民元建て金融資産全体の 35.3%を占めている¹⁷³⁾。

また，中国の株式市場の時価総額は 2014 年 6 月末時点の 24 兆元から，2020 年 6 月末時点の 65 兆元（約 9 兆ドル）に増加し，中国株式市場の時価総額の対世界名目 GDP 比は 2014 年の 5%から 2019 年の 10%に上昇した。2014 年 11 月，中国政府は，上海・香港の両証券取引所間で注文を取り次ぐ株式相互取引制度「滬港通（上海・香港ストックコネクト）」を開始し，海外投資家が香港経由で中国本土の株式に投資する仕組みを整えた。それに続き，2016 年 12 月に深圳と香港の両市場間の株式相互取引制度「深港通」が始動した。さらに，2018 年 5 月，中国政府は上海・深圳と香港の間の株式相互取引の 1 日あたりの投資の上限金額を従来の 4 倍に引き上げ，「北行き」と呼ぶ香港から中国本土への投資の上限金額を 130 億元から 520 億元に，「南行き」と呼ぶ中国本土から香港への投資の上限金額を 105 億元か

¹⁷³⁾ 2017 年から 2018 年にかけて，海外投資家が保有する中国債券残高は 1.2 兆元から 1.7 兆元に増え，同年海外投資家が保有する人民元建て金融資産の増加分の 91%を占めた（『人民元国際化報告（2019 年版）』，18 頁）。

第5章 国際投資通貨としての人民元

ら420億元にそれぞれ拡大した。同年6月、米MSCIは中国A株を「MSCI新興国株指数」に初めて採用し、また2019年3月に中国A株の組み入れ比率を段階的に引き上げ、11月に20%にすると発表した。さらに、2019年6月、英FTSEラッセルは中国A株を「FTSEグローバル株式指数シリーズ」に組み入れ始め、同年9月S&Pダウ・ジョーンズも中国A株を「S&P新興国総合指数」に採用した。

2019年末の時点で、海外投資家が保有する中国株式総額は2.1兆元に達し、海外投資家が保有する中国国内の人民元建て金融資産全体の32.8%を占めている。2017年と比較すると、2018年には海外投資家が保有する中国国内の人民元建て金融資産の増加分のうち、債券の増加額は全体の91%を占めていたが、2019年に株式の増加額は全体の67%を占めている。こうして、中国A株市場に占める海外投資家の比率は、2018年の2.5%から2019年の3.6%に上昇した¹⁷⁴⁾。

「滬港通（上海・香港ストックコネクト）」や「債券通（ボンドコネクト）」など中国の金融セクターの対外開放を拡大する措置は、世界の投資家を積極的に本土市場に迎え入れようとする中国政府の姿勢を示している。さらに、中国の人民元建て国債や株式が、国際分散投資を行う機関投資家の多くが採用するベンチマーク（運用指標）である主要な債券指数、株式指数に相次ぎ組み入れられたことは、新たな投資先となる中国に、世界の投資資金を振り向ける動きが足元で出始めていることを示唆している。

他方、近年、グローバルな低金利環境が続く中、中国を含めた新興国は国際金融市場で積極的に資金調達に動いている。一般に、対外債務は借入手段別に、「銀行に対する負債」、「海外発行負債性証券」、「非銀行金融機関による貿易信用」に分類されるが、ここでは、国際決済銀行（BIS）による国際債務証券の統計を用いて、近年中国の居住者の非居住者に対する債務規模を把握する。

BISの国際債務証券の発行残高の集計方法には、居住ベースと国籍ベースがあり、居住ベースは債務者が居住地で発行する国際債務証券を示すのに対して、国籍ベースは最終的な債務の負担先・国を示す。また、居住ベースよりも国籍ベースが大きい場合、超過分は基本的に債務者が国外で発行した国際債務証券の規模を示している¹⁷⁵⁾。国際債務証券の発行残高を国籍ベースでみると、先進国については、世界金融危機後の2008年末から2020年第1四半期現在まで、約18兆ドル前後と、規模は大きいまま、ほぼ横ばいで推移している。それに対して、新興国の発行残高は先進国に比べ相対的に小さいものの、世界金融危機後の2008年末の1.2兆ドルから2020年第1四半期の4.2兆ドルへと3倍以上になった。特に中国については、2008年末の約500億ドルから2020年第1四半期には約1.2兆ドルへと20倍以上になっていることが注目される。さらに、居住ベースと国籍ベースの発行残高のギャップを見てみると、2020年第1四半期現在、先進国は1.3兆ドル、新興国は1.4兆ドルとほぼ同じ水準である。しかし、中国について見るなら、居住ベースの発行残高が0.2兆ドル

¹⁷⁴⁾ 「人民元国際化報告」2019年版、2020年版を参照。

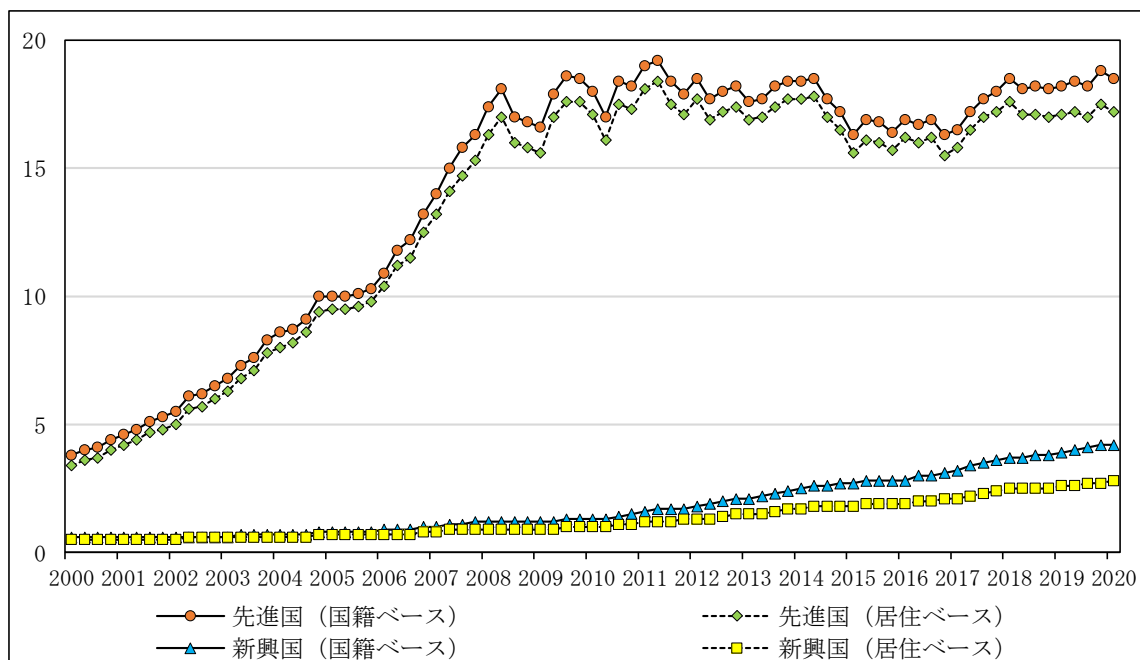
¹⁷⁵⁾ 『通商白書2019年版』第1部、第2章（世界経済の先行きに迫るリスク要因）を参照。

にとどまっているのに対して、国籍ベースの発行残高は1.2兆ドルで、そのギャップは1兆ドルに達し、新興国のギャップの7割以上を占めていることが注目される（図表5.5と図表5.6参照）。

国籍ベースの発行残高と居住ベースの発行残高との間の大きなギャップの存在は、中国が国際金融市場から調達する資金総額が着実に増加していることを示している。また、BIS統計の国際債務証券の発行元は、政府と企業、金融機関に分かれる。2020年第1四半期現在、中国の国籍ベースの発行残高に非金融企業部門が占めるシェアは51%で、金融機関が占めるシェア（47%）を上回っている。しかし、居住ベースの発行残高に占める非金融企業部門のシェアは21%にとどまっている。さらに、非金融企業部門の国籍ベースの発行残高（5,959億ドル）は居住ベースの発行残高（454億ドル）の約13倍となるが、金融機関のそれは約4倍にすぎない。これは、中国では、金融機関や政府部門に比べ、非金融企業部門において、国際金融市場での資金調達への依存度が特に高いことを示唆している。

また、中国の国際債務証券発行残高の通貨別構成を見ると、米ドル建ての比率が圧倒的に高いことが分かる。2020年第1四半期現在、居住ベースの発行残高に占める人民元建てのシェアは8%にとどまっているのに対して、外貨建てが占めるシェアは92%に達している。外貨のうち、米ドルが占めるシェアは81%で、ユーロが占めるシェアは9%となっている。発行元の部門別でみると、政府部門の発行残高においてドル建ての比率は相対的に低い水準にあるが、銀行を含めた金融機関と非金融企業部門の発行残高におけるドル建ての比率

図表5.5 先進国と新興国の国際債務証券発行残高の推移（国籍ベースと居住ベースの比較）（兆ドル）

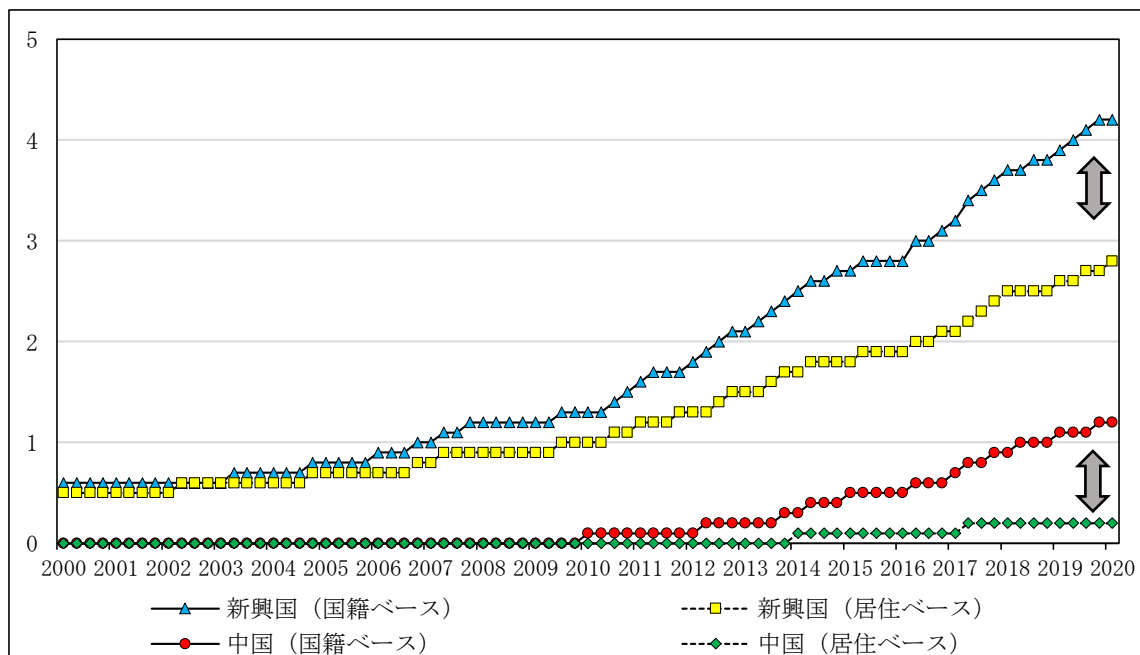


（出所）国際決済銀行（BIS）、国際債務証券（Debt Securities）データベースより筆者作成。

（注1）国際債務証券の発行元は政府、金融機関、企業を含む。

（注2）2020年度は第1四半期までのデータを示す。

図表 5.6 中国の国際債務証券発行残高の推移 (国籍ベースと居住ベースの比較) (兆ドル)



(出所) 国際決済銀行 (BIS), 国際債務証券 (Debt Securities) データベースより筆者作成。

(注) 2020 年度は第 1 四半期までのデータを示す。

は特に高い (図表 5.7 参照)。さらに、国籍ベースでみると、欧州地域の新興国においてはドル建ての比率が 64%と相対的に低い水準にあるものの、新興・途上国全体の国際債務証券に占めるドル建ての比率は 81%に達している。中国の発行残高においてはドル建ての比率は 84%と、新興・途上国全体の平均の水準を上回っている (図表 5.8 参照)。中国の政府や企業、銀行部門が、本土市場にアクセスする海外投資家向けに外貨建てで国際債務証券を発行する場合、調達した外貨を最終的に国内で利用する人民元に切り替える際に、人民元と外貨との外為取引が生じることになる。同様に、国外で債券を発行して調達した外貨を、国内の運転資金や設備投資に充てる場合、人民元と外貨との外為取引が生じることになる (この点についての詳細は本章 3 でさらに論じる)。

第5章 国際投資通貨としての人民元

図表 5.7 中国の国際債務証券の通貨別構成（居住ベース，2020 年第 1 四半期）（億ドル，％）

発行元（居住ベース）		元	米ドル	ユーロ	その他通貨	合計
銀行部門	金額	56	623	76	8	764
	比率	7%	82%	10%	1%	100%
非銀行業金融機関	金額	23	649	60	17	749
	比率	3%	87%	8%	2%	100.0%
非金融企業部門	金額	8	401	17	27	454
	比率	2%	88%	4%	6%	100%
政府部門	金額	80	112	44	1	237
	比率	34%	47%	19%	0%	100%
合 計	金額	167	1,785	197	53	2,204
	比率	8%	81%	9%	2%	100%

（出所）国際決済銀行（BIS），国際債務証券（Debt Securities）データベースより筆者作成。

図表 5.8 新興・途上国の国際債務証券の通貨別構成（国籍ベース，2020 年第 1 四半期）（兆ドル）

発行元（国籍ベース）	総額	ドル残高	ドル建て比率
中 国	1.17	0.98	83.8%
アジア・太平洋地域の新興・途上国	1.92	1.59	82.8%
ラテンアメリカ・カリブ海地域の新興・途上国	1.03	0.87	84.5%
アフリカ・中東地域の新興・途上国	0.75	0.64	85.3%
欧州地域の新興・途上国	0.53	0.34	64.2%
新興・途上国全体	4.23	3.43	81.1%

（出所）国際決済銀行（BIS），国際債務証券（Debt Securities）データベースより筆者作成。

3. 中国の資本フローをめぐる動向

以上でみたように，世界金融危機後，緩和的な金融環境下で先進国の金利が低下傾向となる中，相対的に高い利回りを期待した投資資金の一部は新興市場国に流入した。新興市場国では，特に金融市場の一層の対外開放に向けた取り組みを進めている中国に対して，海外投資家による投資が続いてきた¹⁷⁶。一方，中国の政府，企業，金融機関は，本土市場に限らず，国外においても国際債務証券の発行を通じた資金調達を活性化させつつある。こうした動きを背景に，中国向けの債券ファンド等による資金流入も増加してきた。

一般に，国際的な資本取引は，国境を越えた効率的な資源配分によって，経済厚生を高めるメリットがあるとされる一方，急激な資本流出によって経済の不安定化をもたらすデメリットがあると考えられている¹⁷⁷）。国際的な資本取引は主として，直接投資，証券投資，その他投資に大別されるが，ここでは，外為取引の厚さに関連の深い証券投資を通じた資本

¹⁷⁶ 2015 年 8 月の人民元為替相場下落以降の中国の金融市場開放の新展開については，鳥谷（2018a），鳥谷（2018b），随（2019）を参照されたい。

¹⁷⁷ 日本銀行（2020）を参照。

フローの動向に焦点を当てる。

資本フロー全体でみた場合、グローバルな投資家の運用先として証券投資の流入額は拡大基調を辿っているものの、2015年夏には、いわゆるチャイナ・ショック（チャイナ・ショックとは、2015年6月の上海株の急落や同年8月中国当局による人民元レートの基準値の切り下げを受けた中国経済の先行きに関する懸念の高まりが、グローバルな市場のリスクセンチメントの悪化を招き、中国を含めた新興市場国全体からの資本流出が生じさせたことを指す）による急激な資本流出も経験した。2008年の世界金融危機後、新興国からの資本流出リスクが高まった代表的な例として、2013年5月のテーパー・タントラム（テーパー・タントラムとは、2013年5月、バーナンキFRB議長（当時）が債券購入ペースの先行きの減速に言及したことをきっかけに、米国金利が大幅に上昇し、それまで高い収益機会を求めて新興国向けの投資姿勢を強めていた投資家の間で、新興国から資金を引き上げる動きが広がったことを指す）、2015年夏から2016年初めにかけてのチャイナ・ショック、2018年春から秋にかけての米国金利の上昇局面が挙げられる¹⁷⁸⁾。日本銀行（2019）はこの3つの資本流出局面における新興国市場の反応を比較し、2015年のチャイナ・ショックにおいて、新興国からの資本流出の規模が最も大きく、新興国通貨騰落率の相関が最も高かったとしている。図表5.9で示したように、2015年6月から2016年2月にかけて、新興国からの資本流出の累積額は約800億ドルに達した。日本銀行（2019）は、新興国への資本フローを規定する要因を、先進国の金利動向や市場のリスクセンチメントといった「グローバル要因」と、新興国側の経常収支や債務状況、国内経済・物価動向といった「個別国のファンダメンタルズ要因」という2つの観点から整理したうえで、2015年のチャイナ・リスクは、「世界経済や国際金融市場における中国の影響力の高まりを改めて示すとともに、グローバルな市場のリスクセンチメントの悪化が幅広い新興国への資本フローに影響を与える事例となった」¹⁷⁹⁾と指摘している。

一方、世界金融危機後、世界の対GDP比でみた資本フローは鈍化傾向にあるものの、新興国の資本フロー全体に占める中国のウェイトは高まりつつある¹⁸⁰⁾。図表5.10と図表5.11によれば、新興国への資金純流入額と、新興国からの資金純流出額に占める中国のウェイトは2007年の25%、28%から2018年の54%、46%へと、それぞれ上昇した。

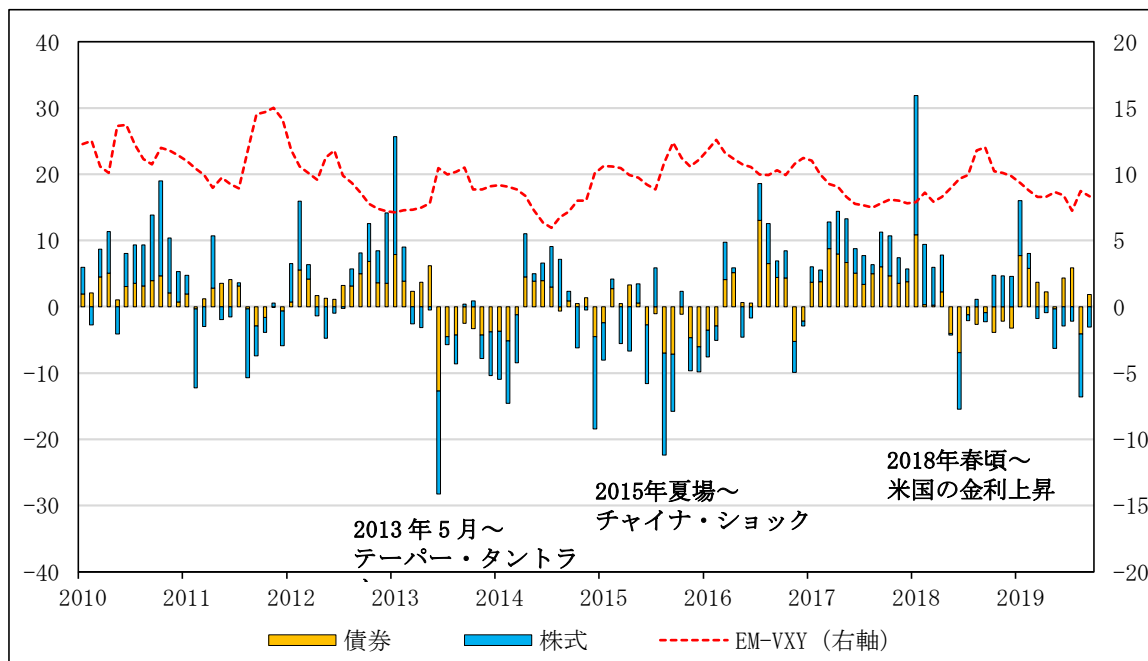
¹⁷⁸⁾ 詳細は日本銀行（2019）「新興国への資本フローを巡る動向」、『日銀レビュー』、2019-J-6を参照されたい。また、テーパー・タントラムの影響を受けた新興国からの資金流出について考察は、中田（2016）、梅崎（2019）を参照されたい。

¹⁷⁹⁾ 日本銀行（2019）、2頁。

¹⁸⁰⁾ 世界の資本フロー全体（直接投資や証券投資、金融派生商品、その他投資）の動向については、IMF, *World Economic Outlook*, October 2019, Chapter 1 (Box 1.2), 日本銀行（2020）を参照されたい。

第5章 国際投資通貨としての人民元

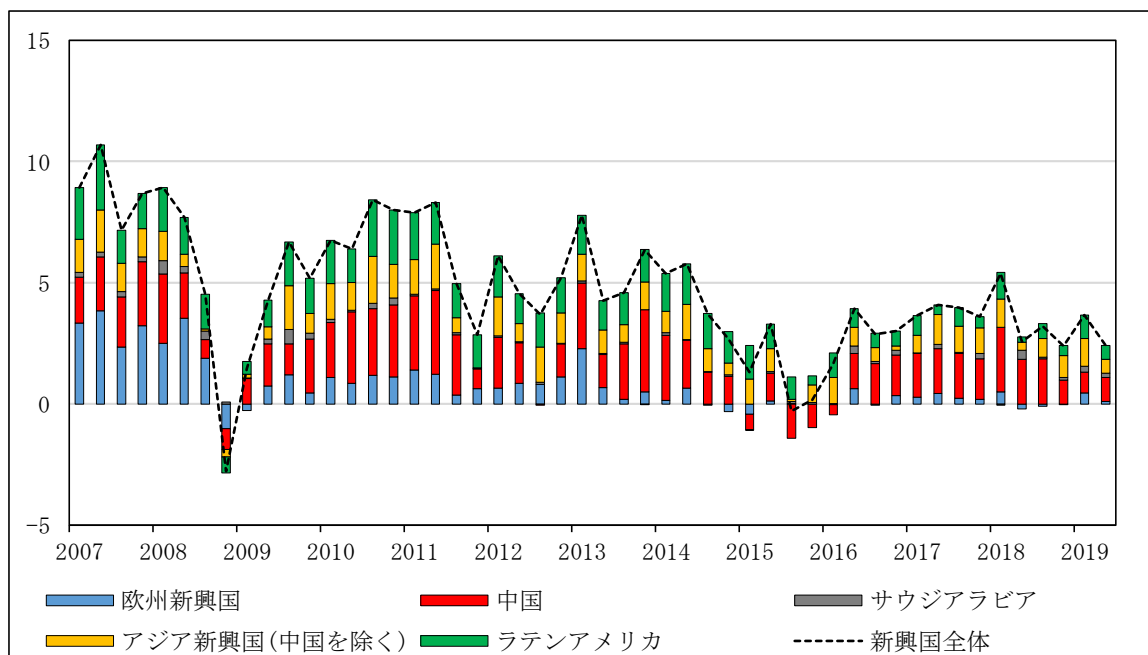
図表 5.9 新興国市場の対外証券投資資金フローの推移 (単位: 10 億ドル, 右軸 ポイント)



(出所) 国際通貨基金 (IMF), *World Economic Outlook*, October 2019 より筆者作成。

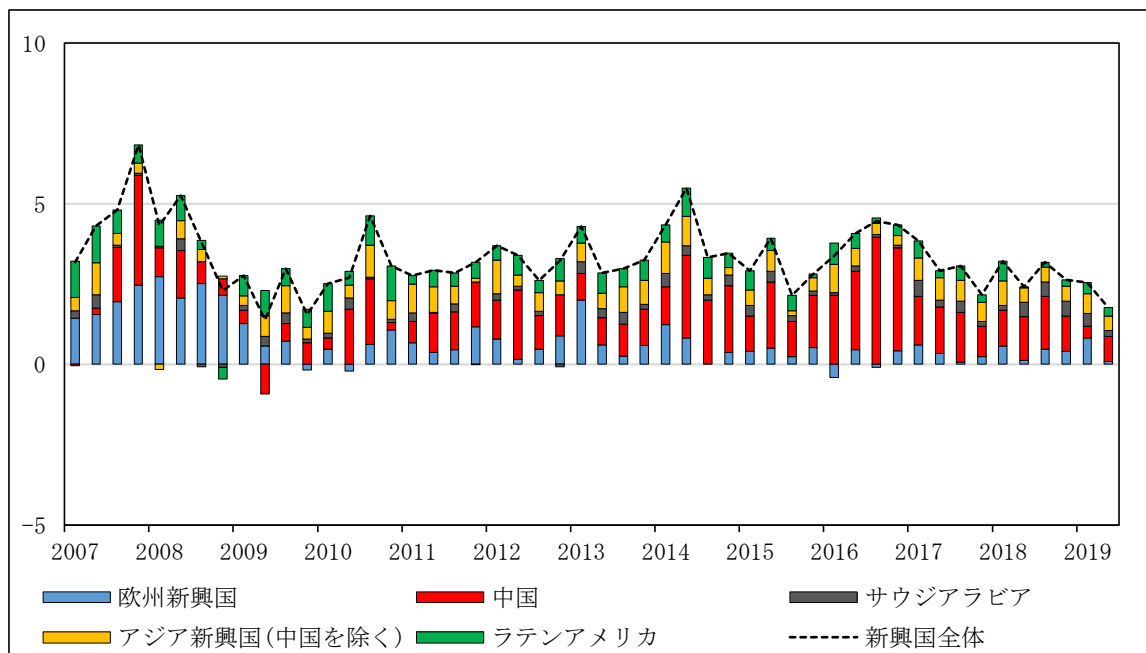
(注) EM-VIX = J.P. Morgan Emerging Market Volatility Index

図表 5.10 新興国市場への資本流入動向 (単位: %, 対名目 GDP 比)



(出所) 国際通貨基金 (IMF), *World Economic Outlook*, October 2019 より筆者作成。

図表 5.11 新興国市場からの資本流出動向（単位：％，対名目 GDP 比）



（出所）国際通貨基金（IMF），*World Economic Outlook*, October 2019 より筆者作成。

（注）この図表では，外貨準備の変化分を反映しない。

ここでは，中国と日本への対内証券投資の推移を比較し，近年中国向けの株式や債券を通じた投資動向を把握する。

まず，証券投資のうち株式等については，中国では 2014 年に上海・香港間の株式相互取引制度「滬港通（上海・香港ストックコネクト）」が導入されて以降，2015 年の上海株の急落を受け，資金流入が一時的に減少したにもかかわらず，安定的な資金流入がみられている（日本銀行，2020）。2018 年に中国への株式投資額は 600 億ドルを超えており，その背景には，2017 年 12 月の「深港通（深圳・香港ストックコネクト）」の導入や，2018 年 5 月の上海・深圳と香港間の株式相互取引の上限金額の拡大などがある。一方，日本への株式投資額は 2013 年に約 1,700 億ドルに達し，中国に比べ 5 倍以上の規模だったが，2014 年以降中国への株式投資額を下回る水準で推移している。特に 2016 年と 2018 年に海外投資家が日本株から資金を引き上げる動きも出た（図表 5.12 参照）。日本銀行（2020）は，2014 年以降日本への株式投資額の減少について，「2015 年夏場から 2016 年にかけて，中国経済に関する不透明感が高まった局面や 2018 年入り後の米中通商問題を巡る不透明感が意識された局面では，ネット売り越しとなった」¹⁸¹⁾と述べている。

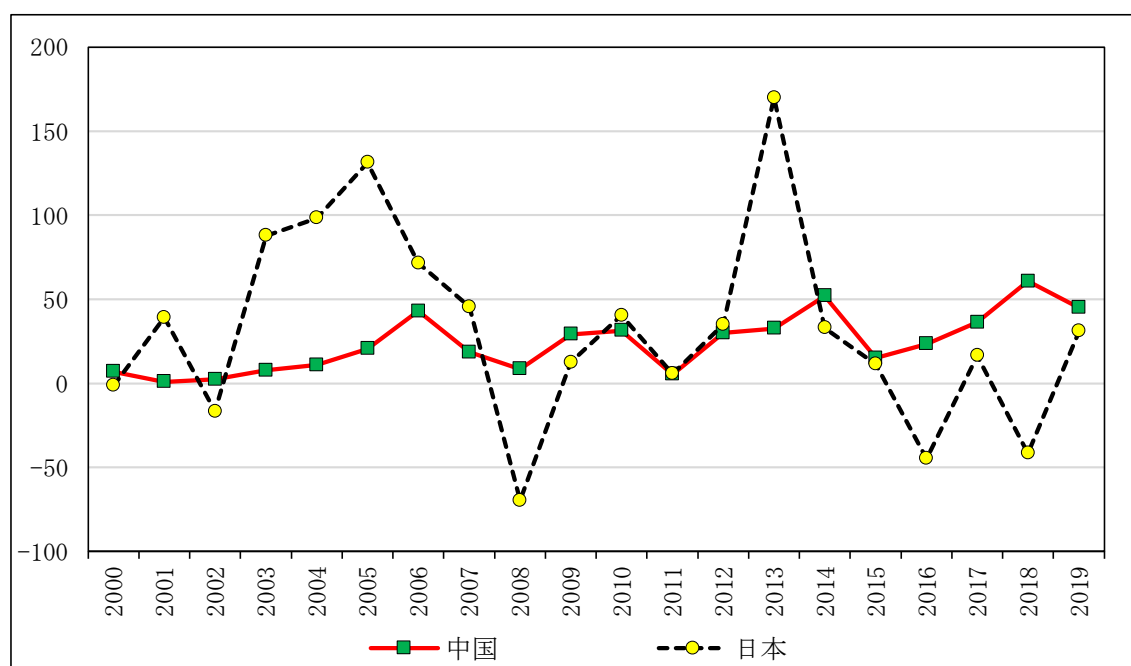
債券については，中国では 2017 年に「債券通（ボンドコネクト）」が導入されて以降，急速に資金流入が増えている。中国への債券投資額は 2017 年に 881 億ドルに達し，2016 年か

¹⁸¹⁾ 日本銀行（2020），3-4 頁。さらに，近年中国の資本移動の増加についての考察は，李（2015），随（2019），田中・福田（2019）を参照されたい。

第5章 国際投資通貨としての人民元

ら3倍以上に増加した後、2019年に中国の債券への資金流入額は1,000億ドルを超えている。一方、日本では、2011年に資金流入額は2585億ドルとピークに達した後、2012年から2013年にかけて資金流入ペースが鈍化したが、2014年以降流入傾向が続いている(図表5.13参照)。2011年の資金流入が急増した要因に挙げられるのが、欧州債務危機や米国の景気低迷への懸念が高まるなか、海外の投資マネーが日本の債券市場への逃避だった¹⁸²⁾。また、2014年以降の資金流入について、日本銀行(2020)は、「2014年初頭からドル調達コストの高止まりに伴い、海外投資家からみた為替ヘッジコスト(ドル投円転コスト)を加味した本邦国債の相対的な利回り妙味は高い状態が続いており、海外投資家からの資金流入がみられている」¹⁸³⁾と述べている。しかしながら、2019年になると、中国の債券への資金流入額は、日本の規模を上回ったことが注目される。

図表 5.12 中国と日本への対内証券投資の推移(株式等)(単位:10億ドル)



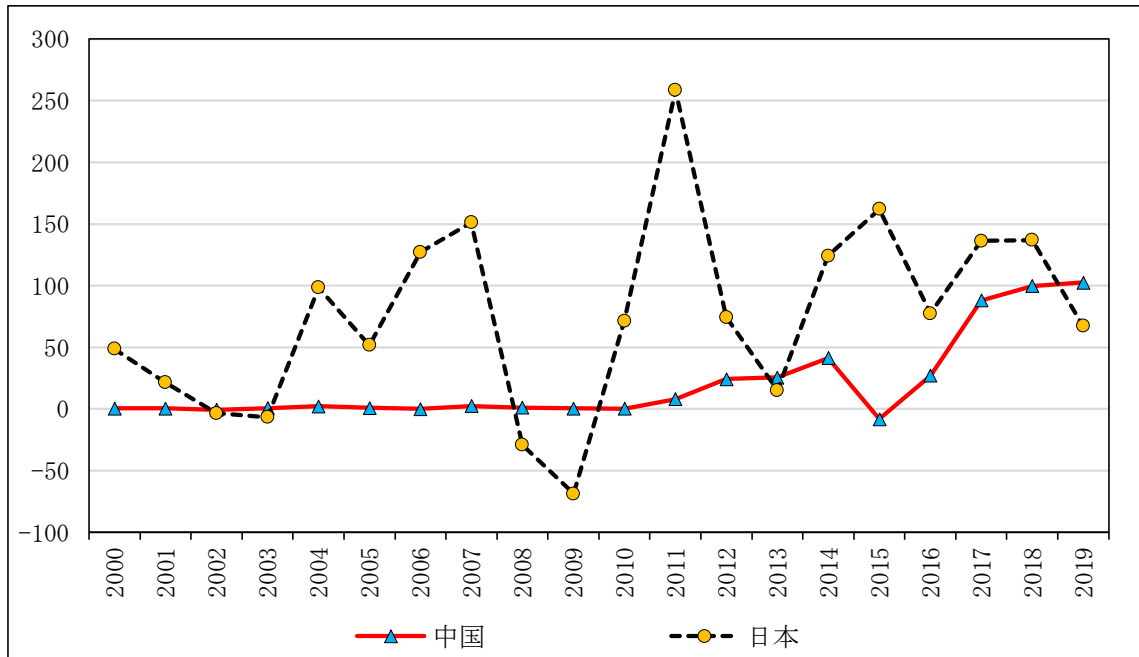
(出所) 国際通貨基金 (IMF), Balance of Payments Database より筆者作成。

¹⁸²⁾ 『日本経済新聞』2012年1月13日(電子版), 「外国人投資家, 短期債の買越額が最大に 11年は16兆7395億円」を参照。

¹⁸³⁾ 日本銀行(2020), 4頁。

第5章 国際投資通貨としての人民元

図表 5.13 中国と日本への対内証券投資の推移（債券）（単位：10 億ドル）



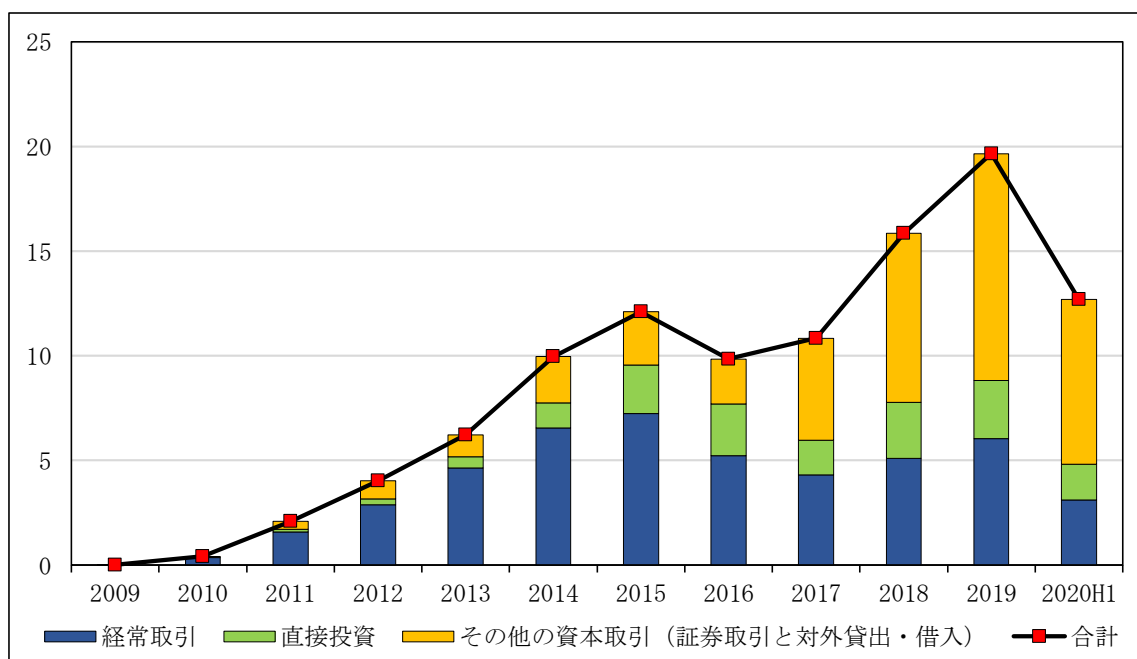
（出所）国際通貨基金（IMF），Balance of Payments Database より筆者作成。

（注）中国の2006年は欠測値となる。

第2節 クロスボーダー人民元建て資本取引

2019年には、中国のクロスボーダー人民元建て決済額は19.67兆元となり、その中で、貿易取引決済が全体の30.7%を占めているのに対して、資本取引決済が全体の69.3%を占めている（図表5.14～5.16参照）。このように、2015年以降、クロスボーダー人民元建て資本取引の発展が、人民元国際化の成否のカギとなっている。第1節では、近年中国の資本フローの動向について概観したが、本節では、資本取引における人民元建て決済の進捗状況に焦点を当て、クロスボーダー人民元証券投資、直接投資、貸出・借入という3つの方面から国際投資通貨としての人民元の利用状況をそれぞれ確認したい。

図表 5.14 クロスボーダー人民元建て決済の構成（単位：兆元）



(出所) 中国人民銀行資料より筆者作成。

(注) 2020年度は、1月から6月までのデータを示す。

図表 5.15 クロスボーダー人民元建て決済の国内・地域別構成・2019年度 (単位：億元，%)

地域	経常取引	資本取引	合計	比重
上海市	13,532.2	85,044.5	98,576.7	50.1%
北京市	7,010.9	21,132.2	28,143.1	14.3%
深圳市	9,159.6	7,695.5	16,855.1	8.6%
広東省	9,672.7	6,091.6	15,764.3	8.0%
江蘇省	4,633.8	2,703.9	7,337.7	3.7%
浙江省	4,051.9	2,804.8	6,856.7	3.5%
山東省	1,437.6	1,357.5	2,795.2	1.4%
その他	10,875.8	9,497.7	20,373.4	10.4%
合計	60,374.5	136,327.7	196,702.2	100.0%

(出所) 中国人民銀行資料より筆者作成。

図表 5.16 クロスボーダー人民元建て決済の海外・国別構成（単位：％）

国・地域	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
香港	52.9	53.6	49.7	40.5	44.9
シンガポール	10.7	8.2	9.0	9.0	10.3
ドイツ	3.0	4.2	5.6	4.2	3.4
台湾	6.7	4.1	3.3	3.4	3.3
マカオ	1.9	1.9	1.7	2.1	3.2
日本	2.9	4.0	4.9	3.5	3.1
英国	2.4	2.4	2.0	2.4	3.0
韓国	1.5	2.5	3.4	3.9	2.3
アメリカ	2.0	1.9	1.8	1.9	1.7
オランダ	1.0	－	1.1	1.2	1.3
スイス	1.0	－	－	1.3	1.3
アイルランド	－	－	－	－	1.0
ケーマン諸島	－	1.5	－	1.1	－
オーストラリア	1.4	1.5	1.1	1.1	－
ルクセンブルク	－	－	－	1.0	－
英領ヴァージン諸島	2.0	1.9	2.1	－	－
ベトナム	1.1	1.4	1.1	－	－
マレーシア	－	－	1.0	－	－
その他	9.5	10.9	12.2	23.4	21.2
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

（出所）中国人民銀行資料より筆者作成。

1. 人民元建て証券投資

既に第2章で言及したように、人民元建て資本取引の中で、債券や株式は、証券の流通市場での売買をもたらすため、数倍の人民元外為取引を生じさせるものと考えられる。そのため、まず人民元建て証券投資の進展について見ておこう。

（1）人民元建て債券投資 — 「点心債」から「パンダ債」へ

クロスボーダー人民元建て債券を債券の発行地ごとに整理すれば、国内市場で発行する「パンダ債」と海外市場で発行して香港「点心債」を代表とするオフショア人民元建て国際債券との2種類に分かれる。2005年には中国人民銀行は非居住者が国内市場における人民元建て債券発行を解禁したことにより、いわゆる「パンダ債（Panda Bond）」（日本の「サムライ債」に相当するもの）が同年10月に、国際金融公社（IFC）とアジア開発銀行（ADB）によって初めて発行された。中国人民銀行が公表したデータによると、2020年6月末現在、「パンダ債」の累計発行金額は4,168億元に達しており、そのうち、2016年に「パンダ債」の発行金額は1274.4億元と、ピークを記録した（図表5.17参照）。

「パンダ債」の発行実績でみると、2015年までは発行金額は非常に少なかったものの、2015年を境に急速に増加し始めた。その背景の1つとしては、2015年から「パンダ債」の発行主体が独ダイムラーのような大手多国籍企業や韓国政府などに拡大され始めたことが挙げられる。2016年8月に、世界銀行（WB）は中国の銀行間債券市場で、SDRによる価格を表示し、人民元による決済を行う「木蘭債（Mulan Bond）」（20億SDR）を初めて発行してお

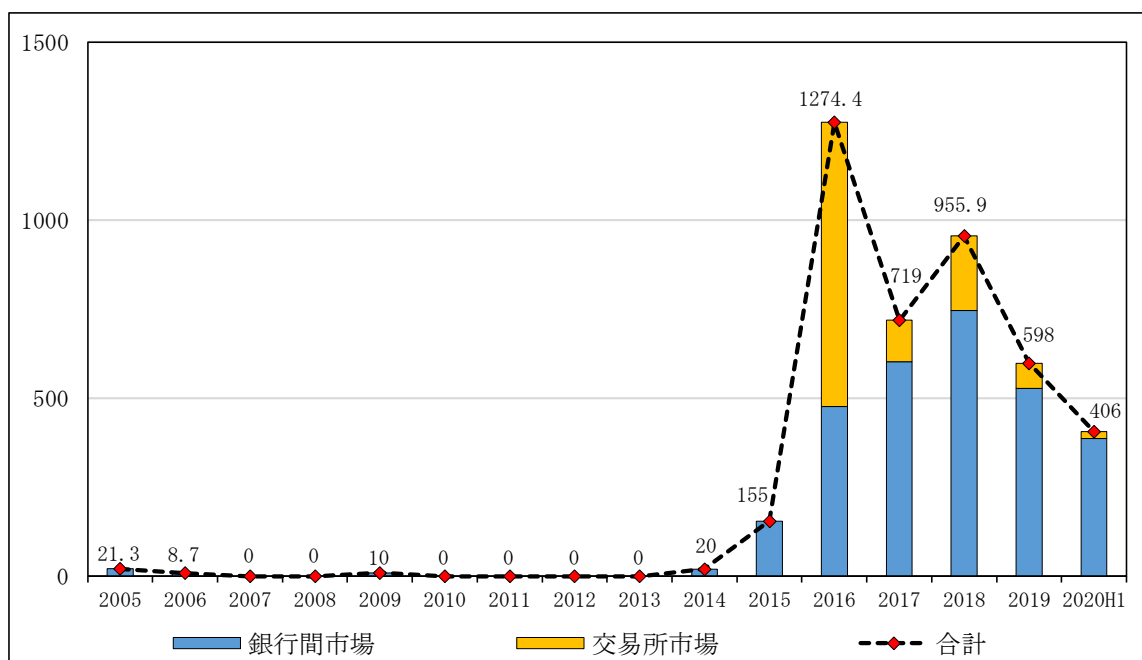
第5章 国際投資通貨としての人民元

り、また同年10月にスタンダード・チャータード銀行（香港）も1億SDRの「木蘭債」を発行した。これは、SDRの使用拡大を示すものであると同時に、非居住者による中国市場での人民元建て債券発行の種類がますます豊富になっていることを示す一例でもある。

2017年末現在まで、中国人民銀行の許可を得て中国の銀行間債券市場に参入可能な外国機関（海外非金融機関、海外金融機関、国家開発機構および外国政府を含む）の数は2015年末現在の292機関から866機関に増加した。そのうち、中国の銀行間債券市場に直接参入する外国機関は617機関であり、またボンドコネクト（債券通）を通じて債券投資を行う外国機関は249機関である。ボンドコネクト（債券通）は、中国と香港の双方からの相互債券投資の活発化を目指すものであり、香港サイドの外国投資家が中国に対する債券投資を認める「北向通」と中国サイドの投資家が外国に対する債券投資を認める「南向通」との2つの部分によって構成される。2017年7月から海外機関投資家が香港市場を経由して、中国の銀行間債券市場への参入を認める「北向通」のみが解禁されており、その1日の平均取引高はおよそ20億元から30億元に達している。

以上のような非居住者による中国市場における人民元建て債券発行の増加および外国投資家によるクロスボーダー対中債券投資の拡大は、外国為替市場において人民元と外貨の交換需要を生じさせることで、人民元の外為取引を大きく増加させる¹⁸⁴⁾。

図表 5.17 パンダ債券発行規模（単位：億元）



（出所）中国人民銀行資料より筆者作成。

¹⁸⁴⁾ ただし、ここで注意する必要があるのは、非居住者は中国市場で人民元建て債券の発行によって調達した資金の一部を、中国国内のプロジェクトに投資する場合、この部分の人民元建て資金調達は、人民元の外為取引に影響を及ぼさないという点である。

第5章 国際投資通貨としての人民元

図表 5.18 主要な「パンダ債」の発行実績

発行主体	発行時期	期間	発行額
国際金融公社（IFC）	2005 年 10 月	10 年	11.3 億元
アジア開発銀行（ADB）	2005 年 10 月	10 年	10 億元
国際金融公社（IFC）	2006 年 11 月	7 年	8.7 億元
アジア開発銀行（ADB）	2009 年 12 月	10 年	10 億元
日本三菱東京日聯銀行（中国）	2010 年 5 月	2 年	10 億元
独ダイムラー	2014 年 3 月	1 年	5 億元
独ダイムラー	2015 年 4 月	1 年	30 億元
HSBC（香港）	2015 年 9 月	3 年	10 億元
中国銀行（香港）	2015 年 9 月	3 年	10 億元
招商局集団（香港）	2015 年 11 月	1 年	5 億元
独ダイムラー	2015 年 11 月	1 年	15 億元
スタンダード・チャータード銀行（香港）	2015 年 12 月	3 年	10 億元
韓国政府	2015 年 12 月	3 年	30 億元
カナダ・ブリティッシュコロンビア政府	2016 年 1 月	3 年	30 億元
越秀交通基建	2016 年 3 月	7 年	10 億元
海航国際（中国）	2016 年 4 月		20 億元
創興銀行	2016 年 5 月	3 年	15 億元
ポーランド共和国政府	2016 年 8 月	3 年	30 億元
世界銀行（WB）	2016 年 8 月	3 年	20 億 SDR
スタンダード・チャータード銀行（香港）	2016 年 10 月	3 年	1 億 SDR

（出所）中国人民銀行資料より筆者作成。

他方、2007 年 7 月に本土以外の人民元建て債券発行の第 1 弾として、いわゆる「点心債（Dim Sum Bond）」（香港市場で発行する人民元建て債券の名称）が中国国家開発銀行によって発行された。2010 年 7 月に海外オフショア市場での人民元建て債券の発行主体が外国非金融機関にまで拡大されたことを機に、英国（ユーロ人民元債）や台湾（宝島債）、シンガポール（獅城債）などの市場で人民元建て債券も相次いで発行された。中国人民銀行が公表したデータによると、2014 年末現在まで、外国機関が海外オフショア市場で発行する人民元建て国際債券の残高は 5,305 億元であるのに対して、中国国内市場で発行する人民元建て債券（「パンダ債」）のそれはわずか 46 億元に過ぎなかった。

また、スタンダード・チャータード銀行の統計によれば、2007 年から 2015 年 6 月にかけて、オフショア人民元建て債券の累計発行額は 1.83 兆元に達しており、そのうち香港市場

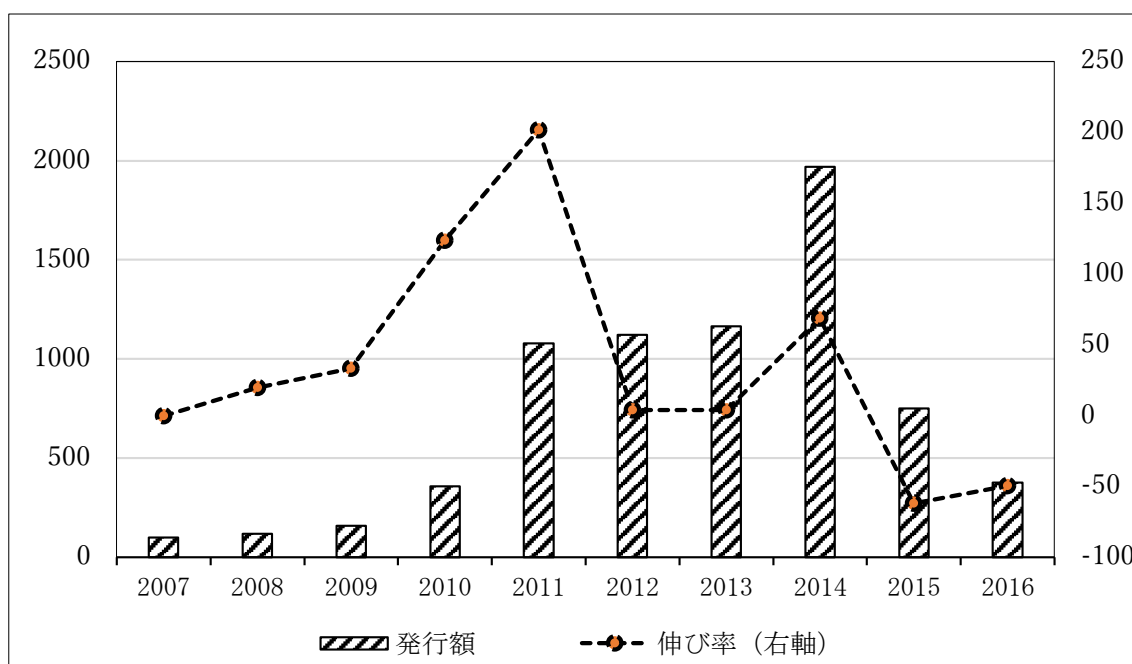
第5章 国際投資通貨としての人民元

図表 5.19 主要なオフショア市場における人民元建て債券発行額（単位：億元、件）

人民元オフショア市場	累計発行額	発行件数	割合 (%)
香港	8987.05	2,372	49.10
ユーロ市場	8377.96	7,868	45.78
台湾	490.86	75	2.68
ドイツ	331.60	8	1.81
フランス	84.37	27	0.46
韓国	18.68	20	0.10
シンガポール	7.40	2	0.04
スイス	3.08	5	0.02
タイ	1.26	1	0.01
米国	0.00	1	0.00
合計	18302.27	10379	100.00

（出所）Renminbi Ascending, How China's Currency Impacts Global Markets, Foreign Policy, and Transatlantic Financial Regulation, Standard Chartered, June 2015 より筆者作成。

図表 5.20 香港点心債の発行額の推移（単位：億元）



（出所）香港金融管理局資料より筆者作成。

が最大のシェアを占めている（図表 5.19 参照）。ただし、香港点心債の発行額の推移をみれば、その発行額は 2007 年から 2014 年まで好調を続けたものの、2015 年から減少傾向に転じたことがわかる（図表 5.20 参照）。また、この影響をも受けて、オフショア人民元建て債券発行の全体の規模は、2016 年に初めて国内パンダ債に追い抜かれた¹⁸⁵⁾。これは、2015 年まで、人民元建て国際債券のほとんどの比重を占めたオフショア市場における発行が、

¹⁸⁵⁾ Carol Chan (2016) によれば、2016 年 1 月～9 月に海外人民元建て債券発行額は 72 億ドルであった。

国内オンショア市場へとシフトしたことを示している。その背景には、中国が行なった国内資本・金融市場の改革に伴う、オンショア・オフショアの2市場での人民元建て債券発行のコストの変化が挙げられる。

中国銀行が公表するオンショア・オフショア人民元建て債券のコストを比較した CIFED 指数 (Credits Investment and Financing Environment Difference Index) ¹⁸⁶⁾ によれば、2014 年 10 月まで、オンショア市場での発行利回りがオフショア市場より高いことを反映して、CIFED 指数はプラスで推移したが、その以降、この状況は逆転し、オンショア市場での発行利回りのほうが、相対的に低くなった¹⁸⁷⁾。特に、2015 年 8 月の人民元為替レート形成メカニズム改革が行われた直後に、CIFED 指数は、9 月で-262 ポイントを記録した (図表 5.21 参照)。

図表 5.21 中国銀行が公表する CIFED 指数 (単位: ポイント)



(出所) 中国銀行ホームページ (<https://www.bankofchina.com/>) より作成。

以上でみたように、2015 年を境に、香港「点心債」を代表とする海外オフショア人民元建て債券の発行は明らかな減少を示しているのに対して、国内「パンダ債」の発行は一気に

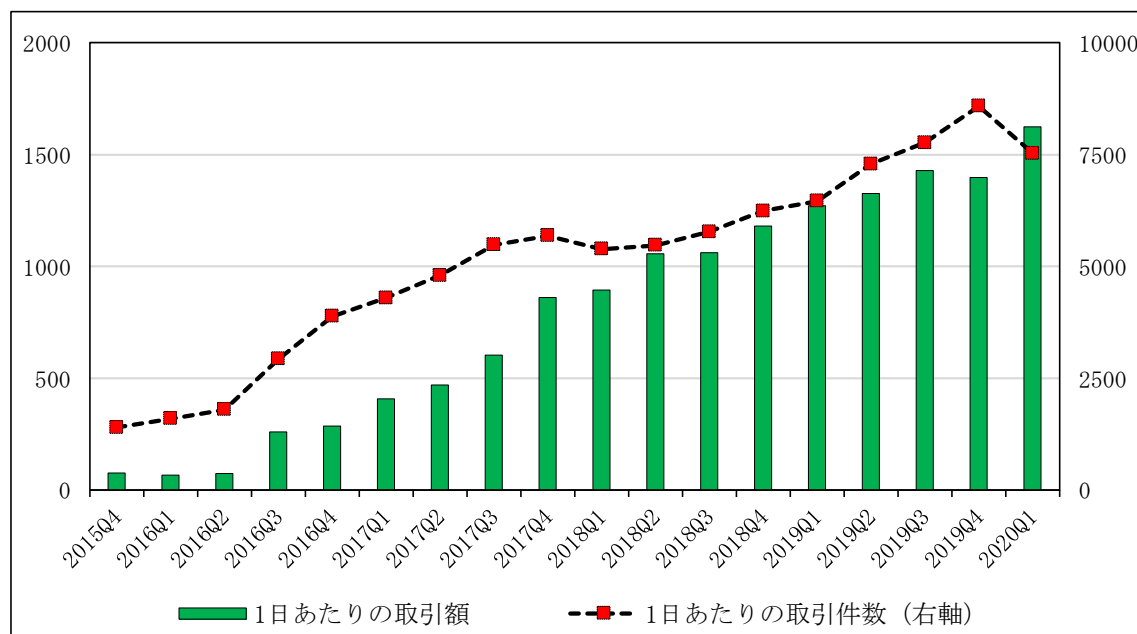
¹⁸⁶⁾ CIFED 指数は、国内オンショア市場と海外オフショア市場での 3 年期人民元建て債券の発行利回りの差額を示すものである。CIFED 指数がプラスである場合は、オンショア市場でのコストのほうが高いことを意味しており、対して、CIFED 指数がマイナスである場合は、オンショア市場でのコストのほうが低いことを意味する (中国銀行ホームページより)。

¹⁸⁷⁾ 同様に、香港金管局は 2016 年 3 月の「貨幣と金融安定状況半年報告」で、オン・オフショアの人民元債券発行のコストを 3.0~3.5%、4.5~5.0%と推計し、2015 年後半からオンショアのほうが低くなったことを示した。

増加し始めた。その原因の1つとしては、中国人民銀行は2015年8月に行った人民元の為替相場改革がもたらしたオンショアとオフショアの両市場での人民元建て債券発行のコストの変化が挙げられる。さらに、2015年以降の中国金融・資本市場の対外開放の継続的拡大により国内外市場の規制環境が平準化する中で、オフショア「点心債」からオンショア「 Panda債」へのシフトは今後とも続くものと考えられる¹⁸⁸。

また、国際取引から生じる外為取引の「厚さ」に焦点を当てる「外国為替論アプローチ」に従えば、国際債券の発行は1回のみの外為取引を生じさせるのに対して、発行された後の国際債券の流通はその数倍の外為取引を生じさせる。2017年にボンドコネク（債券通）が導入されて以降、「北向通」の取引に使える唯一の資金決済システムとして、中国が2015年に創設した人民元の国際銀行間決済システム（CIPS）の取引額が急速に増えてきた。2019年には、CIPSシステムが取り扱ったボンドコネク（債券通）の取引額は2.7兆元（2018年の規模より2.6倍の増加となる）に達している（『人民元国際化報告2019年』）。こうしたクロスボーダー資金決済は、人民元の外為取引を生じさせることで、人民元国際化に寄与するものと考えられる。

図表 5.22 CIPSシステムにおける1日あたりの取引額と取引件数（単位：億元，件）



（出所）中国人民銀行資料より筆者作成。

¹⁸⁸ 中国国内の債券市場の現状についての考察は HKEX（2017a），同（2017b）を参照されたい。また債券通の導入の影響についての考察は HKEX（2018），HKEX（2019）を参照されたい。

(2) 上海・深圳と香港間の株式相互取引制度（ストックコネクト）

人民元建て株式投資に関連する動きの1つとして、2014年11月に導入された「上海・香港ストックコネクト（Stock Connect）」が取り上げられる。上海・香港ストックコネクトは中国語で、滬港通（フーガントン、滬は上海、港は香港の略称）と呼ばれており、香港を含む海外の投資家が香港聯合取引所を経由して上海株を売買することを認める「滬股通」と、中国本土の投資家が上海証券取引所を経由して香港株を売買することを認める「港股通」という2つの部分によって形成される。

2014年4月10日に、国務院・李克強総理は海南省で開催されたボアオ・アジア・フォーラムの開幕式のスピーチで、上海・香港の株式相互取引制度を導入することを初めて表明した。同日に、中国証券監督管理委員会と香港証券及び先物事務観察委員会は、上海・香港の株式相互取引のテストを行う「聯合公告」を発表した。その後に約半年間の準備期間を経て、いわゆるコネクトが公式に始動した。コネクトの基本的仕組みをみると、①上海側と香港側でそれぞれに設定される投資額の限度内で、上海証券取引所と香港聯合取引所は双方向の投資家による株式売買を仲介する、②香港サイドによる上海株を売買する「滬股通」の投資対象は、「上証180指数」、「上証380指数」の構成銘柄、A株・H株¹⁸⁹⁾に同時上場しているA株となり、上海サイドによる香港株を売買する「港股通」の投資対象は、「ハイセン総合大型株指数」、「ハイセン総合中型株指数」の構成銘柄とA株・H株に同時上場しているH株となる、③コネクトの下での取引は税制面で一連の優遇政策に恵まれる、といった諸要点が看取される（図表5.23参照）。こうしたコネクトの展開について、中国証券監督委員会の肖鋼主席は「中国の資本市場の発展や人民元国際化の面で大きな意義がある」と評価している¹⁹⁰⁾。

また、その取引実績をみると、コネクトが始動した直後に、南向きの香港株売買に比べて、北向きの上海株売買の取引量が圧倒的に多いという「北熱南冷」現象¹⁹¹⁾が一時的に存在したが、2015年の第2四半期から上海側の投資家による香港株の売買も活発化するようになった。2016年に海外投資家による上海株売買の取引額と本土投資家による香港株売買の取引額は、それぞれに7,453億元、7,113億元となったように、この両サイドからの取引規模の差は、かなり縮小してきたとみられている（図表5.24と図表5.25参照）。

そして、2016年12月に、深圳と香港の株式市場をつなぐ深セン・香港ストックコネクト（深港通）が続いてスタートした。深港通は滬港通の大枠を基本的に引き継ぐが、滬港通の下で課されていた投資残高の総額制限が撤廃された他に、その投資可能な株式銘柄の範囲は、滬港通のそれよりさらに拡大された¹⁹²⁾（図表5.26と図表5.27参照）。

¹⁸⁹⁾ A株は中国本土市場で上場される人民元建て普通株式、H株は香港市場で上場される本土企業の株

¹⁹⁰⁾ 「外国人、上海株投資しやすく、香港と相互取引開始」、『日本経済新聞』、2014年11月17日。

¹⁹¹⁾ 関根栄一「上海・香港ストックコネクト始動後の現状と課題・展望」『野村資本市場クォーターリ』2015年春号1～15頁参照。

¹⁹²⁾ 深セン・香港ストックコネクトの投資対象は、深センで上場される880銘柄と香港で上場される417銘柄にさらに拡大した。

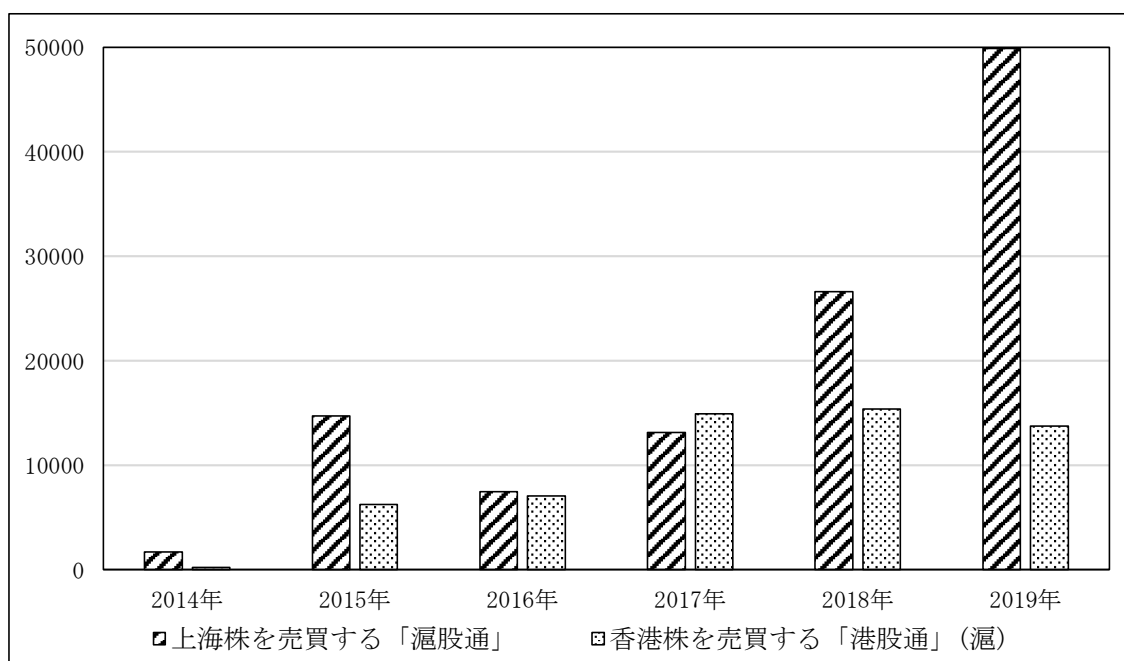
第5章 国際投資通貨としての人民元

図表 5.23 上海・香港ストックコネクトの概要

上海株の売買 (滬股通) (Northbond Trading)	- 投資額の上限：3000億元（1日当たり：130億元） - 流れ：香港サイドの投資家→香港ブローカーに委託→香港中央決済有限会社（香港聯合取引所設立）を経由→上海証券取引所に上海株売買の申し込みを提出する - 対象銘柄：①上証180指数の構成銘柄、②上証380指数の構成銘柄、③A株とH株同時上場A株（2016年12月31日時点で、計575銘柄） - 取引に参加可能な主体：全ての香港及び海外投資家 - キャピタルゲイン課税優遇政策：企業所得税、個人所得税の一時的免除
香港株の売買 (港股通) (Southbond Trading)	- 投資額の上限：2500億元（1日当たり：105億元） - 流れ：中国本土サイドの投資家→本土ブローカーに委託→中国証券登録決済有限責任会社（上海証券取引所設立）を経由→香港取引所に香港株売買の申し込みを提出する - 対象銘柄：①ハンセン総合大型株指数構成銘柄、②ハンセン総合中型株指数構成銘柄、③A株とH株同時上場のH株（2017年5月26日時点で、計310銘柄） - 取引に参加可能な主体：機関投資家、口座残高50万元以上の個人投資家 - キャピタルゲイン課税優遇政策：個人所得税の3年間免除

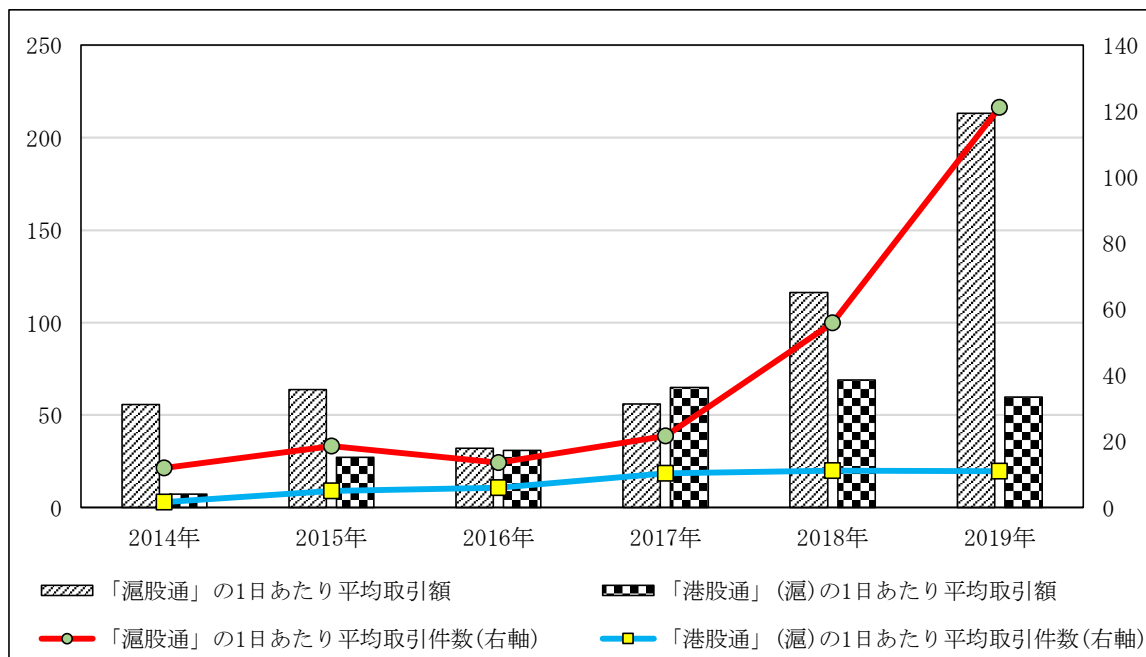
（出所）上海証券取引所、香港聯合取引所資料より作成。

図表 5.24 「滬股通」と「港股通」(滬)の取引規模（単位：億元）



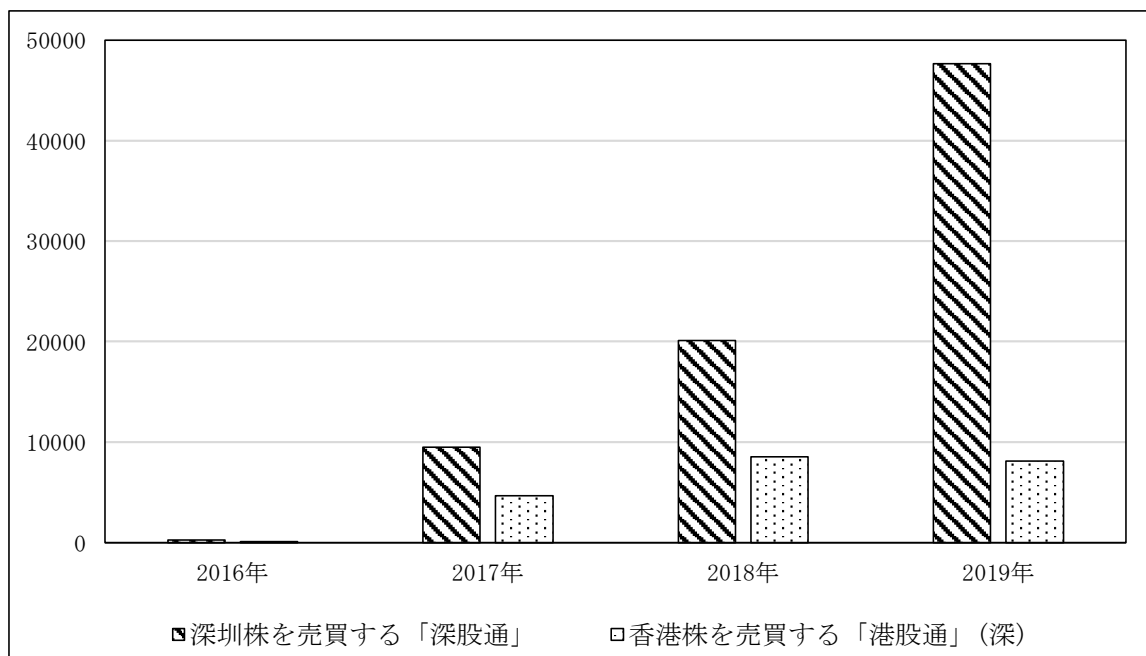
（出所）上海取引所と香港取引所より筆者作成。

図表 5.25 「滬股通」と「港股通」(滬)の1日あたりの取引規模と取引件数(単位:億元)



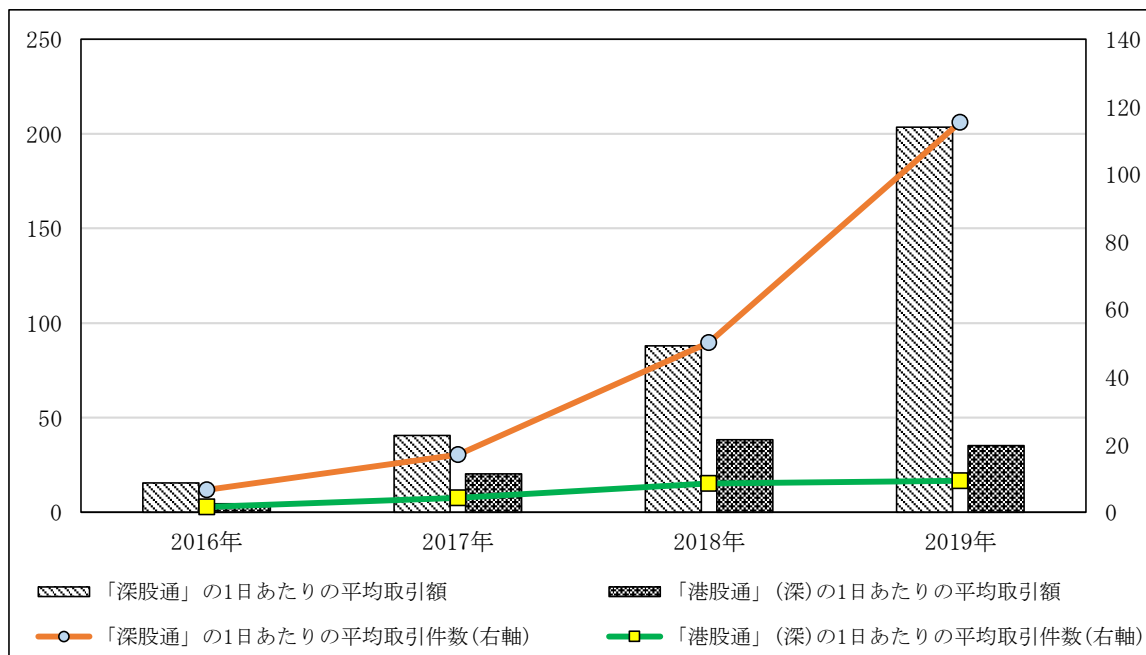
(出所) 上海取引所と香港取引所より筆者作成。

図表 5.26 「深股通」と「港股通」(深)の取引規模(単位:億元)



(出所) 深圳取引所と香港取引所より筆者作成。

図表 5.27 「深股通」と「港股通」(深) の1日あたりの取引規模と取引件数(単位: 億元)



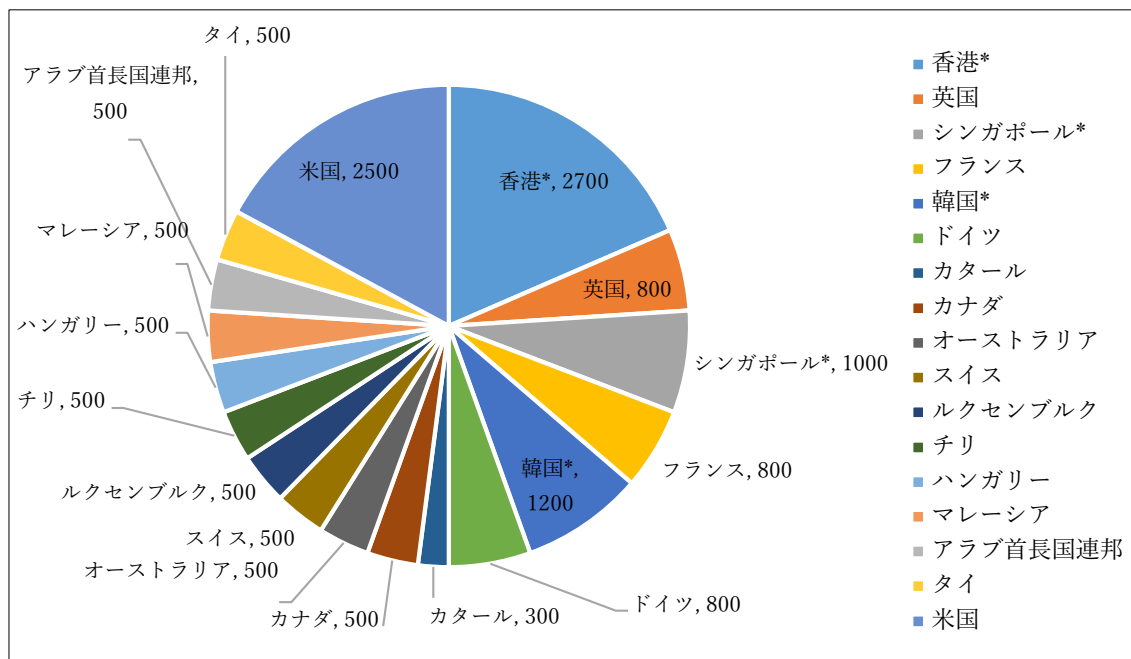
(出所) 深圳取引所と香港取引所より筆者作成。

以上のような人民元建て証券取引の発展にとって、中国政府が実施した一連の資本取引に関わる規制緩和策はその重要な前提となっている。まず、対内証券投資に関しては、中国は2002年に対中証券投資を初めて承認するQFII (Qualified Foreign Institutional Investor, 適格外国機関投資家) 制度を打ち出した後、2011年12月にRQFII (RMB Qualified Foreign Institutional Investor, 人民元建て適格外国機関投資家) 制度を新設した。RQFIIとは、個別に認可を受けた外国機関投資家に人民元で上海や深セン市場の株式や債券へ投資する資格を与える制度である。2013年3月に、中国政府はRQFII投資資格の付与対象中国本土の銀行や保険会社の香港子会社、香港を主な営業拠点とする全ての金融機関に拡大しており、さらに、同年10月にそれを英国やシンガポール等の外国系金融機関に広げた。2017年末の時点で、中国は18ヵ国・地域に合計1.74兆元のRQFII投資枠を付与している(図表5.28参照)。こうして、QFII制度の下で米ドル建ての対内証券への投資枠は、人民元建てへと拡大され、また「RQFIIの取得によるこれまで難しかった人民元建て投資に門戸が開いた」¹⁹³⁾とも指摘された。そして、対外証券投資に関しては、中国は2006年に創設された、国内投資家による対外証券投資を認めるQDII (Qualified Domestic Institutional Investors, 適格国内機関投資家) 制度に加えて、2014年11月にはRQDII (RMB Qualified Domestic Institutional Investors, 人民元建て適格国内機関投資家) 制度を新たに設けた。これによって、中国国内で一定の基準を満たした機関投資家による海外の人民元建て金

¹⁹³⁾ 「英、人民元建て投資拡大、株・債券、運用会社、中国から資格」『日本経済新聞』2014年1月20日。

第5章 国際投資通貨としての人民元

図表 5.28 RQFII 投資枠の付与国（単位：億元）



（出所）中国人民銀行資料より作成。

（注）*は更新後の数字を示す。

融商品への投資が可能になった。RQFII と RQDII の両制度は、海外投資家が人民元資産を配置するルートを広げることで、クロスボーダー証券取引における人民元の活用を増加させる。

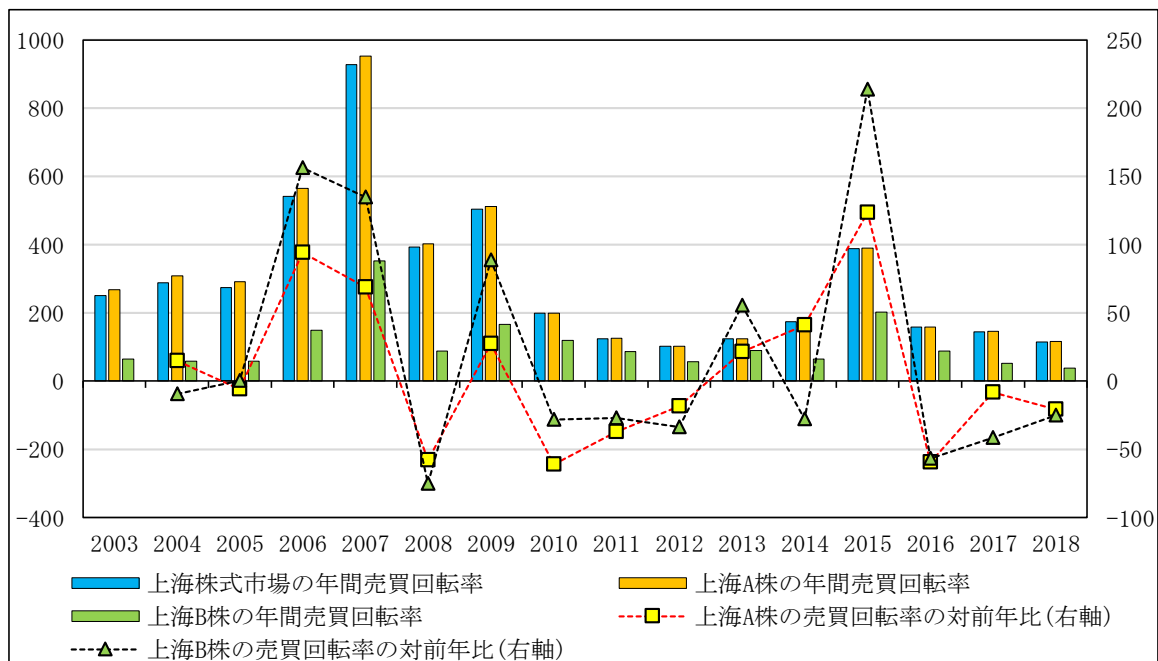
上海証券取引所、深セン証券取引所および香港証券取引所が公表したデータによると、2017 年に「沪股通」、「深股通」の制度の下では、海外から中国への資金流入額と中国から海外への資金流出額はそれぞれ 2,466 億元、524 億元となり、また「港股通」の制度の下での資金流入額、資金流出額はそれぞれ 240 億元、3244 億元となっている。こうしたクロスボーダー人民元建て株式投資に伴う資金の流出入は、外国為替市場における人民元の取引規模を増加させうるものと考えられる。

さらに、国際的な株式取引から生じる外為取引の「厚さ」に影響を及ぼす指標の 1 つとして、株式市場における売買回転率（turnover rate）を見ておきたい。図表 5.29 は、上海証券交易所が公表した上海株式市場の売買回転率の推移を示したものである。図表からは、世界金融危機後の 2009 年から 2015 年にかけて、上海株式市場の売買回転率は上昇傾向を続けたが、上海株が一時的に暴落した 2015 年以降、低下傾向に転じており、また、2018 年の時点に至っても、比較的低い水準にとどまっていることがわかる。

このように、近年、非居住者による人民元建て株式投資や債券投資が着実に拡大している中（図表 5.30 参照）、人民元国際通貨化の過程全体において、投資通貨としての人民元が有する重要性が増している。また、こうした資本取引の活発化の、人民元の外為取引の増加に与える全体的な貢献度についての考察は第 7 章に譲る。

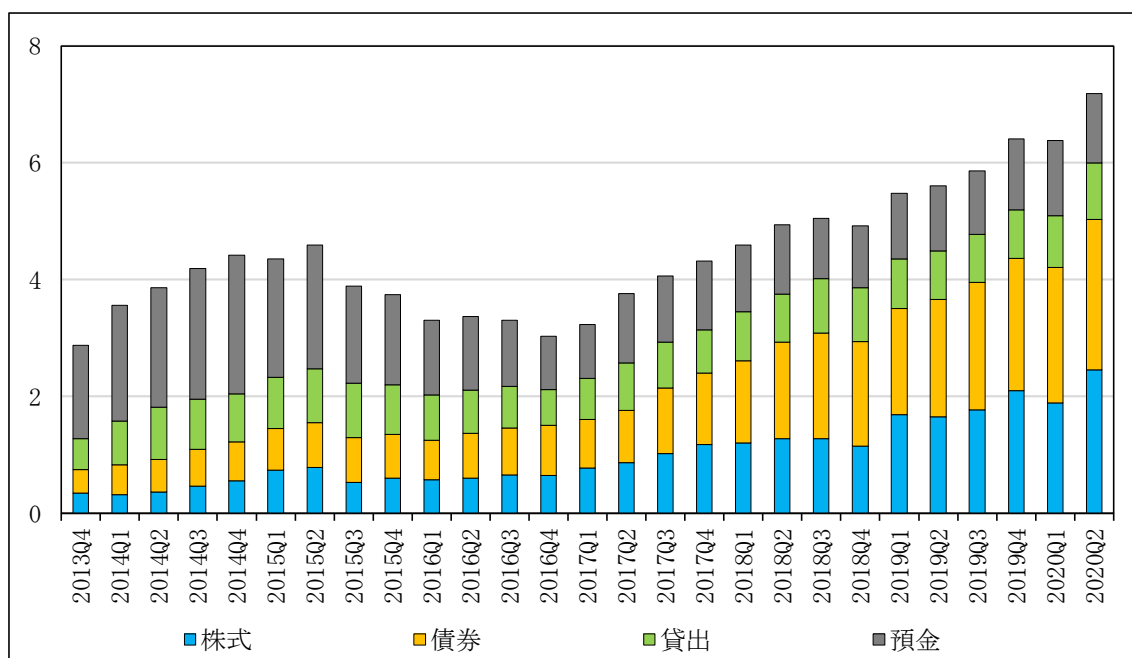
第5章 国際投資通貨としての人民元

図表 5.29 上海株式市場の売買回転率（Turnover Rate）の推移（単位：％）



（出所）『上海証券交易所統計年鑑』2005年巻～2019年巻より筆者作成。

図表 5.30 非居住者が保有する中国国内の金融資産の内訳



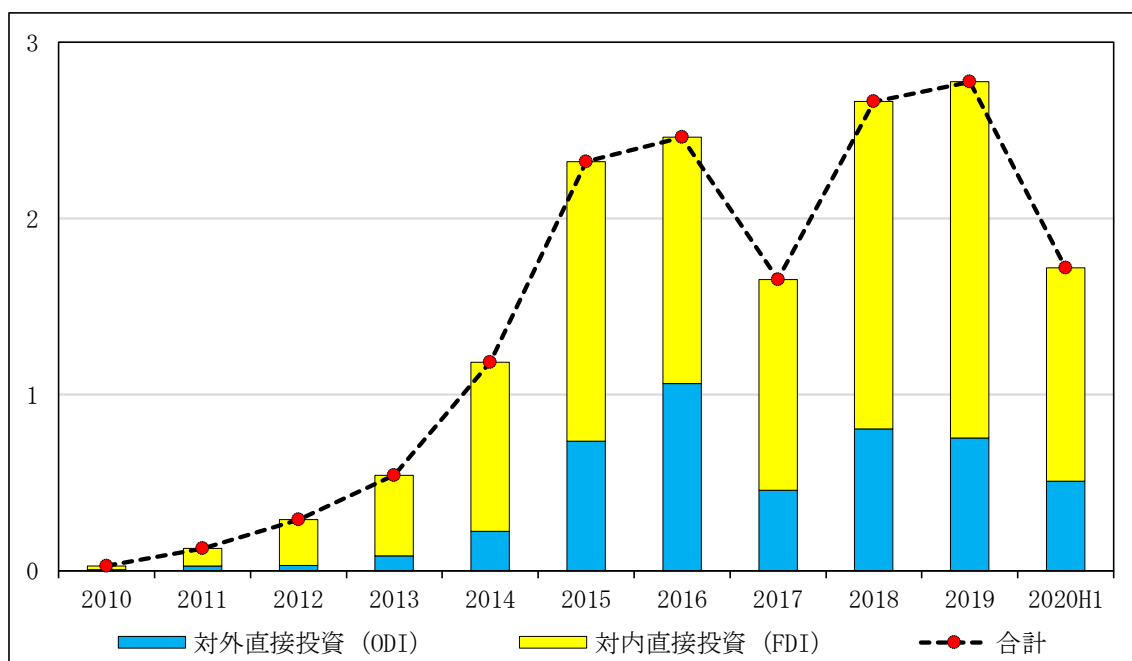
（出所）中国人民銀行統計データより筆者作成。

2. 人民元建て直接投資

1 では人民元建て証券投資の進捗状況について確認したが、次に、クロスボーダー人民元建て直接投資の進展について見ておこう。

英国、米国、日本などの国々が自国通貨の国際化を推進する初期の段階では、対外援助や貸付などによる資本輸出を通じて、海外へ自国通貨の流動性を供給した（例えば、米国のマーシャル・プランや日本の円借款など）。中国では、人民元の資本輸出は主に、人民元建て対外直接投資、及び銀行による人民元建て対外貸付という2つのルートによって行われている（王，2013）。2011年の1月に中国人民銀行は、「対外直接投資人民元決済試点管理弁法」を公布し、国内企業による人民元建て対外直接投資（ODI）を承認した。2019年には、人民元建て直接投資額は、2011年のわずか1,273億元から27,755億元に増加した（図表5.31参照）。また、アジア各国の対内直接投資に占める比重も上昇しており（図表5.32～5.34）、アジア各国の国際取引における人民元建て決済の拡大をもたらすことになるものと考えられる。

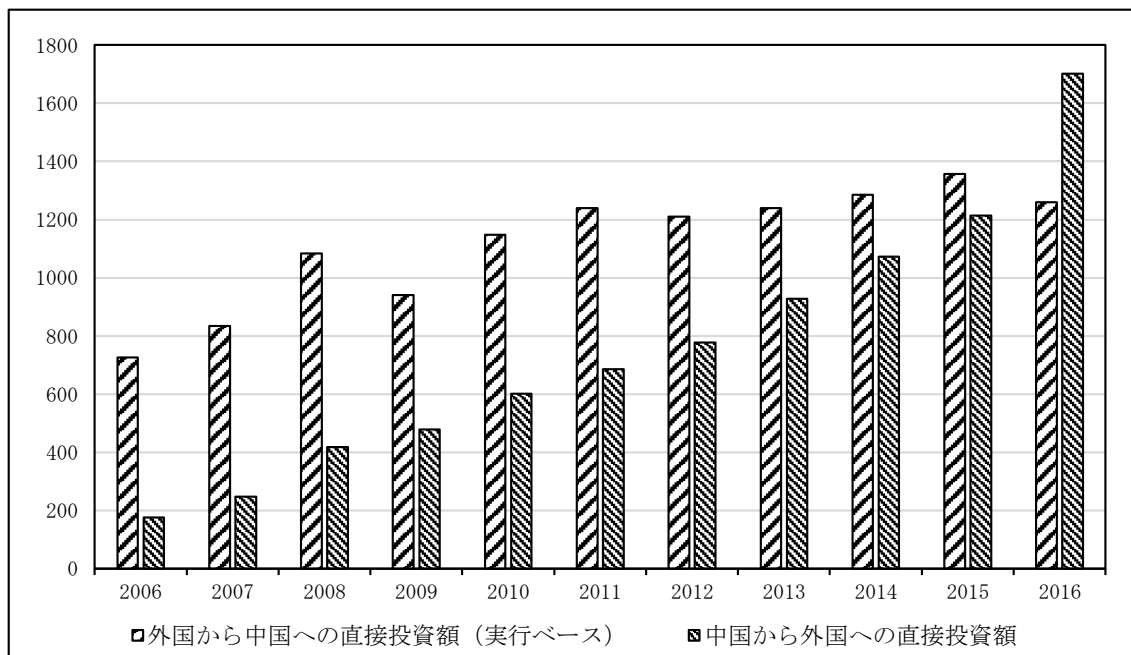
図表 5.31 クロスボーダー人民元建て直接投資額の推移（単位：億元）



（出所）中国人民銀行「金融統計データ報告」より筆者作成。

第5章 国際投資通貨としての人民元

図表 5.32 中国の対内・対外直接投資額の推移（単位：億ドル）



（出所）日本貿易振興機構『ジェトロ世界貿易投資報告』に基づく作成。

図表 5.33 中国の対外直接投資の相手国の構成（単位：%）

対外直接投資相手国	順位	割合	対外直接投資相手国	順位	割合
香港	1	58.2	ルクセンブルク	11	0.8
米国	2	8.7	フランス	12	0.8
ケイマン諸島	3	6.9	英国	13	0.7
英領バージン諸島	4	6.3	インドネシア	14	0.7
オーストラリア	5	2.1	ロシア	15	0.7
シンガポール	6	1.6	ベトナム	16	0.7
カナダ	7	1.5	オランダ	17	0.6
ドイツ	8	1.2	韓国	18	0.6
イスラエル	9	0.9	タイ	19	0.6
マレーシア	10	0.9	ニュージーランド	20	0.5

（出所）「2016年度中国対外直接投資統計公報」に基づく作成。

図表 5.34 中国、香港と日本の対アジア各国への直接投資についての比較（単位：%）

国・地域	中国		香港		日本	
	割合	対前年伸び率	割合	対前年伸び率	割合	対前年伸び率
韓国	9.6%	+3.6%	9.9%	+39.8%	5.8%	-25.2%
台湾	N.A.	N.A.	5.4%	+60.7%	3.1%	-23.5%
インドネシア	9.2%	+324.2%	7.8%	+139.9%	18.6%	+87.8%
タイ	15.0%	+91.3%	2.4%	-68.9%	22.2%	-46.6%
フィリピン	0.7%	+4.4%	0.6%	-34.3%	12.4%	-50.5%
ベトナム	7.6%	+129.2%	7.3%	+41.6%	11.2	+39.2%
マレーシア	11.6%	+706.0%	26.8%	+708.1%	6.3%	-61.0%
ミャンマー	35.1%	+543.0%	2.4%	-64.1%	2.3%	+156.3%

（注1）韓国、台湾、インドネシア、タイ、フィリピン、ベトナムとマレーシアは2016年の数値、ミャンマーは2015年の数値を示している。

（注2）割合はこれらの国の対内直接投資国全体に占める中国・香港・日本のシェアを示している。

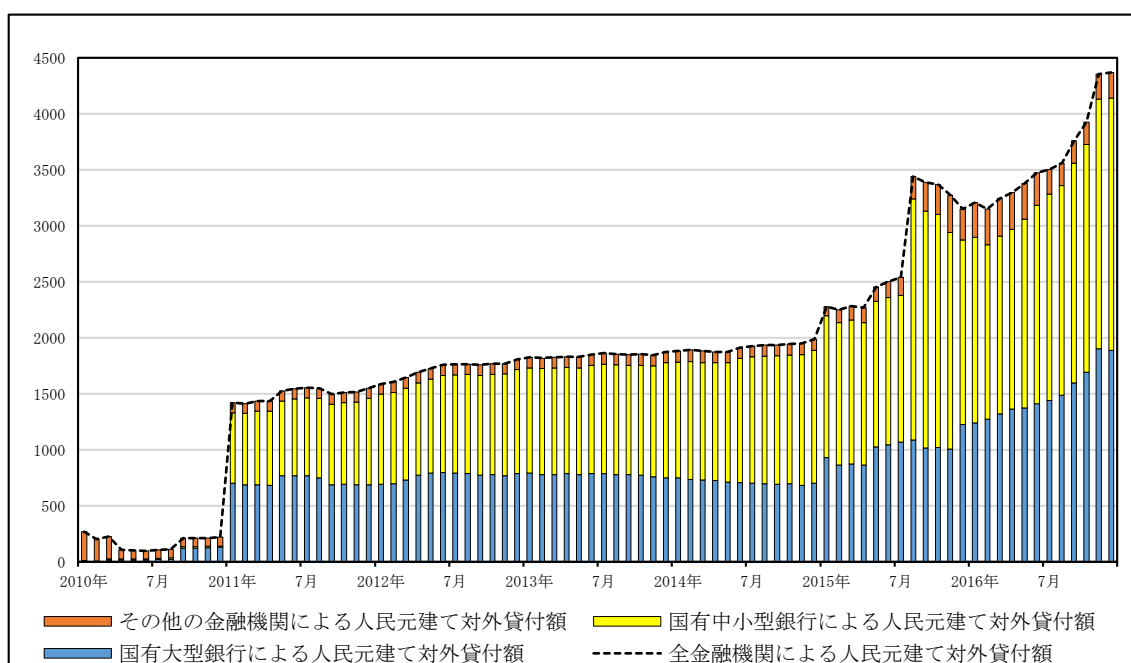
（出所）日本貿易振興機構『ジェトロ世界貿易投資報告』に基づく作成。

3. 人民元建て貸出・借入

2011年より、国内金融機関による人民元建て対外貸付が全面的に解禁されており、2016年12月に人民元建て対外貸付額は4,373億元と記録されている（図表5.35参照）。

2012年9月に中国人民銀行は、多国籍企業内部のクロスボーダー人民元建て対外貸付を導入し、同年11月に、中国建設銀行上海支店は初めて、ゼネラル・エレクトリック（中国）子会社が、その米国親会社に対する1.5億元の人民元建て貸付を取り扱った。そして、2013年7月に、中国人民銀行は「クロスボーダー人民元業務手続き簡素化及び関連政策改善の通知」を公布し、国内の非金融機関が持分関係或いは同一親会社を有する海外メンバー企業に対する人民元対外貸付や担保提供業務などを正式的に認めるようになった。こうした動きについて、王（2013）は、「非金融機関によるクロスボーダー人民元建て対外貸付の解禁は、融資コストがまだ高いなどの影響によって、発展が相対的に遅い人民元建て直接投資と人民元建て銀行対外貸付という2つの方式に対する有益な補完措置である」と述べている¹⁹⁴⁾。

図表 5.35 クロスボーダー人民元建て対外貸付額の推移（単位：億元）



（出所）中国人民銀行「金融機関による人民元建て貸借収支表」に基づく作成。

¹⁹⁴⁾ 王布衣（人民銀行上海本部）「非金融機関による人民元域外貸付の作用」『中国金融』2013年18期。

第3節 投資通貨としての人民元の課題

以上の考察より、2015 年を境に、人民元国際通貨化の過程全体において、貿易通貨として人民元が有する重要性が低下しつつあるのに対して、投資通貨としての重要性は相対的に増していることが明らかになった。そのため、今後、人民元が単なる「国際化」というステージ1から、さらに「地域的国際通貨化（＝人民元圏の形成）」というステージ2にシフトするためには、投資通貨としての機能拡充に向けた施策がどの様に展開されるかが重要な論点となってくる。

2015 年以降、香港点心債などオフショア型人民元建て証券投資の勢いが弱まりつつある一方、新たな投資先となった中国本土の人民元建て債券やA株などに、投資資金を振り向ける動きが一段と加速している。こうした中国の「本国」市場を中心とする人民元建て証券投資の活発化に伴う国境を越える人民元の資金決済の増加は、人民元外為取引の「厚さ」の増加につながるため、人民元国際通貨化の推進要因になるものと考えられる。しかしながら、現在のところ、中国本土の金融・資本市場における外国投資家の参入率は依然として低い水準にあり、ドルやユーロなどの国際通貨に比べた場合、人民元が投資通貨として果たしている機能は極めて限定的なものであると考えざるをえない。こうした状況に鑑み、本節では、国内金融・資本市場の対外開放に向けた中国政府の取り組みについて概観したうえで、投資通貨としての人民元が抱える課題について考察したい。

既にみたように、2014 年 11 月と 2016 年 12 月に、中国本土（上海・深圳）と香港間の株式相互投資制度（ストックコネクト）が相次いで導入された。その後、2017 年 11 月 9 日のトランプ米大統領の初の中国訪問を機に、中国政府は 10 日に国内の証券や銀行、生命保険など金融業務に関する外資の参入規制を緩和する方針を示し、中国における金融・資本市場の対外開放は加速し始めた¹⁹⁵⁾。従来、外資が中国で証券や生命保険業務を展開する場合、中国企業と合弁会社を設立する必要があるが、また、出資比率も 50%以下に制限されていた。今回の措置により、証券の外資出資比率は 2017 年中に 51%に引き上げられ、2020 年には全額出資が認められた。生保も 2020 年に 51%に引き上げられ、2022 年には全額出資が可能になった。しかしながら、「今回の規制緩和を実施しても、実際に外資が全額出資の証券や生保を設立する際には中国金融当局の認可が必要となる見通し。参入条件を満たしていても、すぐに認可されるかどうかは不透明な面がある」¹⁹⁶⁾とも指摘されている。

2018 年 4 月 11 日、中国人民銀行易綱（Yi Gang）総裁は、「金融業を大幅に対外開放することで（中国の金融機関の）国際競争力を高める」¹⁹⁷⁾という目的を示したうえで、金融市場の新たな開放策を公表した（図表 5.36 参照）。今回の開放策には、外資出資規制の緩和措

¹⁹⁵⁾ 中国の金融開放については、関志雄（2018）、関根（2019）、神宮（2020）を参照されたい。

¹⁹⁶⁾ 「中国が金融一部開放へ 証券・保険、全額出資を容認 中国系銀行の買収も可能に」、『日本経済新聞』2017 年 11 月 10 日。

¹⁹⁷⁾ 「中国が金融開放前倒し、対米摩擦にらみ 従来の焼き直しも」、『日本経済新聞』2018 年 4 月 11 日。

第5章 国際投資通貨としての人民元

置のほか、業務規制の緩和や株式市場の規制緩和などの内容も含まれている。また、中国系金融機関と比べ、外資系金融機関を差別的に取り扱わない原則も強調されている。しかし、17年11月の措置と比べた場合、「米国との貿易摩擦をにらんだ措置だが、従来方針の焼き直しも目立つ」¹⁹⁸⁾との指摘があり、また、「外資金融機関が強みを発揮できるのは海外と中国をつなぐ為替取引や海外証券投資の支援。だが、この分野は依然として厳しい資本規制が残るうえ、16年末以降はむしろ規制が強まった」¹⁹⁹⁾とも指摘されている。

こうした状況を踏まえ、現在、中国国内の金融市場における外国投資家の参入率は依然として低い水準にある。Cerutti and Obstfeld (2018) によれば、2017年の時点では、中国の株式市場と債券市場における外国投資家の参入比率は、それぞれ2.4%、1.6%と、米国

図表 5.36 2018年4月の対外金融開放措置 11 条

分野	内 容
①銀行	・国内の銀行と金融資産管理会社の外資出資比率規制を撤廃し、外資を内資と同一に扱う ・外国銀行が中国国内で支店と子会社を同時に設立することを認める
②証券・保険	・証券会社、ファンドマネジメント会社、先物会社、生命保険会社の外資出資比率の上限を51%に引き上げ、3年後に上限の規制を撤廃
③証券	・合併証券会社の国内株主のうち、少なくとも1社を証券会社とする規制を撤廃
④証券 (ストックコネクト)	・2018年5月1日から、中国本土(上海・深圳)と香港間の株式相互取引制度(ストックコネクト)の1日あたりの投資額の上限を、従来の4倍に拡大(「沪股通」と「深股通」の上限を130億元から520億元に、「港股通」の上限を105億元から420億元にそれぞれ拡大)
⑤保険	・条件を満たした外国投資家が中国国内で保険代理業務と保険査定業務を行うことを認める
⑥保険	・外資系保険ブローカー会社の国内業務範囲を拡大し、国内の保険ブローカー会社と同一に扱う
⑦銀行	・信託、ファイナンスリース、自動車金融、マネーブローカー、消費者金融など銀行の金融業務への外資参入を奨励
⑧銀行	・商業銀行が新たに設立する金融資産投資会社と理财会社の外資出資比率の上限を撤廃
⑨銀行	・外資系銀行の国内業務範囲を大幅に拡大
⑩証券会社	・合併証券会社の国内業務範囲のみを対象とする規制を撤廃し、国内証券会社と同一に扱う
⑪保険会社	・外資系保険会社が設立するまでの2年間は、代表所(駐在員事務所)を営む必要があるという規制を撤廃する

(出所) 中国人民銀行公表資料「易纲行长在博鳌亚洲论坛宣布进一步扩大金融业对外开放的具体措施和时间表」、2018年4月11日、より筆者作成。

(注) ①～⑥は2018年6月末までに、⑦～⑪は2018年以内に、それぞれ実施する予定とされた。その後、②について、2018年4月の措置により、生命保険会社の外資出資比率の51%への引き上げ時期は2年ほど前倒しされた。また、2019年7月2日、李克強首相は、外資が中国で証券や生命保険事業を手掛ける場合の出資規制の撤廃について、当初予定の2021年から1年、前倒しすると表明した。

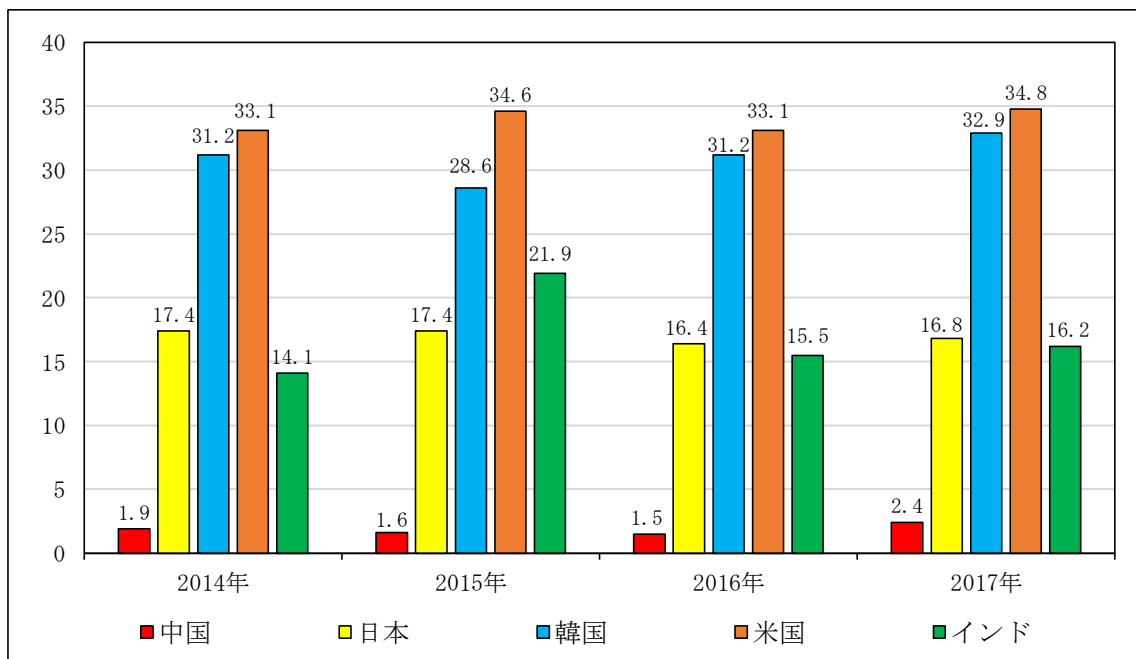
¹⁹⁸⁾ 例えば、「銀行や証券の業務規制は基本的に監督当局が公表済みの内容で、新しいのは実施時期だけだ。株式相互取引の上限拡大もこれまで上限額に達したことはほとんどない」とも指摘されている(『日本経済新聞』、2018年4月11日)。

¹⁹⁹⁾ 同上。

第5章 国際投資通貨としての人民元

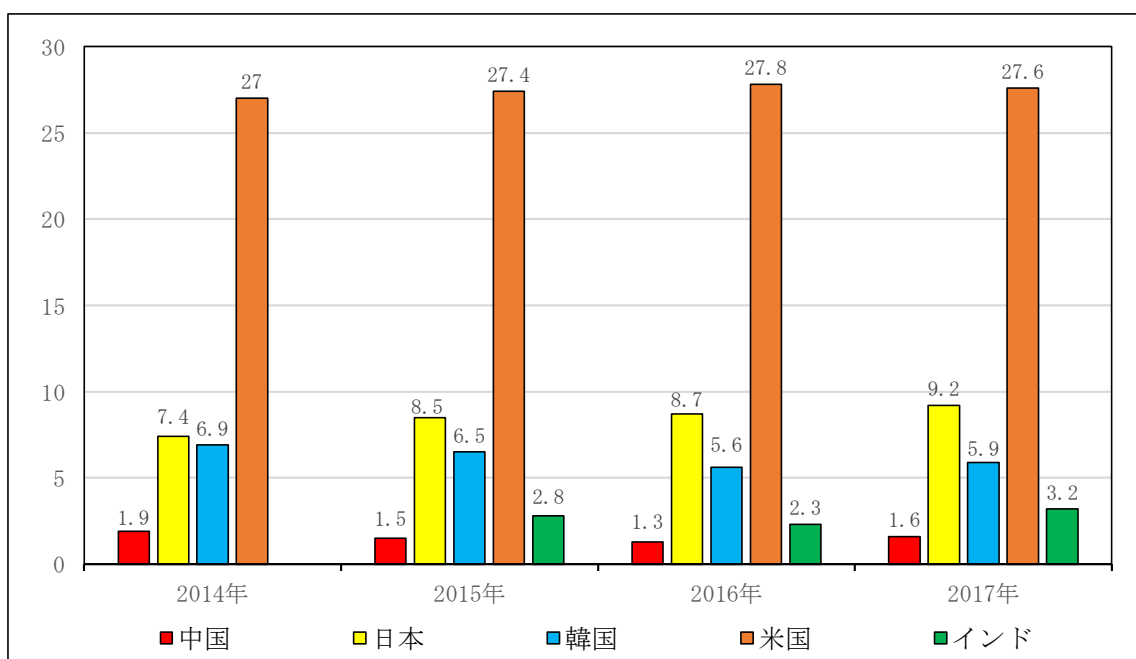
(34.8%, 24.6%), 韓国 (32.9%, 5.9%), 日本 (16.8%, 9.2%), インド (16.2%, 3.2%)
 といった国々の水準にははるかに及ばない (図表 5.37, 図表 5.38 参照)。

図表 5.37 世界各国の株式市場における外国投資家の保有比率 (単位: %)



(出所) Cerutti and Obstfeld (2018), p.5 より。

図表 5.38 世界各国の債券市場における外国投資家の保有比率 (単位: %)



(出所) Cerutti and Obstfeld (2018), p.5 より。

第5章 国際投資通貨としての人民元

また、債券については、外国投資家が保有している中国国内債券の内訳についても確認しておく必要がある。中国中央国債登記結算会社が公表した『債券市場統計分析報告』によると、2014年から2018年にかけて、外国投資家が保有している国内債券のうち、記帳式国債と政策性銀行債が全体の95%以上のシェアを占め続けている（同じ期間内に全体に占める国債のシェアは46.7%から75.2%に上昇）（図表5.39参照）。これは、外国投資家が中国の債券市場に投資する際に、中国の金融システムに対する不安から、「安全資産」とされる中国国債を選好する投資家が圧倒的に多いことを示唆している。その結果、中国債券市場全体に占める外国投資家の参入比率は2018年の時点で2.7%にとどまっているものの、国債市場に占める外国投資家の比率は8.0%に達している（図表5.40参照）。

こうした外国投資家の中国の国債選好志向については、Cerutti and Obstfeld (2018)によっても指摘されている。それによれば、米国やドイツなどでは、外国投資家が保有している債券のうち、国債など政府系債券が全体のおよそ6割となっているのに対し、中国や日本、韓国などでは、政府系債券のシェアは9割以上に達している²⁰⁰⁾（図表5.41参照）。

このように、中国政府が国内の金融業の対外開放を加速しているものの、外資系金融機関が強みを発揮できる為替取引などの分野では、依然として厳しい資本規制が残っている。その結果、米国や日本などの国々に比べ外国投資家の金融・資本市場への参入率が依然として低い水準にある。さらに、債券投資については、外国投資家が国債や政策性銀行債を選好する傾向が極めて強い。こうした諸点は、人民元の投資通貨としての機能拡充を妨げる要因となっている。

図表 5.39 外国投資家が保有する中国国内債券の内訳（2014年～2018年）（単位：億元，%）

債券種類	2014年		2015年		2016年		2017年		2018年	
	金額	対前 年比	金額	対前 年比	金額	対前 年比	金額	対前 年比	金額	対前 年比
記帳式国債	2214.53	63.16%	2484.48	12.19%	4236.51	70.52%	6064.92	43.16%	10972.64	78.09%
地方政府債	5.80	0.00%	3.80	▲34.48%	53.10	1297.37%	96.30	81.36%	25.10	▲73.94%
政府支持機構債	53.56	20.90%	103.88	93.95%	81.35	▲21.69%	76.60	▲5.84%	46.80	▲38.90%
政策性銀行債	2385.17	109.63%	2464.32	3.32%	3046.03	23.61%	3183.22	4.75%	3624.66	7.66%
商業銀行債	8.50	13.33%	19.70	131.76%	12.20	▲38.07%	11.20	▲8.20%	71.22	50.89%
企業債	69.87	71.89%	173.07	147.70%	149.49	▲13.62%	152.07	1.72%	143.59	▲5.64%
資産担保証券	1.32	0.00%	3.61	173.56%	4.04	11.91%	3.72	▲7.92%	119.33	1279.38%
合計	4738.75	82.64%	5252.86	10.85%	7582.72	44.35%	9588.03	26.45%	15003.34	56.48%

（出所）中央国債登記結算有限責任公司『債券市場統計分析報告』2015～2019年版より作成。

²⁰⁰⁾ Cerutti and Obstfeld (2018), p.6を参照されたい。また、中国（上海・深圳）の国際金センターとしての地位についての考察は坂和（2015）、上海証券交易所（2019）、张晓斐（2020）を参照されたい。

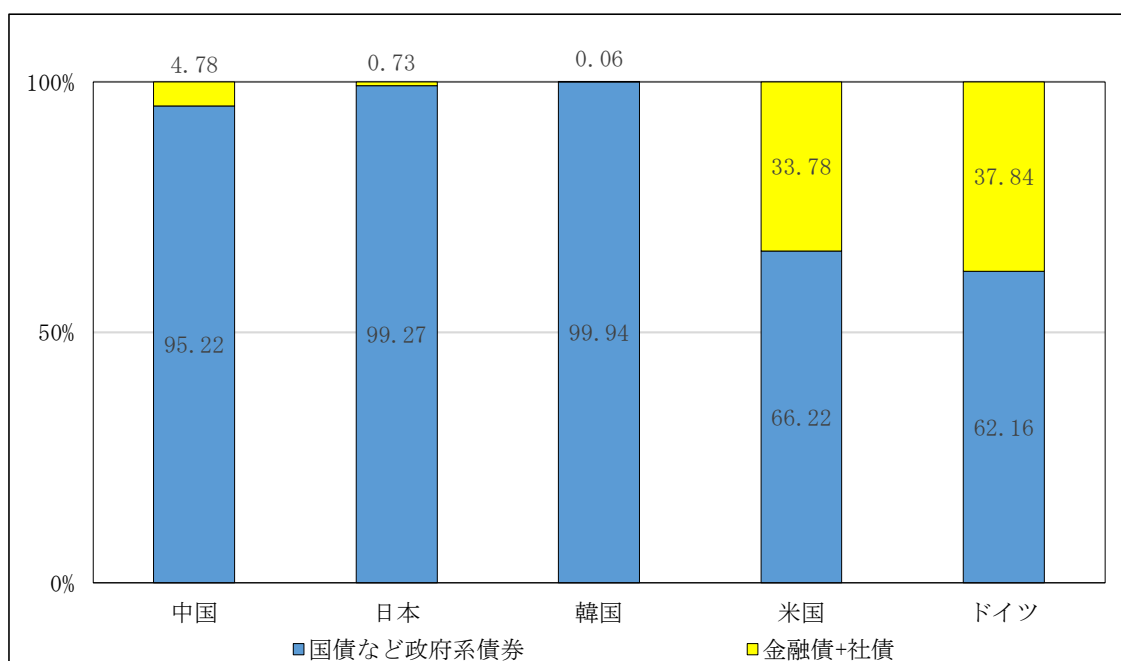
第5章 国際投資通貨としての人民元

図表 5.40 中国債券市場の商品別構成（2018 年）（単位：億元，％）

金融機関	記帳式国債		地方政府債		政府支持機構債		政策性銀行債		商業銀行債		企業債		資産担保証券	
	2018 金額	対前年 比	2018 金額	対前年 比	2018 金額	対前年 比	2018 金額	対前年 比	2018 金額	対前年 比	2018 金額	対前年 比	2018 金額	対前年 比
政策性銀行	997	▲9%	17735	15%	180	▲8%	345	▲22%	468	95%	39	2%	37	▲29%
商業銀行	88617	9%	153272	20%	8434	9%	88392	7%	14105	26%	5194	1%	7673	98%
信用社	821	▲8%	1173	24%	181	▲15%	4377	▲14%	305	74%	240	▲41%	1	▲86%
保険会社	3273	29%	352	576%	2236	▲8%	6077	2%	2882	▲3%	887	▲23%	57	6%
証券会社	1438	161%	799	601%	130	31%	1809	108%	180	173%	1791	9%	186	14%
非銀行金融機関	342	25%	20	1935%	15	23%	357	▲8%	40	29%	97	▲21%	382	9%
非法人商品	8429	20%	3537	372%	4556	14%	39282	9%	20011	23%	14618	▲15%	6333	50%
非金融機関	7	▲51%	0	-	0	0%	1	0%	2	0%	4	▲54%	-	-
海外機関	10973	78%	25	▲74%	47	▲39%	3625	8%	71	51%	144	▲6%	119	1279%
その他	21504	▲2%	3786	50%	366	574%	902	97%	-	-	8045	▲18%	9	-
合計	136400	12%	180700	23%	16145	9%	145167	8%	38063	23%	31058	▲13%	14797	70%

（出所）中央国債登記結算有限責任公司『債券市場統計分析報告』2019 年版より筆者作成。

図表 5.41 主要国において外国投資家が保有する債券の内訳（単位：％）



（出所）Cerutti and Obstfeld (2018), p.6 より。

小括

本章では、証券投資、直接投資、貸出・借入という3つの分野における、人民元の国際投資通貨としての利用状況をそれぞれ確認した。その結果、2015年以降、貿易通貨としての人民元の重要性が低下しつつあるのに対して、国際投資通貨としての人民元の趨勢が当面人民元の国際通貨化の成否の鍵となっていることを明らかにした。また、関連して、2015年を境に、人民元建て証券投資では、香港点心債を中心とする従来のオフショア型証券投資から、中国本土のA株やパンダ債を中心とするクロスボーダー証券投資へのシフトが生じていることを確認した。

とはいえ、中国政府による金融分野における一連の自由化措置にもかかわらず、現在のところ、中国の株式・債券市場における外国参入率は依然として低く、外国投資家による中国債券市場への投資も、そのほとんど国債など政府系債券に集中している。こうした状況は、投資通貨としての人民元の機能拡充の妨げとなっている。

第6章 公的国際通貨としての人民元

はじめに

第4章と第5章では、外国為替論アプローチが規定した「下（市場）」からの取引数量面アプローチに従い、人民元建て貿易取引と資本取引の進展についてそれぞれ確認した。本章では、視点を公的レベルに移し、公的国際通貨としての人民元のパフォーマンスについて考察する。

国際通貨の標準的アプローチは、公的部門 (official) に用いられる国際通貨の諸機能を、公的決済通貨・介入通貨（交換・支払手段）、公的基準通貨（計算単位）、準備通貨（価値貯蔵手段）に大きく分けている²⁰¹⁾。外国為替論アプローチは、これらの機能の中の公的基準通貨機能を特に重視している。例えば、岩田（2005）はドイツ・マルク国際通貨化の経験を踏まえ、「貿易や投資において第三国通貨として利用されることがなくても、当該地域でのGDP規模、貿易規模、国内金融市場規模などが相対的に大きく、なおかつ当該エリアの諸通貨の為替標準としての機能を果たしている通貨が、銀行間外国為替市場のレベルでの為替媒介通貨＝国際通貨として選択される可能性が高い」と指摘している²⁰²⁾。こうした認識を踏まえ、本章では、まず、人民元の公的基準通貨としての機能について考察したい。

次に、人民元の外貨準備通貨としての機能に焦点を絞り、2015年にIMFの特別引出権(SDR)の構成通貨に組み込まれたことが、人民元国際化に与える影響、および、IMFの外貨準備通貨全体に占める人民元シェアの変化について確認したい。

最後に、人民元の公的国際通貨としての機能拡充を妨げる要因について検討し、また関連して「人民元圏」形成の可能性についてとりあげる。

第1節 公的基準通貨

1. 主要な公的基準通貨

岩田（2005）は、「特定通貨が、世界のもしくは特定地域の為替相場固定のための基準通貨となっている場合、為替ディーラーにとって当該通貨建てポジションを抱えることから生じる為替リスクは、他の通貨との比較で相対的に小さくなる」としており、また戦後のIMF体制におけるドルと、EMSにおけるドイツ・マルクの事例を踏まえ、「形式上もしくは実質的に為替標準通貨の機能を果たしている通貨は、当該通貨を為替標準として選択している国の外国為替銀行にとって、為替媒介通貨として機能するための重要な条件を備えていた

²⁰¹⁾ 岩田（2005）、63頁の図表4を参照されたい。その他、Ito and McCauley（2019）は国際通貨の公的機能、アンカー通貨（計算単位）、介入通貨（交換・決済手段）、外貨準備通貨（価値貯蔵）に分けている（p. 1）。

²⁰²⁾ 岩田（2005）、69頁。一方で、岩田（2005）は、介入通貨の為替媒介通貨機能に与える影響は、為替相場が介入点に達した際にのみ発現する補助的ルートとして理解することが適切と考えることを示している（68頁、注21）。

第6章 公的国際通貨としての人民元

といえる」²⁰³⁾と指摘している。そのため、多くの国々が自国通貨を特定通貨にペッグし、特定通貨が、公的基準通貨としての機能を拡充することは、当該通貨の外為取引量の増加および為替媒介通貨としての機能拡充につながるものと考えられる。

国際通貨基金（IMF）が公表する「世界各国の金融政策フレームワークと為替相場アンカーの構成」によると、2019年現在、IMFに加盟している192カ国・地域のうち、80カ国・地域が為替相場アンカーを採用しており、全体の41.7%を占めている（2008年には、115カ国・地域で59.9%であった）²⁰⁴⁾。これらの国々のうち、自国通貨をドル、ユーロにリンクさせている国は、2008年の66カ国、27カ国・地域から2019年の38カ国、25カ国・地域にそれぞれ減少した（図表6.1参照）。

一方で、IMF（2019）が指摘しているように、ドルは依然として最重要なアンカー通貨であるが、そのシェアは長期的に低下傾向が続いている（2008年の33.0%から2019年の19.8%に低下）。また、ユーロのシェアは大きく変わっていないが（2008年の14.4%から2019年の13.0%にやや低下）、ユーロをアンカーとしているのは基本的に欧州諸国と歴史的に関係の深い国々である²⁰⁵⁾。そして、ドルとユーロ以外の通貨に自国通貨をリンクさせ

図表6.1 世界各国の金融政策フレームワークと為替相場アンカーの構成（単位：％）

	為替相場アンカー				貨幣集計量 ターゲット	インフレ・ ターゲット	その他
	ドル	ユーロ	通貨バスケット	その他通貨			
2008年	33.0 (66)	14.4 (27)	8.0 (15)	3.7 (7)	11.7 (22)	22.9 (44)	6.4 (11)
2009年	28.7 (54)	14.4 (27)	7.4 (14)	4.3 (8)	13.3 (25)	15.4 (29)	16.5 (31)
2010年	26.5 (50)	14.8 (28)	7.9 (15)	3.7 (7)	13.2 (25)	16.4 (31)	17.5 (33)
2011年	25.3 (48)	14.2 (27)	7.4 (14)	4.2 (8)	15.3 (29)	16.3 (31)	17.4 (33)
2012年	22.6 (43)	14.2 (27)	6.8 (13)	4.2 (8)	15.3 (29)	16.8 (32)	20.0 (38)
2013年	23.0 (44)	14.1 (27)	6.8 (13)	4.2 (8)	13.6 (26)	17.8 (34)	20.4 (39)
2014年	22.5 (43)	13.6 (26)	6.3 (12)	4.2 (8)	13.1 (25)	17.8 (34)	22.5 (43)
2015年	22.0 (42)	13.1 (25)	6.3 (12)	4.2 (8)	13.1 (25)	18.8 (36)	22.5 (43)
2016年	20.3 (39)	13.0 (25)	4.7 (9)	4.7 (9)	12.5 (24)	19.8 (38)	25.0 (48)
2017年	20.3 (39)	13.0 (25)	4.7 (9)	4.7 (9)	12.5 (24)	20.8 (40)	24.0 (46)
2018年	19.8 (38)	13.0 (25)	4.7 (9)	4.7 (9)	12.5 (24)	21.4 (41)	24.0 (46)
2019年	19.8 (38)	13.0 (25)	4.2 (8)	4.7 (9)	13.5 (26)	21.4 (41)	23.4 (45)

（出所）IMF, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* 2019 より筆者作成。

（注）この図表の中で、（ ）の中の数値は国の数を示す。

²⁰³⁾ 岩田（2005），67-68頁。

²⁰⁴⁾ IMF, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* 2019, p.7, Table 2.

²⁰⁵⁾ 同上, p.11.

ている国は、2008年の7カ国・地域から2019年の9カ国・地域に増加した。そのうち、キリバス、ナウル、ツバルの3カ国は豪ドルを法定通貨としており、ブルネイ・ダルサラーム国はシンガポール・ドルに対するカレンシーボードを採用している。また、スワジランド、レソト、ナミビアの3カ国は自国通貨を南アフリカ・ランドにペッグさせており、ブータンとネパールは自国通貨をインド・ルピーにペッグさせている。このカテゴリーに分類される国々の大半は内陸国又は島嶼国で、自国通貨のアンカーとして選択する国と隣接しており、また、アンカー通貨は通常国内で自由に使える通貨（法定通貨の場合が多い）であると、IMF（2019）は指摘している²⁰⁶⁾。

さらに、複数通貨で構成された通貨バスケットに自国通貨をリンクさせている国は2008年の15カ国・地域から2019年の8カ国・地域に減少した。そのうち、ボツナワ、リビア、シリアの3カ国は自国通貨をSDRにリンクさせており、モロッコは自国通貨をユーロとドルで構成した通貨バスケットにリンクさせているほか、フィジー、クウェート、シンガポール、ベトナムの4カ国は通貨バスケットの内訳を公表していない²⁰⁷⁾。

一方、為替相場アンカーを採用していない各国のうち、貨幣集計量を金融政策の目標や金融調節の操作対象としている国は、2008年の22カ国・地域から2019年の26カ国・地域に増えたのに対して、インフレ・ターゲットを採用している国は2008年の44カ国・地域から2019年の41カ国・地域に減少した。

そして、以上のどれにも該当しない「その他」というカテゴリーに分類された国は、2008年の11カ国・地域から2019年の45カ国・地域に増加した。このカテゴリーには、米国や欧州主要国など自国通貨以外にアンカー通貨を指定せずに、多方面の指標を参考に金融政策を策定する先進国を含めるほか、金融政策の枠組みを公表しない国々も含まれる。

しかしながら、以上の3つのカテゴリーにおいて、多くの国々は事実上のドルあるいはユーロに対するペッグ制を維持していると、IMF（2019）は指摘している²⁰⁸⁾。例えば、「貨幣集計量・ターゲット」グループの15カ国（アンゴラ、ボリビア、エチオピア、ギニア、マラウイ、ミャンマー、ナイジェリア、スリナム、タジキスタン、タンザニア、イエメン、アフガニスタン、バングラデシュ、ブルンジ、ルワンダ）と、「インフレ・ターゲット」グループの4カ国（グアテマラ、インドネシア、コスタリカ、ドミニカ共和国）、「その他」グループの8カ国（アゼルバイジャン、エジプト、パキスタン、南スーダン、ウズベキスタン、ハイチ、モーリタニア、パプアニューギニア）は、實際上（de facto）のドル・ペッグ制を維持している。また、「インフレ・ターゲット」グループのセルビアは事実上のユーロ・ペッグ制を維持している。さらに、「貨幣集計量・ターゲット」グループの中国と「その他」グループのソロモン諸島、サモアは事実上の通貨バスケット制を維持している。

以上で示したように、IMFが把握する為替相場制度には、その国が公表している公式（de

²⁰⁶⁾ IMF, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* 2019, p. 11.

²⁰⁷⁾ 同上, p. 11.

²⁰⁸⁾ 同上, p. 8-9, Table2.

jure)の為替相場制度と、実際(de facto)の為替相場制度があり、前者は後者と必ずしも一致していない²⁰⁹⁾。しかし、2020年末の段階で、自国通貨のアンカー通貨として人民元を公式に選択し、自国通貨を人民元にペッグしている国はない。これは、人民元が公的基準通貨として直接的には機能していないことを意味している。

一方で、2015年に人民元がIMFの特別引出権(SDR)の構成通貨バスケットに組み込まれたことにより、基準通貨にSDRを採用している3カ国(ボツナワ、リビア、シリア)にとっては、人民元が公的基準通貨として間接的に機能し始めたと言える。しなしながら、SDRを基準通貨として採用している国は極めて少なく、またSDR自体の準備通貨としての役割が極めて限定的なものである(本章2にて後述)ことに鑑み、人民元が間接的に果たしている公的基準通貨としての機能も極めて限られていると考えざるを得ない。

2. 人民元の公的基準通貨機能を妨げる要因

Ilzetzki, Reinhart and Rogoff (2019)は、ブレトンウッズ体制の時期と同様に、現在のところ、ドルが依然として世界で最も重要な公的基準通貨として用いられており、世界GDPの約70%のシェアを占めている国・地域の通貨の、対ドル相場のボラティリティ(変動率)が、他の主要通貨に対する変動率より小さいことを指摘している²¹⁰⁾。さらに、Ilzetzki, Reinhart and Rogoff (2019)は、2015年夏の人民元の切り下げに伴い、多くのアジア通貨と他の新興国通貨の相場も連動して下落したこと(第5章参照)に鑑み、人民元が公的基準通貨として機能している可能性について言及したものの、実証分析の結果として、中国は依然としてドル圏に属していると指摘している²¹¹⁾。

人民元が公的基準通貨として機能するのを妨げる要因として、①人民元建て貿易取引や対外債務が少ない、②世界の外貨準備に占める人民元の比率が低い、③人民元が媒介通貨として機能していない、といった諸点が指摘されているほか、人民元相場がドル相場と強く連動しており、人民元・ドルのクロスレートが2%のバンドに収まっているため、ドルアンカーと人民元アンカーとをそもそも判別しにくく、ドルアンカーから人民元アンカーへのシフトも観察されにくい、という点が指摘されている²¹²⁾。そして、Ilzetzki, Reinhart and Rogoff (2019)は、世界経済に占める中国の重要性が増していることに鑑み、人民元が今後アンカー通貨になる可能性は完全に否定できないものの、中国人民銀行がドルなどで構成した通貨バスケットへの為替相場の安定を維持し、外国為替市場における介入を引続き実施し、人民元の完全な交換性は認めない間は、人民元のアンカー通貨としての機能拡充は難しい、との見解を示している。

さらに、Ilzetzki, Reinhart and Rogoff (2019)は、ドイツ・マルクのアンカー通貨と

²⁰⁹⁾ 勝(2008), 1頁。また、東アジア域内通貨制度や金融協力の考察については日本財務省(2017), 赤羽(2019b)を参照されたい。

²¹⁰⁾ Ilzetzki, Reinhart and Rogoff (2019), p. 599.

²¹¹⁾ 同上, p. 624.

²¹²⁾ 同上, p. 625-626.

しての機能拡充の経験から、人民元のアンカー・基準通貨になるためのいくつかのインプリケーションを提示している。IMF 主導の金・ドルを基軸とするブレトンウッズ体制のもとでは、ドイツは自国通貨マルクをドルにペッグし、固定為替相場制度を 1969 年まで維持してきた。しかし、ブレトンウッズ体制の後期、ドイツの貿易収支の黒字などを背景に、ドイツ・マルクの切上げが何度も行われた。結局、1969 年 9 月のドイツ新政権の発足後にマルク相場は変動相場制に移行し、また同年 10 月には、旧平価を 9.3% 上回るマルクの new 平価が、新たに成立したブランド内閣によって決定された。ただし、1969 年のドイツ・マルクの切上げに連動して切上げられたのはベルギー・フランだけであった。これとは対照的に、フランス・フランやオランダ・ギルダーなどの通貨は、1969 年の時点でドイツ・マルクとの明確な連動が見られなかったが、その 1 年半後、ブレトンウッズ体制の崩壊に伴い、これらの通貨はドイツ・マルクと強く連動するようになった。こうして、実質上ドイツ・マルクをアンカーとした欧州の為替相場メカニズム (ERM) が公式に創設された 1979 年より以前に、欧州の多くの国はすでに自国通貨をマルクに連動させていた。要するに、いわゆる「ドイツ・マルク圏」(DM bloc) は、ブレトンウッズ体制の崩壊に続いて急速に形成されたが、わずか 1 年半前にはほとんど何の兆候も見られなかった。

Ilzetzki, Reinhart and Rogoff (2019) は、欧州諸国によるドルアンカーからマルクアンカーへのシフトが、ドイツ・マルクが対ドル固定制から離脱して以降に生じたことを強調している。また、現段階では、人民元は依然としてドルを基準としているが、将来人民元がドルとの連動を止めた場合、その時点で、人民元相場と連動することになる国の数こそが、人民元のアンカー通貨としての機能を判断するカギになると指摘している²¹³⁾。

第2節 外貨準備通貨

1. 主要な外貨準備通貨

国際通貨基金 (IMF) が公表した外貨準備統計 (Currency Composition of Official

²¹³⁾ Ilzetzki, Reinhart and Rogoff (2019), p.625. また、人民元と新興国通貨、アジア通貨との連動性に関しては、Kawai and Pontines (2016), McCauley and Shu (2018), Tovar and Nor (2018) が参考になる。例えば、McCauley and Shu (2018) は、新興国通貨とのより強い連動性が、新興国市場の投資家による人民元建て債券への投資意欲を高め、人民元国際化の拡大にとって重要であると示したうえで、人民元相場の変動に基づき、2015 年 8 月以降の中国為替制度を大まかに 3 つの段階に分けた。第 1 段階は、2015 年 8 月 18 日から 2016 年 2 月 13 日までの期間で、過渡期 (Transition period) と定義される。第 2 段階は、2016 年 2 月 14 日から 2017 年 5 月 25 日までの期間で、バスケット管理期 (Basket management period) と定義される。第 3 段階は、2017 年 5 月 26 日から 2017 年 8 月 1 日までの期間で、カウンターシクリカル管理期間 (Countercyclical management) と定義される。McCauley and Shu (2018) は、人民元相場がより安定的かつ予測可能な過渡期とバスケット管理期 (特に、バスケット管理期) において、インド・ルピー、インドネシア・ルピア、韓国ウォン、マレーシア・リンギット、フィリピン・ペソ、台湾ドルなどのアジア通貨と、ブラジル・レアルやチリ・ペソ、コロンビア・ペソ、ペルー・ソル、ロシア・ルーブルなどのアジア以外の新興国通貨の、人民元との連動性が特に強かった。これに対して、カウンターシクリカル管理期間においては、人民元とこれら通貨の連動性が相対的に弱かったことを指摘した。

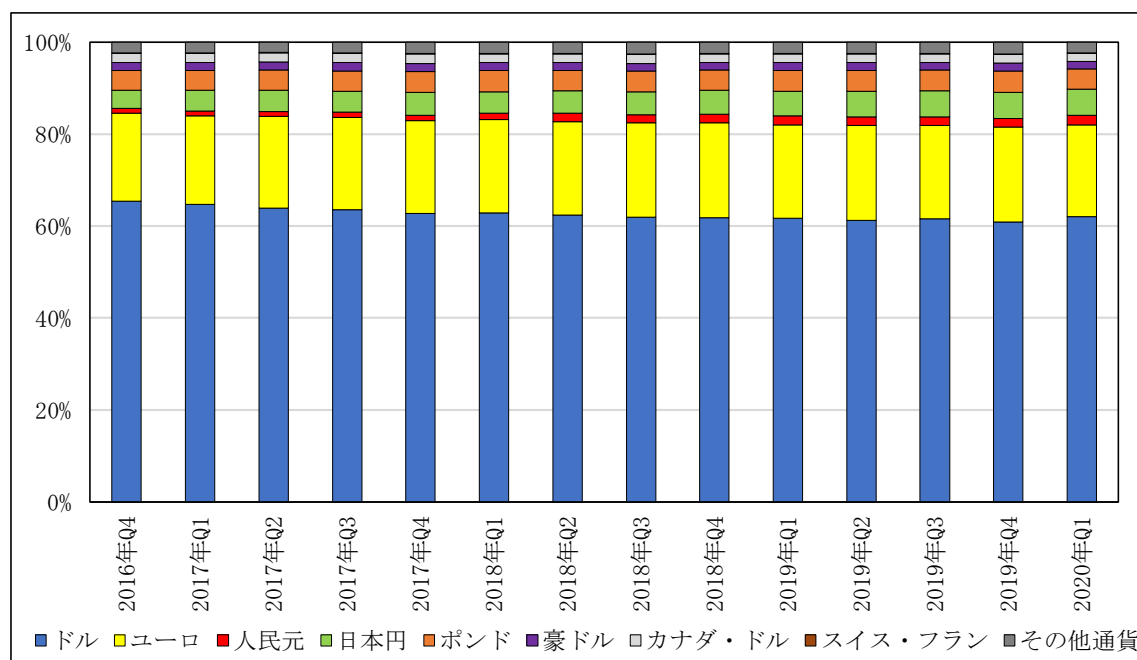
第6章 公的国際通貨としての人民元

Foreign Exchange Reserves, COFER) によると、2020年第1四半期現在、世界の外貨準備に占めるドルの比率は61.99%で、それに次ぐユーロの比率は20.05%となっている。ドルの比率は2016年第1四半期、2017年第1四半期にそれぞれ65.46%、64.69%であったが、2018年第1四半期、2019年第1四半期に62.79%、61.73%まで低下した。ただし、ドルの比率は依然として第2位のユーロの比率を大きく上回っており、主要な外貨準備通貨としてのドルの地位に大きな変化はない(図表6.2参照)。

実際、米国経済の世界経済に占める重要性が相対的に低下しつつあるなか、ドルが依然として世界の外貨準備において高い比率を占めていることは、国際金融における長年のパズル(謎)の1つとなっている(McCauley and Chan (2014))。Heller and Knight (1978)は40年以上も前に、世界の外貨準備に占めるドルのシェアが66%だと指摘したが、現在でも、ドルは60%台を維持している(2020年Q1, 61.7%)。Chinn and Frankel (2007)は世界の外貨準備においてドルが高い比率を占める原因を、米国の経済規模を示すGDPなどの経済変数で説明しようとしたものの、Lu and Wang (2019)は米国の経済規模や貿易額、債券市場の規模などで外貨準備に占めるドル比率を解釈すれば、ドルとユーロの比率はほぼ同じ水準にあるはずだという見解を示している²¹⁴⁾。

一方、McCauley and Chan (2014)は比較的早い時期から、世界の外貨準備に占めるドル

図表6.2 世界の外貨準備通貨構成(単位: %)



(出所) IMF, COFER より筆者作成。

(注) この図表は、IMFの統計により通貨別構成が分かっている世界の外貨準備の内訳を示したものである。2020年第1四半期時点では、世界の外貨準備高は11兆7,045億ドルで、そのうち通貨別構成が分かっているのは10兆9,569億ドルと、全体の93.6%を占めている。

²¹⁴⁾ Lu and Wang (2019), p. 25.

比率が高止まりしている原因として、多くの通貨のドル相場との連動性が他の主要通貨より高いことにある点を指摘している。特に、ドルの準備通貨としての地位は、米国自体の経済規模ではなく、「ドル圏」の経済規模を反映していることが、McCauley and Chan (2014) によって指摘されている²¹⁵⁾。同様に、Gopinath (2015) や Gopinath and Stein (2018) は、ドルの貿易インボイス通貨としての機能と、外貨準備通貨としての機能との連関性について考察を行い、ドル建て貿易取引決済比率の高い国の方が、外貨準備に占めるドル比率も高いと結論付けている²¹⁶⁾。さらに、Ito and McCauley (2019) は、1999 年から 2017 年にかけて、約 60 カ国・地域の外貨準備構成通貨の内訳の変化に基づき、世界の公的外貨準備の通貨構成に影響を及ぼすいくつかの要素を検討した。その結果、世界各国における外貨準備の通貨構成は、自国通貨とドルなど主要通貨との為替相場の連動性 (co-movement) および、当該国の貿易インボイス通貨の選択との間に強い関連があることが検証された²¹⁷⁾。

2. 外貨準備通貨としての人民元

人民元の準備通貨としての機能に関連する動きの 1 つとして、2015 年 11 月に人民元が IMF 特別引出権 (SDR) の構成通貨バスケットに組み込まれたことが挙げられる。SDR とは、Special Drawing Right の略称で、加盟国の準備資産を補完する手段として、IMF が 1969 年に創設した国際的な準備資産である²¹⁸⁾。SDR を構成する通貨バスケットは、世界の貿易取引と金融システムにおける通貨の相対的な重要性を反映するために、5 年ごとに IMF 理事会によって見直しが行われる。従来 SDR の価値は、ドル、ユーロ、日本円、英ポンドという 4 つの通貨の加重平均によって定められていたが²¹⁹⁾、2015 年 11 月 30 日に開催された国際通貨基金の理事会で、5 年に 1 度の特別引出権 (SDR) 通貨バスケットの対象通貨と構成比の見直しが実施され、従来の 4 通貨に加えて、2016 年 10 月 1 日から人民元を 5 番目の構成通貨として採用することが決定された。

しかしながら、人民元の SDR 構成通貨入りの意義とそれが人民元の国際化に与える影響について、篠原 (2015) は「先進国通貨のみで構成されていた SDR に人民元という新興国の通貨が加わったことは、従来の欧米先進国の国際金融体制が変革しつつあることを示す」と述べる一方、「SDR の準備資産としての役割が極めて限定的であることに鑑みると、人民元の SDR 入りはシンボリックな性格が強く、それ自体が人民元の国際化に直接大きく寄与す

²¹⁵⁾ McCauley and Chan (2014) , p. 23.

²¹⁶⁾ Gopinath and Stein (2018) , p. 2-3.

²¹⁷⁾ Ito and McCauley (2019) , p. 24-25. なお、世界の貿易インボイス通貨としてのドルの重要性などについては、第 2 章を参照されたい。

²¹⁸⁾ 国際通貨体制における SDR の位置付けについての考察は、藤田 (1998) を参照されたい。

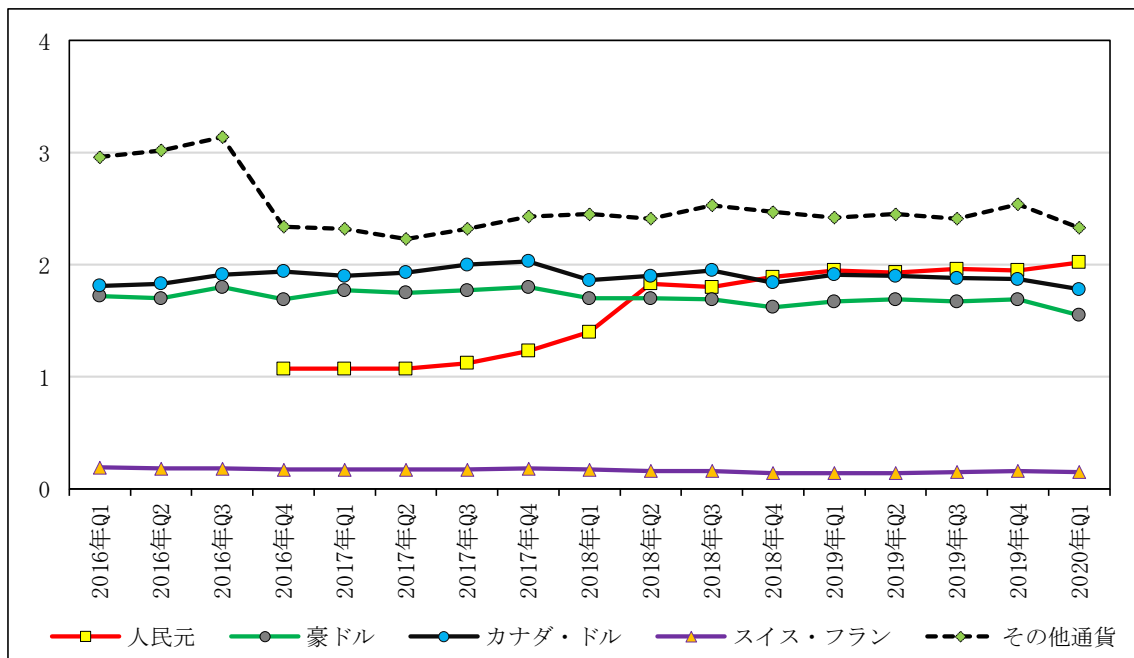
²¹⁹⁾ SDR は創設された当初には、1SDR は、1 ドル、純金 0.888671g と等価とされていたが、1974 年からは、16 カ国通貨 (米ドル、独マルク、英ポンド、仏フラン、日本円、カナダ・ドル、イタリア・リラ、オランダ・ギルダー、ベルギー・フラン、スウェーデン・クローナ、ノルウェー・クローネ、スペイン・ペセタ、デンマーク・クローネ、オーストリア・シリング、南アフリカ・ランド) の加重平均によるバスケット方式に移行した。その後、1981 年からバスケットの内容はドル、旧西独マルク、仏フラン、日本円、英ポンドの 5 通貨に変更された。

第6章 公的国際通貨としての人民元

るとは考えにくい」という認識を示している²²⁰⁾。このように、SDR 構成通貨として採用されたことは、人民元の公的国際通貨としての信頼性の向上に資するものと考えられるが、それが直ちに人民元建て決済のニーズを高めることにならないものと考えざるを得ない。

IMF の COFER 統計によると、世界各国が保有する人民元建て外貨準備は 2016 年第 4 四半期（人民元のシェアがはじめて報告された時）の 903 億ドルから 2020 年の 2,215 億ドルに増加しており、世界の外貨準備通貨に占める人民元のシェアは 2016 年の 1.07% から、2020 年の 2.02% に上昇した（図表 6.3 参照）。特に、2018 年上半期に、シェアの伸び率が比較的高かった。その原因としては、①国内金融市場の更なる開放（同年 5 月に上海・深圳と香港間のストックコネクトの 1 日あたりの取引上限額が従来の 4 倍に拡大）、②世界各国の公的部門の中国人民元建て債券・株式への投資意欲の高まり（6 月の米株式指数算出会社 MSCI による中国の人民元建て A 株の新興国指数への組み入れなど）が挙げられるほか、③2018 年に新興主要国で「ドル離れ」が加速したことなども挙げられる。

図表 6.3 外貨準備通貨としての人民元のシェアの推移（単位：%）



（出所）IMF, COFER より筆者作成。

倉都（2019）によると、米国が実施した制裁件数は 2010 年の約 1,000 件から、トランプ米大統領の就任後の 2018 年には 6,000 件以上に急増しており、またその中で特にドルの使用を制限する金融制裁は極めて強力であった。米国による制裁の対象となったイランやベ

²²⁰⁾ 篠原（2015）、「人民元 SDR 構成通貨に（上）篠原尚之東京大学教授－国際金融体制の変革象徴、『準備通貨』の意義低下（経済教室）」『日本経済新聞』、2015 年 12 月 16 日、朝刊。また、人民元の SDR 構成通貨入りの意義については、伊藤（2015）も参照されたい。

ネズエラ、ロシアなど多くの新興国では、制裁によって自国経済が麻痺しかねないとの懸念から、ドルの保有を引き下げて、金や人民元建て準備資産の保有を増加する動きが広がった。2018年の各国中銀やIMFの公的部門に拠る金購入量は前年比74%増の651.5トンと、1971年以来の最高水準を記録した。そして、金とともに注目されたのが人民元である。2018年以降多くの新興国が人民元建て準備資産の保有比率を引き上げた。例えば、ロシア中央銀行は、2018年9月時点で、外貨準備に占める人民元の比率を14%と、2017年9月の1%から大幅に高めたのに対して、ドル比率は46%から23%に低下したと表明した²²¹⁾。

3. 人民元の外貨準備通貨機能を妨げる要因

Lu and Wang (2019) は、世界各国の中央銀行が外貨準備のポートフォリオを選択する際の特徴を考察したうえで、人民元が準備通貨として機能するためには、国債市場の流動性を改善し、人民元の交換性を実現することが特に重要になると指摘している。そこでは、2005年第4四半期から2018年第2四半期までの期間の、米国、英国、ユーロ圏、日本、中国の5カ国・地域の国債市場の流動性（ビット・アスク・スプレッド）、および、ドル、英ポンド、ユーロ、日本円、人民元の5通貨の為替取引のコスト（ビット・アスク・スプレッド）が比較検討された結果、中国の国債市場の流動性が劣り、人民元の取引コストも大きいことが判明している。Lu and Wang (2019) は、この2点が、人民元の準備通貨機能を妨げる要因であると指摘している。

一方、McCauley and Chan (2014) は、国内通貨とドル相場との連動性が高いほど、当該国の外貨準備構成通貨に占めるドルの比率が高くなるという現状を踏まえ、人民元の外貨準備通貨としての機能拡充に向けたいくつかのインプリケーションを提示している。例えば、「中国経済の高度成長、資本取引の開放、金融・債券市場の発展、人民元の変動相場制への移行などの取り組みだけでは、人民元が外貨準備におけるドルの主導的な地位を揺らがすには十分ではないかもしれない。他方で、もしある時点で、人民元が主要通貨から独自に変動するようになり、中国の周辺国や主要貿易相手国が、自国通貨を人民元相場の動きに連動させることができれば、いわゆる『人民元圏（RMB BlocあるいはRMB Zone）』が形成されることになる。その結果、世界の外貨準備通貨に占める人民元のシェアは、『人民元圏』の比重に近い水準にまで上昇するものと考えられる」²²²⁾と述べている。

小括

本章では、視点を民間レベルから公的レベルに移し、人民元の公的基準通貨、外貨準備通貨としての地位について確認した。現段階で、世界各国では、自国通貨のアンカー通貨として人民元を公式に選択し、自国通貨を人民元にペッグするような国はまだ見出せないため、人民元は公的基準通貨として直接的に機能していない。一方で、2015年に人民元がIMF特

²²¹⁾ 「人民元、ドル覇権に一石 独自決済網 89カ国・地域に」、『日本経済新聞』2019年5月19日。

²²²⁾ McCauley and Chan (2014), p. 32.

別引出権（SDR）の構成通貨バスケットに組み込まれたことにより、自国通貨を SDR にリンクさせている少数の国々にとって、人民元が間接的に公的基準通貨として機能してきたといえる。ただし、実際に自国通貨を SDR にリンクさせている国は非常に少ない（3 カ国）ことを考慮すると、現段階では、人民元が間接的に果たしている公的基準通貨としての役割も極めて限定的なものであるといわざるをえない。

さらに、人民元の外貨準備通貨としてのシェアは上昇傾向にあるものの、ドルやユーロにははるかに及んでいない。今後は、人民元の公的基準通貨としての役割の拡充が、その準備通貨機能を拡充させるための重要な前提条件の 1 つにもなっている。

第7章 グローバル外国為替市場における人民元

はじめに

本章では、第4章から第6章までで考察した各分野での人民元の利用状況が集約される外国為替市場に焦点を当てて、そこでの利用状況について考察を行う。即ち、国際決済銀行（BIS）が3年に1度実施する「外国為替およびデリバティブに関する中央銀行サーベイ」をもとに、①グローバル外国為替市場での人民元取引が増加した原因、②人民元の主要な外為取引市場の特徴、③現段階で人民元が為替媒介通貨として機能していない理由などに注目しながら、国際通貨としての地位向上を目指す人民元の今後について考える。

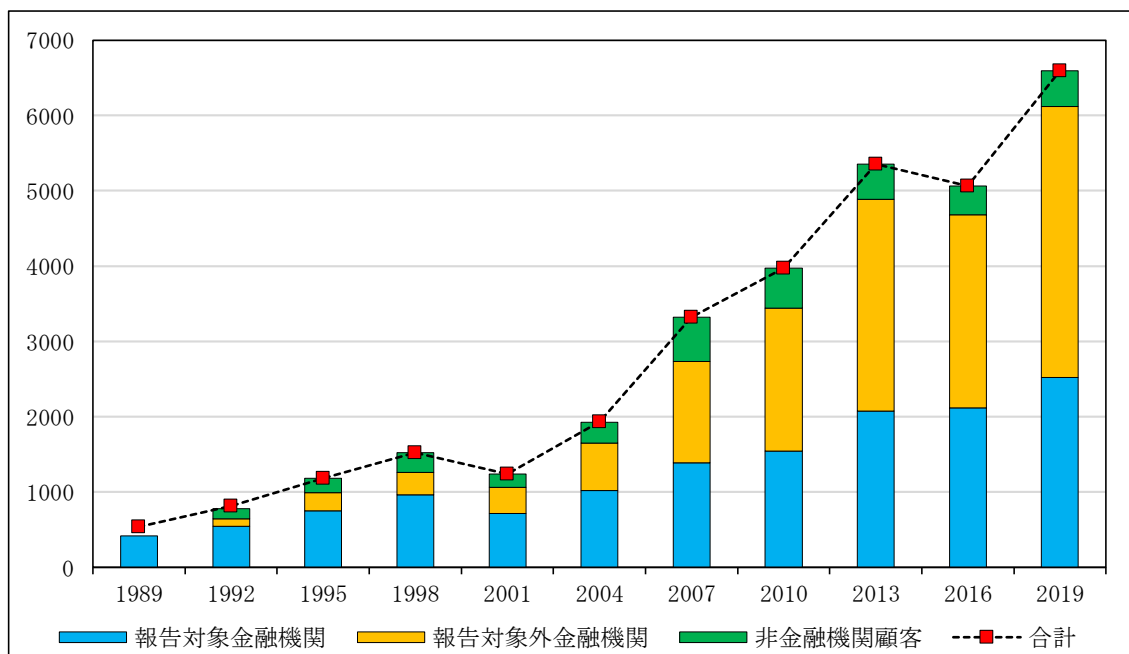
第1節 グローバル外国為替市場における人民元の開発

1. 世界の外為取引高の推移

国際決済銀行（BIS）が3年に1度実施する「外国為替およびデリバティブに関する中央銀行サーベイ」によると、2019年4月には、グローバル外国為替市場の1日の平均取引高は6.6兆ドルで、2016年4月より29%増加した（図表7.1参照）。

2016年には、グローバル外為市場におけるプライムブローカレッジ（prime brokerage）業務などは、2015年に起きたスイスフラン・ショックから完全に立ち直ることができず、外為取引高の1日平均取引高は2013年4月の5.4兆ドルから5.1兆ドルに、2001年以降の

図表7.1 世界の外国為替市場での1日平均取引高の推移（単位：10億ドル）



（出所）BIS, *Triennial Central Bank Survey, Global Foreign Exchange Market Turnover in 2010・2013・2016・2019*より筆者作成。

初めての減少となった²²³⁾。だが、2019年に中小銀行や、ヘッジファンド、PTFなど金融機関顧客向けの取引の活発化は、外為取引全体の増加を支えている（Schrimpff and Sushko, 2019）。一方、Wooldridge（2019）は、2016年から2019年にかけて、外為取引における電子取引の拡大が、オフショア市場の発展と市場参加者の多様化を促進し、2019年の外為取引高の増加に大きく貢献したことも指摘している²²⁴⁾。

2. 人民元の外為取引高の推移

グローバル外国為替市場における主要通貨の取引高をみると、2019年には最大のシェアを占めているのは引き続きドルで、ユーロ、日本円、英ポンドがそれに次いでおり、主要な国際通貨の秩序は大きく変わっていない。しかし、近年、多くの新興国通貨（EME currencies）の外為取引は主要通貨より高い伸び率となっていることが指摘されている（図表7.2参照）。

2019年には、新興国通貨の1日の平均取引高は2016年より60%近く増加して、およそ1.6兆ドルに達しており、新興国通貨が全取引に占めるシェアは2016年の19%から2019年の23%に上昇した²²⁵⁾。Patel and Xia（2019）は、2016年から2019年にかけて、新興国通貨が先進国通貨より高い伸び率となった原因が、グローバル投資家が新興国資産（EME assets）への投資を選好する傾向が強まっていることにありと指摘している。また、Patel and Xia（2019）は、2019年には、新興国通貨のうち、最も取引量が多い通貨は中国人民元であるが、香港ドルやインド・ルピー、インドネシア・ルピアなど他の新興国通貨に比べると、人民元の外為取引の伸び率は鈍い点を指摘している²²⁶⁾。

図表7.2で示したように、グローバル外為市場において、人民元の1日平均取引高は2010年に340億ドルにすぎなかったが、2013年に1,200億ドル、2016年に2,020億ドルと、グローバル外為市場全体の伸び率を大幅に上回るペースで増え続けた。ただし、2019年には、人民元の1日平均取引高は2,840億ドルで、2016年に比べ40.6%増加したものの、人民元が全取引に占めるシェアは4.3%で、2016年（4.0%）のそれと大きく変わらず、また、人民元が全通貨に占める順位も2016年と同じく第8位にとどまっている。

Packer, Schrimpff and Sushko（2019）は、2019年には、人民元の外為取引量は、中国の貿易総量や1人あたりのGDPなど実体経済面の指標に基づく期待値を下回っていると指摘したうえで、こうした期待値との乖離は主に資本取引の規制など金融面の要因によってもたらされたと説明している。さらに、2019年には、中国本土でのオンショア人民元取引に比べて、海外市場でのオフショア人民元取引の相対的な重要性が過去十年間で初めて低下

²²³⁾ 「スイスフラン・ショック」とは、スイス国立銀行（中央銀行）は2015年1月、対ユーロで設けていた上限レート（1ユーロ＝1.20フラン）を撤廃して、無制限のフラン売り・ユーロ買いの為替介入を突然停止し、スイス・フランの急騰と金融市場の混乱（その時、米国債買いなどリスクオフの動きが広がっていた）を招いたことを指す。さらに詳細は、Moore and Schrimpff, Sushko（2016）を参照されたい。

²²⁴⁾ Philip Wooldridge（2019）, p.16.

²²⁵⁾ Patel and Xia（2019）, p.54.

²²⁶⁾ Patel and Xia（2019）, p.54-55.

第7章 グローバル外国為替市場における人民元

しており、オフショア人民元（CNH）取引の減速は、人民元取引全体の伸び率の鈍化を招いた主因であると指摘している²²⁷⁾。ここでは、これらの2つの要因が、人民元の外為取引高の増減に与える影響に焦点を当てながら、人民元の外為取引の構造的な特徴について確認したい。

図表 7.2 世界の外国為替市場における主要通貨の取引高の推移（単位：10 億ドル，％）

通貨	2001 年 4 月		2004 年 4 月		2007 年 4 月		2010 年 4 月		2013 年 4 月		2016 年 4 月		2019 年 4 月	
	金額	比重	金額	比重	金額	比重	金額	比重	金額	比重	金額	比重	金額	比重
USD	1,114	89.9	1,702	88.0	2,845	85.6	3,371	84.9	4,662	87.0	4,437	87.6	5,819	88.3
EUR	470	37.9	724	37.4	1,231	37.0	1,551	39.0	1,790	33.4	1,590	31.4	2,129	32.3
JPY	292	23.5	403	20.8	573	17.2	754	19.0	1,235	23.0	1,096	21.6	1,108	16.8
GBP	162	13.0	319	16.5	494	14.9	512	12.9	633	11.8	649	12.8	844	12.8
AUD	54	4.3	116	6.0	220	6.6	301	7.6	463	8.6	349	6.9	447	6.8
CAD	56	4.5	81	4.2	143	4.3	210	5.3	244	4.6	260	5.1	332	5.0
CHF	74	6.0	117	6.0	227	6.8	250	6.3	276	5.2	243	4.8	327	5.0
CNY	0	0.0	2	0.1	15	0.5	34	0.9	120	2.2	202	4.0	284	4.3
HKD	28	2.2	34	1.8	90	2.7	94	2.4	77	1.4	88	1.7	233	3.5
NZD	7	0.6	21	1.1	63	1.9	63	1.6	105	2.0	104	2.1	137	2.1
SEK	31	2.5	42	2.2	90	2.7	87	2.2	94	1.8	112	2.2	134	2.0
KRW	10	0.8	22	1.1	38	1.2	60	1.5	64	1.2	84	1.7	132	2.0
SGD	13	1.1	18	0.9	39	1.2	56	1.4	75	1.4	91	1.8	119	1.8
NOK	18	1.5	27	1.4	70	2.1	52	1.3	77	1.4	85	1.7	119	1.8
MXN	10	0.8	21	1.1	44	1.3	50	1.3	135	2.5	97	1.9	114	1.7
INR	3	0.2	6	0.3	24	0.7	38	0.9	53	1.0	58	1.1	113	1.7
RUB	4	0.3	12	0.6	25	0.7	36	0.9	86	1.6	58	1.1	72	1.1
ZAR	12	0.9	14	0.7	30	0.9	29	0.7	60	1.1	49	1.0	72	1.1
TRY	0	0.0	2	0.1	6	0.2	29	0.7	71	1.3	73	1.4	71	1.1
BRL	6	0.5	5	0.3	13	0.4	27	0.7	59	1.1	51	1.0	71	1.1
TWD	3	0.3	8	0.4	12	0.4	19	0.5	24	0.5	32	0.6	60	0.9
DKK	15	1.2	17	0.9	28	0.8	23	0.6	42	0.8	42	0.8	42	0.6
PLN	6	0.5	7	0.4	25	0.8	32	0.8	38	0.7	35	0.7	41	0.6
THB	2	0.2	4	0.2	6	0.2	8	0.2	17	0.3	18	0.4	32	0.5
IDR	1	0.0	2	0.1	4	0.1	6	0.2	9	0.2	10	0.2	27	0.4
合計	1,239	200	1,934	200	3,324	200	3,973	200	5,357	200	5,066	200	6,595	200

（出所）BIS, *Triennial Central Bank Survey, Global Foreign Exchange Market Turnover in 2019*
より筆者作成。

（注）USD＝米ドル，EUR＝ユーロ，JPY＝日本円，GBP＝英ポンド，AUD＝豪ドル，CAD＝カナダ・ドル，CHF＝スイス・フラン，CNY＝中国人民元，HKD＝香港ドル，NZD＝ニュージーランド・ドル，SEK＝スウェーデン・クローナ，KRW＝韓国ウォン，SGD＝シンガポール・ドル，NOK＝ノルウェー・クローネ，MXN＝メキシコ・ペソ，INR＝インド・ルピー，RUB＝ロシア・ルーブル，ZAR＝南アフリカ・ランド，TRY＝トルコ・リラ，BRL＝ブラジル・レアル，TWD＝台湾ドル，DKK＝デンマーク・クローネ，PLN＝ポーランド・ズロチ，THB＝タイ・バーツ，IDR＝インドネシア・ルピア

第2節 人民元建て外為取引に作用する要因

Hartmann（1988）は、「すべての国際取引では、関係する当事者のうちの少なくとも一方は、ある時点で外国為替市場に参入し、外貨を購入または売却する必要がある」²²⁸⁾と述べている。これは、すべての国際取引は基本的に、対顧客市場での外国為替取引を生じさせる

²²⁷⁾ Packer, Schrimpf and Sushko (2019), Box B, p. 35-36.

²²⁸⁾ Hartmann (1988), p. 5.

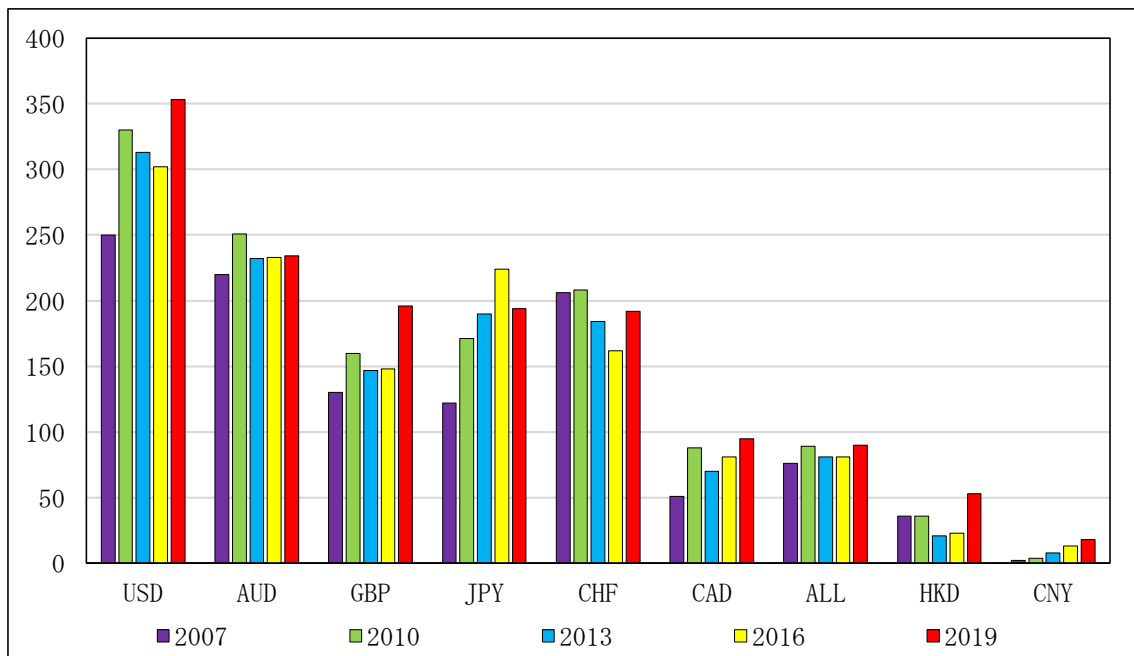
ることを意味している。外国為替論アプローチによる国際通貨論は、対顧客市場における貿易取引通貨機能と投資通貨機能が、決済通貨機能に収斂してから、最終的に銀行間市場での為替媒介通貨機能の形成に最重要な基盤をなすことを示している。国際的な取引を国際収支表の構成を参考にして分類すれば、国際貿易取引と国際資本取引との2つに大きく分かれる。そのため、ここでは、貿易取引、金融取引が、人民元の外為取引に与える影響について順に考察する。

1. 人民元建て貿易取引の貢献度

Tsuyuguchi and Wooldridge (2008) は、2007年のグローバル外為市場におけるアジア通貨の外為取引高の増加要因を考察した際に、外為取引高の貿易取引額に対する倍率を見ることで、基本的に当該通貨建ての外為取引が、当該国の財・サービス貿易からどの程度の影響を受けているかを説明できると指摘している²²⁹⁾。この方法を用いて、中国の国際貿易取引が人民元の外為取引量に対する貢献度を大まかに把握することができる²³⁰⁾。

図表 7.3 は、主要通貨の外為取引高の各国の貿易取引額に対する倍率を示したものである

図表 7.3 主要通貨の外為取引高の各国の貿易取引額に対する倍率（単位：倍）



(出所) BIS, Triennial Central Bank Survey, Global Foreign Exchange Market Turnover in 2019, September 2016, Table 25, 『世界の統計』総務省統計局資料（元データはUNCTAD Statistics）より筆者作成。

(注) 倍率=1日の平均外為取引高/1日の平均貿易取引額。

²²⁹⁾ Tsuyuguchi and Wooldridge (2008), p4-6 and Graph 2, p.19 参照。

²³⁰⁾ 外為取引高の貿易取引額に対する倍率が低いほど、当該通貨の外為取引と当該国の貿易取引との連関性が高くなる。

る。この図表から分かるように、2007年から2019年にかけて、ドルや豪ドル、英ポンド、日本円、スイス・フランといった諸通貨では、外為取引高はこれらの国の貿易取引額のおよそ100～300倍程度に達しているのに対して、2019年時点でも人民元の外為取引高は中国の貿易取引額のおよそ18倍にとどまっている。これは、他の主要通貨と比較した場合、人民元の外為取引高の増加が依然として貿易取引と密接に連動していることを意味している。つまり、中国による人民元建て貿易取引の人民元外為取引に対する貢献度は、他の主要通貨よりはるかに大きい。こうした状況については、第4章で論じた2010年以降の人民元建て貿易取引に伴うクロスボーダー資金決済の増大とも符合する²³¹⁾。

ただし、2010年から2019年にかけて、人民元の外為取引高の貿易取引額に対する倍率がおよそ4倍から18倍に上昇したことは、貿易取引が人民元の外為取引に与える影響が大幅に低下していることを示唆している。2015年8月を境に、クロスボーダー人民元建て貿易取引が急速な拡大から減少に転じたことに鑑み、その傾向は今後も続くと考えられる。

2. 人民元建て金融取引の貢献度

他方、Galati and Heath (2007) は、「金融取引は、外為取引高が増加する主要な駆動源である」²³²⁾と述べている。同様に、Schrimpf and Sushko (2019) は、「外為取引量が主に、金融面の動機を反映する (FX trading volumes mostly reflect financial motives)」²³³⁾と述べている。そのため、図表7.3でみた人民元以外の主要通貨で観察される外為取引高の貿易取引額に対する極めて高い倍率は、これらの通貨の外為取引が主に貿易取引以外の金融取引によってもたらされたことを示唆している。人民元建て金融取引が人民元の外為取引の増加に与える影響は、他の主要通貨ほどではないものの、近年中国の金融・資本市場の開放や規制緩和が漸進的に進む中で、大きくなる傾向がある。この点に関しては、人民元の外為取引高の貿易取引額に対する倍率が、2010年の約4倍から2019年の約18倍に上がったことから窺えるほか、人民元外為取引の相手別構成と商品別構成に示された変化からも確認できる。

まず、取引相手別にみると、人民元の外為取引のうち、ディーラー間取引と対顧客取引は2019年にそれぞれ45%、55%のシェアを占めており、ドルやユーロ、日本円、英ポンドなど主要通貨に比べ、人民元の特顧客取引の比重は相対的に低い水準にあることがみてとれる(図表7.4参照)。ただし、人民元の特顧客取引に占める金融機関顧客と非金融機関顧客のシェアの変化に絞ってみると、2010年から2019年にかけて、非金融機関顧客のシェアが13%から8%に低下したのに対して、金融機関顧客のシェアは35%から47%に上昇した。これは、金融取引に伴う人民元の外為取引が、この期間で増加し続けていることを示唆している。

²³¹⁾ ただし、人民元以外の通貨建て貿易でも、人民元の外為取引を生じさせうる。

²³²⁾ Galati and Heath (2007), p. 65.

²³³⁾ Schrimpf and Sushko (2019), p. 22.

第7章 グローバル外国為替市場における人民元

図表 7.4 人民元と主要通貨の外為取引の相手別構成の比較（単位：％）

取引 相手	USD				EUR				JPY				GBP				CNY				全通貨			
	10	13	16	19	10	13	16	19	10	13	16	19	10	13	16	19	10	13	16	19	10	13	16	19
銀行間取引	41	41	44	39	38	38	41	37	34	37	44	38	37	38	38	35	52	44	50	45	40	39	42	38
国内-国内	13	15	14	13	10	13	12	11	10	13	12	11	13	16	13	12	26	18	22	18	12	14	13	12
国内-海外	28	26	30	26	28	26	29	26	24	24	32	27	25	23	25	23	26	25	28	27	28	25	29	26
対顧客取引	59	59	56	61	62	62	59	63	66	63	56	62	63	62	62	65	48	56	50	55	60	61	58	62
金融機関	47	52	49	54	49	53	51	54	49	54	50	56	51	54	54	58	35	38	42	47	47	53	51	55
国内-国内	17	23	17	27	18	23	16	26	19	24	19	29	21	28	21	33	17	19	20	29	17	23	18	28
国内-海外	30	29	32	27	30	29	35	28	31	30	31	27	30	26	33	25	18	19	23	18	30	29	33	27
非金融機関	12	8	6	7	14	9	8	9	17	9	6	6	12	8	8	7	13	18	8	8	13	8	8	7
国内-国内	5	4	4	3	5	5	4	4	8	7	4	4	5	4	4	3	9	12	7	6	6	5	4	4
国内-海外	7	3	3	4	8	4	4	5	9	2	2	2	7	4	4	4	4	6	1	2	7	4	3	3

（出所）BIS, *Triennial Central Bank Survey, Global Foreign Exchange Market Turnover in 2010・2013・2016・2019*, Table 1 を参考に筆者作成。

さらに、金融機関顧客向けの人民元の外為取引の内訳をみると、2013 年から 2016 年にかけて、機関投資家、ヘッジファンドとプロップファーム（PTF:Proprietary Trading Firm）が、金融機関顧客全体のシェアの増加をもたらす主要なセクターであった。特に、機関投資家のプレゼンスが高まったことに関しては、中国政府は人民元建て資本取引決済の拡大を促進するために相次いで打ち出した人民元適格外国機関投資家制度（RQFII, RMB Qualified Foreign Institutional Investors）や、人民元適格国内機関投資家制度（RQDII, RMB Qualified Domestic Institutional Investors）などが背景にあるものと考えられる。

しかし、2019 年 4 月の時点で、この 2 つのセクターの金融機関全体に占めるシェアを見るなら 11%、9%と、2013 年よりも低い水準となっている（図表 7.5 参照）。その主な原因は、この期間で香港などオフショア市場において、機関投資家による人民元建て金融資産への投資意欲が弱まりつつあったことにあると考えられる（Packer, Schrimpf and Sushko, 2019）。その背景については 7.3 にて示すことにしたい。

図表 7.5 金融機関顧客向けの人民元の外為取引の内訳（単位：％）

金融機関 顧客	2013 年 4 月		2016 年 4 月		2019 年 4 月	
	人民元	全通貨	人民元	全通貨	人民元	全通貨
非報告銀行	63.5	45.5	64.3	43.3	71.1	44.8
機関投資家	11.7	21.4	18.0	31.1	11.0	21.6
ヘッジファンドとプロップファーム	10.4	20.5	13.5	15.2	9.0	16.5
公的セクター	0.6	1.9	1.2	2.9	1.5	2.5
その他	5.3	8.7	2.9	7.1	6.8	13.9
未分類	8.5	2.0	0.1	0.3	0.6	0.7
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

（出所）BIS, *Triennial Central Bank Survey, Global Foreign Exchange Market Turnover in 2013・2016・2019*, Table 3 を参考に筆者作成。

次に、取引商品別にみると、2010 年から 2019 年にかけて、伝統的な人民元の外為取引のうち、スポット取引、フォワード取引という基本的に実需に基づく取引が占めるシェアは 66%から 47%に低下したのに対して、為替ヘッジや資金調達・運用の重要な手段としての

為替スワップ取引のシェアは20%から48%に上昇した(図表7.6参照)。こうした変化は、金融資産(ポートフォリオ)のリスク管理や資金調達・運用を目的とする資本取引から生じる人民元の外為取引が大幅に増加していることを反映している。

Tsuyuguchi and Wooldridge (2008) は、「為替管理規制は、取引される商品のタイプに影響を与えうる」、また「その中でも、為替スワップ取引が為替管理規制のインパクトを最も受けている」と述べており、市場の自由度が高いほど、為替スワップ取引が取引全体に占める比重が高くなると示している²³⁴⁾。こうした見解を踏まえるなら、人民元の外為取引に占める為替スワップ取引のシェアの上昇は、中国政府が近年で推進している①金利の自由化、②人民元の為替相場制度改革、③金融・為替市場の規制緩和といった一連の動きによるものであったと考えられる。

2013年7月、2015年10月に、中国人民銀行は、貸出金利の下限規制と預金金利の上限規制を相次いで撤廃して、金利の自由化を基本的に実現した。また、2015年8月に人民銀行は、人民元の価値が市場の実勢をよりの確に反映させるために、人民元の対ドル中心レート(基準値)の算出方法を、①銀行間外国為替市場(人民元対ドルスポットレート)の前日の市場終値を参考するとともに、②外国為替の需要状況及び国際主要通貨の為替レートの変化を総合的に考慮するように変更した。これらの措置は、金利や為替レートのボラティリティの拡大をもたらし、人民元の金利・為替裁定取引の需要を増加させることで、人民元の外為取引をより活発化させた。さらに、近年、人民元為替の利用可能な取引範囲、取引種類が大きく拡大され、特に2015年12月から中国人民銀行及び国家外貨管理局が、一定の条件を満たした海外銀行に対して、中国国内銀行間外為市場への参入を解禁したことで、従来中国国内の会員銀行を経由して間接取引しか行えなかった海外銀行が、中国の外貨取引システム(CFETS, China Foreign Exchange Trade System)で取引されている全種類(スポット、フォワード、為替スワップ、通貨スワップ、オプション)に直接アクセスすることが可能になった。こうした一連の動きは、人民元の外為取引をさらに増加させている。

図表7.6 人民元と主要通貨の外為取引の商品別構成の比較(単位: %)

通貨	スポット				フォワード				為替スワップ				通貨スワップ				オプション				合計
	10	13	16	19	10	13	16	19	10	13	16	19	10	13	16	19	10	13	16	19	
USD	35	36	31	29	12	13	14	15	47	44	49	50	1	1	2	2	5	6	5	4	100
EUR	44	42	33	29	10	10	11	12	39	43	51	54	1	1	1	1	6	4	4	4	100
JPY	40	50	36	33	15	10	14	13	37	27	42	46	1	1	2	2	7	12	7	6	100
GBP	42	36	33	28	11	11	14	13	43	48	47	53	1	1	2	2	4	5	5	4	100
AUD	39	42	41	38	10	11	12	12	47	40	40	42	2	1	2	3	5	6	5	5	100
CAD	37	38	40	37	13	15	13	13	46	41	40	44	1	1	2	2	3	5	4	4	100
CHF	36	31	24	26	8	10	12	11	50	54	62	59	1	1	1	1	5	5	2	3	100
CNY	24	28	33	34	42	25	14	13	20	33	43	48	0	0	1	1	15	14	9	4	100
ALL	37	38	33	30	12	13	14	15	44	42	47	49	1	1	2	2	5	6	5	4	100

(出所) BIS, *Triennial Central Bank Survey, Global Foreign Exchange Market Turnover in 2010・2013・2016・2019*, Table 2を参考に筆者作成。

234) Tsuyuguchi and Wooldridge (2008), p.12-13 参照。

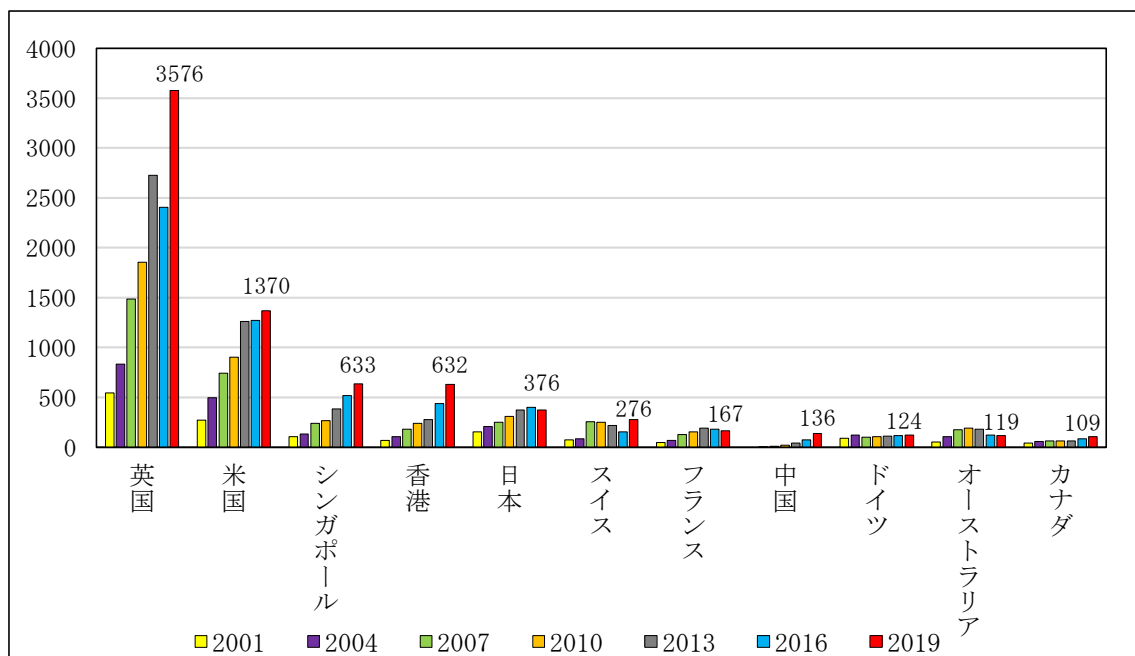
第3節 人民元の主要な外為取引市場

1. 人民元外為取引の地域別構成とオフショア市場のシェア低下

世界の主要な国際金融市場を、取り扱う外為取引の規模からみると、上から英国、米国、シンガポール、香港、日本の順になっている（図表7.7参照）。ただし、人民元の外為取引は世界全体の外為取引とは多少異なる地域的特性を有している。2019年4月の時点で、人民元の外為取引は、香港(29.9%)、中国本土(28.1%)、英国(15.7%)、シンガポール(11.5%)、米国(8.3%)という5つの外為市場に集中している（図表7.8参照）。

2010年から2016年にかけて、オフショア市場で行われる人民元の外為取引が急速に拡大しており、特に、香港が2013年から中国本土を越えて、世界最大の人民元の外為取引市場となった。しかし、2016年から2019年にかけては、オフショア市場での人民元の外為取引が全体に占めるシェアは78.3%から71.9%に低下したのに対して、中国本土での人民元の外為取引のシェアは21.7%から28.1%に上昇した。図表7.9を見ると、2019年には中国本土での人民元の1日平均取引高は2016年の554億ドルから1,012億ドルへと、83%増加したのに対して、香港での人民元の1日平均取引高は2016年の771億ドルから1,076億ドルへと、40%増となっている。

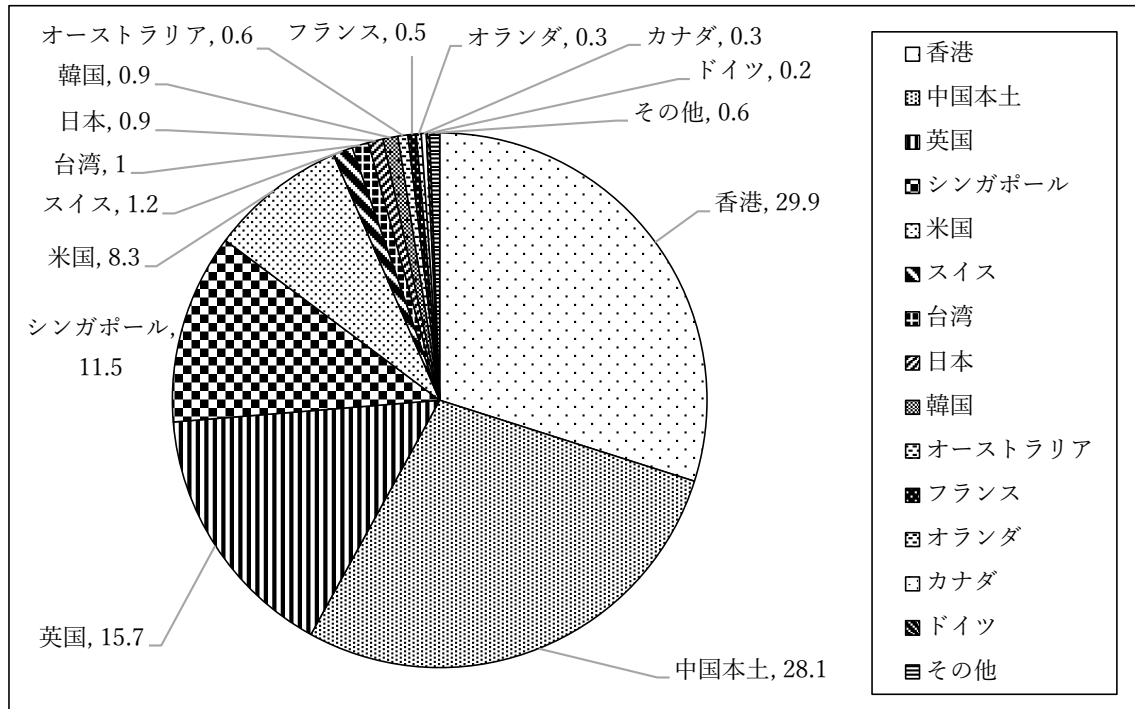
図表7.7 主要な国際金融市場が取り扱う外為取引高の推移（単位：10億ドル）



（出所）BIS, *Triennial Central Bank Survey, Global Foreign Exchange Market Turnover in 2010・2013・2016・2019*, より筆者作成。

第7章 グローバル外国為替市場における人民元

図表 7.8 2019 年の人民元外為取引の地域別構成（単位：％）



（出所）BIS, *Triennial Central Bank Survey, Global Foreign Exchange Market Turnover in 2010・2013・2016・2019*, より筆者作成。

図表 7.9 人民元の外為取引の地域別構成

順位	2010 年 4 月		2013 年 4 月		2016 年 4 月		2019 年 4 月	
	国・地域	取引高	国・地域	取引高	国・地域	取引高	国・地域	取引高
1	中国本土	121	香港	495	香港	771	香港	1,076
2	香港	107	中国本土	335	中国本土	554	中国本土	1,012
3	シンガポール	74	英国	243	シンガポール	425	英国	567
4	英国	68	シンガポール	239	英国	392	シンガポール	415
5	米国	30	米国	86	米国	242	米国	299
6	カナダ	5	台湾	26	台湾	40	スイス	44
7	台湾	2	フランス	12	日本	28	台湾	37
8	オーストラリア	2	オーストラリア	9	韓国	26	日本	32
9	日本	1	日本	7	オーストラリア	22	韓国	31
10	フランス	1	ドイツ	5	ドイツ	16	オーストラリア	22
	全体	415	全体	1,476	全体	2,552	全体	3,603

（出所）BIS, *Triennial Central Bank Survey, Global Foreign Exchange Market Turnover in 2010・2013・2016・2019* より筆者作成。

Packer, Schrimpf and Sushko (2019) は、2019 年にオフショア市場での人民元の外為取引の伸びが減速した原因として以下の 4 点を指摘した。第 1 に、2016 年と 2017 年に、香港のオフショア人民元 (CNH) 市場では、流動性が逼迫する事態が何度も起きており、これは、

香港市場での投機的な取引をある程度抑えた²³⁵⁾。それに加えて、2019年にオンショア人民元(CNY)とオフショア人民元(CNH)との間のスプレッド(価格差)が2016年のそれより小さくなった。第2に、オフショア市場での人民元預金の収益性が相対的に低く、他の通貨に比べて、人民元預金はあまり魅力的ではない。これは2016年以降香港などオフショア市場での人民元預金のさらなる減少にもつながった。第3に、中国当局による資本取引規制の強化を背景に、中国本土企業はオフショア市場における人民元建て債券発行を大幅に減少させた²³⁶⁾。例えば、2016年後半から2019年半ばまでの間に、香港市場の人民元建て点心債(Dim Sum Bonds)の発行残高は5,874億元から4,680億元に減少し、これはこの期間中のCNHの流動性低下につながった。第4に、中国当局は、香港と中国本土(上海・深圳)との間の株式相互取引(ストックコネクト)や、香港と中国本土との間の債券相互取引(ボンドコネクト)など中国本土への証券投資のルートを拡充し、また、外国機関投資家の投資枠をさらに拡大させた。その結果、2018年第2四半期から2019年第1四半期までの期間に限って、3,500億元を超える投資資金が、香港から中国本土へ流れ込んだ。これらの動向は、ヘッジファンドなど機関投資家のオフショア人民元(CNH)への投資意欲を弱めており、また2019年のグローバル外為市場における人民元のパフォーマンスに直接的な影響を与えていた²³⁷⁾。

以上では、グローバル外為市場における人民元の外為取引の構造的な特徴を確認し、特に2019年に人民元の外為取引量の伸びが減速する原因について考察を試みた。次に、主要な人民元オフショア金融センターの競争的優位性を見ていきたい。

2. 人民元の主要な外為取引市場の特徴

2015年6月にスタンダード・チャータード銀行は、Renminbi Ascendingというリサーチペーパーの中で、主要な人民元オフショア金融センターの競争的優位性(competitive advantage)について考察を行っている。それによる分析および各市場の本来の特徴などを踏まえ、人民元の主要な外為取引市場で人民元取引が活発に行われてきた要因について概観しておきたい(図表7.10参照)。

まず、最初に設立されかつ現在最大規模のオフショア人民元市場まで発展してきた香港については、国際金融市場としての安全性と効率性を備えた多通貨決済システム²³⁸⁾および、中国大陆との特別な政治的・経済的協力関係を有しているため、人民元の国際通貨化のプロセスの中でいつも最重要な実験場としての役割を担っている²³⁹⁾。2015年の時点で、中国と

²³⁵⁾ 香港金融管理局の資料によると、2016年と2017年に、香港市場での人民元の流動性の逼迫する事態が主に、2016年1月、2017年3月の時点を目指す。

²³⁶⁾ この点の考察については、香港金融管理局『半年度報告』を参照されたい。

²³⁷⁾ Packer, Schrimpf and Sushko (2019), Box B, p. 35-36.

²³⁸⁾ この点に関しては国際通貨研究所(2018)「香港の多通貨決済に関する調査(財務省委託)」を参照されたい。

²³⁹⁾ Standard Chartered Bank (2015), *Renminbi Ascending*, p. 21-22 参照。

香港間で行われる人民元建て貿易金融は、世界の人民元建て貿易金融全体の 53.9%を占めている²⁴⁰⁾。また、2019 年現在でも、香港における人民元預金市場は、最大規模のオフショア人民元資金プールであり続けており、中国によるクロスボーダー人民元建て決済（貿易取引決済と資本取引決済の両方を含む）の相手国・地域に占める香港のシェアは 45%に達している²⁴¹⁾。さらに、香港市場で発行される人民元建て点心債（Dim Sum Bond）²⁴²⁾の発展に加えて、2014 年 11 月、2016 年 12 月に相次いで始まった上海と香港、深圳と香港との間の株式相互取引制度（滬港通、深港通）などは、人民元建て資金調達・運用のルートを増やすことで、香港での人民元の外為取引のニーズを大きく増加させている。

英国のロンドンが、第 2 位のオフショア人民元取引市場となっている。ロンドンで人民元の外為取引が活発に行われている理由としては、世界有数のロンドン金融センターが強固かつ自由な金融インフラ、豊富な取引経験および多くのグローバル投資家を抱えている点などが挙げられる²⁴³⁾。さらに、ユーロ人民元債の急速な発展が特に注意されるべきであると指摘されている。2007 年から 2015 年 6 月にかけて、ユーロ人民元債が、オフショア人民元建て国際債券の累計発行額に占めるシェアは 45.8%に達している。

アジアでは、シンガポールが中国大陆・香港との活発な貿易・金融取引に基づき、オフショア人民元市場を積極的に発展させている。中国と ASEAN との間の重要な中継貿易拠点および決済センターとして、2015 年の時点で、中国とシンガポール間で行われる人民元建て貿易金融は、世界の人民元建て貿易金融の 28.5%（香港に次ぐ第 2 位）を占めている²⁴⁴⁾。また、2019 年現在、中国によるクロスボーダー人民元建て決済の相手国・地域に占めるシンガポールのシェアは 10.3%と、香港に次いで第 2 位となっている²⁴⁵⁾。一方、アジアでは、台湾市場での人民元の外為取引の規模が、日本、韓国のそれを上回っている。その理由としては、香港点心債とユーロ人民元債に次いで、オフショア人民元建て債券の累計発行額で第 3 位を占めている台湾宝島債（Formosa Bond）の発展が挙げられるほか、台湾での人民元預金の厚さおよび、台湾の中国に対する多額の貿易黒字なども指摘されている²⁴⁶⁾。

しかし、既に 1 でみたように、2016 年から 2019 年にかけては、これらのオフショア市場と比較した場合の中国本土市場の重要性が増大している。

240) *RMB Tracker 2015 Sibos Edition*, SWIFT, p.9.

241) 「2019 年人民币国际化报告」, 9 頁の図 4 を参照。

242) 2015 年 8 月を境に香港点心債の規模が縮小してきたが、2007 年から 2015 年 6 月まで海外オフショア人民元建て債券の累計発行額に占める香港のシェアは 49.1%（第 1 位）と記録されている（Standard Chartered Bank (2015), *Renminbi Ascending*, p.15)。

243) Standard Chartered Bank (2015), *Renminbi Ascending*, p.21-22 参照。

244) *RMB Tracker 2015 Sibos Edition*, SWIFT, p.9.

245) 「2019 年人民币国际化报告」, 9 頁の図 4 を参照。

246) Standard Chartered Bank (2015), *Renminbi Ascending*, p.21-22 参照。

図表 7.10 人民元の主要な外為取引市場の競争的優位性

国・地域	人民元の主要な外為取引市場の競争的優位性
香港	①最大でかつ最初に形成された人民元オフショア市場 ②中国大陸との間の特別な政治的・経済的な連携関係 ③人民元の新たな自由化措置が導入される際の伝統的な実験場としての役割
ロンドン	①世界で最も国際的で多様な資本市場 ②世界で最大かつ高度な信認を得ている2つの金融センターの1つ ③戦略的に重要な地理的位置とタイムゾーン ④人民元取引に関する豊富な専門知識と経験
シンガポール	①中国の主要な貿易・投資パートナーかつ、ASEANの貿易ハブとしての戦略的位置付け ②多国籍企業や中国企業の地域本部や財務センターとしての優位性 ③外国為替、コモディティ、グローバル・プライベートバンキングおよびウェルス・マネジメントのセンター

(出所) Standard Chartered Bank (2015), *Renminbi Ascending* より筆者作成。

第4節 人民元の国際通貨化をめぐる現状と課題

第1章で論じたように、「外国為替論アプローチ」による国際通貨論は、国際通貨の核心的機能と実際の国際競争力は外国為替市場での取引状況に最も反映されるとしており、外国為替市場こそが国際通貨が競合する主要舞台となっている。

また、「外国為替論アプローチ」は、第1に、対顧客外国為替市場では貿易契約・決済通貨や投資通貨の多様化の現象が観察されるのに対して、銀行間外国為替市場で中心的な役割を果たす為替媒介通貨は、特定通貨への集中化が観察されること、第2に、いったん為替ディーラーに為替媒介通貨として選ばれたら、当該通貨の取引額は、個々の外為銀行が為替持高の調整を行う過程において、最初の数倍まで膨張するという為替媒介通貨の本来の自己強化作用が作動することに注目し、為替媒介通貨機能を国際通貨としての地位を評価する際の究極的なメルクマールと規定する。

以上より、特定通貨の国際通貨化のプロセスとして、「国際化」（自国を含む2国間の国際取引に当事国通貨として利用される）、「地域的国際通貨化」（特定地域で為替媒介通貨として利用される。例えば、ユーロ圏、人民元圏など）、「グローバル国際通貨化」（グローバルレベルで為替媒介通貨として利用される）という3つの段階を設定することができる。ここでは、為替媒介通貨機能に注目しつつ、人民元の国際化および国際通貨化が、現在どの段階まで進んでいるかを明らかにする。

1. グローバル外為市場における人民元の位置付け

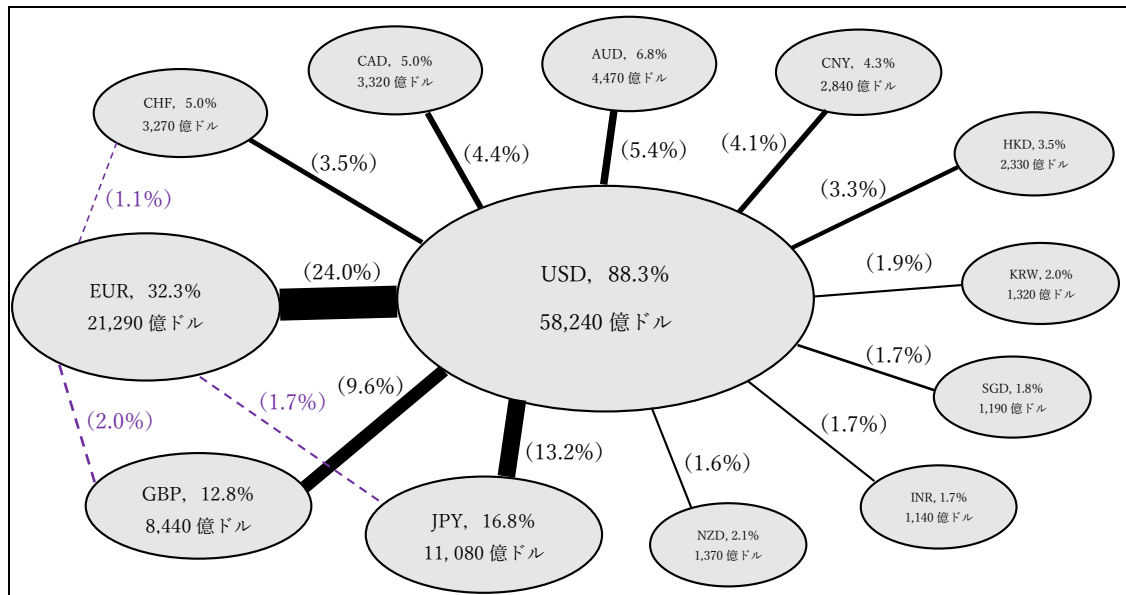
世界の国際通貨が、2極体制 (Bipolar system) となるのか、1極体制 (Unipolar system)

にとどまるか、あるいはその中間となるかをめぐっては、多くの議論が積み重ねられてきた。例えば、Hartmann (1988) は、国際通貨の為替媒介通貨機能に焦点を当てており、為替媒介通貨が複数存在する際の「緩やかな二極化」と「厳格な二極化」という2つのシナリオを提示している。第1章で論じたように、1980年代後半以降国際通貨ドルの地位を侵食したドイツ・マルクに比べ、欧州域内の「守る通貨」²⁴⁷⁾として設計された単一通貨ユーロは、国際通貨としてのいくつかの機能を後退させたものの、現在も、ユーロが地域的な国際通貨として機能していることに鑑み、現行の国際通貨体制をドル・ユーロ体制と表現する。

BISが実施する中央銀行サーベイに基づき、世界の主要通貨間の為替取引構造を概観すると、第1に、2019年4月現在、ドル・ユーロという2つの基軸通貨間の取引が依然としてすべての通貨ペアのうち最大のシェア(24.0%)を占めていることがわかる。第2に、放射状に展開されているドルを対価とする取引が圧倒的なシェアを占めており、ユーロと直接結ばれる取引は小規模にとどまっている(図表7.11、図表7.12参照)。

ドル・ユーロという通貨ペアの取引の活発さは、ブレトンウッズ体制の下で四半世紀以上も続いたドル一極の基軸通貨体制が、ドイツ・マルクの国際通貨化および、その後のユーロを軸に組み立てられた欧州独自の金融・通貨圏の発展により、ドル・ユーロという複数基軸通貨体制へと移行したが、その後大きな変化はなく今に至っていることを示している(岩田、

図表 7.11 グローバル外国為替市場の構造 (2019年4月現在)

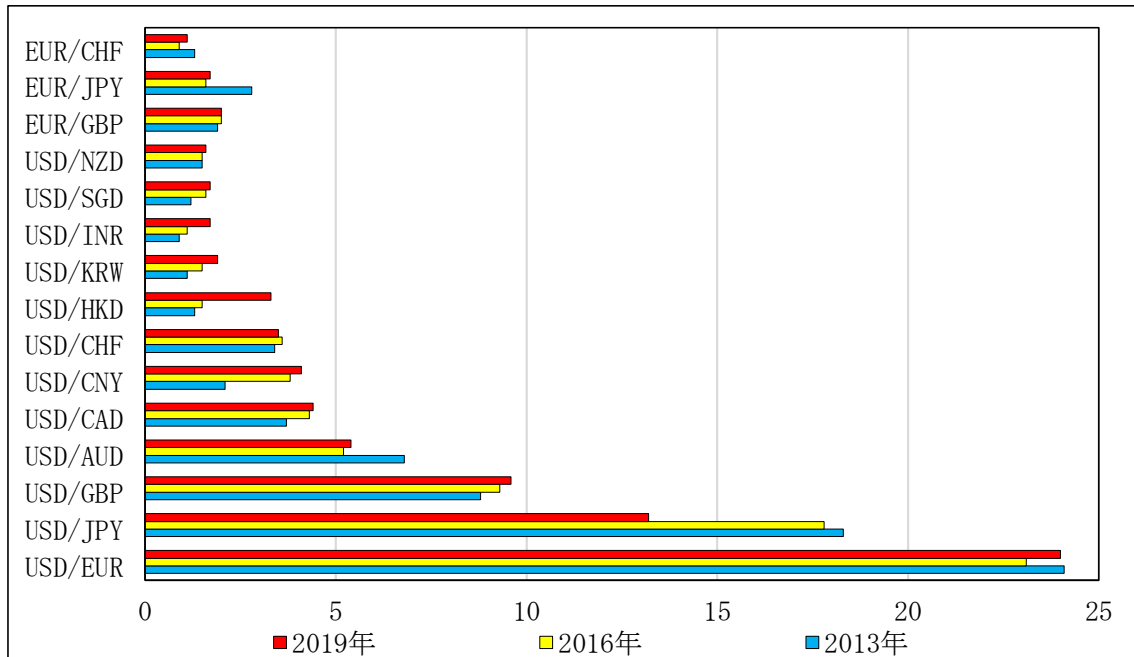


(出所) BIS, *Triennial Central Bank Survey, Global Foreign Exchange Market Turnover in 2019*, より筆者作成。

(注) ○の中の数値は各通貨が外為取引の全体に占めるシェア(合計200%)、線上の数値は通貨ペアが外為取引の全体に占めるシェア(合計100%)を示す。通貨間を結ぶ線の太さは取引量に対応する。

²⁴⁷⁾ 田中(2003)の第5章を参照されたい。

図表 7.12 通貨ペア別の外為取引高の比較 2019 年 4 月時点（単位：％）



（出所）BIS, *Triennial Central Bank Survey, Global Foreign Exchange Market Turnover in 2019* より筆者作成。

2011)。ただし、ここで注意する必要があるのは、ドルとユーロの為替媒介通貨としての機能には大きな差が存在しており、こうした非対称性を踏まえ、現行の複数基軸通貨体制では、ドルはグローバルな国際通貨であるのに対して、ユーロは地域的な国際通貨とみなされる点である。この点に関連し、第2章で論じたドルとユーロでは第3国貿易通貨としての機能において大きな差が存在し、国際的な資金調達・投資通貨としてもドルに優位性が存在している点も指摘しておきたい。

また、ドルとユーロ以外の非基軸通貨（非媒介通貨）のうち、2つの基軸通貨の双方と一定規模の直接取引を持つ日本円や、英ポンド、スイス・フランなど「2本足通貨」が存在しているほか、どちらか一方の基軸通貨のみに取引が集中する「1本足通貨」がある²⁴⁸⁾。こうした分類方法に従えば、そのほとんどの取引がドルを対価として行われている人民元は、ドルに軸足を置いた「1本足通貨」の1つであると考えられる。これは、現在のところ、人民元を中心とする取引網がまだ形成されておらず、人民元がまだ為替媒介通貨として機能していないことを意味している。それゆえ、全体として、人民元の国際化および国際通貨化は、依然として第1の段階（「国際化」）の途上にあることがわかる。

2. 人民元の外為取引のドル依存

図表 7.13 で示したように、2019 年 4 月の時点で、人民元的全取引のうち、人民元対ドル

²⁴⁸⁾ こうした分類方法は、岩田（2011）を参照。

第7章 グローバル外国為替市場における人民元

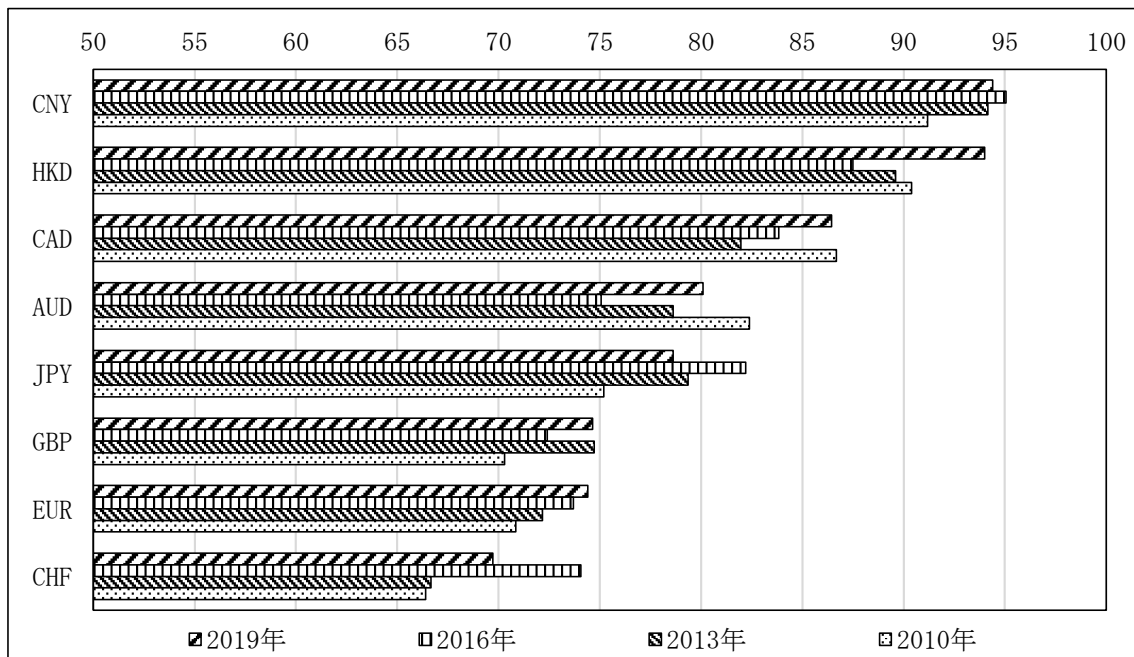
取引が占めるシェアは 94.8%に達しており、対して人民元対ユーロ取引と、対その他通貨の取引はそれぞれ全取引の 1.4%、3.8%にすぎない。さらに、人民元より外為取引高が多い主要通貨の取引相手別構成をみると、2010 年から 2019 年にかけて、ユーロや円、ポンド、豪ドル、カナダ・ドル、スイス・フランでは、対ドル取引が全取引に占めるシェアはおよそ 65%から 85%の範囲内にとどまっている。こうした比較から、人民元の対ドル取引の比率は、これらの通貨より高い水準にあることがわかる（図表 7.14 参照）。

図表 7.13 人民元の外為取引の内訳（2019 年現在）（単位：億ドル，%）

	スポット	フォワード	為替スワップ	通貨スワップ	オプション	合計
全取引	96,896 (100)	35,586 (100)	136,727 (100)	1,564 (100)	13,418 (100)	284,190 (100)
人民元対ドル取引	88,656 (91.5)	33,114 (93.1)	133,663 (97.8)	1,500 (95.9)	12,470 (92.9)	269,403 (94.8)
人民元対ユーロ取引	1,881 (1.9)	721 (2.0)	818 (0.6)	54 (3.5)	473 (3.5)	3,947 (1.4)
人民元対その他通貨	6,359 (6.6)	1,751 (4.9)	2,246 (1.6)	10 (0.6)	475 (3.6)	10,840 (3.8)

（出所）BIS, *Triennial Central Bank Survey, Global Foreign Exchange Market Turnover in 2019* より筆者作成。

図表 7.14 主要通貨の外為取引に占めるドル比率



（出所）BIS, *Triennial Central Bank Survey, Global Foreign Exchange Market Turnover in 2010・2013・2016・2019* より筆者作成。

第7章 グローバル外国為替市場における人民元

一方、人民元の外為取引がドルに大きく依存しているということは、人民元の対非ドル通貨取引の規模が相対的に小さいことを意味している。ドルの例で示したように、グローバル外国為替市場で為替媒介通貨機能を拡充するための最も重要な前提条件としては、当該通貨を中心とする多通貨との取引網が形成されていることが挙げられる。それゆえ、ドル以外の諸通貨にとって、国際通貨化の過程において、ドルを介さない「クロス取引」の拡大が重要な課題となっている。例えば、斎藤（2007）は、グローバル国際通貨ドルに挑戦したドイツ・マクルとユーロの国際的地位を比較検討し、ユーロ登場後、ユーロの全取引に占めるドルのウェイトの増大と、ドルを用いない「クロス取引」およびユーロの対非ドル通貨取引（EUR/非ドル）が外為市場の全取引に占めるシェアの低下を、グローバルレベルでは為替媒介通貨としてのユーロの地位がマルクより低下したことを示す基準とした。こうした観点からは、人民元の対非ドル通貨取引が進展するほど、人民元を中心とする取引網が形成される可能性が高くなることがわかる。

しかし、図表 7.15 で示したように、2019 年には人民元の銀行間取引高と対顧客取引高はそれぞれ 1,284 億ドル、1,557 億ドルで、銀行間取引のうち、人民元対ドル取引は 1,227 億ドルで、全体の 95.5%を占めている。さらに、人民元の対非ドル通貨（人民元対ユーロと人民元対その他通貨）の取引相手別構成をみると、銀行間取引と対顧客取引はそれぞれ 38.9%、61.1%を占めている。これは、人民元とドル以外の通貨との取引の大半は、ディー

図表 7.15 人民元の対ドル取引と対非ドル取引の内訳（2019 年 4 月）（単位：億ドル、%）

	スポット	フォワード	為替スワップ	通貨スワップ	オプション	合計
人民元の全取引	96,896 (100.0)	35,586 (100.0)	136,727 (100.0)	1,564 (100.0)	13,418 (100.0)	284,190 (100.0)
①銀行間取引	38,949 (40.2)	15,200 (42.7)	67,068 (40.1)	758 (48.5)	6,469 (48.2)	128,444 (45.2)
②対顧客取引	57,947 (59.8)	20,386 (57.3)	69,658 (50.9)	805 (51.5)	6,948 (51.8)	155,744 (54.8)
人民元対ドル取引	88,656 (100.0)	33,114 (100.0)	133,663 (100.0)	1,500 (100.0)	12,470 (100.0)	269,403 (100.0)
①銀行間取引	35,351 (39.9)	14,429 (43.6)	66,080 (49.4)	740 (49.4)	6,094 (48.9)	122,694 (45.5)
②対顧客取引	53,305 (60.1)	18,685 (56.4)	67,583 (50.6)	759 (50.6)	6,377 (51.1)	146,709 (54.5)
人民元対ユーロ取引	1,881 (100.0)	721 (100.0)	818 (100.0)	54 (100.0)	473 (100.0)	3,947 (100.0)
①銀行間取引	437 (23.2)	154 (21.3)	245 (30.0)	16 (29.6)	210 (44.4)	1,062 (26.9)
②対顧客取引	1,444 (76.8)	568 (78.7)	572 (70.0)	38 (70.4)	263 (55.6)	2,885 (73.1)
人民元対その他通貨	6,359 (100.0)	1,751 (100.0)	2,246 (100.0)	10 (100.0)	475 (100.0)	10,840 (100.0)
①銀行間取引	3,161 (49.7)	617 (35.3)	743 (33.1)	2 (20.0)	165 (34.9)	4,688 (43.3)
②対顧客取引	3,198 (50.3)	1,133 (64.7)	1,503 (66.9)	8 (80.0)	308 (65.1)	6,150 (56.7)

（出所）BIS, *Triennial Central Bank Survey, Global Foreign Exchange Market Turnover in 2019* より筆者作成。

ラーと顧客間との間で行われていることを意味しているほか、そこから生じた人民元と非ドル通貨とのディーラー間取引の多くが、ドルを経由した取引となっていることを示唆している。すなわち、個々の顧客（貿易業者や投資家）から、例えば、人民元をスイス・フランに換える取引を依頼される場合、ディーラーはこの取引に応じるために、銀行間市場で人民元売り/ドル買いとドル売り/スイス・フラン買い、というドルを媒介とする2つの取引を行っているものと考えられる。この様に人民元と非ドル通貨との直接取引より、ドルを介する間接取引の方が圧倒的に多い理由としては、人民元とドル以外の通貨との為替売買取引が十分活発に行われていないため、銀行間レベルで同時に同量の反対方向の為替売買を希望する取引相手を有利なスプレッドで見つけるのが難しい状況にあることが考えられる。

近年、中国政府は、人民元為替の利用可能な取引範囲や取引種類を大きく拡大させてきた。2015年12月から中国人民銀行と国家外貨管理局は、一定条件を満たす海外銀行に対して、中国国内銀行間外為市場への参入を解禁したことに加え、2018年6月には、人民元売買が可能な取引の範囲を、貨物貿易やサービス貿易に限らず、所得移転などすべての経常収支項目に拡大した。そして、資本取引については直接投資に加え、RQFIIによる人民元建て証券投資や、香港・上海ストックコネクト、ボンドコネクトなどによる証券投資にも拡大した。露口（2018）は、こうした人民元売買範囲の拡大により、「中国国内と海外との間の人民元売買がより活発となることが予想され、人民元国際化を促進する効果が期待できる」²⁴⁹⁾と指摘している。

さらに、近年クロスボーダー人民元建て決済の拡大に伴う人民元とドル以外の多通貨との交換需要に応じるために、中国政府は人民元と多くの通貨との直接交換取引を促進する施策を講じている。中国では、銀行と顧客との為替売買取引は従来から直接取引の方式で行われるのに対して、銀行間市場における為替売買取引は上海にある中国外貨取引センター（CFETS）に取引を集中する義務がある。直接交換取引の開始前には、中国の外貨取引センターの為替売買取引のうち人民元の取引相手通貨に占めるドルの比率は99%と、ほぼ100%に近い水準であった（露口、2014）。2010年以降、中国外貨取引センターで人民元の取引相手通貨がドルに加え、ユーロ、日本円、香港ドル、英ポンド、オーストラリア・ドルなど24カ国の通貨に拡大された²⁵⁰⁾。

また、中国外貨取引センターは2015年12月11日から複数通貨に対する人民元の総合的な価値を示す「CFETS 人民元指数」を公表し始めた。CFETSにおいて人民元の取引相手通貨として認められる通貨が、CFETS 人民元指数の構成通貨となり、直接交換取引の拡大に伴い、CFETS 指数の構成通貨も2017年1月に従来の13通貨から24通貨に増加し、それぞれの通

²⁴⁹⁾ 露口（2018）、4頁。

²⁵⁰⁾ ユーロ、日本円、香港ドル、英ポンド、オーストラリア・ドル、ニュージーランド・ドル、シンガポール・ドル、スイス・フラン、カナダ・ドル、マレーシア・リンギット、ロシア・ルーブル、南アフリカ・ランド、韓国ウォン、UAEディルハム、サウジアラビア・リヤル、ハンガリー・フォリント、ポーランド・ズロチ、デンマーク・クローネ、スウェーデン・クローナ、ノルウェー・クローネ、トルコ・リラ、メキシコ・ペソ、タイ・バーツといった24カ国の通貨である。

貨が占める比重も見直しされた（図表 7.16 参照）。露口（2017）は、こうした直接交換取引と CFETS 指数の拡充について、「為替レートだけの問題ではなく、対外取引や銀行間為替市場の取引での米ドルへの過度の依存からの脱却を目的とした、より根本的な施策の結果であるとみるべきである」²⁵¹⁾と指摘している。

3. 「上から」と「下から」のアプローチ

一般的に言えば、為替媒介通貨として選ばれるのは、取引コストが最も低い通貨である。為替取引のコストは売り相場と買い相場の乖離幅（「スプレッド」）で表示されるが、スプレッドは一般に相場の浮動性（volatility）に反比例し、取引規模に正比例する²⁵²⁾。したがって、為替媒介通貨が既存の通貨から別の通貨へのシフトが生じる条件は、「為替リスク（価格）」と「厚さ（数量）」という2つの面から考えられる²⁵³⁾。この2つの条件は、国際通貨のすべての機能が為替媒介通貨に転換していく「上から」の価格面アプローチと「下（＝市場）」からの取引数量面アプローチにそれぞれ対応する。

(1) 「上から」の価格面アプローチと人民元

岩田（2005）は、「特定通貨が、世界のもしくは特定地域の為替相場固定のための基準通貨となっている場合、為替ディーラーにとって当該通貨建てポジションを抱えることから生じる為替リスクは、他の通貨との比較で相対的に小さくなる」と述べており、また戦後 IMF 体制におけるドルや EMS におけるドイツ・マルクを事例として、「形式上もしくは実質的に為替標準通貨の機能を果たしている通貨は、当該通貨を為替標準として選択している国の外国為替銀行にとって、為替媒介通貨としての機能するための重要な条件を備えていたといえる」という見解を示した²⁵⁴⁾。この認識に従えば、より多くの国の通貨のペッグ対象となり、公的基準通貨として機能することで、当該通貨の為替媒介通貨機能の獲得が促進されることになる（「上から」の価格面アプローチ）。

ただし、第6章で論じたように、国際通貨基金（IMF）が公表する「世界各国の金融政策フレームワークと為替相場アンカーの構成」によると、現在、自国の為替相場管理上では、自国通貨を人民元にペッグするか、あるいは自国の金融政策を運営する際に、人民元の為替相場の変動を特に考慮に入れるような国は未だ見出されないため、人民元は公的基準通貨としては直接に機能していない（図表 16 参照）。

他方、2015年11月30日に開催された国際通貨基金（IMF）の理事会で、特別引出権（SDR, Special Drawing Right）の通貨バスケットの対象通貨と構成比について5年に1回の見直

²⁵¹⁾ 露口（2017），4頁。

²⁵²⁾ 田中（1996），243頁。

²⁵³⁾ 1980年代後半、欧州域内におけるドルからドイツ・マルクへの為替媒介通貨機能のシフトを考察する際に、その要因が「為替リスク（価格）」と「厚さ（数量）」という2つの側面から纏められることを比較的早期に示したのは井上伊知郎（1994）である。同書第5章を参照されたい。

²⁵⁴⁾ 岩田（2005），67-68頁。

しが実施された結果、従来のドル、ユーロ、円、ポンドという4つの通貨に加えて、2016年10月1日から人民元を5番目の構成通貨として採用することが決定された²⁵⁵⁾。この見直し以降、自国通貨をSDRにリンクさせている国々にとって、人民元が間接的に公的準備通貨として機能してきたといえる。しかし、篠原（2015）は「SDRの準備資産としての役割が極めて限定的なものであることに鑑みると人民元のSDR入りはシンボリックな性格が強く、それ自体が人民元の国際化に直接大きく寄与するとは考えにくい」²⁵⁶⁾という見方を示しており、また実際にも自国通貨をSDRにリンクさせている国の数は非常に少ないという点を考慮すると、現在のところ、人民元が間接に果たしている公的準備通貨としての役割も極めて限定的であると考えざるを得ない。

(2) 「下から」の取引数量面アプローチと人民元

他方、岩田（2005）は「外国為替論アプローチは、決済すべき通貨建て債権債務の厚さ、それゆえ各種国際取引の厚さにフォーカスを絞ったアプローチである。この取引の『厚さ』を発生させるのは、対顧客外国為替市場である」²⁵⁷⁾と述べている。つまり、銀行間レベルで為替媒介通貨成立のためには、対顧客レベルでの十分な取引量の確保が不可欠の条件となっている（「下から」の取引数量面アプローチ）。その転換の過程は、外為銀行にとって顧客としての貿易業者や投資家から持ち込まれた個々の債権債務が、まずコルレス契約を結んだ外国為替銀行間の債権債務関係に置き換わり、また為替銀行内部で相殺されない部分の総合持高が、銀行間市場で最終決済される、というプロセス全体を通じて説明されることになる²⁵⁸⁾。

図表11で示したように、クロスボーダー人民元建て貿易決済・資本決済の拡大に伴い、人民元の外為取引の厚さは着実に増大しているものの、グローバルな為替媒介通貨として機能しているドルや、リージョナルな為替媒介通貨として機能しているユーロの取引量には遥かに及ばない。例えば、対顧客外国為替市場では、2019年4月現在、ドル（3兆5,498億ドル）とユーロ（1兆3,412億ドル）の取引高は、それぞれ人民元（1,563ドル）の取引高のおよそ23倍、9倍となっている。さらに、既にみたように、現在のところ、対顧客外為市場では、人民元を対価とする取引のうち、人民元対ドル取引が圧倒的なシェアを占めているという全体的な非対称性も改善されていない。

もともと、銀行間市場では、人民元と直接取引を行える相手通貨の拡充に伴って、人民元とドル以外の諸通貨との間の取引量が増加することで、人民元と非ドル通貨との取引コストの低減がもたらされ、人民元を対価とする取引通貨の多様化の進展につながる、という好

²⁵⁵⁾ 2016年10月1日から、SDRの通貨バスケットに占める各通貨のシェアはそれぞれ、ドル（41.73%）、ユーロ（30.93%）、人民元（10.93%）、円（8.33%）、ポンド（8.09%）となっている。

²⁵⁶⁾ 篠原（2015）、「人民元SDR構成通貨に（上）篠原尚之東京大学教授－国際金融体制の変革象徴、「準備通貨」の意義低下（経済教室）」『日本経済新聞』、2015年12月16日、朝刊。

²⁵⁷⁾ 岩田（2005）、67頁。

²⁵⁸⁾ 同稿、59頁の図表1を参照。

循環が生まれることが期待されうる。しかし、現在のところ、人民元の外為取引に占める対ドル取引の比重は依然として高い水準にあり、人民元を中心とする取引網はまだ形成されていない。

小括

本章では、「外国為替論アプローチ」が規定した国際通貨の究極的なメルクマールとしての為替媒介通貨機能に焦点を当て、現在のところ、人民元が未だ為替媒介通貨として機能しておらず、人民元の国際化および国際通貨化は、依然として第1段階（単なる国際化）にとどまっていることを明らかにした。

まず、国際通貨の核心機能と実際の競争力を最も反映する外国為替市場において、人民元の外為取引高が2010年から2016年まで世界の取引高を上回るペースで増加した要因および、2019年に人民元の外為取引の伸び率が鈍化した要因について考察を行った。現在のところ、人民元の外為取引は依然として貿易取引と強く連動しているが、近年、中国の金融市場の開放及び為替管理規制の緩和が漸進的に進むなか、人民元建て金融取引が人民元の外為取引の増加に与える影響はますます大きくなっている。資本取引における人民元建て決済の趨勢が、当面の人民元国際化の成否のカギとなっている。

また、人民元の外為取引については、香港、中国本土、イギリス、シンガポールという4つの市場に集中していることを明らかにした上で、とりわけ中国本土市場における取引が増大していることを示した。

最後に、為替媒介通貨として、ドルが広く使われているのに対して、人民元と非ドル通貨との直接取引がほとんど展開されていない原因を、「上から」と「下から」のアプローチから考察した。その結果、公的基準通貨としての機能の欠如、および対顧客外国為替市場での「厚さ」の不足が、人民元を中心とする取引網の形成を妨げる主な要因であるという結論を得た。本稿で提示した以上の2点以外の原因に関するより立ち入った考察については、今後の課題としたい。

結びに代えて

本研究では、「人民元の国際化および国際通貨化」を、国際通貨論の観点から、①単なる国際化、②地域的国際通貨化（いわゆる地域的な人民元圏の成立）、③グローバル国際通貨化（ドルやユーロと並ぶ国際的基軸通貨）という3つのステージに区分（第1章）したうえで、2010年以降の約10年間における、人民元の①国際貿易取引通貨、②国際資金調達・投資通貨、③公的国際通貨としての利用状況、および、④外国為替市場における取引規模について順に考察を行ってきた。

その結果、本研究の冒頭で設定した三つの課題について、以下の知見を得ることができた。

第1に、人民元国際化の初期条件ともいえる現行の国際通貨体制に関しては、ドルの支配的な国際通貨（Dominant Currency）としての慣性が働いているばかりか、ドル体制が一層強化される動きが生じている。即ち、2008年の世界金融危機（GFC）後、世界の貿易取引や国際金融市場は、円滑かつ効率的なドル資金調達の実行可能性に、ますます依存するようになっていく。ドイツ・マルクやユーロの経験からも明らかのように、ドル以外の通貨が国際通貨の地位を獲得するにあたっては、市場レベルでの種々の条件が整い、さらに公的レベルでも的確な制度選択や施策が継続的に遂行される必要があるが、近い将来、国際通貨の地位をめぐる競争が展開されうる余地は大きくない（第2章）。

第2に、中国政府が世界金融危機後のタイミングで人民元国際化戦略を打ち出した背景について整理した（第3章）うえで、「外国為替論アプローチ」による国際通貨論が提示した「下から」の取引数量面アプローチと「上から」の価格面アプローチにより、国際貿易通貨や国際資金調達・投資通貨、公的国際通貨としての人民元のパフォーマンスについて順に考察した。まず、貿易面では、人民元の国際化・国際通貨化が依然として第1段階（貿易当事国通貨としての利用）にとどまっている。また、2015年を境に実施当初から極めて順調に拡大を続けた人民元建て貿易決済が減少に転じており、人民元国際通貨化の過程全体において貿易通貨の重要性が相対的に低下してきた（第4章）。次に投資通貨に関連して、2015年以降、人民元国際化を進める際に「窓口」の役割を果たしてきた香港オフショア市場での人民元建て預金規模が大きく減少しており、2009年から成長を遂げてきた香港点心債の市場規模も縮小に転じた。一方で、中国政府が上海・深圳と香港間の株式相互取引制度（「滬港通」と「深港通」）や、中国本土と香港間の債券相互取引制度（「債券通」）などを相次いで導入した結果、非居住者が保有する中国本土の人民元建て金融資産（株式と債券）が急増し、本土A株とパンダ債券に、世界の投資資金が流入する動きが一段と加速している。人民元建て国際証券取引の形態を見るなら、近年、オフショア型国際証券取引から、クロスボーダー型証券取引へのシフトが生じており、現在、人民元建て証券取引の主流は、流動性の最も高い「本国」市場でのクロスボーダー売買となっている。こうした新しい形態での国際資本取引における人民元建て決済の趨勢が当面の人民元国際化の成否の鍵となっているのである（第5章）。さらに、公的国際通貨としては、人民元は公的基準通貨として直接的に機

能しておらず、また外貨準備占めるシェアは上昇傾向にあるものの、ドルやユーロの水準にははるかに及んでいない（第6章）。

第3に、グローバル外国為替市場における人民元の取引状況について見るなら、現在のところ、人民元は為替媒介通貨として機能しておらず、全体として、人民元の国際化および国際通貨化は、依然として第1のステージ（単なる「国際化」）にとどまっている。また、ドルやユーロなど主要通貨に比べ、人民元の外為取引の増加は依然として貿易取引と密接に連動しているものの、近年、この傾向は弱まりつつある。一方で、近年中国の金融・資本市場の開放や規制緩和が漸進的に進む中で、資本取引が人民元の外為取引に及ぼす作用が大きくなっている。全体として、公的基準通貨としての機能の欠如（「上から」の価格面）と、対顧客外国為替市場での「厚さ」の不足（「下から」の取引数量面）が、人民元を中心とする取引網の形成を妨げる根本的な原因となっている（第7章）。

最後に、本研究の結論を述べておきたい。2008年以降の、世界の貿易取引や国際金融市場においては、ドルが依然として支配的な国際通貨（Dominant Currency）として機能しているばかりか、一部でその地位を強化しているため、近い将来、国際通貨の地位をめぐる競争が展開されうる余地は大きくない。グローバル外国為替市場において、人民元は、為替媒介通貨として機能しておらず、人民元の国際化および国際通貨化は、依然として第1の段階（単なる「国際化」）にとどまっている。人民元の国際通貨としての諸機能が相互に有機的に絡み合いながら、人民元の国際化・国際通貨化は進展することになるが、2015年を境に、投資通貨の重要性が増している。人民元が単なる「国際化」というステージ1から、さらに「地域的国際通貨化（人民元圏形成）」というステージ2にシフトするためには、こうした①国際資金調達・投資通貨の分野における人民元の利用拡大の他、②公的なレベルでの基準通貨および介入・準備通貨としての機能の拡充が必要不可欠で、そのための諸施策が系統立って実施される必要があると考えられる。

今後、人民元が地域的国際通貨としての地位を獲得し「人民元圏」を形成するための条件を考察するにあたって、本研究にはいくつかの課題が残されている。

今後の人民元の国際化および国際通貨化について展望する際には、①ドイツマルク・モデルのように、貿易通貨や投資通貨の多様化（＝中国および周辺国で当事国通貨化する）が進む中で、為替媒介通貨だけに究極のメルクマールを絞り込めるケースと、②現在ステージ3に到達している米ドル、またステージ2に到達しているユーロのように、第3国貿易契約決済通貨や第3国投資通貨としても人民元が周辺国で広く利用される「古典的」ケースの2つの可能性があると考えられる。こうした状況に鑑み、近い将来、中国の周辺国（あるいは「一帯一路」沿線国）の貿易取引や金融取引において、人民元が第3国間の貿易通貨や投資通貨としての機能まで担うことになるのかどうか、人民元の国際化および国際通貨化が以上のどちらかのケースに進むかを判定する際のカギとなっている。

こうした市場レベルにおける人民元の選択の問題と関連して、次の2つの課題がある。

第1の課題は、国際的分業の視点からの、グローバルなサプライチェーン（供給網）にお

ける中国の位置付けについてである。これは、中国の周辺国（あるいは「一帯一路」沿線国）の貿易取引における貿易当事国通貨または第 3 国貿易契約決済通貨としての人民元の機能について考察する際の、不可欠な視点の 1 つであると考えられる。

第 2 の課題は、当面の投資通貨としての機能拡充の前提となる、中国金融・資本市場の自由化の進展についてである。現在、証券投資を中心とする人民元建て資本取引が当面人民元国際化の成否の鍵となっているが、欧米日など主要先進国に比べ、中国の株式・債券市場における外国投資家の参入率は依然として低い。今後、中国政府が金融・資本市場をさらに開放することで、人民元の国際通貨化にどのような影響が及ぶのかが今後の考察課題である。

市場レベルにおけるこれら 2 つの課題のほか、第 3 の課題として、公的レベルにおいて、中国と周辺国（ASEAN や中央アジア、モンゴルなど）および「一帯一路」沿線国との為替相場上の連動性について注視する必要がある。特に、アジア諸国の中で、人民元（あるいは人民元を含む通貨バスケット）を、自国通貨のアンカー通貨として公式に選択したり、自国の金融政策の運営上に人民元の為替相場の動きを主要な参考指標としたりする国が出現するための条件について検討する必要がある。今後の課題としたい。

結びに代えて

参 考 文 献

日本語文献

- 赤羽裕 (2019a)、「為替リスクヘッジの視点から考える人民元の国際化」、中央大学経済・商業学会『経済学論纂』、第 59 巻第 3・4 合併号、2019 年 1 月。
- 赤羽裕 (2019b)、「アジア地域通貨協力への展望—アジア通貨危機の教訓と各国通貨制度の課題」、小川英治編『グローバリゼーションと基軸通貨への挑戦』東京大学出版会、第 8 章。
- 伊藤隆敏 (2002)、「日本の対外経済政策—国際金融を中心として—」一橋大学『経済研究』、特集：日本の経済制度・経済政策、Vol. 53, No. 1, 2002 年 1 月。
- 伊藤隆敏 (2015)、「人民元 SDR 構成通貨に（下）伊藤隆敏コロンビア大学教授—IMF、中国の成長性評価（経済教室）』、『日本経済新聞』、2015 年 12 月 17 日、朝刊。
- 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。
- 今宮謙二 (1976)、『現代国際金融の構造』実教出版会。
- 岩田健治 (1998)、「投資通貨の脱ドルと欧州金融・通貨圏の形成」、証券経済学会『証券経済学会年報』、第 33 号、1998 年 5 月。
- 岩田健治 (1999)、「欧州経済・通貨同盟と株式市場—取引所統合の新段階—」、証券経済学会『証券経済学会年報』、第 34 号。
- 岩田健治 (2003)、「国際投資および調達通貨としてのユーロ」、田中素香・藤田誠一『ユーロと国際通貨システム』蒼天社、第 6 章。
- 岩田健治 (2005)、「グローバル・地域統合時代の国際通貨論試論」、東北大学 研究年報『経済学』、Vol. 66 No. 3、2005 年 2 月。
- 岩田健治 (2011)、「ユーロと国際通貨レジーム」、田中素香・長部重康・久保広正『現代ヨーロッパ経済第 3 版』、有斐閣、第 15 章。
- 植田健一・服部孝洋 (2018)、「IMF による対外不均衡の評価について」、財務省財務総合政策研究所『ファイナンス』シリーズ日本経済を考える、2018 年 6 月。
- 余永定 (2012)、「人民元の国際化か資本自由化か」、公益財団法人野村財団『季刊中国資本市場研究』、2012 年春号。
- 氏川恵次・堀井伸浩 (2009)、「中国鉄鋼業における産業政策の再検証—進展する市場形成の下での淘汰政策の評価—」、日本貿易振興機構アジア経済研究所『アジア経済』、第 50 巻第 11 号、2009 年 11 月。
- 梅崎創 (2019)、「世界金融危機後のマレーシア経済—国際資本移動・為替レートの動向と政策対応—」、財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』平成 31 年第 2 号（通巻第 137 号）、2019 年 3 月。
- 内藤二郎 (2014)、「中国の財政状況、政策および地方債務問題の現状と課題」、財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』平成 26 年第 3 号（通巻第 119 号）、2014 年 8 月。

参考文献

- 内藤二郎 (2019)、「中国の財政を取り巻く状況と課題」、財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』令和元年第3号（通巻第138号）、2019年8月。
- 大蔵省 (1984)、「金融の自由化及び円の国際化についての現状と展望」、1984年。
- 小川英治 (1998)、『国際通貨システムの安定性』東洋経済新報社。
- 小川英治 (2019)、「基軸通貨米ドルの慣性—ドルの効用と通貨競争の可能性」、小川英治編『グローバル化—基軸通貨ドルへの挑戦』東京大学出版会、第1章。
- 小野善康 (1999)、「円の国際化、赤字を覚悟で」、『日本経済新聞』（経済教室）、1999年6月15日。
- 小野朝男・西村閑也 (1975)、『国際金融論入門』有斐閣。
- 梶谷懐 (2016)、「中国の金融政策と人民元国際化」、『国民経済雑誌』第214巻第4号、2016年10月。
- 梶谷懐 (2017)、「中国の金融リスクと人民元の国際化（特集 健全性問われる中国経済）」、『東亜』No599、2017年5月。
- 勝悦子 (2008)、「エマージング諸国の為替レジームとアジアの通貨制度」、日本国際経済学会全国大会共通論題報告論文、2008年10月。
- 神宮健 (2020)、「金融面における対外開放を続ける中国」、野村総合研究所『金融 IT フォーカス』、2020年8月号。
- 関志雄 (2009)、「消費拡大のカギとなる所得分配政策」、独立行政法人経済産業研究所『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」、独立行政法人経済産業研究所『中国経済新論』、2010年2月3日。
- 関志雄 (2017)、「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—」、野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』、2017年秋号。
- 関志雄 (2018a)、「人民元の国際化に向けての課題—中国・地域・グローバルという視点に基づく考察—」、財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』平成30年第1号（通巻133号）、2018年3月。
- 関志雄 (2018b)、「中国におけるマクロ・コントロール政策の枠組みの強化—金融システムの安定に向けて—」、野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』2018年春号。
- 関志雄 (2019)、「中国における未完の所有制改革—課題となる民営化と公平な競争環境の実現」『フィナンシャル・レビュー（財務省財務総合政策研究所）』令和元年第3号（通巻第138号）2019年8月。
- 関志雄 (2020)、『未完の人民元改革 国際通貨への道』文眞堂。
- 木下悦二 (1979)、『国際経済の理論—その発展と体系化のために』有斐閣。
- 倉都康行 (2019)、「政治に左右される為替管理 国家資本主義・中国の限界」、『ウェッジ』、Vol. 31 No. 4、2019年4月。

参考文献

- 高海紅（2015）、「人民元国際化の契機と挑戦」、『国際金融』2015年、1276号。
- 国際通貨研究所（2018）、「（日本財務省委託）香港の多通貨決済に関する調査」、2018年6月。
- 齋藤智美（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」、名城大学経済・経営学会『名城論叢』、2007年9月。
- 齋藤尚登（2015）、「中国の金融政策の現状と問題点、必要とされる将来への備え」、大和総研グループ『大和総研調査季報』2015年春季号、Vol.18。
- 齋藤尚登（2018）、「中国：影の銀行の過度の抑制もリスク要因に」、『大和総研リサーチレポート』2018年6月20日。
- 齋藤尚登（2019a）、「中国の金融リスクソフトランディングの鍵を握る国有企業改革とデレバレッジ」、財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』令和元年第3号（通巻第138号）、2019年8月。
- 齋藤尚登（2019b）、「中国：全人代、構造改革よりも成長を優先」、大和総研グループ『大和総研リサーチレポート』、2019年3月6日。
- 齋藤尚登・永井寛之（2018）、「中国は金融危機を回避できるのか？」、大和総研グループ『大和総研調査季報』2018年新春号、Vol.29。
- 坂和秀晃（2015）、「東京市場の国際的な魅力を高めるための、制度・規制改革や市場整備の諸施策についての理論的視座の構築」、金融庁金融研究センター、『ディスカッションペーパー』DP2014-9、2015年2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。
- 清水順子（2019）、「貿易建値通貨としての人民元の国際化—東アジア諸国の通貨体制に与える影響」、小川英治編『グローバル化と基軸通貨への挑戦』東京大学出版会、第6章。
- 随清遠（2019）、「中国の経済成長と国際資本移動」、財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』平成31年第2号（通巻第137号）、2019年3月。
- 関根栄一（2010）、「中国の人民元建て貿易決済の導入と人民元の国際化」、公益財団法人野村財団『季刊中国資本市場研究』、2010冬号。
- 関根栄一（2015）、「上海・香港ストックコネクト始動後の現状と課題」、野村資本市場研究所「野村資本クォーターリー」、2015年春号。
- 関根栄一（2019）、「中国金融市場開放の最新動向」、野村資本市場研究所、2019年12月3日。
- 瀬口清之（2019）、「経済政策の視点から見た中国の対外関係」、財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』令和元年第3号（通巻第138号）、2019年8月。
- 高屋定美（2019）、「国際通貨としてのユーロの位置づけ—ユーロはドルに挑戦できるのか？」、小川英治編『グローバル化と基軸通貨 ドルへの挑戦』、第3章、2019

参考文献

- 年 7 月。
- 田中修 (2019)、「習近平体制第Ⅱ期の経済政策の基本理念」、財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』令和元年第 3 号 (通巻第 138 号)、2019 年 8 月。
- 田中素香 (1996)、『EMS：欧州通貨制度 欧州通貨統合の焦点』有斐閣。
- 田中素香 (2003)、「国際通貨ユーロとユーロ圏」、田中素香・藤田誠一『ユーロと国際通貨システム』、第 5 章、蒼天社。
- 田中茉莉子・福田慎一 (2019)、「アジア新興国が国際金融市場に与えるインパクトについて」、財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』平成 31 年第 2 号 (通巻第 137 号)、2019 年 3 月。
- 陳雨露 (2014)、『人民元読本』日本僑報社。
- 張明 (2009)、「中国外貨準備運用の現状と展望」、公益財団法人野村財団『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」、公益財団法人野村財団『季刊中国資本市場研究』、2011 秋号。
- 張明 (2019)、「中国 「3～4 年で経常赤字に 社会科学院 張氏」、『日本経済新聞』、2019 年 6 月 23 日。
- 露口洋介 (2014)、「ユーロ・人民元直接取引の開始」、科学技術振興機構『サイエンスポータルチャイナ—露口洋介の金融から見る中国経済』14-02 号、2014 年 10 月 7 日。
- 露口洋介 (2015)、「人民元為替制度の改革」、科学技術振興機構『サイエンスポータルチャイナ—露口洋介の金融から見る中国経済』15-08 号、2015 年 8 月 25 日。
- 露口洋介 (2017)、「CFETS 指数の拡充」、科学技術振興機構『サイエンスポータルチャイナ—露口洋介の金融から見る中国経済』17-01 号、2017 年 1 月 31 日。
- 露口洋介 (2018)、「人民元国際化と人民元売買範囲の拡大」、科学技術振興機構『サイエンスポータルチャイナ—露口洋介の金融から見る中国経済』18-09 号、2018 年 9 月 28 日。
- 露口洋介 (2019)、「中国人民元の国際化と東京市場の活性化」、中央大学『経済学論纂』、第 59 巻第 3・4 合併号、2019 年 1 月。
- 徳永正二郎 (1982)、『現代外国為替論』有斐閣。
- 鳥谷一生 (2017)、「中国バブル経済崩壊後の人民元『国際化』の現状と限界：香港金融為替市場の視点から」、信用理論研究学会『信用理論研究』第 35 号、2017 年 5 月。
- 鳥谷一生 (2018a)、「2015 年 8 月人民元為替相場下落以降の上海・香港金融市場の新展開—債務繰り延べと外資導入—」、京都女子大学大学院現代社会研究科紀要『現代社会研究科論集』第 12 号、2018 年 3 月 15 日。
- 鳥谷一生 (2018b)、「中国・人民元『国際化』戦略とその現状と展望：中国人民大学・国際貨幣研究所の論説から」、京都女子大学現代社会学部『現代社会研究』第 20 号、2018 年 1 月 28 日。
- 鳥谷一生 (2019a)、「中国「一帯一路」戦略下における貿易・投資の現状について—対 ASEAN

参考文献

- 経済を中心に」、京都女子大学現代社会学部『現代社会研究』第21号、2019年1月31日。
- 鳥谷一生（2019b）、「中国・人民元『国際化』と現代の国際通貨システム—世界経済秩序のパラダイム転換か—」、京都女子大学大学院現代社会研究科紀要『現代社会研究科論集』第13号、2019年03月15日。
- 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—「改革開放」後の中国金融経済の40年史—』晃洋書房。
- 中尾茂夫（1988）、「世界マネーフロー 国際金融市場の歴史と現代」同文館。
- 中田理恵（2016）、「新興国における資金流出入の現状～中国・ブラジル・ロシアを中心に～」大和総研グループ『大和総研調査季報』2016年春季号、Vol. 22。
- 日本銀行（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、2000年6月。
- 日本銀行（2003a）、「貿易におけるインボイス通貨の決定について—「円の国際化」へのインプリケーション」、日本銀行金融研究所、Discussion Paper No. 2003-J-14、2003年7月。
- 日本銀行（2003b）、「対外債務統計の公表について」、日本銀行『調査論文2003年』、2003年8月8日。
- 日本銀行（2010）、「バーゼル委市中協議文書 流動性規制の導入」、2010年1月。
- 日本銀行（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『調査論文 2016 年』、2016 年 5 月 9 日。
- 日本銀行（2017）、「BIS国際銀行統計の拡充と日本分集計結果の特徴点」、日本銀行『日銀レビュー』、2017-J-1、2017年2月。
- 日本銀行（2018）、「銀行勘定の推計値を用いたBIS国際銀行統計の国際比較」、日本銀行『日銀レビュー』、2018-J-7、2018年10月。
- 日本銀行（2019）、「新興国への資本フローを巡る動向」、日本銀行『日銀レビュー』、2019-J-6。
- 日本銀行（2020）、「近年の資本フローを巡る議論—日本とアジアへの資金流入動向と今後の課題—」、日本銀行『日銀レビュー』、2020-J-6。
- 日本財務省（2017）、「円とアジア通貨の更なる利便性向上策の検討—第36回外国為替等分科会での事務局報告について—」、日本財務省広報誌『ファイナンス』、2017年8月号。
- 日本経済産業省、『通商白書』、各年版。
- 日本経済新聞、「外国人投資家、短期債の買越額が最大に」、『日本経済新聞』、2012年1月13日、電子版。
- 日本経済新聞、「貿易金融とは」、『日本経済新聞』、2012年6月7日、電子版。
- 日本経済新聞、「BRICSで通貨交換網構築へ 景気減速、改革の好機に」、『日本経済新聞』、2012年6月30日、電子版。

参考文献

- 日本経済新聞、「英、人民元建て投資拡大、株・債券、運用会社、中国から資格」、『日本経済新聞』、2014年1月20日、電子版。
- 日本経済新聞、「外国人、上海株投資しやすく、香港と相互取引開始」、『日本経済新聞』、2014年11月17日、電子版。
- 日本経済新聞、「通貨交換協定とは」、『日本経済新聞』、2017年10月11日、電子版。
- 日本経済新聞、「中国が金融一部開放へ 証券・保険、全額出資を容認」、『日本経済新聞』、2017年11月10日。
- 日本経済新聞、「中国が金融開放前倒し、対米摩擦にらみ 従来の焼き直しも」、『日本経済新聞』、2018年4月11日、電子版。
- 日本経済新聞、「中国が金保有量を拡大 探るドル離れ、為替介入響く」、『日本経済新聞』、2019年1月24日、電子版。
- 日本経済新聞、「人民元、ドル覇権に一石 独自決済網89カ国・地域に 米制裁対象のロシアやトルコなど取り込む」、『日本経済新聞』、2019年5月19日、電子版。
- 日本経済新聞、「中国、陰る外貨パワー 10年で130兆円流出」、『日本経済新聞』、2019年6月23日、電子版。
- 日本経済新聞、「中国、ASEAN が最大貿易相手に 新たな供給網構築」、『日本経済新聞』、2020年7月14日、電子版。
- 日本経済新聞、「「FT」中国債券、安全な投資先として脚光」、『日本経済新聞』、2020年3月26日、電子版。
- 日本総務省統計局、『世界の統計』、各年版。
- 服部孝洋（2017）、「ドル調達コストの高まりとカバー付き金利平価」、財務総合政策研究所『ファイナンス』、2017年10月。
- 深町郁彌（1981）、『現代資本主義と国際通貨』岩波書店。
- 福田慎一（2019）、「異次元の金融政策と新興国経済」、財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』、平成31年第2号（通巻第137号）、2019年3月。
- 福永一樹（2008）、「国際通貨としてのユーロの現状と展望」、国際通貨研究所『調査研究レポート』、2008年11月。
- 藤田誠一（1998）、「対称的な国際通貨制度構築の試み：『通貨制度改革概要』をてがかりに」、神戸大学『経済学研究年報』、44：1-31、1998年3月10日。
- 堀井伸浩（2008）、「石炭需要逼迫の背景と供給制約の見通し」、堀井伸浩編『中国経済の持続可能な成長—資源・環境制約の克服はなるか—』調査研究報告書、第1章、アジア経済研究所、2008年。
- 増島雄樹（2019）、「安全通貨としての円とドル—ファンダメンタルズから不確実性へ」、小川英治編『グローバリゼーションと基軸通貨 ドルへの挑戦』、第5章。
- 矢作大祐・森駿介・土屋貴裕（2018）、「ドル依存の高まりとリスク伝播の懸念」、大和総研グループ、「大和総研調査季報」、2018年新春号、Vol. 29。

参考文献

- 山本栄治 (1988)、『基軸通貨の交替とドル—「ドル本位制」研究序説—』有斐閣。
- 李永森 (2015)、「中国資本市場の開放への道のり」、公益財団法人野村財団『季刊中国資本市場研究』、2015 年冬号。
- 渡邊真理子 (2019)、「中国の市場経済の類型化と通商ルール—国有企業の競争歪曲性とデータ取引の事例—」、財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』令和元年第 3 号 (通巻第 138 号)、2019 年 8 月。

英語文献

- Aldasoro, Inaki and Torsten Ehlers (2018), “Global liquidity: changing instrument and currency patterns”, *BIS Quarterly Review*, September 2018, p.17-27.
- Aldasoro, Inaki and Torsten Ehlers (2019), “Concentration in cross-border banking”, *BIS Quarterly Review*, June 2019, p.1-11.
- Alogoskoufis, G. and Portes R. (1991), “International costs and benefits from EMU”, *European Economy*, Special edition,1.
- Avdjiev, Stefan, Valentina Bruno, Catherine Koch and Hyun Song Shin (2018), “The dollar exchange rate as a global risk factor: evidence from investment”, *BIS Working Papers*, No 695.
- Avdjiev, Stefan, Egemen Eren and Patrick McGuire (2020), “Dollar funding costs during the Covid-19 crisis through the lens of the FX swap market”, *BIS Bulletin*, No.1, April 2020.
- Bergsten, C. Fred (1997), “The Dollar and the Euro”, *Foreign Affairs*, Vol.76.
- BIS, Global Market Turnover in 2010, 2013, 2016, 2019, *Triennial Central Bank Survey*.
- Bruno, Valentina and Hyun Song Shin (2020): “Dollar and Exports”, *BIS Working Papers*, No 819, April 2020.
- Carol, Chan (2016), “In China’ s Bond World, Pandas Eat the Lunch of Dim Sums”, *The Wall Street Journal*, October 5, 2016.
- Casas, Camila, Federico Diez, Gita Gopinath and Pierre-Olivier Gourinchas (2017), “Dominant Currency Paradigm A New Model for Small Open Economies”, *IMF Working Paper*, WP/17/264.
- Cerutti, Eugenio and Maurice Obstfeld (2018), “China’ s Bond Market and Global Financial Markets”, *IMF Working Paper*, WP/18/253, December 2018.
- Cerutti, Eugenio, Catherine Koch and Swapna-Kumar Pradhan (2018), “The growing footprint of EME banks in the international banking system”, *BIS Quarterly Review*, December 2018.
- Chen, Jiaqian, Tommaso Mancini-Griffoli, and Ratna Sahay (2014), “Spillovers from

参考文献

- United States Monetary Policy on Emerging Markets: Different This Time? ” , *IMF Working Paper*, WP/14/240.
- Chinn, M and J Frankel (2007), “Will the euro surpass the dollar as a reserve currency? ” , in R Clarida (ed), *G7 current account imbalances*, University of Chicago Press.
- Cohen, Benjamin (1971) , “ *The Future of Sterling as an International Currency*” , Macmillan.
- Cook, David and Nikhil Patel (2018) , “Dollar invoicing, exchange rates and international trade” , *BIS Papers*, No 96.
- Cook, David and Nikhil Patel (2020) , “Dollar invoicing, global value chains, and the business cycle dynamics of international trade” , *BIS Working Papers*, No 860.
- David, Sally and Christopher Kent (2020), “US dollar funding: an international perspective” , *BIS CGFS Papers*, No.65, June 2020.
- Doo Yong Yang (2017) , “Comments by Doo Yong Yang, on RMBI or RMBR? Is the Renminbi Destined to Become a Global or Regional Currency? ” .
- ECB (2019), “The International Role of the Euro” , June 2019.
- ECB (2020), “The International Role of the Euro” , June 2020.
- Eichengreen, Barry and Domenico Lombardi (2017) , “RMBI or RMBR? Is the Renminbi Destined to Become a Global or Regional Currency?” , *Asian Economic Paper*, 16:1.
- Erik, Burcu, Marco J. Lombardi, Dubravko Mihaljek and Hyun Song Shin (2020) , “The dollar, bank leverage and real economic activity: an evolving relationship” , *BIS Working Papers*, No.847, March 2020.
- Eswar, S. Prasad (2018) , “The Slow, Uneven Rise of Renminbi” , *CATO Journal*, 38:521-29, Spring 2018.
- Filosa, R. (1995), “Money demand stability and currency substitution in six European countries (1980–1991)” , *BIS Working Paper*, 30.
- Forbes, Kristin and Francis E. Warnock (2020) , “Capital Flow Wavesó or Ripples? : Extreme Capital Flow Movements in an Era of Easy Monetary and Tight Macro-prudential Policy” , *AEA Papers and Proceedings*, 110, forthcoming.
- Frankel Jeffrey and Shang-Jin Wei (1994) , “Yen bloc or dollar bloc? exchange rate policies of the east Asian economies” , in Takatoshi Ito and Anne Krueger, editors, *Macroeconomic Linkage: Savings, Exchange Rates, and Capital Flows*, NBER-EASE Volume 3.
- Galati, Gabriele and Alexandra Heath (2007), “What Drives the Growth in FX

- Activity? Interpreting the 2007 Triennial Survey” , *BIS Quarterly Review*, December 2007.
- Giovannini, Alberto (1988), “Exchange Rates and Traded Goods Prices” , *Journal of International Economics*, Vol.24(1-2).
- Goldberg, Linda S. and Cédric Tille (2008) , “Vehicle Currency Use in International Trade” , *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, January 2005.
- Goodhart C. (1997), “Two concepts of money and the future of Europe” , London School of Economics, *Financial Market Group Special Paper*,96 (June) .
- Gopinath, Gita (2015), “The International Price System” , *NBER Working Paper Series*, No. 21646, October 2015.
- Gopinath, Gita and Jeremy Stein (2018a), “Banking, Trade, and the Making of a Dominant Currency” , *NBER Working Paper*, No. 24485.
- Gopinath, Gita and Jeremy Stein (2018b), “Trade Invoicing, Bank Funding, and Central Bank Reserve Holdings” , *AEA Papers and Proceedings*, 108: 542—46.
- Gopinath, Gita, Emine Boz, Camila Casas, Federico J. Díez, Pierre-Olivier Gourinchas, Mikkel Plagborg-Møller (2019) , “Dominant Currency Paradigm” , *NBER Working Paper Series*, Working Paper No,22943, March 2019.
- Grassman, S. (1973), “A Fundamental Symmetry In International Payment Pattern” , *Journal of International Economics*, Vol.3, 1973.
- Guo Shuqing (2020), “Accelerate the normalization of economic activity and further reform and open up the financial system” , Speech at the 12th Lujiazui Forum Shanghai, 18 June 2020.
- Hartmann, Philipp (1998), “*Currency Competition and Foreign Exchange Markets, The Dollar, the Yen and the Euro*” , Cambridge University Press.
- Heller, H and M Knight (1978) , “Reserve currency preferences of central banks” , *Princeton Essays in International Finance*, No. 131, December 1978.
- HKEX (2017a), “Taping into china’ s domestic bond market — An international perspective” , *HKEX Research Report*, May 2017.
- HKEX (2017b), “HKEX’ s Five-Year China Ministry of Finance Treasury Bond Futures — The world’ s first RMB bond derivatives accessible to offshore investors” , *HKEX Research Report*, April 2017.
- HKEX (2018), “The inclusion of China into global bond indices: Current status and future development” , *HKEX Research Report*, June 2018.
- HKEX (2019), “Bond Connect and outlook for further opening up of the Mainland bond market” , *HKEX Research Report*, January 2019, p.1-18.
- HKTDC (2009), “The pilot RMB trade settlement scheme and RMB internationalization”

- May 2009.
- Hu, Hong and Philip Wooldridge (2016), “International business of banks in China” , *BIS Quarterly Review*, June 2016.
- Ilzetzki, Ethan, Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff (2019), “Exchange Arrangements Entering the Twenty-First Century: Which Anchor Will Hold?” , *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 134, Issue 2, May 2019.
- IMF, *External Sector Report* (ESR) , July 2019.
- IMF, *Global Financial Stability Report* (GFSR) : Lower For Longer , October 2019.
- IMF, *World Economic Outlook* (WEO) : Global Manufacturing Downturn, Rising Trade Barriers, October 2019.
- IMF, *World Economic Outlook* (WEO) :The Great Lockdown, April 2020.
- Ito, Hiro and Robert McCauley (2018) , “A key currency view of global imbalances” , *BIS Working Papers*, No.762, December 2018.
- Ito, Hiro and Robert McCauley (2019) , “The currency composition of foreign exchange reserves” , *BIS Working Papers*, No.828, December 2019.
- Ito, Takatoshi (2017), “A new financial order in ASIA: Will a RMB bloc emerge?” , *Journal of International Money and Finance*, 2017.
- Kawai, Masashiro, and Victor Pontines (2016) , “Is there really a renminbi bloc in Asia? A modified Frankel-Wei approach” , *Journal of International Money and Finance*, vol. 62.
- Kenen, P. (1983) , “The role of the dollar as an international currency” , *Group of Thirty Occasional Papers*,13.
- Koch, Catherine and Eli Remolona (2018), “Common lenders in emerging Asia: their changing roles in three crises” , *BIS Quarterly Review*, March 2018.
- Krugman, Paul (1980), “Vehicle Currencies and the Structure of International Exchange” , *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.12(3).
- Krugman, Paul (1984) , “The International Role of The Dollar: Theory and Prospect” , in Bilson, John F. and Richard C. Marston (eds), *Exchange Rate Theory and Practice*, University of Chicago Press.
- Lu, Yinqiu and Yilin Wang(2019), “Determinants of Currency Composition of Reserves: A Portfolio Theory Approach with an Application to RMB” , *IMF Working Paper*, WP/15/52, March 2019.
- Magee, S. and Rao K. (1980) , “Vehicle and nonvehicle currencies in international trade” , *American Economic Review*, Papers and Proceedings.
- Maggiore, Matteo (2013), “Financial Intermediation, International Risk Sharing, and Reserve Currencies” , Harvard University, 2013.

参考文献

- Matsuyama, Kiminori, Nobuhiro Kiyotaki and Akihiko Matsui (1993), “Toward a Theory of International Currency”, *Review of Economics Studies*, Vol.60(2).
- McCauley, Robert and Tracy Chan (2014), “Currency Movements Drive Reserve Composition”, *BIS Quarterly Review*, December 2014.
- McCauley, Robert and Chang Shu (2016), “Dollars and renminbi flowed out of China”, *BIS Quarterly Review*, March 2016.
- McCauley, Robert and Chang Shu (2018), “Recent RMB policy and currency co-movements”, *BIS Working Papers*, No.727, June 2018.
- McCauley, Robert, Patrick McGuire and Vladyslav Sushko (2015), “Global dollar credit: links to US monetary policy and leverage”, *BIS Working Paper*, No.483, January 2015.
- McKinnon, Ronald (1979), *Money in International Exchange: The convertible Currency System*, New York: Oxford University Press.
- Miranda-Agripino, Silvia, and Helene Rey (2020), “The Global Financial Cycle after Lehman”, *AEA Papers and Proceedings*, 110, forthcoming.
- Moore, Michael, Andreas Schrimpf and Vladyslav Sushko (2016), “Downsized FX markets: causes and implications”, *BIS Quarterly Review*, December 2016.
- Ogawa, Eiji and Makoto Muto (2016), “Inertia of the U.S. Dollar as a Key Currency through the Two Crises”, *RIETI Discussion Paper*, No.16-E-038, March 2016.
- Ogawa, Eiji and Makoto Muto (2017), “Declining Japanese Yen and Inertia of the U.S. Dollar”, *RIETI Discussion Paper*, No.17-E-018, March 2017.
- Ogawa, Eiji and Makoto Muto (2018), “What Determines Utility of International Currencies? ”, *RIETI Discussion Paper*, No.18-E-077, November 2018.
- Packer, Frank, Andreas Schrimpf and Vladyslav Sushko (2019), “Renminbi turnover tilts onshore”, *BIS Quarterly Review*, December 2019.
- Patel, Nikhil and Dora Xia (2019), “Offshore markets drive trading of emerging market currencies”, *BIS Quarterly Review*, December 2019.
- Philip, Wooldridge (2019), “FX and OTC derivatives markets through the lens of the Triennial Survey”, *BIS Quarterly Review*, December 2019.
- Portes, Richard and Helene Rey (1998), “The Emergence of the Euro as an International Currency”, *NBER Working Paper* No.6424.
- Schrimpf, Andreas and Vladyslav Sushko (2019a), “Sizing up global foreign exchange markets”, *BIS Quarterly Review*, December 2019.
- Schrimpf, Andreas and Vladyslav Sushko (2019b), “FX trade execution: complex and highly fragmented”, *BIS Quarterly Review*, December 2019.
- Shousha, Samer (2019), “The Dollar and Emerging Market Economies: Financial

参考文献

- Vulnerabilities Meet the International Trade System”, *International Finance Discussion Paper*, No.1258.
- Standard Chartered (2015), “Renminbi Ascending, How China’s Currency Impacts Global Markets, Foreign Policy, and Transatlantic Financial Regulation”, June 2015.
- SWIFT, *RMB Tracker*, 2015 Sibos Edition, August 2015.
- Swoboda (1968), “The Euro-dollar market: an interpretation”, *Essays in International Finance*, 64.
- Tavlas, G and Ozeki Y (1992), “The Internationalization of Currencies:an appraisal of the Japanese yen ”, *IMF Occasional Paper*, 90.
- Tovar, Camilo E. and Tania Mohd Nor (2018), “Reserve currency blocs: A changing international monetary system?”, *IMF Working Paper*, WP/18/20, January 2018.
- Tsuyuguchi, Yosuke and Philip Wooldridge (2008), The Evolution of Trading Activity in Asian Foreign Exchange Markets, *BIS Working Papers*, No 252, May 2008.
- Weitseng, Chen (2018), “Lost in Internationalization: Rise of the Renminbi, Macro-prudential Policy, and Global Impacts”, *Journal of International Economic Law*, OXFORD, 2018.
- Yu, Yongding (2012), “Revisiting the Internationalization of the Yuan”, *ADB Working Paper Series*, No.366, July 2012.
- Yu, Yongding (2014), “How Far can Renminbi Internationalization Go? ”, *ADB Working Paper Series*, No.461, February 2014.
- Zhang, Ming and Bin Zhang (2017), “ The Boom and Bust of RMB Internationalization: The perspective from Cross-border Arbitrage”, *Asian Economic Policy Review*, Japan Center for Economic Research, vol.12(2),237-253, July 2017.

中国語文献

- 香港金融管理局、『货币与金融稳定情况半年度报告』、2015年3月－2020年3月。
- 香港交易所 (2017)、「离岸人民币流动性供应机制的现状,影响及改善方向」、香港交易所『研究報告』、2017年1月。
- 上海証券交易所、『上海証券交易所年鉴』、2005年－2019年版。
- 上海証券交易所 (2019)、「全球资本市场竞争力报告 (2020)」、上海証券交易所资本市场研究所・上海交通大学上海高级金融学院联合课题组、2020年6月。
- 王布衣 (2013)、「非金融机构人民币境外放款的作用」『中国金融』、2013年第18期。
- 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年第7期。
- 张晓斐 (2020)、「2019 年度全球资本市场运行盘点」、上海証券交易所『研究報告』、【2020】

参考文献

第 005 号、2020 年 2 月。

中国人民銀行、『人民元国際化報告』、2015 年－2020 年版。

中央国债登记结算有限公司、『债券市场统计分析报告』、2015 年－2019 年版。

URL

中国人民銀行 (PBC) : <http://www.pbc.gov.cn>

香港交易所 (HKEX) : <http://www.hkex.com.hk>

香港金融管理局 (HKMA) : Hong Kong Monetary Authority ([hkma.gov.hk](http://www.hkma.gov.hk))

上海証券交易所 (SSE) : <http://www.sse.com.cn>

深圳証券交易所 (SZSE) : <http://www.szse.com.cn>

中华人民共和国海关总署 (GACC) : <http://www.customs.gov.cn>

日本銀行 (BOJ) : <http://www.boj.or.jp>

財務省 (MOF) : <http://www.mof.go.jp>

経済産業省 (METI) : <http://www.meti.go.jp>

日本貿易振興機構 (ジェトロ) : <http://www.jetro.go.jp>

総務省統計局 (SBOJ) : <https://www.stat.go.jp/data/sekai/index.html>

BOK (韓国銀行) : <https://www.bok.or.kr/eng/main/main.do>

BIS (国際決済銀行) : <https://www.bis.org>

ECB (欧州中央銀行) : <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

FRB (米連邦準備理事制度) : <https://www.federalreserve.gov/>

IMF (国際通貨基金) : <https://www.imf.org/external/index.htm>

Bloomberg (ブルームバーグ) : <https://www.bloomberg.com/asia>

SWIFT (国際銀行間通信協会) : <https://swift.org/>

SWIFT RMB Tracker: <https://www.swift.com/ja/node/9501>