

『証券経済学会年報』第53号別冊
第88回全国大会
学会報告論文

国際通貨論からみた人民元の国際化
—投資通貨としての発展を中心に—

国際通貨論からみた人民元の国際化

－投資通貨としての発展を中心に－

唐 麗

九州大学

1. はじめに 問題の所在と分析視角

2008年に米国発世界金融危機以降、輸出の鈍化による経済成長の急減速と、米ドルの対人民元相場の趨勢的な下落に伴う外貨準備資産の価値毀損に直面した中国は、「人民元国際化」という戦略を打ち出し、先進国の経済・通貨システムに過度に依存した構造の根本的変革を図った。近年、人民元国際化のコスト・ベネフィットや経路選択、進捗状況を巡って、多くの議論が積み重ねられている。これまでの先行研究は、2009年から本格的に推進され始めた人民元国際化戦略の全体図を把握するために重要な知見を数多く提供しているものの、人民元が公的・私的レベルで果たしつつある国際通貨としての諸機能間の連関や国際通貨の究極的なメルクマール（指標）を基底に据えた体系的考察は希少である。

人民元国際化に向けた取り組みについての重要な評価指標として、クロスボーダー貿易取引決済はほぼゼロからスタートしてここ数年で着実に拡大を続けたが、2015年8月に中国人民銀行が行った人民元為替相場制度改革を契機に減少に転じた。2015年にクロスボーダー人民元建て貿易取引の決済額は7.23兆元と記録されたが、それは2016年に5.23兆元に、さらに2017年に4.37兆元まで減少した。こうした持続的な減少に示された人民元の貿易取引決済通貨としての機能の著明な低下に鑑みると、国際通貨を目指す人民元のこれからの発展を展望する場合、ドル圏とユーロ圏に大規模な金融・通貨危機が勃発してドル、ユーロに対する信認が完全に喪失するなどのケースを除けば、人民元が短期間にグローバルな国際通貨として機能している米ドルと、EUの隣接地域内でリージョナルな国際通貨として機能しているユーロの確固たる地位を揺るがすとは考えにくい。

一方、クロスボーダー資本取引決済では2015年を境に人民元建て直接投資の勢いが弱まっているが、人民元建て証券投資の進展が目覚ましい。こうした人民元の投資通貨としての潜在的な発展性および、国策として人民元

国際化を積極的に推進している中国の経済規模や政治的意思などを踏まえると、中国に地理的に近く経済的な繋がりの深いアジア地域で、国際通貨のいくつかの機能において、ドルやユーロなどの主要通貨から人民元への漸進的なシフトが起こる可能性は否定できない。そうしたシフトが生じる諸条件および制限要因を考察し、またそれは現行の国際通貨体制全体にもたらす影響を見通すためにも、国際通貨研究の中で世界的に蓄積されてきた国際通貨論のフレームワークを用いて、人民元の国際化および国際通貨化の現状や課題を体系的に明らかにすることは不可欠であると考えられる。

本稿では、体系化・精緻化された「外国為替論アプローチ」による国際通貨論の重層的構造を、人民元の国際化および国際通貨化の過程全体を貫くプロセスとして取り上げる。また、貿易取引決済通貨としての機能が低下しつつあるなかで、資本取引における人民元建て決済の趨勢が当面の人民元国際化の成否の鍵となっていることに鑑み、投資通貨としての人民元の発展についての考察に焦点を絞る。まず、人民元の国際化および国際通貨化の分析ツールとして、標準的な「貨幣機能論アプローチ」による国際通貨論と「外国為替論アプローチ」による国際通貨論とを比較検討し、後者を採用することが妥当である理由を明らかにする。次に、外国為替論的アプローチが示す国際通貨の究極的なメルクマールとしての為替媒介通貨機能という観点から、人民元の国際通貨化がどの程度進展したかについて確認する。そして、証券投資（債券投資・株式投資）、直接投資、国際銀行貸出・借入などの側面から、人民元の投資通貨としての利用状況をそれぞれ確認する。そのうえで、近年の人民元建て資本取引決済の増大が、人民元の外国為替取引の増加に与える貢献度を考察し、人民元の国際通貨化の過程全体において、投資通貨としての人民元が有する重要性について明らかにする。

2. 国際通貨の理論と先行研究

：「外国為替論アプローチ」を採用する理由

1971 年 8 月に米国のニクソン大統領が金・ドル交換の停止を宣言した後、従来の「金兌換」一点に国際通貨ドルの流通根拠を求める「金還元派アプローチ」による国際通貨論説の矛盾が明確化され、それ以降国際通貨研究は根本的な反省を強いられ、新たな発展段階を迎えることになった。論点の中心は、国際通貨と金との関係を如何に結びつけるかということから、不換制下でドルは国際通貨としての地位を放棄せず、国際間の決済に引き続き利用されている事実を如何に説明するかということに移向した。こうした背景の下で、標準的な「貨幣機能論アプローチ」と伝統的な「外国為替論アプローチ」を用いた分析手法が国際通貨研究の主流となった。

世界中で広く流布してきた「貨幣機能論アプローチ」による国際通貨論とは、貨幣の 3 機能（計算単位、交換手段、価値貯蔵）を「素朴な形」で国際通貨にアナロジーし、またこれらの機能をどの程度まで実行するのかを国際通貨としての地位を評価する基準とするものである。このアプローチはすでに国際通貨としての地位を確立できた特定通貨が果たす様々な機能を総括的に把握することができるかもしれないが、国際通貨の交替というダイナミックな転換過程の全体を考察するためのツールとしては実践的な限界（例えば、国際通貨の本質的な機能の不確定や国際通貨の各機能間の連関の不明など）があると指摘されている。つまり、国際通貨が既存の通貨から別の通貨へのシフトを考察しようとする際に、どの特定機能の獲得が当該通貨の国際通貨化のプロセス完了を判断する指標であるか、またそれぞれの機能がどのようなメカニズムを通じて国際通貨の本質的な特定機能の形成に作用を及ぼすかといった諸点の解明は、このような視点からの分析射程に収められていない。

これに対して、1970 年代以降日本の国際通貨研究者によって発展させられ、また 1980 年代から 90 年代にかけて欧州域内のドイツ・マルクの国際通貨化の分析ツールとして用いられた「外国為替論アプローチ」は、上記の貨幣の機能に主眼を置いて展開されたアプローチの不十分性を克服したものであると考えられる。「外国為替」という独自の範疇から国際通貨の特徴を捉えることに先鞭をつけた代表的な研究者としては、木下悦二、徳永正二郎、深町郁彌、山本栄治などの各氏が挙げられる。ここでは、外国為替論的視点から国際通貨成立の理論として体系化を最初に試みた木下悦二氏が提示した国際通貨の定義を確認したうえで、その後の研究者たちの所説について概観する。

まず、木下 (1979) は国際通貨ポンドの形成過程を考察

したうえで、国際通貨成立の条件を次の 3 点に要約した。第 1 に、氏は第一次世界大戦直前に欧州域内の貿易決済上に国際通貨としての役割を一定程度果たしたフランス・フランやドイツ・マルクが到底ポンドと比肩しうる地位になりえなかったのは、何よりも世界貿易上の地位の相違に帰せられるとして、「国際通貨成立には世界的規模での物的再生産過程が基礎をなすのであって、ある国の通貨（この国の通貨建流動性債権のこと）が国際通貨となるのは、この国が世界的再生産過程において中心的な位置にある必要がある¹⁾」という見解を示した。第 2 に、氏は第一次世界大戦直前の時期にすでに強力な資本主義国にまで成長したアメリカは、それ以降の長い間に引き続きロンドン市場に依拠してポンド手形を利用せざるをえなかったという歴史的事実をもって、「銀行引受信用」の欠如が国際通貨の形成を大きく阻むことを論証した²⁾。第 3 に、氏は「ロンドンが『世界の清算所』としてポンド手形に世界中の国際取引決済手段の機能を与えたのは、ロンドンが貿易金融のための、さらに直接に貿易と関係のない短期資金需要のための国際金融市場としての役割を果たしたからである」と述べたうえで、国際通貨形成のために、この国に有力な国際金融市場が成立しなければならないと指摘した³⁾。このように、木下は「世界的な物的再生産過程における中心国」が国際通貨成立の「基礎的条件」、「国際金融市場の存在」が国際通貨成立の「現実的な条件」、また「銀行の引受機能」が「この両要因を繋ぐ媒介環」であることを結論付けた。さらに、木下は、ポンドは「世界貿易の牛耳る国際通貨」となったもう 1 つの原因として、ポンド手形が「単にイギリスの輸出入貿易にのみ限られたものではなく、第三国間貿易の決済にも用いられた⁴⁾」という点を強調しており、またこれを含めた諸条件を踏まえて、国際通貨を「支払手段としての貨幣の機能にもとづいて発展した信用貨幣の一種で、特定国に対するその国通貨建貨幣請求権をその実体とし、これをもって第三国間貸借の決済にまで用いられるに至ったものである⁵⁾」と定義している。木下が構築した国際通貨の理論は、比較的早期に国際通貨が外国為替論の展開として把握可能であることを示しており、また現金と信用貨幣の区分や、「特定国」＝「貿易中心国」という概念の提出および 2 国間決済モデルから 3 国間決済モデルへの拡大といった諸点においては画期的なものであった。

他方、深町 (1981) も木下によって注目された「第三国間決済」にまで視点を広げており、また「貿易レベルの契約・取引通貨」、「銀行間取引通貨」と「公的準備通貨」という 3 つの機能から成り立った重層的構造をもった理論

体系の中で国際通貨を考察したうえで、変動相場制に移行した後、貿易契約・取引通貨の機能レベルで「多様化」、「分散化」が進行していることを指摘した⁶⁾。これに対して、徳永(1982)はポンド体制下にある諸国の取引通貨の構成を考察した結果、「両大戦間に、英国は、第三国間決済どころか、自国産品の輸出に際しても外貨建取引を余儀なくされていたのであり、当時通貨の多様性は、国際通貨国英国をも包含して一般化していたといえる」として、「同じ取引通貨の多様性は、英ポンドが国際通貨であった時代にも確認できる」ということを補述した⁷⁾。さらに、氏は取引通貨の「多様性」(分極性)のほか、為替銀行相互間で使用され、また通貨当局が為替市場で介入する通貨は基本的にドルであるという「為替媒介通貨」の「一様性」(中心性)について論及し、またこの2つの性質の間になら矛盾は生じない理由を、「取引通貨」と「為替媒介通貨」という2つの通貨機能の本質的な特徴から説明した⁸⁾。この過程のなか、相手国が為替銀行組織との間で能動的に為替持高・資金調整をするインターバンク為替市場で中心的な役割を果たしている通貨が、「為替媒介通貨」と定義されており、またそれは国際通貨のすべての機能のうちに占める重要性が示された。その後、山本(1988)は国際通貨需要の分類と国際通貨の多様な機能との相互関連の解明に力を注ぎ、国際通貨が持つ機能を「準備通貨」、「基軸通貨」、「為替媒介通貨」という3つに分けたうえで、「国際通貨ドルの需要は、準備通貨としての公的需要よりも為替媒介通貨としての私的需要の方が圧倒的に大きい」⁹⁾ことを指摘した。

以上、特定国通貨建て債権債務の多角的決済システムの枠内で、国際通貨の位置づけをどのように考えるか、また国際通貨の特質をどのように捉えるかは、外国為替論アプローチを用いた各研究者の目的や着眼点の違いによって多少異なっているが、全体的な立場や基本的な見方では次のようないくつかの共通点が見出せる。第1に、国際通貨の交換手段(決済)手段機能を最も重視すること、第2に、特定国通貨建てのコルレス勘定が「第三国間決済」にまで利用されることを国際通貨成立の要件とすること、第3に、貿易契約・決済通貨の機能レベルで国際通貨以外の多種の通貨も自在に使用されるという「多様性」(分極性)の方向を認めること、および第4に、銀行間外国為替市場の次元で「一様性」(中心性)を継続している「為替媒介通貨」機能を国際通貨の本質的な特徴とすることである。

ところが、1980年後半以降経済のグローバル化の進展および地域的な経済統合の深化に伴って、国際収支に占

める国際資本取引の比重がますます高まるなかで、木下、徳永、深町、山本諸氏により発展してきた上記のような貿易契約決済通貨を基礎に構築された伝統的な「外国為替論アプローチ」の更なる発展が求められるようになった。こうした背景の下で、国際資本取引の建値通貨(投資通貨)の重要性が格段に増大したグローバル時代に適応可能な新しい国際通貨論の重層的構造が岩田健治(2005)によって提起された。そこで、氏は伝統的な「外国為替論アプローチ」を基本的に踏襲しながらも、「投資通貨」を「貿易取引通貨」と同じ次元で国際通貨体系の中に組み込むことを主張しており、また「投資通貨」をも含めた各機能が最終的に「為替媒介通貨」機能に転換していくメカニズムを、「下(=市場)から」の取引数量面アプローチと「上から」の価格面アプローチからそれぞれ説明した。それゆえ、このように発展してきた新しい「外国為替論的アプローチ」は、従来の伝統的な「外国為替論アプローチ」が免れなかった時代的な制約を越えたものであると考えられる。本稿の最大の特徴は、こうした理論体系を用いて、人民元の国際化および国際通貨化の過程全体を可能な限り体系的・統一的に把握し、その将来像を展望する点にある。

3. 人民元の国際通貨化の現状

：「外国為替論的国際通貨論」の視点から

(1) 外国為替市場における人民元の発展

：為替媒介通貨機能に焦点を当てて

「外国為替論アプローチ」による国際通貨論の中心的な主張は、国際通貨の核心機能と実際の国際競争力が外国為替市場での取引状況に最も反映されやすく、外国為替市場こそは主要通貨が競合する主戦場となっている。

国際決済銀行(BIS)が3年に1度実施する「外国為替およびデリバティブに関する中央銀行サーベイ」によると、グローバル外国為替市場では、人民元の1日平均取引高は2010年4月の340億ドルから2013年4月の1,200億ドルに、さらに2016年4月の2,020億ドルまで増加しており、その伸び率は世界の為替市場全体の取引高の伸び率を遥かに上回っている。また、人民元がグローバル外為市場の取引通貨に占めるシェアは、2010年の0.9%から2016年の4.0%に上昇しており、同時に人民元が取引通貨に占める順位も2010年の第17位から2016年の第8位に上がった¹⁰⁾。こうした人民元がグローバル外国為替市場における取引額の増加に伴う存在感の向上は、人民元国際化に向けた中国のこれまでの取り組みによる大き

な成果であると考えられる。

他方、「外国為替論アプローチ」は、第1に、対顧客外国為替市場では貿易契約・決済通貨や投資通貨の多様化の現象が容易に観察されるのに対して、銀行間外国為替市場で中心的な役割を果たす為替媒介通貨の特定通貨への集中化の方向が相対的に安定であること、第2に、一旦為替ディーラーに為替媒介通貨として選ばれたら、当該通貨の取引額は、個々の外為銀行がポジションの調整を行う過程でさらに最初の数倍に膨張するという為替媒介通貨の本来の自己強化作用（「乗数効果」とも呼ばれる）が作動することに鑑み、為替媒介通貨機能を国際通貨としての地位を評価する究極的なメルクマールとしている。これにより、特定通貨の国際通貨化のプロセスとして、「国際化」（自国を含む2国間の国際取引に当事国通貨として利用される）、「地域的国際通貨化」（特定地域で為替媒介通貨として利用される）、「グローバル国際通貨化」（グローバルレベルで為替媒介通貨として利用される）という3つの段階に設定することができる。ここでは、人民元が為替媒介通貨機能として機能しているかどうかを判定することによって、人民元の国際化および国際通貨化がどの段階まで進展したかを明らかにする。

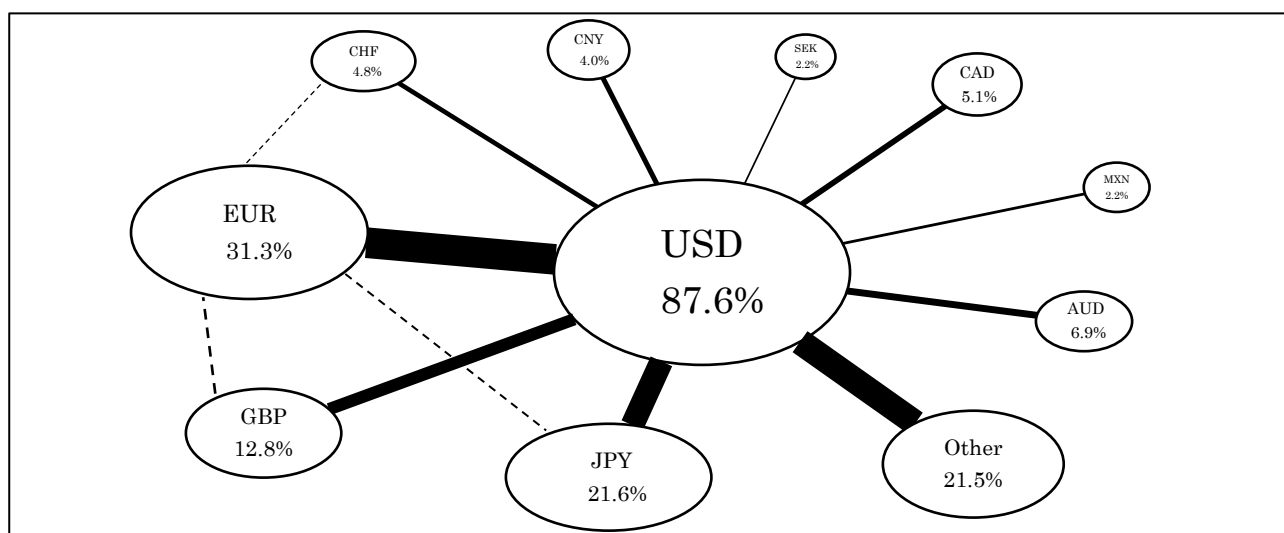
BISが実施する中央銀行サーベイに基づき、世界の主要通貨間の為替取引構造を概観すると、2016年4月現在、第1に、ドル・ユーロという2つの基軸通貨間の取引が

依然としてすべての通貨ペアのうち最大のシェアを占めており、第2に、放射状に展開されているドルを対価とする取引が圧倒的にシェアを占めている一方、ユーロと直接結ばれる取引が小規模な存在に限られている、という2点がみてとれる（図1）。

そして、ドルとユーロ以外の非媒介通貨（非基軸通貨）のうち、2つの基軸通貨のどちらとも一定規模の直接取引を持つ「2本足通貨」（日本円、英ポンド、スイス・フラン）が複数存在しているほか、どちらか一方の基軸通貨のみに取引が集中する「1本足通貨」も少なくない¹¹⁾。この分類法に従えば、ほとんどドルを対価として取引されている人民元は、ドルに足を置いた「1本足通貨」の1つであると考えられる。これは、現在のところ、人民元を中心とする取引網が未だ形成されておらず、人民元が未だ為替媒介通貨として機能していないことを意味している。それゆえ、全体として、人民元の国際化および国際通貨化は依然として第1段階（単なる国際化）にとどまっていることがわかる。

一般的に言えば、為替媒介通貨が既存の通貨から別の通貨へのシフトが生じる条件は、「為替リスク」と「厚さ」という2つの側面から考えられる。この2つの条件は、国際通貨のすべての機能が為替媒介通貨機能へと収斂していく「上から」の価格面アプローチと「下（＝市場）か

図1 グローバル外国為替市場の構造：2016年4月現在（単位：％）



（出所）BIS, Triennial Central Bank Survey, Global Foreign Exchange Market Turnover in 2016, Table 3, Table 4, Table 25 を参考に筆者作成。

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

ら」の取引数量面アプローチにそれぞれ対応する。次に、人民元が為替媒介通貨として機能していない原因をこの2つのアプローチから考察し、またその過程で投資通貨が人民元国際化のプロセス全体に占める位置づけを明らかにする。

(2) 「上から」の価格面アプローチ ：公的基準通貨機能の不足

岩田(2005)は「特定通貨が、世界のもしくは特定地域の為替相場固定のための基準通貨となっている場合、為替ディーラーにとって当該通貨建てポジションを抱えることから生じる為替リスクは、他の通貨との比較で相対的に小さくなる」と述べており、また戦後のIMF体制におけるドルやEMSにおけるドイツ・マルクを事例として、「形式上もしくは実質的に為替標準通貨の機能を果たしている通貨は、当該通貨を為替標準として選択している国の外国為替銀行にとって、為替媒介通貨としての機能するための重要な条件を備えていたといえる」¹²⁾という見解を示した。この認識に従えば、より多くの国の通貨のペッグ対象となり、公的基準通貨として機能することは、特定通貨の為替媒介通貨機能の獲得をサポートすることができる。

国際通貨基金(IMF)が公表する「世界各国の金融政策フレームワークと為替相場アンカーの構成」によると、為替相場を名目アンカーとしているIMF加盟国・地域のうち、自国通貨をドル、ユーロにリンクさせている国数は、2008年現在の66カ国、27カ国から2016年現在の39カ国、25カ国へとそれぞれ減少した。また複数通貨で構成された通貨バスケットに自国通貨をリンクさせている国数は、2008年現在の15カ国から2016年現在の9カ国に減少した。他方、ドル、ユーロ以外の通貨に自国通貨をリンクさせている国数は、2008年現在の7カ国から2016年現在の9カ国に増加した。しかし、そのうち、3カ国はオーストラリア・ドル、3カ国は南アフリカ・ランド、2カ国はインド・ルピー、また1カ国はシンガポール・ドルに自国通貨を何らかの形でリンクさせている。そして、為替相場をフォーマルなアンカーとしない国のうち、「その他」(多様な指標を参考に金融政策を制定するタイプ)に分類される国の数は最も増えた(表1)。ところが、これらの国々は、基本的にドル、ユーロの為替相場の変動および自国国内市場の貨幣量やインフレなどの金融指標に基づいて、為替相場への介入を行っている。以上より、現在のところ、自国の為替相場管理上では、自国通貨を人民元

にペッグするか、或いは自国の金融政策を制定する際に、人民元の為替相場の変動を特に考慮に入れるような国が未だ見出されないため、人民元が公的基準通貨としては直接に機能していないのが基本認識である。

他方、2015年11月30日に開催された国際通貨基金の理事会では、5年1回の特別引出権(SDR)の通貨バスケットの対象通貨と構成比の見直しが実施された結果、従来のドル、ユーロ、円、ポンドという4つの通貨に加えて、2016年10月1日から人民元を5番目の構成通貨として採用することが決定された。これによって、自国通貨をSDRにリンクさせている僅かな国々にとって、人民元が間接に公的基準通貨として機能してきたといえる。しかし、篠原尚之氏は「SDRの準備通貨としての役割が極めて限定的なものであることに鑑みると人民元のSDR入りはシンボリックな性格が強く、それ自体が人民元の国際化に直接大きく寄与するとは考えにくい」¹³⁾という見方を示しており、また実際に自国通貨をSDRにリンクさせている国の数も非常に少ないという点を考慮すると、現在のところ、人民元が間接に果たしている公的基準通貨としての役割も極めて限定的であるといわざるを得ない。

(3) 「下から」の取引数量面アプローチ ：対顧客外国為替取引量の不足

他方、岩田(2005)は「外国為替論アプローチは、決済すべき通貨建て債権債務の厚さ、それゆえ各種国際取引の厚さにフォーカスを絞ったアプローチである。この取引の『厚さ』を発生させるのは、対顧客外国為替市場である」¹⁴⁾と述べている。つまり、銀行間レベルでの為替媒介通貨成立のために、対顧客レベルで十分な取引量の確保がその不可欠な条件となっている。その転換の過程は、外為銀行にとって顧客としての貿易業者や投資家から持ち込まれた個々の債権債務が、まずコルレス関係を持つ外為銀行間の債権債務関係に置き換わっており、また外為銀行内部で相殺されない部分の総合持高が、銀行間市場で最終決済されるというプロセスによって説明できる。

前で触れたように、近年グローバル外国為替市場では、人民元の外為取引が増加し続ける傾向を示しているが、グローバルな為替媒介通貨とリージョナルな為替媒介通貨ユーロの取引の厚みよりは遙かに少ない。例えば、対顧客外国為替市場では、2016年4月現在、ドル(2兆4,965億ドル)とユーロ(9,387億ドル)の取引高は、それぞれ人民元の取引高(1,010億ドル)のおよそ25倍、9倍であると記録されている。また人民元の外為取引の相手通

表1 世界各国の金融政策フレームワークと為替相場アンカーの構成 (単位: %)

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

(出所) Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2016, IMF を参考に筆者作成。

(注) この図表では、() の中の数値は国の数を示す。

貨別構成をみると、対ドル取引が全取引に占めるシェアは2016年4月現在で95.1%に達しており、これは人民元より外為取引高の多い諸通貨(円、ポンド、オーストラリア・ドル、カナダ・ドル、スイス・フランなど)の対ドル取引の比率に比べても高い水準にある(図2)。

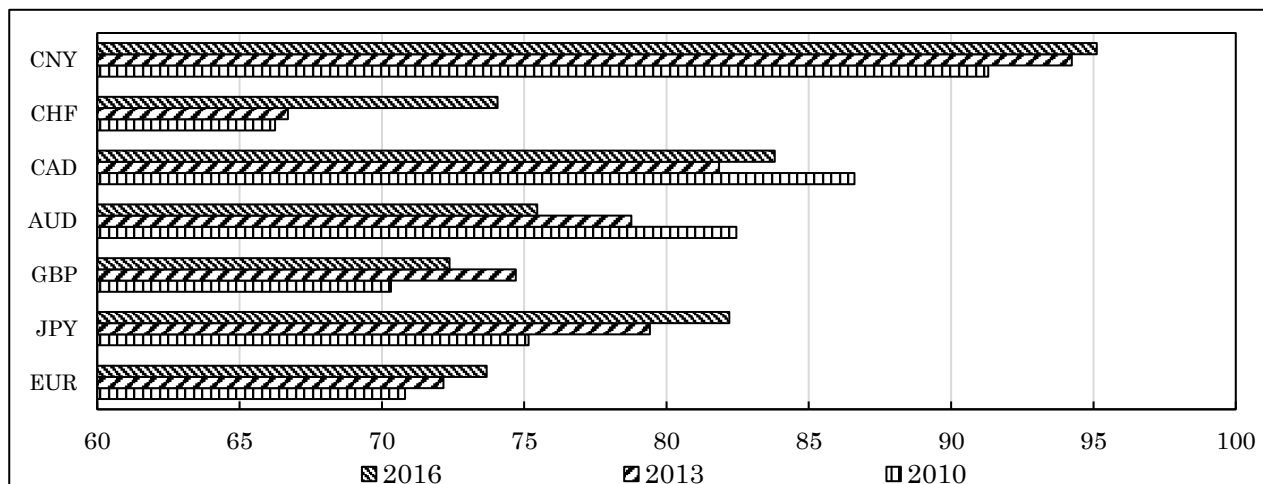
Hartmann (1988) は「すべての国際取引では、関係する当事者のうちの少なくとも一方は、ある時点で外国為替市場に参入し、外貨を購入または売却することが必要である」¹⁵⁾ と述べている。これは、対顧客外国為替取引がすべての国際取引の発生に伴って生じるものであることを示しているが、それを国際収支表の構成を参考にして分類すれば、国際貿易取引と国際資本取引との2つに大きく分かれる。「下から」の取引数量面アプローチは、対顧客市場での貿易取引通貨機能と投資通貨機能が、決済通貨機能に反映されており、また最終的に銀行間市場での為替媒介通貨機能の形成に最重要な基盤を構成すると示している。国際銀行間通信協会(SWIFT)の統計によると、2018年8月現在、人民元建て決済額が国際決済総額(顧客を送金人とする決済額および銀行間決済額の全体、またユーロ圏内の決済を除く)に占める割合は1.26%(第8位)となり、2016年8月(1.32%)のそれよりも低い水準にある。これに鑑みて、さらに貿易取引通貨機能と投資通貨機能が決済通貨機能の析出に対する寄与度を把握することは、今後の人民元建て国際決済の拡大およびそ

れによる人民元の外為取引の増加上に必要となっている。

中国人民銀行が公表した『人民元国際化報告』によると、2018年3月現在まで、中国は242カ国・地域との間でクロスボーダー人民元建て決済を実施しており(図3)、2017年に中国が関与するクロスボーダー人民元建て決済額は9.19兆元(全決済の22.3%)となっている。2014年から2017年にかけて、クロスボーダー人民元建て貿易取引の決済額が人民元建て決済の全体に占めるシェアは65.8%から47.4%に低下したのに対して、クロスボーダー人民元建て資本取引の決済額のシェアは34.2%から52.6%に上昇した(表2、図4)。こうした変化は、投資通貨機能が人民元の決済通貨機能の形成上にますます重要な役割を果たすようになったことを示している。それに加えて、人民元の貿易取引通貨機能の低下と対照的であり、投資通貨としての機能の強化およびそれが人民元国際化の過程全体においての重要性の向上は、次の方法によっても確認できる。

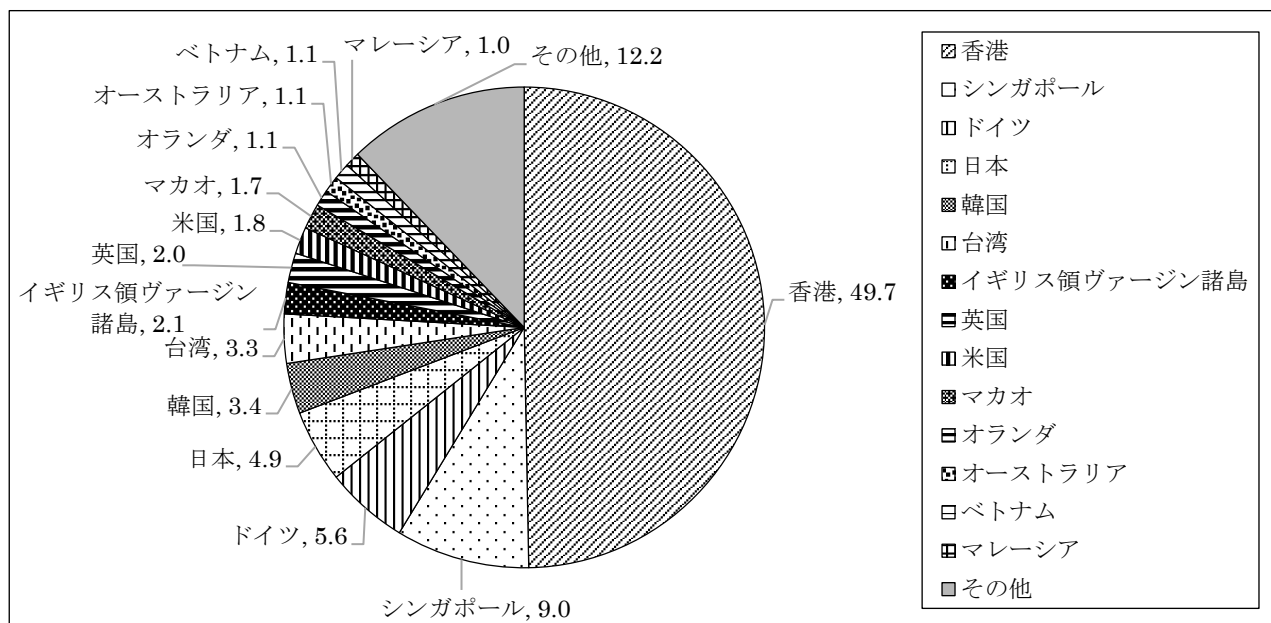
Tsuyuguchi and Wooldridge (2008) は、2007年のグローバル外為市場におけるアジア通貨の外為取引の増加要因を考察した際に、外為取引高の貿易取引額に対する倍率は、基本的に当該通貨建ての外為取引が当該国の財・サービス貿易にどの程度牽引されるのかを説明できると示した¹⁶⁾。この方法を用いて、国際貿易取引の発生が人民元の外為取引量の増加に対する貢献度の変化を把握できる。

図2 主要通貨の外為取引に占める対ドル取引の比率（単位：％）



（出所）BIS, Triennial Central Bank Survey, Global Foreign Exchange Market Turnover in 2010・2013・2016, Table 1, Table 2を参考に筆者作成。

図3 中国によるクロスボーダー人民元建て決済の地域別構成（単位：％）



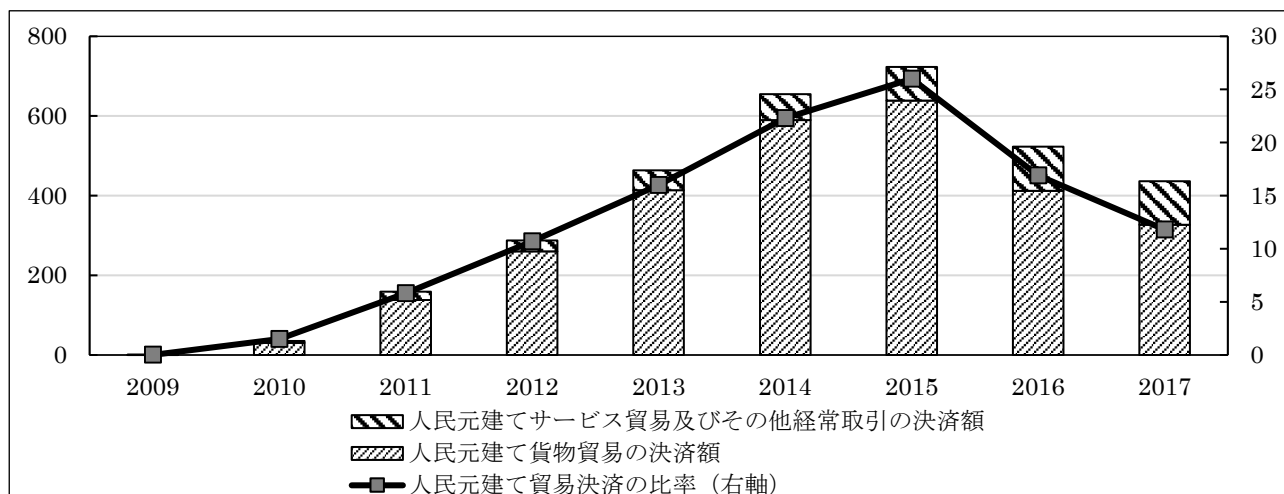
（出所）中国人民銀行「人民元国際化報告2018」を参考に筆者作成。

表2 中国によるクロスボーダー人民元建て決済に占める経常取引と資本取引のシェア（単位：％）

	2014年		2015年		2016年		2017年	
	決済額	シェア	決済額	シェア	決済額	シェア	決済額	シェア
人民元建て経常取引	6.55兆円	65.8	7.23兆円	59.8	5.23兆円	53.1	4.36兆円	47.4
人民元建て資本取引	3.40兆円	34.2	4.87兆円	40.2	4.62兆円	46.9	4.83兆円	52.6
人民元建て取引決済	9.95兆円	100.0	12.1兆円	100.0	9.85兆円	100.0	9.19兆円	100.0

（出所）中国人民銀行「人民元国際化報告」各年版を参考に筆者作成

図4 中国によるクロスボーダー人民元建て経常取引決済額の推移（単位：百億元）



(出所) 中国人民銀行「人民元国際化報告」各年版, 海関総署「統計月報」を参考に筆者作成。

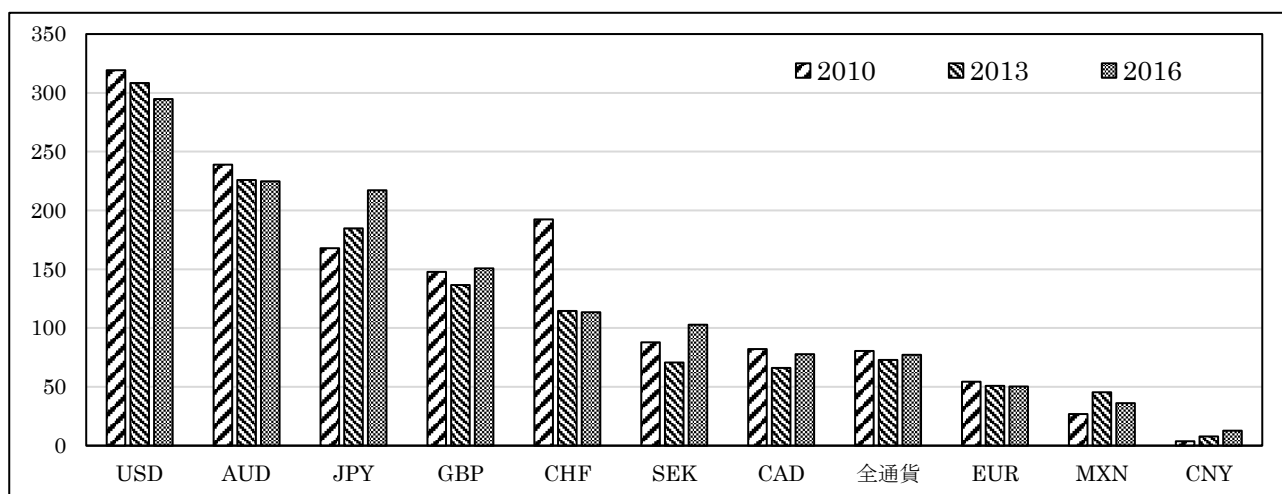
図5で示されるように、2016年現在、ドルやオーストラリア・ドル、円、ポンド、スイス・フランといった諸通貨では、外為取引高は貿易取引額のおよそ100倍から300倍であるが、対して人民元のそれはおよそ13倍にとどまっている。これは、他の主要通貨に比べて、人民元の外為取引の増加が依然として国際貿易取引と密接に連動していることを意味している。だが、2010年から2016年にかけて、人民元の外為取引高の貿易取引額に対する倍率がおよそ4倍から13倍に上昇したことは、国際貿易取引が人民元の外為取引全体に与える影響が大幅に軽減していることを示唆している。また、2015年8月を境にクロスボーダー人民元建て貿易取引決済額が急速な拡大から持続的な減少に転じたことに鑑み、その傾向は今後も続くと考えられる。

他方、Galati and Heath (2007) はグローバル外為市場の取引全体の増加要因を考察した結果、「金融取引は、外為取引高が増加する主要な駆動源である」¹⁷⁾ という見解を示した。そのため、他の主要通貨の外為取引高の貿易取引額に対する極めて高い倍率は、これらの通貨建て外為取引が主に貿易取引以外の金融取引によってもたらされたことを示唆している。ここで注意する必要があるのは、人民元建て金融取引が人民元の外為取引の増加に与える作用は、他の主要通貨のそれほどではないが、近年において着実に大きくなっている点である。この点に関しては、上でみた人民元の外為取引額の貿易取引額に対する倍率の上昇から窺えるほか、人民元の外為取引の相手別構成と商品別構成に示された変化からも確認できる。まず、取引相手別にみると、人民元の外為取引のうちディーラー

間取引と対顧客間取引は、2016年においてそれぞれ50%のシェアを占めており、ドルやユーロ、円、ポンドなどの主要通貨に比べて、人民元の外為取引の比重は相対的に低い水準にあることがみてとれる。ただし、人民元の外為取引に占める金融機関取引と非金融機関取引のシェアを变化に絞ってみると、2010年から2016年にかけて、非金融機関顧客のシェアが13%から8%に低下したのに対して、金融機関顧客のシェアは35%から42%に上昇した(表3)。これは、金融資産関連の取引から生じる人民元の外為取引がこの期間で増加し続けていることを示唆している。また、2013年と2016年の金融機関顧客向けの人民元の外為取引の内訳を比較すると、機関投資家、ヘッジファンドとプロップファーム(PTF: Proprietary Trading Firms)は、金融機関顧客全体のシェアの増加をもたらした主要なセクターであることがわかる(表4)。とくに最もシェアアップした機関投資家のプレゼンスの向上については、中国政府が人民元建て資本取引決済の拡大を促進するために相次いで導入したRQFII制度やRQDII制度などを想起されたい(後述)。

また、取引商品別にみると、2010年から2016年にかけて、伝統的な人民元の外為取引のうちスポット取引、フォワード取引という基本的に実需に基づく取引が占めるシェアは66%から47%に低下したのに対して、為替ヘッジや資金調達・運用の重要な手段としての為替スワップ取引のシェアは20%から43%に上昇した(BIS)。こうした変化は、金融資産(ポートフォリオ)のリスク管理や資金調達・運用を目的とする資本取引から生じる人民元の外為取引の比重が大幅に増大していることを反映している。

図5 主要通貨の外為取引高の各国の貿易額に対する倍率（単位：％）



(出所) (出所) BIS, Triennial Central Bank Survey, Global Foreign Exchange Market Turnover in 2016, September 2016, Table 25, UNCTAD Statistics を参考に筆者作成。

表3 人民元と主要通貨の外為取引の相手別構成の比較（単位：％）

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

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

表4 金融機関顧客向けの人民元の外為取引の内訳（単位：％）

金融機関顧客	2013年	2016年
非報告銀行	63.5	64.3
機関投資家	11.7	18.0
ヘッジファンドとプロップファーム	10.4	13.5
公的セクター	0.6	1.2
その他	5.3	2.9
未分類	8.5	0.1
合計	100	100

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

(注) この図表では、2013年の数値は人民元対ドル取引、2016年の数値は人民元対ドル取引と対ユーロ取引に基づいて算出される推計値である。

以上より、人民元が為替媒介通貨として機能できない原因としては、公的基準通貨機能の不足に加えて、対顧客外国為替市場における人民元の取引の厚みが依然として薄く、人民元を対価とする全取引に占める対ドル取引の比率が非常に高いという2点に纏められる。また上からの公的国際通貨の決定に比べて、下からの私的国際通貨の決定は、より市場の自発的な選択の結果を反映するので、資本取引での人民元建て決済の趨勢が当面の人民元国際化の成否の鍵となっていることが考えられる。

4. 投資通貨としての人民元の開発

：次の段階の人民元国際化の成否の鍵

次に、証券投資（債券投資と株式投資）、直接投資および国際銀行貸出・借入という3つの側面から、人民元の投資通貨としての利用状況をそれぞれ確認する。

(1) クロスボーダー人民元建て証券投資

2017年に中国のクロスボーダー人民元建て資本取引の決済額は4.83兆円で、同年のクロスボーダー人民元建て決済額の52.6%を占めている。そのうち、クロスボーダー人民元建て直接投資額は1.64兆円で、前年度より34%減少したのに対して、クロスボーダー人民元建て証券投資額は1.9兆円で、前年度より219%増加した。また人民元建てのその他の投資項目が1.3兆円で、前年度よりも16%の減少を示した。こうした変化によって、証券投資通貨としての人民元の開発は、資本取引における人民元建て決済の焦点となりつつあることがわかる。まず、クロスボーダー人民元建て証券投資の進展を債券投資と株式投資という2つの側面から考察する。

(a) クロスボーダー人民元建て債券投資

：「点心債」から「パンダ債」へのシフト

クロスボーダー人民元建て債券を債券の発行地ごとに整理すれば、国内市場で発行する「パンダ債」と海外市場で発行して香港「点心債」を代表とするオフショア人民元建て国際債券との2種類に分かれる。

2005年に中国人民銀行は非居住者が国内市場における人民元建て債券発行を解禁したことによって、いわゆる「パンダ債 (Panda Bond)」（日本の「サムライ債」に相当するもの）が同年10月に、国際金融公社 (IFC) とアジア開発銀行 (ADB) によって初めて発行された。中国人民銀行が公表したデータによると、2017年末現在まで、「パン

ダ債」の累計発行金額は2,203億元に達しており、そのうち、2017年に「パンダ債」の発行金額は719億元である。また「パンダ債」の発行実績でみると、2015年を境に急速に増加し始めており（表5）、その背景の1つとしては、2015年から「パンダ債」の発行主体が独ダイムラーのような大手多国籍企業や韓国のような主権国家政府などに拡大され始めたことが挙げられる。2016年8月に世界銀行 (WB) は中国の銀行間債券市場で、SDRによる価格を表示し、人民元による決済を行う「木蘭債 (Mulan Bond)」（20億SDR）を初めて発行しており、また同年10月にスタンダードチャータード銀行 (香港) も1億SDRの「木蘭債」を発行した。これは、SDRの使用拡大を示すものであると同時に、非居住者が中国市場での人民元建て債券発行の種類がますます豊富になっていることを示す一例でもある。

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

以上のような非居住者が中国市場における人民元建て債券発行の増加および外国投資家によるクロスボーダー対中債券投資の拡大は、外国為替市場における人民元と外貨の交換需要を生じさせることで、人民元の外為取引を大きく増加させる。だが、ここで注意する必要があるのは、非居住者は中国市場で人民元建て債券の発行によって調達した資金の一部を、中国国内のプロジェクトに投資する場合、この部分の人民元建て資金調達は、人民元の外為取引量の変化に影響を及ぼさないという点である。

他方、2007年7月に本土以外の人民元建て債券発行の第1弾として、いわゆる「点心債 (Dim Sum Bond)」（香港市場で発行する人民元建て債券の名称）が中国国家開発銀行によって発行された。2010年7月に海外オフショア市場での人民元建て債券の発行主体が外国非金融機関

表5 主要な「パンダ債」の発行実績

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

(出所) 中国人民銀行資料より筆者作成。

にまで拡大されたことを機に、英国 (ユーロ人民元債) や台湾 (宝島債)、シンガポール (獅城債) などの市場で人民元建て債券も相次いで発行された。中国人民銀行が公表したデータによると、2014年末現在まで、外国機関が海外オフショア市場で発行する人民元建て国際債券の未済残高は5,305億元であるのに対して、中国国内市場で発行する人民元建て債券 (「パンダ債」) のそれはわずか46億元に過ぎなかった。このように、その時点まで海外オフショア市場での人民元建て債券発行は、人民元建て債券発行のほとんどを占めたことがわかる。しかし、海外

オフショア市場での人民元建て国際債券の発行額は2015年を境に減少に転じており、2017年に419億元で、同年の国内「パンダ債」の発行額のわずか6割に相当する。

以上、2015年を境に香港「点心債」を代表とする海外オフショア人民元建て債券の発行は明らかな減少を示しているのに対して、国内「パンダ債」の発行は一気に増加し始めた。その原因の1つとしては、中国人民銀行は2015年8月に行った人民元の為替相場改革がもたらしたオンショアとオフショアの両市場での人民元建て債券発行のコストの変化が挙げられる¹⁸⁾。また2015年以降の中国金

融・資本市場の対外開放の継続的拡大によって、オフショア「点心債」から、オンショア「パンダ債」へのシフトが今後とも続くと考えられる。なぜなら、金融・資本市場の自由化の進展によって国内外市場の取引環境上の格差が縮小される中で、規制の緩やかな金融中心地において諸外国の証券を取引する「オフショア型証券取引」の優位性が低下するのに対して、資金調達者の側が国境を越えて貯蓄率の高い中心国において当該通貨建て証券を取引する「伝統的な外国証券取引」の優位性（当該国が持っている潤沢な資金をより活用できる点など）が浮かび上がってくるからである。

また、国際取引から生じる外為取引の「厚さ」に焦点を当てる「外国為替論アプローチ」に従えば、国際債券の発行は1回のみを外為取引を生じさせるのに対して、発行された後の国際債券の流通はその数倍の外為取引を生じさせるため、後者のほうがより重視されるべきである。例えば、最大規模のオフショア人民元金融センターとしての香港市場では、発行されるすべての香港ドル建て債券およびその他通貨建て債券のデリバリー、エクスローなどがCMU(Central Moneymarkets Unit)システムを通じて決済されている。2017年にCMUシステムを通じて決済される人民元建て債券の1日平均の取引高は7.6億元に達しており、それによる生じる人民元の外為取引は、発行による生じる人民元の外為取引をはるかに上回っている。

(b) クロスボーダー人民元建て株式投資 ：「沪港通」と「深港通」を中心に

クロスボーダー人民元建て株式投資に関連する最重要な動きとしては、2014年11月に導入された「上海・香港ストックコネクト（沪港通）」と2016年12月に導入された「深セン・香港ストックコネクト（深港通）」が取り上げられる。上海・香港ストックコネクトは、中国語で「沪港通」（フーガントン、沪は上海、港は香港の略称である）と呼ばれており、香港を含む海外投資家が香港聯合取引所を経由して上海株を売買することを認める「沪股通」

（股は、中国語で株を意味する）と、中国本土の投資家が上海証券取引所を経由して香港株を売買することを認める「港股通」との2つの部分によって形成される（図6）。香港サイドによる上海株を売買する「沪股通」の投資対象は、「上証180指数」、「上証380指数」の構成銘柄および、A株とH株に同時上場のA株となっており、上海サイドによる香港株を売買する「港股通」の投資対象は「ハイセン総合大型株指数」、「ハイセン総合中型株指数」の構成銘柄およびA株とH株に同時上場のH株となっている。

また、2016年12月に深センと香港の株式市場を繋ぐ深セン・香港ストックコネクト（深港通）も続いてスタートした。「深港通」は「沪港通」の大枠を基本的に引き継ぐが、その投資可能な株式銘柄の範囲が「沪港通」よりもっと広い。上海証券取引所、深セン証券取引所および香港証券取引所が公表したデータによると、2017年に「沪股通」、「深港通」の制度の下では、海外から中国への資金流入額と中国から海外への資金流出額はそれぞれ2,466億元、524億元となり、また「港股通」の制度の下での資金流入額、資金流出額はそれぞれ240億元、3244億元となっている。こうしたクロスボーダー人民元建て株式投資に伴う資金の流出入は、外国為替市場における人民元の外為取引を生じさせる。

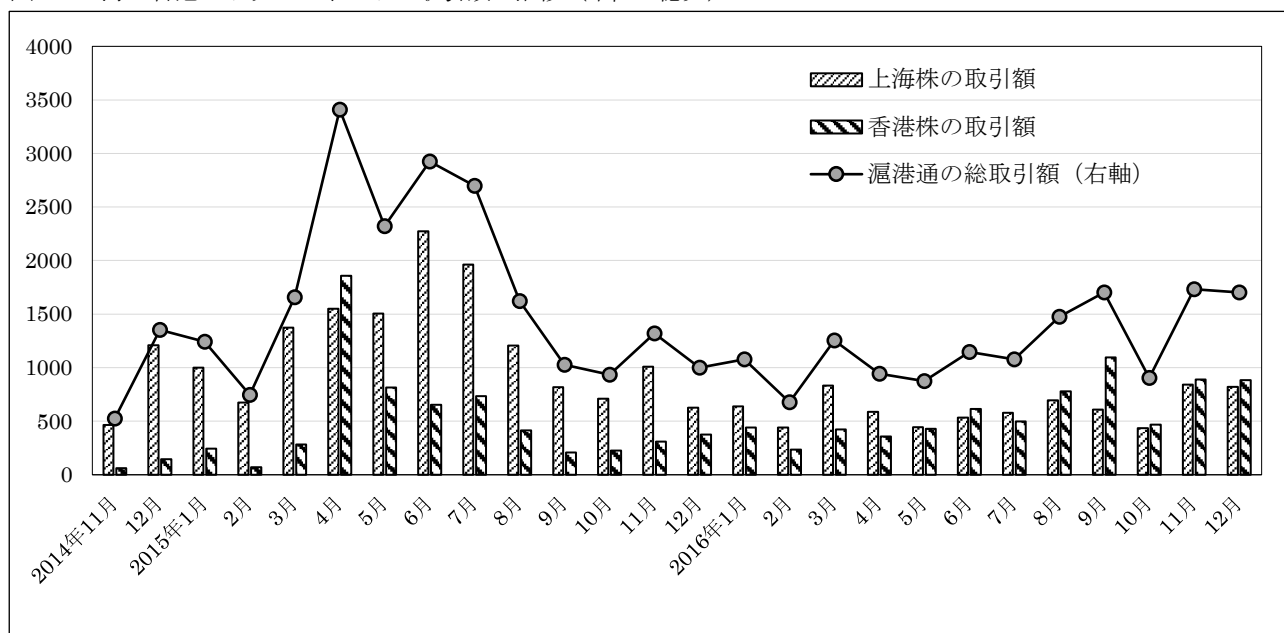
2017年に非居住者が保有する中国国内人民元建て金融資産（株式、債券、貸付、預金を含む）は4.29兆円で、前年度より41.3%増加した。新たに増加した人民元建て金融資産のうち、新たに増加した債券、株式はそれぞれ28%、42%を占めている。こうした人民元建て証券取引の発展には、中国政府がこれまでに実施した一連の資本取引に関わる規制緩和策はその重要な前提である。2011年12月に中国は人民元建て適格外国機関投資家（RQFII, RMB Qualified Foreign Institutional Investor）制度を導入し、個別に認可を受けた外国機関投資家による対中証券投資を認めるようになった。2017年末現在まで、中国人民銀行は18カ国・地域の196個機関投資家に、合計1.74兆元のRQFII投資枠を付与した（図7）。2017年にRQFIIを通じた資金流入額、資金流出額はそれぞれ483億元、397億元である。それに加えて、2014年11月に、中国は一定の基準を満たした国内機関投資家による対外証券投資を認める人民元建て適格国内機関投資家（RQDII, RMB Qualified Domestic Institutional Investor）制度をも導入した。

(2) クロスボーダー人民元建て直接投資

他方、2011年1月に中国人民銀行は、中国国内企業によるクロスボーダー人民元建て対外直接投資を解禁しており、また同年10月に海外機関によるクロスボーダー人民元建て対中直接投資をも解禁した。

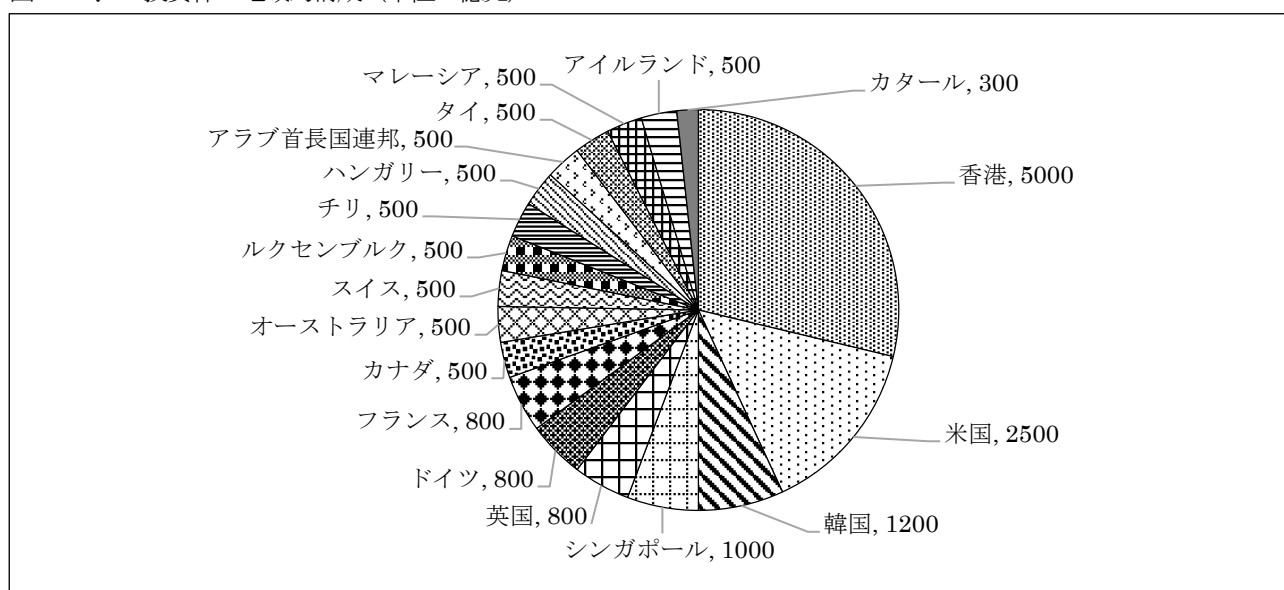
クロスボーダー人民元建て対外直接投資額は、2011年にわずか266億元に過ぎなかったが、その後急速に拡大しており、2016年に1.06兆円でピーク値に達した。しかし、2017年にクロスボーダー人民元建て対外直接投資額は4,569億元となり、前年度より57%減少した。また

図6 上海・香港ストックコネクトの取引額の推移（単位：億元）



(出所) 上海証券取引所, 香港証券取引所資料より筆者作成。

図7 RQFII 投資枠の地域的構成（単位：億元）



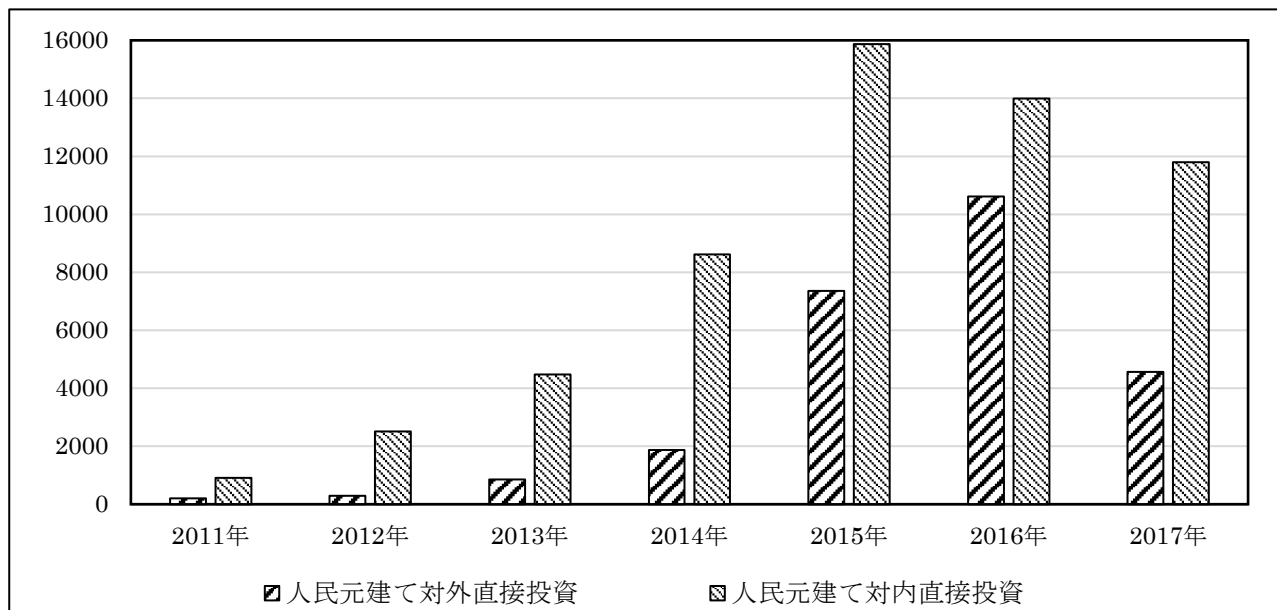
(出所) 中国人民銀行「人民元国際化報告2018」より筆者作成。

クロスボーダー人民元建て対中直接投資額は2011年の1,007億元から2015年の1.59兆元に順調に増加したが、2016年に1.40兆元に減少しており、さらに2017年に1.18兆元まで減少してきた(図8)。このように、2015年以降のクロスボーダー人民元建て直接投資額の急激な減少に伴って、直接投資から生じる人民元の外為取引もその時点から減少してきたと考えられる。

(3) クロスボーダー人民元建て貸出・借入

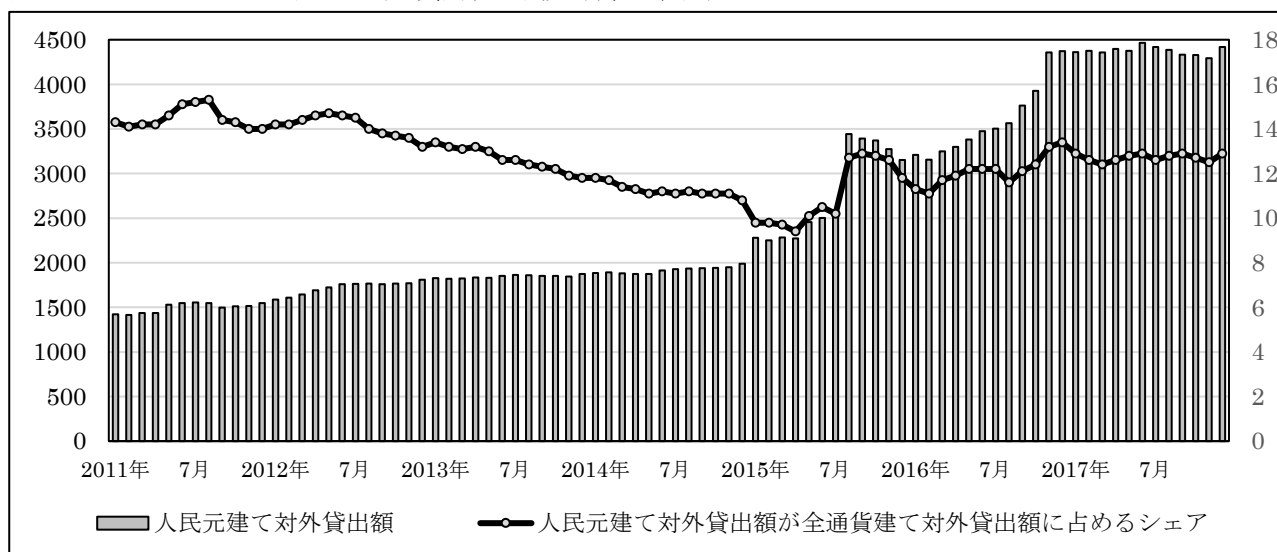
そして、2011年1月から中国人民銀行は、国内銀行業金融機関による人民元建て対外貸付業務を承認し始めており、続いて2012年9月に多国籍企業内部でのクロスボーダー人民元建て対外貸付のテストを開始した。2012年11月に、中国建設銀行上海支店は初めて、ゼネラル・エレクトリック(中国)子会社が、その米国親会社に対する

図8 クロスボーダー人民元建て直接投資額の推移（単位：億元）



（出所）中国人民銀行「人民元国際化報告」各年版より作成。

図9 クロスボーダー人民元建て対外貸出額の推移（単位：億元）



（出所）中国人民銀行資料より筆者作成。

1.5 億元のクロスボーダー人民元建て貸付業務を取り扱った。他方、2015年7月に中国人民銀行は広州南沙自由貿易区と珠海横琴新区が香港とマカオの銀行からの人民元建て借入を認めた。ここで注意する必要があるのは、クロスボーダー人民元建て貸出と借入の両方は、クロスボーダー人民元の資金移動をもたらすが、中国国内機関が外国から借り入れた人民元資金をそのまま国内プロジェクトに運用する場合、この部分の人民元の資金移動は、外

国為替市場における人民元の外為取引量の変化に影響を及ぼさないという点である。これに鑑みて、必ず人民元と外貨の交換を生じさせるクロスボーダー人民元建て貸出のほうが、より重視されるべきである。2017年末現在まで、クロスボーダー人民元建て対外貸出額は4,293億元に達しており、中国による対外貸出全体の12.9%を占めている（図9）。

5. まとめに代えて

本稿では、まず、「外国為替論アプローチ」が重視する為替媒介通貨機能に焦点を当てており、現在のところ、人民元の国際化および国際通貨化は、依然として第 1 段階（単なる国際化）にとどまっていることを指摘した。そして、為替媒介通貨人民元が成立していない原因を、「上から」と「下から」のアプローチから考察した結果、公的基準通貨機能の不足および対顧客外国為替取引量の不足が人民元を中心とする取引網の形成を妨げる主因であるという結論を得た。

続いて、近年では、人民元建て金融取引が人民元の外為取引の増加に与える作用はますます大きくなっていることを明らかにしたうえで、資本取引における人民元建て決済の趨勢が、当面の人民元国際化の成否の鍵となっていることを指摘した。最後に、証券投資を中心とする人民元建て資本取引は、いかなるプロセスを通じて人民元の外為取引量の変化に影響を及ぼすかを確認した。

本稿では、「下から」の取引数量面アプローチに重点を置きながら、投資通貨としての人民元の発展の重要性を考察したが、「上から」の価格面アプローチに関するより立ち入った考察は、今後の課題としたい。

- 1) 木下 (1979), 209 頁。
- 2) 同書, 204–207 頁参照。
- 3) 同書, 207 頁。
- 4) 同書, 201 頁。
- 5) 同書, 210 頁。
- 6) 深町 (1981), 138–157 頁参照。
- 7) 徳永 (1982), 124–129 頁参照。
- 8) 同書, 第 3 章を参照。
- 9) 山本 (1988), 183 頁。
- 10) BIS (2016), Table 25.
- 11) この分類法に関しては岩田 (2011), 435–438 頁を参照。
- 12) 岩田 (2005), 67–68 頁。
- 13) 「人民元 SDR 構成通貨に (上) 篠原尚之東京大学教授—国際金融体制の変革象徴, 「準備通貨の意義低下 (経済教室)」『日本経済新聞』, 2015 年 12 月 16 日, 朝刊。
- 14) 岩田 (2005), 67 頁。
- 15) Hartmann (1988), p. 5.
- 16) Tsuyuguchi and Wooldridge (2008), p. 4–6.
- 17) Galati and Heath (2007), p. 65.
- 18) 中国銀行 (BOC) が公表する CIFED 指数を参考すれば, 2015 年 8 月を境に国内市場での元建て債券発行のコストは大幅

に低下した。

<参考文献>

- 岩田健治 (2005) 「グローバル・地域統合時代の国際通貨論試論」研究年報『経済学』(東北大学), Vol. 66 No. 3, February 2005.
- 岩田健治 (2011) 『現代ヨーロッパ経済』第 3 版, 田中素香・長部重康・久保広正・岩田健治著, 有斐閣。
- 木下悦二 (1979) 『国際経済の理論』有斐閣, 1979 年。
- 徳永正二郎 (1982) 『現代外国為替論』有斐閣。
- 深町郁彌 (1981) 『現代国際主義と国際通貨』岩波書店。
- 山本栄治 (1988) 『基軸通貨の交替とドル』有斐閣。
- 中国海関総署「統計月報」。
- 中国人民銀行「人民元国際化報告」。
- BIS (2010・2013・2016), Triennial Central Bank Survey, Global Foreign Exchange Market Turnover.
- Gabriele Galati and Alexandra Heath (2007), What Drives the Growth in FX Activity? Interpreting the 2007 Triennial Survey, BIS Quarterly Review, December 2007.
- IMF (2016), Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2016, IMF.
- SWIFT, RMB Tracker.
- UNCTAD Statistics.
- Yosuke Tsuyuguchi and Philip Wooldridge (2008), The Evolution of Trading Activity in Asian Foreign Exchange Markets, BIS Working Papers, No 252, May 2008.

(2018. 6. 16 第 88 回全国大会)

