世界の幸せをカタチにする。
Creating Peace & Happiness for the World
Musashino University
武蔵野大学 学術機関リポジトリ
Musashino University Academic Institutional Repository

人民元の国際化と国際通貨システム

メタデータ	言語: Japanese 出版者: 公開日: 2023-03-15 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 渡邉, 賢一郎 メールアドレス: 所属:
URL	https://mu.repo.nii.ac.jp/records/1985

〔研究論文〕

人民元の国際化と国際通貨システム

Internationalization of the Renminbi and International Currency System

渡 邉 賢 一 郎

キーワード：人民元、基軸通貨、通貨の国際化、中央銀行デジタル通貨

1. はじめに

近年、世界経済に占める中国のシェアが拡大し、経済・貿易規模等の面で米国に比肩するレベルに達しつつある中で、米ドルを基軸とする国際通貨システムが、今後大きく変容していくのかどうかに注目が集まりつつある。そして、この問題の背景として、2000 年代後半以降に生じている金融市場や金融技術、さらには地政学上の重要な潮流変化を指摘することができる。

第 1 に、2008 年以降の国際金融危機や 2020 年以降の Covid-19 パンデミックが国際通貨・金融システムに大きなストレスを生じさせ、それが基軸通貨ドルへの資本逃避や国際金融市場におけるドル流動性枯渇という形で現れたことである。こうした一連のイベントは、米ドルへの過度の依存が国際通貨システムの脆弱性につながるのではないかとの議論を惹起した。第 2 に、分散型台帳（Distributed Ledger）など新たな技術に依拠する通貨・決済手段が登場したことである。これら新技術に対する評価はまだ流動的ではあるが、これまで通貨システムの中枢をなしてきた現金や銀行預金とは異なる非伝統的なデジタル通貨の出現が、通貨・金融システムの在り方を根本的に変える可能性を孕んでいるという論調も散見されるようになっている。第 3 に、米国が近年、基軸通貨国の特権を使って、政治的に対立する国に対して経済制裁を発動する傾向を強める中で、米国との間で政治・経済・技術・軍事面で覇権争いを繰り広げる中国が、基軸通貨ドルへの挑戦姿勢を明確にしつつあることである。

こうした流れの中で、中国政府は、2000 年代後半以降、国内金融規制や国際資本規制の段階的な緩和を進めつつ、オフショア人民元市場の育成、人民元の特別引出権（Special Drawing Rights = SDR）構成バスケットへの採用実現等を通じて、人民元の国際的地位向上に注力している。さらに、中長期的には、一帯一路構想（The Belt and Road Initiative）等を梃子に、経済外交関係の緊密な国々との間に、人民元通貨圏を広げていく方向に歩を踏み出しているようにも窺われる。

本稿では、以上のような国際金融を取り巻く環境変化も踏まえつつ、人民元国際化を巡る背景や政策対応、現時点における人民元の国際的地位、今後の人民元国際化の展望や、その国際通貨システムに対する含意等について分析・検討を加える。

2. 研究手法

各国中央銀行・通貨当局や、国際通貨基金（IMF）、国際決済銀行（BIS）等の国際金融機関の公表データ・情報に基づき、人民元国際化の背景と現状について定量的・定性的に整理し、先行研究の成果を踏まえて、今後の展望や国際通貨システムに対する含意について考察を加える。

3. 人民元国際化の背景と経緯

3.1 基軸通貨の歴史的変遷

国際通貨とは、通常、当該通貨を発行した国の国境を越えて使用あるいは保有され、発行国の居住者間のみならず、非居住者との間の取引にも使用される通貨を指す（Kenen, 2012）。また国際通貨の中でも、国境を越える貿易や金融取引の決済、価値尺度、価値保存の手段として、もっとも幅広く受容され、国際通貨システムにおける支配的な地位を占める通貨を基軸通貨と呼称する。

基軸通貨の歴史的変遷を振り返ると[1)]、19 世紀末においては、英ポンドが貿易決済の約 6 割、外貨準備の約 3 分の 2 を占め、基軸通貨としての地位を確立していた。その後、米国の政治経済的な地位の高まり等を反映して米ドルの国際的な使用が増加し、第 1 次大戦から第 2 次大戦の戦間期には、一時的に英ポンドと米ドルが基軸通貨として併存する状態が見られた。そして第 2 次大戦後、ブレトンウッズ体制の成立とともに、米ドルが基軸通貨としての地位を確固たるものとして現在に至っている。この間、ユーロ（1999 年のユーロ導入以前は、独マルクや仏フラン）、円、英ポンドも、米ドルを補完する国際通貨として一定の役割を果たしてきたが、これまでのところ米ドルの基軸通貨としての地位を脅かす存在とはなっていない。

3.2 基軸通貨を巡る最近の環境変化

こうした中、近年、世界経済に占める中国のシェアが拡大し、経済・貿易規模等の面で米国に比肩するレベルに達しつつある中で、米ドルを基軸とする国際通貨システムが、今後大きく変容していくのかという点に注目が集まりつつある。さらに、以下に述べるように、2000 年代後半頃から基軸通貨米ドルを巡る国際的な環境は微妙に変化しつつある。

第 1 に、2008 年以降の国際金融危機や 2020 年以降の Covid-19 パンデミックが国際通貨・金融システムに大きなストレスを生じさせ、それが基軸通貨米ドルへの資本逃避や国際金融市場におけるドル流動性の枯渇という形で現れたことである。こうした一連のイベントは、市場参加者が安全通貨としての米ドルに大きな信認を置いていることの証左と捉えることができる一方、流動性危機に見舞われた新興市場国や発展途上国からは、米ドルへの過度の依存が国際通貨システムの脆弱性につながっている可能性を指摘する声も聞かれるところである。国際金融危機発生直後の 2009 年、当時、中国人民銀行総裁であった周小川は、「特定の主権国家から切り離され、長期に安定的な価値を保持する国際準備通貨を創出する方向で国際通貨システム改革を進めるべき」との主張を展開した（Zhou, 2009）[2)]。

第 2 に、分散型台帳など新たな技術に依拠する通貨・決済手段が登場したことである。これら新技術に関する評価はまだ完全に定まってはいないが、これまで通貨システムの中枢をなしてきた現金や銀行預金とは異なる非伝統的なデジタル通貨の出現は、通貨システムの在り方を根本的に変える可能性を孕んでいる。特に、2019 年に、米国フェイスブック社（現メタ・プラットフォームズ社）が新通貨「リブラ」（その後「ディエム」に改称）構想を発表すると、世界の通貨・金融当局、学界、金融実務者の間で、リブラが通貨システムに与えうる効用や潜在的リスクについて様々な角度から議論が行われ、各国の中央銀行も自らデジタル通貨を発行する可能性について検討に着手した。そして主要国の中でも、中国の通貨当局が、中央銀行デジタル通貨の研究や実証実験において世界をリードしつつあることは注目に値する。

第 3 に、米国が近年、基軸通貨国の特権を使って、政治的に対立する国に対し経済制裁を発動する傾向を強める中で、米国との間で政治・経済・技術・軍事面で覇権争いを繰り広げる中国が、基軸通貨ドルへの挑戦姿勢を明確にしつつあることである。特に、2022 年 2 月以降、ロシアの対ウクライナ軍事侵攻を受け、米国や EU 加盟国を始めとする西側主要国は、ロシア主要銀行を、国際銀行間通信協会（SWIFT）[3)]から排除し、さらに、ロシアが海外中央銀行に保有する外貨準備資産の引出を凍結するなど、かつてない強力な金融制裁措置を打ち出した。このように米国は、基軸通貨米ドルの「最後の貸し手」（lender of last resort）としての機能を独占しているため、制裁対象国に対して米ドル決済システムへのアクセスを制限することにより、事実上、当該国を世界の資金決済ネットワークから締め出すことができる。これは中国にとっては、経済安全保障上の観点から重大な脅威であり、今後の中国の人民元国際化政策にも少なからぬ影響を及ぼすものと考えられる。

3.3 中国政府の人民元国際化政策

こうした国際金融環境の変化の中で、中国政府・通貨当局は、2000 年代後半以降、国内金融規制や国際資本流出入規制の段階的な緩和を進めつつ、オフショア人民元市場の育成、人民元の特別引出権（Special Drawing Rights＝SDR）構成バスケットへの採用実現等を通じて、人民元の国際的地位向上に取り組んでいる。本節では、人民元国際化に関連する政策の展開について整理する。

3.3.1 クロスボーダー決済における人民元使用の規制緩和

中国政府は、2009 年、中国の特定地域の企業を対象に、対香港貿易決済に人民元を使用することを許可した。その後、2010 年から 2012 年にかけて、対象企業や対象地域に関する規制が段階的に緩和されたほか、香港以外の国・地域との間の貿易や直接投資にも人民元決済が許可された。この結果、香港を中心にオフショア人民元預金プールが拡大し、オフショア市場において人民元建て債券（ソブリン債、国際機関債、民間社債）の発行も行われるようになった。規制緩和は、貿易や直接投資分野のみならず、証券投資分野でも徐々に進んでいった。2011 年には、人民元適格海外機関投資家制度（Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor Program＝RQFII）が導入され、海外機関投資家が獲得したオフショア人民元を中国国内市場に投資することが可能となった。本制度は導入当初、香港所在の中国系金融機関のみが対象であったが、そ

の後他国の金融機関にも幅広く適用された。また投資上限枠も漸次拡大され、2020 年には上限規制自体が撤廃された。なお、2014 年には、人民元適格国内機関投資家制度（Renminbi Qualified Domestic Institutional Investor Program = RQDII）も導入され、国内から海外への人民元建て証券投資の規制緩和が行われたが、2015 年以降、中国からの資本流出圧力が強まったため、RQDII の投資上限枠は堅持されている。こうした一連の規制緩和措置の結果、オフショア市場と国内市場における人民元の金利や為替レートの裁定取引も見られるようになっている [4)]。

3.3.2 決済インフラの整備

人民元の国際的利用促進のためには、市場参加者の信頼を得られる決済インフラが不可欠である。こうした観点から中国政府は、2003 年 12 月以降、香港を皮切りに各国・地域に 1 行ずつ、人民元クリアリングバンク（現地の銀行に対して人民元決済口座と人民元流動性を供与する役割を担う中国系の銀行）を設置した。当初、クリアリングバンクの設置は、台湾、シンガポールなど近隣国・地域からスタートしたが、2014 年 6 月には G7 で初めて英国（ロンドン）にも設置され、その後欧州主要国にも拡大した。

さらに中国政府は、人民元の国際決済をより安全かつ効率的に行うため、2015 年 10 月、クロスボーダー銀行間人民元決済システム（China's Cross-Border Interbank Payment System = CIPS）をカットオーバーした。CIPS には多くの海外銀行が参加し、2022 年 8 月時点で、1,190 行（直接参加者 53 行、間接参加者 1,137 行）がメンバーとなっている [5)]。

3.3.3 通貨スワップ協定

中国人民銀行は、2020 年末時点で、40 の国・地域の中央銀行・通貨当局との間で、人民元と相手国通貨の二国間スワップ協定を締結している（People's Bank of China, 2021）。二国間通貨スワップ協定とは、中央銀行・通貨当局が相手国通貨を担保に取ることにより、自国通貨建ての短期融資を行う仕組みである。二国間通貨スワップ協定は、従来、金融危機の発生によって基軸通貨である米ドル調達市場の流動性が枯渇した場合のセーフティー・ネットとして締結されてきたため、米国の中央銀行である米国連邦準備制度が、米ドルの「最後の貸手」として、その協定ネットワークの中心的地位を占めてきた。一方、人民元通貨スワップ協定は、セーフティー・ネットとしての性格も有してはいるものの、その主眼は、国際金融危機への対応というよりは、もともと国際通貨として揺籃期にあり、国際市場における流動性が乏しい人民元の国際決済利用促進にあると考えられる [6)]。仮に中国と協定を締結する国において、貿易決済等のための人民元流動性が不足する場合、中国人民銀行が相手国中央銀行を通じて流動性を供給することが可能になる。但し、人民元の場合、ドルや他の国際通貨とは異なり、中国政府による資本取引規制が存在するがゆえに流動性が不足し、結果的に通貨スワップ協定が必要になるという矛盾を内包している点には留意しておく必要があろう。

3.3.4 SDR 構成通貨への採用

中国は近年、国際通貨基金（IMF）に対して、その経済規模に見合った投票権やポストを獲得し、さらには人民元の国際通貨としての信認を向上させるべく、様々な働きかけを行ってき

た。その成果の 1 つとして、2015 年、人民元が特別引出権（SDR）バスケットの構成通貨に採用されることが決定した（正式な運用開始は 2016 年）。SDR は、IMF が加盟国の外貨準備を補完する手段として 1969 年に創設した国際準備資産であり、その価値は、従来、米ドル、ユーロ[7]、円、英ポンドの 4 つの国際通貨の価値に連動していた。人民元が上記 4 通貨と並んでバスケット構成通貨に採用されたことは、人民元の国際通貨としての地位向上を示す象徴的な意味合いがある。

4. 人民元国際化の現状評価

前節で述べたように、2000 年代後半以降、中国政府は人民元の国際化政策を進めているが、以下では、現時点における人民元の国際的地位について統計データにより評価する。具体的には、まず、通貨の国際的使用の広がりを測る代表的な指標として、為替取引額、国際送金額、外貨準備額に占める人民元のシェアを見る。次に、中国と経済・貿易関係が緊密なアジア近隣国の通貨と人民元との間の価値連動性を計測することによって、東アジア地域における人民元の影響力を評価する。

4.1 人民元の国際的使用に関する指標

第 1 に、世界の為替市場における通貨別取引高シェアを見る。国際決済銀行（BIS）が 3 年ごとに実施している為替・デリバティブ市場サーベイによれば、世界の為替市場に占める人民元の取引高シェアは、2022 年 4 月時点で 7.0%に止まっている（表 1）。

表 1　クロスボーダー取引からみた国際通貨の地位　（単位：%）

	米ドル	人民元	円	ユーロ	英ポンド
為替取引に占めるシェア 2022 年 4 月時点	88.5	7.0	16.7	30.5	12.9
国際送金に占めるシェア 2021 年 12 月時点	40.5	2.7	2.6	36.7	5.9
外貨準備に占めるシェア 2021 年 12 月末時点	58.8	2.8	5.6	20.6	4.8

（注）為替取引に占めるシェアは、Bank for International Settlements が公表している Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and OTC Derivatives Markets（2022）より筆者作成。なお、為替取引は 2 つの通貨ペアで行われるため、シェア合計は 100%ではなく 200%で計算。国際送金に占めるシェアは、SWIFT が定期的に公表している RMB Tracker（https://www.swift.com/ja/node/11096）統計より筆者作成。外貨準備に占めるシェアは、IMF が定期的に公表している COFER（Composition of Official Foreign Exchange Reserves）統計より筆者作成。

通貨別に見ると、基軸通貨である米ドル（88.5%）が圧倒的なシェアを占め、これにユーロ、円、英ポンドが続き、人民元は全通貨中 5 番目の順位となっている。人民元のシェアは、中国政府が人民元国際化政策を本格的に推進し始めた 2010 年 4 月時点（0.9%、全通貨中 17 位）と比較すると上昇してはいるものの、依然として米ドルはもとより、他の国際通貨にも水をあけられている。米ドルの圧倒的なシェアは、米ドルが為替市場の媒介通貨として大きな役割を果

たしていることを反映している。例えば、人民元を円に交換するニーズがある場合、人民元・円の直接売買市場は極めて流動性が低く売買スプレッド（取引コスト）が大きいため、流動性の高い人民元・米ドル取引と米ドル・円取引に分解して取引が行われるのが一般的となっている。

第 2 に、国際送金におけるシェアを見る。国際銀行間通信協会（SWIFT）が毎月公表している統計（RMB Tracker）によると、SWIFT を経由する国際送金に占める人民元のシェアは、2021 年 12 月時点で 2.7%に止まる（前掲表 1）。通貨別に見ると、為替取引同様、基軸通貨である米ドルが最大のシェアを占めており、ユーロがこれに続くシェアを占めている。人民元のシェアは、米ドル、ユーロ、英ポンドに次ぐ 4 番目の順位に位置付けられる。人民元のシェアは、10 年前の 2011 年 12 月時点（シェア 0.3%、順位 17 位）と比較するとかなり伸長しており、近年のオフショア市場育成策や対外資本取引の規制緩和効果が一定程度現れていると言える、ただし、中国の経済・貿易の規模対比でみると、国際送金分野においても人民元の役割は依然として限定的と言えよう。

第 3 に、外貨準備におけるシェアを見る。国際通貨基金（IMF）が、四半期毎に公表している統計（Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves）によると、世界の中央銀行・通貨当局が保有する外貨準備に占める人民元のシェアは、2021 年 12 月末時点で 2.8%となっている（前掲表 1）。通貨別に見ると、外貨準備においても米ドルが最大のシェアを占め、人民元は、米ドル、ユーロ、円、英ポンドに続く 5 番目の位置づけである。時系列的に見ると、人民元のデータが利用可能となった 2016 年 12 月末時点（シェア 1.1%、順位 7 位）以降、シェアは緩やかな上昇傾向を示しているが、依然として米ドル対比 20 分の 1 程度の規模に止まっている。

以上の指標を総合すると、人民元の国際的使用は徐々に広がりを見せてはいるものの、基軸通貨である米ドルと競合するようなポジションに到達するまでには、まだ大きな距離があるほか、米ドル以外の国際通貨（ユーロ、円、英ポンド）と比較しても総じて劣位に止まっているなど、その国際通貨システムにおける役割は極めて限定的な範囲に止まっている。

4.2 人民元と東アジア通貨との連動性

前節では、人民元の国際通貨としての地位を、為替取引・国際送金・外貨準備といったクロスボーダー取引の観点から評価し、その役割は現状極めて限定的との結論を得た。それでは、人民元為替レート変動の国際的影響力はどのように評価できるであろうか。本節では、中国と貿易面で緊密な関係にある ASEAN 主要 5 か国（シンガポール、マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン）に焦点を当て、各国通貨の為替レート変動と人民元の為替レート変動との連動性について分析を行う。

4.2.1 東アジアの貿易・金融面における米国と中国の影響力

為替レート分析に入る前に、まず、中国と ASEAN 主要５か国との間の貿易・金融面の関係を確認しておく。各国の 2020 年中における貿易（輸出＋輸入）シェアを主要相手国・地域別（米国、中国、日本、ユーロエリア）に見ると、5 か国とも中国が最大のシェアを占めており、

米国または日本がこれに続く形となっている。とくにインドネシア、フィリピンの２か国は、中国のシェアが米国を大きく凌駕している。一方、各国の 2020 年末時点におけるポートフォリオ投資残高（対外ポートフォリオ資産＋対外ポートフォリオ負債）のシェアを主要相手国別（米国、中国、日本）に見ると、各国とも米国のシェアが圧倒的に大きく、中国のシェアは小さい（表 2）。

表２　ASEAN-5 と主要国・地域との貿易・金融面の関係　（単位：%）

	シンガポール	マレーシア	タイ	インドネシア	フィリピン
相手国・地域別貿易シェア（2020 年の輸出・輸入合計）					
米国	11.1	8.3	10.9	8.3	8.5
中国	14.8	15.2	17.8	21.6	35.9
日本	5.3	5.7	11.3	7.4	9.7
ユーロエリア	8.0	6.9	6.4	6.4	7.8
ポートフォリオ投資シェア（2020 年末の資産・負債合計、%）					
米国	26.9	22.3	25.1	26.2	30.9
中国	10.5	3.4	0.7	0.5	1.2
日本	n.a.	6.4	5.2	4.5	4.3
ユーロエリア	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

（注１）貿易シェアは、IMF の公表データベース（“Direction of Trade”)より筆者作成。

（注 2）ポートフォリオ投資シェアは、IMF の公表データベース（“Coordinated Portfolio Investment Survey”)より筆者作成。タックス・ヘイブンなど第 3 国・地域を経由した取引は含まない。

（注 3）シャドーは、もっともシェアの高い国・地域。

こうしたデータから見ると、東アジア地域において、中国は、直接的な貿易パートナーとしては既に米国を上回る存在感を持つに至っているものの、国際的なポートフォリオ資金の流れにおいては、その影響力は限定的であることが窺える。これは、米国が世界の金融市場の中心地であり、かつ米ドルが基軸通貨としての地位を維持している一方、中国の金融市場は、国際的な金融仲介の場としては未だ発展途上であることと密接に関係している。

4.2.2 為替レート連動性に関する実証分析

さて、このように国際貿易面と国際金融面で、東アジアにおける中国の影響力に二面性がある中で、本項では、ASEAN 主要 5 か国の為替レート形成における米ドルと人民元の影響力について定量的に分析する。一般に、新興市場国や発展途上国の多くは、為替政策において、完全な変動相場制や完全な固定相場制度ではなく、その中間形態である管理変動相場制度やクローリング・ペッグ制度など中間的な形態を採用している。但し、そうした中間的な制度を採用しつつも、多くの中央銀行・通貨当局は、従来、基軸通貨である米ドルに対して自国通貨価値を極力安定化させるような政策運営を行ってきた。もとより、自由な国際資本移動の下で自国

通貨の対米ドルレートを安定化させるためには、自国の金融政策を米国の金融政策に追随させる必要がある（国際金融のトリレンマ）。このため、為替レートの対米ドルペッグ制や対米ドル為替レート安定化政策は、自国に固有の経済ショックに見舞われた場合に、金融政策の自由度が制約されるという難点を伴う。しかし他方で、多くの新興市場国や発展途上国にとって、対米ドル為替レートの安定化は、①貿易や金融面で依存度の高い対米国取引にかかる為替リスク低減、②自国の金融政策に対する信任の向上（米国の金融政策に対する高い国際的信用を利用）、といったメリットをもたらす。そこで、以下では、ASEAN 主要 5 か国の通貨価値と、特別引出権（SDR）を構成する 5 つの国際通貨（米ドル、人民元、円、ユーロ、英ポンド）の通貨価値との連動性を計測し、ASAEN 各国通貨が、どの国際通貨と高い連動関係を有するかを検証する。

まず、2017 年 1 月から 2021 年 12 月の 5 年間の週次為替レートデータを使用して、ASEAN 各国通貨の対ドル、対人民元、対円、対ユーロ、対英ポンド為替レートの週次変化率のボラティリティー（標準偏差）を見ると、シンガポール・ドルについては、対人民元のボラティリティーが最小となっているが、他の 4 通貨（マレーシア・リンギ、タイ・バーツ、インドネシア・ルピー、フィリピン・ペソ）については、対米ドルのボラティリティーが最小となっている（表 3）。

表３　ASEAN-5 通貨の対主要国際通貨為替レートのボラティリティー（2017 年～2021 年）

（単位：%）

	シンガポール・ドル	マレーシア・リンギ	タイ・バーツ	インドネシア・ルピー	フィリピン・ペソ
対米ドル	0.60	0.62	0.92	1.07	0.69
対人民元	0.55	0.63	0.96	1.16	0.77
対円	0.86	0.99	1.11	1.53	1.11
対ユーロ	0.71	0.87	1.07	1.56	1.05
対英ポンド	1.04	1.12	1.33	1.77	1.34

（注１）ボラティリティーは、各通貨ペア為替レートの週次変化率の標準偏差。

（注 2）シャドーは、ASEAN-5 通貨にとって、もっともボラティリティーの低い通貨ペア。

このように、為替レートの週次変化率のボラティリティーから見ると、ASEAN 主要国の通貨の多くが米ドルに強く連動しており、各国が対ドル為替レートの安定を重視した政策を行っている可能性が示唆される。

次に、通貨価値の連動性について、さらに厳密に検証するため、Frankel & Wei（1994）の手法に基づき、ASEAN 主要 5 か国の為替レートを、主要国際通貨の為替レートで回帰してみる。データは上記同様、2017 年 1 月から 2021 年 12 月の 5 年間の週次為替レートデータを使用する。また、各通貨の価値を基準化するニューメレールについては、Frankel & Wei（1994）に従い、スイスフランを採用する。この分析においては、ASEAN 各国通貨の価値変動の説明変数となる国際通貨（米ドル、人民元、円、ユーロ、英ポンド）の価値変動にかかる係数が大きいほ

ど、ASEAN 各国通貨の為替レート形成における当該国際通貨の影響力が強いことを表している。回帰分析の結果を見ると、まず、シンガポール・ドルについては、5 つの国際通貨すべてが有意な説明力を有しているが、人民元の影響力がもっとも強い。これに対して、他の 4 か国（マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン）通貨では、米ドルの説明力が有意で、かつ影響力がもっとも高い。人民元は、マレーシア・リンギを除くと有意な説明力を有しているが、その影響力は米ドルよりも低い。この間、他の国際通貨（円、ユーロ、英ポンド）は総じて説明力が低いことがわかる（表 4）。

表４　ASEAN-5 通貨と主要国際通貨の連動性（2017 年～2021 年）

＜回帰分析式＞

$$\Delta log\left(\frac{x}{CHF}\right)_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta log\left(\frac{USD}{CHF}\right)_t + \alpha_2 \Delta log\left(\frac{RMB}{CHF}\right)_t + \alpha_3 \Delta log\left(\frac{JPY}{CHF}\right)_t + \alpha_4\left(\frac{EUR}{CHF}\right)_t + \alpha_5\left(\frac{GBP}{CHF}\right)_t + \omega_t$$

x：分析対象通貨

（シンガポール・ドル、マレーシア・リンギ、タイ・バーツ、インドネシア・ルピー、フィリピン・ペソ）

USD：米ドル、RMB：人民元、JPY：円、EUR：ユーロ、GBP：英ポンド、CHF：スイスフラン

＜回帰分析結果＞

分析対象通貨（x）	シンガポール・ドル	マレーシア・リンギ	タイ・バーツ	インドネシア・ルピー	フィリピン・ペソ
回帰係数					
米ドル（α_1）	***0.242	***0.453	***0.464	***0.967	***0.665
人民元（α_2）	***0.308	***0.255	0.104	**0.335	***0.219
円（α_3）	***0.134	0.046	**0.163	-0.116	-0.010
ユーロ（α_4）	***0.253	*0.129	0.147	-0.187	0.100
英ポンド（α_5）	***0.125	***0.140	**0.121	-0.014	0.025
自由度修正決定係数	0.794	0.713	0.429	0.547	0.636

（注１）為替レートは 2017 年 1 月～2021 年 12 月の週次データ。

（注 2）＊は 10%有意、**は 5%有意、***は 1%有意を表す。

この結果から、ASEAN 各国と中国との貿易関係拡大にも関わらず、各国の為替レート形成に関しては、依然として米ドルの影響力が相対的に強いことがわかる。但し、シンガポール通貨当局は、貿易シェアを反映した通貨バスケットを基準に自国通貨の為替レートを管理していることから、近年の中国との貿易関係拡大に伴い、シンガポール・ドルと人民元との連動性が高まりつつあるのではないかと推測される[8)]。

5. 今後の展望

以上のように、現状では、グローバルレベルで見た国際通貨としての利用の広がりの観点からも、また、貿易経済関係が特に密接な東アジア地域における為替レート形成への影響力の観点からも、人民元は米ドルの基軸通貨としての地位を脅かすほどのポジションに到達していない。以下では、こうした現状と最近の国際金融を巡る環境変化も踏まえて、人民元の国際化に関する中長期的な展望について、(1) 基軸通貨の慣性（inertia）、(2) 国際資本取引自由化と国内金融安定とのトレードオフ、(3) 中央銀行デジタル通貨、(4) 地政学的状況、の各視点から整理する。

5.1 基軸通貨の慣性

Frankel (2011) は、ある通貨が国際通貨として幅広く使われる条件として、①経済規模 (GDP、貿易規模等)、②通貨に対する信頼（長期的に見た為替レートやインフレ率の安定性、当該国の国際債権債務ポジション等)、③金融市場の発展度合い（流動性、信頼性、開放度等）が重要と指摘している。中国は、①の経済規模においては既に米国に比肩するレベルに達しつつあるが、②の通貨に対する信頼や③の金融市場の発展度合いにおいては、未だ米国との差は大きい。

基軸通貨には、ネットワークの外部性に伴う慣性（inertia）が強く働くことが知られている。これは、上記②や③に対する市場参加者のパーセプションや市場慣行が変化するには相応の期間が必要であることを示唆している。実際、近代通貨史において基軸通貨交代の唯一の例である英ポンドから米ドルへの移行には、非常に長い期間を要している。Frankel（2011）によれば、米英の GDP が逆転した 1872 年から、米ドルを基軸とするブレトンウッズ体制が成立した 1944 年まで約 70 年、米ドルと英ポンドの外貨準備保有高が逆転した 1954 年まで約 80 年を要している。この移行期において、経済規模で劣る英ポンドの信認を支えるバックボーンとなっていたのは、国際金融市場としてのロンドン市場の優位性であった。一国の金融市場が国際金融市場としての信認を獲得するためには、透明性のある市場ルールや市場慣行の確立、専門性のある人材の集積、さらには、金融・決済インフラの整備など多くの条件が必要となる。仮に米ドルから人民元への基軸通貨移行が起こるとすれば、英国から米国への移行とは異なり、異なる政治経済体制を持つ国の間での移行になる。このため、人民元が市場参加者から基軸通貨としての信認を獲得するためのハードルは一段と高く、現状維持の慣性（inertia）がより強く働く可能性が高い。

5.2 国際資本取引自由化と国内金融安定とのトレードオフ

人民元が、国際金融仲介・決済通貨として幅広く使用される前提として、中国政府が国際資本取引の自由化を進め、非居住者が自由に人民元を使った資本取引を行えるような環境を作ることが重要である [9]。但し、多くの先進国や新興市場国が経験しているように、国際資本取引の自由化に伴う資本流出入の拡大は、国内金融市場の不安定化を招くリスクを伴う。特に中国の場合、従来から資本流出に対しては厳しい規制を維持しており、仮にこれを完全に自由化した場合、居住者の資産ポートフォリオ多様化に対する需要が顕在化し、資本流出圧力が高まる可能性が高い [10]。実際に 2015 年、対米ドルで人民元安が進行し資本流出圧力が強まった局面

では、中国政府・通貨当局が資本規制を再強化する動きも見られた。そして、こうした動きは、中国政府の金融自由化に対するコミットメントの後退と市場参加者に受け止められた[11)]。中国は経済規模では既に米国と並ぶ大国である一方、１人当たり国民所得ベースでは依然として中進国の地位にとどまっており、欧米先進国に比べると、経済社会全体として、資本流出に伴うショックを吸収する余力は大きくない。また、国内の輸出企業や国有銀行など現行の規制から一定の利益（為替レートの安定や高めの預貸金利鞘など）を得ている経済主体は、国際資本取引の急速な自由化には反対姿勢を示す傾向がある[12)]。このため、国際資本取引自由化は、今後とも慎重なペースで進められる可能性が高く、この点に鑑みると、人民元が米ドル、ユーロ、円、英ポンド等のような自由に交換可能な通貨（freely convertible currency）となる道筋は現時点では明確に描けていない。

5.3 中央銀行デジタル通貨

フェイスブック社（現メタ・プラットフォームズ社）が 2019 年に新通貨「リブラ」構想を発表したことを契機に、中央銀行によるデジタル通貨発行の可能性を巡る議論が活発化した。そして、現在主要国の中では、中国の通貨当局が、中央銀行デジタル通貨の研究や実証実験において世界をリードしつつある。中央銀行デジタル通貨については広範な論点が存在するが、中国が世界の主要国に先駆けて中央銀行デジタル通貨を発行した場合に、人民元の国際通貨としてのステータスに大きな影響を及ぼすかどうかは注目すべき論点の 1 つと言える。この点、米国の中央銀行である連邦準備制度は、米国が中央銀行デジタル通貨を発行することの便益の 1 つとして、「国際通貨としての米ドルの圧倒的な優位性保持につながりうる可能性」を指摘しており（Board of Governors of the Federal Reserve System, 2022）、これは先行する中国の動きを念頭に置いた記述とも解釈できる。

中央銀行デジタル通貨は、現金同様、ファイナリティー（決済完了性）を有する通貨であることに加え、必ずしも商業的な収益性を考慮する必要のない公共インフラとしての性格を持つ。このため、仮に中国がデジタル人民元という形で、現在の SWIFT と民間銀行間のコルレスバンキング・ネットワークに依拠するシステムよりも、低コストかつ効率的な国際資金決済手段を提供することができれば、システム利用者が拡大し、人民元の国際化を促進する起爆剤となるというシナリオも概念的には想定しうる。しかし、Bank for International Settlements（2021）が指摘するように、中央銀行デジタル通貨が国際資金決済手段として幅広く利用されるためには、中央銀行が国際的に協調し、各国間のシステムの相互運用性（interoperability）を確保し、標準化された規格を採用することが重要となる。そして、こうした中央銀行間の協調において中国が中心的な役割を果たすためには、中国政府・通貨当局自身が国際資本取引自由化を進め、内外の市場参加者から通貨に対する信認を得ることが前提となろう。しかし、前節で述べたように、そうした前提が満たされるまでには相当の時間を要すると考えられる。また、政治・経済・技術・軍事などあらゆる面で米国を中心とする西側先進国と中国との覇権争いが激化する中にあって、国際通貨分野において、こうした協調がスムースに進展する可能性は現状高いとは言えないであろう。

5.4 地政学的状況

米国が近年、基軸通貨国の特権を使って、政治的に対立する国に対し経済制裁を発動する傾向を強めていることが、米国との間で覇権争いを繰り広げる中国にとって、人民元国際化を進める大きな誘因になっている。ロシアの対ウクライナ軍事進攻を契機に、米国・西欧等を中心とする民主主義体制国と中国・ロシア等を中心とする権威主義的体制国[13)]との分断が深まりつつあり、こうした傾向は当面続く公算が高い。前述したように、基軸通貨の慣性等の要因により、短期的には人民元が米ドル代わって基軸通貨の地位を獲得することは難しいと考えられる中で、中国政府は、政治外交関係の緊密な国から徐々に人民元通貨圏を広げていくアプローチを取ることが考えられる。実際、中国は、一帯一路構想（The Belt and Road Initiative）に参加する南アジア、中央アジア、アフリカ諸国等に対してインフラ整備のための資金提供を積極化しており、その一部は人民元建てで実行されている。また最近では、西側諸国のロシアへの経済制裁強化に伴い、ロシアから中国向けの資源輸出の決済が人民元建てで行われているとの指摘も見られている[14)]。こうした動きは、長い目で見て、特定国・地域間における人民元の国際的使用の増加や人民元通貨圏の拡大につながっていく可能性がある。

6. 結語—国際通貨システムへの含意

以上のように、人民元の国際化は 2000 年代後半以降、緩やかに進行している。しかし、基軸通貨には強い慣性が存在すること、また、中国国内における金融自由化と金融安定とのトレードオフ等を背景に人民元が完全な交換可能通貨（convertible currency）として信認を獲得するのには長い時間を要すると考えられることから、予見可能な将来において人民元が米ドルに代わって基軸通貨の地位を獲得するシナリオは想定し難い。

一方、米中の政治・経済・技術・軍事分野での覇権争いが激化する中で、中国とその友好国との間で人民元の国際的使用が徐々に広がり、人民元通貨圏が拡大していくシナリオは現実的と言える。もとより、複数の国際通貨が共存し、相互の競争を通じて通貨に対する市場の信認を高めることは国際通貨システム全体にとっても好ましい影響をもたらしうる。しかし、それがグローバル経済における貿易や投資の分断（ブロック化）を助長し、金融危機時等における国際協調の枠組みの欠如につながっていく場合には、国際通貨システム全体の安定性に重大な脅威をもたらしうると考えられる。後者のようなシナリオを回避するための国際的な議論や協調が強く求められている。

注

1）基軸通貨の変遷に関する代表的文献としては、Eichengreen & Flandreau（2011）等が挙げられる。

2）こうした議論は、学界からも一定の支持を得ている。Ocampo（2009）等を参照されたい。

3）SWIFT は、1,100 を超える世界の金融機関が加盟するネットワークで、金融機関が国際送金・決済を行うための金融メッセージの交換を行っている。The Economist（2021）によれば、世界の国際送金・決済のうち、SWIFT 経由のシェアは約 9 割と推定されている。

4）クロスボーダー決済における人民元使用自由化の歴史的経緯については、Windsor & Halperin（2018）、Cheung（2020）、People’s Bank of China（2021）などが詳述している。

5）CIPS ホームページ（https://www.cips.com.cn/cipsen/7050/index.html）の情報に基づいている。

6）Song & Xia（2020）は、二国間通貨スワップ協定の締結が、クロスボーダー決済における人民元の使用を促進したことを実証している。

7）ユーロ導入（1999 年）以前は、独マルク、仏フランが構成通貨であった。

8）Tovar & Mohd（2018）では、1969 年から 2015 年の月次為替レートを使って、世界 130 か国の通貨と主要国際通貨との連動性を検証している。その結果、人民元の影響力は、時系列的に見ると上昇傾向にあり、それは近隣アジア諸国よりも、ブラジル、ロシア、インド等において顕著であるとの結論を得ている。

9）Lee（2014）は、各国通貨の世界の準備通貨に占めるシェアを通貨の国際化の代理変数とし、これを当該国の GDP シェア、インフレ率、資本勘定の開放度合い等の説明変数で回帰した。この結果、中国の資本勘定開放度の低さ（国際資本取引規制の厳格さ）が、人民元の準備通貨に占める低シェアに対して有意に影響を及ぼしていることを示した。

10）Bayoumi & Ohnsorge（2013）は、モデルを用いて、国際資本取引自由化が資本流入・流出のどちらに対してより大きな影響を及ぼすか分析しており、中国については、巨額の国内貯蓄がポートフォリオ分散を求めて海外に流出する影響が相対的に大きいと推定している。

11）スタンダード・チャータード銀行は、オフショア人民元預金額、人民元建て国際決済額、オフショア人民元建て債券・CD 発行額、人民元為替取引額を総合した人民元国際化指数（RMB Globalization Index）を公表している。当該指数は 2015 年まで上昇を続けたが、資本規制が再導入された 2015 年以降は概ね横ばい圏内で推移している（https://www.sc.com/en/banking/renminbi/）。

12）人民元国際化を巡る国内政治状況ついては、Prasad（2014）等を参照されたい。

13）民主主義体制国・権威主義体制国の定義は V-Dem Institute（2022）による。

14）Bloomberg news（April 7, 2022）“Russia coal and oil paid for in Yuan starts heading to China” 等を参照されたい。

参考文献

猪俣祐輔・大谷聡・杵渕輝・松永美幸（2016）「人民元国際化について―これまでの取り組みと評価を中心に―」『BOJ Reports & Research Papers』（2016 年 5 月）

関志雄（2018）「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―」『ファイナンシャル・レビュー』133 号, 65-87.

木内登英（2021）『決定版　デジタル人民元』東洋経済新報社

中田理恵・長内智（2019）「デジタル人民元の狙いと国際金融の未来」『大和総研調査季報　2021 年春季号』4-25.

Aizenman, J. (2010) International Reserves and Swap Lines in Times of Financial Distress: Overview and Interpretations. *ADBI Working Paper* No. 192

Bank for International Settlements (2021) Central Bank Digital Currencies for Cross-border Payments. Report to the G20.

Bank for International Settlements (2022) Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2022.

Bayoumi, T. & Ohnsorge, F. (2013) Do Inflows or Outflows Dominate? Global Implications of Capital Account Liberalization in China. *IMF Working Paper* 13/189.

Bloomberg News (2022) Russia coal and oil paid for in Yuan starts heading to China. https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-04-07/russian-coal-and-oil-paid-for-in-yuan-to-start-flowing-to-china?leadSource=uverify%20wall （2022 年 4 月 7 日）

Board of Governors of the Federal Reserve System (2022) Money and Payments: The U.S. Dollar in the Age of Digital Transformation.

CIPS (2022) CIPS World Service. https://www.cips.com.cn/cipsen/7050/index.html（2022 年 9 月 30 日）

Cheung, Y. (2020) A Decade of RMB Internationalization. *Bank of Finland Policy Brief* 2020 No. 13.

The Economist (2021) The Race to Redefine Cross-Border Finance. October 21 Issue.

Ehlers, T., Packer, F. & Zhu, F. (2016) The changing landscape of Renminbi Offshore and Onshore Markets. *BIS Quarterly Review*, December 2016, 72-73.

Eichengreen, B. (2014) International Currencies Past, Present and Future: Two Views from Economic History. *Bank of Korea Working Paper* No. 2014-31.

Eichengreen, B & Flandreau, M. (2011) The Rise and Fall of the Dollar or When Did the Dollar Replace Sterling as the Leading International Currency? *NBER Working Paper Series* 14154.

Eichengreen, B. & Kawai, M. (2014) Issues for Renminbi Internationalization: An Overview. *ADBI Working Paper* No. 454.

Eichengreen, B., Walsh, K. & Weir, G. (2014) Internationalization of the Renminbi: Pathways, Implications and Opportunities. *Center for International Finance and Regulation Research Report*, March 2014.

European Central Bank (2021) The International Role of the Euro.

Frankel, J. (2011) Historical Precedents for Internationalization of the RMB. Council on Foreign Relations.

Frankel, J. & Wei, S. J. (1994) Yen Bloc or Dollar Bloc? Exchange Rate Policies of the East Asian Economies: Macroeconomic Linkage: Savings, Exchange Rates, and Capital Flows. *NBER-EASE* Volume 3.

International Monetary Fund (2017) A Middle Ground: The Renminbi is Rising, But Will not Rule. *Finance & Development* March 2017, pp.30-32.

International Monetary Fund (2022) Behind the Scenes of Central Bank Digital Currency: Emerging Trends, Insights, and Policy Lessons. Fintech Notes Note/2022/004.

Kawai, M. & Pontines, V. (2016) Is There Really a Renminbi Bloc in Asia?: A Modified Frankel-Wei Approach. *Journal of International Money and Finance*, Vol.62, pp. 72-97.

Kenen, P. B. (2012) Currency Internationalization – An Overview. *BIS Papers* No. 61.

Lee, J. H. (2014) Will the Renminbi Emerge as an International Reserve Currency? *World Economy*, 37(1), 42-62.

McCauley, R. & Shu, C. (2019) Recent Renminbi Policy and Currency Co-movements. *Journal of International Money and Finance*, Volume 95, pp. 444-456.

Nabar, M. & Tovar, C. E. (2016) Renminbi Internationalization, in W Lam, M. Rodlauer, and A. Schipke eds., Modernizing China, IMF.

Ocampo, J. A. (2009) Special Drawing Rights and the Reform of the Global Reserve System. Inter-governmental Group of Twenty Four.

People's Bank of China (2021) 2021 RMB Internationalization Report.

Prasad, E. (2014) *The Dollar Trap: How the U.S. Dollar Tightened its Grip on Global Finance*. Princeton University Press.

Song, K. & Xia, L. (2020) Bilateral Swap Agreement and Renminbi Settlement in Cross-border Trade. *Economic and Political Studies* Vol 8(3), 355-373.

Standard Chartered (2022) Renminbi's Rise: Why Does It Matter? https://www.sc.com/en/banking/renminbi/（2022 年 8 月 30 日）

Tovar, C. E. & Mohd, T. N. (2018) Reserve Currency Blocs: A Changing International Monetary System? *IMF Working Paper* WP/18/20.

V-Dem Institute (2022) Democracy Report 2022.

Windsor, C. & Halperin, D. (2018) RMB Internationalization: Where to Next? *Reserve Bank of Australia Bulletin*, September 2018.

Zhou, X. (2009) Reform the International Monetary System. *BIS Review* No. 41.

武蔵野大学グローバル学部グローバルビジネス学科教授