

第9章 米中の通貨・金融覇権競争： ロシアのウクライナ侵攻を受けた米欧日による対ロ金融制裁の含意

河合 正弘

1. はじめに

世界の通貨システムは依然として米ドルを中心に機能しているが、近年は中国経済の急速な拡大とともに人民元の国際化が進展している。人民元はこの10年ほどの間に、貿易・資本取引の決済通貨や通貨当局の保有する公的外貨資産として、あるいは東アジア地域を中心に為替アンカー通貨として国際的な使用が高まり、IMFの定める特別引出権（SDR）バスケットの構成通貨にも組み込まれた。また、中国人民銀行（中央銀行）はデジタル人民元の開発に取り組むとともに、独自の人民元国際決済システム（CIPS）を導入して、人民元を主要な国際通貨に押し上げようとしている。その意味で、中国は米国の通貨・金融覇権に対する競争に乗り出しているといえる。

ただし、現状の人民元はアジア地域や世界規模で米ドルの地位を脅かすほどの存在感を示しているわけではない。かつ中国は、2015 - 16年に急激な資本流出、人民元レートや株価の下落、外貨準備の急減に直面して、厳格な資本流出規制を導入したことから、人民元の国際化は足踏みすることになった。しかし、中国当局は、米欧日が2022年2月以降のロシアのウクライナ軍事侵攻に対抗してとった包括的な対ロ金融制裁を踏まえ、今後は着実に人民元の国際化を進めるものと考えられる。米バイデン政権は、中国を「グローバルガバナンスを脅かす最も重要な競争相手」と位置付ける中で、国際通貨としての人民元の潜在力を認識しつつ、ドル覇権を守るべく通貨・金融面でも対中競争の姿勢を打ち出している。

本稿では、中国による人民元の国際化の進展と課題についてまとめ、米国による通貨・金融面での中国への対応（「為替操作国」の認定、「香港自治法」による対中金融制裁の枠組み、米中「通貨戦争」の可能性など）について検討する。その際、米欧日が発動した対ロ金融制裁がロシアの経済・金融に及ぼしてきた影響を踏まえ、それが米中の通貨・金融覇権競争にとってもつ含意についても考察する。とりわけ、対ロシアと同様な対中金融制裁は中国经济だけでなく世界経済にも多大な影響を及ぼすと考えられ、中国による国際協調の重視が重要な意義をもつことを指摘する。最後に日本の課題についても述べる。

2. 人民元の国際化

人民元の国際化の進展

中国人民銀行をはじめとする中国の通貨当局は、リーマンショック後の2009年7月から海外との国際決済に人民元を使用することを認めた（それまで人民元は海外との間での取引決済や海外での使用ができなかった）。その理由として、リーマンショック後の世界金融市場で米ドル流動性が枯渇し、国際決済に支障が生じかねなかったこと、人民元の対米ドルレートが大幅に変動し、為替リスクを軽減させる必要性に迫られたことなどが挙げられる。人民元の使用は、当初貨物貿易に限られたが、次第に經常取引全般に、さらに資本取引に

も適用されるようになった。とくに自由で開放的な香港市場を活用しつつ、人民元建ての貿易取引、直接投資、預金残高、債券発行の拡大など人民元の国際化が急速に進められた。

中国人民銀行は、2009年以降、合計41の中央銀行との間で3.7兆人民元（5,000億米ドル）に上る通貨スワップ協定を結んできた。当初は、相手国が人民元を貿易・投資に使いやすくするよう制度的に後押しし、さらには相手国が国際流動性不足に陥った際に人民元を引き出して対応することも認めるようになった。人民銀行はロシア中央銀行との間で、2014年10月に1500億人民元／1.75兆ルーブル（約220億ドル）の通貨スワップ協定を締結したが、この協定はロシアによるウクライナ併合後の米欧による経済・金融制裁の影響や原油価格下落によるルーブル価値の暴落を緩和する目的をもっていたと言われる。このスワップ協定は17年、20年と3年ごとに更新され、現在も有効である。

アジア地域では、各国の公式・非公式の為替アンカー通貨は依然として米ドルであり人民元ではないが、世界金融危機以降、人民元の重要性が高まっている。その反面、日本円の重要性が減少しており、円の役割を侵食するかたちで人民元の役割が増大しつつある。その背景として、中国経済の規模が拡大するに伴い貿易額が増大し、多くの諸国にとって中国が最大の貿易相手国になったため、対人民元レートへの安定化が重視されるようになったことが挙げられる。

さらに2016年10月には人民元がIMFのSDRバスケットの構成通貨に組み入れられ、IMFの定義する公的準備通貨になった。人民銀行が元建ての国際資本・金融取引や為替取引に制限を設けていることから、人民元は資本勘定の上で交換可能通貨ではないものの、IMF加盟当局間では「自由に使用可能」(freely usable)な通貨だと認定されたからである。SDRバスケットにおける人民元のウェイトは米ドル、ユーロに次ぐ10.9%で、円の8.3%を上回るようになった。

このように人民元の国際化は進展してきたが、米ドルだけでなくユーロ、日本円、英ポンドなどの主要国際通貨と比較すると、その国際化の程度はまだ限られている（表1参照）。

表1. 主要通貨の国際化の進展状況 (%)

通貨	外国為替市場取引額 2019年4月	公的外貨準備高 2021年12月	世界決済額 2022年2月	クロスボーダー銀行債務残高 2021年9月	国際債券発行残高 2021年12月
米ドル	88.9	58.8	38.9 (41.5)	49.3	47.1
ユーロ	32.3	20.6	37.8 (38.9)	29.2	38.3
日本円	16.8	5.6	2.7 (3.4)	3.7	1.4
英ポンド	12.8	4.8	6.8 (4.3)	4.9	7.9
豪ドル	6.8	1.8	1.6 (1.5)	--	1.0
加ドル	5.0	2.4	1.7 (2.2)	--	0.5
スイス・フラン	5.0	0.2	0.6 (1.0)	--	0.7
中国人民元	4.3	2.8	2.2 (1.4)	--	0.4
ロシア・ルーブル	1.1	--	-- (0.3)	--	0.1

注：外国為替市場取引額のシェアは、二つの通貨が交換されることから、合計は200%になる。世界決済額の括弧内の数値は、ユーロ圏内の決済を除いたもの。

出所：BIS、IMF、SWIFTのデータより筆者作成

それでも、他の新興国通貨、とくにロシア・ルーブルより国際化の程度は高い。人民元の国際化が他の主要先進国通貨よりも後れている最大の理由は、中国が依然として国際資本移動規制を敷いており、国際資本・金融取引における人民元の役割が小さいものとどまっているからである。実際、中国では通貨・金融当局が、2015 - 16年の「人民元ショック」と呼ばれる大規模な資本流出、1兆ドルに上る外貨準備の喪失、為替下落圧力、株式市場の動揺を受けて、資本流出規制を厳格化したことから、資本移動自由化と人民元国際化のペースが大幅にスローダウンした。国際資本移動の自由化なくして、人民元の世界規模での国際化の進展は難しい。

デジタル人民元の開発の取り組み

人民銀行は2014年に、デジタル人民元（DCEP：Digital Currency Electronic Payment、デジタル通貨電子決済）発行に向けた取り組みを開始した。当初は、コスト削減等のメリットや実現可能性などの研究に専念し、17年に人民銀行内にデジタル通貨研究所を設立して研究体制を強化した。人民銀行は20年1月、基準の策定や機能の研究・開発といった基本設計を終え、同3月にはデジタル人民元の流通に関連する法律の作成に取り組むこととした。同4月から8月にかけて、深圳、蘇州、雄安新区、成都の4地域でパイロット運用（試運転）を行い、次いで10月以降、本格的な実証試験を深圳、蘇州、北京、西安、海南など国内主要都市で進めてきた。また、人民銀行は香港、タイ、UAEの中央銀行との間でデジタル人民元の越境決済の実証実験を行っている。デジタル人民元は、22年2月から3月にかけて北京で開催された冬季オリンピック・パラリンピックで海外からの旅行者やアスリートによる大々的な利用がめざされたが、コロナ禍でバブル方式での開催だったために、外国人による利用は限られたものだった。それでも、これまで中国国内で28都市、6,200億元（約1兆130億円）の取引が街中の店舗などで実証実験として行われている。デジタル人民元の正式導入のスケジュールは決まっていないが、導入に向けて各種の実証実験が着実に積み重ねられている。

中国が採用するデジタル人民元は二層型（間接型）で、商業銀行が中央銀行に預けている準備預金をデジタル人民元に置き換える一方、希望する利用者に対してデジタル人民元を提供するものである。利用者は専用のアプリをインストールしてデジタル人民元口座（ウォレット）を開設し、自身の通常の預金口座からウォレットにデジタル人民元を移し、それを店舗での支払いや個人間の送金に使うことができる。これまで実証実験に用いられたデジタル人民元を支える技術のコアはブロックチェーン（分散型台帳技術の一種）ではなく、その一部を採用して匿名性を保持し、かつ改ざんの危険性を排除しつつも、既存の電子決済をベースにした新技術だとされる。金融政策の有効性を維持するためには、分散型よりも中央集権型の技術に基づく通貨の方が適していると考えられるからだ。

デジタル人民元が既存のモバイル決済（アリババ系のアリペイやテンセント系のウィチャットペイなど）と異なる点は、第一にそれが法定通貨であり、信用リスクが限りなく低いこと、第二に利用者の個人情報民間決済業者の手に渡らず、市中銀行を通じて通貨当局の手に入る点、第三にオフライン決済が可能だという点にある。個人情報に関しては、原則的に「小額決済は匿名、高額決済は法に基づき追跡可能」として運用される予定だ。このことは、匿名性の高い現金に代わり「制御可能な匿名性」を持つデジタル通貨を発行

することで、当局が資金の流れに関する情報を把握できることを意味する。

中国がデジタル人民元の発行を急ぐ理由として、以下の点を挙げることができる。①通貨をデジタル化することで、民間のデジタル通貨（フェイスブック〔現在のメタ〕の提唱したリブラ〔後のディエム〕などのステーブルコイン）や暗号資産（ビットコインなど）から自国の法定通貨を保護し、通貨主権を維持できる、②国際取引においてデジタル法定通貨を用いることで、通貨間の相互運用性を確保し、リアルタイムで低コスト、低リスクかつ効率の高い経済取引および為替取引を完了できる、③各国間や地域内でデジタル法定通貨の同盟を確立し、国際的な規制基準をつくり遵守することができる、④中央銀行が経済活動や国内外の金融・資本取引をリアルタイムで追跡することが可能になる（トレーサビリティ）、⑤個人に直接、景気刺激等の目的での資金送金を行って需要喚起を図ることができる、⑥資金洗浄（マネーロンダリング）、テロ資金動員、脱税等を取り締まることができる、⑦マイナス金利政策など金融政策の効果を高めることができる¹。

これらの理由のうち重要なのは②と③である。中国は、②により人民元圏の形成を進めることができ、③により先行者利益を得ることができるからである。デジタル人民元の利用は、現在は国内での小売り決済など中国国内に限られているが、他国よりも先に越境送金や貿易・投資の決済等で国際的に普及すれば、「一带一路」沿線諸国など新興国を中心に人民元ベースの経済・通貨圏ができる可能性がある。中国が資本移動規制を課していても、人民元がかなりの地域に広がって利用されることで、ドル、ユーロ、円の既存の国際通貨体制を脅かす。国際的な基準については、先行者としての中国が技術・運営面や規制面で国際標準を設定する可能性がある。

国際銀行間決済システム CIPS の導入

中国は当初、国際金融センターの香港を活用して人民元による貿易代金決済や金融取引の拡大を図りつつ元の国際化を進めてきた。人民銀行は、人民元の国際化をさらに推し進め、海外とのクロスボーダー人民元決済を容易にするための独自の国際決済システムの必要性を認識し、2012年に国際銀行間決済システム（CIPS：Cross-border Interbank Payment System）の構築を決め、15年に導入し稼働を始めた。22年1月現在で104か国から1,304銀行が参加している。このうち「直接参加行」が76行、「間接参加行」が1,228行とされる。

このシステムを利用する海外の「間接参加行」は中国国内の「直接参加行」を通じて、人民元建てのクロスボーダー貿易取引、直接投資、融資、個人送金などの国際決済を行うことができる。これらの取引に関連して生ずる「直接参加行」間の決済は、これらの銀行がCIPSに開設した口座間の振替で行われ、それに伴う資金過不足は、人民元の国内銀行間決済システム（CNAPS：China National Advanced Payment System）において「直接参加行」のCIPS口座とCNAPS口座の間での振替によって調整される。

国際決済で世界的に重要な役割を果たしているのは国際銀行間通信協会（SWIFT）である²。国際決済は主に、金融機関同士の決済情報（金額や口座番号など）を伝達するネットワークと実際の資金移転を実行する決済システムの2つから成り立っている。SWIFTは前者の決済情報の伝達を行う民間のメッセージング・サービス機関であり、決済情報を大量かつ迅速に処理することができ、その普及率の高さから国際決済における事実上の標準規格となっている。SWIFTを利用しなくても、電話回線や電子メールで伝票をやりとりする旧式

の情報伝達を行うことは可能だが、手間や時間やコストがかかり、効率的な国際資金決済の実行が難しくなる。

CIPSの利用機関数と決済処理件数・金額は伸びてきているものの、表2が示しているように、その役割はまだ限られている。2022年1-3月期時点で1日当たりの平均取り扱い件数はわずか1万4500件、決済処理金額は590億ドルで、SWIFTの1日平均4600万件、5兆ドルと比べると極めて小さい。表1でも見たように、SWIFTを通じる国際決済のうち人民元が占める比率は1.4%（ユーロ圏域内の取引をネットアウトした数値）と、米ドルの42%に比べて低く、CIPSについても国境を越えた決済手段としての役割はまだ小さい。

表2：国際決済システム SWIFT と CIPS の比較

	参加国	参加金融機関数	決済処理件数 (1日平均)	決済処理金額 (1日平均)
SWIFT	200か国以上	11,632行（「会員行」2,409行、「準会員行」3,070行、「参加行」6,153行）	4588万件 (2022年1-2月)	5兆ドル (2022年)
CIPS	104か国	1,304行（「直接参加行」76行、「間接参加行」1,228行）	1万4480件 (2022年1-3月)	593億ドル (2022年1-3月)

出所：SWIFT と CIPS のウェブサイトから筆者作成

<https://www.swift.com/about-us/discover-swift/fin-traffic-figures>

<https://www.cips.com.cn/en/index/index.html>

CIPSを通じた人民元の国際決済の大半が送金指示のメッセージングの目的でSWIFTを用いていると言われ、SWIFTの利用なしにCIPSによる国際決済は難しいのが現状である。ただし、デジタル人民元が国際的に利用されるようになると、SWIFTのサービスを通さず、迅速で安価な国際決済が可能になる。人民銀行は現在、SWIFTと連携しつつデジタル人民元の国際決済システムを構築しようとしている。同行のデジタル通貨研究所ならびに同行監督下にあるCIPSと中国支付清算協会が21年1月、SWIFTと共同で金融合併会社を設立したが、その事業内容は、情報システムの統合、データ処理、技術コンサルティングだとされる。CIPSはSWIFTと連携しつつも、そのビジネスモデルや技術から学んで競争力を高め、いずれはSWIFTと競合する関係になると考えられる。人民元のさらなる国際化、デジタル人民元の正式導入、SWIFTに依存しないCIPSの競争力向上は、米ドルから独立した人民元圏を形成していく上で欠かせない役割を果たそう。

3. 米欧日の対ロシア金融制裁とその含意

2022年2月24日のロシア軍によるウクライナ侵攻を受けて、米欧日はロシアに対する大規模な経済・金融制裁を開始し、ロシアの軍事侵攻が深刻化するに応じて段階的により厳しい制裁措置を科してきた。とりわけ、主要先進7か国（G7）を主導する米国やEUが中心的な役割を果たすかたちで対ロシア制裁が発動されている。

米欧日の経済・金融制裁

米欧日がロシアに対して科してきた経済・金融制裁としては、主に以下の点が挙げられる。

- ・プーチン大統領など主要な政策決定者やオリガルヒ（新興財閥の富豪）など特定の

個人に対する資産凍結

- ・ロシアの主要銀行に対する資産凍結、取引の制限・禁止
- ・SWIFTからのロシア主要銀行（7行）の排除
- ・ロシア中央銀行、ロシア政府との取引の制限
- ・半導体や通信機器など重要製品や高級品の輸出禁止
- ・ロシアからのエネルギー（石炭・石油・天然ガス）輸入の制限
- ・ロシアに対する「最恵国待遇」措置の撤回
- ・ロシアへの新規投資の禁止
- ・IMF、世界銀行、欧州復興開発銀行などによるロシア向け融資の停止

このように、米欧日による経済・金融制裁は極めて多岐にわたっており、ロシア経済を貿易・投資・金融面で世界経済から切り離すことで経済的な打撃を与え、直接的・間接的にロシアの軍事行動に歯止めをかけることを目的としている。金融制裁で特徴的な点は、極めて包括的な措置がとられていることである。ロシア政府・中央銀行・特定の銀行・個人の保有する対外資産を凍結し、ロシアの商業銀行・中央銀行の対外取引や外国為替取引を制限し、ルーブル価値の下落を通じてインフレを助長させ、金融的な安定性を損ねようとしている。要するに、経済・金融面からロシアの戦争継続能力を引き下げる意図をもつものだといえる。これらの対ロシア金融制裁措置の多くは、すでに対イラン金融制裁でも用いられていたが³、ロシアという軍事・エネルギー大国に対して包括的なかたちで発動されたという点に特徴がある。

これらの対ロシア金融制裁の中で最も重要なものの一つは、各国による、ロシアの主要銀行の対外資産の凍結や取引禁止・制限措置である。とりわけ、米国はロシアの最大手の政府系銀行ズベルバンクや最大の民間銀行アルファバンクなど9主要行とのドル決済を禁止しており、その影響は大きい。ロシアの輸出決済の55%、輸入決済の36%がドル建て（2021年）で行われているからだ。ただし、エネルギー貿易の決済を担うガスプロムバンクに対しては、ドル取引を禁じる制裁を見送っている⁴。EUはロシアの6行との取引を禁止する措置を打ち出し、VTB、オトクリティ、ノビコム、ソブコムなどの銀行に対してはユーロ取引を禁じているが、ズベルバンクやガスプロムバンクを制裁対象外としている。英国はロシアの主要行の在英資産を凍結し、日本はロシアの8行に対して資産凍結措置をとったり、支払・資本取引規制を課したりしている。

金融制裁の中で第二に重要な措置は、ロシアの主要7行をSWIFTから排除したことである⁵。ロシアでは300余りの銀行が国内外の銀行との主要な決済情報の伝達手段としてSWIFTのメッセージサービスを利用しており、排除されると国際的な資金決済が滞る可能性が高い。ただし、SWIFTから排除されているのは7行のみであり、最大手のズベルバンクやガスプロムバンクは排除されていない。後者の銀行をSWIFTから締め出すと、欧州の天然ガスや原油の調達などに支障が出る懸念があるためだ。EUのエネルギー使用全体に占めるロシア産エネルギーの割合が高く、とくにガス・原油の供給をロシアに大きく依存しているという事情がある。また、ロシアの企業にとっては、主要7行以外の銀行を通じて国際決済を続けることもできる。こうした「抜け道」があるため、SWIFTからのロシアの銀行の排除は十分な成果を挙げない可能性がある。

金融制裁のうちもう一つ重要なものは、ロシア中銀の保有する米ドル、ユーロ、英ポンド、

日本円などの外貨準備を凍結し、同中銀による為替市場介入を通じたルーブルの買い支えを難しくしたことである。ロシアは2022年1月初めに6,130億ドルの金・外貨準備を保有していたが、このうちG7諸国通貨の外貨準備は3,490億ドル（全体の57%）以上であり、G7地域に保有されていた外貨準備は3,010億ドル（49%）以上に上っていた⁶。これに相当する部分が米欧日の金融制裁によって凍結されたことになる。ロシアのアントン・シリアノフ財務大臣は3月中旬に「ロシアの外貨準備高は約6,400億ドルで、そのうちの約3,000億ドルは現在使うことができない状況にある」と述べ、為替介入でルーブルの価値を支えることが難しくなったとの認識を示した。ロシア中銀が利用できるのは金と人民元だが、それは全体の38.6%に過ぎず十分とは言えない。かつロシア国内に保有する金を米ドルなど主要外貨に交換するためには、ロンドン市場などを通じた金の売却が必要になるが、そうした取引は金融制裁下で難しくなっている。また人民元は国際流動性が低く、その利用は中国との二国間決済に限られよう。

対ロシア金融制裁の効果

ロシア中銀は、米欧日の金融制裁が始まった22年2月末に政策金利を9.5%から20%へと大きく引き上げたが、ルーブルの対ドルレートはウクライナ侵攻前の1ドル＝70ルーブル台後半から3月7日の135.5ルーブルまで大幅に急落した。そのため、ロシア当局はルーブル防衛策として外貨の強制売却義務や外貨送金の規制など各種の資本・為替取引規制を打ち出した⁷。

- ・ 外国とのビジネスを行うロシア居住者に対し、外貨で獲得した輸出収入の80%について入金から3営業日以内にルーブルへの交換を義務化
- ・ 非居住者に対する外貨建て貸し付けの原則禁止（許可を得れば可能）
- ・ 居住者による、国外で開設した自身の口座への外貨送金や銀行口座を経由しない電子送金の禁止（ただし、ロシアの銀行が外国の銀行に持つコルレス口座への外貨送金は可能）
- ・ 個人による外貨建て預金口座からの引出しを1万ドルまでに制限（それ以上の引出はルーブルに両替）
- ・ 総額1万ドル以上の外貨現金や外貨建て金融商品のロシア国外への持ち出し禁止
- ・ 米欧日など「非友好的な国」に対し、ロシア産天然ガス（ガスプロムのパイプラインを通じたもの）の購入についてルーブル建ての支払いを義務化⁸

このような通貨防衛策に加え、ロシアが依然として原油・天然ガスなどの輸出を続けて経常収支黒字を生み出していることから、ルーブルの対ドルレートは回復基調にある。ルーブルは、経済・金融制裁や海外への資金逃避の影響を受けて大幅に減価した後、為替・資本取引規制の導入で海外への資金流出が抑えられた上に、原油・ガス等の輸出による外貨流入を受けて回復を始め、4月には70ルーブル台（対米ドル）とウクライナ侵攻前の水準に戻り、5月には60ルーブル台と侵攻前よりもルーブル高になっている。ロシアは長期にわたり構造的な貿易収支・経常収支の黒字を計上しており、ウクライナ侵攻後もその基調は変わっておらず、それがルーブルの安定化に寄与してきた。ロシア中銀は、金融安定のリスクが下がりつつあるとして、4月前半には政策金利を20%から17%に、同月末にはさらに14%に引き下げた。ただし、国内のインフレは侵攻後、昂進している。消費者物価指

数の増加率(対前年同月比)は、21年10月から22年1月まで8%台だったが、2月には9.2%、3月に16.7%、4月に17.8%と上昇を続けており、高インフレがしばらく続くことが予想される。

米欧日の経済・金融制裁を受けて、ロシアに進出する多国籍企業が事業から撤退したり、工場や営業を停止したりする動きが続出している。その理由としては、ロシアをめぐる国際物流の混乱により部品供給網が寸断されたこと、ロシアの主要銀行を通じた国際決済が困難になっていること、ロシアで事業を継続することのレピュテーションリスクが高まっていることなどが挙げられる。とくにロシアの主要銀行が国際決済できなくなったことの影響は大きい。多国籍企業にとって、通常の外貨取引が制限されると輸出入が事実上行えなくなり、事業活動の継続も難しくなる。また、海運業者は船舶と積み荷の海上保険を契約できず、輸出入に必要な信用状も銀行から入手できなくなっている。さらに世界の損害保険会社がロシア向け保険事業から撤退して、ロシアで事業展開する多国籍企業が「無保険」になるリスクが高まり、事業継続の見直しにつながっている。

米エール大学経営大学院は、ロシアに進出する多国籍企業931社がロシアでの事業を継続しているか、停止や撤退をしていないかについて状況をモニターし、その一覧をウェブサイトで公開している⁹。ウェブサイトでは、各企業のロシアにおける事業状況を5段階で評価している。これによると、4月9日時点で、撤退した企業は256社(全体の27%)、事業を停止している企業は279社(30%)、事業を縮小しつつ継続している企業は76社(8%)、計画済みの新規投資・開発・販売促進活動を延期しつつも事業を続けている企業は109社(12%)、これまでと同様なかたちで事業を継続している企業は211社(23%)に上るとされる。全体の57%(日本企業に限った場合は49%)に及ぶ多国籍企業がロシアでの事業撤退ないし停止を行っており、雇用など経済活動にマイナスの影響を及ぼしつつある。

さらに米欧日の金融制裁は、ロシア政府や企業による対外債務の返済を困難なものにし、債務不履行(デフォルト)に追い込みつつある。ロシアの官民のもつ外貨建て債務は総額3,470億ドルに上り、うちロシア政府の外貨建て債務は205億ドルとされる(21年末)。この水準は対GDP比で見ると、世界の主要国の中では極めて低く、経済・金融制裁がなければ債務の維持可能性に問題を引き起こさない大きさである。しかし、金融制裁を受けて、ロシア国債のクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)の保証料率が大幅に上昇し、世界の主要格付け機関は長期のロシア国債(自国通貨建てと外貨建ての両者)の格付けを「投資適格」から「投機的水準」に引き下げた。ロシア政府は、3月16日と31日に外貨建て国債への利払いを行ったが、4月4日に償還期限を迎えた20億ドルのドル建て国債については、米財務省が、米金融機関に保有するロシア政府の口座から米ドル建て国債の償還や利払いを許可しなかったため、投資家に米ドルでの元利振込がなされず、30日の猶予期間後にデフォルトに陥る可能性が高まった¹⁰。加えて、米欧の主要格付け会社がEUの意向に同調して、外貨建てロシア債券の格付けを撤回することになった¹¹。ロシア国債のデフォルトの可能性が高まり、かつロシア債に格付けがつかなくなったことから、ロシア政府や企業が国際資本市場で新規に外貨を調達することがさらに難しくなり、ルーブルが再度不安定化する可能性がある。

米欧日の経済・金融制裁は、このように、ロシアの経済と金融システムに相当程度の打撃を与えている。その最も重要な指標は経済成長率の大幅な低下だろう。たとえば、3月

31日に公表された欧州復興開発銀行（EBRD）の報告書によれば、2022年のロシア経済の成長率は従来予測（21年11月）の3%からマイナス10%へと13ポイント落ち込むことが予測されている¹²。また、4月10日に発表された世界銀行の予測によれば、22年のロシアの経済成長率は従来予測（21年1月）の2.4%からマイナス11.2%へと14ポイント近く低下するとされる¹³。さらに、4月19日に発表されたIMFの予測によれば、ロシアの22年の成長率はマイナス8.5%となり、22年1月の予測から11ポイント以上下がるとされる¹⁴。こうしたGDPの落ち込みは、ロシアが過去に記録した最大の落ち込み（1994年のマイナス12.7%）に迫るものだ。しかし他方で、ロシア経済が市場経済への移行期（1990年から98年）に実に43%縮小したこと（8年間にわたり毎年平均6.6%の落ち込み）を踏まえると、米欧日の経済・金融制裁がロシア経済に対して決定的なダメージを与えるには至っていないのも事実だろう。

その最大の理由は、欧州、日本、中国、インドなどがロシア産エネルギーを輸入し続けることで、間接的にロシア政府の財政を支えていることにある。ロシアでは、これまで連邦政府歳入の4割程度が石油・天然ガス関連の輸出に伴う税収によってまかなわれており（うち石油は3割程度）、原油価格の高騰で2022年の関連税収が前年比で4割以上増えることが見込まれている。

中国にとっての対ロシア金融制裁の教訓

米欧日による、ロシアの主要銀行に対する外貨決済の制限やSWIFTからの排除、ロシア中銀の保有する外貨準備資産の凍結などは完璧でないにしても、かなりの程度効果的に機能している。ロシアの政府・中銀や一般の銀行による国際金融取引が大きく制限され、ドルやユーロでの国際決済（ロシアからの原油・ガスの輸出に関わるものを除く）が難しくなっているからだ。

ロシアの主要銀行がドルやユーロで決済が行えず、SWIFTから排除されることになっても、当初、ロシアは独自の決済システムであるSPFS（Sistema Peredachi Finansovykh Soobshcheniy = System for Transfer of Financial Messages; 通称Financial messaging system [FMS]）や中国のCIPSを用いて他国との貿易・投資の国際決済ができるのではないかと一部で考えられた。

SPFSは、2014年のクリミア併合による対ロシア制裁を機にロシア中銀が設立した金融情報伝達・決済用の銀行間システムであり、ロシアがSWIFTから排除された場合に備えて構築されたものである。2019年から毎日稼働する体制（24/7/365）になり、ロシア中銀は「SWIFTとほぼ同等」と評価しているものの、システムの国際的な接続性や処理件数は十分でない。2021年1月の参加機関数は403機関であり、このうちロシアの機関が大半を占め、非居住者機関は19のみとなっている。SPFSを通じたメッセージ件数は2020年に倍増し、国内SWIFT件数の20.6%に達したとされる¹⁵。海外からの参加機関は、ベラルーシ、キルギス、アルメニア、カザフスタン、ウズベキスタン、トルコなどのCIS諸国や周辺国に限られている。ロシアは中国やインドにも参加を呼びかけているが、今のところSWIFTはおろかCIPSの機能にも及ばない状況である。

ロシアの主要銀行がSWIFTを利用せず、CIPSに参加してその人民元決済システムを利用することも考えられる。そのためには、ロシア中銀の保有する人民元建ての外貨準備や

中国との二国間通貨スワップで入手できる人民元を活用することが考えられる。21年6月の時点でロシア中銀の保有する外貨・金資産の約13%（770億ドル）が人民元建てであり、また通貨スワップ協定を発動することで最大1,500億元（約240億ドル相当）の人民元を入手でき¹⁶、それらを中国との国際決済に充てることのできる（ただし、第三国との決済に人民元を用いることは難しい）。その意味で、人民元の利用は、ロシアが米欧の金融制裁の影響を和らげる手段になり得よう。ただし、ロシアの対中国貿易における元建て比率は輸出で7%以下、輸入で27%以下（2021年）なので、人民元での決済額を増やすためには人民元建て貿易比率の大幅な引き上げが必要になる。また、ロシアの地場銀行はCIPSに参加しておらず、その参加を促す必要がある。さらに、そもそも既述のように、CIPSの決済処理件数・金額はSWIFTの規模よりもはるかに小さく、SWIFTを代替することは難しい。

あるいは、ロシアが外貨準備として保有したり、通貨スワップの発動で入手したりする人民元建て資産を外為市場で売却して米ドルやユーロを得れば、ある程度のハードカレンシーの流動性を確保することができる。ただし、米国が中国などの外国金融機関とロシアの金融機関との取引に関する監視を強めていることから、中国の金融機関は米国の二次制裁の対象になることを警戒して、元・ドルなどの取引に慎重にならざるを得まい。

以上のような点から、中国はどのような教訓を得るのだろうか。仮に中国が一方向的に台湾に軍事侵攻したならば、米欧日はロシアに対するものと同程度の経済・金融制裁を科す可能性がある。中国はそうした状況を見越して、制裁に耐えられる体制を整えていくと考えられるが、それはどのような方向だろうか。

第一に、EUがエネルギー面でロシアに大きく依存しているために、ロシアからの原油・ガスの輸入を止められず、ロシアの全銀行に対してドルやユーロでの国際決済を禁止したり、SWIFTから排除したりすることができる状況になく、ロシア経済・金融に決定的なダメージを与えることができていない。その主因は、ロシアがエネルギー輸出をテコに構造的な経常収支黒字をつくり出しており、ウクライナ侵攻後もその構図が変わっていないことにある。中国はその点を踏まえ、米欧日を含む海外諸国の対中国依存度を高めるとともに、経常収支黒字を維持することで、米欧日による対中経済・金融制裁の効果を弱めようとするだろう。そのために、中国は「一帯一路」沿線諸国やアフリカ・中南米諸国との経済関係の強化、RCEPの拡大、中・EU包括的投資協定の発効、CPTPPへの参加などを重視した政策を取り続けよう。中国は2000年代には大幅な経常収支黒字を計上していたが、リーマンショック後には黒字幅（対GDP比）が減少し、年平均で2%以下になっている。今後は経常収支黒字を持続させるだけでなく、拡大させる方向に政策を転じる可能性がある。

第二に、ロシアがエネルギー・食糧の自給国として制裁下でも十分なエネルギー・食糧を確保できていることが、米欧日の経済制裁への大きな抵抗力になっている。中国も、今後はさらに安定的なエネルギー・食糧や各種資源の供給元を確保することの重要性を再認識したものと思われる。エネルギーの供給元としてはロシア、中東、イラン、アフリカ・南米諸国など、食糧については（主要穀物の自給率は高いが）大豆輸入を中心にブラジル、アルゼンチンなどとの関係強化が重要だ。他の資源供給国とも良好な経済関係を構築し維持していこうとするだろう。エネルギー・食糧・資源の安全保障強化のために、「一帯一路」沿線諸国など多くの発展途上・新興国との間でさらなる経済協力を推進して、安定的な貿易関係を築く努力を進めよう。

第三に、ロシアの外貨準備や貿易決済の大半が米ドルとユーロで占められ、米欧日の金融制裁に対し脆弱な構造をもっていた。こうしたことから、中国は外貨準備や貿易決済のための通貨をさらに多様化しようとするだろう。とりわけ米ドルからの脱却をめざすべく、人民元のさらなる国際化に努めることが考えられるが、これには国際資本移動の本格的な自由化が必要であり、相当長い時間がかかろう。人民元建てのエネルギー資源市場や金市場の規模拡大、人民元建て国際取引のさらなる拡大、二国間通貨スワップの拡大、デジタル人民元の開発・強化、CIPSの機能強化や海外の金融機関による送金件数の拡大などを着々と進めていくものと考えられる。とりわけ、ロシアの銀行など、これまで取り込めていなかった国の金融機関をCIPSに呼び込んで、SWIFTに代替しうる国際決済システム作りに励んだり、デジタル人民元を導入して国際決済の目的での利用拡大を促したりすることになるだろう。

4. 米国の通貨・金融面での対中国政策

米国が2019年まで中国に対して行ってきた通貨・金融面での対応は、「為替操作国」の認定など限られたものだった。しかし、2020年に入って香港の一国二制度が有名無実の状況になると、「香港自治法」を導入して、新たな対中金融制裁の手段を得ることになった。また、22年2月のロシアのウクライナ軍事侵攻に対する包括的な経済・金融制裁の発動により、仮に中国が台湾への軍事侵攻を行ったならば、米国の主導の下、同様の厳しい経済・金融制裁を中国に科せることを示したといえる。

「為替操作国」・「監視対象国」の認定

米財務省は、19年8月初め、中国が国際貿易において不公正な競争力を得る目的で為替レートを切り下げたとして(7元/ドルを超えた)、中国を「為替操作国」に認定した。これは、1994年7月の中国に対する「為替操作国」認定以来の措置であり、かつ中国が認定基準を満たしていなかったことや『半期為替報告書』に基づく措置でなかったことなど極めて異例の措置だった¹⁷。

より具体的には、19年5月の『半期為替報告書』で、中国は「為替操作国」の3つの認定基準のうち1つしか満たしていなかったものの、「監視対象国」に指定されていた¹⁸。そして19年8月に「為替操作国」に認定され、20年1月の『半期為替報告書』で「為替操作国」から解除された¹⁹。これは、19年末に合意された米中貿易交渉の第1段階合意の署名(20年1月)に合わせた措置だと解釈できる。この合意において、中国は競争的な通貨切り下げを行わず、競争目的で為替レートをターゲットにしないことについて、法的拘束力のある約束を行い、さらに為替レートや対外収支に関する情報を発表することについても約束した。このことは、米国が貿易交渉における対中圧力として「為替操作国」の認定を行った可能性が高いことを示唆する。

米財務省は21年12月の時点で、「為替操作国」認定のために以下の3つの基準を掲げている。すなわち、米国にとって主要な貿易相手国(上位20位以内)であり、①対米貿易黒字が大きい(150億ドル以上)、②経常収支黒字が大きい(対GDP比3%以上または経常収支ギャップ推計値が対GDP比で1%以上)、③持続的に一方向の為替市場介入を行っている(ネットの外貨購入額が1年間で対GDP比2%以上、8-12カ月の期間介入)。「為替操

作国」に認定されると、対米貿易黒字の是正措置を講ずることが迫られ、黒字が解消しないと制裁措置が科される可能性がある。この基準に基づき、直近の21年12月の『半期為替報告書』では、台湾とベトナムが「為替操作国」に認定され、2つの基準を満たす12カ国（中国、日本、韓国、ドイツ、アイルランド、イタリア、インド、マレーシア、シンガポール、タイ、メキシコ、スイス）が「監視対象国」となった²⁰。中国は、20年1月以降は①の基準しか満たしておらず「為替操作国」に認定されていないが、「監視対象国」に指定されている。しかし今後、中国の経常収支黒字がさらに拡大することになると、米財務省による中国の監視はさらに厳しいものになると考えられる。

中国金融機関の米ドル決済システムや SWIFT からの排除の可能性

トランプ前政権は、中国が香港の反体制派を取り締まる「香港国家安全維持法」を施行したことへの対抗措置として、20年7月に「香港自治法」を成立させた。この法律は中国を含む外国の銀行への金融制裁を可能にするもので、米銀との取引を禁じる手法等を列挙した²¹。

「香港自治法」は、米財務省が香港の自治侵害に関与した人物を特定し、それら人物に対する金融制裁だけでなく、彼らと「著しい取引」(significant transactions)のある企業や金融機関に対しても二次制裁を加えられるものである。特定された人物は、米財務省の外国資産管理局 (OFAC) の「特別指定国民および資格停止者」(SDN: Specially Designated Nationals and Blocked Persons) リストに追加され、米国内の資産が凍結され、米国企業・個人との取引が禁止されるとともに、米国への入国ビザの取り消しと国外退去の対象となる。二次制裁の対象となる金融機関の場合は、①米金融機関からの融資等の停止、②米国債のプライマリーディーラーとしての認定の禁止、③米政府基金の受け手になることの禁止、④米国管轄下での外国為替取引の禁止、⑤米国管轄下での銀行取引（全てのドル決済を含む）の禁止、⑥米国管轄下での資産取引の禁止、⑦制裁対象への米国製品の輸出などの制限、⑧米国民による制裁対象の株式・債券などへの投資・購入の禁止、⑨制裁対象の非米国人職員などの国外退去、⑩制裁対象の幹部への上記①-⑧の適用、が制裁措置となる。

制裁発動にはまず、米財務長官が法律の成立から90日以内に議会に対して制裁対象となる人物を報告し、米財務長官がその報告から30-60日以内に制裁の対象となる金融機関を議会に報告するとされた。大統領はいずれも報告書が提出され次第、制裁を発動できるが、1年以内に10項目の制裁措置のうち少なくとも5項目を発動し、2年以内に全ての項目を発動させる必要があるとされた。

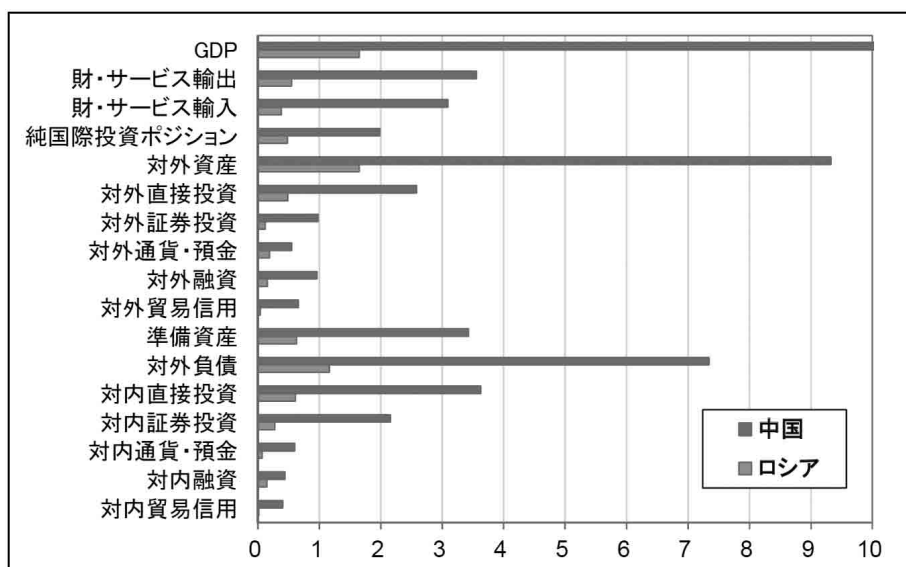
米財務省は20年10月に中国当局者や香港の林鄭月娥（キャリー・ラム）行政長官ら10人を自治侵害に関与した人物として指定し、財務長官はこれらの制裁対象者と金融機関との間の取引状況を調べ、60日以内に議会に報告することとした。それを受け、米財務省は同年12月、これら対象者10人と「著しい取引」がある金融機関は特定されなかったと発表した。米バイデン政権は、21年3月、新たに中国と香港の当局者ら24人を制裁対象とし、これらの当局者と「著しい取引」がある金融機関が特定できるかどうか調査することになった。同年5月、計34名と「著しい取引」を行う金融機関は特定されていないと発表し、「香港自治法」に基づく外国（とくに中国）の金融機関に対する制裁の発動は見送られた²²。その理由として、中国の主要金融機関に対する金融制裁（米銀による融資・外貨取引・

ドル決済の禁止など)が、中国の金融・経済を揺るがすだけでなく米国経済や世界経済に大きな影響を与える可能性を考慮したことが挙げられる²³。

仮に中国が台湾への軍事侵攻を行うことになれば、米国は中国の大手銀行に対してドル決済などの取引を禁じたり、EUと連携してSWIFTから排除したり、人民銀行のもつ外貨準備を凍結するなどの金融制裁を発動する可能性がある。このような包括的な金融制裁措置は、中国の銀行システムや経済活動全般に甚大な影響を与え、国際金融システムにも大きな影響を与えよう。国際経済・金融における中国のプレゼンスは極めて大きく、対ロシアと同様の対中金融制裁(中国金融機関の対外資産凍結、ドル決済の制限、SWIFTからの排除、中銀の外貨準備の凍結など)は、対ロシア金融制裁よりも世界経済・金融にはるかに大きなインパクトを与えよう。図1に示されているように、中国の経済規模(GDP)はロシアの10倍程度、輸出入の貿易額はロシアの6-8倍、対外資産・債務はロシアの6倍ほどであり(いずれも2021年の数値)、中国の経済活動や金融機関・金融システムが大きく揺らぐことになると、世界経済や金融への打撃も極めて大きくなるからだ。要するに、中国に対する包括的な金融制裁は、中国に大きなダメージを与えるだけでなく、制裁を科す米欧日の側やその他の諸国も大きなダメージを受ける可能性が高い。このことは、米欧日が中国に対して包括的な経済・金融制裁を科すことに躊躇する可能性が高いことを示唆する。加えて、拡大し続ける中国市場の魅力を考えると、中国に進出している多国籍企業が直ちに事業撤退や停止を決めるとも思われぬ。それでも、米欧日の打ち出す対中経済・金融制裁は中国経済に一定程度マイナスの影響を及ぼそう。

中国は、既存の国際経済・金融システムの枠内で高い経済成長を果たしてきたが、それは今後も変わらないだろうことから、その枠内にとどまることの利益は極めて高いはずである。対ロシアと同様な対中金融制裁を避けるためには、中国が国際協調的な経済発展戦略を取り続けることが極めて重要だ。国際社会も中国が台湾問題に関して慎重に行動するよう訴え続けるべきだ。

図1： 中国とロシアのGDP、貿易、対外資産・負債の規模の比較(2021年、兆ドル)



注：中国のGDPは17.5兆ドルだが、図ではその全てが示されていない

出所：IMF, *World Economic Outlook database*, April 2022. State Administration of Foreign Exchange, People's Bank of China, *The time-series data of Balance of Payments of China; The Time-series Data of International Investment Position of China, Data and Statistics*. <https://www.safe.gov.cn/en/2019/0329/1496.html>;
<https://www.safe.gov.cn/en/2018/0928/1459.html>
Bank of Russia, *Balance of Payments of the Russian Federation (Main), Balance of Payments, Statistical Data; International Investment Position, External Sector Statistics*. https://cbr.ru/eng/statistics/macro_itm/svs/;
https://www.cbr.ru/eng/statistics/macro_itm/svs/#a_71600

米中通貨戦争の可能性

近年の通貨戦争とは、第二次世界大戦前に見られた為替切り下げ競争ではなく、各国の金融緩和政策を通じて為替レートの下落、ないし上昇の阻止を図るものと理解されている。米国のリーマンショック後の量的緩和（QE）政策の採用は、それを通じて米ドルレートの下落を狙うものとして、新興諸国から「通貨戦争」の始まりだと批判されたことがある。第二次世界大戦前のような為替切り下げ競争はG7やG20の財務大臣・中銀総裁会議で否定されているが、金融緩和政策を通じた為替レートの下落は許容されている。

仮に人民銀行が外国為替市場介入による為替切り下げ競争に走った場合、米財務省はG7やG20の場で批判したり、中国を「為替操作国」に認定したりして、人民元の切り下げに歯止めをかけようとするであろう。しかしそれが実効的でない場合、米国が対抗して為替切り下げ競争に訴え、伝統的な通貨戦争が起きる可能性もゼロではない。つまり、米国も人民元に対して米ドルレートが上昇しないよう為替市場介入に乗り出す可能性がある。

しかし、米国が人民元安を抑えるために為替市場介入を行うと、世界の金融市場・為替市場は混乱し不安定化しよう。米中がお互いに為替市場介入しても安定的な人民元 - 米ドルレートは決まらず、米国がN番目の国としての役割を果たさなくなることの弊害が大きくなり、基軸通貨としての米ドルの信認が損なわれる可能性がある。米国が中国に対抗して伝統的な通貨戦争を始めることになると、国際公共財としての世界の通貨制度は大きなダメージを受ける可能性が高い。

そのため、米国はこのような伝統的な通貨戦争ではなく、人民銀行による為替市場介入を封じる目的で、人民銀行が市場介入を行えないよう米ドル取引を直接制限することが考えられる。人民銀行が為替市場介入を行って元安を進めるためには米ドル資産の購入が必要になるが、米国政府・中銀や米国の金融機関が人民銀行への財務省証券など米ドル建て証券の売却やドル預金の受け入れ・積み増しに応じなければ、ドル - 元市場での大々的な介入は難しくなる。米国自身が為替市場に介入して中国に対抗するのではなく、中国の為替市場介入を抑止して対応することの方が国際通貨制度へのダメージは限られよう。

デジタルドルに向けた動き

米国はこれまで米連邦準備理事会（FRB）によるデジタルドルの開発には積極的でなく、研究を進めるものの、その発行については慎重な姿勢を取ってきた。FRBは、デジタルドルが米国経済と決済システムにもたらす「潜在的な費用・便益」やその「国際的な意味合い」を十分評価し、すべての利害関係者との広範な公的協議を行うなど、まだ多くの作業が必要だとする立場をとってきた。その背景には次の二つの考え方が挙げられる。第一に、民間のデジタル通貨がすでに有効な役割を果たしており、中央銀行のデジタル通貨導入の

メリット（金融包摂、国境を越えた決済の利便性向上など）は小さく、むしろデメリット（民間の送金・決済業者のイノベーション力の低下、銀行の金融仲介機能の阻害、サイバーセキュリティ・リスクなど）が大きい可能性がある。第二に、基軸通貨ドルが信認されているのは、米国の法治国家としての信頼性、強固で透明性が高い制度、開放的で厚み・深みと流動性のある金融市場や自由な金融・資本取引が存在するからであり、人民元など他国通貨のデジタル化で容易に脅かされるものではない。

そのような見方を反映して、G7 諸国も、中国に対抗して中銀デジタル通貨の発行に積極的に乗り出す姿勢は示してこなかった。たとえば、2020 年 10 月の「デジタル・ペイメントに関する G7 財務大臣・中央銀行総裁声明」では、「透明性」、「法の支配」、「健全な経済ガバナンス」を、中銀デジタル通貨が満たすべき事実上の 3 原則として示して、中国を間接的に牽制した。また、2021 年 10 月の G7 財務相・中銀総裁会議では、中銀デジタル通貨に関する共通原則をまとめ、中銀デジタル通貨を発行する中央銀行は、金融システムと国際通貨秩序の安定化を図ることとし、かつ上記の 3 原則と厳格なプライバシー基準や利用者保護に向けた説明責任の重要性を盛り込んで、デジタル人民元の実現を急ぐ中国を牽制した。しかし、これらは牽制にとどまっており、G7 として中銀デジタル通貨の発行に向けた計画などは示していない。

ところが 2022 年に入ると、米国はそれまでの慎重姿勢からより積極的な姿勢に転じるようになった。まず FRB は 2022 年 1 月、中銀デジタル通貨に関する初の報告書を公表し、その導入のメリットとデメリットについて整理した。米国での中銀デジタル通貨の取り組みが中国での取り組みと比べて大きく後れているとして、米国での議論を本格化させるようになった。中銀デジタル通貨導入の大きなメリットとして挙げたのが、ドル覇権への貢献だ。新技術を使った決済サービスでドルが使われやすくなり、国境をまたぐ国際決済や送金が効率化でき、銀行口座をもたない人々がスマートフォンでドルの受け取りや支払いができるようになるとした。一方、デメリットとして、銀行預金から資金が流出するリスクや、プライバシーの侵害リスク、サイバー攻撃リスクを課題に挙げ、発行には「家計や企業などの経済主体にとってあらゆるコストやリスクを上回る利益をもたらす」ことが必要だとした。

次いで、米政府は 2022 年 3 月、デジタル資産分野で初の国家戦略をまとめ、バイデン大統領がデジタル資産の技術革新を促す大統領令に署名した。政府として中銀デジタル通貨を支えるインフラの検証作業や消費者保護などに関する研究を行い、実用化の可能性を検討するよう指示した。バイデン政権はデジタル資産戦略を策定するにあたって、①消費者や投資家の保護、②米国と世界の金融システムの安定、③金融不正と国家安全保障の軽減、④米国のデジタル技術・経済競争力の維持、⑤金融包摂の拡大、⑥プライバシー保護や不正利用対策など責任あるイノベーションの促進、の 6 つを優先事項に挙げている。焦点は米国版の中銀デジタルドルの研究開発の加速である。大統領令では米国が多国間の実験に参加し、開発競争で主導権を握ると明記した。この大統領令によって、米国はデジタルドルの発行に向け積極的に検討することになったといえる。

米国が中銀デジタル通貨の導入に積極的になったのは、中国への対応だけでなく、民間によるデジタル資産（テザー、USD コイン、JPM コインなどのステーブルコインやビットコイン、イーサリアムなどの暗号資産）の開発競争が活発になっており、それにも備える

必要があるという事情がある。中国でデジタル人民元が一旦導入されると、国際的に急速に拡大し、デジタル金融取引のデファクト標準が作り上げられてしまう可能性がある。あるいは、ステーブルコインや暗号資産など民間部門によるデジタル資産の拡大を放置すると、ドル離れが進む恐れもある。米ドルを中心とする国際通貨システムを維持するためには、FRBがデジタルドルを発行できる体制を整えていくことが重要だと認識されたといえる。デジタルドルの発行までには「数カ月ではなく数年」単位が必要になることから、研究から実証実験に向けた具体的な計画の策定が喫緊の課題だろう。

5. 日本の対応

多層的な国際通貨・金融協力の推進

日本としては、これまで安定的な国際通貨・金融システムから多くの便益を得てきたことを背景に、それを擁護し、さらに日本にとって好ましい方向に展開させていくことが国益に適っている。そのため、G7やG20の枠組みを中心にIMFなどのグローバルな機能強化、円や東京市場のさらなる国際化、インド太平洋地域における「質の高いインフラ投資」のファイナンス、東アジア地域の金融安定など、多層的な国際通貨・金融協力を励むべきだろう。

IMFの機能強化に向けた重要な課題は、新型コロナ危機の影響を受けた低開発国を中心とした債務問題への対応である。とりわけG20の枠組みで進められてきた、低所得国・低位中所得国73か国に対する公的対外債務の返済猶予を円滑に進め、必要に応じて債務削減措置をとっていくことが欠かせず、中国に次いで公的対外債権の多い日本のリーダーシップが期待される。また、ロシア-ウクライナ戦争でさらに高騰したエネルギー・食糧価格は多くの発展途上の輸入諸国に深刻な影響を与えつつあり、IMFや世界銀行を中心とした国際社会の対応が懸案になっている。

インド太平洋地域においては、「質の高いインフラ投資」のファイナンスを強化したり、中国主導の「一帯一路」プロジェクトに対して質の向上（開放性、透明性、経済合理性、債務の維持可能性）を促したりしていくことが重要だ。とくにASEAN諸国、南アジア諸国、南太平洋島嶼諸国に対する「質の高いインフラ投資」を米・豪・印・EUなどとともに行なっていくことが課題になっている。

ASEAN+3域内の通貨・金融協力としては、マクロ・金融・為替レート安定化のためのサーベイランスと政策対話の強化、マクロ政策や金融安定化策のスピルオーバー効果への対応（米国の金融引き締め政策への政策対応、マクロ・プルーデンシャル政策、資本管理政策）、アジア債券市場と市場インフラの整備・強化、域内金融規制の調和、域内通貨の利用・保有（外貨準備、貿易取引、直接交換市場）の拡大、外的ショック（海外の金融危機、パンデミックの発生、ロシア-ウクライナ戦争など）への対応、金融セーフティネットの強化（チェンマイ・イニシアティブ・マルチ化〔CMIM：Chiang Mai Initiative Multilateralization〕の強化・拡大、ASEAN+3マクロ経済リサーチオフィス〔AMRO〕の機能強化、CMIMとIMFの連携強化）などが挙げられる。

日本円と東京金融市場のさらなる国際化

日本の膨大な個人金融資産（2021年末で2,023兆円、うち現金・預金は1,092兆円）を

いかにインド太平洋地域の新興諸国に証券投資やインフラ投資のかたちで振り向け、これら諸国の経済発展につなげていくかという視点から、日本円と東京金融市場のさらなる国際化に向けた努力が喫緊の課題だ。とりわけ人民元の国際化が円の役割を侵食するかたちで進んでおり、かつ中国国内の多くの都市が国際金融センター化しつつある中で、円や東京・大阪が埋没していかないよう政策的な知恵をしぼる必要がある。

円の国際化と東京（ならびに大阪）金融市場の国際化はペアで進めることが効果的だ。準備通貨としての円資産（とくに日本国債）の国際的な保有を拡大させること、インド太平洋諸国通貨建ての金融資産の取引を東京で活発化させること、とりわけ円と中国・韓国・ASEAN 諸国通貨との直接交換市場を発展させることが有用だ。

東京（や大阪）金融市場のさらなる国際化のためには、日銀、財務省、金融庁による共同作業が不可欠で、税制、言語、金融規制・金融インフラ面等での大幅な改善が望まれる。

中銀デジタル円については、日本銀行が研究を進め、21年春からは3段階での実証実験に動き出している。21年4月から22年3月までの第一段階では、中銀デジタル通貨の発行・流通など基本機能に問題がないかについて検証を行った。22年4月からの第二段階では、決済の利便性向上や保有額の上限設定などシステムの安定性確保に要請される機能の検証を始めている。その後の第三段階では、民間事業者や消費者等が参加するパイロット実験を行う予定だとされる。ただし、日銀は実証実験について、発行を前提とした実験ではなく、既存の決済システムの代替手段として、今後状況が変化したときに備えるもので「準備はするが発行計画はない」という立場をとっている。しかし、中国の動きに後れないよう米FRBや欧州中央銀行（ECB）と連携しつつ、中銀デジタル通貨の技術・規制・運営面に関する国際標準の形成をめざすべきだろう。政府内でも消費者保護、プライバシー保護、不正使用の防止、サイバー攻撃対策、金融システムの安定などに向けて法的・制度的な課題を洗い出すべきだろう。そのことが、国際通貨・金融システムの安定性につながるからである。日本にとっては、他国に大きく後れをとっているキャッシュレス化を進め、消費者の利便性を高め、経済効率を向上させるためにもデジタル円の導入の意義は大きい。

中国を既存の国際通貨・金融システムのルールに取り込む

中国に対しては、既存の国際通貨・金融システムのルール・規範に従った行動をとるよう促していくという視点が重要だ。そのためには、中国の経済・金融システムが国家資本主義的なものに傾斜していくのではなく、より開放的な民間部門主導型の「市場経済国」になるように仕向けていくことが重要だ。

「一帯一路」構想が質の高い開かれた透明性の高いものになり、国際的な規範に則ったかたちでプロジェクトが運営される（パリクラブへの参加を含む）ようになることが望ましい。とくに中国による不透明な融資が借り入れ途上国の過剰債務につながっている可能性が高く、中国が国際標準に従った融資を行い、透明性の高い債権情報の開示を行うよう促していくべきだ。中国としては、国際社会と協調しつつ発展することがその国益に適っているはずであり、中国を相互依存の世界に取り込むことで、より責任のある国際的な協調行動を引き出すことが期待できる。

また、人民元レートの柔軟性をさらに高め、透明性の高い変動レート制に移行すること、金融・資本市場をさらに対外的に開放して金融サービスと国際資本移動の自由化を進める

こと、市場ベースでの人民元の国際化を進めること、国有銀行を民営化し健全な市場規制・監督機関の下で透明性の高い市場競争に則った銀行システムを構築すること、国内の過剰債務問題（とくに企業債務や地方政府の融資平台債務）に対処するなど国内金融システムの安定性を維持しつつ、金融危機に対応できる体制づくりを進めることが欠かせまい。

6. まとめ

世界の通貨・金融システムは依然として米ドルを中心に機能しているが、中国は世界金融危機以降、増大する経済力を背景に人民元の国際化を積極的に進め、米国の通貨・金融覇権に対する競争に乗り出している。人民元は貿易・資本取引の決済通貨や公的外貨資産として、あるいは東アジア諸国を中心に為替アンカー通貨として国際的な役割を果たすようになり、2016年にはIMFのSDRバスケットの構成通貨にもなった。中国人民銀行は独自の人民元国際決済システムCIPSを導入したり、デジタル人民元の開発に取り組んだりして、人民元を主要な国際通貨に押し上げることで、米ドルに依存しない国際通貨・金融体制を構築しようとしている。中国は2015 - 16年に「人民元ショック」と言われる急激な資本流出と外貨準備の急減に直面して、厳格な資本流出規制を導入したことから、人民元の国際化が足踏みした。しかし、2022年2月-3月に米欧日が発動した極めて包括的な対ロシア金融制裁（ロシアの主要銀行に対するドル決済の制限・禁止措置、SWIFTからの排除、ロシア中銀の外貨準備の凍結など）を踏まえ、さらなる人民元の国際化が必要であることを再認識したのではないかと考えられる。

現状の人民元は、世界規模でもアジア地域においても、米ドルの地位を脅かすほどの存在感を示しているわけではない。人民元が本格的な国際通貨になるためには、国際資本移動の自由化や開放的で深く厚みがあり流動性の高い人民元建て金融市場の存在が欠かせず、それには相当の期間を要すると考えられる。しかし、CIPSを通じた貿易・資本取引の国際決済やデジタル人民元による国際決済が「一帯一路」沿線諸国を中心に拡大することになると、それら諸国が人民元圏に組み込まれていく可能性がある。その結果、先行者としての中国が技術・運営面や規制面で、中銀デジタル通貨の国際標準を設定する可能性がある。米バイデン政権は、このような人民元の潜在性を認識しつつ、通貨・金融面で対中競争に備える姿勢を打ち出している。

米国はこれまで中国に対して、「為替操作国」に認定して人民元安を牽制したり、「香港自治法」による金融制裁を行う体制を整えたりするなど、金融面からの対中政策手段を動員してきた。とりわけ「香港自治法」は、制裁対象者と「著しい取引」を行った外国の金融機関（中国の主要銀行など）に対して米ドル決済の禁止などの二次制裁を発動できるものであり、こうした手法は今後も用いられていこう。仮に中国が台湾への軍事侵攻を行ったならば、米国はEU・英国・日本などと連携して、ロシアに科したものと同様の経済・金融制裁を中国に対して科すことができよう。ただしそのような制裁は、中国の金融・経済のみならず世界経済にも大きな影響を与えることから、米国をはじめG7諸国としても厳しい対中経済・金融制裁を行えない可能性がある。そのため、国際社会は、中国が深刻な非常事態をつくり出すことなく慎重に行動するよう訴えるべきだろう。また、米国と中国が「通貨戦争」を引き起こさず、IMFを中心とする国際通貨制度の安定性を維持することが重要だ。

米国は最近まで中銀デジタル通貨の発行には消極的な姿勢しか示してこなかったが、2022年に入ってから、デジタルドルの導入に向けて前向きな姿勢を示すようになってきている。中国によるデジタル人民元の開発やデジタル金融取引のデファクト標準化に対抗するだけでなく、民間部門によるデジタル資産（ステーブルコインや暗号資産）の拡大に対応するためにも、FRBがデジタルドルを発行できる体制を整えてドル覇権を維持することが重要だとする方向性を打ち出している。

日本は、IMFやG7と連携して東アジア地域を含む世界の金融安定化に貢献するとともに、インド太平洋地域における「質の高いインフラ投資」のファイナンスを行ったり、円のさらなる国際化（デジタル円の発行を含む）と東京金融市場のグローバルセンター化をペアで進めたりするなど多層的なかたちで国際通貨・金融協力を推進すべきだ。中国に対しては、アジアの金融安定をめざして連携しつつ、さらなる市場経済化と金融市場の改革・開放を進めるよう訴え、中国を既存の国際ルールの中に取り込んでいく努力が欠かせない。中国を相互依存の世界に取り込むことが、中国による一方的かつ国際非協調的な行動を抑制する効果をもつと期待される。

— 注 —

- 1 ただし現状の実証実験では、デジタル人民元には金利がつけられていない。
- 2 SWIFTは、加盟金融機関によって所有されている、ベルギー法に基づく協同組合であり、ブリュッセル近郊のラ・フルベに本社をもつ。そのため、ベルギー政府とEUの法制下にある。
- 3 米国は1979年のイラン・イスラム革命以来、イランに対する経済制裁措置をとってきたが、2000年代半以降、金融制裁が活発化した。米オバマ政権は、2015年7月のイラン核合意（「包括的共同行動計画」〔Joint Comprehensive Plan of Action, JCPOA〕）により、イランの核開発の停止と引き換えに、イランに科していた核開発を理由とする経済制裁を解除した。しかし米トランプ政権は、2018年5月にJCPOAから離脱し、解除していた制裁措置を再導入し、対イラン経済制裁を強化した。イランに対する金融制裁は以下のものを含む：①イラン政府、イラン中央銀行、イランの金融機関の在米資産の凍結、②米国・外国金融機関によるイラン中銀及びその他の特定のイランの金融機関との取引禁止（とくにドル決済の禁止）、③中央銀行を含むイランの金融機関のSWIFTからの排除（EUと連携）、④リアル物の売買やイラン国外でのリアル建ての資金・口座の維持禁止、イランの公的債務の購入・発行引受の禁止など。
- 4 世界各国のロシアとのエネルギー貿易や農産品・鉱物資源貿易の多くはドル建てであるため、ロシアの銀行に対する全面的なドル決済の禁止には踏み切れていない。米国がロシアの銀行とのドル決済を禁じた場合でも、ユーロ、英ポンドや円などドル以外の通貨での取引を制限することはできない。これらの制限はEU、英国や日本の当局が課すことになる。
- 5 SWIFTはEUとベルギー政府の決定を受けて、22年3月12日（欧州時間）、ロシア7銀行を排除した。ホームページに掲載された声明では、「EUが英国、カナダ、米国と協調して取った外交的決定は、SWIFTの金融メッセージサービスから特定の銀行を除くことでこの危機を終わらせようとするものだ」とした。SWIFTは、2012年3月に、EUの決定を受けて、中央銀行を含むイランの30ほどの金融機関に対する通信サービスを停止したが、これは前例のない措置だった。その後、SWIFTはイラン核合意（JCPOA）を受けて2016年1月に停止措置を解除したが、2018年11月に再導入した。
- 6 金・外貨準備に占める米ドルの比率は、2017年末には45.8%だったが、それ以降急速に低下し、22年1月には10.9%まで下がった。それに代わり、金や他の通貨の比率が上昇している。とくにユーロは同時期に21.7%から33.9%に、金は17.2%から21.5%に、人民元は2.8%から17.1%に、円は極めて低い水準から5.9%にそれぞれ増加している。ただし英ポンドの比率は同時期に8.3%から6.2%に減少している。
- 7 CISTEC事務局「米国・EUの対ロシア制裁概要と関連諸動向について」（2022年4月11日、改訂2版）

- を参照のこと。 https://www.cistec.or.jp/service/zdata_russia/20220318.pdf
- 8 欧州などの取引企業が天然ガスを購入するにあたり、ガスプロムバンクにユーロなどの外貨建てとルーブル建ての両者の決済口座を開設することが求められる。買い手企業は従来通り代金をユーロでガスプロムバンクに支払い、ガスプロムバンクは送金された外貨をルーブルに両替してガスプロムに代金をルーブルで支払う。このことにより、外貨を確実に国内に集めることができ、同時にルーブル価値の下落を防止することができる。
 - 9 Yale School of Management, *Over 600 Companies Have Withdrawn from Russia—But Some Remain*. <https://som.yale.edu/story/2022/over-600-companies-have-withdrawn-russia-some-remain>
 - 10 ロシア政府は元本 20 億ドルのうち 72.4% についてルーブルで買い戻した後、残り（利払いを含め 6 億 4920 万ドル）を米ドルで買い戻す予定にしていたが、それができなくなったため、投資家に対し返済相当額をルーブルで送金したとされる。この対応を受けて、米格付け会社 S&P グローバル・レーティングは、ルーブルでの支払いを返済条件の一時的な変更だとして、ロシア政府の格付けを「選択的デフォルト」(SD) に引き下げて一部がデフォルトだと認定した。その上で、同社はロシア政府・企業の外貨建債券の格付けをすべて撤回するとした。また国際スワップ・デリバティブズ協会 (ISDA) は、このロシア国債について「潜在的なデフォルト」と判断した。米政府がロシア政府による米国外の別のドル資金を使った国債の償還や利払いは可能だとしていたため、ロシア政府が 30 日の猶予期間内にドルでの償還・利払いを行う可能性が残されたが、期限内に返済がなければ正式にデフォルトとして扱われることになった。ロシア政府は、4 月末、当初の返済期限を過ぎていたドル建て国債の元本償還と利払いについて、国債保有者にドルで支払ったと発表した。猶予期限の 5 月 4 日までに返済されたため、デフォルトは当面回避された。ロシア政府が米国の制裁対象外の銀行から、仲介役の米シティグループにドルを送金したとされる。米財務省は、5 月 25 日までは米国の投資家がロシアから国債の元利払いを受け取ることを特例として認めているが、それ以降については特例が失効する可能性があり、依然としてロシアがデフォルトに陥るリスクが残されている。
 - 11 EU は域内の格付け会社によるロシア政府・企業の外貨建債券の格付けを禁じており、他の格付け会社にも同様の措置を求めてきた。ムーディーズ・インベスターズ・サービスやフィッチ・レーティングはすでに外貨建てロシア債券の格付けを撤回しており、S&P もこれに加わるようになった。主要な金融機関や企業は、原則として格付けのつかない国や企業には投資しないため、海外からの新たな資金調達は困難になる。
 - 12 European Bank for Reconstruction and Development, *Regional Economic Outlook: In the Shadow of the War. The Economic Fallout from the War on Ukraine*, March 2022. <https://www.ebrd.com/news/2022/ebd-sees-war-on-ukraine-causing-major-growth-slowdown.html>
 - 13 World Bank, *War in the Region: Europe and Central Asia Economic Update*, Spring 2022. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/37268>
 - 14 IMF, *World Economic Outlook: War Sets back the Global Recovery*, April 2022. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/04/19/world-economic-outlook-april-2022>
 - 15 Bank of Russia, *Annual Report for 2020*, May 2021. <https://www.cbr.ru/eng/press/event/?id=9819>
 - 16 ロシア中銀と中国人民銀行は、2014 年にロシアがクリミア半島併合後、米欧が対ロ経済・金融制裁を科したことを受け、1,500 億元 -1.75 兆ルーブルの通貨スワップ協定を締結した。その後 3 年毎に計 2 回にわたり協定を更新しており、現在も効力をもっている。
 - 17 「為替操作」の定義や法的側面に関しては、中谷和弘『為替操作、政府系ファンド、途上国債務と国際法』（東信堂、2020 年 1 月）の第 1 章を参照。
 - 18 「監視対象国」は通常は 3 つの認定基準のうち 2 つを満たす国が指定される。
 - 19 U.S. Department of the Treasury, *Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States*, December 2020. <https://home.treasury.gov/policy-issues/international/macroeconomic-and-foreign-exchange-policies-of-major-trading-partners-of-the-united-states>
 - 20 U.S. Department of the Treasury, *Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States*, December 2021. <https://home.treasury.gov/policy-issues/international/macroeconomic-and-foreign-exchange-policies-of-major-trading-partners-of-the-united-states>
 - 21 CISTEC 事務局「米国の香港自治法等による対中制裁及び香港国家安全維持法によるビジネス上の影響

に関する QA 風解説」2020年8月19日。<https://cistec.or.jp/service/uschina/26-20200819-1.pdf>

- 22 これはそれまでのイランを巡る金融制裁とは異なった対応である。米財務省は20年10月、対イラン制裁の実効性を高めるために、イランの金融機関18行への制裁を強化すると発表した。財務省はこれらの銀行が米国内に有する資産を凍結するとともに、米国人による制裁対象との取引などを禁止した。45日間の移行期間後は、外国の企業・金融機関による制裁対象との一定の取引などは二次制裁の対象となるとした。
- 23 実際、米当局は北朝鮮に対する金融制裁で中国の丹東銀行をドル決済システムから排除した際、大手銀行に制裁を科すと金融面での影響が甚大すぎることを鑑み、大手には制裁を科さなかった経緯がある。

