

## 第8章 米中の通貨・金融覇権競争：人民元の国際化と米欧日の対口金融制裁

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を高めており、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、「一帯一路」沿線諸国を中心に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。中国が、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、人民元の国際化が足踏みすることになった。しかし、金融的な混乱から回復を始めた18-19年以降、再び人民元の国際化が進んだ。中国当局は、米欧日が22年2月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口金融制裁を踏まえ、今後も着実に人民元の国際化を推進す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口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、台湾有事で想定される対ロシアと同様な対中金融制裁は中国経済だけでなく世界経済にも甚大な影響を及ぼすと考えられ、中国による国際協調への立場が今後の展開に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

中国は10年以上にわたり、人民元の国際化を通じて、国際取引における人民元の使用・利用を高め、米ドルへの依存を低下させるという「脱ドル化」(de-dollarization)を進めている。その目的は、米国のマクロ経済動向や金融政策が自国経済に及ぼす影響を最小化させるとともに、米国に対抗する形で世界的な通貨・金融覇権を追求することにある。それに加えて、近年では、米国による金融制裁の効果を抑える目的もあると考えられる(Nelson and Sutter 2021)。

## 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（それまで人民元は基本的に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、次第に経常取引全般に、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。<sup>1</sup>

中国人民銀行は、09年以降21年末までの期間に、合計40の中央銀行との間で4.02兆元（うち実効性のあるものは3.54兆元〔約5,000億米ドル〕）に上る通貨スワップ協定を結んだ。<sup>2</sup>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、次いで、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、14年10月に1,500億人民元／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。この協定は、ロシアによるクリミア併合後の米欧による対口経済・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。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。

中国当局は、10年には香港での非居住者による人民元建て債券発行を認可し、2011年からは人民元建ての対外・対内直接投資を認めた。さらに、人民元建て適格外国機関投資家（RQFII）や適格国内機関投資家（RQDII）の制度を開始し、内外資本移動の自由化を進めた。15年には、上海黄金取引所で非居住者向けの人民元建て金取引を解禁した。しかし、中国は、15-16年に「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スローダウンした。資本流出圧力が和らぎ始めた18-19年以降、人民元の国際化のペースが次第に回復することになった。

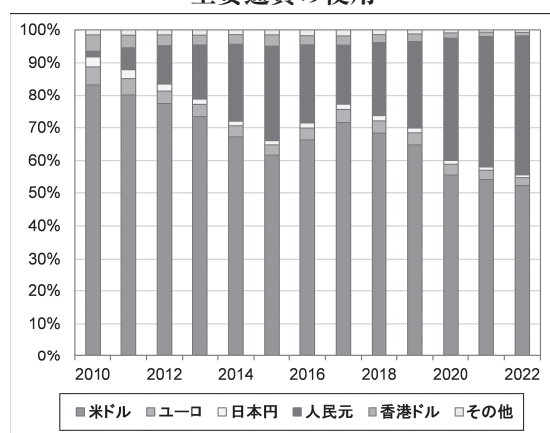
16年10月には人民元がIMFのSDRバスケットの構成通貨に組み入れられた。人民銀行が元建ての国際資本・金融取引や為替取引に制限を設けていることから、人民元は資本勘定の上で交換可能通貨ではないものの、IMF加盟当局間では「自由に使用可能」（freely usable）な通貨だと認定されたからである。SDRバスケットにおける人民元のウェイトは米ドル（41.7%）、ユーロ（30.9%）に次ぐ10.9%で、円（8.3%）や英ポンド（8.1%）を上回るようになった。<sup>3</sup> それを受けて、IMFは人民元を米ドル、ユーロ、円、英ポンドなどと並ぶ公的外貨準備として統計発表するようになった。

図1は、中国の国際取引において人民元の使用が高まってきていることを示すデータである。図1Aは、中国の非銀行部門による国際取引における人民元決済の比率が、10年の実質ゼロから15年の29%まで急速に拡大し、その後16-17年にやや減少し、18年から再び上昇に転じ、22年に43%のピークに達したことを示している。対照的に、米ドルのシェアは10年の83%から22年の52%へとトレンドとして減少している。図1Bは、中国全体（銀行・非銀行部門）の国際決済における人民元の使用比率が15年まで増加を続け、16-17

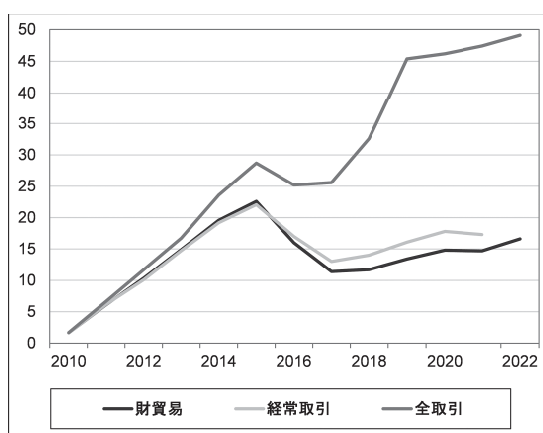
年と減少した後に、18年から再び上昇していることを示している。財貿易における人民元の使用比率が低く、全取引（経常取引と資本取引の合計）における人民元の使用比率が高いことがわかる。これは資本取引における人民元の比率が高いことを意味し、とくに人民元建て取引の大半（22年前半では49%）が香港との取引であり、中国は香港を人民元国際化のためのオフショア市場として、主に資本取引の目的で利用していることが示唆される。財貿易の決済総額に占める人民元のシェアは、10年のゼロから15年の23%のピークまで急速に拡大し、その後17年には11%まで減少したが、18年から増加を再開し、22年前半には17%に達している。

図1：中国の国際取引における人民元決済の比率（2010-22年、%）

1A. 非銀行部門の国際決済における  
主要通貨の使用



1B. 国際決済における人民元建て比率



注：表1Bの2022年のデータは22年前半期間を指す。

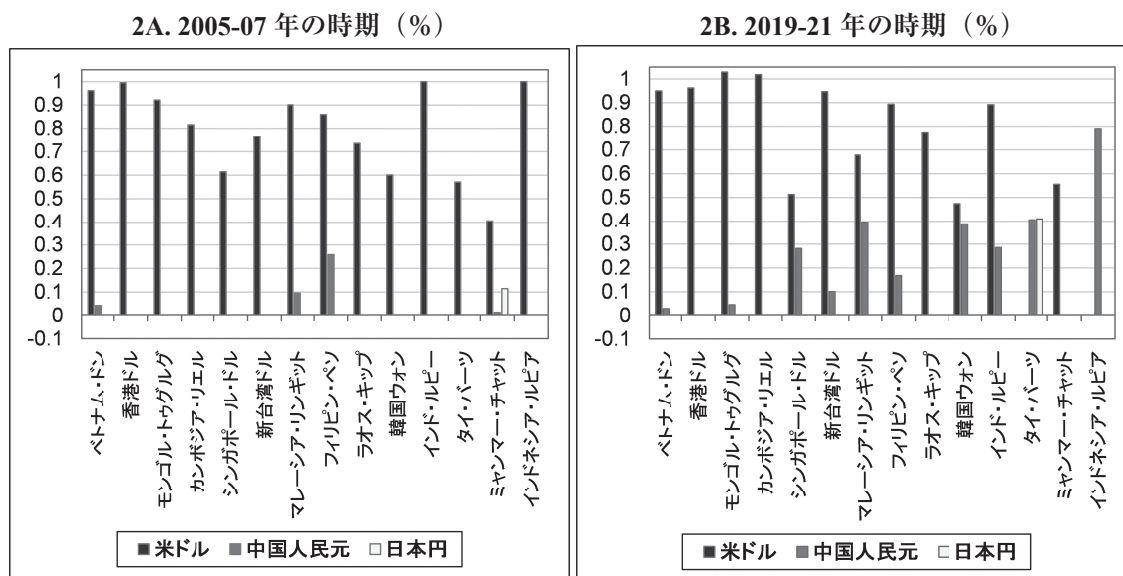
出所：中国人民銀行の資料（SAFE, *Time Series Data of Cross-border Receipts and Payments by Non-banking Sectors*; PBOC, *RMB Internationalization Report 2016-2022*）より筆者作成。

<https://www.safe.gov.cn/en/2019/0919/1561.html>

<https://www.pbc.gov.cn/en/3688110/3688259/3689026/index.html>

アジア地域では、各国の公式・非公式の為替アンカー通貨（為替レート安定化のための対象通貨）は依然として米ドルであり、人民元が米ドルの役割にとって代わっているわけではないが、世界金融危機以降、人民元の重要性が高まっている。図2は、世界金融危機以前の05-07年の時期と最近の19-21年の時期における、アジア諸国・地域の通貨バスケットに占める米ドル、人民元、日本円のウェイトの計測結果を示したものである。どちらの時期においても米ドルのウェイトは極めて大きく、いずれの国・地域（19-21年のタイとインドネシアを除く）も米ドルを重視した為替政策をとっていることがわかる。ただし、世界金融危機以降、多くの国で人民元のウェイトが高まっており、マレーシア、韓国、インド、シンガポールでは人民元が第2のアンカー通貨になっている。<sup>4</sup> その反面、日本円のウェイトは高くない。<sup>5</sup> 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、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。

図2：アジアの各国における非公式の通貨バスケットに占める米ドル、人民元、日本円のウェイト



出所：伊藤・河合（2022）の推定結果で、統計的に有意（10%以上の有意水準）な通貨のウェイトを筆者がまとめ、作成したもの。

このように人民元の国際化は進展してきたが、米ドル、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、あるいは世界に占める中国のGDPの比率と比較すると、全体的な国際化の程度はまだ限られている（表1参照）。世界の為替市場では90%近く of 取引が米ドルを相手とするものであり、ユーロ、円、ポンドの比率がそれぞれ31%、17%、13%であるのに対し、人民元の比率は7%にとどまっている。中央銀行が保有する外貨準備のうち、米ドル、ユーロ、円、ポンドの比率がそれぞれ60%、20%、5%、5%であり、人民元の比率は3%とまだ低い。国際取引の決済においても、米ドル、ユーロ、円、ポンドの比率が人民元の比率を上回っている。国際資本取引（たとえば国際債券の発行残高）においては、人民元建ての比率がさらに低くなっている。米ドル、ユーロ、英ポンドは、世界に占めるそれぞれの国・地域のGDP比率を超えるレベルで国際化しており、円、豪ドル、加ドル、スイス・フランは世界に占めるそれぞれの国のGDP比率と見合った程度の国際化を達成している。しかし、人民元の国際化の程度は、世界に占める中国のGDP比率（約20%）よりもはるかに低い。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・金融取引において人民元が大きな役割を果たしていないからである。国際資本移動の自由化なくして、世界規模での人民元国際化の進展は難しい。

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	公的外貨 準備高	国際取引 決済額	クロスボー ダー 銀行債務残高	国際債券 発行残高	GDP
	2022年4月	2022年9月	2022年12月	2022年6月	2022年9月	2022年
米ドル	88.4	59.8	41.9	48.3	50.1	24.7
ユーロ	30.5	19.7	36.3	30.7	36.4	13.8
日本円	16.7	5.3	2.9	3.8	1.2	4.2
英ポンド	12.9	4.6	6.1	4.7	7.1	3.1
中国人民幣	7.0	2.8	2.2	--	0.4	19.9
豪ドル	6.4	1.9	1.3	--	0.9	1.7
加ドル	6.2	2.5	1.8	--	0.5	2.2
スイス・ フラン	5.2	0.2	1.0	1.2	0.7	0.8

注：外国為替市場取引額のシェアは、2つの通貨が交換されることから、合計は200%になる。2022年のGDPはIMFの推計に基づいて算出されている。

出所：BIS、IMF、SWIFTのデータより筆者作成。

### 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と公表した。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た。また、人民銀行はBISが主導する中銀デジタル通貨プロジェクトである「複数中央銀行デジタル通貨ブリッジ」（m-CBDC Bridge：Multiple-Central Bank Digital Currency Bridge）に参加し、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、22年8月までに、中国国内の15省・市の試験地区で、3億6,000万件の取引が行われ、取引額は1,000億元（139億ドル）を上回ったとされる（鈴木2022）。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、指定金融機関（四大商業銀行など）が中央銀行に預け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。<sup>6</sup> 今後は法人・

個人事業、金融、納税、政府調達などでの利用を促進するとされる。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、既存の電子決済をベースにした、匿名性を保持できかつ改ざんの危険性を排除できる新技術だとされる。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）と異なる点として、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、第二に支払いと同時に決済が完了すること、第三に利用者の個人情報民間決済業者の手に渡らず、指定運営機関を通じて通貨当局の手に入ること、第四にオフライン決済が可能であること、第五に利用者（小売の商店を含む）に手数料がかからないこと——などが挙げられる。個人情報に関しては、原則的に「小額決済は匿名、高額決済は追跡可能」として運用される。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、当局が大口取引の資金の流れに関する情報を把握できることを意味する。ただし、オフライン決済が可能で手数料がかからないとしても、既存のモバイル決済利用者がどこまでデジタル人民元決済に乗り換える誘因をもつかは明らかでない。

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、③二国間や複数国間でデジタル法定通貨の同盟を確立し、国際的な規範や基準をつくることができる、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できる（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。<sup>7</sup>

これらの理由のうち、人民元の国際化の観点から重要なのは②と③だろう。中国当局は、②により人民元圏の形成を進めることができ、③により技術・運営・規制面などの国際基準作りでの先行者利益を得られる可能性があるからである（Nelson and Sutter 2021）。デジタル人民元の利用は、現在は国内での小売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、「一帯一路」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。中国がたとえ資本移動規制を課していても、デジタル人民元の利用がかなりの地域に広がることで、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・制度面で事実上の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

中国はこれまで、国際金融センターである香港を活用して、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12月現在で109か国から1,360銀行が参加している。このうち「直接参加行」が77行、「間接参加行」が1,283行となっている。

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。<sup>8</sup> 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い。

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が示すように、その役割はまだ限られている。22年における1日当たりの平均取り扱い件数は1万7,650件、決済処理金額は590億ドルで、SWIFTの1日平均4,480万件、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2.2%と、米ドルの42%に比べて格段に低く、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	11,696行（「会員行」2,360行、「準会員行」2,993行、「参加行」6,343行）	4,480万件（2022年1-12月）	5兆ドル（2022年）
CIPS	109か国	1,360行（「直接参加行」77行、「間接参加行」1,283行）	1万7,650件（2022年1-12月）	3,890億元（593億ドル）（2022年1-12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>

その上、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による国際決済を行うこ

とは難しいのが現状である。<sup>9</sup> 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と共同で金融融合会社を設立したが、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。<sup>10</sup> 人民元のさらなる国際化に向けた、デジタル人民元の正式導入とクロスボーダー利用、SWIFTに依存しないCIPSの規模拡大と競争力向上は、米ドルから自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効果

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の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
- ロシア中央銀行に対する外貨準備の凍結と取引の制限、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、原油価格の上限（バレル当たり60米ドル）規制導入
- 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・財政的な打撃を与え、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・中央銀行や特定の銀行・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る狙いがある。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、<sup>11</sup> 今回はロシアという軍事・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。

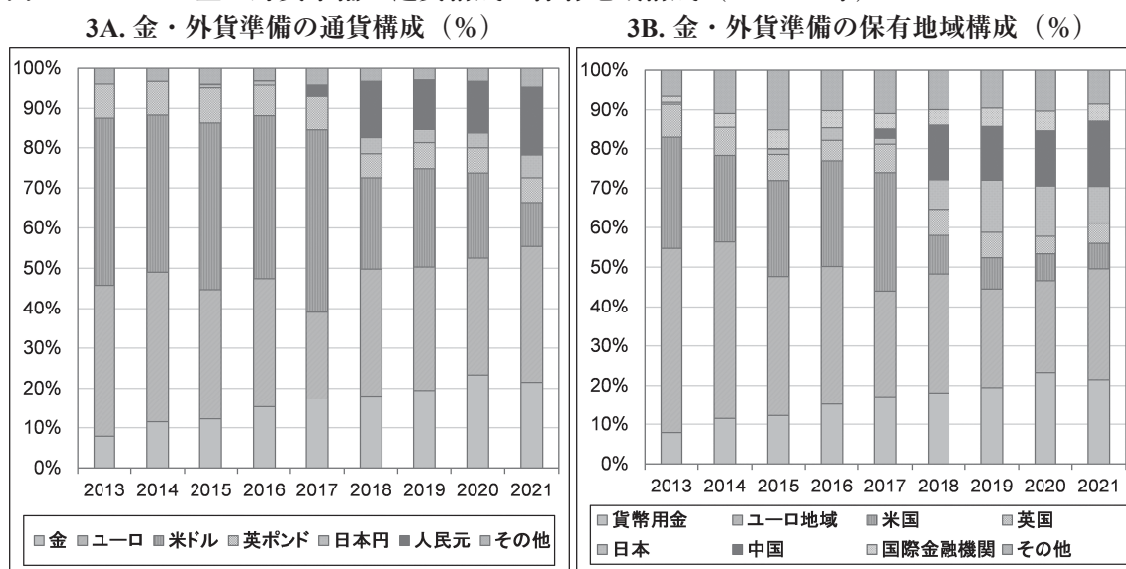


これらの対口金融制裁の中で最も重要なものの1つは、各国による、ロシアの主要銀行の対外資産の凍結や取引禁止・制限措置である。とりわけ、米国はロシアの最大手の政府系銀行ズベルバンクや最大の民間銀行アルファバンクなど主要9行とのドル決済を禁止しており、その影響は大きい。ロシアの輸出決済の55%、輸入決済の36%がドル建て（2021年）で行われてきたからだ。<sup>12</sup>ただし、エネルギー貿易の決済を担うガスプロムバンクに対しては、ドル取引を禁じる制裁を見送っている。<sup>13</sup>EUはロシアの6行との取引を禁止する措置を打ち出し、VTB、オトクリティ、ノビコム、ソブコムなどの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や支払・資本取引規制を行っている。

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。<sup>14</sup>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と考えられた。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、ガスプロムバンク、およびその他の中小銀行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は、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きたという事情がある。ロシアの主要7行以外の金融機関はSWIFTを利用した国際決済を続けることができる（「抜け道」がある）ので、SWIFTからのロシア主要銀行の排除は、ロシアを既存の国際決済網から完全に締め出すことにはなっていない。

金融制裁のうち第三に重要なものは、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。図3は、ロシアの保有する金・外貨準備の通貨構成と保有地域別構成を示したものである。<sup>15</sup>ロシアは22年初（=21年末）に総額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%）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。金・外貨準備に占める米ドルの比率は、13年末の42%から17年末の46%へと上昇したが、それ以降急速に低下し、21年末には11%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た。金の比率は13年末の8%からほぼ一貫して上昇し、21年末には21.5%になった。人民元の比率は13年末のゼロから17年末の3%、21年末には17%へと増加し、円の比率も13年末のほぼゼロの水準から21年末の6%へと増加した。ユーロの比率は13年末の38%から17年末には22%へと低下したが、その後再び上昇して21年末には34%に達した。ただし英ポンドの比率は同時期に8%から6%に減少した。このように、ロシアはウクライナ侵攻前から外貨準備保有における米ドルからの脱却（「脱ドル化」）を図っていたが、それでもドル、ユーロ、ポンドの比率は全体で57%を占めていた。

図3：ロシアの金・外貨準備の通貨構成と保有地域構成（2013-21年）



注：各年末の外貨準備高の構成比。

出所：ロシア中央銀行の資料に基づき、筆者作成。

Bank of Russia, Bank of Russia Foreign Exchange and Gold Asset Management Report, No.1 (61)-2022, January 2022. [https://www.cbr.ru/eng/analytics/oper\\_br/](https://www.cbr.ru/eng/analytics/oper_br/)

米欧日の金融制裁は、ロシアの保有する外貨準備のほぼ半分に相当する部分を凍結したことになる。ロシアのアントン・シリアノフ財務大臣は22年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39%に過ぎず十分とは言えない。かつロシアが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、米ドルやユーロを代替することは容易でない。

### 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2022年2月末に政策金利を9.5%から20.0%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140ルーブルを超える水準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。<sup>16</sup>

- 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（それ以上の引出し

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「非友好国」に対し、ロシア産天然ガス（ガスピ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<sup>17</sup>

これらの通貨防衛策に加え、ロシアが依然として原油・天然ガスなどの輸出を続けて經常収支黒字を生み出していたことから、ルーブルの対ドルレートは回復した。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、22年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、6月には50ルーブル台と侵攻前よりもルーブル高になった。ロシアは長期にわたり構造的な貿易収支・經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14%に引き下げた後も数次にわたり段階的に引き下げ、11月には7.5%へと引き下げた。国内のインフレは侵攻後、昂進し、4月にピークに達した後は減速しつつあるが、まだ高止まりしている。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9.2%、3月に16.7%、4月に17.8%と上昇を続けた後、5月以降は緩やかに下落し、12月には11.9%と落ち着きつつあるが、侵攻前のインフレ率にはまだ戻っていない。

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、とくに外貨建てロシア国債を事実上の債務不履行（デフォルト）に追い込んだ。侵攻前の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205億ドルだった（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、債務の維持可能性に問題を生じさせない大きさである。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、世界の主要格付け会社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。かつ米国による金融制裁は、ロシア政府の財政を破綻させることはできなかったが、外貨建てロシア国債を技術的にデフォルトの状況に追い込んだ。

米財務省は、当初、金融制裁を発動しつつも、自国の投資家保護の観点から、ロシア債券・株式の利子・配当・償還金受取について、例外的に22年5月25日まで、ロシアが米国金融機関に保有する口座からドルで支払うことを認めていた。そのため、ロシア政府は、3月には外貨建て国債への利払いを行うことができた。しかし、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、米財務省が例外期限を繰り上げ、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。<sup>18</sup> それに対し、ロシア政府は、4月末、制裁対象外の国内機関が保有するドル準備金を用いて元本償還と利払いを行ったため、デフォルトが回避された。米財務省は、5月25日からは、米国の投資家がロシアから国債の元利払いを受け取れるという特例を失効させ、すべての金融機関による米国内でのドル建てのロシア国債の元利払いを禁止した。そのため、6月末、ロシアは外貨建て国債（ドル建てとユーロ建ての2種類）の利子計1億ドル分を債券保有

者に支払うために金融機関に振り込んだものの、米金融機関が制裁規定に従い送金手続きをとらなかった。それを受け、ムーディーズ・インベスターズ・サービスは外貨建てロシア国債がデフォルトにあたるとの見解をコメントのかたちで示した。ロシア政府は、財政破綻しておらず外貨建て国債について返済能力も意思もあるとし、米国の制裁によりドルでの支払いが阻まれてもルーブルで返済義務を果たすとしており、デフォルトにはあたらないと主張している。しかし、米欧の主要格付け会社はEUの意向に同調して、既に外貨建てロシア債券の格付けを撤回しており、格付けのつかない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難しくなった。<sup>19</sup>

ロシアは財政困難に陥っているわけではないものの、ウクライナ戦争の遂行と米欧日による経済・金融制裁の影響で、財政状況が悪化しつつある。連邦政府の財政収支は、21年には5,150億ルーブル（約7,00億ドル）の黒字だったが、22年には3兆3,000億ルーブル（約4,600億ドル、対GDP比2.3%に相当）という大幅な赤字を計上した。<sup>20</sup>歳入は、石油・ガス収入の増加で対前年比10%増だったが、歳出がそれ以上の26%増となったことが原因だ。侵攻後の原油価格の上昇と原油・ガスの輸出増とで石油・ガス収入が伸びたものの、侵攻に伴う戦費の拡大で歳出が急増したとみられ（歳出の詳細は公表されていない）、大幅な赤字につながった。赤字額は22年12月に月次ベースで過去最大となり、赤字は23年1月にも続いている。米欧日は、22年12月、ロシア産原油の取引価格に1バレル60ドルの上限を設ける制裁を発動し、この価格を超えて取引する場合には海上輸送の保険契約ができないようにした。そのため、22年後半からの原油価格の下落基調が後押しされ、かつさらなる戦費拡大が見込まれることから、23年通年の赤字額が増加する可能性がある。財政赤字は基本的に国民福祉基金（23年2月初の残高は1,553億ドル）の取り崩しでまかなわれることから、当面財政危機に見舞われることはないが、侵攻が長期化すれば、赤字が継続し基金残高がゼロになる可能性がある。<sup>21</sup>

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たこと、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た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からだ。また、海運業者が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が銀行から入手できなくなったことも企業の事業活動を難しくした。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、ロシアに進出する世界の多国籍企業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。<sup>22</sup>これによると、23年2月時点で、ロシアに進出した1,587社のうち撤退した企業は517社（全体の33%）、事業を停止している企業は497社（31%）、事業を縮小しつつ継続している企業は152社（10%）、新規投資・開発・販売促進活動を抑制しつつも事業を続けている企業は179社（11%）、これまでと同様なかたちで事業を継続している企業は242社（15%）に上るとされる。全体の64%（日本企業76社の場合は61%）

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。帝国データバンクによれば、侵攻時にロシアに進出していた日本の上場企業 168 社のうち、23 年 2 月までにロシア事業の停止・制限や撤退を発表した企業は、全体の 47% に当たる 79 社に上った。<sup>23</sup> このうち、ロシア事業から完全撤退（計画を含む）した企業は 27 社（全体の 16%）、営業・生産停止は 12 社（7%）、取引停止は 31 社（18%）になった。日本企業の間では、当初はロシアビジネスの見直しを「様子見」する企業が多かったが、部品調達などサプライチェーンの混乱が長期化し、生産再開が見通せない中で現地生産からの撤退を決断するケースが増えてきたとみられる。

米欧日の経済・金融制裁は、このように、ロシアの経済・金融・財政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低下だろう。侵攻後まもなく公表された国際機関（欧州復興開発銀行〔EBRD〕、世界銀行、IMF）の見通しによれば、22 年のロシア経済の成長率は侵攻前の予測から 11-14 ポイント落ち込むとされた。<sup>24</sup> しかし、ロシア経済の成長見通しは 22 年を通じて上方修正され続けた。例えば IMF による 22 年の成長率の見通しは、4 月のマイナス 8.5% から、7 月にはマイナス 6.0% へ、10 月にはマイナス 3.4% へ、23 年 1 月にはマイナス 2.2% へと毎回引き上げられた。<sup>25</sup> ロシア統計局は、23 年 2 月に、22 年の成長率はマイナス 2.1% だったと発表した。つまりロシア経済は、ウクライナ侵攻後の経済・金融制裁によって大きく落ち込むと考えられたが、当初予測されたほどには悪化しなかったということだ。この程度の落ち込みは、新型コロナ危機による落ち込み（20 年のマイナス 2.7%）や世界金融危機時の落ち込み（09 年のマイナス 7.8%）と比べても深刻なものではない。ロシアは制裁下でも中国、インド、トルコなど新興国向けに石炭・石油・天然ガスの輸出を拡大し続けており、かつこれらのエネルギー価格が高騰したことから、輸出収入の増大により成長の落ち込みを抑えることができたといえる。

しかし、中長期的には、ロシアの潜在成長率は低下していくものと考えられる。第一に、経済制裁の下で、海外からのハイテク分野での素材、部品・中間財、資本財の輸入が減少し、かつ海外資金や技術・知識・情報・アイデアの流入が遮断されており、国内投資の拡大や生産性の上昇が阻害されつつある。第二に、既に見たように、多くの多国籍企業が事業撤退や停止をしており、質の高い企業活動や投資・雇用が失われつつある。第三に、IT 技術者を中心にロシアから海外へ大量の頭脳人材の流出が起きており、ロシアにおける人的資本の喪失が生産性の低下につながる可能性が高い。ロシアはもともと資源依存型の経済構造を抱える中で少子高齢化に直面しており、製造業やサービス業における生産性の上昇が喫緊の課題だった。ウクライナ侵攻後の米欧日による経済・金融制裁の下で、このような課題を解決することがますます困難になっている。

### ロシアによる国際決済の変化

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・中銀や制裁対象の銀行による国際金融取引が大きく制限され、米ドルやユーロでの国際決済が難しくなっているからだ。ただし制裁対象外の銀行（ガスプロムバンクや多くの中堅銀行）は依然として SWIFT の利用や外貨決済（ドル、ユーロ決済）が可能であり、それがロシアの貿易と経済を支えている側面がある。

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 Finansovyykh Soobscheniy = 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対する米欧の対口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。19 年から毎日稼働する体制になり、ロシア中銀は「SWIFT とほぼ同等」と評価し、SPFS を通じたメッセージ件数が 20 年に倍増し国内 SWIFT 件数の 20.6% に達したとしている。<sup>26</sup> しかし、システムの国際的な接続性や処理件数は極めて限られている。21 年 1 月の参加機関数は 403 行で、このうちロシアの機関が大半を占め、非居住者機関は 19 行のみだった。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 諸国や周辺国の銀行に限られていたとみられる。ロシア中銀の国家決済システム局長は、23 年 2 月、SPFS に 14 か国から約 115 の金融機関が参加したと表明した。<sup>27</sup> SPFS に参加し、ルーブル決済を行う海外金融機関の数は増えているものの、今のところ SWIFT はいうまでもなく CIPS の役割には及んでいない。

ロシアの主要銀行が SWIFT から排除されたことから、中国の CIPS に参加してその人民元決済システムを利用する動きも出てきた。侵攻前に CIPS に参加するロシアの金融機関は殆どいなかった模様だが、22 年 7 月上旬までに 20 行以上が CIPS に接続したとされる。ロシアの対中貿易における元建て比率は輸出で 7%、輸入で 27% (21 年) だったが、侵攻後は中国への石炭・原油輸出について人民元での受取を増やしており (Eichengreen 2022)、CIPS を通じた人民元建て貿易比率が高まっていると考えられる。さらに、ロシアのガスピロムは、中国へ輸出する天然ガスの決済について、従来ドル建てから人民元建てとルーブル建てに移行しており、天然ガスの決済でも人民元建てが拡大する方向にある。中国の貿易統計によれば、中口貿易額は 21 年の 1,400 億ドルから 22 年には 1,900 億ドルに増加し、今後もさらに増大する見込みであり、人民元建ての貿易決済が拡大を続けるものと思われる。ただし、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、近い将来にわたり SWIFT を代替することは難しい。

とはいえ、ロシアは制裁後、輸出決済におけるドルとユーロの比率を引き下げ、ルーブルと人民元の比率を引き上げている。ロシア中銀によると、侵攻前の 22 年 1 月にドルとユーロの比率はそれぞれ 52% と 35% だったところ、侵攻後の 9 月には 34% と 19% に低下した。その一方、ルーブルと人民元の比率は、同 1 月の 12% と 0.4% から 9 月にはそれぞれ 32% と 14% へと大幅に上昇した。原油・天然ガスなどの輸出では、制裁対象でないロシア内外の金融機関 (ガスピロムバンクなど) を通じてドルやユーロでの決済が依然として続いているが、全体としてのドル及びユーロでの決済比率が下がり、代わりにルーブルと元での比率が高まっている。それを受けて、モスクワ外為市場では、人民元 - ルーブルの取引額が急拡大し、ドル - ルーブル取引額と並ぶほどになっている (Nikoladze and Bhusari 2023)。

ロシアはエネルギー輸出を拡大させていることから、当面外貨の入手に支障をきたすこ

とはないが、外貨が必要になった場合には、ロシア中銀や国民福祉基金の保有する人民元建ての外貨資産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12月末の時点でロシア中銀の保有する外貨・金資産の約17%（1,050億ドル）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、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る。あるいは、ロシアが外貨準備や国民福祉基金として保有したり、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。

#### 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、20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。バイデン政権は、それまでのアプローチを転換し、デジタル人民元に対抗するためのデジタルドルの開発を視野に入れたデジタル資産戦略に乗り出している。

##### 「為替操作国」・「監視対象国」の認定

米財務省は、2019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。<sup>29</sup>

より具体的には、米財務省は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」に指定していた。そして19年8月に「為替操作国」に認定したが、20年1月の『半期為替報告書』で「為替操作国」から解除した。<sup>30</sup> 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）に合わせた措置である。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、さらに為替レートや対外収支に関する情報を公表することについても法的拘束力のある約束を行った。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かったことを示唆する。

表3は、米財務省による為替操作国・監視対象国の認定状況について、「監視対象国」リスト（monitoring list）が初めて公表された16年以降の時期における結果をまとめたものである。19年5月の認定以外は、すべて『半期為替報告書』に基づくものである。米財務省は「為替操作国」・「監視対象国」認定のために、①米国に対して大幅な貿易黒字をもつ、②対世界で大幅な経常収支黒字を計上する、③一方的な為替市場介入を継続して行う、という3

つの基準を掲げているが、その詳細は時間の経過とともに変化している。<sup>31</sup> これら3つの全ての基準を満たすと原則として「為替操作国」に認定され（ただし以下に説明するように例外がある）、3つの基準のうち2つを満たすと「監視対象国」に指定される。「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、黒字が解消しない場合、制裁措置が科される可能性がある。

表3：米財務省による為替操作国・監視対象国の認定状況、2016－22年

	為替操作国	為替操作監視対象国
2016年4月	なし	中国、日本、韓国、台湾、ドイツ（5か国）
2016年10月	なし	中国、日本、韓国、台湾、ドイツ、スイス（6か国）
2017年4月	なし	中国、日本、韓国、台湾、ドイツ、スイス（6か国）
2017年10月	なし	中国、日本、韓国、ドイツ、スイス（5か国）
2018年4月	なし	中国、日本、韓国、ドイツ、インド、スイス（6か国）
2018年10月	なし	中国、日本、韓国、ドイツ、インド、スイス（6か国）
2019年5月	なし	中国、日本、韓国、ドイツ、イタリア、アイルランド、マレーシア、シンガポール、ベトナム（9か国）
2019年8月	中国	--
2020年1月	なし	中国、日本、韓国、ドイツ、イタリア、アイルランド、マレーシア、シンガポール、スイス、ベトナム（10か国）
2020年12月	スイス、ベトナム	中国、日本、韓国、台湾、ドイツ、インド、イタリア、マレーシア、シンガポール、タイ（10か国）
2021年4月	なし (台湾、スイス、ベトナム)	中国、日本、韓国、ドイツ、インド、イタリア、アイルランド、マレーシア、メキシコ、シンガポール、タイ（11か国）
2021年12月	なし (台湾、ベトナム)	中国、日本、韓国、ドイツ、インド、イタリア、アイルランド、マレーシア、メキシコ、シンガポール、スイス、タイ（12か国）
2022年6月	なし (スイス)	中国、日本、韓国、台湾、ドイツ、インド、イタリア、マレーシア、メキシコ、シンガポール、タイ、ベトナム（12か国）
2022年11月	なし (スイス)	中国、日本、韓国、台湾、ドイツ、マレーシア、シンガポール（7か国）

注：2019年8月以外は、全て米財務省『半期為替報告書』に基づく認定。米財務省は、2019年8月、『半期為替報告書』に拠らずに中国を為替操作国と認定したが、20年1月の『半期為替報告書』で、中国を為替操作国から解除した。為替操作国の欄の括弧内の国・地域は、3つの認定基準の全てを満たしたものの、為替操作国と認定されなかったものを示す。

出所：U.S. Department of the Treasury, Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States, April 2016-November 2022. <https://home.treasury.gov/policy-issues/international/macroeconomic-and-foreign-exchange-policies-of-majortrading-partners-of-the-united-states>

この表から、16年以降、米財務省が『半期為替報告書』に基づき「為替操作国」として



認定したのは、20年12月のスイス、ベトナムのみとなっていることがわかる(上述のように、米財務省は中国を19年8月に『半期為替報告書』の枠外で「為替操作国」と認定した)。「監視対象国」としては、一貫して、中国、日本、韓国、ドイツがリスト入りしており、台湾、スイス、ベトナムが含まれることも多く、19年からはマレーシア、シンガポールが言及されている。中国は、この間、1つの基準しか満たしてこなかったが、19年8月の異例の措置を除いて、一貫して「監視対象国」に指定されてきた。中国の場合は、対米貿易黒字額がきわめて大きいこと、為替市場介入額を公表せず、かつ為替レート制度の透明性が低いことがその理由とされる。

興味深い点は、21年4月以降、3つの基準の全てを満たす国・地域(台湾、スイス、ベトナム)が存在するにも拘わらず、それらが「為替操作国」とは認定されなくなったことである。米財務省は、これら諸国について、貿易・経常収支不均衡、為替市場介入、為替動向、為替レート制度、外貨準備高、資本移動規制、金融政策など様々な要因を考慮した結果、国際貿易上の不公正な競争力を得る目的で為替レートを操作したとは認定されないとしつつ、強化分析の対象とし、かつ強化された二国間関与(政策対話や協議)を進めるとしている。これら諸国が米国の友好国ないしそれに近い存在であることから、政治的な判断が優先された可能性もある。その一方、中国については、対米貿易黒字や経常収支黒字がさらに拡大したり、頻繁に為替市場に介入して元安誘導を行ったりすると、米財務省による中国の監視が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

米トランプ前政権は、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。<sup>32</sup>

「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を見送った。<sup>33</sup> 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。<sup>34</sup>

米国は中国の金融機関に対する制裁を発動しなかったものの、米中対立が決定的なものになった場合は、厳しい金融制裁を科せることを示したといえる。

### 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からだ。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よう。

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を小さくすることが

できる。

### 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2つの考え方がある。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諸制度、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、中銀デジタル通貨が満たすべき事実上の3原則として「透明性」、「法の支配」、「健全な経済ガバナンス」を示して、中国を間接的に牽制した。また、21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全体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22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22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。<sup>35</sup>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ことになった。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22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。<sup>36</sup>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—を優先事項に挙げた。バイデン政権は、米国版の中銀デジタルドルの研究開発を加速させ、多国間の実験に参加し、「国益に合う」と判断された場合には中銀デジタル通貨を発行する姿勢を示した。同年9月には、FRBによる中銀デジタル通貨の研究や実験を支援するため、省庁横断的な枠組みを新設して、デジタルドルの発行に向け具体的に検討することになった。

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り、それにも備える必要があるという事情がある。すなわち、中国でデジタル人民元が導入され、その利用が国際的に急拡大すると、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「数か月ではなく数年」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。

## 5. 米欧日の対中制裁の可能性と中国・世界経済への含意

ロシアのウクライナ侵攻により、米欧日はロシアに対して極めて包括的な経済・金融制裁を科したが、仮に中国が一方向的に台湾への軍事侵攻を行ったならば、米欧日は対口制裁と同様の厳しい経済・金融制裁を中国に科す可能性がある。

### 中国にとっての対ロシア金融制裁の教訓

ロシアのウクライナ侵攻に対する米欧日の包括的な経済・金融制裁の発動の経験から、中国はいくつかの教訓を得ているものと考えられる。中国は米欧日による厳しい対中経済・金融制裁に備えて、制裁に耐えられる体制を整えていくと考えられるが、それは以下の方向だろう。

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・天然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や SWIFT の利用を禁止することができず、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。また、中国だけでなく、インド、トルコ、ブラジルなどいわゆるグローバルサウス（ロシアと米欧日に対して中立的な新興国・発展途上国）はロシアからのエネルギーや肥料の輸入を拡大させている。そのため、ロシアがエネルギー等の輸出拡大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。貿易大国で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。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、黒字幅（対GDP比）が減少し、近年は年平均で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、エネルギー・食料安全保障を強化していくことの重要性を再認識したものと思われる。国内の食料生産体制を強化し、再生可能エネルギーの開発をさら進めるだけでなく、エネルギー・食糧や各種資源の安定的な供給元を確保しようとするだろう。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。外貨準備をドルやユーロから新興国・発展途上国通貨（ロシアルーブル、インドルピー、ブラジルリアルなど）に多様化させることは極めて難しいが、金の保有比率をある程度高めることは可能だろう。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になろうが、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る。人民元建ての金市場やエネルギー・資源市場の規模拡大、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、中国はロシアからの石油・ガスの輸入を人民元で決済するだけでなく、サウジアラビアなど中東諸国からの石油・ガスの輸入についても、上海石油天然ガス取引所を通じた人民元建てでの決済を拡大させる姿勢を示している。そのために、新興国・発展途上国の銀行など、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を強化するとともに、デジタル人民元を導入して国際決済のための利用拡大を促すことに努めよう。

### 米欧日の対中経済・金融制裁のシナリオ

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したり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大きな影響を与え、国際金融システムを不安定化させよう。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る。また、台湾経済はウクライナ経済よりも大きく、台湾侵攻による経済的なダメージは世界経済に大きな影響を及ぼす。とりわけ台湾企業が半導体を

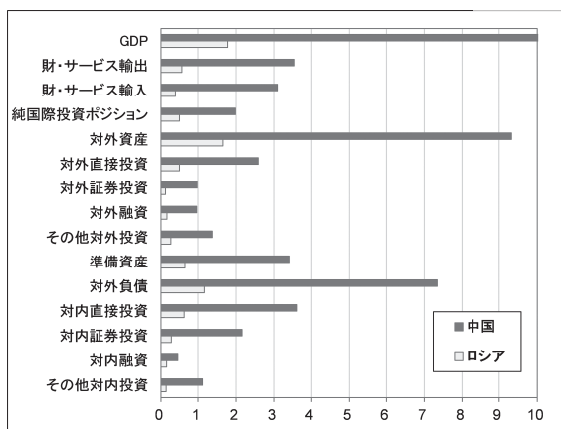
始めとする電子機器分野での生産を縮小・停止することで、世界的なサプライチェーンに極めて大きな混乱をもたらそう。

図4は、2021年における中国とロシア、台湾とウクライナのGDP、貿易額、対外資産・負債残高の規模を比較したものである。図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・負債残高はロシアの6倍ほどであり、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甚大になることが示唆される。台湾のGDPはウクライナの4倍、輸出入は5-6倍、対外資産・負債残高は7-17倍になり、台湾がウクライナと同様の戦争被害を受けると、アジア経済・世界経済への打撃はさらに大きくなる。これに加えて、香港が中国にとっての重要なオフショア市場としての役割を果たしていることから、米国が中国に対して効果的な経済・金融制裁を科すためには、香港の金融機関を制裁対象に含めることが必要になろう。しかし世界の主要な国際金融センターである香港に対して米ドルへのアクセスやSWIFTとの接続を遮断することの影響は測りしれない。要するに、中国に対する包括的な経済・金融制裁は、中国経済に極めて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甚大なダメージを受ける可能性が高い。

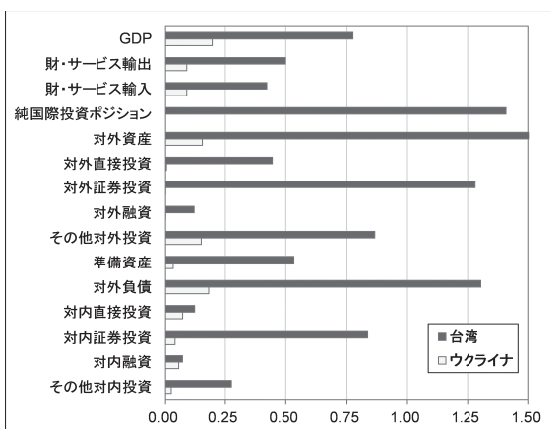
対中経済制裁の発動は、世界経済を西側（米欧日など）と東側（中ロなど）のブロックに分断させる効果がある。IMF（2022）やGóes and Bekkers（2022）は、世界経済が西側と東側に分断された場合の経済的な影響について分析している。<sup>37</sup>東西ブロックへと本格的な分断、部分的な分断、電子機器の分野に限った分断のシナリオなどが想定されている。世界経済の本格的な分断が起きると、東西ブロック間の財貿易が停止されるだけでなく、情報・知識・技術・アイデアの流れも遮断されるため、マイナスの影響が極めて大きい。これは東西ブロック間の経済的な相互依存が極めて強いことの証左である。分断によるマイナスの影響は東側で非常に大きく、西側では比較的小さい。東側にとって西側の高いレベルの知識・技術・アイデアへのアクセスを遮断されることの不利益が大きいからだ。一方、世界経済の分断が部分的な場合や、電子機器などハイテク分野に限られる場合には、マイナスの影響は小さくなる。部分的な限られた分断であっても、東側経済に相当程度のマイナスの影響を及ぼす。

図4：中国とロシア、台湾とウクライナの GDP、貿易、対外資産・負債の規模の比較  
(2021年、兆米ドル)

4A. 中国とロシアの GDP、貿易、  
対外資産・負債



4B. 台湾とウクライナの GDP、貿易、  
対外資産・負債



注：中国の GDP は 17.7 兆ドル、台湾の対外資産は 2.7 兆ドルだが、図ではそれらの全てが示されていない。また、ウクライナの純国際投資ポジションはマイナス 0.026 兆ドルだが、図では示されていない。

出所：IMF, World Economic Outlook database, October 2022; IMF, International Investment Position by Country, Balance of Payments and International Investment Position Statistics (BOP/IIP);

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://cbr.ru/eng/statistics/macro_itm/svs/); [https://www.cbr.ru/eng/statistics/macro\\_itm/svs/#a\\_71600](https://www.cbr.ru/eng/statistics/macro_itm/svs/#a_71600)

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享受してきたが、その構図は今後も変わらないであろうことから、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対外戦略を取り続けることが極めて重要であり、それにより持続的な経済発展を遂げることができる。米欧日だけでなくグローバルサウスも、中国が台湾問題などに関して慎重に行動し、国際社会の一員として責任ある行動をとるよう訴え続けるべきだ。

## 6. 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・金融協力の推進に努むべきだろう。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、脆弱な発

展途上国 73 か国のうち債務返済に支障をきたしている債務国に対する公的対外債務の再編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 などとともにファイナンスしていくことが課題になっている。

東アジア域内の通貨・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・プルーデシヤル政策や資本管理政策の発動）、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、軍事紛争や戦争など）への対応、金融セーフティーネット（チェンマイ・イニシアティブ・マルチ化〔CMIM：Chiang Mai Initiative Multilateralization〕、ASEAN+3 マクロ経済リサーチオフィス〔AMRO〕のサーベイランス機能、CMIM と IMF の連携）の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（2022年9月末で2,008兆円、うち現金・預金は1,100兆円）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寄与し、もって日本経済の成長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出していく必要がある。

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・流通など基本的な制度設計に問題がないかについて検証した。22年4月からの第二段階では、支払い予約や一括送金など決済の利便性向上、発行額・保有額の上限定額などシステムの安定性確保に要請される機能について検証した。23年4月からの第三段階では、民間事業者や消費者等が参加するパイロット実験を行い、消費者が実際にオンライン・オフラ



イン環境で決済できるかどうか、民間の銀行口座からの支払い・受取が円滑にできるかどうかなどを検証する予定だとされる。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。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て、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。

債権大国となった中国は、「一帯一路」事業を質の高い開かれた透明性の高いものにし、国際的な規範に則ったかたちでプロジェクトを運営していくべきだ。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必要がある。途上国が過剰債務に陥り、債務返済ができなくなった場合は、既存の国際的な手続きに沿った債務再編に取り組む必要があり、パリクラブへの参加も望ましい。中国にとっ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、日本は、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よう努めるべきだ。

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、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（とくに不動産部門を中心とした企業債務や地方政府の融資プラットフォーム債務）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。

## 7. 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高めており、2016年にはIMFのSDRバスケットの構成通貨に含まれた。中国人民銀行は独自の国際決済システム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15-16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、22年2-3月に米欧日が発動した極めて包括的な対口金融制裁（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急務であることを再認識したのではないかと考えられる。

包括的な金融制裁に直面したロシアは、「脱ドル化」を進める中で人民元への依存を強めており、それが人民元の国際化を後押しする効果をもっている。しかし、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み・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。ただし、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デファクト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よう。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考えられる。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甚大な影響を与える可能性がある。そのため、米欧日はグローバルサウスと連携して、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ていくべきだろう。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必要だ。そのためには、米中間の対話やG20などの多国間協議のプロセスを効果的に進めることが望ましい。

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、22年に入ってから、デジタルドルの導入に向けて前向きの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んでおくことが、中国による一方的かつ国際非協調的な行動を抑止する効果をもつと期待される。

## 参考文献

- 伊藤宏之・河合正弘「国際通貨体制の変遷：為替レート制度とトリレンマ制度」、財務省財務総合政策研究所、2022年12月。
- 関志雄「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（通巻第133号）、2018年3月、65-87頁。
- 鈴木伸「中国『デジタル人民元構想』のいま」、JNF briefing (2022年12月)。 <https://forum.j-n.co.jp/narrative/5264/>
- 関根栄一「中国の人民元国際化戦略とデジタル人民元との関係・展望」、財務省財務総合政策研究所、2022年9月。
- 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）。
- Eichengreen, Barry. “Sanctions, SWIFT, and China’s Cross-Border Interbank Payments System.” Marshall Papers, May 2, 2022, CSIS Brief (Washington, D.C.: Center for Strategic and International Studies). <https://www.csis.org/analysis/sanctions-swift-and-chinas-cross-border-interbank-payments-system>
- Eichengreen, Barry and Masahiro Kawai, eds. *Renminbi Internationalization: Achievements, Prospects, and Challenges* (Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 2015), pp. 159–204. <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/159835/adb-rem-rem-internationalization-achievements-prospects-challenges.pdf>
- Góes, Carlos and Eddy Bekkers, “The Impact of Geopolitical Conflicts on Trade, Growth, and Innovation.” Staff Working Paper ERS2022-09 (04 July 2022), World Trade Organization.
- International Monetary Fund. “Asia and the Growing Risk of Geoeconomic Fragmentation.” Chapter 3, Regional Economic Outlook: Asia and Pacific (October, 2022).
- Ito, H. and M. Kawai. “Global Monetary System and the Use of Regional Currencies in ASEAN+3.” In D. Guinigundo, M. Kawai, C-Y Park, R.S. Rajan, eds., *Redefining Strategic Routes to Financial Resilience in ASEAN+3* (Manila: Asian Development Bank, 2021), pp. 86–159. <https://www.adb.org/publications/strategic-routes-financial-resilience-asean3>
- Nelson, Rebecca M. and Karen M. Sutter. “De-Dollarization Efforts in China and Russia.” IF11885 (July 23, 2021), Congressional Research Service. <https://crsreports.congress.gov/product/pdf/IF/IF11885>
- Nikoladze, Maia and Mragank Bhusari. “Russia and China Have Been Teaming up to Reduce Reliance on the Dollar. Here’s How It’s Going.” *New Atlanticist* (February 22, 2023), Atlantic Council. <https://www.atlanticcouncil.org/blogs/new-atlanticist/russia-and-china-have-been-teaming-up-to-reduce-reliance-on-the-dollar-heres-how-its-going/>

## — 注 —

- 1 人民元の国際化については極めて多くの文献があるが、ここでは差し当たり、Eichengreen and Kawai (2015)、関 (2018)、関根 (2022) を挙げておく。
- 2 People’s Bank of China, 2022 RMB Internationalization Report, September 2022.
- 3 2022年8月には、5年に一度のSDRバスケット構成通貨のウェイトの改訂が行われ、米ドル43.4%、ユーロ29.3%、人民元12.3%、日本円7.6%、英ポンド7.4%になり、人民元のウェイトが高まった。
- 4 2019-21年の時期のインドネシアでは人民元のウェイトが米ドルのウェイトを上回っているが、インド

- ネシアは事実上変動為替レート制を採用しており、人民元レートへの為替安定化の度合いは極めて低い。
- 5 その例外はタイであり、通貨バスケットに占める米ドルのウェイトは有意でなく、日本円と人民元がほぼ拮抗するウェイトになっている。
  - 6 ただし、ICカード等の物理的なカードである「ハードウォレット」もあり、専用の自動両替機で現金をデジタル人民元に交換してチャージできる。
  - 7 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。
  - 8 SWIFTは、加盟金融機関によって所有される、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。
  - 9 直接参加銀行は、CIPSの電文メッセージを用いて相互の間での人民元決済を行うことができる。しかし、間接参加銀行は、顧客からの指示を受けて人民元を送金する際、通常、SWIFTのメッセージング・サービスを利用して直接参加銀行に送金を依頼するケースが多いと言われる。このことは、CIPSの処理規模が大幅に増えない限り、SWIFTから脱却することが難しいことを示唆する。
  - 10 SWIFT自身も、2023年から25年にかけて新規格を導入して、情報処理能力を高め国際送金の効率化、利便性向上、不正送金（マネーロンダリング）の防止につなげることをめざしている。
  - 11 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おり、2000年代中央以降、金融制裁が活発化した。米オバマ政権は、15年7月のイラン核合意（「包括的共同行動計画」〔JCPOA：Joint Comprehensive Plan of Action〕）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、18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イラン通貨リアルル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。
  - 12 Bank of Russia, Currency Composition for Settlements of goods and services. [https://cbr.ru/eng/statistics/macro\\_itm/svs/](https://cbr.ru/eng/statistics/macro_itm/svs/)
  - 13 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、西側諸国は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としても、ドル以外の通貨での取引を制限することはできない。対口制裁に参加しているEU、英国、日本などの当局はユーロ、英ポンド、円などの利用を制限しているが、制裁に参加していない国（中国、インド、トルコなど）は、自国通貨を用いた取引を制限していない。
  - 14 SWIFTはEUとベルギー政府の決定を受けて、2022年3月12日（欧州時間）、ロシアの7つの銀行を排除した。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、12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、これは当時として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16年1月に停止措置を解除したが、18年11月に再導入した。
  - 15 Bank of Russia, Bank of Russia Foreign Exchange and Gold Asset Management Report, 2014-22. [https://www.cbr.ru/eng/analytics/oper\\_br/](https://www.cbr.ru/eng/analytics/oper_br/)
  - 16 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](https://www.cistec.or.jp/service/zdata_russia/20220318.pdf)
  - 17 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た。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とされた。
  - 18 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6億4,920万ドル）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。その結果、ロシア政府が30日の猶予期間内の5月4日までにドルでの償還・利払いを行わ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。
- 19 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・レーティングスは既に外貨建てロシア債券の格付けを撤回しており、S&P グローバル・レーティングもこれに加わっていた。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、ロシアが海外から新たに資金調達を行うことが困難になった。
- 20 ロシア財務省のウェブサイトを参照のこと。 [https://minfin.gov.ru/ru/press-center?id\\_4=38343-predvaritelnaya\\_otsenka\\_ispolneniya\\_federalnogo\\_byudzheta\\_za\\_yanvar-dekabr\\_2022\\_goda](https://minfin.gov.ru/ru/press-center?id_4=38343-predvaritelnaya_otsenka_ispolneniya_federalnogo_byudzheta_za_yanvar-dekabr_2022_goda)
- 21 国民福祉基金は、前身である「ロシア連邦安定化基金」が改組されて2008年に設立されたロシアの政府系ファンドである。石油・ガス収入を財源として、年金基金の赤字補填や任意年金への支出に用いることができるとされているが、連邦政府の財政赤字の補填などにも用いられている。基金は外貨建て資産、金、ルーブル建て資産で保有されているが、21年7月以降、ロシアの「脱ドル化」の動きの一環として、ドル建て資産はゼロになった。23年からは、基金に占める人民元と金の比率の上限が2倍(元は30%から60%、金は20%から40%)に引き上げられるとともに、英ポンドと日本円の比率がゼロになった。23年2月初の資産は人民元建て、ユーロ建て、ルーブル建て、金となっている。
- 22 Yale School of Management, *Over 1000 Companies Have curtailed operations in Russia—But Some Remain*. <https://som.yale.edu/story/2022/over-1000-companies-have-curtailed-operations-russia-some-remain>
- 23 帝国データバンク「日本企業の『ロシア進出』状況調査」(2023年2月)、2023年2月20日。 <https://www.tdb.co.jp/report/watching/press/pdf/p230208.pdf>
- 24 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/ebird-sees-war-on-ukraine-causing-major-growth-slowdown.html> ; World Bank, *War in the Region: Europe and Central Asia Economic Update*, Spring 2022. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/37268> ; 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>
- 25 2023年の成長見通しについても同様の傾向が見られる。すなわち、ロシアの23年の成長率予測は22年4月の時点でマイナス2.3%、7月にはマイナス3.5%になったが、10月にはマイナス2.3%、23年1月には0.3%とトレンドとして上方修正されてきた。IMF, *World Economic Outlook*, July 2022, October 2022, January 2023 を参照のこと。 <https://www.imf.org/en/publications/weo>
- 26 Bank of Russia, *Annual Report for 2020*, May 2021. <https://www.cbr.ru/eng/press/event/?id=9819>
- 27 Sputnik, “More countries join Russia’s SWIFT alternative – Central Bank.” February 18, 2023. <https://www.rtr.com/business/571628-russia-swift-alternative-member-countries/>
- 28 TASS, “Ruble’s share in Russia’s international settlements doubles against December 2021—Putin,” February 21, 2023. [https://tass.com/economy/1579679?utm\\_source=bing.com&utm\\_medium=organic&utm\\_campaign=bing.com&utm\\_referrer=bing.com](https://tass.com/economy/1579679?utm_source=bing.com&utm_medium=organic&utm_campaign=bing.com&utm_referrer=bing.com)
- 29 「為替操作」の定義や法的側面に関しては、中谷和弘(2020)の第1章を参照のこと。
- 30 U.S. Department of the Treasury, *Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States*, January 2020. <https://home.treasury.gov/policy-issues/international/macroeconomic-and-foreign-exchange-policies-of-majortrading-partners-of-the-united-states>
- 31 たとえば、直近(22年11月)の『半期為替報告書』では、「為替操作国」認定のための基準を次のように設定している。すなわち、米国にとって主要な貿易相手国(上位20か国)であり、①対米貿易黒字額が大きい(150億ドル以上)、②対世界の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大きい)、③一方向の為替市場介入を継続的に行っている(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)。U.S. Department of the Treasury, *Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States*, November 2022. <https://home.treasury.gov/policy-issues/international/macroeconomic-and-foreign-exchange-policies-of-majortrading-partners-of-the-united-states>

- 32 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>
- 33 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 2020 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になるとした。
- 34 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大きすぎることを鑑み、大手には制裁を科さなかった経緯がある。
- 35 Federal Reserve Board, Money and Payments: In the Age of Digital Transformation, January 2020. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/other20220120a.htm>
- 36 White House, Executive Order on Ensuring Responsible Development of Digital Assets, March 9, 2022. <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/presidential-actions/2022/03/09/executive-order-on-ensuring-responsible-development-of-digital-assets/>
- 37 IMF (2022) は、2022 年 3 月の国連総会でのロシアによるウクライナ侵攻の停止を求める決議案への賛成国を西側、反対国・棄権国を東側と定義している。Gócs and Bekkers (2022) は、国連総会における歴史的な投票行動の類似性により定義している。いずれの場合でも、西側は主要 7 カ国 (G7) や欧州連合 (EU) など大半の先進諸国、東側は中国、ロシア、などを含む。