

## 国際通貨としての円

中曾 宏<sup>\*1</sup>  
橋本 政彦<sup>\*2</sup>

### 要 約

国際通貨としての円の役割は劇的に増してこそいないが、日本の経済規模の相対的低下に比べれば相応の地位を維持している。また、国際金融危機以降、邦銀が基軸通貨のドル建てを中心とする国際金融仲介業務の最大の担い手となったことに加えて、円を含む主要通貨のドルへの転換を非常時においても担保する中央銀行間スワップ網の創設により、円はドル基軸通貨体制を補完する国際通貨としての側面が強まっている。ドルの基軸通貨としての役割に当分は陰りが見えない中、円が独自に国際通貨としての存在感を増していくことは考えにくい。円は今後も一定の役割を果たし続けていくとみることができよう。現在進行中の日本の国際金融都市構想は、円の国際通貨としての役割を後押ししていくことになるだろう。日本の国際金融センターが、内外の企業のファイナンスの場として機能していくことは、アジア太平洋地域の企業の資金調達を支えることを通じて同地域の持続的経済発展に寄与する。円が国際通貨としての機能を適切に発揮していくためには、決済システムなどの基幹インフラの高度化や、東京市場での資金調達手段の多様化が課題である。わが国経済の持続的発展に向けて、金融面からは、日本の金融機関、円、国際金融センターの役割を一体的に捉えた上で、課題克服に向けて適切に対処していく必要がある。

キーワード：円の国際化、中央銀行間スワップ、国際金融センター  
JEL Classification：F31, G15, G20

## I. はじめに

「円の国際化」の議論に関して、その発端は1970年代に遡る。1971年のニクソンショックと1973年の変動相場制への移行によって戦後続いてきたブレトンウッズ体制が崩壊したことで、日本円の国際的役割や国際通貨制度のあり

方が議論され始めるようになった。その後、2度のオイルショックによる多額のオイルマネーの蓄積などを背景に、世界の資金移動が膨らむ中、米ドルへの信認低下もあって、1980年代以降、円の国際化のあり方が改めて本格的に議

\*1 株式会社大和総研理事長、一般社団法人東京国際金融機構会長、東京大学大学院経済学研究科附属金融教育研究センター招聘教授

\*2 株式会社大和総研シニアエコノミスト

論されるようになった。

円の国際化が明確に日本の政策目標に位置づけられるきっかけとなったのは、1983年に当時の米国レーガン政権の働きかけによって設置された「日米円ドル委員会」である。1984年5月の同委員会において、日本の金融・資本市場の自由化、円の国際化、および外国金融機関の日本の金融・資本市場へのアクセス改善が合意され、同時に発表された「金融の自由化及び円の国際化についての現状と展望」では、円の国際化に関する具体的な政策が発表された。これを受け、1985年には、ユーロ円市場の自由化、東京オフショア市場の創設などを盛り込んだ答申が財務省外国為替等審議会より提出され、後の資本規制撤廃、金融自由化へとつながっていく。

レーガン政権が金融市場の自由化や円の国際化を提案した背景の一つには、日本が米国に対して大幅な貿易黒字を計上していたことがある。円の国際化が進めば為替相場の円高・ドル安化によって貿易赤字が縮小すると考えられていたのである。1980年代半ばから本格的に議論され始めた円の国際化政策は、当初は円安是正を求める米国が端緒を開く形で進められた。

その後、1985年のプラザ合意を契機に、円高基調が続いたことで、米国よる円の国際化への圧力は弱まっていくことになった。しかし、それと同時に日本経済が急成長を遂げ、世界経済におけるプレゼンスが向上したことで、円の国際化はそれまでの米国からの外圧により促される政策から、日本経済を活性化するための方策へと位置づけが変化していく。具体的には、日本企業が積極的に海外進出を進める中、為替リスクの軽減を目的とした円の国際化に対する産業界などからの要望が強まった。また、株価の大幅な上昇や銀行資産の拡大を背景に、東京を国際金融センターにするという構想が最初に浮上したのもこの時期であった。だが、1990年代初頭のバブル崩壊と、その後の大規模な金融危機、日本経済の長期にわたる停滞によって、円の国際化に対する機運は一旦しばむことになる。

円の国際化が再び脚光を浴びるようになった

のは、1990年代後半のことである。この時期、円の国際化に対する関心が再び高まった背景には、1997年にアジア通貨危機が発生し、アジア諸国で米ドルへの過度な依存から脱却する動きが広がったことがある。アジア諸国から円の役割拡大が要望されたこともあり、日本政府はアジア経済の安定に寄与する上でも、円の国際化を促す好機と捉えた。

さらに、欧州で1999年1月から単一通貨ユーロが導入されたことも円の国際化の議論を活発化させた。ユーロがドルに対抗する基軸通貨としての役割が高まるとの見方が広がる中、改めて国際通貨としての円の役割が問われることとなった。

この時期に行われた円の国際化に関する具体的な取り組みのうち、最も重要と思われるのは金融ビッグバンの一環として1997年に行われた外為法の改正（1998年4月施行）である。これによって資本取引の事前届出・許可制が原則として廃止された。また、外国為替銀行制度、指定証券会社制度、両替商制度が廃止されたことで、銀行以外の主体でも自由に外貨の売買を業務として行うことが可能となった。円の国際化を巡る規制緩和・撤廃については、この外為法改正によって完結したと理解される。

もっとも、その後も政府による円の国際化に向けた取り組みは続いている。例えば、2017年5月には、アジア諸国と流動性危機の際に資金を融通する2国間通貨スワップの取極に関して、ドルだけでなく円の利用を認めることで合意した。また、同年6月には円とアジア通貨の直接交換市場の創設を目指すことを発表している。この間、国際金融危機を契機に、基軸通貨ドルを中核として、円を含む主要通貨を中央銀行間で相互融通する「中央銀行間スワップ」が整備され、国際通貨としての円の役割が再評価されることになった。さらに、現在進められている日本の国際金融センター構想が国際通貨としての円の役割を高めることも期待されている。

以上のように、円の国際化は長い期間、政策目標として掲げられてきたが、その過程の中で、

目的や意義、目指す姿は変化してきた。円の国際化の今日的な意義を再考し、今後に向けた課題を明らかにすることが本稿の主な目的である。

次節以降の構成は次の通りである。第Ⅱ節では、通貨取引高、外貨準備、貿易決済通貨、銀行による国際取引の4点から日本円の国際的な利用状況を確認・評価する。第Ⅲ節では、基軸通貨としてのドルの位置づけを概観した後、国際通貨の一般的要件に照らして見た場合の円の

特性を点検する。第Ⅳ節では、国際金融危機以降の環境変化の中で、円はドル基軸通貨体制を補完する国際通貨としての側面が強まっている可能性を論じる。第Ⅴ節では、国際金融センター構想の実現に向けた取組状況と今後の課題を概観し、本構想の推進が円の国際通貨としての役割に寄与する可能性を指摘する。第Ⅵ節はまとめである。

## Ⅱ. 国際通貨としての円の利用状況

本節では、今後の円の国際化を考える前段階として、前節で確認したこれまでの政策的な取り組みなどを踏まえつつ、円の国際的な利用がどのように変化してきたかを確認し、国際通貨としての円の現状を概観する。

国際通貨の機能は、計算単位、支払手段、価値保蔵手段の3つに関して、それぞれを民間、公的の2部門に分けた、6分類で議論されることが一般的である<sup>1)</sup>。こうした分類を念頭に置いた上、以下では、為替取引高（民間部門の支払手段）、外貨準備（公的部門の価値保蔵手段）、貿易決済通貨（民間部門の計算単位）、銀行による国際資金取引（民間部門の価値保蔵手段）の4項目に関して、時系列的な変化、および足元の状況を確認していく。

### Ⅱ-1. 為替取引高

まず、外国為替取引における円の状況に関して、BIS（国際決済銀行）が3年ごとに行う調査から確認する（表1）。これを見ると、外国為替取引における円のシェア（為替取引は必ず2通貨のペアとなるため、全通貨のシェアの合計は200%となるよう計算されている）は、調査が始まった1989年時点では28.0%であった。

しかし、その後、円のシェアは、多少の上下を伴いつつ趨勢的に低下し、最新の2022年調査時点では、過去最低となる16.7%まで低下している。取引額自体は、この約30年間でおよそ8倍超へと大幅に増加しているものの、外国為替取引全体に比べて円取引の増加ペースは鈍い。

円の取引シェアの低下が続いているのは、世界経済における日本経済のプレゼンス低下が大きく影響していると考えられる。世界全体の名目GDPに占める日本のシェアは1989年時点で15.5%であったが、2021年には5.1%と、3分の1未満まで低下した。通貨の実需に大きな影響を与える貿易総額における日本のシェアを見ても、1989年の8.0%から2021年の3.4%と半減している。こうした世界経済における日本経済のプレゼンスの低下に照らせば、為替取引における円のシェアの低下幅は必ずしも大きいとはいえない（上述のように、BIS統計におけるシェアの合計は200%となるため、その半分と比較すると、円の比率は1989年の14.0%から2022年は8.3%まで低下）。また、通貨別取引額の順位に注目すれば、円が米ドル、ユーロに次いで3位という位置づけは変わっておらず、極端な地位の低下は見られない。

1) 例えばKrugman（1984）など。

表1 通貨取引高の通貨別シェアの推移

(単位：%)

	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019	2022
米ドル	90.0	81.7	83.0	86.8	89.9	88.0	85.6	84.9	87.0	87.6	88.3	88.4
ユーロ	—	—	—	—	37.9	37.4	37.0	39.0	33.4	31.4	32.3	30.5
独マルク	26.2	39.6	36.4	30.5	—	—	—	—	—	—	—	—
仏フラン	1.7	3.9	8.0	5.0	—	—	—	—	—	—	—	—
日本円	28.0	23.2	24.6	21.7	23.5	20.8	17.2	19.0	23.0	21.6	16.8	16.7
英ポンド	14.5	13.6	9.3	11.0	13.0	16.5	14.9	12.9	11.8	12.8	12.8	12.9
中国元	—	—	—	0.0	0.0	0.1	0.5	0.9	2.2	4.0	4.3	7.0
豪ドル	2.4	2.5	2.6	3.0	4.3	6.0	6.6	7.6	8.6	6.9	6.8	6.4
加ドル	1.5	3.3	3.4	3.5	4.5	4.2	4.3	5.3	4.6	5.1	5.0	6.2
スイスフラン	9.6	8.4	7.2	7.1	6.0	6.0	6.8	6.3	5.2	4.8	4.9	5.2
香港ドル	0.9	1.0	1.1	1.0	2.2	1.8	2.7	2.4	1.4	1.7	3.5	2.6
シンガポールドル	0.4	0.3	0.5	1.1	1.1	0.9	1.2	1.4	1.4	1.8	1.8	2.4
スウェーデンクローナ	1.1	1.1	0.6	0.3	2.5	2.2	2.7	2.2	1.8	2.2	2.0	2.2
韓国ウォン	—	—	—	0.2	0.8	1.1	1.2	1.5	1.2	1.7	2.0	1.9
ノルウェークローネ	0.2	0.2	0.2	0.2	1.5	1.4	2.1	1.3	1.4	1.7	1.8	1.7
ニュージーランドドル	—	0.2	0.2	0.2	0.6	1.1	1.9	1.6	2.0	2.1	2.1	1.7

(出所) BIS “Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Over-the-counter (OTC) Derivatives Markets in 2022” より大和総研作成

## II-2. 外貨準備

次に、世界の通貨当局が保有する外貨準備の残高を見ていく。IMF（国際通貨基金）が公表するデータによれば、1995年末時点における世界の外貨準備高のうち円が占める割合（不明分を除く）は6.8%であったが、2022年12月末時点では5.5%と、変化幅は大きくないもののやはり円の比率は低下している（図1）。

ただし、この期間で円の比率が最も低かったのは、3%を下回る水準まで低下していた2009年である。国際金融危機後の2010年以降は、円の比率がわずかながら上昇し、特に2015年頃から2020年頃にかけてはその上昇ペースが加速している。

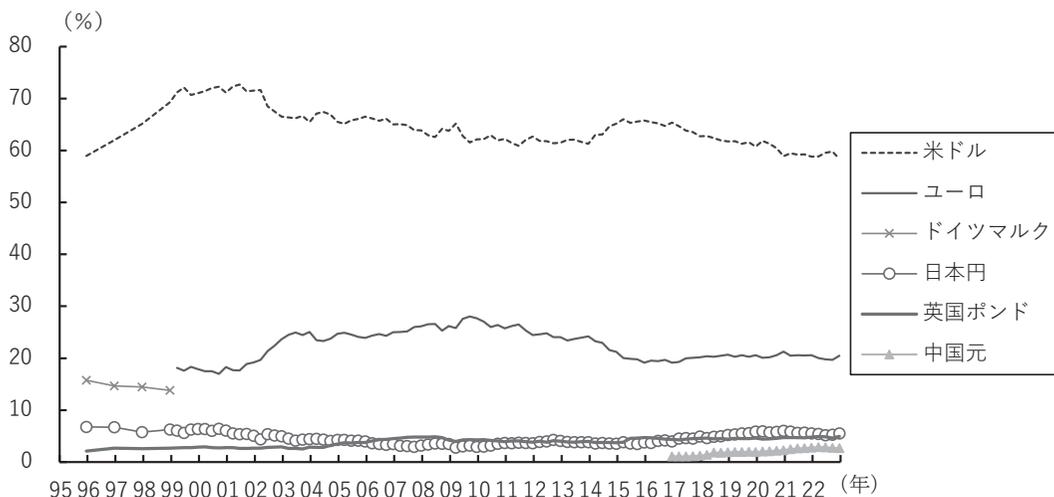
この時期、円の比率が上昇に転じたのには、大きく二つの理由が考えられる。一つ目は、世

界的に米ドル離れが進み、その代替資産として円が志向されたということである。米ドルが世界の外貨準備に占める比率は2022年12月末時点で58.4%と、なおも圧倒的なシェアを持つ。だが、70%以上の比率を占めていた1990年代後半をピークにその比率は低下が続いており、足元の水準は1995年の統計開始以来、最低となっている。

世界の外貨準備における米ドルの比率低下には、各国通貨当局によるリスク分散の動きが影響していると考えられる。世界銀行が世界各国の通貨当局に対して行う調査によれば<sup>2)</sup>、外貨準備の保有目的としては、「外的ショックへの備え」が最も多い。為替リスクを低下させることなどを目的に、これまででも外貨準備の分散化が進められてきた可能性が示唆される。加えて、

2) World Bank (2021) “Central Bank Reserve Management Practices: Insights into Public Asset Management. Third RAMP Survey” 参照。

図1 世界の外貨準備に占める通貨別シェア



(注) 図中のデータは外貨準備のうち、通貨別の分類がなされている部分に占める比率。

(出所) IMF より大和総研作成

外貨準備における米ドル離れの動きは、米国と政治的な対立が強い地域、具体的には中国、ロシアなどでより顕著となっている。世界で最大の外貨準備を保有する中国は、1990年代から外貨準備における米ドルの比率を継続的に引き下げてきたが、米国でのトランプ政権誕生以降の米中対立の激化によって、米ドル離れの動きが一層加速したとみられる。また、ロシアについても、特に2014年のクリミア半島併合をきっかけとした米国を中心とした西側諸国との関係悪化以降、経済制裁の影響を軽減するため、外貨準備における米ドルの比率を引き下げてきた。従来、米ドルで保有されていた外貨準備の一部が、円にシフトしたと考えられる。

外貨準備において円の比率が持ち直した二つ目の理由として、円資産を保有することによる収益性が、他の通貨と比較して相対的に改善していたことが挙げられる。

世界に先んじてゼロ金利政策や量的緩和などの非伝統的金融政策を導入してきた日本の国債利回りは、他国に比べて低い状況が長く続いてきた。しかし、欧米諸国でも潜在成長率が低下してきたことに加えて、リーマン・ショックや

欧州債務危機など、度重なる金融危機や景気悪化への政策対応から、国債金利は以前に比べて低下してきた。とりわけ2014年にマイナス金利を導入して以降の欧州の金利低下は顕著であり、欧州の中で最も信用力が高く利回りが低いドイツ国債の利回りは、2019年から2021年にかけては日本国債の利回りを下回っていた。

さらに、米ドルの円転コストの低下が続きマイナス圏で推移したことも、外貨準備における円の比率上昇の要因として指摘できる。円転コストとは、外貨資金を原資に円資金を調達する際のコストであり<sup>3)</sup>、円転コストがマイナスである状況においては、外貨を保有する主体はそれを円に転換することで収益を得ることができる。

米ドルの円転コストは、日本の金融機関の信用リスクが問題視され、いわゆるジャパンプレミアムによって邦銀のドル調達コストが上昇した1990年代後半にマイナス圏へと低下する局面が見られた。しかし、こうした日本の金融機関の信用リスクを取り巻く状況は2000年代に入って改善したにもかかわらず、ドルの円転コストはしばしばマイナス圏に沈んでおり、とりわけ2014年頃からマイナスが常態化している。

マイナスの円転コストが定着した根底には、基軸通貨ドルに対する需要の強さがあると考えられる。国際金融危機後、世界的に大規模な金融緩和が実施されたが、米国のFRB（連邦準備制度理事会）は2014年1月には量的緩和の縮小に着手し、2015年12月には利上げを開始するなど、他の中央銀行に先んじて金融緩和の正常化を進めた。こうした動きを受けて日本の金融機関や機関投資家は、金利が上昇し相対的に高いリターンが期待できる米ドル建て資産への投資を増加させたことから、ドル調達需要も強まることとなった。

加えて、ドル資金の供給という面では、米国における金融規制の強化が影響している。米国では金融危機の教訓から、危機後にレバレッジ比率規制やボルカールールなどが導入された<sup>4)</sup>。これによってスワップやフォワード取引など、バランスシートを拡大させる必要がある取引にかかるコストが高くなり、米国金融機関は規制強化前に比べて米ドルの供給に対して慎重になった。

以上の要因から為替スワップ市場において需給がタイト化し、ドル保有主体にとってマイナス

の円転コストが常態化する中、円転するだけでも収益が得られる運用面での旨味に着目し、海外の外貨準備運用当局は保有する米ドルを円へと転換する動きを進めたと考えられる。実際、米ドルの円転コストと、世界の外貨準備における円の割合の間には、緩やかな相関関係が見られる（図2）。

### II-3. 貿易決済通貨

日本の財貿易のうち、円建て決済の比率を見ると、輸出においては1990年代初頭から足元まで明確な上昇・下降トレンドは見られず、35%~40%程度で推移しており、自国通貨の円よりも外貨のほうが利用されるという状況が続いている（図3）。また、輸入については、20%を下回ることもあった1990年代から、ごく緩やかに比率が上昇しているものの、近年でも20%~25%と輸出よりもさらに円建て決済の比率が低い。既述のように、この間、世界貿易に占める日本のシェアは低下が続いてきたことから、世界貿易全体に占める円建て決済の比率は低下傾向が続いてきたと推察される。

輸入の円建て比率が特に低い理由としては、

3) 円転コストは以下の式により算出される。

$$1+c = \frac{F}{S} (1+i^* + \theta^*)$$

$c$ : 円転コスト,  $F$ : フォワードレート (円/ドル),  $S$ : スポット・レート (円/ドル),  $i^*$ : ドル市場におけるリスクフリーレート,  $\theta^*$ : ドル市場における外銀に対する信用リスクプレミアム。

ここで、邦銀・外銀の双方に関して、外貨市場における外貨調達コストと為替スワップ市場を介した外貨調達コストとの間で無裁定条件が成立すると仮定すれば、上式は以下のように書き換えることができる。

$$c \approx i + \phi - [\phi^* - \theta^*]$$

$i$ : 円市場におけるリスクフリーレート,  $\phi$ : 円市場における邦銀に対する信用リスクプレミアム,  $\phi^*$ : ドル市場における邦銀に対する信用リスクプレミアム

( $\phi^* - \theta^*$ ) は、ドル市場における外銀と邦銀に対する信用リスクプレミアム格差、いわゆる「ジャパンプレミアム」であり、ジャパンプレミアムの拡大が円転コストの低下要因となることが分かる。

なお、現実においては、必ずしも無裁定条件は成立せず、為替スワップ市場固有の要因によるドル需給の逼迫なども、円転コストに影響を及ぼす。

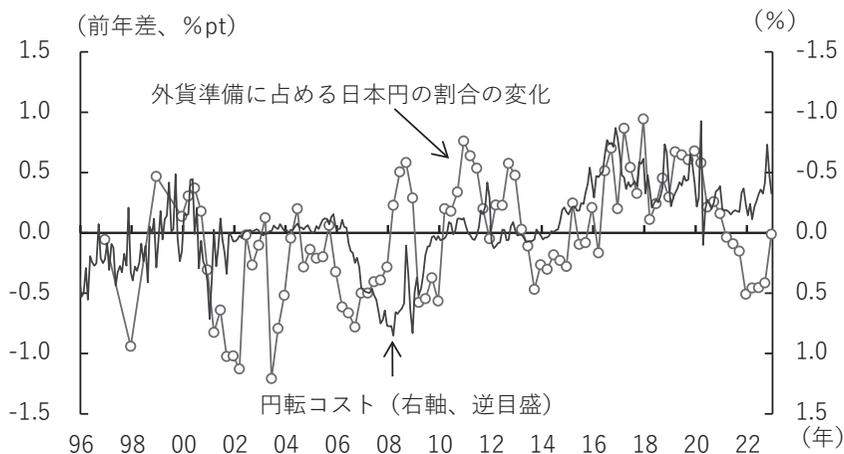
この場合の円転コストは、

円転コスト = 邦銀の円調達コスト - ジャパンプレミアム - 為替スワップ市場の需給要因と表される。

円転コストの詳細については、西岡・馬場 (2004)、安藤 (2012) を参照。

4) 2008年に導入された大手行に対する補完的レバレッジ比率 (Supplementary Leverage Ratio) は、分子に自己資本、分母に貸出や国債などの保有有価証券、デリバティブなどのエクスポージャー額を置いて算出される。金融危機時でも損失を十分に吸収できるよう資本を積むことが求められており、5%が最低基準として設定されている。また、ボルカールールとは、2010年に成立した金融規制改革法 (ドッド・フランク法) で定められた銀行の取引規制のことであり、銀行による自己勘定でのデリバティブや商品先物の取引、ヘッジファンドへの出資などを制限している。

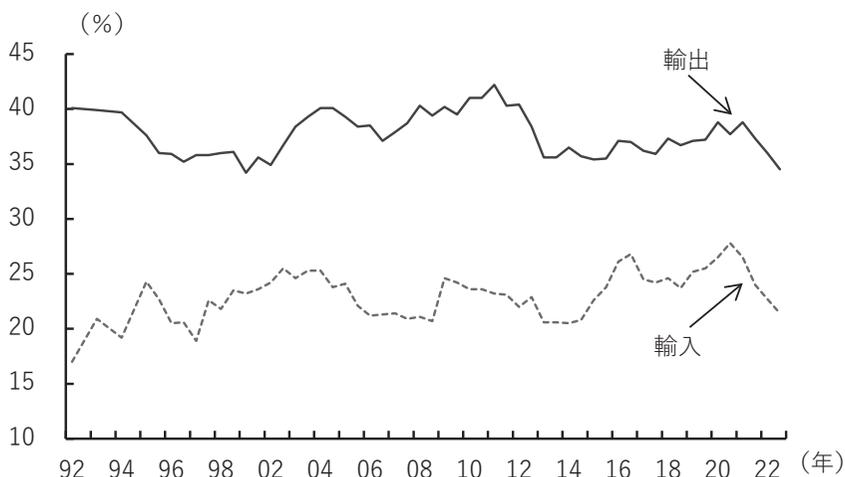
図2 外貨準備に占める日本円の比率と円転コスト



(注) 円転コストは3カ月物。

(出所) IMF, 日本銀行, Refinitiv, Haver Analytics より大和総研作成

図3 日本の貿易取引における円建て比率



(出所) 通商産業省, 財務省より大和総研作成

日本の輸入において大きなウエイトを占める原油などの原材料に関して、慣例的に米ドル建てで取引されていることが影響している。

一方、輸出に関して、様々な取り組みにもかかわらず円建て決済の比率が上昇してこなかった背景には、円建て決済よりも外貨建て決済によるメリットが大きいことがあると考えられる。

外貨建てで輸出を行うメリットとして挙げら

れるのは、企業による為替リスク管理のしやすさである。大企業を中心に日本企業が海外進出を進めた結果、日本の輸出の相当程度は国内企業の海外子会社との貿易が占めており、そうした子会社との貿易において円建て決済を行うことは、為替リスクを海外子会社に負わせることになる。このため大企業を中心とした多くの日本企業は、国内の本社が為替リスクを集中的に

管理するため、外貨建てでの決済を選択していることが指摘されている<sup>5)</sup>。

また、製造過程におけるサプライチェーンのグローバル化が進んだことも、日本企業が輸出に際して外貨建てを選択する要因になっていると考えられる。日本から輸出される素材や部分品などが海外でさらに加工され、第三国へと輸出される場合、一連の貿易取引を同一通貨で行うことで、コスト管理がしやすくなることに加え、為替取引に伴うコストも削減することが可能となる。

さらに、貿易を円建てで行うことによる最大のメリットと考えられてきた為替リスクの低減という部分に関して、ヘッジ手法の拡大などによって、外貨建て決済によるコストやデメリットが従来に比べて小さくなっている。特に1998年に実施された外為法改正によって、デリバティブ取引が自由化されスワップやオプション等を用いた為替ヘッジコストが低下したほか、企業が輸出と輸入の資金を相殺して決済するネット取引が可能となり、企業レベルでの為替リスク管理がしやすくなった。円の国際利用を増やすということを目的の一つとして行われた資本移動の自由化は、結果的に貿易取引における外貨決済の利便性を高めた面が

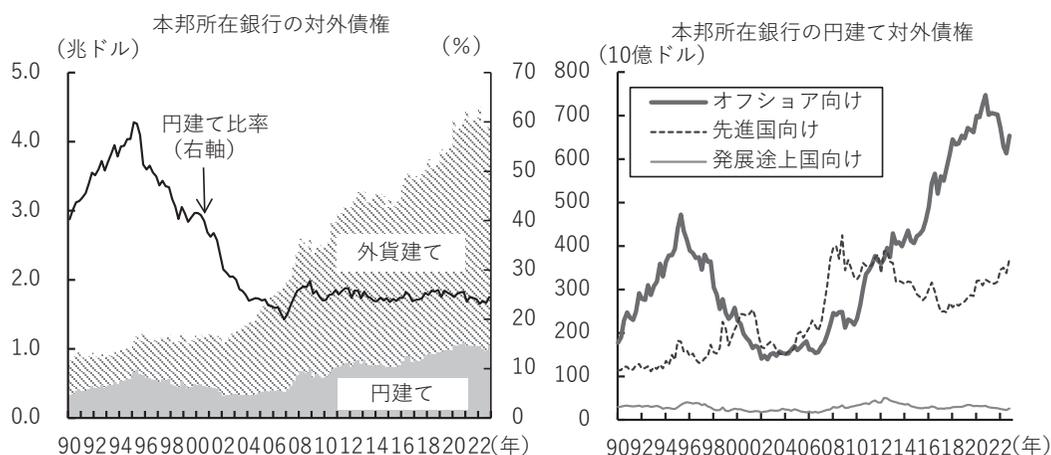
あった。貿易決済における円建て比率は低位での推移が続いているが、これは日本企業による合理的な選択の結果と捉えるべきであろう。

#### II-4. 銀行による国際資金取引

最後に、資本取引の観点から、日本国内の銀行の国際資金取引における、円の利用状況を確認する。本邦所在銀行（含む外銀）による対外債権を通貨別に見ると(図4)、円建て比率はピーク時の1995年には与信全体のおよそ6割にも達していた。しかし、対外債権の増加とともに同比率はその後低下に転じ、最も低下した2006年末には20%と、ピークのおよそ3分の1まで縮小し、その後も20%強の水準で推移している。

円建ての対外債権に関して、その内訳を地域別に見ると、オフショア市場向けの比率が高い。オフショア市場向けの円建て対外債権は、1990年代半ばから2000年代初頭にかけては減少したが、2000年代後半から増加を続けており、2020年末時点では円建て対外債権の7割弱を占めるに至っている。オフショア市場にはケイマン諸島などの租税回避地が含まれており、ケイマン諸島籍の円建て投資信託の設立の活発化などが、円建て対外債権の増加に大きく寄与し

図4 本邦所在銀行の対外債権



(出所) 日本銀行より大和総研作成

5) 伊藤隆敏・鯉渕賢・佐藤清隆・清水順子(2016)を参照。

ていたと考えられる。こうした投資信託には、円資金を外貨に交換して投資を行っているものも含まれるため、円の国際化の観点からはこうしたオフショア市場向け対外債権の増加は割り引いて考える必要があるだろう。なお、オフショア市場向け以外の対外債権における円建て比率は、新興国（発展途上国）向けでは1990年代初頭には50%を超え、先進国向けでも1990年

代半ばのピーク時には40%弱であった。しかし、いずれも右肩下がりであり、足元では1割程度まで低下している。日本の金融機関は今なお、世界において十分なプレゼンスを有しているものの、海外への与信はあくまで米ドルを主とした外貨中心であり、円の利用は限定的なものにとどまっているのが実情である。

### Ⅲ．今日の文脈における円の国際化

#### Ⅲ－1．基軸通貨ドルの位置づけ

ここまで様々な角度から円の利用状況を確認してきたが、総じて見れば円の国際的な存在感は1990年代をピークに低下してきた。他方、そうした中で特徴的であるのが、基軸通貨である米ドルが、いずれの側面から見ても長期にわたって高いシェアを維持し続けていることである。米国が慢性的な経常赤字国となり、世界最大の対外純債務国であることなどから、米ドルに対する信認の低下はたびたび問題視され、実際、前節でも指摘したように外貨準備における米ドル離れの動きなども一部に見られている。しかし、それでも米ドルが世界の外貨準備に占める割合は約6割と高く、2番目に多いユーロ以下の他の通貨を大きく引き離れた状態にある。外国為替取引においては、その半分近くが米ドルとの取引という状況は1980年代後半からほとんど変化していない。

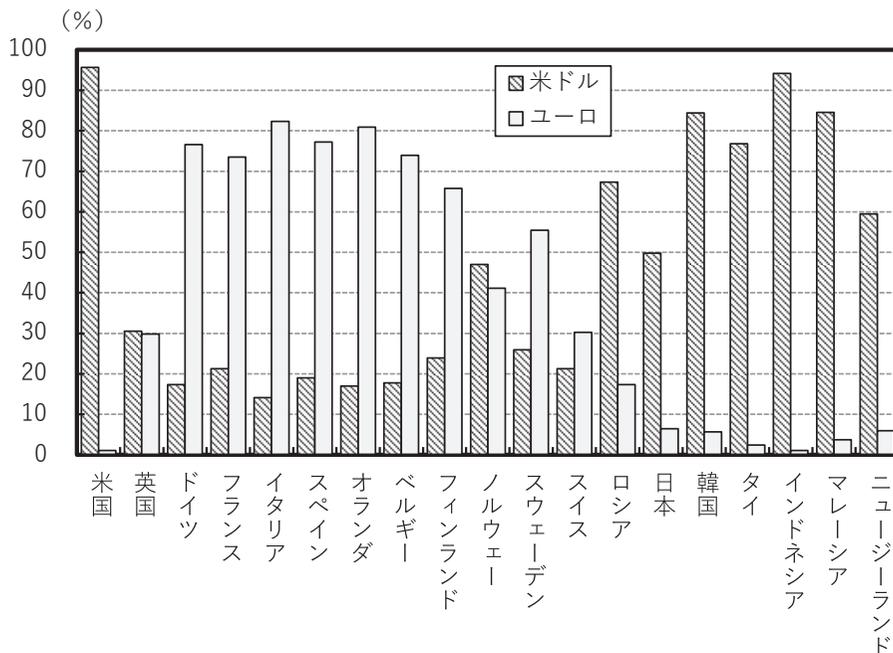
しかも、円の国際化という文脈に照らした場合、円の利用を促進する主な対象として想定されるアジア地域は、特に米ドルへの依存度が非常に高い状況が続いている。貿易における決済通貨比率を地域別に見ると（図5）、日本を除くアジア諸国では軒並みドル建ての比率が7割を上回り、データが取得可能な国の中で最も高いインドネシアでは9割を超える。この背景には、アジア通貨危機以前においては、アジア諸

国の多くが通貨を米ドルに事実上ペッグしていたため、今なお米ドルでの貿易が慣行として定着していることがある。また、アジア地域においては、貿易相手国、特に最終的な輸出先として米国の存在感が大きく、サプライチェーンがグローバルに形成されている中で、貿易決済通貨を米ドルに統一することによるメリットが依然として大きいとみられる。さらに、アジア域内においては、各国通貨を直接交換する市場が未発達であることも重要な要因である。アジア通貨は基本的には他通貨との交換に際して、米ドルを経由する必要があるため、米ドルでの決済はコスト面でもメリットが大きい。

アジアでは、とりわけ1990年代の通貨危機以降、その一因となった米ドル依存からの脱却が議論されてきたが、少なくとも貿易面では米ドルが広く利用されているという状況は変わっていない。基軸通貨は、ネットワーク外部性による慣性（イナーシャ）や履歴効果（ヒステリシス）が働くことで、一度確立した地位が持続されやすいとされる。アジア諸国の貿易において米ドルが利用され続けていることはその典型例といえる。

なお、貿易における決済通貨比率に関して、ユーロ圏ではユーロの比重が非常に高いことが確認できる。ユーロ圏においては、域内での分業体制の構築などもあり、貿易全体に占める域

図5 各国の輸出におけるドル，ユーロ決済比率（2018年）



（出所） Boz et al. (2020), "Patterns in Invoicing Currency in Global Trade," IMF Working Paper 20/126  
より大和総研作成

内貿易のウエイトが高いということが影響している。しかし、ユーロによる決済比率はユーロ圏内の貿易比率を上回る国が多く、ユーロ圏外との貿易でもユーロ決済が相応に行われていることが示唆される。基軸通貨としての米ドルの役割の一部を肩代わりすることが期待されていたユーロは、為替取引高や外貨準備という視点からは目立って国際的なプレゼンスが高まっているとは言い難いものの、貿易決済という点では円よりも広く国際的に利用されている。

以上の事実を踏まえると、ユーロ圏内はもとより、日本と経済的な結びつきが強いアジアにおいても、とりわけ貿易において円の利用を促すことが難しいというのが、これまでの経験から明らかになったといえる。基軸通貨である米ドルの信認の持続性については議論の余地があるところだが、決済通貨としての米ドルの利便性は、依然として円を含めた他の通貨を圧倒している。したがって、米ドルの基軸通貨として

の地位が急激に揺らぐ可能性は低く、日本は米ドルの基軸通貨体制を前提とし、それを補完する形での円の国際化を考えていく必要があると考えられる。

### Ⅲ-2. 国際通貨としての円の特性

今後の円の国際化のあり方を考えるため、以下では国際通貨に求められる要件に照らしつつ、日本が置かれる現状、日本円が持つ特性を明らかにしておきたい。

国際通貨として求められる要件は厳密に定義できるわけではないが、主なものとして、(1) 当該通貨発行国の経済規模や貿易規模が十分大きい、(2) 当該通貨の運用、他通貨への交換が可能な自由で発達した金融市場の存在、(3) 当該通貨の価値に対する信認、などが挙げられる。

一点目の経済規模という点に関して、日本が要件を十分に満たしていることに議論の余地はないだろう。前節でも言及した通り、GDPに

見る世界経済における日本のプレゼンスは1990年代をピークに低下が続いているものの、それでもなお日本の名目GDPは米国、中国に次いで世界3番目に位置している。

二点目の自由で発達した金融市場についても、円はその要件を満たしているといえるだろう。東京市場は世界有数の規模を誇る金融市場であることに加え、既述したように円を国際的に利用する上での規制緩和など、制度的な手当ては既に完結している。また、金融市場を支える決済インフラについても、日本銀行を中心に整備が進められてきた。中でも、国際決済の利便性を高めるための取り組みとしては、2015年に実施された新日銀ネットの全面稼働が特筆すべき事項である。

日銀ネットとは、日本銀行と金融機関の間の資金や国債の決済を行うネットワークシステムであり、国内の資金移動のみならず、海外との資金決済にも使われている。2015年に稼働した新日銀ネットは、(1)最新の情報処理技術の採用、(2)変化に対する高い柔軟性、(3)アクセス利便性の向上、の3点を基本コンセプトとして構築されたものである。とりわけ(3)アクセス利便性の向上に関して、外国為替円決済における国際標準コード(ISO20022)を採用するなど、金融取引のグローバル化への対応が考慮された。

さらに、この新日銀ネットの稼働を受けて、2016年には夜間の稼働時間が従来の19時までから21時までへと延長されたことは、円の国際利用を促すという視点においては重要な変更点である。日銀ネットの稼働時間が拡大し海外市場との重なりが増えたことによって、海外との資金・証券決済が迅速化し、利用者にとっての利便性は向上したと考えられる。日銀ネットは当座預金を介した資金決済のみならず、流通市場における国債売買の決済や、国債発行時の入札、発行、払込みなども処理されており、日

本国債の取引時間も延長されている。したがって、日銀ネットの取引時間の延長によって、単なる資金のやり取りだけでなく、日本国債の取引についても海外時間での決済が可能となった(主要国の対外決済システムの国際比較については補論を参照)。なお、日銀ネットは24時間近くまで対応可能なシステム設計となっており、もう一段の稼働時間拡大についても、日銀ネットのユーザーである民間金融機関などをメンバーとする協議会で検討が続けられている<sup>6)</sup>。

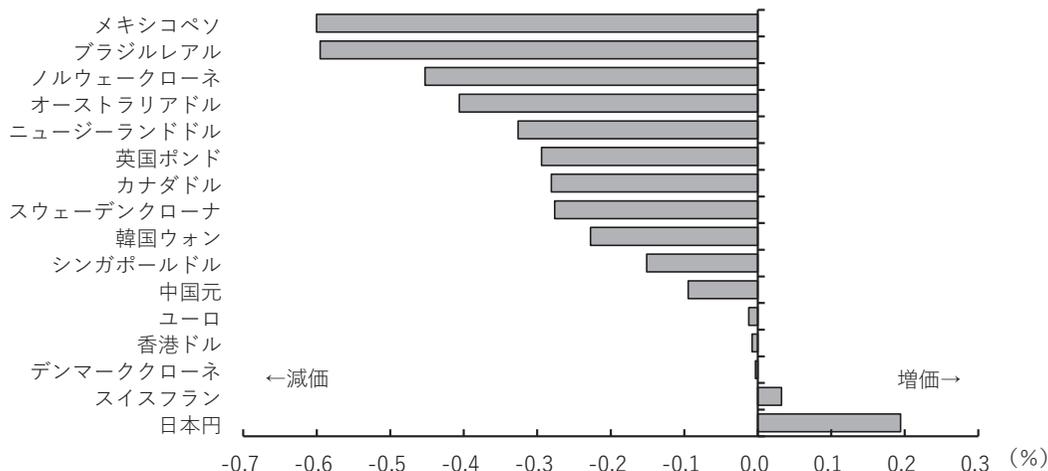
国際通貨の要件の三点目である通貨の信認に関して、円が持つ大きな特徴として挙げられるのは、金融市場が混乱し、投資家のリスク回避姿勢が高まった時に買われやすい、いわゆる「リスク回避通貨」あるいは「安全通貨(safe haven currency)」と認識されていることだろう。特に2000年代後半の国際金融危機以降、こうした傾向が強まっていることは、円に対する国際的な信認の表れといえる。

この点、実際にデータで確認してみると、マーケットのボラティリティが高まる局面においては、円がドルをはじめとする他の通貨に対して明確に増価する傾向が見られる(図6)。円と同様にリスク回避通貨として認識されるスイスフランでも、金融市場が動揺する際に増価する動きが見られるが、円の変化幅は特に大きく、リスク回避先として選好される傾向が強い。なお、こうした円の特性は、先に確認した通貨の取引高において、円が一定のシェアを維持し続けている一因と考えられる。

円がリスク回避通貨としての地位を今後も維持し続けられるか否かについては、議論の余地があるだろう。実際、2022年に急速に円安が進んだ際には、円のリスク回避通貨としての役割が低下しているとの声が聞かれた。また、リスク回避時に円高になりやすい理由として、低金利の円を資金調達先とした、いわゆるキャリートレードの巻き戻しなどの要因も指摘され

6) 稼働時間延長後、海外時間での決済額は目立って増加していない。利便性の向上のために、稼働時間延長以外の問題についても取り組む必要がある。

図6 リスク回避時の対ドル為替レートの変化



(注) VIX 指数の水準が 20 以上、かつ前日から +1 標準偏差以上上昇した日における対ドル変化率の平均値。期間は 2015 年 1 月～2022 年 12 月。

(出所) CBOE, FRB, Haver Analytics より大和総研作成

ている。

しかし、ファンダメンタルズ面から見れば、円のリスク回避通貨としての金融市場での評価が急変する可能性は低い。円がリスク回避通貨として金融市場で認識される最大の要因は、日本が世界最大の対外純資産国ということである。2021 年末時点の日本の対外純資産は 411 兆円と過去最高を更新し、日本の対外純資産は 31 年間連続で世界最大となった。また、経常収支に目を向けると、2000 年代半ばまでの経常黒字の主役であった貿易収支が赤字に転じる一方、第一次所得収支の黒字によって、経常収支全体としてはなおも黒字基調を維持している。対外純資産はなおも積み上がり続けており、多額の対外純資産を持つという構造がすぐさま転換するとは考えづらい。

リスク回避通貨としての円の性質は、世界経済が大きく動揺した際に、日本の輸出企業にとってマイナスに作用する円高を引き起こすことから、日本経済にとってはネガティブな特性

として解釈されることが多かったと思われる。だが一方、海外で円を保有する主体にとってはむしろプラスに働くことになる。とりわけリスク分散という観点からは海外投資家が円を保有するインセンティブになる可能性があり、円の国際化という視点に立てば必ずしもネガティブな要因ではない。

加えて、流動性の高さも円の重要な特徴として挙げられる。通貨の市場流動性は、タイトネス (tightness)、デプス (depth)、レジリエンシー (resiliency) の 3 指標から総合的に評価されることが多い<sup>7)</sup>。ここではそのうちのタイトネス指標であるビッド・アスク・スプレッドに注目する。ビッド・アスク・スプレッドとは、通貨取引の最も高い買い気配値と、最も安い売り気配値の差であり、これが小さいほど、為替取引にかかる費用が小さく、市場の流動性が高いことを表す。

主要国通貨の対ドル取引におけるビッド・アスク・スプレッドを見ると、2002 年にユーロ

7) 市場流動性については画一的な定義があるわけではないが、例えば BIS では「市場参加者が、価格に大きな影響を与えることなく、速やかに大口の取引を執行できる市場」を流動性が高いとしている。

の現金通貨が流通開始して以降、ほぼ一貫してユーロの спреッドが主要通貨の中で最も小さく、流動性が高いことが確認できる（図7）。一方、円については、ユーロに比べればspreッドはやや大きいものの、総じて主要通貨の中でもspreッドは小さく、直近時点の2022年においては、カナダドル、ユーロに次いで3番目にspreッドが小さい。前述の通り、貨幣の流動性の計測法は複数あり、ビッド・アスク・spreッドはあくまでその一側面にすぎないという点には留意が必要だが、円は主要通貨の中でも、高い流動性を有していることが示唆される。他の通貨に関して見ると、豪ドルや、前項で円と同様にリスク回避通貨としての性格が強い

ことを指摘したスイスフランについては、主要通貨の中でも相対的にspreッドが大きく、流動性が低い。また、かつてはユーロに次いでspreッドが小さかった英国ポンドのspreッドは、2016年のBrexit決定以降、急速に拡大し、以前に比べて流動性が低下していることを示唆している。

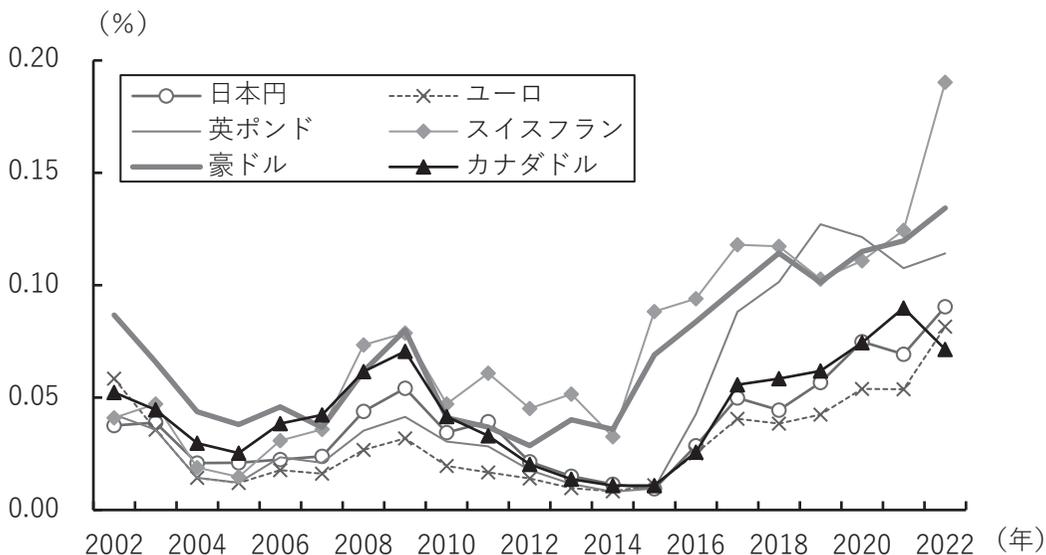
通貨の流動性の高低は取引量の影響を受けることから、円の流動性の高さは、円が既に国際通貨として一定の評価を得ていることの結果とも捉えられる。流動性が高く、相対的に低いコストで米ドルと交換可能という特徴は、さらなる円の国際化を目指す上での重要な特性である。

#### IV. ドル基軸通貨体制と円の関係

Ⅲ節までは、国際通貨として円が使われている度合いについて、為替取引、外貨準備、貿易

取引、金融取引の側面から点検した。その上で、国際通貨が具備すべき一般的要件に照らしてみ

図7 主要国通貨の対ドル取引におけるビッド・アスク・spreッド



(出所) Bloomberg より大和総研作成

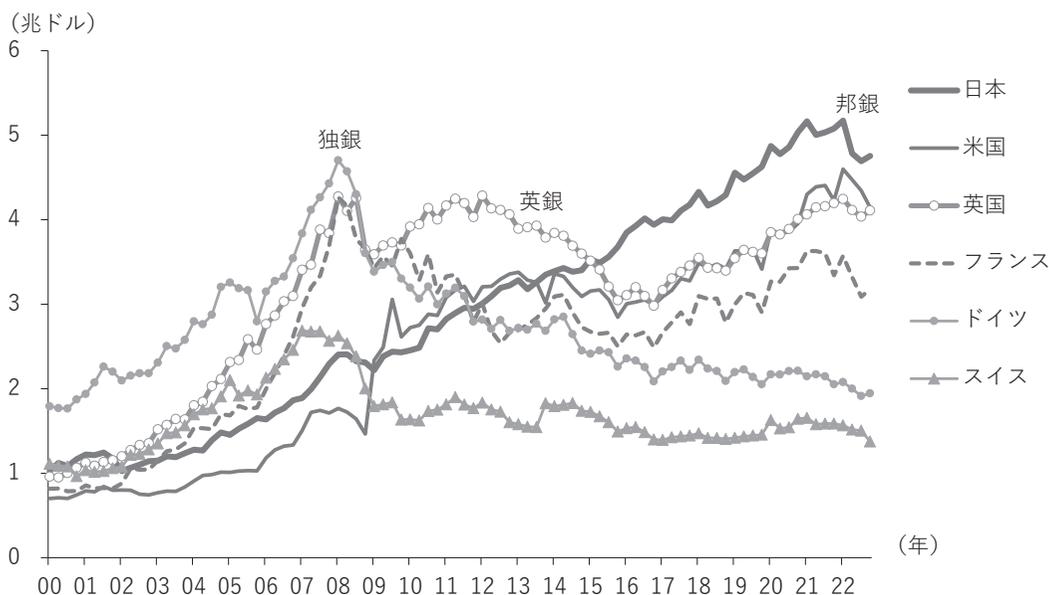
た場合の円の将来性について展望した。結論的には、国際通貨としての円の役割は劇的に増してこそないが、日本の経済規模の相対的低下に比べれば相応の地位を維持しており、今後とも一定の役割を果たし続けていくとみることができるだろう。本節では、こうした認識を前提に、国際金融危機以降の環境変化の中で、円はドル基軸通貨体制を補完する国際通貨としての側面が強まっている可能性について探る。具体的には、ドル建てを中心とする国際金融業務で邦銀大手行が果たす役割の増加、およびそうした邦銀大手行の業務継続を金融市場が機能不全に陥った場合においても担保する仕組みとして存在する中央銀行間スワップの2点に注目した。

#### IV-1. 安全資産としての金融機関債務

邦銀大手行は国際金融仲介業務において重要な役割を果たしている。邦銀の国際与信は国際

金融危機後に、国際業務を縮小した欧州銀行を肩代わりする形で増加し、BIS国際与信統計によると、2015年以降は国籍別では最大の貸し手となっている（図8）。こうした国際与信の大宗はドル建てが占めると考えられる。邦銀はその原資を賄うため、CP（コマーシャル・ペーパー）・CD（譲渡性預金）や社債のほか、顧客性預金などでドルを調達し、それでも不足する部分を為替スワップ市場における円投・ドル転に依存してきた。2016年10月の米国MMF（マネー・マーケット・ファンド）改革によって、企業や銀行の発行するCPや社債を投資対象とする「プライムMMF」に対する米証券取引委員会による規制が強化<sup>8)</sup>されたため、プライムMMFから、米国債などで運用され同規制が適用されない「ガバメントMMF」に資金が大幅にシフトして、グローバル銀行のドル調達が大きく影響を受けることになった。邦銀も

図8 国籍別銀行の国際与信



(注1) 直近は、2022年12月末。

(注2) 所在地ベース。

(出所) BISより大和総研作成

8) 基準価額の変動制導入や解約手数料の付加・解約制限の設定等。

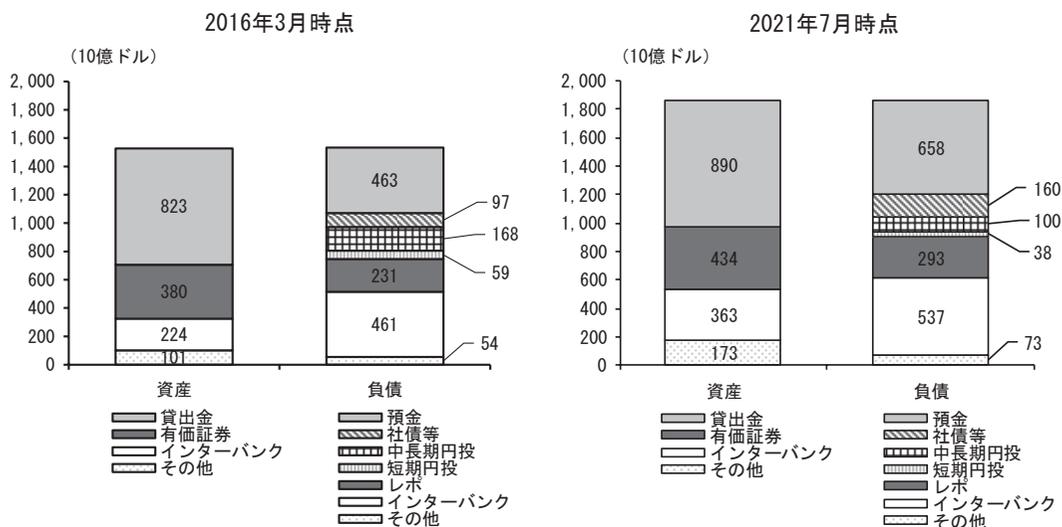
この点は同様だったが、邦銀はドル建て資産を削減することなく、顧客性預金やレポ市場での資金調達を増加させることによって対応することができた。2016年3月と2021年7月との時点比較すると、邦銀大手行の外貨調達は、預金が1,950億ドル、社債等が630億ドルそれぞれ増加し安定調達基盤の確保に努めた形跡が窺われるほか、レポ調達も620億ドル増やしている。この間、スワップ取引（中長期円投+短期円投）は890億ドル減少しており、調達総額に占める割合も14.8%から7.4%に低下している（図9）。

このように、邦銀が国際与信を継続的に伸ばす一方で安定的にドル資金調達を継続できたのは、金融市場では「安全資産」への需要が安定的に存在するからであると考えられる。金融機関の重要な機能は、リスク資産への投融資を行いながら、安全債務を発行することだ。政府が発行する、国の債務である国債とともに、民間金融機関が発行する預金をはじめとする債務は、安全資産として経済に供給されている。こ

れまでの実証分析によって、安全資産に関する二つの特性が広く知られるようになった<sup>9)</sup>。第一に、株式を含む全金融資産に占める安全資産の割合は、長期にわたってほぼ一定であること。つまり、経済全体の金融資産のポートフォリオにおいて、安全債務に対しては常に一定の需要がある。第二に、政府が発行する安全債務と、民間金融仲介機関が発行する安全債務は代替関係にあること。つまり、政府債務の残高や価格の変動は、全金融資産に占める安全資産の割合が一定に維持されるよう、民間仲介機関が発行する安全債務をクラウドインしたり、クラウドアウトしたりする。

米国金融システムにおける安全資産の需給を評価する上で、株式益回りと長期国債利回りの乖離として定義される「イールドスプレッド」の動きは示唆に富む。1990年代初めから2000年代初め頃までは、株式益回りと長期国債利回りが概ね連動し、スプレッドはほぼゼロ近傍で推移していた。しかし、その後は、スプレッド

図9 邦銀大手行の外貨建てバランスシート

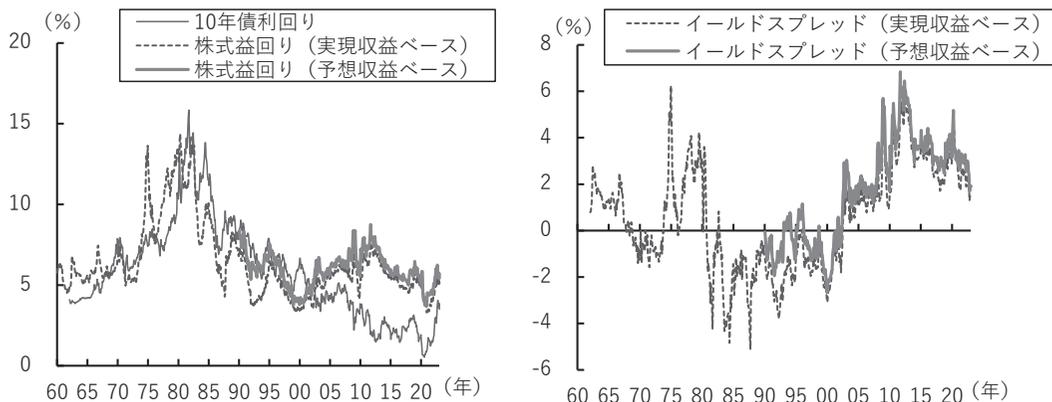


(注) 集計対象は国際統一基準行。2021年7月は大和総研による推計値。

(出所) 日本銀行「金融システムレポート」より大和総研作成

9) Gorton et al. (2012) を参照。

図10 米国のイールドスプレッド



(注) 株式益回り =  $EPS \div \text{株価}$ , イールドスプレッド = 株式益回り - 10年債利回り。株価指数はS&P500を使用。  
 (出所) Bloomberg より大和総研作成

のプラス幅が大きく拡大した状態が続いている (図10)。このようなスプレッドの大きさは、企業利益の予想成長率や株式投資に伴うリスクプレミアムで説明できる範囲を超えている<sup>10)</sup>。イールドスプレッドが拡大した状態は、リスク資産の需給に比べ、安全資産の需給が逼迫していることを示している。新興国当局の米国債での外貨準備運用の増加や、一定の安全資産の保有を事実上義務付ける金融規制への金融機関の対応などが、米国政府が発行する安全債務に対する需要を追加的に生み出していると考えられる。米国債に対する需要増加を背景に米国債価格が上昇（金利が低下）する中、国際金融危機後は、米国債と代替関係にある金融機関発行債務が米国投資家の安全資産の受け皿となってきた。具体的には、米系金融仲介機関の発行する高格付債務が減少するも、非米系銀行の安全債務が米国投資家・債権者に選好されてきたと考えられる。国際金融危機で受けた損傷が比較的小さかった邦銀はこうしたドル市場全体で見た金融資産ポートフォリオ調整メカニズムの中で、国際与信を伸ばしながら顧客性預金の増加を中心に、社債、レポでドル資金の調達を継

続することが可能だったと考えられる<sup>11)</sup>。そして、以上のドル建て調達手段では賅えない部分を為替スワップ取引に依存してきた。

#### IV-2. 金融機関債務のドル代替安全資産としての安定性

金融機関が発行する債務は、金融安定時には、既述のように国債と代替関係にある安全資産とみなされ投資対象となる。したがって邦銀大手行は、自らの信用度に裏付けられたドル建ての債務を発行することによって資金調達需要を充足することができた。しかし、代替性は安定的ではなく、ストレス時には安全資産の地位を失うリスクがある。これまでの金融市場の動揺の歴史を振り返ると幾度もそうした局面があったことを確認できる。例えば、1990年代の日本の金融危機においては、信用リスクの高さが嫌気され、邦銀は国際金融市場での外貨調達に、ジャパンプレミアムを金利に上乗せして支払い、高コストを強いられた。また、2000年代半ばにかけてドル建て安全資産の需給が逼迫していく中で、米欧の投資家は、金融機関が発行した高格付けの資産担保証券が、安全資産であ

10) 一上響, 木村武, 中村俊文, 長谷部光 (2012) を参照。

11) Bertaut et al. (2014) を参照。

りながら国債よりも幾分高めのリターンを確保できることに着目して投資を積極化させた。しかしながら、米国サブプライムローン問題の表面化とそれに続く国際金融危機の発生によって、これらの資産担保証券は安全資産としての地位を一挙に失った。当時、ドル建ての資産担保証券への投資に傾斜していた欧州系銀行から預金が出したの、銀行預金の安全資産としての適格性が疑問視されたことが一因だった。さらに、2011年に発生した欧州債務危機において、欧州系銀行が発行するCPへの投資をMMFが削減したのも、同様の理由だった。

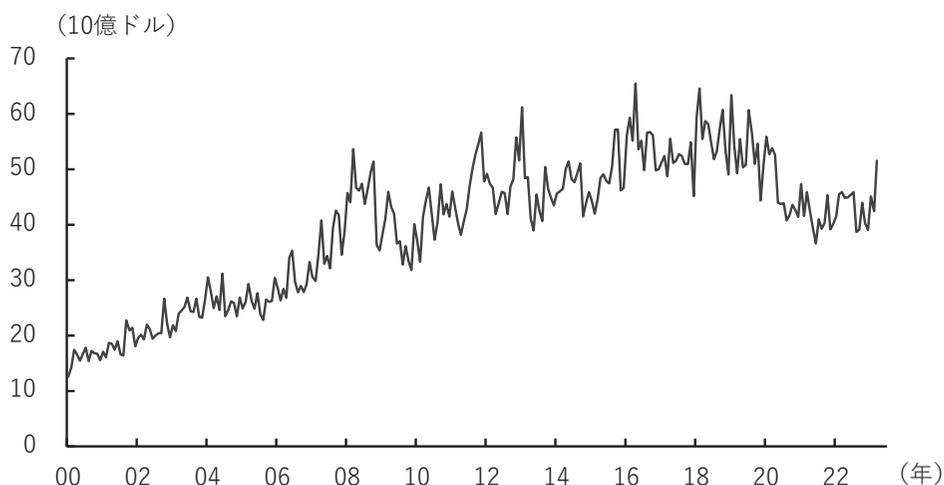
このように、非米系銀行は、自らの財務内容が悪化したり、市場全体にストレスがかかったりして信用基盤が損なわれるような事象が生じた場合には、債務の発行によるドル資金調達が制約される。しかし、そのような場合でも、自国通貨を見合いにドルを調達する為替スワップ市場が機能していれば、必要なドル資金を確保することができる。その意味で、非米系銀行の国際業務継続のために、為替スワップ市場の機能は重要な意味を持つ。邦銀について言えば、自らの信用度を高く保つことができれば、ドル

建て債務を発行することにより、ドル建ての国際金融仲介業務を継続することができる。また、ドル・円の為替スワップ市場が機能している限り、Ⅲ-2で見たように為替市場において流動性が高い円はいつでもドルに転換が可能という意味で代替性が高く、ドルの機能を補完する国際通貨としての役割を果たし続けていくことができる。以上のような観点から見ると、ドル建てが中心の国際金融仲介業務で重要な役割を果たす邦銀と、流動性が高くドルとの代替性が高い円とはドル基軸通貨体制を補完する役割を果たしているといえる。

#### Ⅳ-3. 為替スワップ市場

比較的多様なドル調達手段を持つ邦銀大手行は、後述するように割高で潜在的に不安定な調達源である為替スワップ取引への依存度を低下させてきた。しかし、ノンバンクも含めた本邦金融機関全体で見ると、ドル・円為替スワップによるドル調達額は国際金融危機後も増加傾向を続けてきた。為替スワップ（ドル・円）の取引額が趨勢的に増加しているのはそれを示唆している（図11）。これには、邦銀大手行に比べ

図11 為替スワップ（ドル・円）の取引高



(注) 1営業日あたりの平均取引高（アウトライトフォワードを含む）。

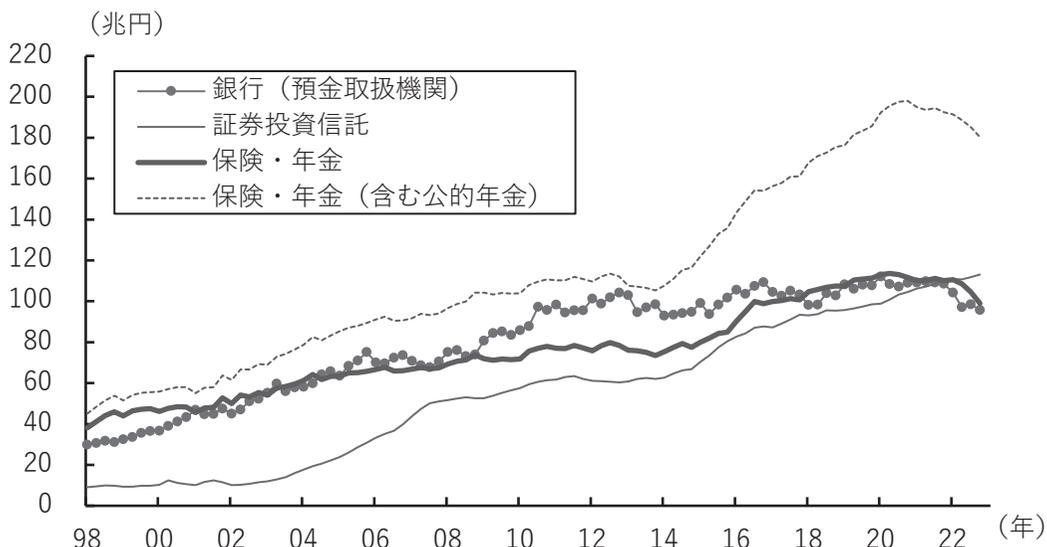
(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

ドル調達手段が限定されている保険・年金などの機関投資家によるヘッジ需要の存在が背景にあると考えられる。そこで、本邦投資家の業態別対外証券投資残高の推移を見ると、保険・年金（含む公的年金）や証券投資信託などのノンバンクの増加ペースが速いことがわかる（図12）。米国の金融政策が政策金利上げとバランスシートの縮小へと舵を切る中で、本邦機関投資家は今後ドル建て金融資産への投資をさらに積極化させることも予想される。機関投資家は、邦銀大手行のように多様なドル調達源を有していないので、為替スワップ市場でのドル調達に依存する構造が残る。為替スワップ市場でドルを調達し、その資金でドル建て資産に投資する取引は、為替リスクをヘッジしたドル建て資産への投資と経済的に等価である。したがって、為替予約の付された外債投資と為替スワ

プ取引による外債投資を合わせてヘッジ付き外債投資と呼ぶ。実際、生保などの機関投資家は、ドル資産投資の全てをヘッジ付きで行うわけではないが、一定部分については為替予約と為替スワップとによりヘッジしている<sup>12)</sup>。日米の金利差拡大の見通しが、機関投資家を含めた本邦金融機関のドル建て金融資産への投資を促し、それが為替スワップ市場の需給を逼迫させる一因となりうる。

調達コストという点で見ると、為替スワップ市場でのドル調達金利は、米国の短期金融市場での調達金利との間に「カバー付き金利裁定」が働くので両者は、本来一致する。すなわち、為替スワップ市場での調達金利が米国の短期マネーマーケットでの調達金利よりも高ければ、マネーマーケットで調達したドルを為替スワップ市場で放出すれば、確実に鞘が抜けるので、

図12 本邦金融機関の対外証券投資残高



（注）直近は2022年12月末。為替レートの変動の影響を調整するために、1997年12月末のストックを起点に、各期のフローを積み上げて算出。

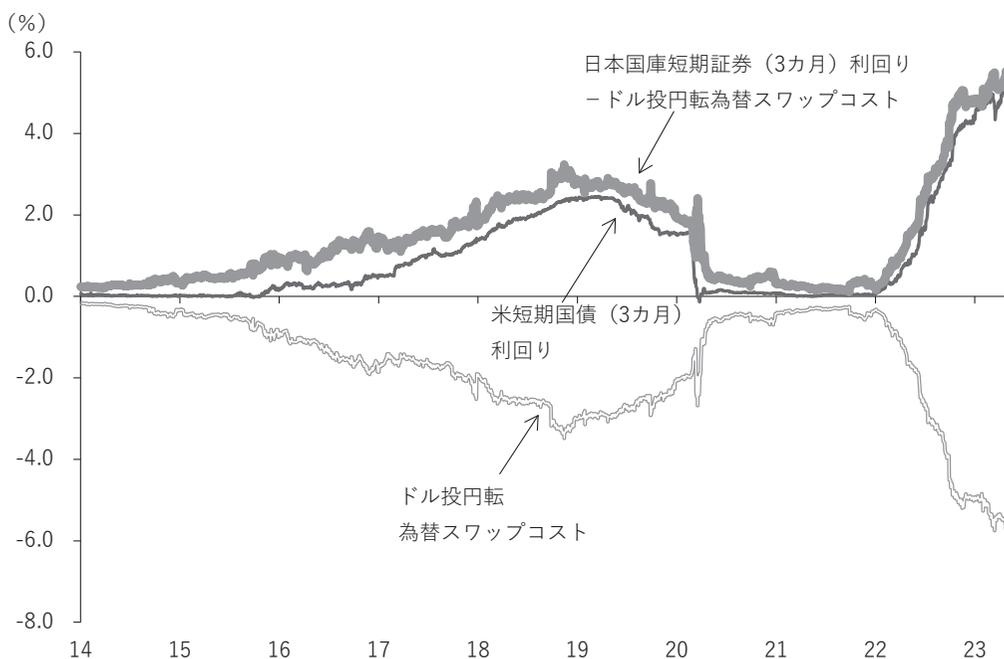
（出所）日本銀行統計より大和総研作成

12) 外貨建資産に占める為替予約と為替スワップによってカバーされた部分の比率がヘッジ比率になる。ヘッジ比率に関して公表された計数はないが、大手生命保険会社の公表資料等からは約6割程度（2020年3月時点）と推計される。

そうした状態が解消されるまで裁定取引が継続するはずである。しかし、特に国際金融危機の後には両者の間に乖離が生じ、為替スワップ市場でのドル調達コストが米国短期金融市場での調達コストを上回ること（ドルプレミアム）が常態化している。その背景は、Ⅱ-2で述べたように、米国における各種金融規制が影響していると考えられる。金融機関が為替スワップ市場でそうした裁定取引を行うには、自己のバランスシートを拡大させる必要があるが、バランスシートの拡大に伴う資本賦課を従来のリスク・ベースの自己資本比率規制よりも引き上げる効果を有するレバレッジ比率規制などの金融規制は、金融機関の裁定取引を抑制するよう作用していると考えられる。つまり、為替スワップ市場の需給が逼迫しても、ドルの出し手である米銀等は、金融規制により裁定取引コストが高くなっているため、ドルの供給を増やそうとしない。このため、ほぼ恒常的にドル調達プレミアムが発生することになったと考えられる。

為替スワップ市場におけるドル資金の出し手に関しては、上述のように、米銀が金融規制で裁定取引を抑制する中、ソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）や新興国の外貨準備運用当局、民間投資ファンドなど海外ノンバンクのプレゼンスが相対的に高まっているとみられる。為替スワップ市場におけるドル調達プレミアムの存在は、ドルの出し手にとっては、円を非常に低利で調達できることを意味する。このため、ドルを保有する主体は、低利で調達した円を日本国債等へ投資することによって、為替リスクをとらずに、米国債並み、あるいはそれ以上の利回りを確保することが可能な状態が継続している（図13）。こうしたヘッジ付き日本国債は、海外通貨当局にとっては外貨準備の一環として、また、ドル建て安全資産の需給が逼迫する中で、米国債と代替的な安全資産として投資家に受け入れられてきたと思われる。しかし、ヘッジ付き日本国債も、銀行債務と同様に、米国債との代替関係は必ずしも安定的ではない。また、

図13 ドル投円転コストを加味した日本債投資



(出所) Bloomberg より大和総研作成

海外ノンバンクが為替スワップ市場において安定したドルの供給者ではないことは、日本への対内債券投資が、市場ストレスに晒された時に急激に減少する傾向に表れている。こうした過去の経験は、金融安定時にはヘッジ付き日本国債は米国債の代替財としてみなされても、ストレス時には、そうした代替関係が崩れやすいことを示している。

#### IV-4. 中央銀行間スワップと外貨供給

以上、見てきたように、国際金融仲介業務を行う邦銀と通貨円は、ドル基軸通貨体制を補完している。邦銀はドル建てで行う国際金融仲介機能を果たすために、平時には安全資産として市場に需要のある債務を発行する。安全資産としての地位が一時的に失われた場合でも、円をドルに一定期間転換する為替スワップ市場が機能する限り、邦銀はドル調達が可能であるので国際金融仲介業務を継続することができる。しかし、市場ストレス等の発生により為替スワップ市場の機能まで阻害されることになると、業務の継続が困難になる。市場でドルが調達できないような事態が発生した場合には、関係国の金融当局間でドルを融通し合う仕組みが「歯止め（バックストップ）」として必要になる。実際、国際金融危機やコロナショックの際には、カウンターパーティ・リスクが強く意識されるようになったため、国際金融市場には疑心暗鬼が充満して為替スワップ市場が機能停止に陥り、ドル資金が市場から蒸発した。この時にバックストップとしての威力を発揮したのが中央銀行間のドルスワップだった。

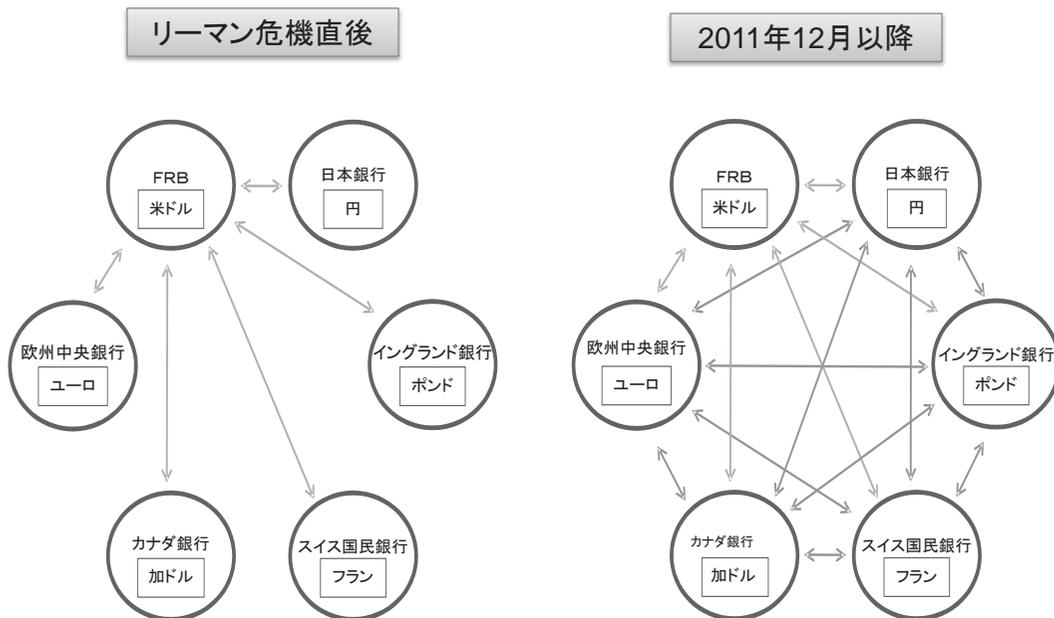
ドルを含む外貨を供給するバックストップとしての仕組みは中央銀行間スワップだけではない。例えば、IMFには各種の緊急融資制度がある。また、公的当局が関与するスワップにはチェンマイ・イニシアティブのような地域の国の間で通貨当局が外貨準備を融通し合う仕組みもある。しかし、中央銀行間のスワップが他の公的な外貨融通手段と大きく異なるのは、供給可能額に制約がなく、発動の迅速性も高いとい

う点だ。すなわち、各国通貨当局が外貨準備を融通し合う仕組みでは外貨準備残高が事実上の上限になる。IMFの融資制度も金額上限があるほか、借入条件が課されることが一般的で、審査を要することから発動までに時間がかかる。この点、中央銀行間スワップは、債務を無制限に発行できる主体同士の取極であるので融通できる資金の金額は無制限である。また、発動に要する時間は短いので機動的な対応が可能といった利点もある。

ドルを核とする中央銀行間スワップが体系的に整備されたのは国際金融危機時である。2008年9月のリーマンブラザーズ破綻を契機に、為替スワップ市場ではカウンターパーティ・リスクに対する警戒感が極度に高まり機能が停止した。このため、日本の金融機関も円を見合いとしたドル資金調達が困難になった。世界的なドルの資金流動性の枯渇に対処するために、急遽創設された6つの国と地域の中央銀行（FRB、欧州中央銀行、日銀、イングランド銀行、カナダ銀行、スイス国民銀行）間のスワップ網が、今日存在する、6中央銀行による常設多角的スワップ網（6中央銀行スワップライン）の原型となっている。中央銀行間スワップは、主要国の中央銀行が協働してドル資金流動性を各国市場に供給することにより、国際金融市場と金融システムの安定回復を目指したという点で、中央銀行の持つ、いわゆる「最後の貸し手」機能を拡張した性格を色濃く帯びた政策措置だったといえる。

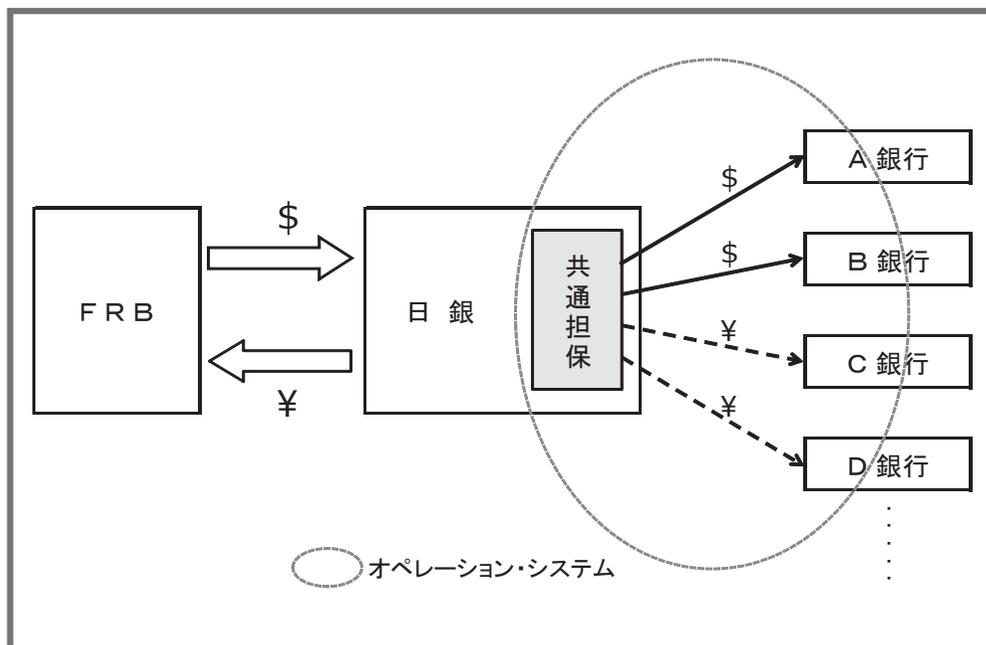
創設当初のスワップラインの枠組の下では、自国市場でドルの資金流動性不足に直面した各国中央銀行は、スワップ協定に基づき自国通貨を見合いにFRBから一定期間ドル資金を借入れた（図14の左図）。その上で、これを自国市場の金融機関に公開市場操作を通じて供給した。以下では、具体的にドル資金が市場へ供給される流れを、日銀とFRBとの間のドル・円スワップの事例に即して見る（図15）。スワップ協定が発動されると、日銀は固定為替レートで一定期間、円を見合いにドルを借入れる。こ

図 14 スワップ網の進展



(出所) 日本銀行より大和総研作成

図 15 ドル・円スワップ協定に基づくドル資金供給



(出所) 日本銀行より大和総研作成

のドルは、日銀がニューヨーク連銀に保有する口座に預入される。また、ニューヨーク連銀が取得した円は、FRBが日銀に保有する口座に預入される。次に、日銀は、取得したドルを国内所在の金融機関でドルが不足している銀行に、円と同じように国内の担保を見合いとした公開市場操作（ドルオペ）のシステム（オペレーションシステム）を通じて配分する。企業は、それらの銀行からドルを借入れる。ドルオペの対象は適格性を有する日本に所在する民間金融機関であり、メガバンクや地銀のほか在日外国金融機関も対象となった<sup>13)</sup>。資金の流れとしては、オペに応札した民間金融機関が落札したドル資金は、当該金融機関がニューヨーク連銀に保有する口座に払い込まれる。ニューヨーク連銀のバランスシート上では、落札相当額のドル資金が日銀の口座から民間金融機関の口座に振替えられることになる。ドルオペが返済期日を迎えると、日銀は民間金融機関からドルの返済を受け、これをニューヨーク連銀に対して返済し円を回収する。

スワップラインに基づくドル資金供給をリスクという観点から見ると、まず、ニューヨーク連銀と日銀の間のドル・円のスワップ取引は為替レートを固定して行われる。ニューヨーク連銀が負うのは日銀に対するソブリン信用リスクだけである。一方、日銀はスワップで調達したドル資金を個別の民間金融機関にオペを通じて貸付けるので信用リスクを負う。また、与信はドル建てで行うのに対して受け入れる適格担保は円建てであるので、貸付期間中の為替変動リスクも負う。このリスクを勘案して担保価額が与信額対比で小さくなりすぎないように、円の資金供給オペの場合よりも保守的な担保の掛け目が設定されている。効果については、中央銀

行間のスワップは、前述のように、自国通貨を無制限に創出できる主体間の取極であるので、日米のドルスワップ協定は、理屈上無制限のドル資金供給が可能ということになる<sup>14)</sup>。これは、流動性危機に対する強力なバックストップとなりうる。さらに、リーマンブラザーズ破綻後のように、複数の中央銀行がスワップ協定を同時に締結する協調行動に出た場合は、単独で対処する場合よりも市場安定化に向けた集約的意思を表す強いアナウンスメント効果を持つと考えられる。

リーマンブラザーズの破綻後の2008年9月に創設された6中央銀行によるドルスワップは、所期の目的を達成したとして2010年2月に一旦終了した。しかし、欧州債務危機の発生を契機に国際金融市場が再び混乱したことから、2010年5月に再開された。その後2011年12月には米ドル以外の資金供給も行える多角的スワップ協定に拡大された（前掲図14右図）。これは、6中央銀行がそれぞれの自国通貨を緊急時に相互に融通し合う仕組みだ。日銀の立場から言うと、ドルに加えて、万一、必要となった場合には、ユーロやポンド、スイスフラン、カナダドルも円を見合いにそれぞれの国の中央銀行から借入れて公開市場操作を通じて国内市場に供給できるようになることを意味する。同様に他国中銀も必要があれば、日銀から円を調達してそれぞれの国の市場での円資金供給が可能になる。中央銀行間スワップは、このように画期的な仕組みに発展した。ただし、実際にこれまで発動実績があるのはドルだけである。この多角的スワップ協定は、当初時限措置として導入されたが、2013年10月に恒久措置に改められた。以上のように、6中央銀行によるスワップラインは累次にわたり補強され、国

13) 具体的には、日銀の定めた対象先選定基本要領に定められた、共通担保資金供給オペレーション（本店貸付）の対象先、または短期国債および国債の条件付き売買の対象先で、かつ、米ドル資金供給オペにかかるドルを日銀との間で受渡すために使用する口座としてニューヨーク連銀に米ドル口座を有する先のうち、ドルオペの対象先となることを希望する金融機関。

14) 中央銀行間のスワップは無制限の流動性を創出できるが、個々の金融機関が中央銀行のオペに応札して落札できる金額は、当該金融機関が保有する適格担保の価額の範囲内であるので無制限ではない。

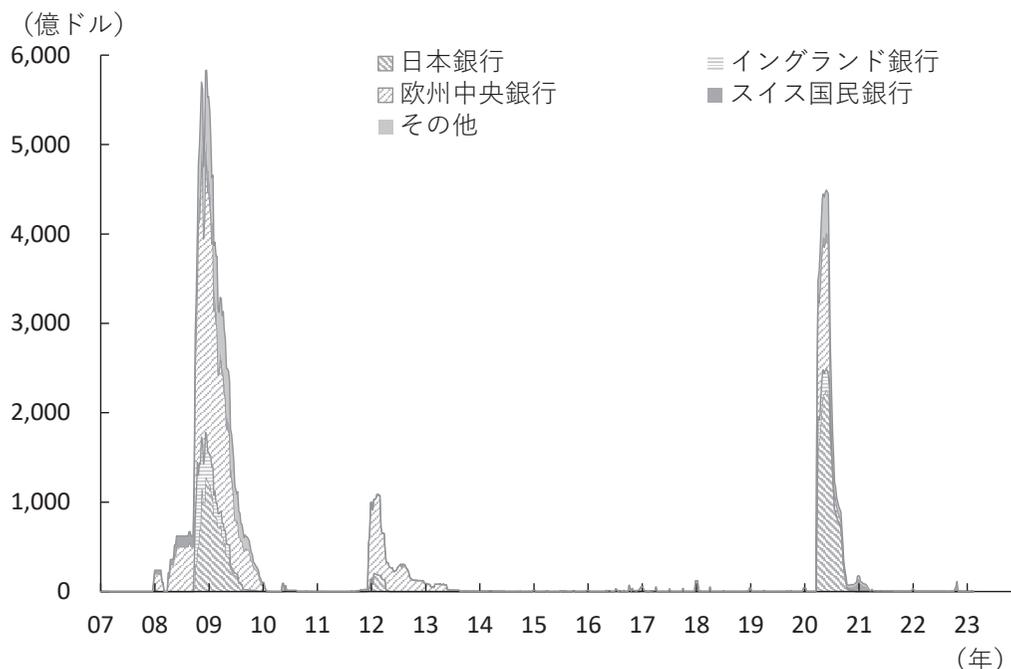
際金融市場の安定を確保するバックストップとして今日においても重要な役割を果たしている。

6中央銀行スワップ以外にもドルスワップ協定は発動された。例えば、国際金融危機が拡大する中でFRBは、要請に応じる形で2008年9月中にスウェーデン、オーストラリア、ノルウェー、デンマーク、ニュージーランド、ブラジル、メキシコ、韓国、シンガポールの各中央銀行とドルスワップ協定を結んだ。また、コロナショック後の2020年3月にもFRBは、同じ上記9カ国の中央銀行との間でスワップ協定を締結した。ただし、これらの国々の中央銀行とのドルスワップについては、国別に金額上限が設定されていたほか、時限的措置とされていた。これに対して、日銀が加わる6中央銀行スワップは、相互の通貨を融通し合う多角のスワップであり金額無制限の恒久措置であることが異なる。つまり、6中央銀行スワップは、ユーロ、円、ポンド、スイスフラン、カナダドルについて、万一為替スワップ

市場が機能停止に陥っても、金額制限を課すことなく、ドルとの交換や、ドル以外の通貨間の相互融通を保証する仕組みである。6中央銀行スワップ協定を構成する円をはじめとする5通貨は、基軸通貨ドルとの結びつきが強い特別な通貨グループということができるだろう。

図16は、中央銀行スワップの発動実績の推移だ。3つの山のうち、左の国際金融危機時は、欧州の銀行のドル不足が最も深刻であったことを背景にECB（欧州中央銀行）の取り分を中心にピーク残高は5,800億ドルに達した。中央の山の欧州債務危機時も震源地のECBを主体に残高は1,090億ドルとなった。これに対して、右の山のコロナショックでは、日銀が最大の取り手となり、ピーク時残高の4,500億ドルのうち約半分を占めた。日銀の取り分が大きかったのは、前述のように、国際金融市場で最大の与信主体となった邦銀のドル資金調達需要が強かったことが主因と考えられる。日銀がFRB

図16 中央銀行ドルスワップの発動実績



(注) 直近値は2023年4月19日。

(出所) ニューヨーク連銀, Haver Analytics より大和総研作成

から借入れたドル資金は、公開市場操作によって邦銀大手行をはじめ、東京に拠点を置く金融機関に供給され、これを介して世界中の企業等の最終的な借り手へと配分されていった。東京は、ニューヨーク以外では最大のドル資金供給を行う金融センターとしての役割を担ったことになる。

以上見てきたように、国際金融危機以降、邦銀は基軸通貨のドル建てを中心とする国際金融仲介業務の最大の担い手となっているが、母国通過である円を本源的調達通貨としているため、ドル資金源へのアクセスを確保することが安定的な業務継続の観点から不可欠である。ドル調達を邦銀は、平時においては信認によって裏付けられた安全債務を発行し、限界的な部分

をドルスワップ市場に依存してきた。しかし、邦銀の債務が常に「安全」とみなされる保証はない。また、為替スワップ市場が調達源としては不安定であることは過去の金融危機が示している。邦銀が、安全債務の発行によっても為替スワップ取引によってもドル資金調達が困難となるような場合でも、ドル資金へのアクセスを担保する最終的なバックストップの仕組みがFRBとの間のスワップ協定だ。円は、万一の際、常設の中央銀行間スワップを通じて無制限のドル資金供給を受けることができる5主要通貨の一つだ。邦銀の金融仲介業務の拡大とその継続を保証する中央銀行間スワップの存在により、円はドル基軸通貨体制を補完する国際通貨としての側面が強まっているといえるだろう。

## V. 東京国際金融センター構想と円の関係

### V-1. 脱炭素化を金融面から支える金融センター

円の国際的な役割を後押ししていくことになると予想されるのが、現在進行中の国際金融都市構想だ。本節では、日本だけではなくアジアの企業の脱炭素化を金融面から支援することを主たる目的の一つとした国際金融センター構想の実現に向けた取組状況と今後の課題を概観し、本構想の推進が円の国際通貨としての役割に寄与する可能性について探る。

現在進められている日本の国際金融センター構想は、バブル期に存在したような規模を誇る金融センターの再現ではない。目的としているのは、日本やアジアの経済の持続的な発展に金融面から真に貢献していくことを使命とする金融センターの構築だ。これまでの流れを振り返ると、政府は2020年の「経済財政運営と改革の基本方針」（骨太の方針）で、日本に国際金融センターを復活させる構想を掲げた。この構想は、翌2021年には金融の力で脱炭素化を支

援することに的を絞った「グリーン国際金融センター」構想へと進化した。東京都もこれと平仄を合わせる形で、2021年11月、国際金融センターを目指す新たな戦略として「国際金融都市・東京」構想2.0を公表した。これは、東京国際金融センターの実現に向けて2017年に策定された構想を、その後の国際金融を巡る大きな環境変化を踏まえて刷新したものだ。東京都の構想2.0は、グリーンとデジタルを基軸としている。このうち、グリーンについては、「東京グリーンファイナンスイニシアティブ（Tokyo Green Finance Initiative）」と呼ばれる新たな計画に基づき、グリーンボンドの発行市場をはじめとしたグリーンファイナンス市場の発展を中心に据えている。このように、現在の国際金融センター構想は、日本経済の脱炭素化を金融面から支援していくことに主眼を置いている。

脱炭素化の達成のためには、膨大な設備投資が必要になる。国際機関IRENA（International

Renewable Energy Agency)によると、パリ協定の「1.5℃目標」(したがって、カーボンニュートラル)を達成するためには、エネルギー効率化をはじめとする各分野で2050年までに世界全体で総額131兆ドルもの巨額の投資が必要になる。これは、従来よりも年間の投資額を1.1兆ドル増やさなくてはならない計算になる。日本でも当然に巨額の設備投資を行っていく必要がある。2022年の「骨太の方針」では、10年間で150兆円超の設備資金が必要になるとされている<sup>15)</sup>。そうした設備資金需要は財政資金だけで満たすことは到底できない。そこで、民間資金により資金需要を円滑に賄っていくことが金融の役割ということになる。この点、日本には2,000兆円にも及ぶ家計金融資産が蓄積しているが、半分が預貯金に眠ったままだ。それが、脱炭素化に必要な投資へと上手く流れるような好循環を起動させることが日本の金融センターが果たすべき機能である。そうした機能が発揮されれば、家計も含め投資家に有利な運用機会を提供することになり、海外からの投資を呼び込むことにもつながると考えられる。海外投資家には、日本企業の持つ環境技術に着目し、対日長期投資の拡大を企図する向きもある。円ベースで行われる対内投資の活発化は、金融取引面での円の国際化を促すことになるだろう。

日本の場合、金融センターの果たすべき役割で特に考慮を要するのは、脱炭素化が直には難しく、段階的に低炭素化を進めていく移行過程にある企業も数多く存在することだ。そうした観点からは、完全にグリーン化を果たすまでの移行過程で生じる設備資金や運転資金を円滑に調達する、いわゆる「トランジション・ファイナンス」の果たす役割が大きい。「トランジション・ファイナンス」の対象範囲については、次の二点に留意することが必要だろう。第一には、資金使途の範囲として、ブラウンからの「移行期」において、完全にグリーンではないけれ

ども、「橙」に相当する省エネ投資や、CO<sub>2</sub>排出量の少ない燃料であるLNG等をエネルギー源として活用するための取組みも対象に含めるべきであろう。さらには、水素やアンモニア等の新エネルギーの開発・利用促進のほか、CCUS(Carbon dioxide Capture, Utilization and Storage)と呼ばれるCO<sub>2</sub>の回収・貯蔵・有効利用のような将来の革新的技術の研究開発や社会実装への取り組み等も対象とすることが適当と考えられる。第二に、対象とする企業は日本企業だけではなく、日本のサプライチェーンを構成し脱炭素化に向けて日本企業と同様の課題に直面するアジアの多くの企業も含めることが適当だ。つまり、アジアでは、なお一日の長を有する日本の金融の力を活かして、日本企業だけでなくアジアの企業が資金調達を行う中心的な市場としての機能を発揮し、アジア全体の脱炭素化に貢献していく視点が必要だと考えられる<sup>16)</sup>。Ⅲ-1で見たように、アジアのサプライチェーンではドル建て取引が主体であり、ファイナンスもドル建ての需要が強いと思われるが、日本の金融センターの役割の拡大は、ドルとの結びつきを強めている円にとっては、間接的にせよ国際化を促す材料となるだろう。その効果は、後述するように、ドル建て国内債など日本国内におけるドル資金調達手段が拡充されれば、さらに大きなものになると考えられる。

日本の国際金融センターが、内外の企業の移行過程も含む資金需要を、日本国内や海外からの投資資金によって賄うファイナンスの場として機能していくことがアジア太平洋地域の企業のグリーン化、ひいては持続的経済発展に寄与すると考えられる。自由な貿易と投資を標榜し、民主主義という普遍的な価値観を他の主要国と共有することは、日本の金融センターにとっては大きな利点だ。国内金融資産の蓄積が進む日本の首都で、内外のグローバル金融機関が集積し、頑健な金融の基幹インフラを擁するという

15) 「経済財政運営と改革の基本方針2022」p.8参照。

16) 岸田総理が2022年5月5日のロンドンで行った講演の中で、「アジア向けのトランジショナルボンド市場の整備を進めていきます」と述べたのは、そうした趣旨であると考えられる。

点で比較優位のある東京は、そうした役割を適切に果たしていけるだろう。脱炭素化へ向けて経済構造の転換を金融面から促す機能を発揮することで、東京は中国本土へのゲートウェイである香港や、アジアと他地域を結ぶハブとしてのシンガポールなどの他の金融センターとは一味違う役割を果たしていけるはずだ。

## V-2. 今後の課題

東京が金融センターとしての役割を果たしていく上で今後取り組んでいかなければならない課題は多い。それらは、円が国際通貨としての機能を発揮していくための課題と不可分である。円を貿易や金融取引の対外決済に使うための決済システムはその一例だ。日本では、日本銀行が運行する日銀ネットを通じて行われる外為円決済制度が存在する。自国通貨を対外決済に用いるための同様な仕組みは米ドルについてのCHIPS（Clearing House Interbank Payment System）、中国人民元についてのCIPS（Cross-Border Interbank Payment System）が存在する。円が国際通貨としての機能を発揮していくためには、安全で効率的な決済が常時利用可能となる方向で外為円決済制度を高度化していく不断の努力が必要である。自国通貨の対外決済面における利便性を高め、国際通貨として高みを目指す各国間競争は続いており、特に近年ではCIPSの存在感が増している（外為円決済、CIPS、CHIPSの比較は補論参照）。

また、東京市場での資金調達手段の多様化も課題だ。この点、ドル建ての国内債市場を拡充することが一つの選択肢となりうる。グローバルに展開する日本の企業にとっては、ドル建てを中心とした外貨での設備資金調達需要が相応に高いと考えられる。特に、脱炭素を進めるグローバル企業にとってはこうしたドル調達需要は潜在的に強いと考えられる。実際、これまでに日本の発行体が発行したグリーンボンドにはドル建て債が相応に含まれ、円建てのトランジションボンドも発行代わり金がドルに転換されたケースがあった<sup>17)</sup>。現在、資本市場におけるドルの長期資金調達は、基本的に外貨建て外債発行に依存している。しかしながら、外債は契約書や投資家への開示資料等、膨大な英文書類の作成が必要なほか、海外格付機関の格付けも要するので一般的に発行コストが高く起債までに時間もかかる。この点、国内法準拠の外貨建て国内債は、英文書類が不要であることに加え、海外格付機関の格付けも必ずしも要さないので、発行体企業にとって本来安価で使い勝手のよい外貨資金調達手段となりうる。さらに、金利は円債よりも高いので、個人投資家を含めたサステナブル投資意欲の強い国内投資家の外貨運用ニーズの受け皿にもなると考えられる。ドルとの結びつきが強い国際通貨としての特性を有する円の自国市場でドル資金調達手段の拡充を図ることには相応の意義があるのではないだろうか。

## VI. 終わりに

本稿では、Ⅱ節で円が国際通貨として引き続き一定程度使われている実情を確認した。Ⅲ節

では、ドルの基軸通貨として役割に当分は陰りが見えないことを点検した上で、その下での国

17) わが国における国内発行体による2022年3月までの米ドル建てグリーンボンドの起債は、16発行体25銘柄で発行額約105億ドル。2022年6月までに発行されたトランジションボンドは8発行体13銘柄で発行額1,750億円。全銘柄とも円建てであるが、発行代わり金のうち一部はドルに転換され、例えばLNG燃料船やSAF（Sustainable Aviation Fuel；持続可能航空燃料）を使用する航空機の購入に当てられた。

国際通貨としての円の将来を展望した。Ⅳ節では、その作業の一環として、邦銀の国際金融仲介業務の拡大と中央銀行間スワップの存在という二つの視点から国際通貨としての円の今後の役割について評価した。Ⅴ節では、日本の国際金融センター構想が円の国際化を後押しする可能性と、今後に向けた課題を指摘した。以上のポイントを改めて整理すると以下の通りである。

第一には、国際金融危機以降、邦銀大手行の国際金融業務の拡大と、常設の中央銀行間スワップの創設という国際通貨としての円の役割を考える上での重要な変化が生じたことである。邦銀大手行はドル建てを柱とする国際金融仲介業務において、国籍別には最大の与信者として重要な役割を果たすようになった。邦銀は平時においては、米国債と代替性の高い社債などの安全債務を発行してドル資金調達を行ってきた。そして、安定債務によっては賄えない部分を、為替スワップ市場において円を見合いにドル資金を調達してきた。為替スワップ市場は、ドル建ての債務発行手段が限られている日本の機関投資家によっても広範に用いられている。しかし、邦銀の債務の、ドル建て国債等の安全資産との代替性は安定的ではない。同様に為替スワップ市場の機能が常時、担保されているわけでもないことは過去の金融危機が実証している。このように、邦銀の債務発行によってもドル・円の為替スワップ取引によってもドル調達が困難となるような全面的な市場機能不全に陥る事態においても、ドルと円の交換性を保証する仕組みとして創設されたのが中央銀行間スワップ網だった。その一角を占める円は、ユーロ、ポンド、スイスフラン、カナダドルと並んでドルとの結びつきが特別に強い国際通貨グループに属している。

第二に、国際金融危機以降、上記のような変化を経て、邦銀と円はドル基軸通貨体制を補完する役割が増しているという点だ。ドル建て中心の国際金融仲介業務の最大の担い手となった邦銀は、ドル基軸通貨体制の重要な一翼を担っている。同様に、そうした仲介業務を支える仕

組みとしてドルへの転換を非常時においても担保する中央銀行間スワップによって支えられた邦銀の母国通貨である円は、ドル基軸通貨体制を補完する国際通貨としての役割が高まっているといえる。このような邦銀と円の役割が増したことは、前述のように、コロナショックの際に、東京がニューヨーク以外では最大のドル資金供給を行う金融センターとなったことに表れている。円自身が国際通貨として今以上に地位を高めていく余地は限られているが、ドルを補完する構図は、ドルが基軸通貨としての役割を担い続け、邦銀がそのもとの国際金融仲介業務で重要な役割を果たし、6中央銀行スワップが常設のバックストップとして存続する限り大きく変わることはないだろう。

第三に、円が国際通貨としての機能を適切に発揮していくためには取り組むべき課題があるという点だ。具体的には、決済システムなどの基幹インフラを高度化していくための不断の努力を続けていくとともに、日本とアジアの国々の経済の持続的成長に金融面から貢献していくという視点を有しながら、日本の国際金融センター構想を推進していくことが適当であると考えられる。この点は、高まる地政学的リスクに備えていく上でも重要である。ウクライナ侵攻後、ロシアに課されている経済・金融制裁が長引けば、国際通貨体制や世界経済の分断が深まる可能性がある。SWIFTにしろ、基軸通貨ドルの利用にしろ、これまでは政治体制の相違に関わらず、世界のどの企業でも利用可能な、経済のグローバル化を支える「公共財」的な役割を果たしてきた。制裁によってそれに対するアクセスを遮断すれば、代替的な仕組みを構築しようという動きが出てくることは不可避であろう。実際、決済システムの面では、既にそうした兆しが見られる。仮に分断が深まっていくような場合でも、わが国の経済活動に大きな支障が生じることがないように、日本の金融機関、円、国際金融センターの役割を一体的に捉え、課題を洗い出し、適切に対処していくことが必要である。

## 参 考 文 献

- 安藤雅俊（2012）「為替スワップを利用した米ドル資金の調達コストの動向について」, 日銀レビュー, 2012-J-3.
- 伊藤隆敏・鯉淵賢・佐藤清隆・清水順子（2016）「日本企業の為替リスク管理とインボイス通貨選択『平成25年度日本企業の貿易建値通貨の選択に関するアンケート調査』結果概要」, RIETI Discussion Paper Series, 16-J-035.
- 一上響・木村武・中村俊文・長谷部光（2012）「安全資産の需給と国債の希少性プレミアム」, 日銀レビュー, 2012-J-1.
- 西岡慎一・馬場直彦（2004）「量的緩和政策下におけるマイナス金利取引：円転コスト・マイナス化メカニズムに関する分析」, 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ, No. 04-J-10.
- Arslanalp, S., B. Eichengreen, and C. Simpson-Bell (2022), “The Stealth Erosion of Dollar Dominance: Active Diversifiers and the Rise of Nontraditional Reserve Currencies,” *IMF Working Paper*, WP/22/58.
- Bertaut, C., A. Tabova, and V. Wong (2014) “The Replacement of Safe Assets: Evidence from the U.S. Bond Portfolio,” Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, Number 1123.
- Boz, E., C. Casas, G. Georgiadis, G. Gopinath, H.L. Mezo, A. Mehl, and T. Nguyen (2020) “Patterns in Invoicing Currency in Global Trade,” *IMF Working Paper*, WP/20/126.
- Gorton, G., S. Lewellen, and A. Metrick (2012) “The Safe-Asset Share.” *American Economic Review*, 102(3): 101-06.
- IMF (2021) “External Sector Report: Divergent Recoveries and Global Imbalances”
- Ito, T., S. Koibuchi, K. Sato, J. Shimizu and T. Yoshimi (2021) “The Dollar, the Yen, or the RMB? A Survey Data Analysis of Invoicing Currencies among Japanese Overseas Subsidiaries”, RIETI Discussion Paper Series, 21-E-016.
- Krugman, P. (1984) “The International Role of the Dollar: Theory and Prospect.” *Exchange Rate Theory and Practice*, pp. 261-278

## 補論 対外決済システムの国際比較

ここでは、貿易や為替取引などの国際決済システムに関して、日本円の決済を行う外国為替円決済制度、米ドルの決済を行うCHIPS (Clearing House Interbank Payment System)、中国人民元についてのCIPS (Cross-Border Interbank Payment System) の3者を比較する。

まず、決済方式を見ると、外為円決済においては2008年から流動性節約機能が付いた次世代RTGS (Real-Time Gross Settlement, 即時グロ

ス決済) 方式が採用されている。一方、CHIPSについては、DNS (Deferred Net Settlement, 時点ネット決済) 方式が採用される。ただし、CHIPSにおけるDNS決済では、一定の処理条件を満たす決済を順次処理していく方式を採っており、これによってDNS方式のデメリットであるシステムック・リスクを軽減している。CIPSについては、2015年の導入当初はRTGS方式のみが採用されていたが、2018年のフェーズ2の稼働開始以降は、

国際通貨としての円

RTGSに加えてDNS方式にも対応している。加えて、CIPSではフェーズ2以降、DVP決済（Delivery Versus Payment、証券／資金同時決済）、PVP決済（Payment Versus Payment、多通貨同時決済）が追加されたことも大きな特徴である。

次に、システムの運用時間を比較すると、外為円決済は5営業日、12時間30分（午前8時30分～午後9時）、CHIPSは5営業日、20時間（前日午後9時～午後5時、東部標準時）、CIPSは5営業日、24時間+4時間（休日の次の営業日は稼働開始時間を通常の8:30から4時間早める）となっている。CIPSの稼働時間が目立って長く、24時間稼働となっているのは、全てのタイム・ゾーンをカバーすることで、中国元の国際化を促そうという政府の意図が表れていると推測される。他方、日本の外為円決済については、本論Ⅲ節で述べたように、2016年に稼働時間が延長されたが、それでも

CHIPS、CIPSと比較すると短い。

それぞれのシステムの利用状況に関して、直接参加する金融機関数を比較すると、外為円決済が27、CHIPSが43、CIPSが76となっており、再後発のCIPSの参加行が最も多い。また、2021年時点の1営業日あたりの決済件数は、CHIPSが50万件超と圧倒的であるものの、外為円決済が2万8,000件弱、CIPSが約1万8,000件となっている。外為円決済とCIPSの差は縮まりつつあり、国際決済においてCIPSの存在感が高まっていることが窺える。

もっとも、1営業日あたりの平均取扱高で見れば、CHIPSが1.8兆ドル（約195.7兆円）、外為円決済が18.3兆円、CIPSが3,534.9億元（約6.0兆円）となっている。CIPSと外為円決済との間にはおよそ3倍、CIPSとCHIPSの比較では、30倍以上の差があり、CIPSによる人民元取引が、米ドルや日本円の地位を直ちに脅かすような状況には今のところ至っていない。

補論図 対外決済システムの比較

	日銀ネット（外為円）	CHIPS	CIPS
通貨	日本円	米ドル	中国人民幣
運営主体	中央銀行	民間	民間（中国人民銀行の監督管理下）
決済方式	RTGS（即時グロス決済）方式	リアルタイムのDNS（時点ネット決済）方式	RTGS（即時グロス決済）方式・DNS（時点ネット決済）方式
その他機能	—	—	DVP決済（証券／資金同時決済）・PVP決済（多通貨同時決済）
運用時間	5営業日、12時間30分	5営業日、20時間	5営業日、24時間+4時間（休日の次の営業日は稼働開始時間を通常の8:30から4時間早める。）
参加機関数 （）内は間接参加機関数	27	43	76 (1,265)
一営業日平均件数（2021年）	27,899件	507,368件	約18,000件
一営業日平均取扱高（2021年）	18.3兆円	1.8兆ドル (約195.7兆円)	3,534.9億元 (約6.0兆円)

(注) ドル、元は2021年中の平均で円換算している。

(出所) 日本銀行、クロスボーダー人民元決済システム、The Clearing Houseより大和総研作成