

ドル覇権終わりの始まり～ウクライナ戦争が後押しした人民元の国際化

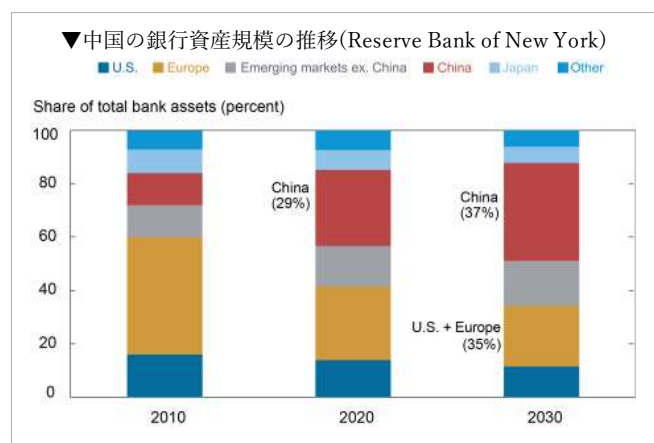
2023年5月1日
エコノミスト
多摩大学客員教授
結城 隆

(1)いつか見た風景

国際貿易において圧倒的なシェアを持つ国の通貨は、自ずと国際化するものだ。古くはビザンツ帝国のノミスマ金貨、16～17世紀のスペイン銀貨、18～19世紀の英国ソブリン金貨とポンド、そして戦後の米ドルなど、覇権国家の通貨は国際的に広範に流通した。米ドルは、IMF・GATT体制の下で国際的基軸通貨となり、今日でも、貿易決済の85%以上がドルで行われている。

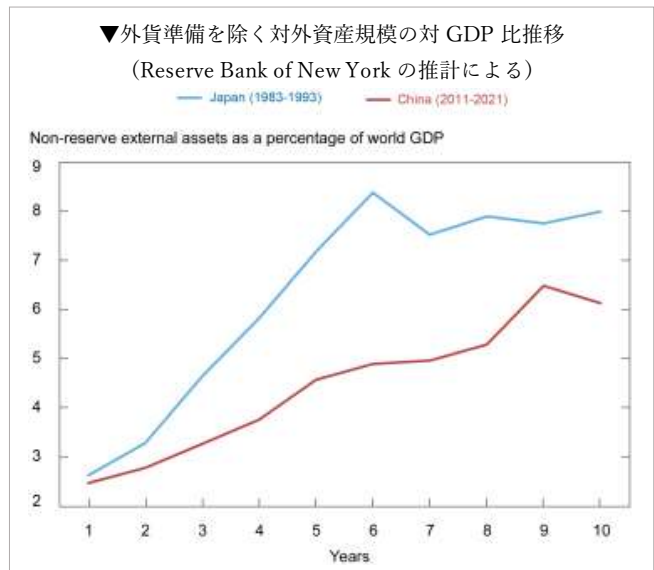
一方、国際貿易におけるアメリカのシェアは今世紀に入って趨勢的に低下している。10%を超えていたシェアは2022年では約6%にまで縮小した。これに対し、中国の貿易シェアは90年代の2%から年々拡大し、2022年では15%に達した。米国よりも中国との貿易額が多い国は、全世界の75%を占めるという⁽ⁱ⁾。20年前の比率と逆転した格好だ。国際貿易における中国のシェアの上昇や経済規模が世界第二位になったことを反映し、国際金融界における中国の地位も上昇している。IMFのSDRにおける人民元の構成比は2022年5月10.92%から12.28%に引き上げられ、日本の7.59%を更に引き離れた。また、IMFによれば世界80か国の中央銀行が保有する外貨準備に占める人民元の比率も2016年の1.08%から2022年第二四半期には2.88%まで上昇した。米ドルの59.53%、ユーロの19.77%、円の5.18%にはまだまだ及ばないものの、拡大のスピードは刮目すべきものがある。

また、中国の経済規模の拡大に伴い、中国の銀行が保有する資産規模も急速に拡大している。中国の金融資産規模は2022年で54兆ドルに達した。ニューヨーク連銀によれば、このシェアは世界の銀行が保有する資産の約30%に達し、この傾向が続けば2030年には40%近いレベルに達するという⁽ⁱⁱ⁾。資産規模でみた銀行ランキングは、2022年で、中国工商銀行がトップ、建設銀行が4位、農業銀行6位、中国銀行が9位と、トップ10のうち4行が中国の国有銀行である、ちなみに日本では郵貯銀行が第三位にランクインしているのみだ⁽ⁱⁱⁱ⁾。



この風景は、80年代の日本の姿に酷似している。この時期、日本経済が国際的に躍進していた。貿易シェアは10%を超え、円の国際化も喧伝された。邦銀はこぞって海外業務を拡大した。資産規模で見た銀行ランキングトップ10には、1980年邦銀4行がランクインし、日本のバブル崩壊直前の1990年で

みればトップ 10 行のうち 6 行を邦銀が占めた (iv)。外貨準備を除く日本の対外資産規模は 1989 年に GDP の 8%を超えた。しかし、80 年代を通じての日米貿易摩擦、半導体戦争、そしてバブル崩壊と 90 年代後半の「金融敗戦」を経て邦銀の国際的な地位は急降下し、円の国際化もいつの間にか雲散霧消してしまった。80 年代から 90 年代にかけての日本の対外資産 GDP 比の推移は、2011 年以降の中国の動きを驚くほど似ている。スケールこそ大きく異なるが、米国による締め付けも 80 年代の日米貿易・金融摩擦を彷彿させるものだ。

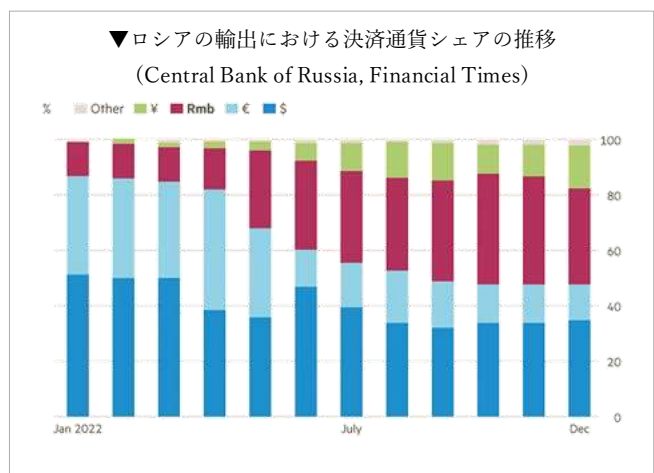


(2) ロシアのウクライナ侵攻が人民元の国際化を加速した

銀行の資産規模や国際貿易に占める中国のシェアの急速な高まりに比べ、人民元の国際化はどちらかと言えば遅々たるものである。その理由は、①人民元に対する信認の低さ（とにかく偽札が多いし、欧米の紙幣に比べ印刷も粗雑である。さらに政治体制も共産党の一党独裁が堅持されている）、②厳格な為替管理（中国内外資企業の利益配当送金に対する厳格な規制、中国人個人の外貨持ち出し制限は年間 5 万ドル、一日あたりの人民元為替レートの変動幅にも制限が設けられている）、③資本市場の閉鎖性（外資系金融機関の進出に対する諸々の規制）によるものである。

中国政府は、これらの問題に対し、①についてはデジタル人民元やデジタル決済の普及によるキャッシュレス決済の拡大を図り、これがアジア地域を中心に広がりを見せている。②については、一帯一路構想などにより途上国での中国の地位が高まっており、人民元建てでの直接投資も増加傾向にある。③については、深圳および同市を含む前海区における国際金融センターの構築に加え上海、北京における株式市場の整備が進んでいること、外国銀行の中国での証券引き受け業務などに対する規制緩和など、金融開放も進められている。国際通貨としての人民元のフレームワークは整いつつあると言える。

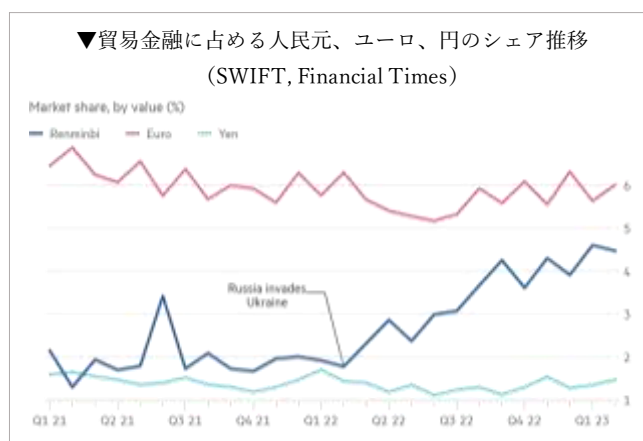
こうした中、人民元の国際化を加速させたのがロシアによるウクライナ侵攻だった。欧米諸国は制裁措置としてロシアの一部銀行を国際決済システム SWIFT から排除する措置に踏み切った。国際金融市場における「核兵器」とも称されるこの厳しい措置は、対象国のロシアのみならず、諸外国の金融界・財界にも大きな衝撃を与えた。万が一であっても自国がこうした制裁の対象になる可能性が否定できなくなったためだ。ロシアの場合、ドル決済が大幅に制限されたことから、欧米との貿易は激減する一方、中国との取引が急増した。2022 年のロシアの対中貿易額は、過去最高の



1,850 億ドルに達した。その決済の殆どが人民元で行われたとも言われる。この結果、ロシア中央銀行によれば、ロシアの輸出におけるドル・ユーロでの決済割合は侵攻前の約 85%から 2022 年末には 50%まで激減する一方、人民元の割合は 15%前後から 30%強に拡大した(v)。モスクワ外為市場における人民元の取引シェアは 40%に達したという(vi)。

ちなみに、円決済の割合も侵攻前の数%から約 20%に拡大しているが、これは、日本海を經由した消費財、中古車などの取引急増によるものである。とくにロシア向け中古車輸出は、昨年通年で前年比 11.9%増の 16.2 万台に達し、今年に入っても、冬場の需要低迷期にも関わらず 1 月は 1.3 万台、2 月は 1.5 万台という高い水準が続いている(vii)。極東ロシア向けの日本製消費財（紙おむつ、歯磨きシャンプーといったトイレタリー製品、インスタントコーヒー、カップヌードルなど）の輸出も活況を呈しているようだ。ロシアによるウクライナ侵攻以降、ロシア人企業家による日本での新規の会社設立と銀行口座開設は禁止されたが、既存企業による円の海外入出金については一定の審査を条件に通常通り行われている。ニューヨークタイムズ紙によれば、ウクライナ侵攻以降、9 月に至るまで日ロ貿易は金額ベースで 13%増加したとのことだが(viii)、この傾向は今も続いている。

ロシア以外の国も、人民元での貿易決済を拡大させつつある。国際貿易金融における人民元決済比率は、ウクライナ侵攻前までは概ね 2%前後で推移していたが、欧米の制裁措置を受けて急増し、今年第一四半期には 4.5%まで拡大し、6%台で推移するユーロに迫る勢いを見せている(ix)。FCEP 加盟国や一帯一路沿線国との貿易決済にも人民元が使用されるようになってきている。米国による金利引き上げにより、貿易ファイナンスの金利コストが人民元を上回ったという事情もあるかもしれない。



ドル決済が当たり前だった原油取引についても、すでにイラクが中国向け輸出について人民元決済を開始している(x)。サウジアラビアも前向きに検討を開始していると言われる。中国の周旋によるサウジアラビアとイランとの国交回復実現は、中東地域における中国に対する信頼感を高めたと言えるが、これが原油取引における人民元決済開始にもつながった格好だ。中東産油国は、石油を見返り（原油輸出のドル決済と米国主導の生産調整）として米国から安全保障（武器供与、軍事支援）を得ていたが、この構図も崩れつつあると言える。

従来から対中貿易依存度の高かったアセアン諸国も、ドル離れの姿勢を見せている。3月28日にインドネシアのジャカルタで開催されたアセアン蔵相・中央銀行総裁会議において、貿易決済におけるドル、ユーロ、ポンド、円の使用を今後減らす一方で、昨年11月に合意された現地通貨決済システム（Local Currencies Transaction Scheme）活用を拡大することで合意した。これと併せ、主催国のジョコ大統領は、クレジットカードについても、国際カードではなく、現地銀行が発行したものを積極的に活用すべきと発言している(xi)。アセアン諸国の「ドル離れ」が直接人民元決済の増加につながるもので

はないが、これらの国々にとって最大の貿易相手国が中国であることを考えれば、おのずとその利用は増加してくると見るべきだろう。

さらに、昨年、ボルソナーロ大統領を僅差で破り二度目の当選を果たしたブラジルのルラ左派政権は、3月29日中国との貿易決済を人民元で行うと発表した^(xii)。ブラジルにとって中国は、輸出の30%、輸入の20%を占める最大の貿易相手国である。中国にとっても、大豆や牛肉など米国産農産物の代替輸入先として重要な国である。しかも、ブラジルはBRICsの一員でもある。2022年の貿易総額は1,715億ドルに上った。10年前に比べればほぼ倍増である。ルラ大統領は4月14日夫人とともに北京を訪問、人民大会堂前で21発の礼砲で迎えられた。解放軍のマーチングバンドも登場した。破格の待遇と言える。

中国はSWIFTの人民元版とも言える決済システムCIPS（Cross-border Interbank Payment System）を運用しているが、人民銀行によれば、昨年の決済額は21%増加し、97兆元（14兆ドル）に上った。ただ、国際金融界における中国の経験はまだ欧米には及ばない。過去2世紀にわたって欧米（特に英米）が構築してきた国際金融システムにおいて中国が存在感を増すには時間がかかるに相違ない。その一つの目安となるのが、IMFのクオータになるのではないか。これは、加盟国の世界経済における地位を反映したもので、「 $0.5 \times \text{GDP} + 0.3 \times \text{開放性} + 0.15 \times \text{変動制} + 0.05 \times \text{外貨準備}$ 」によって決められ、5年毎に見直される。現状、最大のシェアを持つのが米国の17.46%、次いで中国6.48%、三位が日本の6.41%となっている。次回の見直しは2028年と見られるが、もし、今後10年程度で中国のGDPが米国を追い抜き、金融開放がさらに進んだ場合、中国が最大のシェアを持つ可能性も否定できない。最大のシェアを持つ国にIMFの本部が設置されるが、それがワシントンから北京に移る可能性も絵空事ではなくなってきた。

(3) 「債務の罠」の嘘～救済融資の主役は中国

2013年から開始された一帯一路構想は、沿線国家のインフラ建設支援を通じ、これらの国々の経済発展を支援すると同時に中国との経済・貿易関係を強化することにより、共存共栄を図ることを目的の一つとしている。このため、中国は1兆ドル近い外貨準備を取り崩し、様々なインフラ建設資金の支援に充当してきた。しかし、これら資金支援の対象となったインフラ事業の多くは、投資効果の算定が甘く、返済原資を生み出す十分な収益を上げることができなかった。貸し手側も海外貸付に関わる審査に不慣れだったということもあろう。また、中国の資金支援はドルベース、かつ条件は商業ベースで実施されたため、受益国にとって返済負担は決して軽いものではなかった。このため、返済困難に陥る国が続出した。中国の貸し手企業（主に国営企業）は、債務返済を猶予する代わりに融資対象となったインフラの租借権を得ることにより、債権保全を図った。この典型がスリランカである。南部のハンバントータ港（目立った利用は、日本からくる週一便の自動車運搬船程度である）や、首都にあるコロombo港の使用権を得た。これが「債務の罠」として欧米から強い非難を浴びた。

しかし、途上国に対する経済支援の条件に、民主化、人権保護、環境保護といった様々な条件を課し、かつ融資実行までに数年もの時間をかける先進国政府や国際金融機関に比べ、被援助国政府のニーズにスピーディーに応える中国の姿勢は、受け入れ国にとって高く評価されてきたことは間違いのないだ

ろう。しかも、その質も決して低いものではない。スリランカのコロombo空港と市内を結ぶ高速道路は、空港側の道路を中国が、市内側を日本が請け負ったが、中国側が建設を担当した道路は、日本側が建設したものと全く遜色がない。「空港からの高速道路、日本の援助で建設したのでしょうか？ さすが日本品質ですね」と言われた現地の日本の援助機関の担当者は苦笑を禁じえなかったそうだ。また、ケニアのナイロビ空港は中国の援助によって建設されたが、筆者の中国人の友人がナイロビを訪問した折、入国手続きの際、係官に「中国の方ですか？」と中国語で尋ねられ、そうだと答えると、破顔一笑、何も聞かずにスタンプを押してくれたという。その係官曰く、「この空港は中国の支援でできたものですから」。

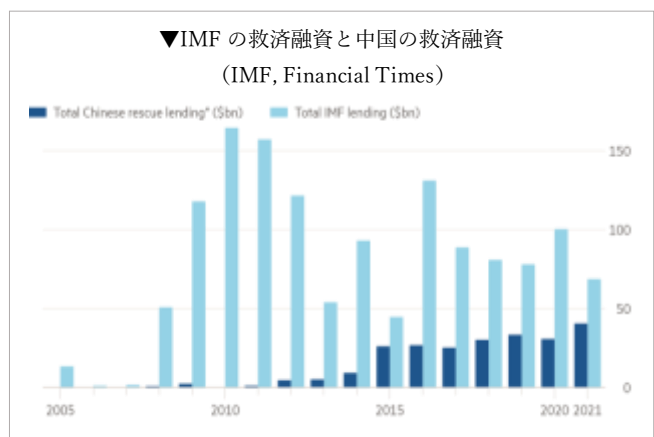


その後、コロナ禍による途上国経済の縮減と、2021年から高進し始めたインフレ、それを抑え込むための欧米の金利引き上げ、さらにはロシアのウクライナ侵攻に伴って発生した、食糧、エネルギー価格の高騰は、病み上がりともいえる状態の途上国経済を直撃した。IMFによれば、2023年4月の時点で60か国が債務返済難に陥っているという^(xiii)。

債務問題に対し、IMFは、救済ローンの供与の見返りに、財政赤字の削減や需要の抑制といった緊縮策を要求するのが常である。しかし、中国政府は、借り換えを容認しさらに新規救済融資を供与する一方、受益国に対し厳しい財政・金融政策は求めていると言われる。2015年以降、中国は22の債務国に対し二国間交渉と通じ、累計2千億ドルを超える救済融資を実施している^(xiv)。2021年に実施した救済融資はIMFの40%に相当する規模となった。

IMFの加盟国は拠出金の145%を上限に救済融資を受けることができる。この総額は9,400億ドルに上る。しかし、債務国の中には拠出金を上回る救済融資が必要な国も少なくない。とりわけ、低所得国の場合、2022年から2028年にかけて4,360億ドルもの債務を返済しなければならない。今年1年間だけでも630億ドルにのぼる^(xv)。しかもドル金利は上昇傾向を続けている。債務返済負担は重くなるばかりだ。IMFの資金力を補うという意味でも、二国間交渉による中国の救済融資は不可欠といえる。

これに対し、欧米の金融機関は、中国と債務国との交渉が密室で行われることに懸念を隠していない。債務不履行に陥った国に対する債権回収や返済条件改訂交渉は、債権国平等が原則だからである。3月の全人代で続投が決まった易剛人民銀行行長は、4月13日にワシントンで開催されたG20蔵相・中央銀行総裁会議において、債務交渉にあたって、他の債権国との共通のフレームワーク作りに協力すると言明した^(xvi)。過去10年に及



ぶ一帯一路構想を実現する中、中国政府も、海外援助の在り方を、様々な失敗や批判を通じて学習してきたに違いない。

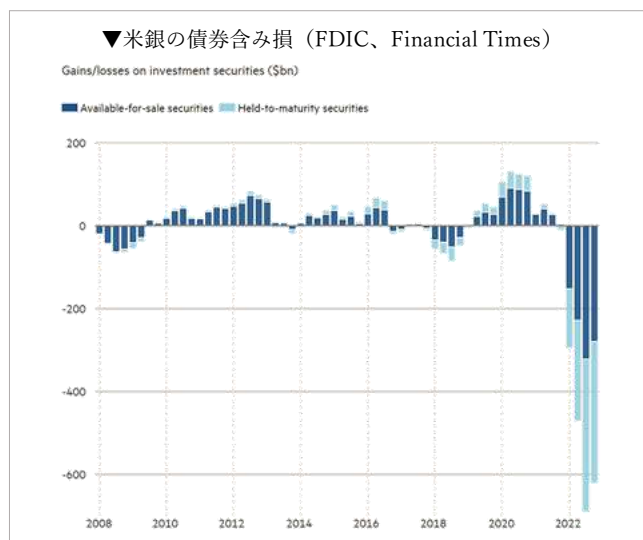
人民元の国際化が進むにつれ、援助機関による人民元での資金調達も行われるようになった。フランスの開発援助公社は、3月、初めてのオフショア人民元債券を発行した^(xvii)。金額は4億元に過ぎない。すでに50を超える外国企業、政府、国際機関が人民元建債権を発行している。また、2016年に中国政府の肝入りで設立されたAIIB（アジアインフラ投資銀行）は、2022年までに総額360億ドルの融資を実行しているが^(xviii)、2023年以降3年間にわたって年間100億ドルを目標とした融資をおこなう。従来の倍の規模だ。85%はアジア向けである。AIIBは新規融資の50%を気候変動対策目的の事業に充当するという。この融資拡大の原資として人民元が使用されてくる可能性は高い。また、世界銀行を補完するというAIIBの役割も期待されるようになっている。ちなみに、中国政府による一帯一路構想に基づく投融資には焦げ付きが多いと言われるが、AIIBの融資において、焦げ付きはまだ発生していない。

(4) ドル覇権終わりののはじまり？

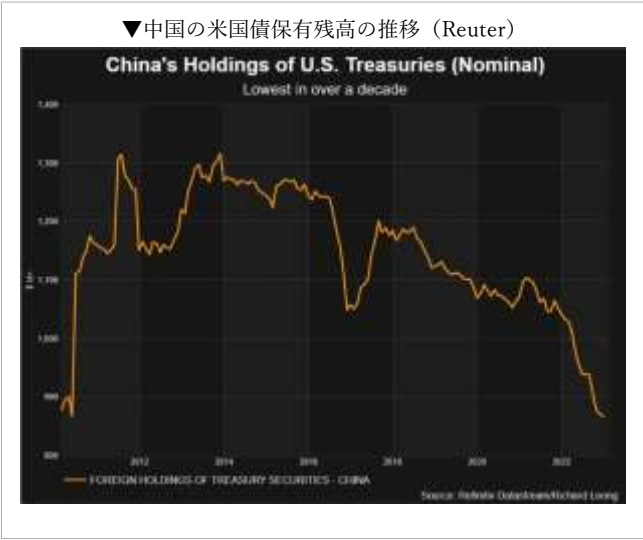
ドルが基軸通貨の座から滑り落ちるきっかけとなるのは、米国債の暴落によるドル信任の崩壊ではないかと思う。現在バイデン政権は、2021年に発表した2兆ドルに上る国内インフラの整備、そして2022年に施行された3,690億ドルにのぼるIRA（インフレ抑制法）とその十分の一の規模に相当する半導体法を施行し、自国経済・産業の再構築を急ピッチで進めている。これに加え、米国は、最大のウクライナ支援国であり、軍事援助も含めた援助額は700億ドルをこえる（うち軍事援助は443億ドルに上る）。大規模な財政出の背景にあるのはロシアと中国への対抗だろう。バイデン政権もまた「自立自強」を目指し始めたわけだ。

しかし、こうした大規模財政支出により、米国の財政状態は急速に悪化している。これに追い打ちをかけているのが、連邦準備銀行による金利の引き上げとそれに伴う地方銀行の経営悪化である。米国の場合、財政法により、財政赤字額に上限が設定されており、これを上回る場合、上下両院は赤字額上限引き上げを議決しなければならない。米議会は昨年11月の中間選挙の結果、下院が共和党、上院が民主党という「ねじれ」の状態となっている。しかも、民主党側は、無条件の赤字上限引き上げを主張する一方、共和党側は財政支出削減を条件としており、両者、譲り合う気配は全く見られない。財務省は、今年の1月、財政特別措置法を適用し、財政支出の繰り延べにより赤字額の上限到達を繰り延べしたが、それも今年の6月には限界に達するという。この時期までに、財政赤字上限引き上げが議会で可決されなければ、米国は債務不履行の状態に陥る。

また、米国金利の引き上げにより、金融機関が保有する債権に巨額の評価損が発生している。こ

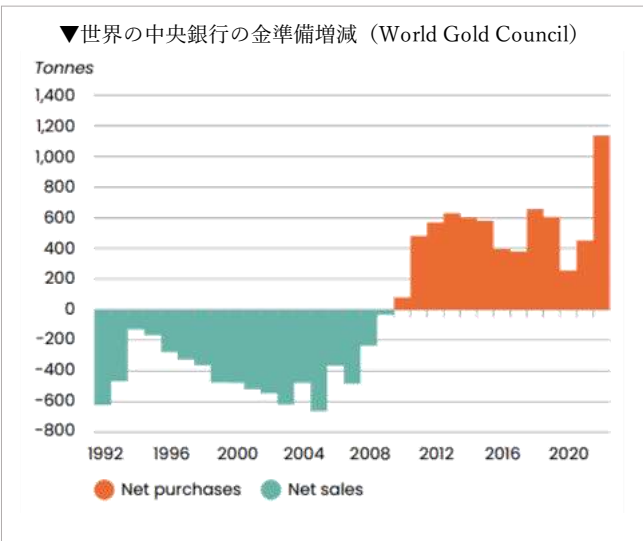


の直撃を受けたのが、国内の地方銀行である。3月には、シリコンバレーバンクとニューヨークのシグネチャーバンクが破綻した。含み損が膨れ上がっているという噂が預金者の間に広がり、急激な預金流出が起こったためだ。コロナ禍の中、連銀は大規模な金融緩和を行い、かつ国民に対する給付金交付を実施したが、この結果、5兆ドルもの預金が銀行になだれ込んだ。銀行はこれを債券で運用したが、金利上昇により、債券価格は下落し、昨年末時点で総額 6,200 億ドルもの含み損を抱えることになった^(xix)。大手銀行の場合、その影響は深刻ではないと言われるが、資産規模が比較的小さな地方銀行にとっては無視できないものであり、信用不安の広がりが懸念される。また、金利引き上げによる預金利率の上昇が銀行の資金コストや、借り入れ側の負担増大につながっていることも無視できない。

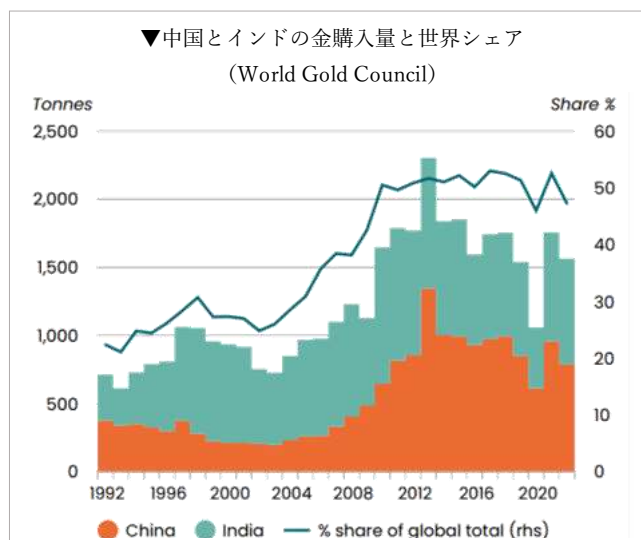


一方、中国人民銀行は、ゼロコロナ政策によって痛んだ経済を立て直すべく、金融緩和政策を維持している。また、米中関係の悪化が進む中、じわじわと米国債保有残高を減らしてきた。ピーク時には 1.3 兆ドルあった米国債保有残高は、直近で 9 千億ドルを切り、ほぼ 10 年前の水準まで低下している。この結果、中国は米国債保有残高ナンバーワンの地位を日本に譲り渡すことになった。バイデン政権が産業サプライチェーンにおいて対中デカップリングを模索する中、中国は静かに金融面での対米デカップリングを進めていると見ることはできるのではないだろうか。

この状態に警鐘を鳴らしたのが、イエレン財務長官である。4月の記者会見の席上、イエレン財務長官は、米国と中国のデカップリングは両国にとって「とんでもない厄災になる」と述べた^(xx)。イエレン財務長官は、昨年 11 月にバリ島 G20 サミットで行われた米中首脳会談にも参加しており、そこで合意された両国実務トップによる対話の継続という合意を引き合いに出し、できるだけ早い時期に訪中し、金融・財政問題について協議したいとの意向を表明した。イエレン財務長官は、産業サプライチェーンのデカップリングについて否定的な見解を示していないが、財政・金融のプロとして、この分野でのデカップリングはとてつもないリスクを惹き起こすと判断したのだろう。イエレン財務長官は、今年の 2 月、ダボスで劉鶴経済金融担当副総理と会談し、途上国の債務問題について協議したが、喫緊の関心は、中国政府による米国債の購入継続・促進にあるのではないだろうか。



ただ、人民元の国際化が加速しつつあるとはいえ、直ちにドルに替る通貨とはなりえない。今のところ、基軸通貨としてのドルの地位を脅かす通貨は見当たらないと言って良いと思う。しかし、本稿でも見たように、ドルに対する信認が揺らいでいることは間違いない。その兆候が中央銀行の準備金として金に対する選好が強まっていることだろう。中央銀行による金の購入は、2008年のリーマンショックの後、それまでの売り越しから買い越しに転じ、2022年には約1,200トンの買い越しとなった。これは前年の三倍である^(xxi)。また、国別にみると、中国とインドが世界の金需要の半分近くを占めている。両国の経済成長にともなう貴金属の需要増という面もあるだろうが、金準備の積み増しという側面も見逃せない。



ウクライナ戦争を機に加速しつつあるように見えるドル覇権の揺らぎは、ドルの為替レートの不安定化や、人民元の国際的な利用の拡大にともなう新たな国際金融秩序形成の動きにつながってゆくだろう。中国にとって、国際金融市場への取り組みは「川底の石を足裏で確かめながら進む」ものから、大海に乗り出す大きな挑戦に変貌しつつあると言える。

以上

御願

本レポートのすべての絵と文の転載はご遠慮ください。無許可の転載、複製、転用等は法律により罰せられます



筆者紹介

- 1955年：福島県生。一橋大学経済学部卒。
- 1979年：日本長期信用銀行入行、調査部、ロンドン支店、マーチャントバンキンググループ、パリ支店、ニューヨーク支店勤務を経て1999年ダイキン工業経営企画室、大金(中国)投資有限公司(北京)など。
- 2021年より現在：多摩大学経営情報学部客員教授
- 著書(含む共著・共訳)：「アラブ産油国の挑戦」(日本経済新聞社)、「路地裏の世界経済」(東洋経済新報社)、「キャピタルシティー」(訳書、東洋経済新報社)、「中国市場に踏みとどまる」(上場大のペンネームで執筆、草思社)など。

ⁱ Global Trade - Issuu

-
- ii [A Closer Look at Chinese Overseas Lending NOVEMBER 9, 2022](#) *Jeff Dawson* Federal Reserve Bank of New York
- iii [10 Largest Banks In The World \(2023\) - By Assets, Market Cap](#) ([newvisiontheatres.com](#))
- iv 銀行の資産規模ランキングの推移は、右記のサイトを参照。[50 years of ranking 1000 banks - Chris Skinner's blog](#) ([thefinanser.com](#))
- v [Russia embraces China's renminbi in face of western sanctions](#) Shift away from using 'toxic currencies' for trade and reserves accompanies increase in yuan-denominated bank accounts March 26, 2023, FT
- vi 占比近 40%，人民币首超美元！2023-03-06 每日经济新闻
- vii [2023 年 03 月の中古車輸出統計データ - グーネット自動車流通](#) ([goonews.jp](#))
- viii [Russian Trade Boomed After Invading Ukraine, Providing Ample War Funds](#) - The New York Times ([nytimes.com](#))
- ix [Renminbi's share of trade finance doubles since start of Ukraine war](#) Rising cost of dollar financing has also made China's currency more attractive April 12, 2023, FT
- x [Iraq's trade with China may be settled in yuan, but oil exclusion seen trivialising the move](#) | South China Morning Post ([scmp.com](#))
- xi [ASEAN Finance Ministers and Central Banks Consider Dropping US Dollar, Euro and Yen, Indonesia Calls for Phasing Out Visa and Mastercard](#) Marh 29, 2023 ASEAN Briefing, 去美元化！东盟大动作，巴西宣布与中国直接本币结算，人民币从幕后走向台前 2023-03-30 每日经济新闻
- xii [中巴双边贸易将用本币结算！谭雅玲：看中的是人民币本身的可信度以及全球化趋势，再加上中国经济恢复的状态](#) 2023-03-30 每日经济新闻
- xiii [How China changed the game for countries in default](#) The fragile process for dealing with insolvent economies is now at risk of unravelling completely owing to a powerful and unpredictable force in sovereign debt April 13, 2023, FT
- xiv [China grants billions in bailouts as Belt and Road Initiative falters](#) New study attempts to capture total rescue loans from world's biggest bilateral creditor March 28, 2023, FT
- xv [IMF bailouts hit record high as global economic outlook worsens](#) September 25, 2022, FT
- xvi [China says it will co-operate on sovereign debt restructurings](#) Beijing appears to soften stance in fraught negotiations over wave of defaults by developing countries April 14, 2023, FT
- xvii [AFD Issues Its First Ever Off-Shore Chinese Renminbi \(CNH\) Bond](#) | AFD - Agence Française de Développement
- xviii [China-based AIIB ramps up global development lending](#) Head of Beijing's alternative to World Bank says it will maintain suspension of operations in Russia October 28, 2022, FT
- xix [Lex in depth: how safe are America's regional banks?](#) After the recent failures of Silicon Valley Bank and others, the FT has analysed more than 100 institutions to identify those that are the biggest cause for concern March 31, 2023, FT
- xx [Janet Yellen warns US decoupling from China would be 'disastrous'](#) Treasury secretary calls for 'constructive and fair' economic relationship as Washington moves to repair frayed ties April 21, 2023, FT
- xxi [30 years of Gold Demand Trends](#) | World Gold Council