



(2012 年第 2 号)

2012 年 10 月 12 日

### 新興国通貨の国際化について

～人民元・ブラジルレアル・ロシアルーブルの国際化を考える～

公益財団法人 国際通貨研究所

経済調査部 副部長 中村 明

[akira\\_nakamura@iima.or.jp](mailto:akira_nakamura@iima.or.jp)

開発経済調査部 上席研究員 植田 賢司

[ueda@iima.or.jp](mailto:ueda@iima.or.jp)

開発経済調査部 上席研究員 (政策・メディア博士) 松井 謙一郎

[matsui@iima.or.jp](mailto:matsui@iima.or.jp)

#### <要旨>

1. 中国の貿易取引における人民元建て取引の増加や人民元と他通貨の直接交換の広がりなど、人民元の国際化は多方面において一定のペースで進んでいる。また、ブラジルレアルやロシアルーブルなど、他の BRICs 諸国の通貨も、徐々にではあるが国際市場における存在を増しつつある。これら新興 3 カ国の通貨、人民元、ブラジルレアル、ロシアルーブルの国際化は、それぞれ周辺の相互依存度の大きい経済において進むと予想される。
2. 一方、円は、長らくアジアにおける唯一のハードカレンシーとして国際化が進んできたが、日本の長い間の努力にもかかわらず、十分な成果が得られたとは言い難い。日本がすでに先進国主要国の一角を担っていたにもかかわらず、円の国際化は経済規模に見合う程度まで進まなかった。
3. その背景は、①1990 年以降、日本経済が低迷し、一方で周辺アジア経済の台頭により日本経済の存在感および信認が低下したこと、②日本が多くを輸入に頼っている

コモディティの国際取引は、慣習的にドル建てで表示・決済されること、③外国為替取引の決済が欧米との時差の影響を受けることなど日本の金融・資本市場が必ずしも使い勝手が良いといえないことである。また、海外への円資金の供給原資となる輸入の円建て決済、および円建て対外資本取引は活発化せず、アジアをはじめ海外における円資産の蓄積が不十分であったことも影響したといえる。

4. こうしたなか、日本にとって重要な経済パートナーである中国・ロシアという、アジア太平洋の新興大国が通貨の国際化を目指しており、日本は、さらに経済の相互依存度が高まるとみられる両国と、通貨スワップ協定の締結などで金融・為替取引における相互協力を強めていく必要がある。
5. さらに、APEC（アジア太平洋経済協力）の枠組みを通じ、金融の相互協力の枠組みを他のアジア太平洋の新興国に広げていくことで、地域の金融市場・通貨制度の安定に寄与することが見込まれる。日本は、これらの取り組みに積極的に関与していくことが求められよう。そうすることにより、一度は壁にぶつかった円の国際化の動きに、再度進捗の余地が生まれるように思われる。

## はじめに

日中政府間で、金融市場における相互協力を強化し両国間の金融取引を促進するとの合意がなされ、その一環として円と人民元との直接交換取引が2012年6月から東京・上海の両市場で始まった。中国の貿易取引における人民元建て取引の増加や、香港における人民元建て債券の発行増加など、人民元の国際化は多方面において一定のペースで進んでいる。また、ブラジルレアルやロシアルーブルなど、他のBRICs諸国の通貨も、徐々にではあるが国際市場における存在を増しつつある。これら新興3カ国の通貨の国際化が進む背景、および各国経済との関係は何であろうか。さらに、今後どのような形で進展していくのか。一方、日本は、円の国際化を目指し長い間努力を続けてきたが、十分な成果が得られたとは言い難い。そうした例も参考にしつつ、昨今の状況を踏まえながら、これら通貨の今後について論じてみたい。

## 1. 通貨の国際化の論点

### 1-1. 通貨の国際化の定義

一般に、ある国の通貨が国際化するとは、当該通貨の使用が国際的な規模に広がることである。具体的には、①外国貿易や外国直接投資、証券投資などの対外取引において当該国の通貨の使用頻度が高まること、また、②諸外国の外貨準備に占める当該国通貨

の比率が上昇することなどを指す。1999年の外国為替等審議会答申「21世紀に向けた円の国際化」によれば、「当該国のクロスボーダーの取引及び海外での取引における当該通貨の使用割合あるいは非居住者の資産保有における当該通貨建て比率が高まっていくこと」とされる。

ここで、国際的な規模に広がるとは必ずしも全世界的な規模に広がることではなく、国境を越え、経済的に依存関係の大きい国・地域との間でこれらの要素が高まることと考えるべきであろう。この点で、通貨の国際化は必ずしも基軸通貨となることを意味しない。

## 1-2. 通貨の国際化のメリット

通貨が国際化した場合の当該国のメリットを、民間の経済活動に即し、かつ通常時と非常時に分けて考える。まず、通常時においては、①貿易取引における為替変動リスクの軽減、②金融機関の国際競争力強化、③金融・資本市場の発展などが主要な内容となる。

①為替変動リスクの軽減については、とくに当該国の通貨が貿易取引における建値通貨および決済通貨として用いられることにより、企業が負担する為替変動リスクが軽減される。

また、②金融機関の国際競争力については、通貨が金融取引により広く利用されれば、その国の通貨の取り扱いに優位性を持つ当該国の金融機関の競争力が強まり、ビジネスチャンスが拡大しよう。さらに、本国通貨の国際化は金融機関にとって外貨調達などにかかる流動性のリスクの軽減につながるメリットもある。この結果、③金融・資本市場の発展がもたらされる。

一方、非常時については、ドルやユーロといった基軸通貨あるいはそれに次ぐ主要通貨の変動の影響を軽減するメリットがある。とくに2008年のリーマンショック後の世界的な金融・債務危機においては、ドルやユーロの相場変動が拡大し、また、しばしば流動性が不足しがちとなった。これら主要通貨の変動から受ける影響を完全に遮断することはできないものの、本国通貨の使用およびドル・ユーロ以外の通貨との直接取引を高めることにより、将来同様の危機が生じた際、インパクトを少しでも小さくすることが可能になると考えられる。さらに、世界的視点に立つと、新興国の為替相場変動リスクが通貨の国際化を通じて小さくなれば、地域金融ひいては国際金融の安定に貢献することになる。

他方で、デメリットとしては、通貨が外国の経済主体に利用されるなか、対外取引を通じ、国内に投機性の強い資金が出入りし、金融市場が不安定化する可能性が高まることがあげられる。中国が貿易における人民元取引を自由化する一方で、資本取引に厳しい規制を課しているのはこのためである。しかしながら、実際に実物取引に裏付けられた資金と投機性の大きい資金とを区別することは困難なほか、先進各国の例が示すと

り、金融・資本市場が厚みを持つためには、ある程度、投機性の資金が流出入する必要があることも事実であろう。であればこそ、次節のとおり、通貨の国際化を本格化させるうえで、金融システムの健全性強化が必要となるのである。

### 1 - 3. 通貨の国際化に必要な条件～通貨の自由化と国際化

通貨が国際化するために必要となる前提条件が2つある。ひとつは、当該国の対外取引を中心とした経済活動が世界あるいは特定地域に置いて一定レベルに拡大することである。まず必要となるのが、当該国の経済規模や貿易取引額が拡大し、世界全体あるいは特定の地域において一定の大きさに達することである。そのためには、対象となる地域と経済における相互依存度が高まり、貿易をはじめとした経常取引や資本取引というクロスボーダー取引が増加することが求められる。

もうひとつは、そうした活動に当該国通貨を使用するうえでの制約・規制がないこと、すなわち通貨が自由化されていることである。また、当該通貨に係るクロスボーダーの経常・資本取引における規制が無いもしくは限定的であることが必要であり、規制が存在する場合にはその緩和・撤廃が求められる。さらに、通貨が外国の経済主体により用いられるためには、内外の経済主体が当該国の金融・資本市場で取引を行えるよう、国内金融・資本市場を整備・開放する必要がある。具体的には、①金利および金融業務の自由化、②金利・為替の先物市場の整備、③短期金融市場・債券市場の育成などである。これら国内市場の整備・自由化は、開かれた競争的な市場の構築を通じ金融機関が競争力を高めることにより、通貨が国際化した後に想定される資本の流出入の拡大に対する、国内の金融・資本市場の対応力の向上につながる。こうした条件が整わないうちに、対外取引の自由化を進めたことが、1997年から98年にかけて生じたアジア通貨・金融市場危機の原因の一つになったことは、近年における最も顕著な教訓であろう。

### 1 - 4. 円の国際化の経験と各国の現状

#### (1) 円の国際化の経験

ここで、日本の円の国際化に向けた取り組みと進展に関して振り返り、新興各国の現状との対比を行う。日本では、1980年の外為法全面改正に伴い、対外取引が原則自由となり、円の国際化へ向けた取り組みが本格化した。1980年代半ばには、この動きがさらに加速し、1984年5月には、前年に設置された日米円・ドル委員会から「日米円・ドル委員会報告書」が、大蔵省（当時）から「金融自由化及び円の国際化についての現状と展望」が発表された。いずれも、円の国際化と金融の自由化を同時に進めるためのプログラムである。両者の要点とその後の円の国際化への取り組みの様子は図表1のとおりである。通貨の国際化と国内の金融自由化が一体であり、両者が同時に進められて

きた様子が窺える。

図表 1：円の国際化を巡る日本政府・産業界の動き

1984年 5月	<p>「日米円・ドル委員会報告書」          円の国際化に関する主な項目          (1) 日本の金融市場の自由化              CD発行の弾力化、市場金利連動型大口定期預金の導入              大口定期預金の金利規制緩和・撤廃、円建てBA市場創設              居住者の海外口座、円転規制の撤廃等          (2) 外国金融機関の参入          (3) ユーロ円市場の規制緩和          (4) 直接投資の促進</p> <p>大蔵省「金融自由化及び円の国際化についての現状と展望」          1. 金融自由化              (1) 金利                  市場金利連動型商品の創設等              (2) 金融・資本市場                  円建てBA市場創設、短期国債市場の検討                  インターバンク金利規制の撤廃の検討等              (3) 業務内容                  金融機関相互の業際、制度問題の漸進的改善等          2. 円の国際化              (1) 経常取引                  円建てBA市場創設による貿易取引円滑化              (2) 円転規制の撤廃、円建て外債の発行・運営ルールの弾力化                  ユーロ円貸付の自由化、東京オフショア市場の創設等</p>
1987年 6月	大蔵省「金融・資本市場の自由化・国際化に関する当面の展望」
1988年 6月	経団連「円の国際化促進の要望書」
10月	自由民主党金融問題調査会「円の国際化に関する小委員会による提言」
11月	大蔵省外国為替等審議会「円の国際化専門部会の中間報告」
12月	大蔵省「円の国際化の推進策について」
1998年 4月	改正外為法施行 内外取引の事前許可、届出制の原則廃止
1999年 4月	外国為替等審議会答申「21世紀に向けた円の国際化」
2001年 6月	大蔵省国際局「円の国際化推進研究会報告書」

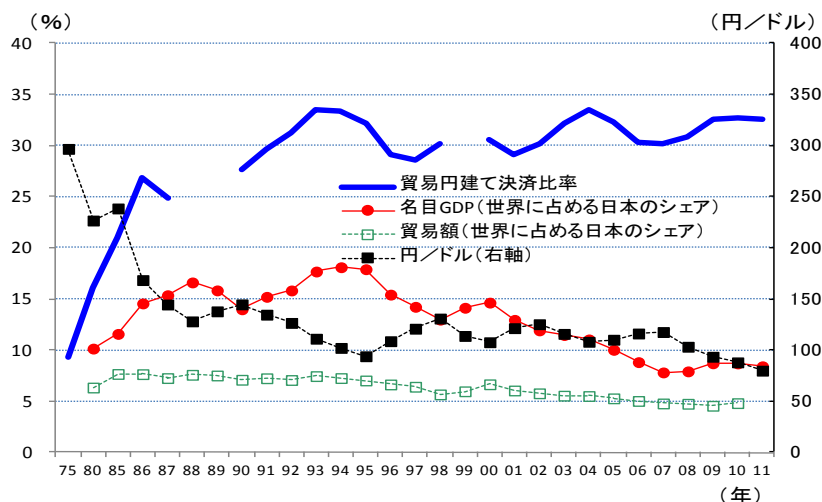
(資料) 国際通貨研究所「円の国際化」1999年2月をもとに作成

これら取り組みなどの結果としての円の国際化の進捗は以下のとおりである。結論として、円の国際化は、貿易をはじめとする①経常取引、また、②資本取引、③公的準備のいずれに関しても、あまり進展していない。

輸出入関連企業を中心に実業界の関心が高い貿易における円建て取引は1970年代より拡大の勢いを増したが、1990年代初頭以降は増勢を失った。図表2は日本の貿易における円建て取引比率と、貿易取引総額および名目GDPの世界におけるシェア、円の対ドル相場をみたものである。貿易における円建て取引比率は、1970年代から1980年代にかけて、世界に占める日本経済の比率が上昇し、円の対ドル相場が上昇を続けるなかで、貿易における円建て取引比率は上昇した。しかし、1993年の33.5%でピークに達

し、その後ほぼ同レベルで推移している。

図表 2：日本の円建て貿易決済比率と貿易・経済の世界シェア



(資料) 経済産業省、財務省、IMF

また、ピーク時の円建て比率を同時期の先進主要国と比較すると、基軸通貨国である米国はもとより、ドイツ・フランス両国と比べても貿易の自国通貨建て取引比率は見劣りする (図表 3)。

図表 3：主要国の自国通貨建て貿易決済比率

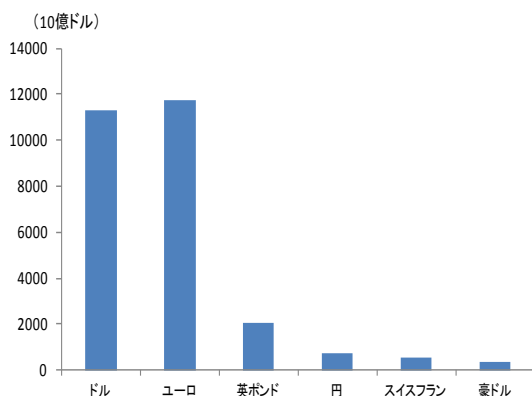
	日本	米国	ドイツ	フランス
	1993年	1988年	1995年	1997年
輸出	43	96	75	49
輸入	18	85	52	47

(資料) 通産省「輸出入決済通貨動向調査」、各国統計

資本取引について、世界における各国通貨建て債券の発行残高をみると (図表 4)、円建て債券の残高は、ドル建て債やユーロ建て債を大きく下回る。ポンド建て債券の半分にも満たず、むしろスイスフラン建て債や豪ドル建て債に近い規模である。

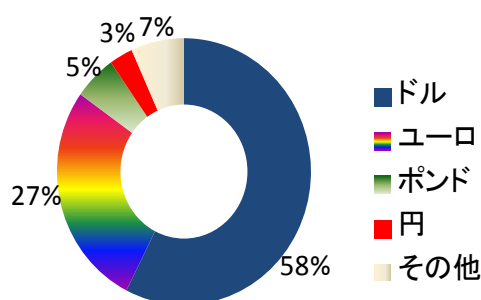
また、世界の公的準備における円の比率も極めて小さい。図表 5 は、各国中央銀行の保有する外貨準備における通貨別の割合をみたものだが、円の比率は 2011 年末時点においてわずか 3%にとどまっている。ドルとユーロのシェアが大きく、円はポンドに続く 4 位である。円の保有率は 1970 年代半ば時点で 2%と低く、日本経済のプレゼンス拡大などにより、1991 年には 8%を超える水準にまで達したが、その後の日本経済の低迷や欧州単一通貨ユーロの誕生などにより、最近では再び低い水準へ落ち込んでいる。

図表 4：通貨別の世界の債券発行残高（2011 年 12 月）



(資料) BIS ウェブサイト

図表 5：世界の外貨準備 通貨別割合（2011 年末）



このように、日本がすでに先進国主要国の一角を担っていたにもかかわらず、円の国際化が経済規模に見合う程度まで進まなかった背景は、主として以下の3点に要約できよう。

第1に、1990年以降、日本経済が低迷し、一方で周辺アジア経済の台頭により日本経済の存在感および信認が低下したことである。第2に、日本が多くを輸入に頼っているコモディティの国際取引は、慣習的にドル建てで表示・決済されることである。第3に、外国為替取引の決済が欧米との時差の影響を受けること、また改善されつつあるものの、使用言語の制約などといった面で日本の金融・資本市場が必ずしも使い勝手が良いといえないことである。

もちろん、円が長らくアジアにおける唯一のハードカレンシーとして重要な役割を果たしてきたのは事実である。ただし、経済のプレゼンス拡大にもかかわらず、海外への円資金の供給原資となる輸入の円建て決済、および円建て対外資本取引は活発化せず、アジアをはじめ海外における円資産の蓄積は不十分であった。また、1997年から98年のアジア通貨危機に際して、官民ともに、アジア諸国に対し十分な円の流動性を供給しなかったことも、円のさらなる国際化の機会を逃した一因といえよう。

なお、円の国際化の進展と金融の自由化との関係について、カリフォルニア大学バークレー校のアイケングリーン教授は、その著書“Exorbitant Privilege”（参考文献 Barry Eichengreen.(2011)）において、1980年代の円の国際化を目指した日本の金融自由化策は期待どおりの成果を生まず、むしろその後のバブルの崩壊をもたらし、東京の国際金融センター化に失敗したと結論付けている。それによれば、日本は、1980年代に円の国際化を目指し東京を国際金融センターにすべく、内外金融市場の自由化を実施した。金融の自由化は大企業の資本市場からの資金調達を容易にしたが、一方で、銀行は主要顧客を失い不動産業への融資を積極化し、これがその後の巨大なバブルの生成と崩壊につながった。このため、東京は2流の国際金融センターから抜け出せなくなったというものである。この見方は部分的には正しいが、金融の自由化が経済のバブル化とその崩

壊、および東京金融市場の凋落を通じた円の国際化の失敗の原因のすべてであるかのよ  
うに語られている点は極端に過ぎるといえるのではないか。

## (2) 新興3カ国の現状

ここで、中国・ブラジル・ロシア3カ国の現在の経済規模や貿易・資本取引の大きさを、円の国際化が始まった1980年当時の日本と比較すると、以下の点が確認できる(図表6)。

いずれも名目の値であるため30年前との比較は難しいが、世界全体に占める割合をもとに考えると、中国は名目GDPおよび輸出入において、1980年時点の日本と同じかそれ以上の規模に達している。対外・対内直接投資のフローにおいても、同様に単純な比較は難しいが、中国とロシアは直接投資の対外・対内両面において、またブラジルは対内直接投資において、1980年時点の日本を上回る水準にある。3カ国はこれらマクロの経済活動に関しては、かつての日本との比較でみて、概ね通貨の国際化が進む条件を満たしているといえよう。

図表6：日本、中国、ロシアの主要統計（2011年）

	(10億ドル、%)				
	中国	ブラジル	ロシア	日本(1980)	日本(2011)
名目GDP	7,298	2,475	1,850	1,087	5,869
(世界合計に占める割合)	10.2	3.4	2.6	10.2	8.2
輸出額	1,899	256	516	127	821
(世界合計に占める割合)	10.6	1.4	2.9	6.5	4.6
輸入額	1,743	226	305	125	853
(世界合計に占める割合)	9.4	1.2	1.6	6.2	4.6
対外直接投資	65	▲1	67	2	114
対内直接投資	124	67	53	0	▲2
対外証券投資	8	5	3	4	57
対内証券投資	32	68	2	11	▲1

(注) 対外・対内証券投資は2010年のデータ。

(資料) IMF "IFS"

他方で、当該国通貨を使用するうえでの対外取引における制約・規制および国内金融・資本市場の整備・自由化に関しては、3カ国の現状はまちまちながら、いずれの国も十分な体制が整っているとは言い難い。次章以下で述べるとおり、中国では資本取引は厳しく管理されているほか、国内金融市場の自由化も道半ばである。また、ロシアでは、經常・資本取引ともに比較的早い段階で自由化されたが、為替制度が変動相場制に移行した後も、相場水準を一定の範囲に収めるべく中央銀行による積極的な為替介入が続いている。



## 1 - 5. ドルの信認低下と国際通貨制度見直し

これら新興3カ国は、それぞれが自国通貨の国際化を目指した取り組みを続けているほか、インドを含めたBRICs全体、あるいはより広く複数の新興国の枠組みで脱ドルの動きを強めている。もとより各国は自らの経済力の拡大を背景に発言力を増しており、とくに、中国は2008年のグローバル金融危機以後、既存の国際通貨制度のあり方についての否定的な見方を積極的に提示し始めた。象徴的な出来事が、2009年3月に中国人民銀行の周小川総裁がドルを基軸通貨とする既存の国際通貨システムの問題点を指摘し、SDR（特別引き出し権）の機能を拡充し準備通貨にすべきという主旨の論文を発表したことがであった。主張自体は目先の現実性を欠くものの、経済大国となった中国が米国の通貨であるドルの限界と、IMFが管理するSDRの機能強化を提案したことは、国際金融界に衝撃を与えた。以後、国際通貨制度改革に関する議論が活発化し、IMFのスタッフにより国際通貨制度改革に関するレポートが発表されたほか、国際経済研究所のバーグステン所長、前述のアイケングリーン教授、コロンビア大学のスティグリッツ教授など、米国の有力な研究者・経済学者も国際通貨体制の在り方について提言をおこなっている。

2012年に入っても、BRICS（従来のBRICsに南アフリカを加えた5カ国）は国際通貨・金融に関し活発な議論を続けており、3月には、WTO（世界貿易機関）の会合において、ブラジルの提案により、同会合では異例となる通貨問題を議論する特別会議が開催されたほか、BRICS会議において、途上国のインフラ整備などを支援するため関係国が出資する「BRICS銀行」の創設を検討することが合意された。引き続きこれら諸国の動向からは目が離せない。

新興3カ国それぞれの通貨の動向は次章以下のとおりである。

## 2. 中国人民元

### 2 - 1. 人民元国際化に向けた最近の動向

#### (1) クロスボーダー貿易人民元決済

中国は1996年にIMF8条国に移行し、經常取引に関わる取引は原則自由となったが、人民元は基本的にはクロスボーダーの取引や国外<sup>1</sup>での受け渡しを伴う取引において使用が不可能な通貨だった。

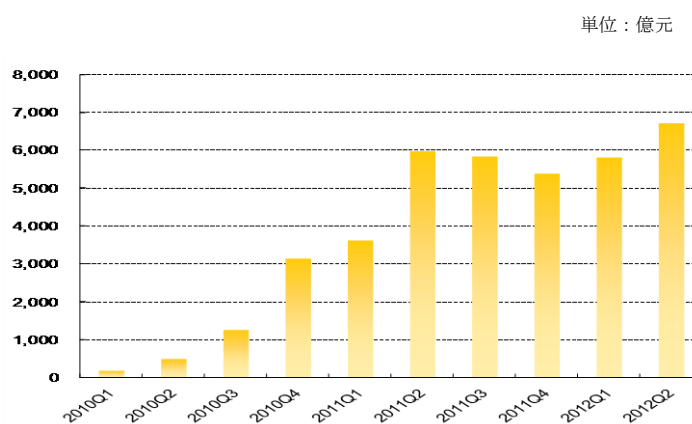
<sup>1</sup> 本章では便宜的に「国外」という用語を使用している。ここでいう「国外」には中国国外のほか香港・マカオを含む。反対に、「国内」という用語には香港・マカオを含まない。

2009年7月、中国人民銀行ほか関連部門は「クロスボーダー貿易人民元決済試行管理弁法」を公布・施行した。これにより上海市および広東省の4都市におけるパイロット企業は、香港のほかASEANの取引先との間の貿易取引において人民元による決済が可能となった。2010年6月には、対象を中国国内の20の省・自治区・直轄市の企業（輸出はパイロット企業に限定）と全世界との貿易取引に広がり、その後さらに対象の拡大が進められ、現在では国内の全ての地域において、貿易権を有する企業であれば人民元によるクロスボーダー貿易取引が可能になっている。

また、当初2009年7月に人民元クロスボーダー決済が認められた際には、決済可能な取引は貿易取引に限られていたが、2010年6月にはサービス取引などを含む經常取引全般に拡大された。

中国人民銀行が公表する「中国貨幣政策執行報告」によれば、2011年のクロスボーダー貿易人民元決済額は前年比3.1倍の2兆800億元となり、中国の全貿易総額に占める割合は1割に達した（図表7）。ただし、2011年第3四半期のデータによれば、中国本土のクロスボーダー貿易人民元決済額5,834億元に対し、香港のクロスボーダー貿易人民元決済額は5,254億元となっており、クロスボーダー貿易人民元決済取引の実に9割（金額ベース）が香港相手の取引となっている。

図表7：クロスボーダー貿易人民元決済額の推移



(出所) 中国人民銀行「2011年第4四半期中国貨幣政策執行報告」

## (2) 人民元オフショア市場

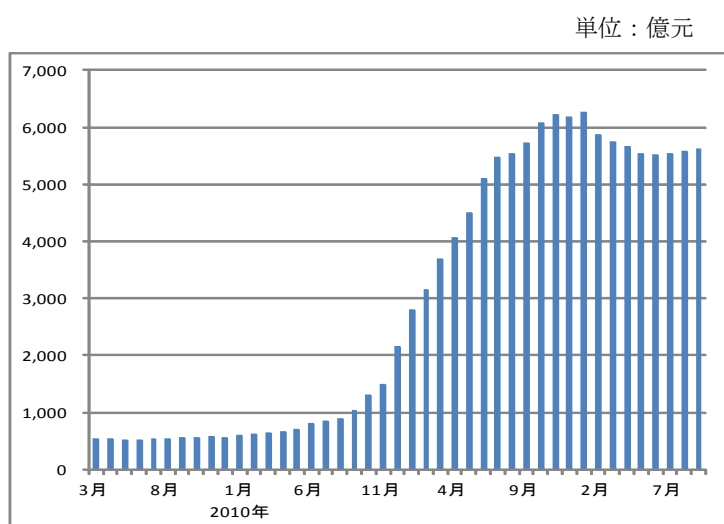
人民元国際化の推進により国外での人民元の流通が増えている。海外における人民元取引を担うオフショア人民元市場を巡っては世界的にも各市場の間で競争が繰り広げられている。

香港市場については、外国為替管理上は外国扱いであるものの中国の領土の一部だというアドバンテージもあり、オフショアで流通する人民元の大部分は香港市場においてである。香港においては、オフショア人民元市場の実験場として最も早くから人民元取

引が解禁され、他の市場に比べて圧倒的な取引の厚みを持っている。

香港では2003年に個人向け人民元業務が解禁され、人民元預金、クレジットカード業務などの取り扱いが開始された。その後2009年にクロスボーダー人民元貿易決済が開始され、2010年7月、香港金融管理局（HKMA）は香港での人民元取引に係る規制を大幅に緩和、「中国本土への資金移動が行われない限り、原則他の通貨と同様に取り扱うことが可能」となっている。翌月、香港のインターバンク市場で為替・資金の取引が成立、オフショア人民元市場が発生した。香港市場における米ドル・人民元取引の出来高は約150億元程度といわれており、後述する東京市場の円・人民元取引の10倍以上の規模である。また、香港における人民元預金は2010年半ば以降急速に増加し、2012年7月末現在5,632億元（6兆9,000億円）に上り、各種人民元建ての金融商品が組成・販売され、香港企業や非居住者による人民元建て債券（点心債、Dim Sum Bond）の発行も2011年には1,079億元（1兆3,000億円）に達している。

図表8：香港の人民元預金



(出所) 香港金融管理局

先行する香港市場に次ぐオフショア人民元市場の地位を巡っては、シンガポール、ロンドンなども名乗りを上げている。英中政府は、2011年9月にロンドンオフショア人民元市場の発展に向けて互いに協力することで合意しており、2012年4月には、ロンドン市場においてHSBCが、香港市場以外では初めてとなる人民元債券を発行したと報道されている。日本においても後述のとおり2011年末に日中両国政府によって金融協力の強化の合意がなされたなかで、具体的に東京市場において人民元オフショア市場を発展させることを掲げている。いずれも人民元国際化を自国の金融市場の活性化に取り込む戦略といえる。

図表 9：香港における人民元建て債券の発行状況（主要発行体のみ）

年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年 1～6月
発行金額 (億元)	100	120	160	358	1,079	672
発行体	居住者	政策性銀行(中国国家開発銀行、中国輸出入銀行)、国有商業銀行(中国銀行、中国建設銀行、交通銀行)	中国政府(財政部)、政策性銀行(中国国家開発銀行)、国有商業銀行、外資系銀行(HSBC(中国)、東亜銀行(中国))	中国政府(財政部)、政策性銀行(中国国家開発銀行、中国輸出入銀行)、国有商業銀行(中国銀行)	中国政府(財政部)、政策性銀行、国有商業銀行、事業会社(首鋼、宝鋼集団、東京センチュリーリース合併)	中国政府(財政部)、政策性銀行(中国国家開発銀行、中国農業発展銀行、中国輸出入銀行)、事業会社(宝鋼集団、大唐、華為、海航集団)
	非居住者	-	-	-	国際機関(アジア開発銀行)、事業会社(ケイマン/ホプウェイ・ハイウェイ、米マクナルド、米キャピタル、マカオ/キャクシー・エンターテイメント、中国重汽(香港)、華潤電力、招商局集団(香港))、金融機関(UBS、ANZ)	国際機関(世界銀行、IFC)、政府系金融機関(韓国輸出入銀行、韓国産業銀行、マレーシア/カナダ/オーストラリア/ファイナンス、独ボッシュ・シーメンス・ハウスグレーテ、仏エアキートン・グループ、英BP、英テスコ、米キャピタル、シンガポール/パシフィック・アンテス・リソーシズ、独フォルクスワーゲン、シンガポール/GLP、マカオ/メルコ・クラウン・エンターテイメント、英蘭ユーロバ、オリックス、招商局集団(香港)、ケイマン/永豊余、三井住友リース)、金融機関(印IDBI、ICBC Asia、英ロイズTSB、モルガン・スタレー、スウェーデン/スペイン・カ・ハンデルスバンク、独バーデン・ビュルテンベルク州立開発銀行)

(出所) 香港金融管理局、ロイターほか各種資料

## 2 - 2. 人民元国際化の展望

### (1) 人民元国際化の背景

中国はこれまでクロスボーダーの資本取引については、外貨を含め厳しく制限してきた。1980年代の中南米の累積債務問題に学んで、非債務性資金である直接投資の導入を積極的に進める一方、国外からの証券投資や借入などの債務性資金の取り入れを厳しく制限するという戦略をとってきた。近年の国際収支危機は、経常収支赤字のファイナンスが困難に陥って引き起こされるというよりも、国外への急激な資金引き揚げによって引き起こされるという性格が強い。中国がとった戦略は、急激な資金の引き揚げ圧力に対して抵抗力が強く、その結果、中国は国外で起こる様々な経済的混乱が国内経済に波及する度合いを相対的に小さくすることができた。1997～98年のアジア通貨危機で中国が他のアジア諸国と異なり、通貨・金融危機を回避できたこと、また、2007年の米国サブプライム危機に端を発した世界的な金融危機においても、国内金融セクターに危機が波及することがなかったのは、厳しい資本規制の存在が大きかったといえる。

しかし、2008年以降の世界的な金融危機によって、米ドルやユーロなど主要通貨の

為替レートは大きく変動し、貿易取引を米ドルに過度に依存することのリスクを強く認識するようになった。クロスボーダー貿易人民元決済が進めば、企業の為替変動リスクを回避し、為替差損を減少できるほか、外貨準備など対外資産においても外貨で保有し為替リスクを抱える要因を減少でき、また、中国の金融機関が業務を拡大し競争力を強化できる点でメリットが大きいと考えられる。中国政府が掲げる2020年を目標に上海国際金融センターを建設する構想にも資する。結局のところ、中国経済の拡大に伴い、人民元の海外での利用に対する厳格な制限が経済活動に対する制約になってきたことがこうした動きを促しているといえる。

中国政府は、対外取引における使用通貨を米ドル集中から多様化するため、様々な場で二国間貿易における自国通貨建て決済促進の構想を打ち出している。2011年4月に中国・海南島で開催されたBRICS（ブラジル、ロシア、インド、中国、南アフリカ）首脳会議に合わせて締結された「BRICSの政府系銀行協力メカニズムにおける金融協力覚書」のなかで、BRICS5カ国は自国通貨建ての貿易決済の規模を段階的に拡大し、貿易や投資の利便性を高めると述べている。また、2011年5月にベトナムのハノイで開催された第14回ASEAN+3（日中韓）財務大臣会議後に発表された共同ステートメントによると、日中韓3カ国は自国通貨を使用して互いに輸出入貿易の決済を行うことについて、実行可能性の研究を進めることで合意している。2012年3月にはインドのニューデリーにおいて、中国国家開発銀行はBRICS間で貿易や投資の分野で人民元の利用促進を図るため、BRICS諸国のそれぞれの開発銀行に対して人民元建て融資を提供することを取り決めた。こうした状況を受け、2015年には中国の対アジア貿易における人民元決済の割合が約50%まで高まると予測している金融機関もある。

## (2) 人民元国際化のマスタープラン

中国当局は人民元資本取引について、今後の展望として段階的に規制を緩和する方向性を示している。この点で、中国人民銀行の調査統計局プロジェクトチームが2012年2月に作成した「中国が資本勘定を加速する条件は基本的に整った」と題する報告書が参考になる。

報告書は、これまで中国当局が言及してこなかった人民元資本取引の自由化に関わる具体的なタイムスケジュールについて初めて言及している。①短期的（1-3年）には直接投資への規制を緩和し、中国企業の海外投資戦略を奨励する。②中期的（3-5年）には貿易などの実体経済の裏付けのある商業貸付への規制を緩和し、人民元国際化を後押しする。③長期的（5-10年）には金融市場の整備を促進し、慎重なペースで不動産、株式、債券取引を開放する。投機性が強い短期の対外債務は長期にわたり開放すべきではない、と述べている。

こうした流れを受けて、最近の人民元資本取引に関しては段階的な規制緩和が行われている。具体的な動きは次のとおりである。

2010年8月、中国人民銀行は海外の中央銀行や海外の人民元決済参加銀行に対して、中国国内の銀行間債券市場で取引されている中国国債などの債券に人民元を使用して投資することを認めた。これはクロスボーダー資本取引のうち中国への流入方向の証券投資で人民元の使用を認めるものである。(ただし、ここで使用できる人民元は中央銀行間の通貨スワップ協定や人民元クロスボーダー決済によって中国国内から海外に支払われた人民元の資金に限られ、従来から国外で流通している人民元や為替売買により新たに購入した人民元を使用することは認められない)。

2011年1月には、中国人民銀行が「域外直接投資人民元決済試行管理弁法」を公布し、中国からの流出方向の直接投資を人民元建てで行うことを認めた。併せて、直接投資認可額の範囲内で直接投資先企業に対し人民元建ての貸出を行うことも認めた

2011年10月には、商務部が「クロスボーダー人民元直接投資に関する関連問題の通知」を、中国人民銀行が「外商直接投資人民元決済業務管理弁法」をそれぞれ公布し、これにより海外の投資者が人民元で対内直接投資を行うことを認めた。併せて、海外からの借入(外債)も認めている。

図表 10：人民元資本取引に関する最近の主な動き

		対内 (国外→国内)	対外 (国内→国外)
経常取引	財貿易取引	2009年7月、クロスボーダーの財貿易の人民元決済を試行開始	
	財貿易取引以外	2010年6月、クロスボーダーのサービス貿易を含む経常取引全体に人民元決済を拡大	
資本取引	直接投資(含む、その他投資)	2011年2月、人民元による対内直接投資と対外借入の試行を開始	2011年1月、人民元による対外直接投資や直接投資企業に対する中国本土からのクロスボーダー貸付を認める
	証券投資	2010年8月、海外の中央銀行や人民元決済参加銀行に対し、中国国内の銀行間債券市場において人民元で債券を購入することを認める	—

(出所) 筆者作成

### (3) 人民元国際化の課題

以上のように人民元国際化は経常取引のみならず資本取引においても着実な進展を見せているものの、まだ多くの課題が残されている。中国当局も、通貨政策を実施するにあたり3原則、すなわち、主体性の確保(中国自身のペースでの意)、管理可能性、漸進性に基づくことを強調している。このため人民元国際化、自由化については今後も段階的かつ慎重に推進されると考えられる。

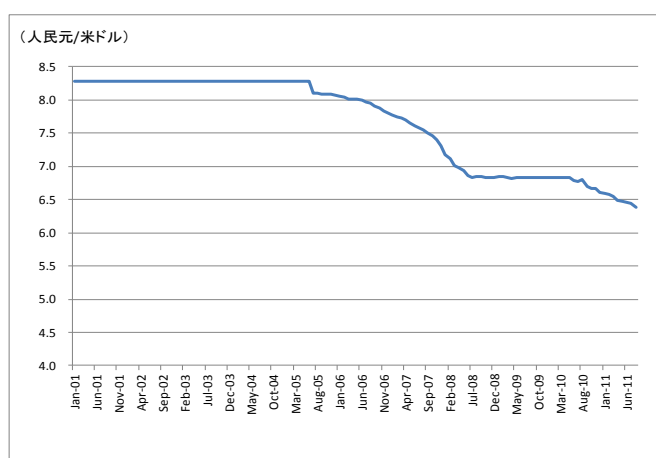
一般的に資本取引の自由化の前には国内の金利自由化が必要と考えられる。国内の金利が自由化されていないなかで資本取引を自由化すると、当局のコントロールが及ばない形でオフショアから資金が流入してしまい、インフレやバブルの発生を助長しかねない

い。逆にオフショアへのキャピタルフライトを招くこともある。金融全体の自由化には順序が重要であり、これらを他の政策への影響を見極めながら慎重かつ段階を経て進めてゆく必要があるが、国内の金融改革は既得権益層の抵抗などによりなかなか目立った進展が見られない。中国当局としても、金融の自由化による混乱には神経を尖らせている。

人民元の使用拡大のためには為替制度の弾力化も必要である。人民元相場の弾力化がゆっくりとしたペースで進み、今後の人民元相場において人民元先高の方向性がはっきりしている状況においては、貿易決済における人民元の使用により損失を被るのが当事者のいずれの側となるか明らか（中国から輸出の場合は外国側が、中国が輸入する場合は中国側が不利）であることから、互いに折り合いがつかず、結果的に人民元の使用拡大が思うように進まないとの見方もある。このような問題が発生しないようにするためには、人民元為替レートの一方向的な上昇期待が生じないように人民元為替レートの変動をより弾力的にする必要がある。中国経済における輸出の影響度を勘案し弾力化をなかなか実行できない場合には、結果的に人民元の使用拡大が進まなくなる。

人民元と外貨の為替売買については、非居住者間の人民元取引は基本的に自由とし、国外の銀行間売買で得られた人民元の対内直接投資や海外からの借入（外債）といった資本取引への使用も容認している。一方で、2011年6月に中国人民銀行は「クロスボーダー人民元業務に関連する問題を明確化することについての通知」を公布し、国外の銀行と国内の銀行との間の人民元為替売買は3カ月以内に決済される貿易取引にかかると限定するという制約を課している。一連の人民元国際化の措置により海外に流出した人民元を国内に還流させることは問題ないが、本土市場への自由なアクセスを認め、クロスボーダーの為替売買を自由化することになると、人民元の為替レートをコントロールしにくくなり、当局としてはこうした措置については慎重な姿勢だと考えられる。

図表 11：人民元対米ドル為替レートの推移



(出所) Bloomberg

## 2-3. 日中金融協力について

2011年12月25日の日中首脳会談で「日中両国の金融市場の発展に向けた相互協力の強化」について合意が行われた。これを受けて2012年6月1日から東京、上海両市場において日本円と人民元の直接取引が開始された。これは中国側にとっては人民元国際化を後押しする措置でもある。

図表 12：日中両国の金融市場の発展に向けた相互協力の強化

- |   |
|---|
| <p>(1) 両国間のクロスボーダー取引における円・人民元の利用促進</p> <ul style="list-style-type: none"><li>・ 円建て・人民元建ての貿易決済を促進し、両国の輸出入者の為替リスクや取引コストを低減</li><li>・ 日系現地法人向けをはじめとする、日本から中国本土への人民元建て直接投資</li></ul> <p>(2) 円・人民元間の直接交換市場の発展支援</p> <p>(3) 円建て・人民元建て債券市場の健全な発展支援</p> <ul style="list-style-type: none"><li>・ 東京市場をはじめとする海外市場での日本企業による人民元建て債券の発行；パイロットプログラムとしての、中国本土市場における国際協力銀行による人民元建て債券の発行</li><li>・ 日本当局による中国国債への投資に係る申請手続きを進める</li></ul> <p>(4) 海外市場での円建て・人民元建て金融商品・サービスの民間部門による発展促進</p> <p>(5) 上記分野における相互協力を促進するため、「日中金融市場の発展のための合同作業部会」の設置</p> <p>このほか、日中両国首脳は、チェンマイ・イニシアティブにおける危機予防機能の導入及び危機対応機能の更なる強化など、ASEAN+3で進められている金融協力の強化に向けた取組みを加速することに合意した。</p> |
|---|

(出所) 財務省

日本では企業が円・人民元の取引を行う際、それまでは銀行が外国為替市場で日本円と米ドル、米ドルと人民元の二つの取引に分解してカバー取引を行っていることが多かった。またその取引価格は円・人民元の対米ドルレートを組み合わせたクロスレートで決定されるとともに、資金決済の際には米ドルとの決済を要していた。

これに対して円・人民元直接取引が開始され、市場が一定の厚みを持つようになれば、取引に米ドルを介在させない結果、ビッドとオファーのレート間のスプレッドが縮小する可能性があり、最終的には企業にとっても取引コストの低下が期待できる。また、米ドルを介在させない資金取引が可能となり、金融機関にとっても時差などによる決済リスクが低減する。こう考えると、日本円と人民元の直接交換取引が始まったことは画期的な出来事といえる。

市場関係者によれば、東京市場の出来高は8億元（100億円）前後の規模となったようだが、その後も相応の規模の取引が続いている模様だ。ビッドとオファーのレートの



間のスプレッドについても、従来の米ドルを介した取引と比べて、やや低下している模様で、東京における円・人民元の直接取引は、まずは順調なスタートを切ったといえそうだ。

一方、同じく6月1日から上海の銀行間外国為替市場においても、新たに円・人民元の取引にマーケットメーカー制度が導入され、円・人民元直接取引が本格的に開始された。マーケットメーカーに指定された銀行は常時円・人民元の売値と買値を提示し、その価格で取引に応じる義務を負う。また、市場の運営主体である中国外貨取引センター（CFETS）は毎朝、複数のマーケットメーカーが提示する円・人民元レートの平均値を中間値として公表している。これまでのところ一日当たりの出来高は30億元の規模に上り、東京同様、取引のスプレッドも従来に比べやや低下してきている模様だ。

上海の銀行間外国為替市場においては、人民元と取引可能な通貨の種類は、当初、米ドル、ユーロ、英ポンド、日本円、香港ドルの5通貨に限定されていたが、2010年8月にマレーシアのリングgit、2010年11月にロシアのルーブル、さらに、2011年11月からは豪ドル、カナダドルに対する取引も開始されるなど広がりが加速している。しかし、適時必要な額を手当てするのは困難な状況であるため、人民元と米ドル以外の通貨との取引量は少なく、金額ベースで99%以上の取引が米ドルを介在させてきた。これまで対リングgit、ルーブルとの取引についてのみ、他の通貨を介在させず直接値決めを行っているが、今回の取引開始によって、日本円は米ドル以外の主要通貨として初めて直接取引が行われる通貨となった。

現在の東京市場での円・人民元取引は、日本のメガバンク3行が中心となって自己勘定で行っている割合が大きいのが実情だ。今後市場をさらに発展させてゆくには、企業の円・人民元取引利用の拡大が不可欠である。

2011年の貿易統計によれば、日中間の輸出入合わせた貿易総額は27兆5400億円に上る。日本の中国向け輸出入は米国向け輸出入を上回り、日本にとって中国は最大の貿易相手国であり、今後も中国との貿易は伸びてゆくことが期待される。一方で、現状の日中間の貿易決済において使用される通貨の割合は過半が米ドルであり、日本円が3～4割程度、人民元はわずか1%に満たないと言われており、企業による円・人民元取引利用にはまだまだ発展の余地がある。円・人民元直接取引開始により、これまで難しいと思われていた人民元の利用が身近になるというアナウンス効果が現れ、金融機関には顧客企業からの問い合わせが相次いで寄せられているという。日中間にはこうした貿易取引をはじめとする企業活動の大きな潜在的な需要が存在することが、東京市場を他の市場と比較した場合の優位性として挙げられよう。

現状、人民元のクロスボーダー取引には多くの規制が存在し、これが香港以外の海外市場における人民元流動性供給の制約となっている。今後、十分な人民元の流動性を確保できるようにするためには、中国本土との間の為替取引に関する規制が緩和される必要があるが、中国当局としては、国内の金融政策に与える影響を考慮し、クロスボーダーの為替売買を自由に認めることについては慎重な姿勢を崩していない。今後、規制緩

和が行われる方向にあるとしても、そのテンポはゆっくりとしたものになると予想せざるを得ない。

東京市場の発展のためには民間部門が人民元ビジネスに主体的に取り組んでいくべきだとしても、人民元取引にまだ多くの規制が残される状況下では、民間部門の努力だけでは大きな進展を望みにくいのも事実である。東京市場における人民元の流動性を確保する方策として、例えば、日銀、中国人民銀行の間で自国通貨による通貨スワップ協定を締結し、東京市場において人民元を供給し、民間の流動性を補完するスキームなども考えられるべきだろう。

円・人民元の直接取引やクロスボーダー取引における円・人民元の使用促進は、日中二国間取引において人民元の使用が拡大し、円の国際通貨としての地位を危うくしかねない「諸刃の剣」だという見方もある。しかし、中国が人民元国際化の動きを加速させているのを、ただ指をくわえてみているだけではますます日本の将来は見えなくなってしまう。日本にとって、人民元国際化の勢いを東京市場の活性化に取り込むとともに、過去に十分な成果を挙げることができなかった円の国際化についても、新たなモメンタムとなりうる。

日中金融協力に関しては、東京市場での日本企業の人民元建て債券発行についても今後の進展が期待される。中国進出の本邦企業が東京市場で人民元債券を発行しやすくする枠組みを構築すれば、現地で認知度の低い中小企業にとって比較的低い金利での資金調達が可能になると考えられる。前述のとおり、企業が海外において人民元建て債券を発行し調達した人民元を使用して中国本土に直接投資をしたり、貸出（中国側の外債）を行ったりすることは既に可能となっているものの、実際にどの程度タイムリーな資金調達ができ、スムーズに人民元資金を中国国内へ持ち込めるかという点については今後手続きやインフラ面での整備が必要と思われる。日本政府には、これらの点について中国側に要望していくことが求められよう。

図表 13：各国・地域中央銀行との間の通貨スワップ協定

(単位：億元)

時期	締結先	金額
2008年12月12日	韓国	1,800
2009年1月20日	香港	2,000
2009年2月8日	マレーシア	800
2009年3月11日	ベラルーシ	200
2009年3月23日	インドネシア	1,000
2009年3月29日	アルゼンチン	700
2010年6月9日	アイスランド	35
2010年7月23日	シンガポール	1,500
2011年4月18日	ニュージーランド	250
2011年4月19日	ウズベキスタン	7
2011年5月6日	モンゴル	50
2011年6月13日	カザフスタン	70
2011年10月26日	韓国	1,800 (累計では3,600億元に倍増)
2011年11月22日	香港	2,000 (累計では4,000億元に倍増)
2011年12月22日	タイ	700
2011年12月23日	パキスタン	100
2012年1月17日	UAE	350
2012年2月8日	マレーシア	1,000 (累計では1,800億元に増加)
2012年2月21日	トルコ	100
2012年3月20日	モンゴル	50 (累計では100億元に倍増)
2012年3月22日	オーストラリア	2,000
	総 額	16,512

(出所) 中国人民銀行

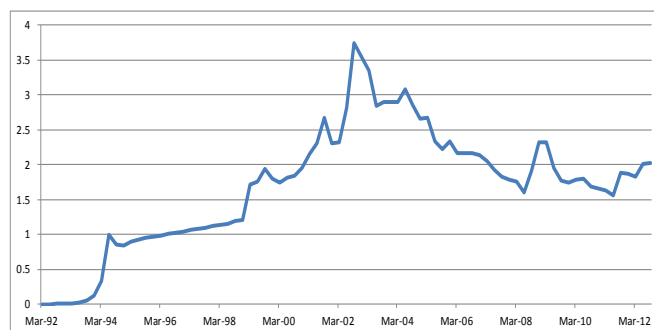
### 3. ブラジルレアル

BRICs を始めとする新興国の世界経済におけるウェイトが高まるなかで、新興国の通貨の国際化が注目されてきた。日本での関心の多くは、中国の人民元の国際化に集中してきたが、ブラジルのレアルの国際化も緩やかなペースではあるが着実に進んでいる。

#### 3 - 1. レアルの通貨制度・為替相場の動向

レアルの対ドル為替相場の推移は、図表 14 のとおりである。

図表 14：レアルの対ドル為替相場の推移（1ドル当たりのレアル）

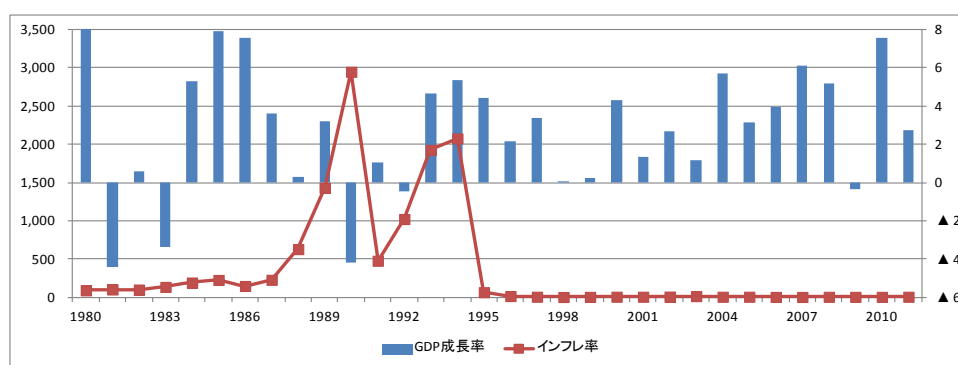


(資料) Bloomberg のデータベースより作成

1990年代前半のブラジルは、1980年代の累積債務問題の後遺症であるハイパーインフレへの対応に苦慮していた。1994年になってハイパーインフレ抑制のためのアンカーとして導入されたドルペッグ制度（リアルプランと呼ばれる、実際には物価上昇に応じて対ドルレートを少しづつ切り下げていくクローリングペッグの形となっている）が効を奏して、ハイパーインフレは漸く沈静化した（図表 15）。このように、1990年代半ばには累積債務問題処理の区切り、経済成長の回復、小さい政府を志向した大型民営化の推進などが見られるなかで、同国への信認は大きく回復した。

しかしながら、1997年に始まったアジア通貨危機の影響が同国にも波及、1998年には大規模な資金流出もあってドルペッグの維持が困難になった。1999年初にはドルペッグの切下げを容認するなかで、為替バンドや誘導目標水準を設けない変動相場制に移行することとなった。2000年代初頭の段階でもアルゼンチン債務危機の余波などもあって経済状況は安定しなかった。しかしながら、2003年にスタートしたルーラ政権の下で、中央銀行がインフレ率の目標を設定した上で金利を機動的に変更するインフレターゲット政策の枠組みの運営は定着するなかで、同国の政策への信認も大きく高まった。2000年代後半以降は、資源高やブラジルブームによって資金流入が恒常的に続くなかで、為替相場は全般的に強含みの状況が続いている。

図表 15：ブラジルの GDP 成長率とインフレ率の推移（GDP 成長率は右軸、インフレ率は左軸）



(資料) IMF のデータベース (WEO) より作成

### 3 - 2. 貿易取引におけるレアルの利用状況と今後の展望

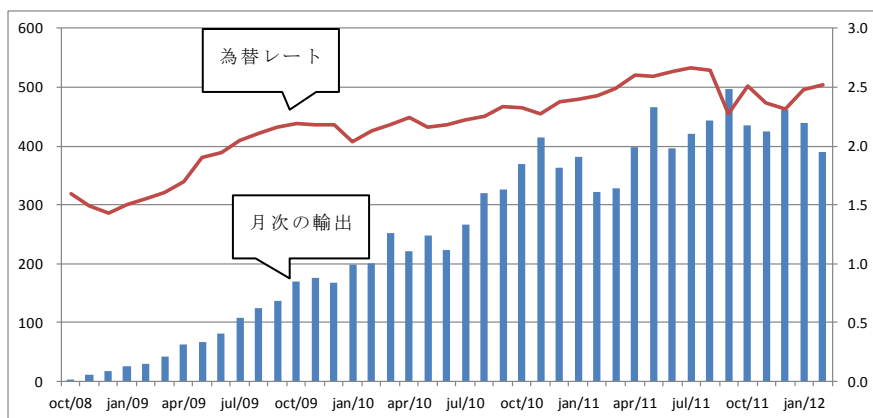
2000年代後半以降は、ブラジルだけでなく、中南米地域全体でもマクロ経済が安定するなかで、地域への信認も大きく改善することとなった。このような状況を背景に、政治・経済面での地域の自立の動きが顕著に見られるようになってきた。2005年から南米諸国の政治・経済統合を促進するための南米共同体の枠組みが始まったことや、2007年に南米地域のインフラ整備を支援するための南米銀行の設立が合意されたことなどが、その事例である。

通貨面では、2008年秋のグローバル金融危機以降に、ドル依存体制からの脱却を意図する形での、貿易取引での自国通貨決済促進の動きがBRICsを中心に見られるようになってきた。具体的には、2009年以降開催されているBRICsサミットでも、貿易取引でのBRICs通貨での決済促進の方向性が打ち出されている。中南米域内においては、2008年10月からブラジル・アルゼンチン間の貿易取引での自国通貨決済が始まっているが、これはBRICsの動きと歩調を合わせたものともいえる。

ブラジル・アルゼンチン間の自国通貨建て貿易決済の実績は、以下のとおりである。ブラジルからアルゼンチン向けのレアル建て輸出の件数は着実に伸びており(図表16)、取引件数は年間累計で、2009年は約1,200件、2010年は約3,400件、2011年は約5,000件となっている。この背景には、両国の為替相場(レアルとペソの交換比率)が2010年以降2.1~2.5のレンジで安定推移してきたことも大きな要因になっていると思われる。

これに対して、ブラジルのペソ建て輸入(アルゼンチン側のペソ建て輸出)は、月間数件程度でほとんど変わっていない。この背景には、アルゼンチンが2000年代を通じて国際金融界から孤立しており、同国の通貨ペソが隣国ブラジルでもほとんど利用されていなかったことが大きく影響していると思われる。

(件) 図表16: レアル建て輸出の件数(月次)とレアル・ペソの為替レート (1ペソ=〇〇レアル)



(注) 為替レートは、1レアル当たりのペソ

(資料) ブラジル中央銀行のウェブサイトより作成

メルコスール（南米南部共同市場）内の貿易での自国通貨決済については、ブラジルとアルゼンチンで開始して、それを徐々にメルコスール全体に拡大していくことが想定されている。しかしながら、実際にはブラジルとアルゼンチンの間でも決済通貨はレアルに一方的に偏っており、二国間で自国通貨建て決済が双方向に増加することの難しさを示している。

また、将来的にアルゼンチン以外の他のメルコスール加盟国（ウルグアイ・パラグアイ・ベネズエラの3カ国）とブラジルとの貿易でレアルが利用されても、その規模は限定的なものに留まることが予想される。具体的には、ウルグアイとパラグアイは国の経済規模の小ささに比例して域内の貿易規模に占めるシェアは小さい。また、正式加盟が実現したばかりのベネズエラについても、輸出規模はアルゼンチンとほぼ同等で、輸入規模もウルグアイとパラグアイよりは大きいものの、対外取引での管理強化を強めていることもあって、貿易面でのレアル利用の増加は期待しにくい。これらを勘案すると、今後のレアルの国際化（貿易取引での利用）は、アルゼンチンとの貿易取引を中心にして、メルコスール域内で緩やかなペースで進んでいくものと考えられる。

図表 17：メルコスール加盟国間での貿易量(2010年) （単位：百万ドル）

		輸入国					全輸出
		ブラジル	アルゼンチン	ウルグアイ	パラグアイ	ベネズエラ	
輸出国	ブラジル	—	18,523	1,531	2,548	3,854	201,930
	アルゼンチン	14,421	—	1,601	1,154	1,424	68,115
	ウルグアイ	1,575	553	—	140	336	7,888
	パラグアイ	661	538	1,095	—	110	4,533
	ベネズエラ	455	194	707	—	—	65,782
全輸入		181,595	56,502	12,051	9,400	30,744	

（資料）IMF のデータベース（DOT）より作成

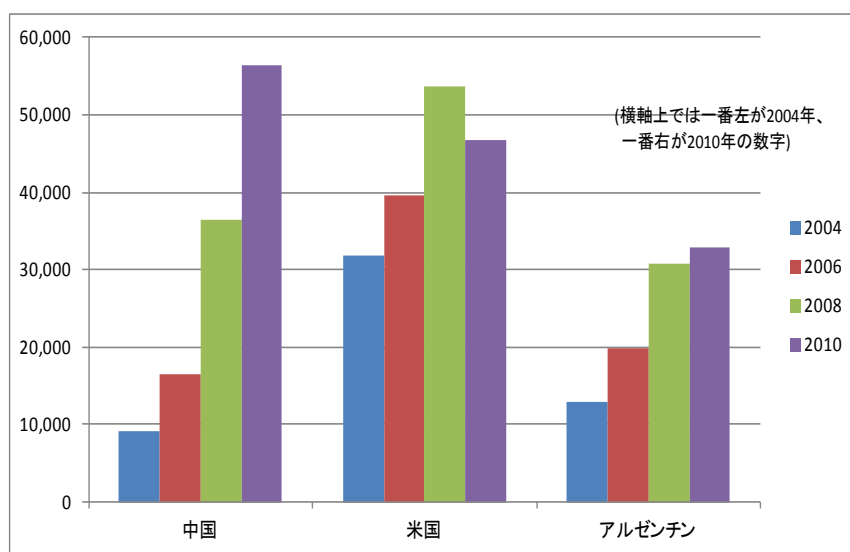
また、ブラジルの貿易取引での自国通貨決済促進の動きに関しては、とくに中国との関係が注目される。2000年代を通じての中国の食糧・鉱物資源需要の急激な増大とブラジルへの安価な中国製品の流入を背景に、ブラジルと中国の貿易は大きく拡大した。2010年には、米国・アルゼンチンを上回って中国が最大の貿易相手国となっている（図表 18）。このような両国の関係の緊密化を背景に、貿易・投資拡大のための協力を進めてきた。

2012年6月には、両国首脳が自国通貨を融通し合う通貨スワップ協定（ブラジルにとっては最大600億レアル規模）の締結を発表している。今後も貿易拡大が見込まれるなかで、貿易決済でもそれぞれの通貨による決済を促進・支援するための措置と位置付けられる。但し、実際に両国通貨がどの程度貿易決済で利用されていくかは不透明な状況である。現在のブラジルの中国との貿易は、食糧・鉱物資源需要の輸出と安価な労働

集約型の中国製品の輸入というパターンとなっている。

資源取引は歴史的にドル建てが標準となっていることや、両国の物理的な隔たり（地理的な遠さ）があることでアルゼンチンのような国境地域での自国通貨建て貿易取引が想定できないことなどを考えると、中国との貿易における自国通貨決済が急激に増加することは考えにくい状況ではある。但し、中国との協力関係の一環として、両国間の貿易取引での自国通貨決済の動向は、今後も注目に値する。

図表 18：ブラジルの主要貿易相手国との貿易量（輸出入合計）推移



(資料) IMF のデータベース (DOT) より作成

### 3 - 3. レアルの国際化・自由化の展望

通貨の国際化のためには資本取引の自由化が重要な条件となっており、人民元の場合には資本取引の自由化が十分でないことが限界として指摘されてきた。一方でブラジルは対外負債に占める証券投資のシェアの高さ（図表 19）からもわかるとおり、他の新興国対比では資本取引の自由化が進んでおり、資源国通貨の魅力も相まって海外投資家のブラジルへの投資がブームとなってきた。

ブラジルは中南米地域でも対外開放が進んだ国としてレアルの投資対象としての信用度は徐々に高まりつつあり、資源国通貨としてカナダドルやオーストラリアドルのような資源国通貨としてグローバルな投資ポートフォリオのなかで一定の役割を果たすようになることは十分に期待しうる。

図表 19：主要新興国の対外負債の構造 (数字の単位は億ドル)

(2009年末時点)	ブラジル	インド	インドネシア	南アフリカ	トルコ	中国	韓国	ロシア
直接投資	4,008	1,640	1,082	680	1,366	9,974	1,108	3,825
直接投資シェア	37.1%	32.6%	34.2%	35.5%	30.2%	60.9%	14.7%	38.6%
証券投資	5,618	1,171	956	857	911	1,990	3,900	2,164
(内、株式)	3,765	933	533	635	472	1,748	2,360	1,730
(内、債券)	1,853	238	423	222	439	152	1,540	434
証券投資シェア	52.0%	23.2%	30.2%	44.7%	20.2%	12.1%	51.8%	21.8%
貸付など	1,173	2,227	1,127	381	2,240	4,417	2,520	3,919
貸付などシェア	10.9%	44.2%	35.6%	19.9%	49.6%	27.0%	33.5%	39.6%
合計	10,799	5,038	3,165	1,918	4,517	16,381	7,528	9,908

(出所) IMF のデータベース (BOP) より作成

また、貿易取引での利用は前述したとおりであるが、資本取引での利用も国際機関や海外の公的機関によるレアル建て債券の発行などの形で浸透してきている。近年は、国際機関や先進国の公社の資本市場調達の建値通貨として使われる事例が増えている (図表 20)。

図表 20：近年の日本におけるレアル建て債券の発行事例

時期	発行体	期間
2012年8月	スウェーデン輸出信用銀行	6年
2011年8月	ノルウェー地方金融公社	3年
2011年6月	HSBC Bank Plc	2年半
2010年12月	アフリカ開発銀行	7年
2010年11月	欧州復興開発銀行	7年
2010年6月	米州開発銀行	2年

(出所) 各種資料より作成

近年のブラジルでは多額の資金流入が続くなかで、レアルの割高な状況が続いてきた。そのなかで、レアル高抑制策として資本取引課税措置が頻繁に取られるなど対外的な開放は必ずしも一方的に進んでいる訳ではない。さらに、証券投資の負債のウェイトが大きい調達構造は資金流入の動向で経済が左右されるリスクを高めるといった両刃の剣でもある。

これを踏まえると、対外自由化では、自由化促進によるリスクとメリットのバランスを取ることが必要となる。一方で、ブラジルはグローバル経済に全面的に組み込まれて、新興国のリーダーとしての地位を強く意識してきている。このような状況で、対外開放促進と通貨の国際化は、不可逆的な路線になっている。

中国の人民元の漸進的な国際化・対外自由化と比べれば、ブラジルの対外自由化のペースは全体的に見れば早い。その一方で、レアルの為替相場の水準調整のために、当局



の規制措置の強化と緩和が繰り返されている状況でもある。このように、投資家にとっては魅力とリスクがまだ混在しているが、一大新興国通貨としての地位を着実に確立しつつあるのは確かである。このような点からも、今後のレアルの国際化の動向が注目される。

#### 4. ロシアルーブル

##### 4-1. ルーブルの国際化・自由化の歩みと為替制度

###### (1) 1998年の財政・金融危機

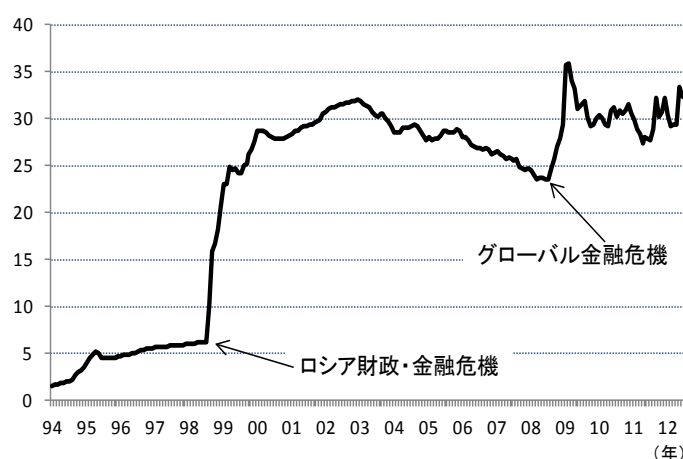
ロシアにおいてルーブルの国際化を進める方針が明示されたのは、2000年代に入りプーチン政権が誕生してからのことだが、ソ連崩壊後、市場経済化が進むなかルーブルの国際金融市場における存在は徐々に拡大しつつあった。そうした状況をとどめたのが1998年の財政・金融危機である。1998年の財政・金融危機は、1991年にソ連が崩壊して新生ロシアが誕生し市場経済に移行して以来、最初に直面した金融・為替市場での大きな困難であった。その主因はロシア経済が天然資源に大きく依存していたことである。ロシアは輸出の大半を天然資源に依存しており、1990年代以降の世界的なディスインフレ傾向により一次産品価格が下落傾向で推移するなか、輸出収入から得られる税収が減少し、財政収支は悪化を続けた。さらに、1997年から98年にかけてのアジア通貨危機が世界的な総需要の低迷をもたらし、原油をはじめとする一次産品価格が大きく下落したこと、および投資家の安全志向が高まったことが財政赤字の拡大と海外からの投資資金の減少をもたらした。この結果、1998年8月に、ロシアは、①ルーブルの切り下げ（ルーブルの対ドル目標相場圏を1ドル=5.25~7.15ルーブルに変更し、これを年末まで適用）、②民間の資本取引にかかわる対外債務の支払いの90日間の凍結、③国債の償還停止（1999年12月までに償還期限が到来する短期国債を新規国債に切り替え）に追い込まれ、経済は混迷を極めた。その後、ロシア経済は比較的早くこの危機から脱したが、最も大きく寄与した要因は1999年から2000年にかけての世界景気の回復に伴う原油価格の上昇である。

このように、ロシアは豊富な一次産品に支えられた資源依存型経済の色彩が強く、通貨ルーブルの内外の為替市場におけるプレゼンスも一次産品価格の動向に左右されてきた。なかでも原油価格の変動が貿易収支に与える影響は極めて大きいため、原油価格とルーブル相場は高い相関関係を保ってきた。1998年の危機を経て、ルーブル相場は大きく下落し、国際金融市場におけるプレゼンスが低下した。また、ロシア政府はこの出来事を受け、資本移動の自由化を国内の金融市場の発展に見合わないほどの速いスピードで進めることの危険性を認識したと思われる。

## (2) 為替制度の変容

一方、ルーブルの為替制度は、1998年までドルペッグ制が採用されていたが、同年の金融危機に際し管理フロート制に変更となり、以後長期間この制度が維持されてきた。もともと、管理フロート制の下では、本来この制度が持つ比較的柔軟な相場変動はみられず、実際には中央銀行の介入による固定的な為替相場政策が実施されていたと考えられる。さらに、2010年11月、ロシア中央銀行は「2011年金融政策ガイドライン」において、「通貨制度は『完全な自由変動相場制』への移行期にある」と位置付け、ルーブルの変動相場制への移行を表明した。ただし、変動相場制への移行後も、中央銀行は引き続きルーブルの防衛と為替相場の安定を自らの責務とし、対ドルおよび対ユーロで構成されたルーブルの対バスケットレートを一定の範囲内に抑える政策を続け、積極的な市場介入を行っている。

図表 21：ルーブルの対ドル相場の推移



(資料) ロシア中央銀行 website

## 4 - 2. ルーブル国際化の現状

### (1) 対外取引におけるルーブルの利用

ロシアの対外取引におけるルーブルの使用比率をみると、統計データの確認できる範囲では、貿易取引全体に占めるルーブル建ての比率は4%弱と極めて小さい。ただし、ソ連崩壊以後も経済の依存関係が大きく、ロシアの貿易額全体の10数%占めるCIS(独立国家共同体)諸国は、貿易取引の多くをルーブル建てで行っている。なお、ロシアの金融機関によると、サービス貿易に限れば、ルーブル建て取引比率は全体の30%と比較的大きく、CIS諸国との間では50%にまで高まっている模様である。

図表 22：各国貿易におけるルーブル建て取引比率の推移

	(%)				
	2006	2007	2008	2009	2010
ロシア	3.7	3.9	3.7	3.8	3.9
ベラルーシ	28.0	28.7	27.0	26.2	30.4
カザフスタン	11.1	12.2	8.5	7.6	8.2
キルギスタンおよび タジキスタン	11.8	10.3	12.0	12.1	10.8

(資料) ロシア VTB Capital Research 資料より国際通貨研究所作成

また、世界の外国為替市場で取引されているルーブルの規模は 10 年で 3 倍に拡大したが、全体に占めるウェイトは、いまだドルやユーロなど主要通貨に比べ極めて小さい。その比率は全体の 1% 未満と貿易取引における使用率を下回る。この点から、貿易取引だけでなく、資本取引におけるルーブル建ての比率も小さい様子が窺える。

図表 23：世界の外為市場における通貨別取引高

通貨	1988	2001	2004	2007	2010
米ドル	86.8	89.9	88.0	85.6	84.9
ユーロ	...	37.9	37.4	37.0	39.1
円	21.7	23.5	20.8	17.2	19.0
ポンド	11.0	13.0	16.5	14.9	12.9
豪ドル	3.0	4.3	6.0	6.6	7.6
スイスフラン	7.1	6.0	6.0	6.8	6.4
加ドル	3.5	4.5	4.2	4.3	5.3
香港ドル	1.0	2.2	1.8	2.7	2.4
シンガポールドル	1.1	1.1	0.9	1.2	1.4
メキシコペソ	0.5	0.8	1.1	1.3	1.3
インドルピー	0.1	0.2	0.3	0.7	0.9
ロシアルーブル	0.3	0.3	0.6	0.7	0.9
人民元	0.0	0.0	0.1	0.5	0.9
ブラジルリアル	0.2	0.5	0.3	0.4	0.7
その他	63.7	15.7	15.9	20.0	16.6
合計	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0

(注) 1 取引が 2 通貨それぞれにカウントされるため合計は 200%。

(資料) BIS

## (2) オフショア市場

オフショア市場でのルーブル建て債券の発行は、円建て債や人民元債に比べれば低調にとどまっている。CIS 諸国こそ、ベラルーシ政府がルーブル建て債券を発行するなど、利用が幾分ある模様だが、ロシア企業の海外でのルーブル建て社債の発行は少ない。ほとんどがドル建てもしくはユーロ建てで行われており、現地の金融機関によれば、カストディアンなど債券市場のインフラに問題があるようである。現状では、発行コストの面でユーロ建て債に大きく劣っており、発行体にとって適正コストにほど遠いとの意見

も聞かれる。今後ユーロ債市場での発行増加を目指すうえでは、証券保管や決済のコストをどのように下げていくかが課題となる。

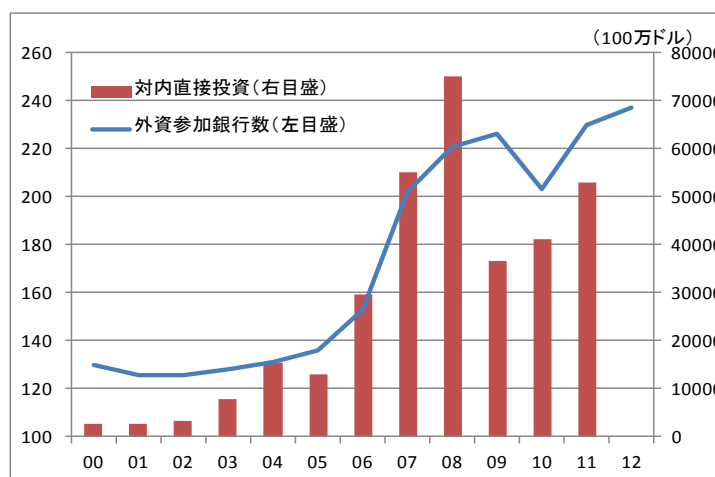
### (3) 金融機関の外資への開放

外資系企業や外国人投資家への通貨の利用を促すうえで欠かせない銀行部門における外資のプレゼンスは拡大傾向にある。ロシアにおける外資参加銀行の数は、2000年以降2005年までは概ね130行程度の横ばいで推移していたが、2006年以降目立って増加に転じた。その後、世界的金融危機の影響などから2010年に減少に転じたものの、再び増加に転じ2012年7月時点で237行に達した。銀行全体の総資本に占める外資のウェイトも増加を続けている。

このように、外資系金融機関の存在が拡大している背景としては、第1にロシア経済の堅調な拡大に伴う、外資系製造業・サービス業の進出の加速である。図表24はロシアの対内直接投資と外資参加銀行数の推移をみたものだが、過去10年間、ロシア経済が概ね好調を維持したことなどの要因から、外国資本がロシアに進出する度合いが高まるにつれ、外資系銀行数が増加している様子がみてとれる。

外資系銀行数増加の第2の理由は、外資系銀行の参入規制が小さいことである。この点については、ロシアのWTO加盟に伴いさらに規制緩和が進む見通しであり、銀行総資本に占める外資系銀行の割合は現状の12%から50%へ引き上げられる。また、現在は禁止されている外資系銀行の支店開設については、ロシアのOECDへの加盟交渉やWTOにおける多角的貿易交渉のラウンドにて議論される見通しである。

図表24：ロシアの対内直接投資と外資参加銀行数



(資料) ロシア中央銀行 website、国連 UNCTAD “World Investment Report2012”

### 4 - 3. ルーブルの国際化・自由化の展望

#### (1) ルーブル国際化へ向けた対外取引自由化の動き

ルーブルの国際化が国策として明示されるようになったのは、2000年のプーチン政権誕生後であるが、対外取引におけるルーブルの使用の規制緩和・自由化という観点で見ると、経常取引は1996年にすでに自由化されていた。また、2006年に資本取引が自由化され、これらルーブルの国際化に向けた対外取引自由化は、他の主な新興国に比べ早い時期に実施されたといえる。とくに、2006年7月に外貨管理法の大幅改正により、資本取引に関する諸規制が撤廃されたことは、BRICs諸国のなかで最も速い動きとして特筆される。さらに、2008年のメドベージェフ大統領就任後、ルーブルを国際的な準備通貨とすることを公式の政策目標とする方針が改めて示された。ただし、これを受けて経常・資本勘定での取引拡大など国際金融市場におけるプレゼンスの向上につながったとは言い難い。一方、ルーブルは、兌換性を有する貨幣として十分とはいえないながらも、2010年には変動相場制の下での取引が始まった。

図表 25：ルーブル国際化の動き

1996年6月	経常取引を自由化、ただし資本移動の自由化は限定的
2006年7月	資本取引を自由化、ルーブルは他通貨との交換が容易な通貨へ BRICs諸国ではじめて資本規制を撤廃
2010年11月	ロシア中銀がルーブルの変動相場制への移行を表明
2010年12月	ルーブル・人民元の直接交換の開始 ベラルーシがロシアでルーブル建て国債を発行(150億ルーブル)

(資料) ロシア VTB Capital Research 資料より国際通貨研究所作成

#### (2) 2008年のグローバル金融危機とルーブルの国際化

2008年9月のリーマンショックに端を発したグローバル金融危機はロシアにも波及し、金融市場は動揺、経済はしばらくの間停滞を続けた。経済が悪化に転じた主因は、1998年の財政危機時と同様に、金融危機を背景に世界的に一次産品の需要が急減し、原油価格などの商品市況が下落に転じたことである。また、金融市場の同様には、2006年7月に資本取引に関する規制が撤廃されたことも大きく影響した。ロシアの民間部門の資本取引は原則自由となり資本の流出入が起きやすい体制が形成されていたため、外国からの資本流入の減少と国内からの資本流出の増加が生じ、株価や為替相場の大幅下

落など金融資本市場の動揺を増幅させたといえる。その後、金融緩和や銀行向けの無担保融資、また減税や財政資金による産業支援など政府・中央銀行による様々な危機対策の効果もあり、経済は回復に転じた。

しかし、2008年の金融危機の悪影響は、皮肉にも、ルーブル国際化に向けて行われた2006年の資本取引の自由化措置によってさらに大きなものとなり、1998年の財政・金融危機に続き、再びその動きを押しとどめる要因となった。欧米が金融危機の震源となったことから、ドルやユーロの信認が低下することとなったものの、少なくともルーブルはその穴埋めをするには至らなかった。

### (3) ルーブル・人民元直接交換の開始

こうしたなか、ルーブルの国際化における重要なステップとなったのが、2010年12月15日に、モスクワと上海において開始したルーブル・人民元の直接交換である。2012年6月には円・人民元の直接交換が東京・上海においてスタートしたが、その1年以上も前に、ロシア・中国間で通貨の直接交換取引が実現していたことになる。いまだ取引規模は小さいが、2011年初から年末にかけて、日々の平均取引高は5倍に増え130万ルーブルに達した。さらに2012年半ばには取引高が200万ルーブル（約480万円）程度にまで達するなど市場は急拡大しつつある。ロシアは中国から製品を大量に輸入しており、とくに中国から機械設備を大量に購入している大手輸入企業にとってルーブル・人民元取引は潜在的なメリットが大きいとの声が現地の企業から聞かれる。

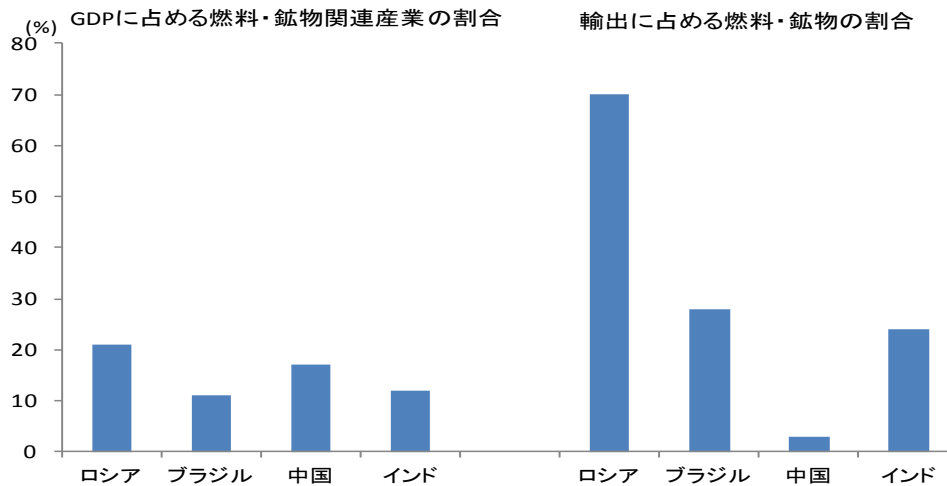
### (4) ルーブルの国際化・自由化の展望

#### ① ルーブル国際化を阻害する天然資源依存型経済

以上のとおり、ルーブルが国際通貨としての地位を向上させるうえで、ロシアの高い天然資源依存度が以下の二つの側面から障害となってきたといえる。

第1の側面は、輸出の大半を占める天然資源は、慣行としてドル建て取引が主流であることである。ロシア経済の特徴として、経済に占める鉱物・エネルギー産業の割合が高いことがあげられるが、他のBRICs諸国との比較でも明らかなように、これら品目の輸出に占める割合は約7割と極めて大きい（図表26）。そうした品目が慣習的にドルで取引されるのであれば、輸出全体のルーブル建て比率を引き上げるのは難しい。

図表 26：経済の天然資源への依存度（2010年）



(注) GDPに占める燃料・鉱物は付加価値ベースで第2次産業から製造業を差し引いたもの。

(資料) World Bank "World Development Indicators"

第2の側面は、ルーブルが原油価格をはじめとする商品市況の動向に伴って変動しやすく、外国人投資家からの信認を得られない点である。ルーブル相場は、天然資源の価格が高騰し、輸出が好調に推移する局面で上昇し外国人投資家による保有意欲が高まるものの、天然資源の価格が低下に転じると下落し投資家の保有意欲が低下するという循環を繰り返してきた。このため、長い目で見た場合、貿易や投資における利用の拡大あるいは準備通貨としての信認を維持しにくい。

## ② 求められる経済構造の転換

こうしてみると、ルーブルの国際化を進めるうえで、貿易における使用比率を高め、また通貨としての信認を増し、海外直接投資や証券投資における使用率、また準備通貨としての保有率を高めるためには、産業をより高度化し、天然資源依存の経済構造を改める必要がある。そのためには、製造業を中心とする工業化の進展が鍵となるが、この点は積極的な外資の受け入れにより高い生産技術を導入し、また教育水準を引き上げて国際競争力のある産業社会を構築しようとするロシアの国策に見合っている。

ロシアは2012年のWTO加盟により国際社会とのつながりを高め、より国際標準に近い社会・投資対象となることが期待されているほか、日本をはじめとする自動車メーカーの進出や、モスクワ郊外のR&D集積地「スコロコプ」やカザン郊外のITパークなどにみられるとおり、機械工業化またハイテク産業化への動きは進みつつある。このところの原油価格の高止まりを受け、原油・天然ガスといったエネルギー関連の輸出は好調に推移し、資源開発も進みやすい状況となっているが、これらに過度に依存することなく、着実に産業の高度化による経済構造の転換を進めていくことが求められる。

一方、産業が高度化すれば、同時に進むとみられるのが購買力の上昇である。将来的にロシアの市場規模が米国や日本のように大きくなれば、海外の売り手に対し交渉力を行使し、輸入におけるルーブル建て取引を拡大することができよう。この結果、輸出入両面でルーブルの使用率の上昇が予想される。

### ③ 今後、ルーブルは徐々に国際化が進展

ただし、これらは根幹をなす重要な方策であるものの、あくまで中長期的に取り組むべき課題であって、短期的に解決できる課題ではないため、目先は即効性のある対策が鍵となろう。例えば、経済の依存関係の大きい国との2国間通貨スワップ協定の締結により、ルーブルの流動性の供給をより強化することなどが有効と考えられる。とくに、主要な取引相手であり、また通貨の直接交換がスタートしている中国との間で通貨スワップ協定を締結し、緊急時の資金供給のみならず、通常時の貿易・投資決済資金として使用することにより、両国の通貨の使用が容易となり、直接交換の取引高の増加も見込まれる。

同時に、これまでの主要な貿易・投資の相手先であった CIS 諸国に加え、極東をはじめとするアジア諸国との取引を深めていくことも必要となろう。日中をはじめ貿易・投資を通じこれら地域とのかかわりはすでにある程度の水準に達しているが、今後極東の開発を進めるうえでは、さらなる関係強化が必要となる。

これまでルーブルの国際化を考えるうえで重要となっていたのは CIS 諸国との取引であった。対外取引におけるルーブルの使用比率は、全体としてみれば小さいものの、旧ソ連時代の名残で、CIS 諸国との貿易・投資におけるルーブルの使用率は高い。ただし、政府の意向あるいはビジネスでの重要性という観点から考えた場合、今後は、経済の相互依存度がより大きくなると見込まれる環太平洋地域、とりわけ極東地域におけるルーブルの利用度の拡大が課題となろう。

こうしてみると、今後ロシアの経済構造が徐々にではあるものの変化することを前提とすれば、ルーブルの国際化は、CIS 諸国および極東アジアを中心に緩やかなペースで進んでいくのではなかろうか。そのうえでのリスク要因は、鉱物・エネルギーといった天然資源依存の経済体質の構造転換に失敗することであろう。

## 5. 総括と展望

以上のとおり、新興3カ国の通貨の国際化は、人民元が香港・日本をはじめ極東アジア、ブラジルレアルがアルゼンチン、ロシアルーブルが CIS 諸国および極東アジアというように、それぞれ周辺の相互依存度の大きい経済において進むと予想される。BRICS 会議などを通じこれら諸国の連携はいつそう強まっており、新興国の中心として世界経



済における存在は今後さらに拡大し、人民元・ブラジルリアル・ロシアルーブルという3通貨の国際金融市場における役割も高まろう。もっとも、国際通貨体制において、ドルに代わる存在は考えにくいため、ドルはかつてに比べ地位を低下させながらも、基軸通貨としての役割を維持し、当面は、ユーロや円、さらには人民元をはじめとする主な新興国の通貨が複数の国際通貨として併存する体制が続くとみられる。

他方で、円はアジアにおける唯一の国際通貨として一定の地位を確立したが、日本の努力にもかかわらず、先進国として経済規模に見合った程度の国際化には至らなかった。しかし、足元では、日本にとって重要な経済パートナーである中国・ロシアという、アジア太平洋の新興大国が通貨の国際化を目指しており、この動きが変化をもたらす可能性が出てきた。すでに中国とは金融協力が合意に至り、円と人民元の直接決済が始まったほか、今後は東京市場をはじめ日本企業による人民元建て債券発行の進展が期待される。一方、ロシアはすでに中国と通貨の直接交換を始めており、金融・為替取引におけるさらなる相互協力を模索していると考えられる。こうしたなか、日本は、さらに経済の相互依存度が高まるとみられる両国と、通貨スワップ協定を結び、緊急時の資金供給のみならず、通常時の決済資金としての利用を促すことで、双方の通貨の利用促進につながろう。この点で、金融・資本市場や対外取引に規制が残る中国や、国内の金融・資本市場の整備が必ずしも十分でないロシアを支援することで、両国が通貨の国際化を進めることに結び付く。

さらに、APECの枠組みを通じ、こうした金融の相互協力の枠組みを他のアジア太平洋の新興国に広げていくことで、各国通貨によるオフショア市場での預金や債券発行の増加につながれば、ABMI（アジア債券市場イニシアティブ）などによる域内債券市場の発展を通じ、地域の金融市場・通貨制度の安定に寄与することが見込まれる。日本には、これらの取り組みに積極的に関与していくことが求められよう。そうすることにより、一度は壁にぶつかった円の国際化の動きに、再度進捗の余地が生まれるように思われる。

以 上

## 参考文献

### 第 1 章

- 大蔵省円の国際化推進研究会「円の国際化の推進」、2003年1月  
国際通貨研究所「円の国際化」、東京三菱銀行委託調査、1999年2月  
小林正宏・中林伸一「通貨で読み解く世界経済」中公新書、2010年  
野村資本市場研究所「中国の人民元国際化に向けた動きに関する調査」、財務省委託調査、2009年12月  
Barry Eichengreen.(2011) “Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System” Oxford  
Samar Maziad, Pascal Farahmand, Shengzu Wang, Stephanie Segal, and Faisal Ahmed. (2011) “Internationalization of Emerging Market Currencies: A Balance between Risks and Rewards” IMF Staff Discussion Note  
Xu Qyuan. (2009), “A Study of Currency Internationalization on: JPY and CNY”, Fukino Project Discussion Paper Series No.013

### 第 2 章

- 露口洋介「円・人民元の直接取引開始 中国の脱・ドル依存、一段と」2012年7月6日付 日本経済新聞朝刊  
目黒克幸「日中金融協力と円・人民元直接交換取引」2012年7月23日 金融財政事情  
経済レビュー「人民元の国際化を中心に進む中国の通貨戦略」2012年4月26日 三菱東京UFJ銀行  
関根栄一「日中両国による新たな金融協力時代の幕開け - 日中首脳会談を受けて - 」季刊中国資本市場研究 2012 Spring  
西村清彦「岐路に立つアジア市場」講演の邦訳 2012年2月8日 日本銀行  
Robert McCauley “Renminbi internationalization and China’s financial development” BIS Quarterly Review, December 2011  
IMF Staff Discussion Note “Internationalization of Emerging Market Currencies: A balance between Risks and Rewards” October 9, 2011 IMF

### 第 3 章

- Banco Central de Brazil  
SML – Local Currency Payment System <http://www.bcb.gov.br/?SMLE>  
IMF のデータベース  
BOP (Balance of Payment Statistics)

DOT(Direction of Trade Statistics)

WEO(World Economic Outlook)

JETRO のウェブサイト外国為替制度

[http://www.jetro.go.jp/world/cs\\_america/br/trade\\_04/](http://www.jetro.go.jp/world/cs_america/br/trade_04/)

松井謙一郎「ブラジル・レアルの国際化の動向 ～中南米地域でのドル離れの模索～」、  
国際金融トピックス No.208、国際通貨研究所、2011年11月9日

<http://www.iima.or.jp/Docs/topics/2011/208.pdf>

―「脱ドル化に向けて着実に準備を進める中南米」、国際金融トピックス No.214、  
国際通貨研究所、2012年4月6日 <http://www.iima.or.jp/Docs/topics/2012/214.pdf>

#### 第4章

菅野哲夫「ロシアとルーブル」海外事情 2003年2月号、拓殖大学海外事情研究所、  
2003年2月

Andrei Kostin. (2012), “Internationalization of the Russian Rouble”, VTB and ABAC  
Russia

Johannes P. Jutting and Juan R. de Laiglesia. (2009), “Is Informal Normal? Toward More  
And Better Jobs In Developing Countries,” *OECD Development Centre Perspective*

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2012 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <http://www.iima.or.jp>