

ロシアのウクライナ侵攻後の貿易決済と中国の銀行

奥田宏司・田中綾一

目 次

はじめに

I ロシア中央銀行の外国為替取引の統計から

- 1) ウクライナ侵攻後のロシア外国為替市場の動向
- 2) ドル、ユーロ取引の減少と人民元取引の増加
- 3) 為替スワップ期間の短縮化
- 4) Deals through exchanges 取引の増加

II ロシアの貿易決済と中国の銀行

- 1) 中国とのバーター的・人民元建取引、ドル決済とユーロ決済
- 2) スワップ取引、貿易金融

おわりに

はじめに

本稿の課題は、最近になって公表が再開された、ロシア中央銀行によるロシア外国為替市場の統計を分析し、ロシアの外為取引の動向と、そこに生じている重要な変化を明らかにすることにある。

われわれは2022年12月にBISが公表した外国為替市場調査の結果をもとに、2022年4月の世界の外国為替市場の分析を行い、2023年6月に論文として公表している（以下「前稿」という）。しかし、2022年のBIS調査にはロシアが参加しておらず、ウクライナ侵攻直後のロシア外為市場の状況が不明なまま前稿を執筆しなければならなかった。

ロシア中央銀行は侵攻前まで、BISの基準によるものだけでなく、同行独自の基準に則ったデータを月次で、自行のWebサイトで公表していた。ロシア中銀の公開レベルは比較的高く、ドイツやフランスといったユーロ地域の主要国よりも遥かに詳細な情報を公開していたが、ウクライナ侵攻によりBIS基準は2022年2月、独自基準は2022年1月を最後に公開が停止さ

れた。その後しばらくの間、外部の研究者はロシア外為市場のデータを入手することができない状態が続いたのである。

しかし、前稿の執筆後、正確な日時は不明であるが、ロシア中銀は BIS 基準による外為市場の取引データの Web サイトでの公表を再開した。データは 2022 年 3 月分からさかのぼって公表されており、われわれは早速これを入手し、ウクライナ侵攻以降のロシア外国為替市場の分析に取りかかった。

ところで、われわれがロシア中銀資料の公表再開を知る以前の 2023 年 6 月、ロシアの外国為替取引の通貨区分に関するデータを用いた記事が Nikkei Asia 紙に掲載された¹⁾。記事では、人民元取引は世界中で拡大しているが、制裁によってロシアが国際決済網から締め出された結果、同国でも人民元の取引が増加しており、ドルの基軸通貨としての地位が脅かされているという見解が示されていた。その根拠として、人民元／ルーブルと人民元／ドル取引の合計が 2022 年以降ロシアで拡大しており、逆に、ルーブル／ドルの取引額は侵攻以降大きく減少しているというグラフが掲載されていた（記事は比率で表示）。

アメリカの経済・金融制裁の内容からすれば、ロシアにおいてルーブル／ドル取引が減少していることは不自然ではない。問題は、この記事が、人民元／ルーブルと人民元／ドル取引を区分せず、その合計の増加をもってドルの地位が脅かされ、人民元の地位が高くなっていると評価していることである。

われわれは前稿において、2022 年時点の BIS 調査で確認できる人民元取引の拡大は、ドルの地位を脅かすものではないことを明らかにしている。本稿では、ロシア中銀が新たに公開した資料を分析することによって、ロシアにおける人民元取引の現状を明らかにしつつ、それがドルの地位を脅かすものであるかどうかを改めて評価することにした。

本稿は、「はじめに」と I を田中、II と「おわりに」を奥田が執筆した。なお、全体の内容は両者で協議のうえ調整をおこなっている。

I ロシア中央銀行の外国為替取引の統計から

1) ウクライナ侵攻後のロシア外国為替市場の動向

ロシア中央銀行の資料²⁾に基づき、ウクライナ侵攻開始の 2022 年 2 月から 2023 年 8 月までの外為取引の動向を示したものが第 1 表である。

侵攻前には、ロシア外為市場の統計は、BIS の基準で作成されたものと、ロシア中銀独自の基準で作成されたものの 2 つが、いずれも月次ベースで公表されていた。これらが侵攻以降、BIS 基準分が 22 年 2 月、ロシア中銀基準分が 22 年 1 月を最後に公表停止されていた。しかし、23 年夏頃に（正確な日時は不明）、BIS 基準分のみが 22 年 3 月分からさかのぼって公表が再
204 (918)

第1表 ロシア外国為替市場における外為取引の推移(各月あたり、100万ドル)

	直物取引			アウトライト先物取引			為替スワップ取引		
	2022.2	2023.2	2023.8	2022.2	2023.2	2023.8	2022.2	2023.2	2023.8
対ルーブル取引									
ルーブル/ドル	376,613	82,590	136,513	37,116	7,292	15,460	424,379	75,947	73,707
Outright deals	245,640	48,791	95,873	29,771	4,746	7,297	151,603	23,398	27,995
対銀行	110,456	10,930	10,330	2,168	619	624	108,188	19,772	20,887
対その他金融機関	78,065	11,081	30,262	15,729	792	1,221	19,060	581	39
対非金融機関顧客	57,119	26,779	55,281	11,874	3,336	5,452	24,355	3,046	7,070
Deals through exchanges	130,973	33,800	40,639	4,691	2,506	8,162	219,208	52,549	45,712
ルーブル/ユーロ	82,986	52,949	49,673	9,033	1,732	1,718	84,146	36,926	46,363
Outright deals	63,290	34,384	35,564	8,824	1,459	1,305	23,172	13,374	15,680
対銀行	10,958	3,265	3,246	93	8	59	11,929	9,229	10,853
対その他金融機関	20,364	3,965	10,777	1,487	1,039	875	601	53	105
対非金融機関顧客	31,968	27,153	21,542	7,243	412	371	10,641	4,093	4,722
Deals through exchanges	19,695	18,565	14,110	206	274	413	53,099	23,552	30,683
ルーブル/人民元		46,039	85,651		1,975	3,512		103,427	172,831
Outright deals		18,925	34,393		1,589	3,206		9,911	16,837
対銀行	項目なし	1,789	4,475	項目なし	295	111	項目なし	8,867	10,518
対その他金融機関		2,957	6,445			146		—	—
対非金融機関顧客		14,178	23,473		1,294	2,949		1,044	6,318
Deals through exchanges		27,114	51,258		357	306		93,515	155,994
小計	462,989	185,181	279,039	46,443	11,015	21,238	509,555	216,519	293,718
対ドル取引									
ドル/ユーロ	84,170	10,630	7,483	1,923	307	146	125,476	5,941	12,411
Outright deals	78,339	4,704	4,345	1,873	221	126	76,279	5,206	11,810
対銀行	62,409	3,231	2,689	765	—	—	63,822	4,837	11,356
対その他金融機関	2,352	369	1,388	220	2	—	9,727	—	167
対非金融機関顧客	13,578	1,104	268	887	219	126	2,729	368	286
Deals through exchanges	5,831	5,926	3,138	38	86	20	11,812	735	601
ドル/人民元	2,361	12,338	11,422	103	13	88	1,815	131	127
Outright deals	2,361	11,600	10,665	103	0.02	56	1,815	115	122
対銀行	2,027	6,041	4,872	103	—	—	1,661	15	61
対その他金融機関	99	2,052	1,870	0.1	—	—	145	100	—
対非金融機関顧客	235	3,506	3,924	—	0.02	56	9	—	60
Deals through exchanges	—	738	757	—	13	31	—	16	5
小計	100,341	26,287	22,923	2,161	320	235	146,862	7,169	13,943
対ユーロ取引									
ユーロ/人民元	555	557	1,690	0.2	—	42	326	—	11
Outright deals	555	557	1,690	0.2	—	42	326	—	11
対銀行	215	407	900	0.2	—	29	326	—	11
対その他金融機関	85	1	195	—	—	2	—	—	—
対非金融機関顧客	256	150	595	—	—	11	—	—	—
Deals through exchanges	—	—	—	—	—	—	—	—	—
小計	5,157	789	2,281	299	1	42	12,246	370	346
残余	676	392	810	81	—	—	—	—	—
全取引(すべての通貨)合計	569,163	212,650	305,052	48,984	11,336	21,515	668,663	224,058	308,006

注：—は取引なし。2022.2についてはルーブル/人民元の項目が存在しない。小計および合計には表に記載されていない取引も含む。

出所：Bank of Russia, *Main indicators of foreign exchange market turnover of the Russian Federation (by Methodology of the Bank for International Settlements) 2022, 2023* の各号データより筆者作成。

第2表 ロシア外国為替市場における外為取引の推移(各月1日あたり平均額、100万ドル)

	直物取引			アウトライト先物取引			為替スワップ取引		
	2022.2	2023.2	2023.8	2022.2	2023.2	2023.8	2022.2	2023.2	2023.8
対ルーブル取引									
ルーブル/ドル	19,822	4,588	5,935	1,953	405	672	22,336	4,219	3,205
Outright deals	12,928	2,711	4,168	1,567	264	317	7,979	1,300	1,217
対銀行	5,813	607	449	114	34	27	5,694	1,098	908
対その他金融機関	4,109	616	1,316	828	44	53	1,003	32	2
対非金融機関顧客	3,006	1,488	2,404	625	185	237	1,282	169	307
Deals through exchanges	6,893	1,878	1,767	247	139	355	11,537	2,919	1,987
ルーブル/ユーロ	4,368	2,942	2,160	475	96	75	4,429	2,051	2,016
Outright deals	3,331	1,910	1,546	464	81	57	1,220	743	682
対銀行	577	181	141	5	0.4	3	628	513	472
対その他金融機関	1,072	220	469	78	58	38	32	3	5
対非金融機関顧客	1,683	1,509	937	381	23	16	560	227	205
Deals through exchanges	1,037	1,031	613	11	15	18	2,795	1,308	1,334
ルーブル/人民元		2,558	3,724		110	153		5,746	7,514
Outright deals		1,051	1,495		88	139		551	732
対銀行	項目なし	99	195	項目なし	16	5	項目なし	493	457
対その他金融機関		164	280		-	6		-	-
対非金融機関顧客		788	1,021		72	128		58	275
Deals through exchanges		1,506	2,229		20	13		5,195	6,782
小計	24,368	10,288	12,132	2,444	612	923	26,819	12,029	12,770
対ドル取引									
ドル/ユーロ	4430	591	325	101	17	6	6604	330	540
Outright deals	4123	261	189	99	12	5	4015	289	513
対銀行	3285	179	117	40	-	-	3359	269	494
対その他金融機関	124	20	60	12	0.1	-	512	-	-
対非金融機関顧客	715	61	12	47	12	5	144	20	12
Deals through exchanges	307	329	136	2	5	1	622	41	26
ドル/人民元	124	685	497	5	1	4	96	7	6
Outright deals	124	644	464	5	0.001	2	96	6	5
対銀行	107	336	212	5	-	-	87	1	3
対その他金融機関	5	114	81	0.01	-	-	8	6	-
対非金融機関顧客	12	195	171	-	0.001	2	0.5	-	-
Deals through exchanges	-	41	33	-	1	1	-	1	0.2
小計	5281	1460	997	114	18	10	7730	398	606
対ユーロ取引									
ユーロ/人民元	29	31	73	0.01	-	2	17	-	0.5
Outright deals	29	31	73	0.01	-	2	17	-	0.5
対銀行	11	23	39	0.01	-	1	17	-	0.5
対その他金融機関	4	0.4	8	-	-	0.1	-	-	-
対非金融機関顧客	13	8	26	-	-	0.5	-	-	-
Deals through exchanges	-	-	-	-	-	-	-	-	-
小計	271	44	99	16	0.1	2	645	21	15
残余	36	22	35	4	-	-	-	-	-
全取引(すべての通貨)合計	29,956	11,814	13,263	2,578	630	935	35,193	12,448	13,392

注：-は取引なし。第1表の値を各月の営業日数で除して表示した(2022.2:19日、2023.2:18日、2023.8:23日)。2022.2についてはルーブル/人民元の項目が存在しない。

出所：Bank of Russia, *Main indicators of foreign exchange market turnover of the Russian Federation (by Methodology of the Bank for International Settlements)2022, 2023* の各号データより筆者作成。

開されたのである。第1表には、侵攻が開始された22年2月と侵攻1年後の23年2月、そして、執筆時点で入手できた最新の数値³⁾である23年8月の統計値を掲載している。

ロシア中銀の公表値はBIS基準と独自基準の両方とも月中の取引額を示しているが、BISの外為市場調査では1日あたりの平均額を用いている⁴⁾。筆者ら（奥田・田中）による過去の外為市場分析でも1日あたりの平均額を基本としてきた⁵⁾。そこで、比較を容易にするために第1表の取引額を各月の営業日数で割り、1日あたりの平均額に換算したものが第2表である。2月分と8月分の数値を比較する場合、営業日数の差が4～5日と大きくなる点には注意が必要であるが、本稿の範囲では大きな影響はないと考えられるので、基本的には中銀が公表している元データである月中値（第1表）をもとにして分析をすすめることにする。

侵攻後の大まかな動向を確認しておこう。すべての為替種類において侵攻から1年で大きく取引額が減少したことがまざり目に入る。もっとも減少幅の大きいのはアウトライト先物であり、23年2月の全取引合計額は22年2月と比べると77%減っている（490億ドル→113億ドル）。これに次ぐのが為替スワップで、67%の減少である（6,687億ドル→2,241億ドル）。一方、これらと比べると直物の減少幅は63%（5,692億ドル→2,127億ドル）とやや少なくなっている。いずれにしても減少幅は大きく、侵攻による直接・間接的な混乱や、G7諸国やEUが相次いで実施した経済・金融制裁が影響しているであろう。

しかし、減少傾向は長くは続かず、1年半後の23年8月にはすべての為替種類で取引額が増加に転じたことにも注意しなければならない。傾向が変化した原因については次節で詳しく論じることとして、本節では、ロシアの外国為替取引に生じた主要な変化をあと3点ほど挙げておきたい。

2) ドル、ユーロ取引の減少と人民元取引の増加

ロシア外国為替市場は、以前からドルと自国通貨であるルーブルの売買が中心となっており、侵攻直前の22年2月においてもルーブル／ドル取引のシェアは直物で全取引合計の66%（第1表から算出、本項では以下同様）、アウトライト先物で76%、為替スワップで64%を占めていた。近年はユーロ／ルーブルの取引も増加しており、22年2月では直物で全取引合計の15%、アウトライト先物で18%、為替スワップで13%を占めていた⁶⁾。ただし、ドル／ユーロの取引も多くおこなわれており、22年2月では直物で全取引合計の15%、アウトライト先物で4%、為替スワップで19%を占めていた。ルーブル／ドルとドル／ユーロを合わせると全取引合計の8割程度を占めており、ロシアはまさにドル圏の中にあっただといえる。

しかし、侵攻から1年後の23年2月に入ると、ルーブル／ドル取引のシェアは、直物で全取引合計の66%→39%に、アウトライト先物で76→64%、為替スワップ取引では64→34%にまで落ち込んだ。また、ドル／ユーロ取引のシェアも直物は15%→5%、アウトライト先物

は4%→3%、為替スワップも19%→3%に低下した。1年半後の23年8月にはややルーブル／ドル取引の割合が増え、直物で39%→45%、アウトライト先物で64%→72%まで増加しているが、為替スワップだけは34%→24%とさらに落ち込んだ。ルーブル／ドルとドル／ユーロを合わせた取引シェアは、侵攻前の8割程度から、アウトライト先物では7割強を維持しているものの、直物では5割弱、為替スワップでは3割弱に大きく低下した。

ルーブル／ユーロ取引に関しては、ルーブル／ドルおよびドル／ユーロ取引とやや異なる動きを見せている。23年2月のルーブル／ユーロ取引は直物で15%→25%と対ドル取引とは逆に増加し、アウトライト先物では18%→15%と微減に留まり、為替スワップでは13%→17%に増加している。23年8月のルーブル／ユーロ取引は、直物(25%→16%)と為替スワップ(17%→15%)が減少して22年2月のシェアに近づき、アウトライト先物はさらに減少している(15%→8%)。

ドル、ユーロの2通貨と対照をなすのが人民元取引の増加である。22年2月の時点では、ドル／人民元取引のシェアはいずれの為替種類においても全取引合計の0.4%程度、ユーロ／人民元取引は0.1%未満に過ぎなかった。ルーブル／人民元取引に至っては項目自体がなかったが(取引自体は少ないながら存在していた)、2023年1月からは新たな独立項目として計上されるようになっていく。

侵攻1年後の23年2月にはルーブル／人民元の直物のシェアが全取引合計の22%とルーブル／ユーロ(25%)に迫り、アウトライト先物は17%でルーブル／ユーロ(15%)を追い越し、為替スワップに至っては46%とルーブル／ドル(34%)を追い越し最大の取引ペアとなった。1年半後の23年8月でも、アウトライト先物(16%)を除いて人民元のシェアは拡大しており、直物の28%、為替スワップの56%が人民元／ルーブル取引で占められるようになった。

また、ドル／人民元のシェアも増加しており、23年2月には6%となり、直物取引においてドル／ユーロ(5%)を上回るようになっていく。ただし、アウトライト先物や為替スワップではルーブル／人民元ほどにシェアは拡大していない点に注意が必要である。特にドル／人民元の為替スワップは侵攻後から現在までほとんどシェアが増加しておらず、23年8月でもわずかに全取引合計の0.04%を占めるに過ぎない。さらに、ユーロ／人民元は23年8月の直物取引額が増加しているものの、シェアで見ればいずれの為替種類も1%未満のままでほとんど変化がない。

侵攻後のロシア外為市場では、ルーブル／人民元の取引がすべての為替種類で大きく増え、ドル／人民元の取引も(直物に限るが)増えている。筆者(田中)は、前稿において、「ドルとユーロの決済から締め出されたロシアが人民元決済に向かうという見方が存在するが、(中略)たとえ非常時であっても、ドルやユーロの役目を人民元が代替するにはかなりの時間を要することになるだろう」⁷⁾という見解を示していた。これはあくまでも、商業ベースによる代替可

第3表 ロシア外為為替市場におけるその他の通貨の外国為替取引（各月あたり、100万ドル）

	直物取引			アウトライト先物取引			為替スワップ取引		
	2022.2	2023.2	2023.8	2022.2	2023.2	2023.8	2022.2	2023.2	2023.8
UAE ディルハム	186	2,843	4,670	—	—	440	716	4	139
香港ドル	27	211	170	—	—	—	51	114	92
トルコ・リラ	6	564	1,397	81	—	0.1	—	16	14
インド・ルピー	3	17	279	—	—	0.3	—	—	—

出所：Bank of Russia, *Main indicators of foreign exchange market turnover of the Russian Federation (by Methodology of the Bank for International Settlements) 2022, 2023* の各号データより筆者作成。

能性に限定していたことは補足しておかなければならない。

エネルギーの輸出に対する各種の制限や、資産凍結や口座封鎖などの金融制裁が継続していることを考えると、現在でも、民間銀行が商業ベースでロシアとの貿易や金融取引に積極的に関与するような状況ではないだろう（注15も参照されたい）。したがって、ロシア外為市場の現状を理解するためには商業ベースでの検討では不十分である。現在生じている変化は、国家間の政治的協議等によって「上から」形成された可能性についても検討しなければならない。

詳しくは次節で論ずることになるが、「上から」の形成についてここで概略を示しておこう。侵攻から1年半が経過した今でも、ロシアはドルとユーロの決済から締め出されてはいない。外為市場におけるドルとユーロの取引は大幅に減少しているが、直物とアウトライト先物では依然としてルーブル／ドルの取引額が最大である。アメリカの金融制裁により、ロシアの銀行を通じたドルの国際決済には大きな制約が課せられており、それが取引額の減少に結びついたことは確かであろうが、そのような制裁下においても一定規模でのドル決済、ユーロ決済を可能にする何らかの仕組みがつくられたのである。しかもこれは中露両国の政治的協議を前提とせざるをえない。人民元取引についても、侵攻開始から比較的早い時期に中露の協議がおこなわれた結果、早いペースで取引額が拡大し、侵攻前のドル、ユーロ取引のかなりの部分を代替しているものと考えられる。

本項の最後に、人民元取引の拡大と関連して、ロシア外為市場に生じているもう一つの見逃せない変化についても述べておこう。第3表を確認されたい。ウクライナ侵攻以降、それまでほとんど取引されていなかった UAE ディルハムや香港ドル、トルコ・リラやインド・ルピーといった一部中東・アジア諸国の通貨の取引が、特に直物において大幅に伸びている。取引額そのものは小さく、これらの通貨が人民元のような役割を果たすことは現状では考えられないが、これらの諸国とロシアとの関係に生じている変化を示すものとして注意しておく必要がある。

第4表 ロシア外国為替市場の外為替取引における先物・スワップ期間(7日以内の取引額(100万ドル)と割合(%))

	アウトライト先物取引						為替スワップ取引					
	2022.2		2023.2		2023.8		2022.2		2023.2		2023.8	
	取引額	割合	取引額	割合	取引額	割合	取引額	割合	取引額	割合	取引額	割合
ルーブル/ドル	37,116		7,292		15,460		424,378		75,947		73,707	
うち7日以内	8,460	22.8%	536	7.4%	695	4.5%	401,645	94.6%	74,299	97.8%	72,728	98.7%
ルーブル/ユーロ	9,033		1,732		1,718		84,146		36,926		46,363	
うち7日以内	655	7.2%	530	30.6%	7	0.4%	81,349	96.7%	36,526	98.9%	46,240	99.7%
ルーブル/人民元	項目なし		1,975		3,512		項目なし		103,427		172,831	
うち7日以内			64	3.2%	152	4.3%			102,054	98.7%	171,255	99.1%
ドル/ユーロ	37,116		7,292		15,460		424,379		75,947		73,707	
うち7日以内	8,460	31.9%	536	5.9%	695	0.2%	401,645	81.4%	74,299	93.8%	72,728	97.8%
ドル/人民元	103		13		88		1,815		131		127	
うち7日以内	4	3.4%	—	—	—	—	1,423	78.4%	31	23.9%	127	100%
ユーロ/人民元	0.2		—		42		326		—		11	
うち7日以内	0.2	100%	—	—	34	79.4%	180	55.1%	—	—	11	100%

注：取引額は1ヶ月あたり。—は値なし。2022.2についてはルーブル/人民元の項目が存在しない。

出所：Bank of Russia, *Main indicators of foreign exchange market turnover of the Russian Federation (by Methodology of the Bank for International Settlements) 2022, 2023* の各号データより筆者作成。

3) 為替スワップ期間の短縮化

ロシアの外国為替取引において、アウトライト先物と為替スワップの減少幅が特に大きいということは1) で確認した。これに関連して、先物期間とスワップ期間の推移を示したのが第4表である。

アウトライト先物の取引額が減少したのは、ロシアの経済・政治情勢の先行きが不透明となり、長期の為替予約を結ぶリスクが増大したことが大きな理由の一つと思われる。このリスクの増大は、先物期間の短縮化としても現れることが予想されるが、第4表を見る限り、侵攻から1年半を経ても7日以内のアウトライト先物のシェアはむしろ低下している。

紙幅の関係で第4表では割愛せざるを得なかったが、むしろ、ルーブル/ドル、ルーブル/ユーロ、ルーブル/人民元、ドル/ユーロのいずれも、先物期間が7日以内から7日超～3ヶ月程度の長いものにシフトしている傾向がみられる。取引額自体が大きく減少しているのに、シェアだけに着目することは避けなければならないが、原油や天然ガス等の貿易に必要な長期の為替予約の需要は根強く存在していることがうかがえる。

これに対し、短縮化が明白であるのは為替スワップ期間である。22年2月からルーブル/ドルとルーブル/ユーロでは7日以内の取引がそれぞれ95%、97%を占めていたが、侵攻から1年半後の23年8月にはどちらも99%、100%に達した。ドル/ユーロはルーブル対価の取引よりも7日以内の割合が低かった(81%)が、これも23年8月には98%となっている。ドル/人民元やユーロ/人民元の為替スワップは極めて少ないが、これも100%が7日以内である。

22年2月の段階ではウクライナ情勢が緊迫度を増しており、これがスワップ期間の短縮化に影響した可能性も考えられる。しかし、2022年の前のBIS外為市場調査実施年である2019年のデータをも、ルーブル／ドルの為替スワップで7日以内の割合は98%であり、ルーブル／ユーロでは96%で22年2月と大差はない⁸⁾。ちなみに、2022年の全世界の為替スワップ取引のうち、7日以内の取引は70%強である⁹⁾。ロシア外為市場のスワップ期間は諸外国に比べて短い傾向を持っていたといえる。

ロシア市場においてスワップ期間が短い理由については改めて論じる必要があるが、とりあえず、侵攻後に生じている状況については次節2)で詳述する。

4) Deals through exchanges 取引の増加

もう一度第1表をみられたい。この表はロシア中銀の資料に基づいて作成されているが、同行は、為替取引の分類に *Outright deals* と *Deals through exchanges* という、BISが公表している外為市場調査には存在しない項目を設けている。ウクライナ侵攻以降、*Deals through exchanges* に分類されている取引の増加が目立っているのである。

Deals through exchanges 取引シェアの増加が目立つのは、①ルーブル／ドルのアウトライト先物と為替スワップ、②ルーブル／ユーロの為替スワップ取引、そして③ルーブル／人民元の直物と為替スワップ、の3つである。特に顕著であるのが③で、23年8月におけるルーブル／人民元の為替スワップ（1,728億ドル）の実に9割（1,560億ドル）が *Deals through exchanges* 取引で占められている。

Outright deals と *Deals through exchanges* がロシア中銀の資料で区別されるようになったのは、筆者が調べた限りでは2011年1月分からである。しかし、ロシア中銀の資料には取引内容についての詳しい説明を見出すことはできず、これらがどのような取引かは現時点では不明である。

一つの手がかりになるものとして、ロシア中銀の資料にある為替の取引形態別の分類を挙げておく（第5表）。これによれば、*Deals through exchanges* はすべて「その他電子通信手段」（ロシア中銀資料では *Other electronic communication networks* と記載）に分類されることがわかる（表中に太字で示した）。したがって、何らかの通信ネットワークを用いた取引であることは推測できる。しかしこれが、為替の決済に用いられる *SWIFT* やその代替システム（ロシアの *SPFS*、中国の *CIPS* など）を指しているのか、あるいは別のカテゴリなのか、あるいは店頭市場のようなものなのか、何を指しているのかまではわからない。

本稿が *Deals through exchanges* に注目するのは、ロシア外為市場で取引額を増加させている人民元取引のかなりの部分（特に為替スワップはほとんど）がその方法で取引されているからである。ロシア外為市場の実態を解明するためには、その詳細を解明する作業を続けるこ

第5表 為替取引の形態別内訳(各月あたり取引高、100万ドル)

		2022.2		2023.2		2023.8	
		Outright deals	Deals through exchanges	Outright deals	Deals through exchanges	Outright deals	Deals through exchanges
直物取引	ボイス取引	91,493		26,486		75,992	
	直接取引	90,924		26,347		75,957	
	間接取引	569		139		35	
	電子取引	320,290	157,381	98,868	87,596	115,879	113,181
	直接取引	301,521		95,863		112,939	
	シングルバンクシステム	73,277		10,528		11,105	
	その他	228,244		85,335		101,834	
	間接取引	18,769	157,381	2,705	87,596	2,940	113,181
	その他電子通信手段	—	157,381	—	87,596	—	113,181
	その他	18,768		2,705		2,940	
分類不能							
合計	411,782	157,381	125,054	87,596	191,871	113,181	
アウトライイト 先物取引	ボイス取引	13,354		2,512		2,752	
	直接取引	13,288		2,512		2,752	
	間接取引	65		—		—	
	電子取引	29,324	6,306	5,520	3,304	9,554	9,209
	直接取引	21,280		1,178		3,251	
	シングルバンクシステム	1,199		18		185	
	その他	20,081		1,160		3,066	
	間接取引	8,044	6,306	4,342	3,304	6,304	9,209
	その他電子通信手段	147	6,306	527	3,304	358	9,209
	その他	7,897		3,815		5,945	
分類不能							
合計	42,678	6,306	8,032	3,304	12,305	9,209	
為替スワップ 取引	ボイス取引	24,178		17,956		25,807	
	直接取引	21,558		17,956		25,807	
	間接取引	2,620		—		—	
	電子取引	356,617	284,868	31,660	170,507	48,398	233,802
	直接取引	351,196		4,042		32,485	
	シングルバンクシステム	40,485		—		3,506	
	その他	310,711		4,042		28,979	
	間接取引	8,421	284,868	27,619	170,507	15,913	233,802
	その他電子通信手段	4,345	284,868	26,723	170,507	3,149	233,802
	その他	4,076		896		12,763	
分類不能	—		3,936		—		
合計	383,795	284,868	53,552	170,507	74,204	233,802	

注：取引手段の日本語訳は日本銀行が用いているもの（「外国為替およびデリバティブに関する中央銀行サーベイ（2022年4月中取引高調査）について：日本分集計結果」2022.11.2、8ページ）を参考にした。網掛け部分は非該当を示す。Deals through exchangesは、まだはっきりしないが、可能性としてロシアの銀行の大部分がSWIFTから排除され、中露の代替機関を通じる諸取引と考えることもできる。

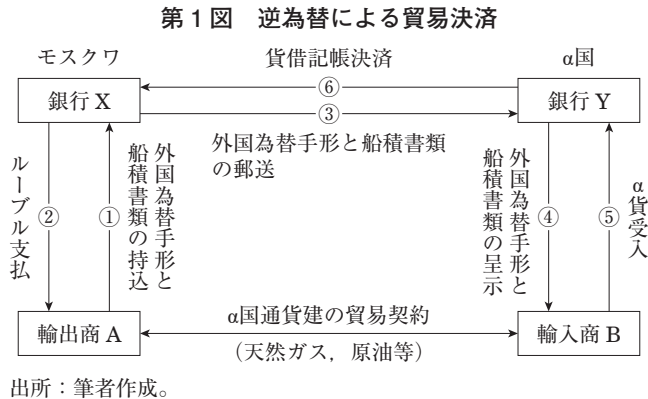
出所：Bank of Russia, *Main indicators of foreign exchange market turnover of the Russian Federation (by Methodology of the Bank for International Settlements) 2022, 2023* の各号データより筆者作成。

とが必要になるが、とりあえずは明らかになっているデータを元に理論的な展開を進めていくことにしよう（注12も参照されたい）。

II ロシアの貿易決済と中国の銀行

1) 中国とのバーター的・人民元建取引、ドル決済とユーロ決済

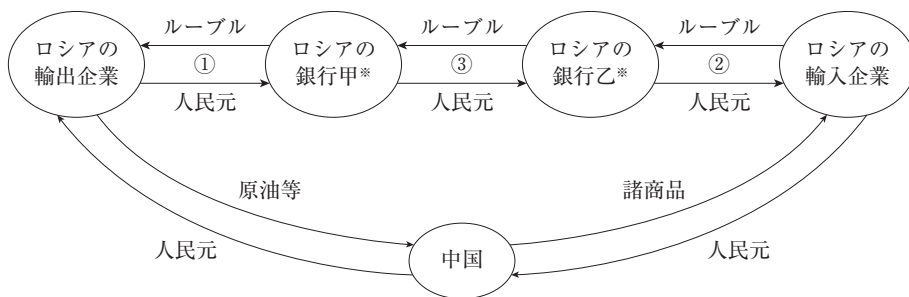
この節では、前節で示されたロシアの外国為替市場での取引実態を踏まえて、ロシアのウクライナ侵攻前後においてロシアの貿易決済の状況がどのように変化しているかを明らかにすることが課題である。このように貿易決済の変化が課題であるから、逆為替を利用した貿易決済に立ち戻って検討しなければならないだろう（第1図参照）。



ロシアの天然ガス・原油等の輸出業者はルーブル建での輸出でない限り、銀行に対して外貨を売ってルーブルを得る¹⁰⁾（貿易金融については後述）。第1図の①②である。ロシア中央銀行の2022年2月の外国為替取引の統計（第1表）によると、非金融顧客が取引している（売っている）外貨はほとんどがドルとユーロである（直物、先物、スワップの区分については前節参照）。人民元は「その他」に入れられており、顧客取引において顧客が人民元を売ってルーブルを買っている額は少額で、22年2月の外為取引統計を見ると、ロシアの輸出においてドル、ユーロ以外の通貨はかなり少額だと考えられる。

ところが、ウクライナ侵攻後1年6か月が過ぎた23年8月のロシア中銀の外為取引の統計を見ると、ルーブルとの取引額の大きいのは人民元、ドル、ユーロの順になっており（ドルの減少幅が特に大きい——その理由は後述）、その他通貨はとるに足らない額になっている¹¹⁾。注12に記しているように侵攻後、Deals through exchanges¹²⁾の取引が大きくなっており、顧客取引の額が鮮明にならないが、ロシアの貿易はほとんどこの3通貨によって行われているものと考えられる。以下では、3つのそれぞれの通貨でのロシアの貿易取引に銀行がどのよう

第2図 中国との人民元建貿易



※一部中国の銀行を含む

出所：筆者作成。

に關与しているのかを示していこう。

第1は、ロシアの中国向け天然ガス・原油等の人民元建輸出である。第1表によると、ルーブルを対価とするドルの取引額よりも人民元の取引額が大きくなっている。ウクライナ侵攻後の新たな事態である。筆者は、前稿¹³⁾の注42において、中国との「バーター」的な天然ガス・原油等の貿易について記したが、これがこの場合に当てはまる。ウクライナ侵攻前、ロシア市場でルーブルと人民元の外為取引が極めて少ないから中国のロシアからの輸入はほとんどがドル建であったと考えられるが、侵攻後、中国への輸出のほとんどが人民元建になっているのである。ロシアの中国との貿易とそれ以外の諸国との貿易の場合とは異なるパターンがみられるであろう。前節の諸統計で見ると、ウクライナ侵攻後、ロシア外国為替市場で人民元以外に取引額がこれほど大きくなった通貨はない。ロシアの中国との貿易とそれ以外の諸国の貿易とは区別して考えるのが適切であると考えられる。

ロシアの中国への天然ガス・原油等の輸出企業は人民元建で輸出し、ロシアの中国からの輸入業者は人民元で支払う。輸出も輸入も人民元建になっている。ロシアの輸出業者はロシアの諸銀行（一部中国の銀行のロシア支店も）に対して人民元を売りルーブルを買う（第2図の①、輸出に伴う貿易金融については後述）。他方、ロシアの諸銀行（一部は中国の銀行）は中国から種々の商品を輸入している企業に対してルーブルを対価に人民元を売る（同図の②）。この過程でロシアの銀行どうしのルーブル／人民元の取引も生まれよう（同図の③）。

以上のロシアの中国との「バーター」的な貿易取引、人民元建輸出がロシアの輸出のうちのどれぐらいの比率を占めているのかは正確にはわからないが、ウクライナ侵攻後かなり高くなっているだろう。「バーター」的な貿易取引によって、ロシアの外国為替市場の顧客市場、銀行間市場においてルーブル／人民元の取引額が増加する。とはいえ、これらの為替取引のかなりの部分が Deals through exchanges の中に含まれている。

ところで、以上の為替取引が行われるとするとロシアの銀行は決済用の人民元の口座を保有

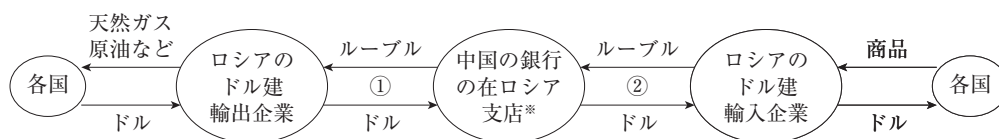
していなければならない。ここで問題になるのは、ロシアの銀行がどのように人民元の一覧払口座を保有しているかである。中国当局は、今日でも外国の銀行（一国二制度の香港等の銀行も含めて）が国内の銀行に一覧払口座を保有することを認めていない。したがって、人民元建の国際取引は、先進諸国通貨はもちろん途上国の多くの通貨のように国際決済ができない。そこで、中国当局は、いくつかの国、地域における中国の銀行の現地法人あるいは海外支店を「クリアリング銀行」に認定して、中国・国内銀行を利用した人民元決済に「代行」させる方策を採用していった。香港の返還（97年）後、03年になって中国当局は中国銀行の現地法人を「クリアリング銀行」に認定し、香港の諸銀行は「クリアリング銀行」に人民元口座を設定し、それを通じて香港において人民元決済ができるようになった¹⁴⁾。モスクワに「クリアリング銀行」が認定されるのは2016年である。この認定によりロシアの諸銀行は「クリアリング銀行」に一覧払人民元口座を設定し決済ができるようになった。

次は、ロシアのドル建輸出である。中国及びユーロ地域・周辺国を除く地域との貿易においては依然として大部分ドルが利用されているであろう。しかし、ウクライナ侵攻前には中国への輸出においてドル建がほとんどであったのが、侵攻後、その部分は人民元建に変えられ、ロシアのドル建輸出は大きく減少した。とはいえ、天然ガス、原油、小麦等の一次産品は国際的にドル建で多くが取引されており、さらに、上に記したように海外の銀行が中国本土内の銀行に人民元の一覧払口座を保有できず人民元の国際決済は難しいから、これらの地域（日本も含む）へはドル建の輸出が続いている。

逆為替の前掲第1図を使ってドル建貿易の決済を考えよう（ α 国通貨がドルに替わる）。 α 国がロシアからドル建で天然ガス・原油等を輸入した場合、ロシアの輸出商（A）は、アメリカの「制裁」によってロシアの銀行を通じてのドル決済が難しくなったから¹⁵⁾、ロシアの銀行に代わってモスクワ等、ロシアに所在する中国の銀行の支店（X）に貿易手形と船積書類を持ち込み（第1図の①）、ルーブル／ドル相場で換算してルーブルで輸出代金の支払いを受ける（②、対顧客・為替取引）。この場合、中国の銀行Xがロシアの銀行にルーブルの一覧払口座を保有していることが前提で、実際、保有している。中国の銀行（X）は貿易手形と船積書類を α 国の銀行（Y）に送り（③）、Yはそれらを輸入業者（B）に呈示する（④）。輸入商Bはドルで輸入代金を支払う（⑤、 α はアメリカではないから α 国で α 通貨とドルとの顧客・為替取引が伴う）。

最後に銀行Xと銀行Yのドルの国際決済であるが、決済が行われるためにはX銀行とY銀行がともに在米銀行に一覧払預金口座を保有していることが前提である。米政府の「制裁」は中国の銀行にまで及んでいないから、モスクワ等に所在する中国の銀行（X）は在米銀行に一覧払預金口座を保有している。あるいは、本土の銀行が口座を有している。 α 国の銀行であるYも在米銀行に一覧払預金口座を保有しており、Y銀行のドル残高から輸入代金が引き落とさ

第3図 ドル建決済(1)



※一部ロシアの銀行

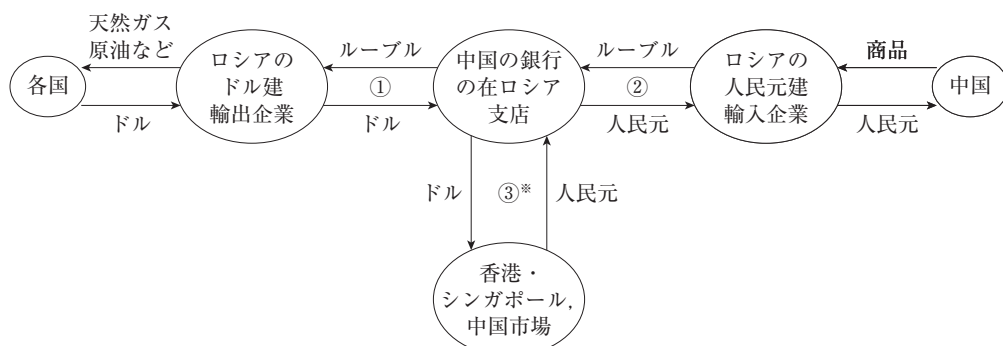
出所：筆者作成。

れ、X銀行の口座あるいは中国本土の銀行に振り込まれる(⑥)。これで、ロシアのドル建・輸出の国際決済は一応完了する。しかし、中国の銀行(X)にはドルの買持、ルーブルの売持が発生している。これらの持高が解消されなければならない。持高の解消が滞れば、第1図の逆為替による貿易決済は進まないだろう。ドル建貿易にはいくつかの例が考えられ、それによって持高の解消も異なってくる。

第1例は、第3図のようなドル建輸出とドル建輸入の取引である。ロシアの多くの銀行はドル決済ができないから、代わって「制裁」を受けていない中国の銀行のロシア支店等(一部「制裁」を受けていないロシアの銀行)がロシアの輸出企業からドルを買い、ルーブルを売る為替取引を行ない、ロシアのドル建輸入業者に対してはドルを売り、ルーブル買の取引を行なう。このような取引では、すべての為替取引はルーブル/ドルとなる。しかし、ロシアの銀行が参加できる余地が狭くなり、さらに、米、西欧、日本等のロシアに対する輸出は制裁によって落ち込んで、ロシアのドル建輸入は従来の額よりも大きく減少しているだろう。しかし、ロシアの日本、西欧等からのドル建輸入が完全にストップしていないし、途上国からの輸入も続いているだろう。このような貿易・為替取引は一定額続いている。ただ、かなりの部分、ロシアの銀行に代わって中国の銀行がドル建決済に関与している。

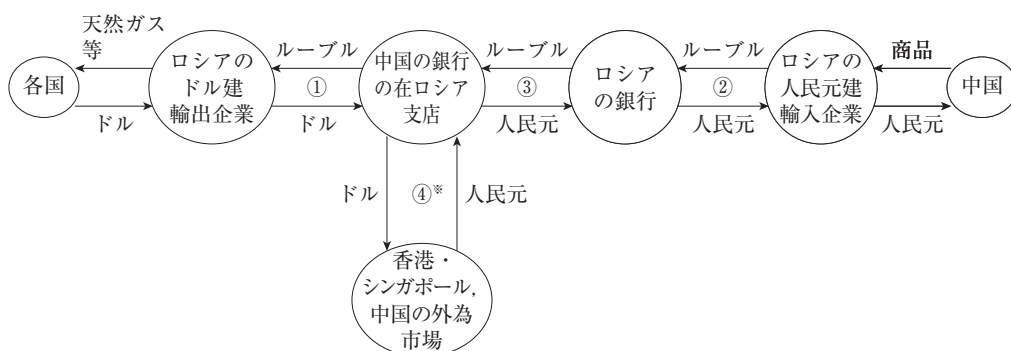
次に考えられるのが第4図のような取引である。米、西欧、日本等の対ロシア輸出が「制裁」の対象になり、代わってロシアは中国からの輸入に振り替えている場合である。ロシアの銀行に代わって中国のモスクワ支店等が天然ガス、原油等のドル建・輸出企業に対して、ルーブルを売りドルを買う(①)。さらに、中国の銀行は中国から諸商品を輸入しているロシアの輸入業者に対してルーブルを対価に人民元を売る(②)。これらの貿易・為替取引が行われると、中国の銀行にはドルの買持が残る。ロシアに所在する中国の銀行の支店は、直接、香港、シンガポール等の外為市場へドルを売り、人民元を買うか、あるいは、中国本土にある本店等の銀行を介して中国市場も含め諸市場においてドルを売り、人民元を買うであろう(③)¹⁶⁾。かくして、持高も解消されるのであるが、ロシアの銀行の参加の余地が狭い¹⁷⁾。ロシア当局はロシアの中国からの輸入においてはロシアの銀行の関与を求めるであろう。したがって、第5図

第4図 ドル建決済(2)



※中国の銀行の在ロシア支店以外に中国本土内の銀行の取引を含む
出所：筆者作成。

第5図 ドル建決済(3)



※前図の※と同じ。

出所：筆者作成。

のような貿易、為替取引も進展するだろう。

第5図の①の為替取引のあと、中国の銀行はロシアの銀行に対して人民元を売りルーブルを買う(③)。ロシアの銀行はロシアの中国からの輸入業者に対して人民元を売り、ルーブルを買う(②)。中国の銀行のモスクワ支店等はドルの買持をもつが、香港、シンガポール等の外為市場へドルを売り、人民元を買うか、あるいは、中国本土にある本店等の銀行を介して中国市場も含め諸市場においてドルを売り、人民元を買うであろう¹⁸⁾(④)。いずれにしても、中国の銀行によるドル／人民元の取引はロシアに所在する支店による独自の取引というよりも、中国の銀行の本店との連携で行われているのであろう。

このように、「制裁」以後のロシアのドル建・貿易取引、為替取引にはいくつかの例が考えられる。第3図のようなロシアのドル建・輸出と輸入が「制裁」によって大きく減少しながら

継続し、その減少分を中国との貿易取引が補う形で第4図、第5図が進行していよう。

次に、ユーロ地域および周辺国との貿易について述べよう。田中綾一氏の論稿により、2020年代、ウクライナ侵攻前になってくるとロシアのEU向けの天然ガス・原油等の輸出においてユーロ建が伸長してくる(注6)にある田中前掲論文¹⁹⁾。おそらくロシアの政治的意図とユーロ地域の利益²⁰⁾の一致からであろうと思われる。第1表の22年2月をみても、ユーロ建化の進展が確認できる。ルーブル/ユーロの取引は、直物、先物、スワップのそれぞれでルーブル/ドルの取引の4分の1を少し下回る規模になっている。

このEU向けのユーロ建輸出がウクライナ侵攻後どのようになっているかであるが、「制裁」によってロシアの銀行によるユーロ決済に大きな制約が課せられたから、先に見たドル決済と同様にロシアの銀行に代わって中国等の銀行がかなりの部分、代行しているものと思われる。ロシアのEUへの輸出業者は中国等の銀行(一部「制裁」から除外されたロシアの銀行)に対してユーロをルーブルに換える。逆にロシアのEUからの輸入業者は中国等の銀行(一部ロシアの銀行)に対してルーブルをユーロに換える(第3図の「各国」がEUに変わり、ドルがユーロに変わる)。第1表の23年8月を見ると、ルーブル/ユーロの取引は、直物、スワップのそれぞれでルーブル/ドルの取引の半分前後になっている。それでも、22年2月と比べると、ルーブル/ユーロの取引は半分ぐらいに減少している(落ち込みの割合はドルよりも低い²¹⁾)。直物は830億ドルから497億ドル、スワップは841億ドルから464億ドルに。ユーロ地域と周辺国はロシアからの天然ガス・原油等の輸入を他地域からの輸入に転換したり、再生エネルギーに転換しているからであり、ロシアへの種々の商品の輸出も「制裁」の対象になっているからである。

「制裁」を受けてロシアの貿易量は減少しつつも貿易決済は以上のような諸類型をとりながら進行している。ルーブルの為替相場も侵攻直後は大きく下落したが、その後、決済の諸類型が出来上がってくるとともに下落幅は一定の範囲に収まっている。とはいえ、ロシアの貿易決済の諸類型の形成には中国の銀行の関与が不可欠であり、侵攻後の早い時点での中露の国家間の協議と一定の合意が得られているのであろう。また、そのような合意を受けて、中国の銀行のロシア支店は本店と連携しながら為替取引を行なっているものと考えられる。

2) スワップ取引、貿易金融

ウクライナ侵攻後、「制裁」を受けてロシアの貿易量が減少してロシア外為市場の取引額が大きく減少したが、とくにアウトライト先物取引が大きく減少し、同時にスワップ取引のスワップ期間も短縮傾向がみられる。第1表によれば、22年2月にはルーブル/ドルの先物取引は371億ドルであったのが、23年8月には155億ドルと減少し、ルーブル/人民元も35億ドル、ルーブル/ユーロも17億ドルにとどまっている。スワップ取引は22年2月、ルーブル/ドル

で4244億ドル、ルーブル／ユーロで841億ドル、計5085億ドルであったのが、23年8月にはルーブル／ドルで737億ドル、ルーブル／人民元で1728億ドル、ルーブル／ユーロで463億ドル、計2928億ドル、58%に減少している。同時にスワップ期間もルーブルと全通貨の取引で22年2月に7日以内のスワップ取引が95%であったが、23年8月には99%になっている（第4表より算出）。ロシア市場における22年2月のアウトライト先物取引（ルーブル／ドル）のうち7日以内のものは23%であり²²⁾、2022年4月のBISの*Triennial Central Bank Survey*をみても、全世界のアウトライト先物取引のうちの7日以内の取引は33%で（Dec.2022,Table2.1）、全世界のスワップ取引のうちスワップ期間が7日以内の取引は70%強（*Ibid.*, Table2.5）であるから、ロシア市場における先物期間、スワップ期間の短さが目立つ。スワップ取引と言っても直物取引に近いものになっている。ウクライナ侵攻後のロシア市場において、とくにルーブル／人民元の取引ではスワップ取引の比重が高くなり、しかもスワップ期間が短くなっている。

以上の事態が進んでいるのには、以下のことが考えられる。第2図、第3図、第4図、第5図における為替取引では最終的には持高は生まれていない。解消されている。しかし、実際にはそれぞれの為替取引にはタイムラグがあり、為替スワップ取引が必要になるだろう。例えば、第2図における①と②の為替取引にはタイムラグがあろう。そうすると、持高を避けるために③の銀行間為替取引はスワップ期間の短い為替スワップを伴いながらの直物取引になろう²³⁾。第3図でも同じであろう。①為替取引と②の為替取引は時間的にズレて、中国の諸銀行間の取引ではスワップ取引を伴っているであろう。しかし、第4図、第5図の例ではルーブル／ドルの取引は①の顧客取引のみであり、スワップ取引は少なくなる。ルーブル／ドルの取引でスワップ取引が少ないのはこのような理由であろう。

次のようなこともありうる。第5図において中国の銀行が①の取引を行なうためには、中国の銀行はルーブルを保有していなければならないが、ルーブルの持高を避けるために中国の銀行は③の取引によってルーブルを買い、①の取引でただちにルーブルを売る。①の取引が行われることを前提にして③の取引を進めようとする（中国の銀行にとってのドル、ユーロの高い選好とルーブルの低い選好）。第4図の例でも同じである。このように、中国の銀行はルーブルの買持の額を少なくしようとするし、直物持高と先物持高から構成される「総合持高」を、とくにルーブルの買持を避けるために先物期間を短いものにしようとしているであろう。ロシアへの「制裁」があるなか、中国の銀行には国際決済性が落ちているルーブルで長い期間の先物取引、スワップ取引を行なうにはリスクが伴うのである。ルーブル／人民元の取引でもルーブルの持高を避けようとするであろう。中国の銀行はこうしたことを意図し、ロシア外為市場全体のスワップ期間の短縮化が進行しているのである。

ところで、原油、天然ガス等の一次産品の貿易には、工業製品の貿易よりも長い期間の貿易

金融が不可欠である²⁴⁾。それらが輸入されて消費が可能な諸商品に転換されるまでには一定の期間が必要であるからである。日本の原油輸入では全体で6か月以上1年近い貿易為替金融の期間が必要になっている²⁵⁾。通常、それらの輸出ではそのうちのはじめの1か月から数か月は、輸出業者が期限付手形によって輸入業者に貿易金融を供与する（輸出業者が自己の負担で与えるユーザンス）。その後の貿易金融は輸入側が銀行等から受ける。期限後の貿易金融の点で、ロシアの輸出が人民元での中国向けであるか、ドル、ユーロでのその他諸国向けの輸出であるかによって少し異なろう（後述）。

ロシアの中国への天然ガス、原油等の輸出においてもロシアの輸出企業は1か月あるいは数か月の期限付貿易手形を銀行に持ち込むだろう。その際、輸出企業は直物、アウトライト先物、スワップのうちどのような為替取引を行なうだろうか。どの為替取引を行なうかには貿易金融が関係しているだろう。ルーブルと人民元の為替取引ではスワップが一番多く（66%）、次が直物（33%）で、先物は1%と極めて少ない（第1表、23年8月）²⁶⁾。

先物取引になるのは、手形の期限まで輸出企業が自己負担で輸入業者にユーザンスを供与する場合、つまり銀行等から貿易金融を受けない場合である。しかし、上にみたように先物取引はほとんどないから、輸出企業が自己負担でユーザンスを供与しているのではないだろう。そうすると、輸出企業は直物かスワップの取引となるが、直物が大半でスワップは少額であろう。というのは、スワップ期間が7日以内であるからである。7日以内というのは、貿易手形が輸入側に届くまでの期間であろう。スワップ期間が1~数か月であれば、輸出企業が自己負担でユーザンスを供与すること、貿易金融を受けないことから免れるので意味があるが、輸出企業には7日以内のスワップ期間では意味がほとんどないからである。

相手の輸入企業が貿易手形の引受けを行なったことを確認して、銀行は輸出企業に対して貿易手形を割引くことによって貿易金融を供与しているであろう²⁷⁾。輸出企業が期限付手形によって行った人民元ユーザンスの銀行による「代位」と直物為替取引である。その時点の直物相場場で輸出企業は輸出代金をルーブルで得る。なお、以下のことを忘れてはならない。手形の期限が来てからの貿易金融は輸入国側（中国）の銀行が自国の輸入商に供与する。もちろん、人民元建の金融である。

さて、ロシアの銀行は人民元建・期限付手形を割引くことによって輸出企業に代わって人民元信用を「代位」²⁸⁾するのであるが、ロシアの銀行は人民元融資が十分にできないから、中国の銀行からの借入を行なって貿易金融を供与していると考えられる。手形の期限が来れば、中国の輸入業者、あるいは輸入業者に貿易金融を与えた中国の銀行による人民元支払によってロシアの銀行は人民元を回収し、中国の銀行に返済する。その後の6か月から1年に近い貿易金融は、中国の銀行が人民元で中国の輸入業者に供与する。

また、2国間の「パートナー」的貿易のロシアの中国からの輸入における貿易金融においても

人民元での輸入であるから人民元建になる。ロシアの輸入業者はロシアの銀行が中国の銀行から調達した人民元資金で数ヶ月の金融を受ける²⁹⁾。このように、「制裁」を受けてルーブルの国際決済性が落ちている中で、ロシアと中国の「バーター」的貿易において貿易通貨は人民元になり、貿易金融も人民元建となっていく。

それでは、中国以外の諸国への天然ガス、原油等のドル建輸出、ユーロ建輸出はどうであろうか。基本は人民元建の場合と変わらない。しかし、第1表をみると、ルーブルとドル、ユーロの取引では直物取引がスワップ取引を上回っている。第3図、第4図、第5図における①の為替取引は顧客取引であり、直物で行なわれているからである。しかし、スワップ取引もかなりの額になっている。それは、第3図では①と②の取引の時間的ズレが生じているからである。

問題は、ロシアの銀行は自国の輸出業者にドル、ユーロの貿易金融を与えることができるかどうかである。「制裁」がある中でロシアの銀行はドル資金、ユーロ資金を十分に供与できないであろう。代わって中国の銀行のモスクワ支店が、本店等の銀行からのドル融通、ユーロ融通を受けて、天然ガス、原油等の輸出のドル建あるいはユーロ建の期限付貿易手形を割り引くか、融資を与えることになるであろう。その期限付手形が満期になって、中国の銀行はドル資金、ユーロ資金を回収する。中国は多額のドル建・貿易黒字を保有しており、中国の銀行はドル建・貿易金融の供与を容易に行える³⁰⁾。また、ドルをユーロに転換して、ユーロ建・貿易金融も供与できる。期限付手形の期限到来以後は輸入国の銀行が輸入業者に対してドル、ユーロでの貿易金融を供与する。それらの国の銀行は、ドル資金をアメリカ市場、ユーロダラー市場から調達し、ユーロ資金をユーロ地域の金融市場から調達する。

以上の貿易金融の実態はまだまだよくわからない点が多いが、人民元建、ドル建、ユーロ建のいずれもロシアの銀行が貿易金融を供与することがほとんどできず、中国の銀行に依存していることが重要である。しかし、ドル建、ユーロ建でのロシアの天然ガス・原油等の輸出が人民元建になっていくことはほとんど見込まれない。本節1) および注14) に記したように、中国当局は本土内の銀行（香港を含まない）に海外の銀行が一覧払口座を設定することを許しておらず、国際的な人民元決済が不十分な人民元での貿易金融の授受は困難であるからである。少なくとも期限付手形の満期以降、中国以外の輸入業者は人民元で貿易金融を受けることはかなり困難である。上海原油市場が拡大しないのもこのことに関連しているよう³¹⁾。ロシアの天然ガス・原油等の輸出における人民元建化は、ほぼ中国向けに限られよう。

おわりに

前稿執筆時点の2023年3月には、ロシア中央銀行はウクライナ侵攻が始まる22年2月以降のロシア外国為替市場における取引状況を公表していなかったが、その数か月後に公表を始め

た³²⁾。われわれは小論にて公表された外為取引の実態を分析するとともに、ロシアの貿易決済の諸類型が形成されてきたことを論じた。本論でも述べたが、侵攻後早い時期に中露の国家間の協議が行われ、一定の合意のうえで小論において記述したような貿易決済の諸類型が形成されたのであろう。この形成を受けてロシア中銀は外為市場についての統計の公表を始めたのであろう。侵攻直後、ルーブル為替相場は急落したが、その後本論で見てきたような貿易決済の諸類型が形成されるとともにルーブル為替相場も「安定」してきたものと考えられる。

とはいえ、ロシア中銀の外為市場の統計にある Deals through exchanges とはどのような為替取引なのか不明な点があり³³⁾、貿易決済の諸類型、スワップ取引・貿易金融について的小論の記述はまだ推定の部分が多い。ただ、侵攻後の「制裁」を受けてロシアの貿易は中国への依存を強め、出来上がってきた貿易決済の諸類型も貿易金融も中国の銀行に大きく依存していることは事実であろう。中国の銀行への依存なくしてはロシアの貿易決済、貿易金融は成り立たず、戦争継続も不可能であろう。逆に言えば、中国の銀行がロシアの戦争継続を可能にしていると言える。

ロシアのウクライナ侵攻によって、ロシアと中国の貿易、貿易決済、貿易金融は大きく変化していったのであるが、そのことによってドル体制が動揺をきたすような影響を受けたとは言えないだろう。巨額の米経常赤字の継続にも関わらずそのファイナンスは続いており、ドル相場下落も見られない。ユーロ体制もギリシャ危機時のような不安定はみられない。ユーロ地域の経常収支は22年に赤字を記録するが23年には黒字に転化している。ただ、詳しくは別途の検討が必要であるが、「制裁」によるエネルギー、食料等の調達問題に関連して物価上昇がみられる。ECBの高金利による成長率の鈍化等がユーロ地域各国間の経済格差を拡大させる可能性はある。また、ユーロ統合に参加していない欧州各国も、エネルギー、食料等の問題に加えてECBの高金利によって為替相場が不安定になり、一定の動揺状況も見られる。

このような事態がしばらく続くであろうが、今後、EUは天然ガス・原油等のロシア依存を減らしていくだろう。そうだとすれば、ウクライナ侵攻前に見られたロシアのEU向けユーロ建輸出は減少傾向をたどるであろう。中国以外の途上国のロシアからのドル建輸入は或る程度続くだろうが、日本等も程度の差はあれロシア依存を低めていくだろうから、ロシアからのドル建輸入も減少していくだろう。したがって、ロシアの戦争が長期間継続すれば、ロシアはドル体制、ユーロ体制から大きく離脱していくことになる可能性が高い。ますますロシアは中国に依存することになるだろう。ロシアは実態上「人民元圏」に入ってしまうだろう。イラン、北朝鮮等も加わる可能性はある。しかし、他の途上国等が「人民元圏」に入ることは難しい。というのは、本文中にも記しているが、人民元の決済には「クリアリング銀行」の設定が必要であるうえに、中国との貿易でさえ商業ベースでは人民元での貿易金融を得るのが難しいからである。他方で中国の方も閉鎖的な「人民元圏」の中にとどまっていることはできない。中国

は経常黒字をもつ以上、何らかのかたちでの対米ファイナンスの資金を供給し続けざるを得ない³⁴⁾。ロシアのウクライナ侵攻によってドル体制が動揺することは考えられない。

注

- 1) 'Russia pays Sakhalin dividends in Chinese yuan', *Nikkei Asia*, June 15, 2023.
- 2) 以下、本稿では、Bank of Russia, *Main indicators of foreign exchange market turnover of the Russian Federation (by Methodology of the Bank for International Settlements)* からダウンロードできるものを「ロシア中央銀行の資料」と称する。
- 3) この点に関し、本稿がほぼ完成をみた10月30日の段階で、23年9月分が新たに公表されていたことを確認したが、統計値を精査したところ、本稿の記述を修正する必要は認められなかったことを付言しておく。
- 4) BISの外為市場調査の公表形式等については、最新の2022年版 (<https://www.bis.org/statistics/rpfx22.htm>) などを参照されたい。
- 5) 2022年以前の状況については、奥田宏司・田中綾一「2022年4月の世界の外国為替市場と国際通貨」『立命館国際研究』36巻1号、2023年6月、「2019年4月の世界の外国為替市場の状況」『立命館国際研究』33巻1号、2020年6月を参照されたい。
- 6) ユーロ／ルーブル取引が増加した理由として、EU諸国がロシア産原油をユーロ建てで輸入するようになったことなどが指摘できる。原油取引のユーロ建化については、田中綾一「オイルマネーとドル体制のゆくえ—中東諸国とロシアの動向、および原油取引の脱ドル化の現状と評価—」『駒澤大学経済学論集』第55巻第2・3・4合併号、2024年2月（刊行予定）で詳しく述べている。
- 7) 奥田・田中「2022年4月の世界の外国為替市場と国際通貨」274ページ。
- 8) Bank of Russia, *Main indicators of foreign exchange market turnover of the Russian Federation (by Methodology of the Bank for International Settlements)* の2019年4月のデータから算出した。
- 9) BIS, *Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and Over-the-counter (OTC) derivatives markets in 2022, Detailed tables, Table 2.5* のデータから算出した。
- 10) 何らかの外国為替取引が生じるが、それが直物なのか、先物なのか、スワップなのかは、逆為替の例では示されない。また、輸入側が外貨建てで輸入している場合、自国通貨と輸入に使われている外貨との顧客取引が行われる。以上のことを指摘したうえで、ウクライナ侵攻後の「制裁」が課せられた以後の事態として以下のことが重要であろう。通常時には貿易取引以外に短期の金融取引にも為替取引、とくにスワップ取引が多く行われるが、「制裁」を受けているなかで金融取引のための為替取引は大きく減少して、為替取引の大部分は貿易関係になっているであろう。また、そもそも「制裁」前からルーブルと人民元との間の金融取引は、人民元の決済の困難性から限られていたであろう（22年2月の外為市場統計を見てもルーブル／人民元の取引は少額である）。侵攻前の短期金融取引のほとんどは、ルーブルとドル、次いでユーロとのもの、ドルとユーロとのものであったろう。侵攻後、ルーブルと人民元との間の金融取引が増加したとは考えられない。
- 11) 人民元以外にもアラブ首長国連邦の通貨（AED、ディルハム）、トルコ・リラ（TRY）の取引がみられるが、ほとんどは直物取引であり、直物での対全通貨との取引で23年8月にAED（47億ドル）、TRY（14億ドル）は人民元と比べてかなり少額（第3表）で人民元のような役割は果たせていない。しかし、それぞれの国のロシアとの政治的、経済的関係は念頭に置いておこう。

- 12) ウクライナ侵攻後、ロシアのドル決済、ユーロ決済が「制裁」によって制約され、今のところ詳細についてはわからないが、当局の貿易取引、外国為替取引に関する統制・管理が進んだことが考えられる。また、Iで論じたように、ロシア中銀の外為取引の資料にはウクライナ侵攻前から Deals through exchanges という項目があるが、この項目に含まれている諸取引はどのような取引なのか、不明な点が多い。しかも、ウクライナ侵攻後、その取引が増大している（ルーブル／人民元の取引で特に増大している）。Deals through exchanges の取引が増大しているのは、ロシアが SWIFT から排除されたからであろう。多くの為替取引の諸連絡・諸通知が十分にできなくなり、決済に行き着くまでの「整理」がつきにくくなって、exchanges（＝「取引所での交換」、SWIFT に替わる中露の決済機関を利用した取引）の取引が増大して、銀行間取引、銀行の非銀行・金融機関との取引、銀行の非金融機関との取引の区別がわからなくなった。今後も Deals through exchanges はどのような取引であるかを解明する作業を続けなければならない。IIではロシア当局の貿易取引、外国為替取引に関する統制・管理とロシア中銀の統計上の問題点を意識しつつ、可能な理論的な展開を進めていきたい。
- 13) 前掲、奥田・田中「2022年4月の世界の外国為替市場と国際通貨」。
- 14) 奥田『国際通貨体制の動向』日本経済評論社、2017年、207～215ページ、奥田『国際通貨体制の論理と体系』法律文化社、2020年、212～217ページ。しかし、香港の諸銀行どうして「クリアリング銀行」にある人民元口座の振替によって人民元決済が認められるのは2010年7月になってからである。
- 15) 米政府はロシアのウクライナ侵攻に対する「制裁」として、ロシアのいくつかの銀行（すべての銀行ではない）が在米銀行に保有している預金を封鎖し、ドル決済が難しくなっている。この「制裁」には「抜け道」もあるようで、「制裁」の範囲がどれほどになっているかの検討が今後必要であろう。「制裁」に加えられなかったロシアの一部の銀行はドル決済を継続している可能性がある。「制裁」に伴うロシア当局の貿易、為替統制がどのように行われているかも明らかにしていく必要がある。
- 16) ロシア支店が、直接、香港、シンガポール外為市場へドル売・人民元買を行えば、ロシア外為市場におけるドル／人民元の取引が増加する（ネット・グロス取引——BIS基準の統計では、ロシアの銀行が一方にしかならない取引もロシア市場に入れられる）。しかも、その取引は Deals through exchanges の取引とはならず、Outright deals における「with banks（第1表、第2表の「対銀行」）」に区分されよう。他方、中国の本土の銀行を介して行われるドル売、人民元の買いの取引はロシア外為市場の取引には含まれない（中国外為市場の取引となる）。したがって、ロシア外為市場におけるドル・人民元為替取引の額は比較的に少額になる。第1表を見る限り、ロシア市場におけるドル／人民元の直物・銀行間取引はそれほど大きな額になっていない（49億ドル、23年8月）。中国の本店等の銀行を介してドル売り、人民元買いが行われている部分かなりの額になっているものと考えられる。
- 17) 第4図においては中国の銀行としたが、「制裁」を受けていないロシアの銀行が関与することも想定される。しかし、ロシア外為市場におけるドル／人民元の銀行間取引はそれほど多くなく（23年8月、直物で49億ドル、スワップではたったの6000万ドルにすぎない）、ロシアの銀行にとっては持高の解消は容易ではないだろう。ロシアの銀行のこの取引への関与はそれほど多くはないものと思われる。
- 18) 前注参照。
- 19) このEUのロシアからの輸入がユーロ建になっても対米ファイナンスの額がすぐに減少すると考えてはならない。この点での筆者のドル体制の後退の諸要因についての以前の文章（前掲、奥田『国際通貨体制の論理と体系』340ページ）は不正確でより厳密な文章にする必要がある。そのためには、ドル体制を動揺させる具体的な諸兆候、諸事態を踏まえた分析が必要であろう。一般的な後退要因をい

くつか挙げるのでは不十分であろう。ウクライナ侵攻前の EU のユーロ建輸入（ドル建がユーロ建になっても為替相場を考慮しなければ輸入額は変化せず）では、その支払に見合うユーロ資金がロシアから流入して「金融収支」はマイナス（資金流入はマイナス）になる。他の事情を考慮しないとすれば、EU から非ユーロ建資金でもって何らかの形態で域外へ流出して「金融収支」のプラスが生まれ、最終的に「総合収支」（経常収支と金融収支の合計）は均衡するはずである。ユーロ建の資金流出（＝対外投資）では債権と同時に債務が形成されて「金融収支」は均衡してしまう。資金流出は非ユーロ通貨に換えられての対外投資にならなくてはならない。結局は他国を迂回してであれ、米への資金流入、対米ファイナンスとなっていく。したがって、ユーロ地域のロシアからの天然ガス・原油の輸入のユーロ建化が進行すれば、対米ファイナンスがロシアからの「直接」的なものから、ユーロ地域等の対米ファイナンスに変わっていくということである。対米ファイナンスは見えにくくなるが、対米ファイナンスは形を変えて進行していく。もちろん、いろいろな要因でもって世界の一次産品の過半が非ドル通貨で貿易されるまでの状況になれば、他の諸事態も新たに生まれてドル体制の安定が持続するとは考えられないだろう。ウクライナ侵攻前の EU のロシアからの輸入における「ユーロ建化」については、以前、マルクの、そしてユーロの欧州における基軸通貨化がドル体制を動揺させなかったことも思い起こして検討が必要であろう（詳しくは別の機会に論じよう）。

- 20) 2007、14 年に ECB は原油取引のユーロ建化、オイルマネーのユーロ建化について検討している（前掲、奥田『国際通貨体制の動向』第 5 章の注 3 と注 15 を見られたい）。ユーロ地域は、「自国」通貨で輸入できるから為替変動のリスクを受けないし、原油輸入のファイナンスが容易であるばかりか、ユーロ地域のユーロ金融市場が拡大しユーロの地位を高めることができる。また、2018 年のイランに対する米政府の「制裁」の際、「制裁」に反対して EU 等の首脳は「脱ドル化」について言及している（前掲、『国際通貨体制の論理と体系』348 ページ参照）。
- 21) ウクライナ侵攻前、中国への輸出においてユーロ建はごく限られていたから、侵攻後におけるユーロ建輸出の減少もドル建輸出の減少ほどではない。ユーロ建化が進行していたとすれば侵攻後、それは人民元建になり大きく減少していたであろう。ユーロ建の額が減少しているのは主には本文に記した諸理由からである。
- 22) アウトライト先物取引で持高をもった場合、持高調整は直物、スワップでの持高をもった場合の調整よりも複雑である（『多国籍銀行とユーロカレンシー市場』第 1 章、30-31 ページ、『論理と体系』第 1 章、115-122 ページ、参照）。インターバンク為替取引をいくつか行わなければならないからであるが、ウクライナ侵攻後のロシア市場におけるルーブルとドルのインターバンク市場取引は大きく減少している。
- 23) 例えば、第 2 図において①の取引が 10 月 26 日に行われ、②の取引が 10 月 30 日に行われるとすれば、ロシアの銀行甲は 26 日にスワップ取引を行なう。ロシア外為市場に対して甲銀行は直物で人民元売・ルーブル買、先物（30 日に実行）で人民元買・ルーブル売を行なう（直物と先物の総合では持高が生まれていない）。甲銀行は 30 日に乙銀行に対して直物で人民元を売り、ルーブルを買う。
- 24) 貿易金融については、拙書『日本の国際金融とドル・円』青木書店、1992 年、第 1 部「戦後日本の貿易金融」を見られたい。
- 25) 前掲『国際通貨体制の動向』の図 11 - 4（原油輸入のユーザンス）を見られたい。
- 26) 注 10) に記したように、一般的には貿易取引以外に短期の金融取引にも為替取引、とくにスワップ取引が多く行われるが、「制裁」を受けているなかで金融取引の為替取引は大きく減少して、為替取引の大部分は貿易関係になっているであろう。

- 27) 期限付手形の割引は以下の貿易金融と同じ事態である。輸出企業が期限まで銀行から人民元融資を受け、その人民元資金を直物取引でルーブルに転換する（輸出代金をルーブルで回収）。手形の期限が到来すれば、輸出企業は人民元支払を受け銀行に返済する。
- 28) 「代位」の意味については前の注 27) 参照。
- 29) 一覧払手形の場合には、ロシアの銀行が中国の銀行から人民元資金を調達しロシアの輸入企業に融資するであろう。期限付手形の場合には、期限までは中国の銀行が中国の輸出企業に貿易金融を供与し、期限後はロシアの銀行が中国の銀行から人民元を調達しその資金でロシアの輸入業者に金融を与えているだろう。
- 30) 人民銀行は 2015 年以降、為替介入によって得たドルを国内の銀行に融資して、ドル準備の増加となることを忌避してきた（拙稿「中国・外貨準備の誤差脱漏への転換」『立命館国際研究』34 巻 3 号、2022 年 2 月参照）。中国の銀行は人民銀行からのこのドル融資でもってドル建貿易金融を行なっている。したがって、中国の銀行は、人民銀行からの融資で債務を持っているからドル建貿易金融を行なっても持高をもつことはない。
- 31) 前掲『国際通貨体制の論理と体系』348 ページ参照。
- 32) おそらく、その直前であろうか、小論の「はじめに」に記されてあるように、Nikkei Asia, June 15, 2023 はロシア外為取引に関する記事を掲載した。それを小論の共同執筆者である田中から知らされた奥田は本誌前号（36 巻 2 号）の末尾において、「中国の銀行を利用したロシアのドル決済の継続」と題する短文の「補足」を追記した。しかし、現時点ではこの「追記」の内容は不十分である。この文章はわれわれがロシア中銀の公表統計を確認しない時点のものであり、中国の銀行を利用したドル建輸出の決済は記されているが、記述が不十分であるし、ロシアの天然ガス・原油等の人民元建輸出等についてはまったく記されていない。今後は小論の分析を参考にされたい。
- 33) 第 1 節 4) で記されていたように、Deals through exchanges は、ロシアの諸銀行が SWIFT から排除され、その中露の代替機関を通じる取引である可能性がある。とくに、ルーブル／人民元取引において Deals through exchanges の取引が大きくなっていることからそのことを予想させる。
- 34) 前掲、奥田「中国・外貨準備の誤差脱漏への転換」参照。

奥田 宏司（立命館大学名誉教授）
田中 綾一（駒澤大学経済学部教授）

Russian Trade Settlement and Chinese Banks after the Invasion of Ukraine

The Bank of Russia (the central bank of the Russian Federation) stopped publishing statistics on the Russian foreign exchange market after February 2022, when the invasion of Ukraine began, but resumed publication a few months later. The purpose of this paper is to shed light on the current state of renminbi trading in Russia by analyzing the statistics that the Russian central bank has once again made public and to assess whether this threatens the dollar regime (the dollar-based international monetary system).

Since the invasion of Ukraine, Chinese banks have been supporting Russian renminbi and dollar settlements, and as a result the pattern of settlements in Russian trade has widely changed.

However, we believe that this change did not occur on a commercial basis. We believe that it is the result of bilateral talks between China and Russia. These talks stabilized the ruble exchange rate and allowed Russia to continue its war.

If the Russian-Ukrainian war continues, Russia would leave the dollar regime and the euro regime and effectively enter the 'renminbi zone'. Iran, North Korea, and others might join it. However, such an increase in renminbi settlements would not upset the dollar regime. This is because Chinese and Russian exports and imports have simply changed from being denominated in dollars to being denominated in renminbi. This will not reduce China's trade surplus, and China will still have to invest that surplus in foreign currency, mostly dollars.

(OKUDA, Hiroshi, Professor Emeritus, Ritsumeikan University)

(TANAKA, Ryoichi, Professor, Faculty of Economics, Komazawa University)