

中露金融協力の実状と今後の人民元国際化への影響

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. 2022年2月24日のロシア軍によるウクライナへの武力侵攻を機に、米欧主導でのロシアの一部銀行の国際銀行間通信システム（SWIFT）からの排除が実行された。排除指定されたロシアの銀行経由、ロシアからの石油等の輸出に支障が生ずることを狙った措置であるが、中国はロシアとの通常の経済・貿易関係を維持するとしている。
2. 人民元国際化から見た中露金融協力は二つのステージに分類できる。一つ目の2014年3月以前では、中国の世界貿易機関加盟を契機とした中露間での自国通貨建て国境貿易の推進、両国為替市場での人民元・ルーブル間の直接交換取引が挙げられる。二つ目のロシアによるクリミア併合の2014年3月以降では、中央銀行間による人民元建て通貨スワップ契約の締結、ロシアにおける人民元クリアリング銀行（中国工商銀行のロシア現地法人）の指定、中央銀行決済システム間協力、債券市場における協力が挙げられる。
3. ロシアの一部銀行の SWIFT からの排除指定により、中国の人民元国際決済システム（CIPS）が中露間の決済を肩代わりするのではないかと観測もあるが、CIPS は SWIFT と接続しながら人民元越境取引の最終決済を行う仕組みであり、貿易等が人民元建てで取引され、ロシア系銀行が直接参加銀行とならない限り、決済量の面で限界がある。また、ロシア連邦中央銀行（ロシア中銀）が開発したルーブルの国際決済システム（SPFS）と CIPS との接続も現時点では実現しておらず、両システムともに米ドル等と自国通貨の決済には対応していない。
4. ロシア中銀は、近年、外貨準備の資産構成を見直し、人民元建て資産の構成比を増やしている。中国の金融当局の現場や各金融機関は、ロシア・ウクライナ向け金融取引のリスクや二次制裁が自らに及ばないように、ウクライナを巡る和平交渉など慎重に事態の推移を見守っているように見える。それでも、中国政府としては、これまで進めてきた人民元国際化自体の方針は不変と思われ、今後の政策や市場参加者の取り組みを注視していく必要がある。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 関根栄一「日本・主要先進国との金融協力を通じた開放が進む中国資本市場」『野村資本市場クォーターリー』2019年春号（ウェブサイト版）。
- ・ 関根栄一「『デジタル人民元』の中国国内での初の市民参加型実験の概要－深圳市・蘇州市に加え、北京冬季五輪での実験も始動－」『野村資本市場クォーターリー』2021年冬号。

I はじめに

1. ロシアの銀行の SWIFT からの排除

2022年2月24日、ロシア軍によるウクライナへの武力侵攻が始まった（ウクライナ問題）。欧州連合（EU）と米国・英国等は、同侵攻に対し、ロシアへの経済制裁の一環として、同年2月26日、ロシアの銀行を国際銀行間通信システム（Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication、略称SWIFT、本部はベルギー）から排除することで合意した。SWIFTは、企業などが金融機関を通じて外国企業に資金をやり取りする際、送金額など必要な情報を伝える仕組みであり、日本を含め200を超える国・地域の約1万1千の金融機関が利用し、1日あたり約4,200万件のやり取りを仲介している。

上記合意が実行されると、排除指定を受けたロシアの銀行は、SWIFTを通じた国際銀行間の送金・決済に利用される金融情報の提供が禁止される。ロシアの場合、主要な輸出品が石油や天然ガスであるが、指定されたロシアの銀行がSWIFTを利用した送金・決済ができなくなると、ロシアからの輸出に関し、ロシアの銀行を通じた外国企業との資金決済が難しくなり、他国・地域との対口貿易に支障が生ずることとなる。

3月2日には、EU外務相会合は、SWIFTからロシアの銀行7行を排除する制裁措置を採択し、10日間の移行期間を経て3月12日から実施するとした。排除指定を受けた銀行は、業界第2位のVTBバンクのほか、オトクリティ銀行、ノビコムバンク、プロムスビヤジバンク、バンクロシア、ソブコムバンク、VEBバンクの7行で、この7行が直接・間接的に過半数以上を所有するロシアで設立された子会社なども排除指定の対象となる¹。また、EU外務相会合は、ロシア政府やロシア連邦中央銀行（以下、ロシア中銀）を含むロシアのあらゆる個人・法人に対するユーロ紙幣の販売・供給・送金なども原則禁止し、ロシア紙幣であるルーブルとの現金交換をさせないようにした。

2. 中国の人民元国際化から見た中露金融協力

米国もロシア向け経済制裁に動く中（後述）、中国政府は、米欧主導のロシアへの経済制裁に対して反対を表明している²。また、中国の金融当局のうち、中国銀行保険監督管理委員会（銀保監会）の郭樹清主席（中国人民銀行・党委員会書記兼務）は、2022年3月2日の記者会見の中で、中国政府のウクライナ問題に対する外交政策を敷衍した上で、「金融制裁、特に一方的に行われる制裁には中国は賛成しない。うまく機能せず、法的根拠もないためである。」とした上で、「中国はこうした制裁には加わらない。相手国と通

¹ なお、ロシア最大手のズベルバンクや国有ガス会社ガスプロム傘下のガスプロムバンクの指定は、2022年3月2日時点で、SWIFTからの排除指定から見送られた。その後、EU理事会が同年6月3日に採択した対ロシア制裁パッケージ第6弾の中で、ズベルバンクをSWIFTからの排除指定に追加した。

² 直近では、2022年3月18日にオンライン形式で開催された米中首脳会談で、中国の習近平国家主席は、米欧主導の経済制裁について、バイデン米大統領に対して反対を表明している。

常通り経済・貿易関係を続けていく。」と表明した³。

中国がロシアとの間で、通常通り経済・貿易関係を続けていくためには、両国の銀行同士での資金決済が円滑に行えるかどうか鍵となる。これを中国側から見ると、2008年9月のグローバル金融危機を機に公表された2009年3月の中国人民銀行・周小川総裁（当時）による「国際通貨体制に関する考察」論文に見られるように、米ドルを念頭に、特定の通貨が基軸通貨を兼ねる国際通貨体制の限界を指摘し、非ドル決済を進めるために、人民元の国際通貨としての利用を促す自国金融・資本市場の開放及び改革の歩みと表裏一体をなしている。こうした中国の人民元国際化の動きは、香港を含む各国・地域の金融当局との間で、金融協力を行うことで進められてきたものである。中国とロシアとの間でも、これまで二国間の金融協力を通じて、それぞれの自国通貨である人民元とルーブル間の決済が行える枠組みを構築してきている。本稿は、市場関係者の関心が高まっている中露金融協力の実状を紹介するとともに、ロシアの一部銀行がSWIFTから排除される中、両国が自国通貨建て決済を更に進めていくための制約や課題も併せて見ていくものである。

II 中露金融協力の枠組みと実状

中露金融協力は、主に貿易分野での協力、中央銀行間の協力、国際決済分野での協力の各分野に大別できよう。また、中国の2001年の世界貿易機関（WTO）加盟に伴う貿易取引の円滑化、2008年9月のグローバル金融危機を契機とした中国側の動き（人民元国際化の積極的推進）、2014年3月のロシアによるクリミア併合を契機としたロシア側の動き（米欧による経済制裁の影響回避）といった各種イベントも、時代区分上、中露金融協力が促進された要素として捉えられる。特に時代区分の中では、2014年3月以前と以降に分けた上で、分野別に協力内容を見ていく。

1. 貿易分野・為替市場での協力（2014年3月以前）

2002年8月22日、中国人民銀行とロシア中銀は「国境貿易に関する銀行決済協定」に調印し、2003年第1四半期より、中国・黒竜江省の黒河市にある中国資本（中資）系銀行と、ロシア・アムール州の州都であるブラゴヴェシチェンスク市にあるロシア系銀行との間で、国境貿易時の決済・支払いにおいて、（米ドル等の）自由兌換通貨以外に、人民元やルーブルの使用も容認することで合意した。2004年9月には、自国通貨で決済可能な国境貿易の対象地域を、中国・ロシアともに拡大している⁴。2006年11月にも、両国でさらに決済対象地域を拡大している。

³ 中国銀行保険監督管理委員会「银保监会国新办新闻发布会问答实录」2022年3月2日。

<<https://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=1041056&itemId=915&generalType=0>>

⁴ 中国の国境貿易地域では、新疆ウイグル自治区、吉林省、黒竜江省、内蒙古自治区が追加された。また、ロシアの国境貿易地域では、①沿海地方（プリモルスキー地方）区、ハバロフスク地方区、アムール州、ユダヤ自治州の各港湾での銀行、②エカチェリンブルク、モスクワ、サンクトペテルブルク、ウラル山脈以東ブラゴヴェシチェンスク地区で中国と主に国境貿易を行う地域、がそれぞれ追加された。

2008年9月のグローバル金融危機後の2010年11月には中国本土（上海）の為替市場で、同年12月にはモスクワの為替市場で、人民元・ルーブル間の直接交換取引がそれぞれ始まった。直接交換取引とは、人民元・米ドル、米ドル・ルーブルの二つの取引に分解されていた為替取引を、米ドルを介在させないことによって、米ドルを介した為替リスクやスプレッドなどの取引コストを低減させることを狙ったものである。その後、2011年9月14日、中国人民銀行は、モスクワ為替市場での人民元・ルーブル間為替取引の利便性を高めるための通知⁵を公布し、①モスクワ為替市場で人民元・ルーブル間為替取引を行うロシア系銀行が、中国本土の商業銀行において人民元の特別口座を開設することを容認し、②同口座で人民元・ルーブル間為替取引によって生ずる人民元資金の決済を行えるようにした。

2. 二国間金融協力の進展（2014年3月以降）

2014年3月のロシアによるクリミア併合を契機に、以下の通り、中露間の金融協力は大きく進展を見せていった。

1) 中央銀行間による人民元建て通貨スワップ契約の締結

中国は、2008年のグローバル金融危機後、香港を皮切りに世界各国・地域の金融当局と人民元建て通貨スワップを締結してきた。同スワップは、緊急時の資金融通だけでなく、2009年7月から解禁した人民元建て貿易決済に必要な人民元を相手先市場に人為的に供給し、締結先との貿易・投資の利便性や、経済関係の強化を目指すことに主眼が置かれてきた。

中露間では、2014年10月13日に第19回中露首相定期協議が行われ、金融分野では、①両国金融機関の金融サービス⁶の相互提供協力を強化し、双方の貿易・投資の利便性を向上させること、②双方の貿易・直接投資・銀行融資の各分野で自国通貨建ての利用を拡大すること、で合意している。これらの合意を実現するため、協議同日の10月13日、中国人民銀行とロシア中銀は、1,500億元（8,150億ルーブル相当）の人民元建て通貨スワップ協定を締結している⁷。協定期間は3年で、2017年10月の更新を経て、2020年10月まで再更新していることが確認できている。

通貨スワップ協定に関し、2015年12月の第20回中露首相定期協議では、中露両国で使用範囲の拡大を進めることで合意している。その後の同スワップを使った実例は、中国人民銀行のプレスリリースから2件確認できる。1件目は、中国人民銀行が通貨

⁵ 中国人民銀行「关于俄罗斯莫斯科银行间货币交易所人民币对卢布交易人民币清算有关问题的通知」（银发[2011]222号）2011年9月14日。

⁶ 相互提供協力の対象となる金融サービスは、輸出信用、保険、プロジェクトファイナンス、トレードファイナンス、クレジットカード等。

⁷ 中国人民銀行「中俄两国央行签署双边本币互换协议」2014年10月13日。

<<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2808539/index.html>>

スワップからルーブルを引き出し、内蒙古の商業銀行に200万ルーブル、期間90日、金利9.64%で融通したものである（2017年5月15日付発表）⁸。同資金は、中国本土企業が、ロシアからの木材輸入契約の支払いに使うために用いられている。もう1件目は、山東省青島市にあるロシア系貿易会社が、中国銀行青島支店経由、通貨スワップから引き出された100万ルーブルを使って、輸入代金を支払ったものである（2018年9月20日付発表）⁹。このロシア系貿易会社は、同スワップから引き出されたルーブル金利は、通常の融資条件よりも200~300bp安く、資金調達コストを低減できたとコメントしている。

2) ロシアにおける人民元クリアリング銀行の指定

中国では、2009年7月に中国本土と香港との間で人民元建て貿易取引が解禁された際、中国本土以外のオフショア市場に人民元クリアリング銀行を設置して、海外の銀行が同行を通じて人民元のクロスボーダー決済と清算を行う仕組みが作られた。資本移動に規制が課せられている中国の人民元は、中国本土のオンショア市場と中国本土外のオフショア市場とに分断されて取引されている。このため、オフショア市場での人民元決済を行う場合、オフショア市場にある人民元だけでは決済が完了しないことが生じうる。この場合には、（中国人民銀行からの資金調達を含め）オンショア市場で調達した資金を使って、オフショア市場での決済を行わなければならない。このような事態に備えるため、中国人民銀行はオンショア市場でも活動できる銀行を人民元クリアリング銀行として指定し、オフショア市場における資金決済を問題なく行えるようにしている。中国人民銀行から人民元クリアリング銀行に指定される条件として、中国人民銀行の大口決済システムであるChina National Advanced Payment System（中国現代化決済システム、略称CNAPS）に既に参加していることが必要である。また、人民元クリアリング銀行は、中国人民銀行上海本部の認可を経て、中国本土のインターバンク市場（人民元、外貨）に参加することができる。

モスクワにおける人民元クリアリング銀行の指定に先立っては、前述の2015年12月の第20回中露首相定期協議にあわせて、中国人民銀行とロシア中銀は協力覚書に調印し（12月17日）、双方で自国通貨建て決済の開発を更に進めていくことで合意した¹⁰。同覚書を受け、2016年9月23日、中国人民銀行は、「中国工商銀行（モスクワ）株式会社」（同行のロシア現地法人）を、ロシアにおける人民元クリアリング銀行に指定した。

⁸ 中国人民銀行呼和浩特中心支行「中俄央行双边本币互换协议项下卢布资金动用在内蒙古落地」2017年5月15日。
<<http://huhehaote.pbc.gov.cn/huhehaote/129766/3307495/index.html>>

⁹ 中国人民銀行青島中心支行「山东省首笔中俄货币互换项下卢布贷款成功落地青岛」2018年9月20日。
<<http://qingdao.pbc.gov.cn/qingdao/126161/3769302/index.html>>

¹⁰ 中国人民銀行「中国人民银行和俄罗斯联邦中央银行签署合作谅解备忘录」2015年12月17日。
<<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2990560/index.html>>

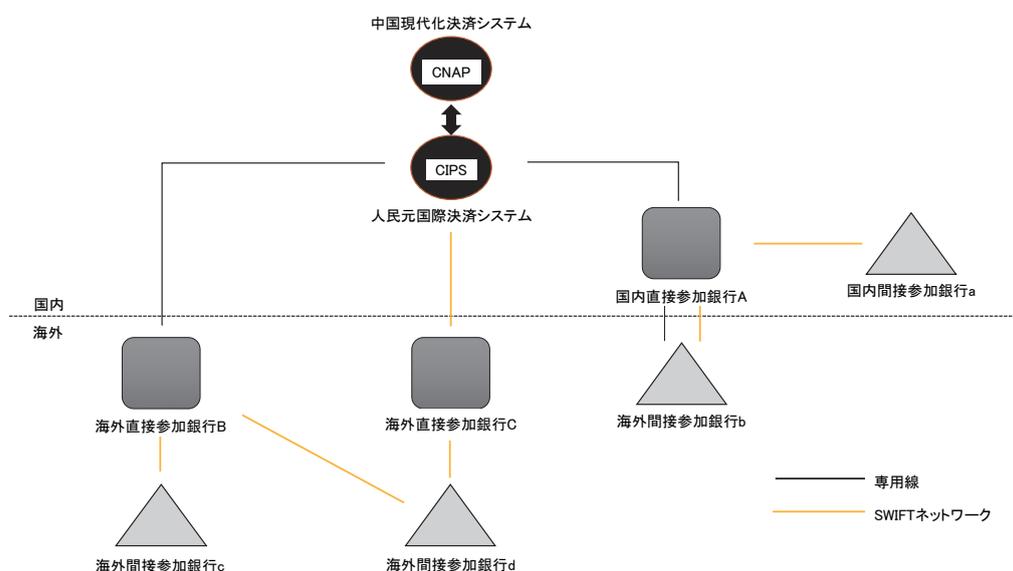
3) 中央銀行決済システム間協力

中国では、2015年10月8日より、日本銀行の外為円決済システムに相当する Cross-Border Interbank Payment System（人民元国際決済システム、略称 CIPS）の第一期が稼働している¹¹。CIPS には、人民元の国際通貨基金（IMF）の特別引出権（SDR）構成通貨への採用の要件として、人民元の国際決済における利便性を高める狙いもあった。CIPS の下では、海外銀行が、中国本土に設立した現地法人銀行を通じて中国人民銀行のシステムに直接参加し、人民元の国際的な取引決済を実行することが可能である。

CIPS の参加者には、①CIPS 内に専用口座を有し、直接、CIPS にアクセスできる直接参加銀行と、②直接参加銀行を通じて CIPS に参加する間接参加銀行とがある（図表 1）。間接参加銀行が、海外の送金依頼人からの送金指示を受け、直接参加銀行に送金を依頼する場合は、SWIFT の電文メッセージを利用する。直接参加銀行同士の決済は、CIPS の電文メッセージを使うため、SWIFT の電文メッセージを介する必要はない。2022年3月末時点の CIPS 参加銀行は 1,304 行で、そのうち直接参加銀行が 76 行、間接参加銀行が 1,228 行となっている（図表 2）。

一方、ロシアでも、2014 年以來、ルーブルの国際決済システムである System for Transfer of Financial Messages（金融メッセージ転送システム、略称 SPFS）と呼ばれる金融メッセージ転送システムがロシア中銀によって開発・導入されている¹²。SPFS への参加者は、2021 年 11 月時点で銀行・企業を含む 400 社以上とされ、SPFS 内の決済は、独自の電文メッセージを使う仕組みとなっている（図表 2）。

図表 1 CIPS と SWIFT との関係



（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

¹¹ 跨境銀行間支付清算有限責任公司。
< <https://www.cips.com.cn/> >

¹² Bank of Russia, “Financial messaging system of the Bank of Russia (SPFS),” October 12, 2021.
< http://www.cbr.ru/eng/psystem/fin_msg_transfer_system/ >

図表 2 中露両国の自国通貨・国際決済システム

	中国	ロシア
名称	Cross-Border Interbank Payment System 人民元国際決済システム	System for Transfer of Financial Messages ルーブル金融メッセージ転送システム
略称	CIPS	SPFS
電文メッセージ	独自	独自(サイズに制限があるとの指摘も)
SWIFTとの互換性	あり	あり
開発時期	2012年4月12日	n.a
稼働時期	第一期 2015年10月8日 第二期 2018年3月26日	2014年
参加者	・直接参加銀行 76行 ・間接参加銀行 1,228行 合計 1,304行(2022年3月末時点)	400社以上(銀行、企業) (2021年10月12日時点)
参加者の地理的分布	間接参加銀行(104カ国・地域)の内訳 ・アジア 946行 ・欧州 169行 ・アフリカ 44行 ・北米 29行 ・大洋州 23行 ・南米 17行	トルコ、ベラルーシ、アルメニア、タジキスタン、キルギスタン、カザフスタン、中国、キューバ等の金融機関
稼働時間	第一期 中国時間9時~20時 第二期 5営業日×24時間+4時間 (参考)SWIFT 24時間365日	24時間365日 (実際には平日の営業時間のみという指摘も)
処理件数	一日平均8,855件(2020年) (参考)SWIFT 一日平均約4,200万件(2021年)	n.a
中露参加金融機関	中国工商銀行ロシア現地法人が直接参加銀行 (ロシア系銀行の直接参加はない)	中資系金融機関では中国銀行ロシア現地法人が参加

(出所) CIPS、SPFS、SWIFT、各種資料より野村資本市場研究所作成

中央銀行決済システムの中露間協力については、前述の 2015 年 12 月の第 20 回中露首相定期協議において「金融分野の協力を強化し、両国の決済システム協力の拡大のために有利な条件を作り出す」と合意事項に盛り込まれている。また、2021 年 11 月 30 日にオンライン形式で開催された第 26 回中露首相定期協議では、「決済システム及び決済サービス分野の協力の強化を支援する」と合意している。なお、執筆時点で、CIPS と SPFS の相互接続は実現していない。

4) 債券市場における協力

前述の 2015 年 12 月の中露中銀の協力覚書では、①相手方が自国市場で自国通貨建て債券を発行するために利便性を提供すること、②信用格付け分野での協力を強化すること、についても合意している。

その後、ロシアの発行体としては、2017 年 3 月にアルミニウム大手の UC ルサールが、10 億元(期間 3 年、発行金利 5.5%)のパンダ債(非居住者人民元建て債券)を上海証券取引所で発行している(私募形式)。同社は、同年 9 月にも 5 億元(期間 3 年、発行金利 5.5%)のパンダ債を発行している(同上)¹³。

¹³ なお、2016 年 10 月 18 日付中国証券報は、ロシア財務省が同年内にも 10 億ドル相当の人民元建て債券の発行を計画していると伝えているが、その後、実現した形跡はない。同報道後の 2016 年 11 月の第 21 回中露首相定期協議では、「中国は、ロシアの発行体がロシア市場で人民元建て債券を発行するのを歓迎する」としている。

Ⅲ ロシアへの金融制裁（2022年）と人民元取引との関係

1. 人民元・ルーブル間為替市場での影響

1) ロシア国内での為替規制の影響

2022年2月22日、バイデン米大統領は、ロシアがウクライナ東部の親ロシア派地域の独立を一方向的に承認したことを受け、第1弾の対ロ制裁を公表している。その後2月28日には、米国人¹⁴を対象に、ロシア中銀との取引を禁止する新たな制裁措置を正式に決定し、即日発効させた。ロシアの財務省や政府系投資ファンドとの取引も禁止するとともに、ロシア中銀が米国内に持つ米国債などの資産を凍結した。本措置は、暴落したルーブルの価値を支えるべく、ロシア政府が中銀を通じて外国の金融機関からルーブルを買う手立てを防ぐことが目的とされる。ルーブル安が進めば、ロシア国内でインフレが高まり、ロシア国民の政権への不満が高まることを狙った措置とも言われている。

前述のロシアの一部銀行の SWIFT からの排除を含む金融制裁への対抗措置として、ロシア中銀は政策金利を大幅に引き上げるとともに¹⁵、ロシア国外への外貨流出を防ぐため、3月9日に、全ての外貨を対象に、ロシア国内での銀行での外貨への両替を9月9日まで制限する措置を導入した¹⁶。外貨の現金引き出し上限も1万ドルとなる。ロシア中銀の発表によると、ユーロや円など他の外貨口座から引き出す場合、当該日の為替レートで米ドルに交換する必要がある。また、ルーブルに交換すれば上限を超えて引き出すことは可能となっている¹⁷。

ロシア向けルーブル取引の最終決済は、前述の SPFS に参加する金融機関同士で行われるが、2022年2月3日時点で SPFS に参加する金融機関 331 社のうち、中資系では中国銀行のみとなっている¹⁸。ロシアに営業拠点を有する中資系金融機関は、前述の中国工商銀行のほか、中国建設銀行、中国農業銀行の各現地法人となっている¹⁹。

¹⁴ 米国民、米国永住者、米国の法律に基づく、もしくは司法権が及ぶ域内に存在する法人（外国支所も含む）、もしくは米国内に存在するあらゆる個人を指す。

¹⁵ 2022年2月末に従来の9.5%から20%に引き上げたものの、ルーブル為替相場の回復を受け、4月11日から17%に引き下げ、5月4日からは14%に引き下げた。6月14日には9.5%に引き下げ、ウクライナ侵攻前の水準に戻した。

¹⁶ 当該時点で、ロシア政府、国外への外貨（外貨預金及び外貨建て金融商品）の持ち出しの上限を1万ドルに制限し、銀行口座に入金した外貨の80%をルーブルに強制的に両替する等の規制を既に導入している。

¹⁷ なお、2022年3月7日までに、マスターカード、ビザ、アメリカン・エクスプレスの各カード会社は、ロシアでの業務を停止すると発表している。このため、ロシアの銀行は、中国の銀聯カードの発行を検討しているとの指摘もある。銀聯カードのサイトによると、SWIFT から排除されていないガスプロムバンクは、同カードと提携して、デビットカード（RUR/USD）、クレジットカード（RUR）を発行している。

¹⁸ 「対話社科院許文鴻：又被威胁踢出 SWIFT，俄罗斯这次“不一定害怕”」『第一财经』2022年2月25日。

¹⁹ 中華人民共和国駐ロシア連邦大使館「在俄中金融机构名录」2020年10月9日。

<<http://ru.china-embassy.org/zgzj/zmyh/>>

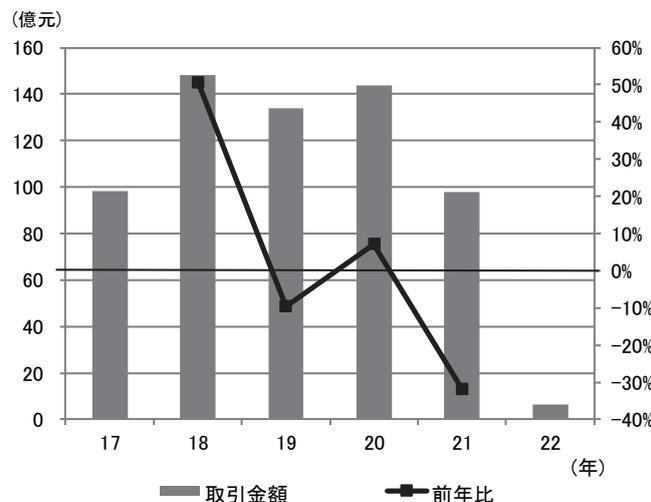
米欧によるロシアへの経済制裁発動を受け、各行ともに自行への二次制裁リスク²⁰を回避できる取引であることが条件となろうが、残り3行がSPFSに参加する中国銀行²¹に送金依頼を行う形でルーブル決済を行うことは可能であろう。なお、SWIFTのように24時間稼働しているシステムと異なり、SPFSの場合、公式資料上は24時間365日稼働となっているものの、実際の稼働時間は平日の営業時間のみであり、時差を加味した国際的な決済上の制約を指摘する声もある。

2) 中国本土の為替市場での影響

上海市場では、前述の通り2010年10月より、人民元・ルーブル間の直接交換取引が始動している。2021年の上海市場での上記取引金額は97.9億元で、前年比で31.8%減となっている(図表3)。また、2021年の上海市場での直接交換取引金額64兆5,134億元のうち、人民元・ルーブル間の占める割合は0.02%に過ぎない。

今回の米欧主導のロシアへの経済制裁発動を受けたルーブルの暴落に対応するため、2022年3月11日、上海外為市場を運営する中国外国為替取引システム(CEFETS)は、中国人民銀行が毎営業日設定する人民元の対ルーブルの中心レート(中間値)を、

図表3 人民元・ルーブル間直接交換取引金額(上海市場)



(注) 1.2022年は5月までの数値。
2.前年比は2018年から2021年までの数値。
(出所) CEICより野村資本市場研究所作成

²⁰ 例えば、米国の経済制裁の場合、その枠組みは輸出規制と金融制裁(資産凍結や米ドル取引禁止)に大別される。金融制裁のうち、SDNリスト(Specially Designated Nationals List)に掲載された者との取引には、非米国企業・人であっても禁止され、取引をした非米国企業・人も制裁対象とする、とされている。2022年2月24日に米国が発表した第2弾の対ロ制裁では、VTBバンクを含む4行が、米国内の資産凍結や米国人との資金・物品・サービスの取引の一切が禁止されるSDNに指定されている。

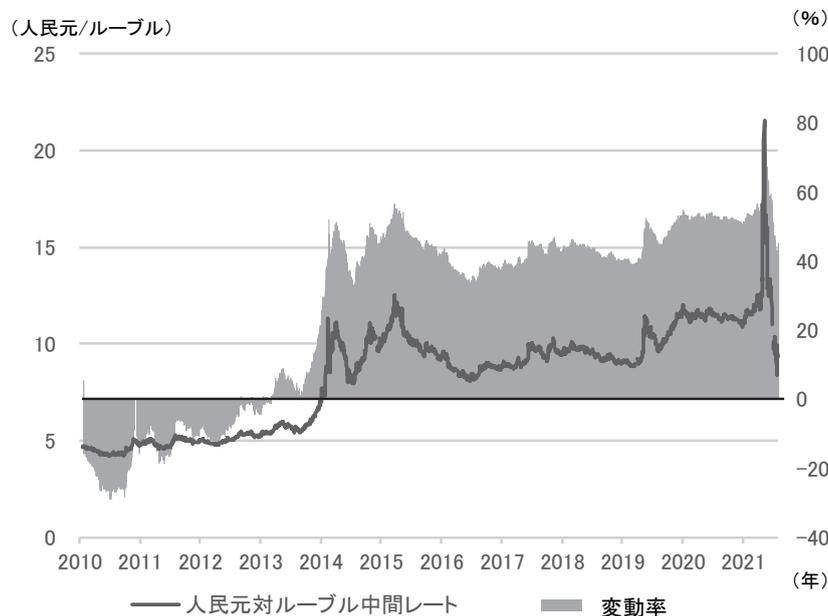
²¹ 中国銀行のロシア現地法人は、2015年10月12日より、旅行・留学・出張等の資金決済需要に応えるため、ルーブルの個人向け越境決済業務を開始している。

従来の5%から10%まで変動することを容認した²²。ちなみに、2014年10月に中露間で締結した通貨スワップのレートは、1人民元=5.43ルーブル（基準レート）に設定されている。同レートは、2014年初の中間値と同水準であるが、変動幅拡大の容認直前の3月10日の中間値は1人民元=21.55ルーブルであり、基準レートに対する当日中間値からの変動率は74.8%となっている（図表4）。

中国本土向け人民元越境取引の最終決済は、前述のCIPSを通じて直接参加銀行同士で行われる。ロシアに営業拠点を置く金融機関で、CIPSの直接参加銀行になっているのは、ロシア系銀行ではなく、前述の通り、中国工商銀行のロシア現地法人のみである。自行への二次制裁リスクを回避できる取引であれば、同行がロシア国内にあるロシア系や中資系、他の外資系金融機関からの依頼を受け、人民元越境取引の最終決済を行うことは可能であろう。

今後、CIPSとSPFSの相互接続による検討が進み、将来的に接続が実現し、両システムでの参加機関同士で決済が可能になったとしても、両システムともに、SWIFTに比べて参加機関が少なく、決済ルートに依然として制約が残っている。更に、両システムは、あくまで自国通貨による国際決済を行うシステムであり、米ドルやユーロなど、他の通貨との国際決済には現時点で対応していない。換言すれば、CIPSを

図表4 人民元の対ルーブル中間レートの推移（当日中間値からの変動率）



(注) 1. 変動率 = (当日中間値 - 基準レート (通貨スワップ締結時)) / 当日中間値
2. 2022年6月1日までの数値。

(出所) CEIC より野村資本市場研究所作成

²² 人民元の対ルーブルの中心レートの変動幅拡大の容認には、市場の実勢に合わせた調整と、ルーブルを巡る為替取引を支援する狙いも、中国の金融当局にはあろう。

使っても、米ドル等他の通貨の肩代わりを人民元が行えるわけではない。為替市場で、米欧の金融当局がユーロや米ドルによるルーブル取引を停止すれば、CIPSでもSPFSでも決済は出来なくなる²³。

また、2022年3月16日付ブルームバーグは、CIPSが経済制裁逃れに使われる可能性として、「人民元建てで取引が行われる場合に限られ、CIPSのメンバーとしてロシア勢と中国勢が直接取引の決済を行うケースに限定される公算が大きい」と伝えている²⁴。また、その他の問題として、①ロシア側と取引する中国以外の輸入業者や輸出業者がどの程度人民元建ての支払いを受け入れるか明確でない点、②ロシアが米国の金融システムを回避するのにCIPSが役に立つようにするためには、ロシアが人民元中心の金融システムの一部にならなければならないが、資金の流出入を制限する中国の資本規制を踏まえれば、そうした状況は考えにくい点、をそれぞれ挙げている。

3) デジタル人民元との関係

それでは、中国人民銀行が試験的導入を進める「デジタル人民元」は、ロシア向け制裁の抜け穴として中露間で利用される可能性はあるのであろうか。制度設計上、その可能性は考えにくい。

第一に、デジタル人民元は、中国本土の一部実験地域で、現金の代替として、リテール向けに発行されており、発行が扱える銀行も数行に限って導入されている。また、デジタル人民元は、専用のアプリを携帯電話等にダウンロードし、ウォレットにチャージして使う仕組みとなっているが、ウォレット上の残高や取引金額には上限が設けられており、中国国内であっても大口取引での決済が想定されていない。

第二に、デジタル人民元の国際決済に向けた他の金融当局等の協力は、以下の二つのプロジェクトに留まっている。一つ目のパイの協力プロジェクトでは、中国人民銀行・デジタル通貨研究所と香港金融管理局（HKMA）との間で、第一段階の技術テスト、すなわち、香港にある中国本土銀行が香港の指定店舗との間で、デジタル人民元のウォレットへのチャージ、移転・消費機能を展開することが終了している。現在は、第二段階のテスト（デジタル人民元システムと香港のFaster Payment System（FPS、香港ドルまたは人民元での即時決済が可能）との接続）を展開中である。二つ目のマルチの協力プロジェクトでは、香港、タイ、アラブ首長国連邦（UAE）の中央銀行と、中銀デジタル通貨（Central Bank Digital Currency、略称CBDC）に関する共同研究を推進中である（m-CBDC Bridge）。同プロジェクトの目的は、分散型台帳技術（DLT）に基づくCBDCの多通貨同時決済の実現を技術的に研究することにある。

第三に、2021年1月16日付で、中国人民銀行・デジタル通貨は、SWIFTと合弁会社を設立している。同社の名称は「Finance Gateway Information Services Company」で、

²³ 蔵納淳一「特集：世界戦時経済 SWIFT 排除 対ロシア決済に影響甚大 中国経由も事実上は困難」『週刊エコノミスト』2022年3月29日。

²⁴ 「中国独自の国際決済システム、ロシアを救うには至らず—QuickTake」『Bloomberg News』2022年3月16日。

登録資本金は 1,000 万ユーロ、SWIFT が 55%出資、中国人民銀行等が 45%出資している。中国側の出資比率の内訳は、中国人民銀行清算総センターが 34%、（CIPS の開発・運営・維持を行う）クロスボーダー銀行間決済有限責任会社が 5%、同行・デジタル通貨研究所が 3%、中国決済清算協会が 3%となっている。同社の経営範囲は、情報システムの統合、データ処理、技術コンサルティングとなっており、デジタル人民元の国際決済を実現するにしても、SWIFT と CIPS の相互接続を前提とした検討が行われているものと推察される。

4) 暗号資産との関係

他に、中国人民銀行が、CIPS を通じた人民元の国際決済取引を管理している中、更にデジタル人民元の国際決済に向けた取り組みもまだ限定的と言える中で、ロシアまたは中国の市場関係者が人民元に連動する暗号資産を開発して、手元のルーブルと交換し、資金決済や蓄財を行う可能性も否定はできない。

一方、2020 年 10 月 23 日、中国人民銀行は、中央銀行法に相当する「中国人民銀行法」の改正案を公表し²⁵、デジタル人民元の正式発行に向けた課題の一つとしての法整備を進めようとしている点に注目する必要がある。同案の中で、「中華人民共和国の法定通貨は人民元である」（第 18 条）とした上で、「人民元は実物形式とデータ形式からなる」（第 19 条）と規定し、中銀デジタル通貨の発行に法的根拠を与えた。同時に、「人民元は中国人民銀行が統一して製造し発行する」（第 20 条）とした上で、「いかなる組織や個人もデジタル通貨を製造、発行してはならない」（第 22 条）と規定し、中央銀行としての中国人民銀行のみが法定通貨としてのデジタル人民元を発行することを明確化し、民間主体による発行の余地を無くした。

また、同行は、デジタル人民元の実証実験を進める傍ら、2021 年 9 月 24 日、他の部門とともに「暗号資産取引の投機リスクの更なる防止・処理に関する通知」を公布し、①暗号資産は経済や金融秩序を乱し、賭博や詐欺、マネーロンダリング等の犯罪活動を引き起こしているとした上で、②暗号資産の交換、セントラル・カウンター・パーティとしての同資産の売買等の関連業務全てを違法な金融活動とし、厳格に禁止するとしている。中国本土外の人民元建て暗号資産の動きについても、各国の規制当局による暗号資産への規制と協調して対応していく可能性が高い。

²⁵ 中国人民銀行「中国人民銀行关于《中华人民共和国中国人民银行法（修订草案征求意见稿）》公开征求意见的通知」2020 年 10 月 23 日。

<<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4115077/index.html>>

2. ロシア中銀への影響

1) ロシア中銀の保有する外貨準備への影響

前述の通り、2022年2月28日のロシア中銀向け制裁を受け、同年3月13日、ロシアのシルアノフ財務大臣は、国営テレビのインタビューで、同行が保有する（金を含む）外貨準備のうち、約半分にあたる3,000億ドル分が、米欧日等による経済制裁で凍結されていると述べた。

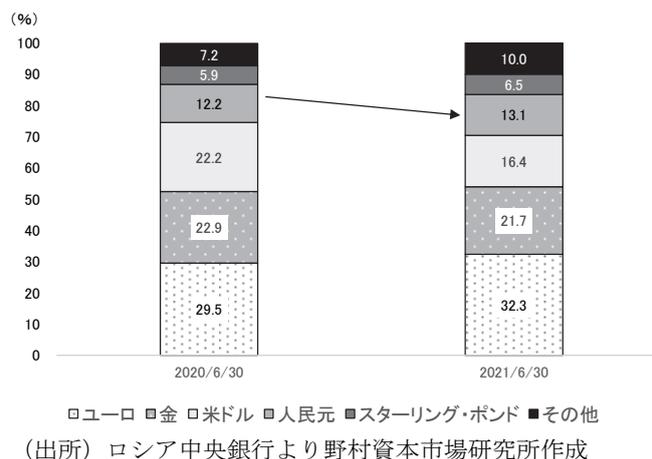
また、シルアノフ氏は、①人民元建ての資産の使用を制限するよう米欧が中国に圧力をかけているが、②ロシアは中国と協力を維持するだけでなく拡大することができる、との見方も示した。

2) ロシア中銀の保有する外貨準備と内訳

ロシア中銀の資料によれば、2021年6月30日時点でロシア中央銀行が保有する外貨準備の内訳は、ユーロが32.3%、金が21.7%、米ドルが16.4%、人民元が13.1%、スターリング・ポンドが6.5%、その他が10.0%となっている。経済制裁で凍結されているユーロ、米ドル、スターリング・ポンドを合わせると55.2%となる（図表5）。

また、2022年1月末時点でロシア中銀が保有する外貨準備は6,302億ドルで、そのうち、外貨が4,686億ドル（全体の74.4%）、金が1,323億ドル（同21.0%）、SDRが241億ドル（同3.8%）、IMFリザーブポジションが52億ドル（同0.8%）となっている。外貨準備全体に、上記の凍結されている主要三通貨の比率を掛けると、約3,480億ドルとなりシルアノフ氏の発言と符合する²⁶。

図表5 ロシア中央銀行の保有する外貨準備の内訳



²⁶ 外貨準備が凍結されたままではロシア（政府、法人、個人）が有する外貨建て債務の返済に支障が出るため、また米欧などによるロシア中銀の海外資産凍結などの制裁に対抗する意味で、ロシア政府は、2022年3月5日付大統領令第95号により、（米欧等）非友好国・地域への債務をルーブルで返済することを容認した。また、上記大統領令の実施細則として、2022年3月6日付連邦政府決定第295号が発表され、非友好国・地域の外国企業とロシア企業が特定の取引を行う場合、外国企業もしくはロシア企業は外国投資管理政府委員会に取引の許可を申請しなければならないとした。米欧など主要7カ国（G7）は、ロシアが要求している天然ガス代金のルーブル建て支払いを拒否することで一致している（2022年3月29日付日本経済新聞）。ロシア政府が海外で発行している外貨（米ドル、ユーロ）建て国債の支払い通貨も争点となっている。

2022年1月末時点でロシア中銀が保有する外貨準備 6,302 億ドルに対し、上記の人民元の比率を掛けると同時点での外貨準備は 5,853 億ドルであり、人民元の保有額を計算すると約 826 億ドルで、同年1月末の為替レート（100米ドル=637.46元）で換算すると約 5,270 億元となる。

3) 海外中央銀行による中国本土向け証券投資ルート

海外中央銀行が中国本土向け証券投資、特に債券投資を行う場合、いくつかのルートがある。一つ目は、2002年に始まった適格外国機関投資家（QFII）制度と2011年に始まった人民元建て適格外国機関投資家（RQFII）制度が2020年に統合された「適格投資家制度」である²⁷。二つ目は、中国人民銀行が2010年に設定した海外の中央銀行や通貨当局に対して銀行間債券市場での運用を認める制度である。三つ目は、2017年に始まった債券通（ボンドコネクト）である²⁸。

中国の債券市場のうち、少し時点は遡るものの、2017年11月末時点で銀行間債券市場での運用資格を有する海外の中央銀行・金融当局は65機関あり、そのうち、HKMA等19機関が公表されている。旧ソ連諸国では、ベラルーシやリトアニアの中央銀行が登録されているが、ロシア中銀についてはリストに計上されていない。ロシア中銀は、2014年3月のクリミア併合以降の米欧による経済制裁を受け、外貨準備として保有する資産の多様化を進めてきたと思われ、人民元建て資産もその一つであろう。なお、ロシア中銀が保有する人民元建て資産の内訳は明らかにされていない。

3. 中露間貿易構造の観点

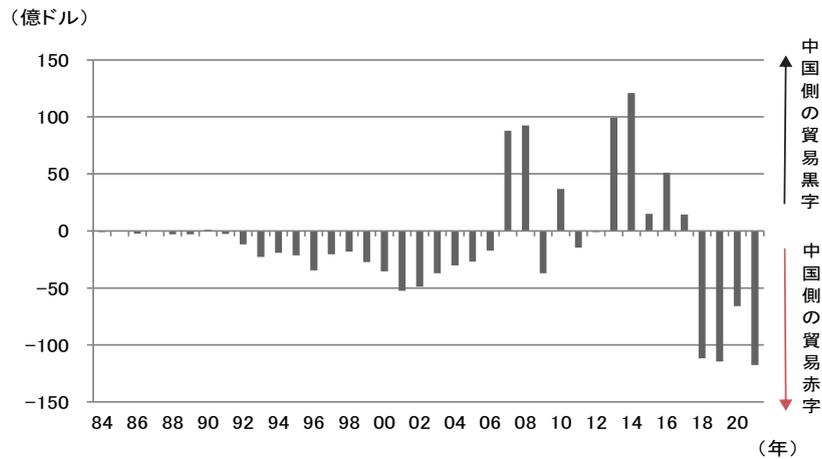
中露間では、これまで政府同士でも金融当局同士でも、自国通貨建て決済の拡大を目標とし、直接交換取引、通貨スワップ、決済システムの開発を進めてきているが、金融面の協力は、今後、実体経済面の取引で自国通貨建て決済が進むことによって成果が変わってくるもの言えよう。

例えば、2022年1月27日付税関総署発表に基づき、中国側から見た中露貿易（人民元換算）を見ると、2021年の中国のロシアからの輸入金額は 5,122.3 億元（前年比で 28.2%増）で、そのうちエネルギー産品が 3,342.9 億元（同 47.4%増）で、輸入全体の 65.3%を占めている。また、2021年の輸入エネルギー産品のうち、原油が 2,601.6 億元（前年比 35.6%増）、石炭・褐炭が 464.5 億元（同 148.7%増）、天然ガスが 276.8 億元（同 70.5%増）、金属鉱物が 277.6 億元（同 13.7%増）となっている。これに対し、2021年の中国からロシアへの輸出金額は 4,364.3 億元（前年比で 24.7%増）で、そのうち機械・電気産品が 2,684.5 億元（同 32.5%増）と、輸出全体の 61.5%を占めている。

²⁷ ロシアの投資家としては、Best Efforts Bank が 2022年1月に登録されている（カストディアンは中国建設銀行）。

²⁸ ロシアの投資家としては、VTB バンクが 2020年6月に登録されている。同行は、2022年3月に SWIFT から指定排除されたロシアの銀行7行の一つである。

図表6 中国のロシア向け貿易収支



(注) 2021年までの数値。

(出所) CEICより野村資本市場研究所作成

米ドルベースで換算した2021年の中国のロシア向け貿易収支は、117.6億ドルの赤字で、2018年以降、中国の輸入超過（貿易赤字）が続いている（図表6）。中国が、輸入者としてのバーゲニングパワーを活かし、ロシアの輸出者が人民元建て決済を受け入れていくかどうか、中国側から見た自国通貨建て決済拡大の鍵となろう。2022年2月24日付中国新聞網によると、在ロシア中国大使館・張漢暉大使は、中露間の貿易決済に占める人民元建て決済の割合は、2014年の3.1%から、2020年には17.5%に拡大したとコメントしている。また、中露間の石油・天然ガスの購入・販売契約は主にまだ外貨建てとなっており、両国企業で人民元建て決済の可能性を積極的に検討中としている²⁹。

4. 中国企業による対外直接投資の観点

2022年3月25日付ロイターによれば、中国石油化工（シノペック）グループが、ロシアの新規ガス・化学工場に最大5億ドルを投資する協議を中断したという。シノペックは、ロシアの石油化学大手シブールと提携する予定だったが、シブールの少数株主で取締役であるゲンナジー・ティムチェンコ氏が経済制裁の対象に指定されたことを受けた措置と報じられている³⁰。

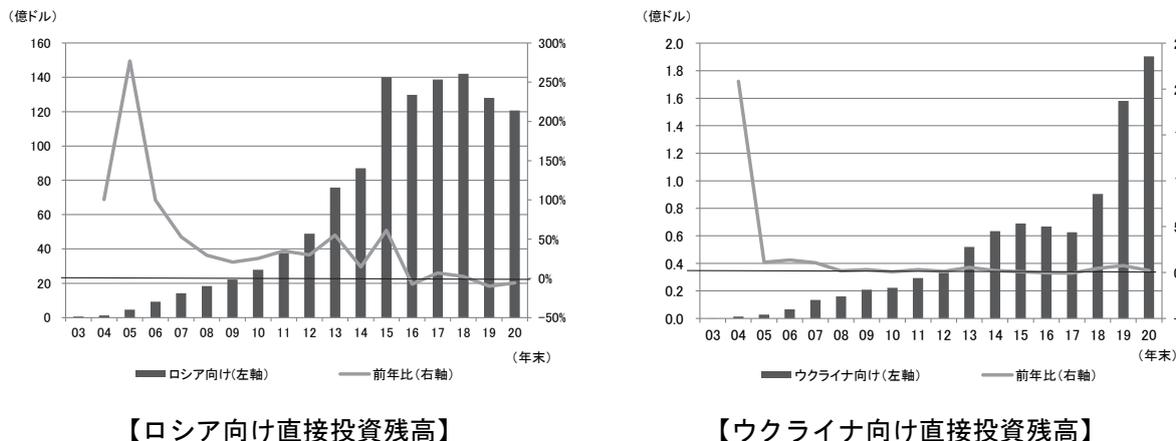
2020年末時点の中国企業による対外直接投資残高2兆5,806.6億ドルのうち、ロシア向け投資残高は120.7億ドル（前年比で5.7%減）と（図表7）³¹、全体の0.5%に過ぎない。

²⁹ 中露政府間では、2019年6月5日に「決済・支払いに関する協定」を締結しており、中露金融機関における自国通貨建て口座を含む相互の口座開設手順を定めている。

³⁰ 「中国シノペック、ロシア投資協議打ち切り 西側制裁影響＝関係筋」『ロイター』2022年3月25日。

³¹ なお、2012年6月5日、中国の政府系ファンドである中国投資有限責任公司（China Investment Corporation、略称CIC）は、ロシアの政府系ファンドであるロシア直接投資基金（Russia Direct Investment Fund、略称RDIF）と、それぞれ10億ドルずつ出資し、目標募集規模20～40億ドルの共同ファンド設立に合意している。

図表7 中国企業のロシア及びウクライナ向け直接投資残高



(注) 前年比は2004年からの数値。

(出所) CEICより野村資本市場研究所作成

また、ロシア向け投資残高は、2018年末時点の142億ドルをピークに減少していることから、2019年以降の2年間、新規投資よりも回収金額が上回っていることが分かる。2020年末時点の投資残高のうち、業種別を見ると、鉱業に分類される資源関係が約50億ドル（投資残高全体の41.4%）、農業・林業・牧畜業・漁業向けが約28億ドル（同23.0%）、製造業向けが約16億ドル（同13.0%）と、上位3業種で投資残高の77%を占めている。

これに対し、ウクライナ向け直接投資残高の場合、2019年の投資金額（約5,300万ドル）を受け、2019年末時点で約1.6億ドル、2020年末時点で約1.9億ドルと、この2年間で大きく残高を伸ばしている（図表7）。中国とウクライナは1992年に国交を樹立し、2001年には全面的な友好協力関係の樹立を、2011年には戦略的パートナーシップ関係の樹立を宣言するなどして、政府間ベースの協力関係を深めてきている。2018年7月には、両国の民間ベースのプラットフォームとして、「ウクライナ「一帯一路」貿易投資促進センター」が、首都キーウ（旧称キエフ）市の商工会ビル内に設立されている。中国商務部のウクライナ向け投資ガイドによると、2020年末時点で同国に進出している中国企業は54社で、主に通信、電子製品、インフラ、農業、加工業、製造業等の分野にわたっている。また、中国と欧州や「一帯一路」沿線国を結ぶ国際貨物列車「中欧班列」は、2020年6月に中国・湖北省武漢市からウクライナの首都キーウ市向けの定期直通列車が、2021年9月にはキーウ市から陝西省西安市向け直通列車がそれぞれ運行を開始し、直接投資のみならず、両国の貿易分野での取引量増加にも寄与していると考えられる。

中国企業の対外直接投資の資金源には、資本金だけではなく、中資系銀行からの借入を通じた親子ローンも含まれるが、タイミングは偶然かもしれないものの、2022年1月29日、中国人民銀行と国家外為管理局は、中資系主要27行を対象に、期間1年以上の対外貸付（外貨建て、人民元建て）残高に対し、自己資本に一定の掛け目を乗じた上限規制を導入している。その後、2022年3月7日付ロイターによれば、国家外為管理局は、中資系

銀行に対し、ロシアの銀行とのビジネスの有無や、リスク管理プロセスの方法、米国を含めた金融資産の確認、さらに緊急時対応策を策定しているかを調査したという³²。調査の際には、ベラルーシや、ウクライナ東部の分離独立派が支配するドネツクとルガンスクを含めた地域での事業のリスク管理も対象になったと報じられている。

また、2022年2月26日付ブルームバーグによれば、大手銀行の少なくとも2行（中国銀行、中国工商銀行）が、ロシア産商品購入のための融資を制限しているという³³。ロシアのウクライナへの武力侵攻によるロシアに対する経済制裁が相次ぐ中、中国政府がトップレベルで中露間の「通常の貿易・経済関係を続ける」とは表明しているが、金融当局の現場や各金融機関は、取引金額や残高の多寡にかかわらず、ロシア・ウクライナ向け金融取引の（債権保全を含む）リスクや二次制裁が自らに及ばないように、慎重に事態の推移を見守っているように見える。

IV 結びにかえて

1. 中露金融協力の進展の条件

中国の人民元国際化は、2010年代以降、中国人民銀行が、各国・地域の金融当局との間で、人民元と相手国通貨との間の直接交換取引の始動、人民元建て通貨スワップ協定の締結、人民元クリアリング銀行の指定、RQFIIの相手先市場への運用枠配分を進め、またCIPSも稼働させるなど、大きな進展を見せてきた。特にロシアとの関係では、2014年3月以降、金融協力の枠組みの構築が進められてきた。今後、中露間で、決済分野を含む金融協力が進展するには、中国の金融機関・企業が米欧からの二次制裁を受けるリスクを避けるためにも、中国当局としてはウクライナを巡る和平交渉を見極めつつ進めていく可能性も考えられよう。

ロシアを含む多国間の協力枠組みでは、2022年は、中国が第14回BRICS首脳会議³⁴の開催国となっている。本会合に先立ち、財政・金融分野では、2月25日に次官級会合が、4月8日に大臣級会合が、それぞれオンライン形式で開催されている。次官級会合の中国側プレスリリースでは、緊急時の外貨準備の相互融通に向けた協力、BRICS自国通貨建て債券基金の設立等についても協議が行われたとされている。同年6月23日～24日に行われた首脳会議（オンライン形式）では、北京宣言が採択され、2014年7月に締結された外貨準備相互融通協定³⁵の改訂作業を支援することが書き込まれている。

³² 「中国当局、銀行のロシア関連事業を調査 決済網排除への備え要請」『ロイター（北京／上海）』2022年2月7日。

³³ 「中国の大手国有銀、ロシア産商品購入のための融資を制限—関係者」『Bloomberg News』2022年2月26日。

³⁴ ブラジル、ロシア、インド、中国、南アフリカの5カ国。また、BRICS5カ国は、国際開発金融機関として、上海に本部を置く新開発銀行（NDB）を出資・設立している。

³⁵ 相互融通規模1,000億ドルのうち、中国が最大の410億ドル、ブラジル、ロシア、インドがそれぞれ180億ドル、南アフリカが50億ドルをコミットしている。

2. 国際金融市場で存在感を高める人民元

それでも、中国政府としては、これまで進めてきた人民元国際化自体の方針は不変と思われる。SWIFTの統計によれば、2022年1月の人民元の国際的な為替取引量は世界第4位（2021年12月は第4位）、同シェアは3.20%（同2.70%）と、2ヶ月連続で日本円を抜いている。また、世界の外貨準備における通貨別構成比を見ると、人民元は、IMFのSDR構成通貨への採用が始まった2016年の12月末時点では1.1%であったのに対し、2021年12月末時点では2.8%と、IMFが外貨準備の構成通貨に人民元を加えて以来、最も高い比率を示した。前掲図表5の通り、ロシア中銀が保有する外貨準備のうち、人民元の割合は、2020年6月末時点の12.2%から2021年6月末時点では13.1%に増加している。

人民元国際化に関し、ウクライナ問題発生前の2022年2月11日に公表された中国人民銀行の2021年第4四半期（10～12月）金融政策執行報告では、①人民元国際化を継続しつつ慎重に進めること、②人民元建て資本取引の交換可能性を着実に進めることを明記していたのに対し、2022年3月30日に発表された中国人民銀行・金融政策委員会2022年第1四半期（1～3月）定例会合では、①金融分野の高い水準での双方向の開放を進めるとともに、②開放された条件の下での経済・金融分野の管理監督能力とリスク防止・コントロール能力を高める方針を示している。ウクライナ問題という外政面だけでなく、新型コロナウイルス流行への対策という内政面にも配慮する必要がある中で、人民元国際化のスピードに調整が入るかもしれないが、引き続き、人民元の国際取引の利便性向上に向けた政策や、中国国内・国外の市場参加者の取り組みにも注視していく必要があるだろう。