

2015 年 10 月 8 日
No.2015-032

人民元の SDR バスケットへの採用に関する議論

調査部 主任研究員 清水聡

《要 点》

- ◆ SDR (Special Drawing Rights、特別引き出し権) は、IMF 加盟国の準備資産を補完する手段として 1969 年に創出されたものである。現状、SDR の価値を決める通貨バスケットは米ドル、ユーロ、英ポンド、日本円の 4 通貨で構成されるが、世界金融危機以降、中国当局は、人民元を構成通貨に含めるよう、IMF に要求し続けている。
- ◆ 構成通貨の選定基準は、(1)過去 5 年間の財サービス輸出額が他国よりも大きいこと、(2) IMF 協定第 30 条 f 項に基づき自由利用可能通貨 (freely usable currency) とみなされること、である。構成通貨の見直しは 5 年ごとに行われ、2015 年は見直しの年に当たっている。人民元は輸出額の基準を問題なく満たしており、焦点は自由利用可能通貨と判定しうるか否かにある。この点に関しては過去 5 年間に大きな進展がみられたものの、「自由利用可能」といえるかは微妙である。
- ◆ SDR の対ドルレートならびに金利は、構成通貨の加重平均で決定される。SDR の価値は毎日評価する必要があり、仮に人民元が構成通貨となれば、人民元の「代表的な」対ドルレートと金利を毎日決める必要がある。また、SDR の保有者に人民元の国内市場での為替取引、短期の金利商品による運用、ポジションのヘッジなどが可能となる必要がある。これらの条件を満たすために中国は規制緩和を急いでおり、8 月に行われた人民元の切り下げを伴う為替制度変更もその一環であった。
- ◆ 人民元の国際化や SDR バスケットへの採用は、長期的に国際金融体制の変革をもたらしうる点でアジアインフラ投資銀行 (AIIB) の設立と共通するものがある。人民元が「自由利用可能」の基準を満たしているか、IMF 加盟国が人民元の取引を自由に行うことができるか、などについては、現状、十分とはいえない。仮に、中国の規制緩和に対する努力と人民元の将来性が評価され、今回、採用されることになれば、採用基準のハードルが実質的に下がり、現在の制度は変質することになる。これもまた、中国のプレゼンスの高まりが国際金融秩序に影響を及ぼし始めた一つの表れといえるかもしれない。

本件に関するご照会は、調査部・主任研究員・清水聡宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-2456

Mail: shimizu.satoshi@jri.co.jp

1. SDRとは何か

SDR (Special Drawing Rights、特別引き出し権) は、IMF 加盟国の準備資産を補完する手段として 1969 年に創出されたものである。当時は、ドルが金との交換性を失う 71 年ニクソン・ショックの直前であり、その必要性には切迫感があった。しかし、73 年にブレトンウッズ体制が崩壊し、各国が変動相場制に移行したことにより、事情は大きく変化した。SDR は世界貿易において 1% 以上のシェアを占める 16 カ国の通貨のバスケットに基づくものとして再定義され、当初期待された主要な準備通貨という位置付けは変質した。

バスケット構成通貨のこのような決定方法は定期的な見直しを必要とする複雑なものであり、争いの種ともなりかねなかった。このため、80 年、構成通貨は米ドル、ドイツマルク、フランスフラン、英ポンド、日本円の 5 つに減らされることになった。その後、99 年にユーロが誕生したことに伴って米ドル、ユーロ、英ポンド、日本円の 4 通貨となり、今日に至っている。各通貨の現在の構成比率は、それぞれ 41.9%、37.4%、11.3%、9.4%となっている。

現状では、各主要通貨が外貨準備の役割を十分に果たしており、複合通貨で必ずしも使い勝手がよくない SDR の役割は限定的である。過去 4 回、加盟国への配分が実施され、SDR の残高は 2,041 億 SDR (約 3,180 億ドル相当) となっているが、これは世界の外貨準備額(2015 年 6 月末時点で 11 兆 4,597 億ドル)の約 2.8%に過ぎない(図表 1)。SDR は、IMF や世界銀行のさまざまな活動において計算単位となるなど制度的には重要な機能を有しているが、準備資産としての重要性は小さいといえよう。

(図表1) SDRの配分額

(10億SDR)

1970-72年	通常配分	9.3
1979-81年	通常配分	12.1
2009年8月	通常配分	161.2
2009年9月	特別配分	21.5

(資料)IMF

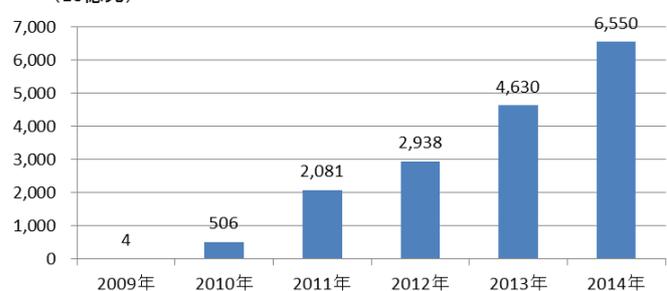
2. 中国が人民元のSDRバスケットへの採用を目指す目的

2008 年に発生したリーマン・ショックにより、ドルの世界的な流動性が急激に縮小したことから、ドルを基軸通貨とする国際通貨体制に対する議論が高まった。2009 年 3 月、中国人民銀行の周小川総裁は、自ら発表した論文の中で「世界には単一国の経済情勢や国家としての利害に左右されない超国家的 (super-sovereign) な準備通貨が必要である」と述べ、SDR バスケットにすべての主要通貨を含めてその役割を高めるべきであると主張した。巨額の外貨準備を保有する中国にとり、ドルの価値の不安定化や米国金利の大幅な低下は大きな脅威であった。

この主張が広く受け入れられることはなく、世界金融危機が収束に向かうとともに国際通貨体制を改革しようとする機運も失われた。しかし、それ以降、中国当局は、中国の世界経済におけるプレゼンスが高まり続けていることを重視して人民元を SDR バスケットに含めるよう、IMF に要求し続けている。

中国は 2008 年 12 月以降、人民元建て貿易決済を認めることを皮切りに、人民元の国際化政策を

(図表2) 人民元建て貿易決済額



(資料)中国人民銀行

本格化させた¹。人民元建て貿易決済額は、2009年の35.8億元から2014年には6兆5,500億元に増加した（図表2）。また、人民元オフショアセンターの構築や人民元建て資本取引の段階的な自由化など、多様な政策が推進されている。

以上の経緯をみれば、人民元の国際化政策とSDRバスケットへの採用は密接に関連していると考えられる。これらの政策の背景には、ドルを基軸通貨とする現在の国際通貨体制は中国（を含む米国以外の各国）にとってコストやリスクの高いものであり、その変革のために人民元が主要な国際通貨の一角に加わることが望ましい、という考え方があるといえよう。

3. SDRバスケットの構成通貨の見直し

SDRの評価方法（valuation method）に関しては、2000年に以下のように定められた。第1に、構成通貨の選定基準を、(1)過去5年間の財サービス輸出額が他国よりも大きいこと、(2)IMF協定第30条f項に基づき自由利用可能通貨（freely usable currency）とみなされること、とする。第2に、バスケットのウェイトは外貨準備における保有シェアと財サービス輸出額をもとに決める。第3に、構成通貨の選定とウェイト変更を5年ごとに行う。ちなみに、現在の期間は2015年12月31日に終了する。

前回（2010年）の見直しにおいて、人民元は上記の2つの選定基準のうち輸出額の基準をすでに満たしていたため（図表3）、これを構成通貨に含めるか否かについて検討が行われた。しかし、「自由利用可能」ではないと判断され、採用は実現しなかった。

今回、IMF理事会は、2015年末までに見直しに関する結論を下さなければならない。

11月に理事会が開催され、議論が行われる予定であるが、決定は70%の多数決で行われる。人民元が引き続き輸出額の基準を満たしていることは明らかであり、問題は「自由利用可能」と判断できるか否かにかかっている。過去5年間、人民元の国際化政策が着実に進められてきたことを反映し、金融取引において利用度が大幅に増していることは間違いない。IMFも、SDRバスケットを構成していないその他の通貨に5年間で大きな変化が認められない中、人民元の変化は特筆すべきものであると認識している。

IMFは、8月3日付でSDRバスケットの見直しに関する進捗状況報告書というべき文書を発表した²。この中では、人民元を含めるか否かについての理事会の最終判断を支援するため、人民元の現状に関する詳細な情報提供・分析が行われている。

また、現行の通貨バスケットの期限を2015年12月末から2016年9月末に延長する提案も行われた³。その理由として、通貨バスケットの何らかの変更に伴う調整取引を行うために世界の金融機関の多くが営業していない1月1日は不適であり、まして新たな通貨が加わる可能性があるとするれば少なくとも6~9カ月の準備期間が必要である、という加盟国の意見を尊重したとしている。この判断は、バスケットの見直しの結果に関する何らかの予見を含むものではないことが強調されて

（図表3）財サービス輸出額と世界貿易に占める比率（5年平均）

2005-09年の平均			2010-14年の平均		
国・地域	金額	比率	国・地域	金額	比率
ユーロ圏	2,138	19.8	ユーロ圏	2,648	18.2
米国	1,539	14.2	米国	1,978	13.6
中国	872	8.1	中国	1,613	11.0
英国	780	7.2	日本	728	5.0
日本	616	5.7	英国	708	4.9

（資料）IMF, “Review of the Method of the Valuation of the SDR—Initial Considerations” (Aug.3, 2015)

¹ その詳細については、清水聡「進展する人民元の国際化と今後の展望—資本取引の自由化との関係—」（日本総研調査部『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.15 No.57）を参照。

² IMF, “Review of the Method of the Valuation of the SDR—Initial Considerations” .

³ この提案は、8月19日にIMF理事会で承認された。

いる⁴。

4. 人民元はSDRバスケットへの採用の基準を満たしているか

以下では、この報告書の内容に沿って基準の満足度に関する要点を述べる。「自由利用可能」であるか否かの判断は、2つの基準に基づいて行われる。第1に、国際金融

取引の決済に広く利用されているか

(wide use) について、外貨準備・国際銀行借入れ・国際債券発行などにおける通貨シェアから判断する。

第2に、主要な為替市場において広く取引されているか (wide trade) について、為替市場における取引額から判断する。

まず、wide use に関してみる⁵。第1に、外貨準備に関しては、従来 IMF が定期的に発表しているデータに人民元の比率は含まれていない。そのため IMF は、公的外貨資産 (official foreign currency assets) に関するサーベイを実施した (図表4)。これによると、2014年末に人民元を保有していたのは38カ国で、全体に占めるシェアは1.1% (世界第7位) であった。

第2に、国際銀行借入れに関しては、中国が BIS 報告銀行でないために公式のデータはない (図表5) が、BIS の推計によれば、2014年末に銀行を除いた国際銀行預金における人民元のシェアは1.9%であった。IMF も、いくつかの考察から、人民元は日本円とスイスフランの間 (世界第5位) に位置するであろうと推測している。

第3に、国際債券発行に関しては、残高における人民元の比率は2010年3月末の0.1%から2015年3月末には0.6% (世界第8位) となった。また、発行額では、2010年の0.1%から2014年には1.4% (世界第6位) となっている (図表6)⁶。

第4に、SWIFT のクロスボーダー決済の統計によると、2015年3月までの1年間の人民元の比率は1.0% (世界第8位) で、2013年3月までの1年間の0.2%から増加した (図表7)。ただし、IMF は、このデータは補正を

(図表4) 公的外貨資産の通貨別比率

2013年				2014年			
通貨	金額	比率	報告国数	通貨	金額	比率	報告国数
USD	2,701	61.3	127	USD	2,961	63.7	127
EUR	1,041	23.7	109	EUR	978	21.0	108
GBP	187	4.2	108	GBP	190	4.1	109
JPY	147	3.3	87	JPY	160	3.4	88
AUD	98	2.2	79	AUD	98	2.1	78
CAD	87	2.0	84	CAD	92	2.0	85
RMB	29	0.7	27	RMB	51	1.1	38

(注)USD:米ドル、EUR:ユーロ、GBP:英ポンド、JPY:日本円、AUD:豪ドル、CAD:カナダドル、RMB:中国人民幣。

(資料)(図表3)と同じ。

(図表5) 国際銀行借入れの通貨別比率
(10億ドル、%)

2009年末		2014年末	
通貨	比率	通貨	比率
USD	47.7	USD	52.1
EUR	34.4	EUR	29.7
GBP	6.6	GBP	5.4
JPY	3.3	JPY	2.8
CHF	1.8	CHF	1.7
その他	6.3	その他	8.3
(合計額:33,727)		(合計額:33,341)	

(注)CHF:スイスフラン。

(資料)(図表3)と同じ。

(図表6) 国際債券発行額の通貨別比率
(%)

2010年		2014年	
通貨	比率	通貨	比率
EUR	45.7	USD	42.1
USD	34.7	EUR	37.1
GBP	9.4	GBP	11.6
JPY	2.3	JPY	1.8
AUD	1.8	AUD	1.7
CHF	1.8	RMB	1.4
CAD	1.0	CHF	0.8
HKD	0.5	CAD	0.5
NOK	0.3	HKD	0.5
BRL	0.3	NOK	0.3
RMB	0.1	BRL	0.2
その他	2.1	その他	1.9

(注)HKD:香港ドル、NOK:ノルウェークローネ、BRL:ブラジルレアル。

(資料)(図表3)と同じ。

⁴ しかし、実際のところ、この延長は中国当局に規制緩和の時間的猶予を与えることになると考えられる。

⁵ 以下の記述は、IMF によるデータ分析の要点のみを示したものであり、詳細にわたる部分は省略している。参照データに関する詳細は、同報告書の補論Vに述べられている。

⁶ ただし、これらの統計では香港・マカオ・台湾が海外として扱われており、真の国際債券発行はもう少し少ない可能性がある。

要する可能性があり、それにより人民元の比率は最大で 2.8%（世界第 5 位）になるとしている⁷。また、同じく SWIFT による貿易金融のデータでは、2015 年 3 月までの 1 年間の人民元の比率は 3.9%（世界第 3 位）となっている（図表 8）。

以上をまとめると、過去 5 年間の人民元の国際金融取引における利用の拡大は顕著であり、SDR バスケットに含まれない通貨の中では最上位の一角に入ってきている。ただし、バスケットを構成する 4 つの通貨が大半の取引において 1~4 位を占め、その地位が確立されているのに比較すると、人民元は未だ発展途上にあるといえよう。

次に、wide trade に関してみる。BIS の 3 年ごとの調査で、2013 年に人民元の比率は 1.1%（世界第 9 位）であった（図表 9）。

IMF は、最近では人民元の 1 日当たり取引額は 2,500 億ドル相当に増加したと試算している。それでも、SDR 構成通貨には遠く及ばない。

（図表7）クロスボーダー決済の通貨別比率

2012年4月～2013年3月		2014年4月～2015年3月	
通貨	比率 (%)	通貨	比率 (%)
EUR	48.3	USD	41.6
USD	32.5	EUR	36.6
GBP	3.6	GBP	4.3
JPY	2.9	JPY	3.3
CHF	2.6	CHF	2.4
CAD	2.0	CAD	2.3
AUD	1.9	AUD	1.9
SEK	0.7	RMB	1.0
HKD	0.6	HKD	0.9
RMB	0.2	SEK	0.7
その他	4.7	その他	5.0

（注）SEK：スウェーデンクローネ。
（資料）（図表3）に同じ。

（図表8）貿易金融(L/C)の通貨別比率

2012年4月～2013年3月		2014年4月～2015年3月	
通貨	比率 (%)	通貨	比率 (%)
USD	87.2	USD	85.6
EUR	7.5	EUR	7.2
JPY	2.0	RMB	3.9
RMB	1.9	JPY	1.9
GBP	0.2	GBP	0.2
AED	0.1	CHF	0.2
INR	0.1	AED	0.2
SAR	0.1	INR	0.1
その他	0.8	その他	0.7

（注）AED：UAEディルハム、INR：インドルピー、SAR：サウジアール。
（資料）（図表3）に同じ。

5. 人民元が構成通貨に採用された場合の運営上の問題点

仮に、人民元が上記の諸基準を満たしていると判断され、構成通貨に採用された場合、IMF 加盟国は、SDR の保有に伴って人民元の取引を行う必要が生じる。この点に関する運営上の課題として、

以下があげられる。(1) SDR の価値は、毎日評価する必要がある。SDR の対ドルレートならびに金利は構成通貨の加重平均で決定されるため、人民元の「代表的な」(representative) 対ドルレートと金利を毎日決める必要がある。(2) SDR の保有者に、人民元の国内市場での為替取引、短期の金利商品による運用、ポジションのヘッジなどが可能となる必要がある。

IMF は、課題の詳細を以下の通り説明している。

第 1 に、SDR の価値の算出のために、IMF がロンドン市場（イングランド銀行）、ニューヨーク市

（図表9）世界の外国為替取引の通貨別比率

2010年			2013年		
通貨	金額	比率 (%)	通貨	金額	比率 (%)
USD	3,368	42.4	USD	4,652	43.5
EUR	1,550	19.5	EUR	1,786	16.7
JPY	754	9.5	JPY	1,231	11.5
GBP	511	6.4	GBP	631	5.9
AUD	301	3.8	AUD	462	4.3
CHF	250	3.2	CHF	275	2.6
CAD	210	2.6	CAD	244	2.3
HKD	94	1.2	MXN	135	1.3
SEK	87	1.1	RMB	120	1.1
NZD	63	0.8	NZD	105	1.0
RMB	34	0.4			
その他	715	9.0	その他	1,048	9.8

（注1）NZD：ニュージーランドドル、MXN：メキシコペソ。
（注2）2010年のRMBは第17位。
（資料）（図表3）に同じ。

⁷ 同報告書 62~63 ページ参照。（図表 7）および（図表 8）は SWIFT のデータ（前者は MT103 と MT202 の一部、後者は MT700）に基づいて IMF が算出しているものであり、SWIFT が毎月発表している RMB Tracker とは異なる。RMB Tracker によれば、2015 年 8 月に世界の決済通貨における人民元の比率は 2.79% と、初めて日本円を上回って第 4 位となった。また、2015 年 1~8 月の L/C 発行額における通貨シェアは、米ドル 80.1%、人民元 9.1%、ユーロ 6.1%、日本円 1.8%、サウジアール 0.6%、その他 2.3% となっている。

場（ニューヨーク連銀）、欧州中央銀行から適切な（suitable）為替レートを入手できることが必要である。IMFは、人民元に関してこれが可能か否かを検証中である。

また、市場ベースの代表的な対ドルレートが必要となる。その候補として、中国外国為替取引システム（CFETS）が午前9時15分に発表する基準値があるが⁸、これは実際の取引レートではなく、市場レートと最大で2%乖離しうる。むしろ、午後3時に発表されるレートが市場実勢に近く、ロンドン市場の開始時刻にも近いと、SDRの価値算出の目的に適しているのかもしれない。

さらに、SDRバスケットを構成する4通貨の為替取引の自由度を考慮すれば、加盟国は人民元の国内（オンショア）為替市場にアクセスできることが必要である。これが可能となれば、国内市場レート（CNY）とオフショア市場レート（CNH）の間に存在する乖離は、問題ではなくなる。

第2に、SDRを運用するためには、流動性や信用力の高い国債またはそれに近い金融商品が必要である。中国では3カ月国債がその候補となるが、流動性にやや懸念がある。3カ月や6カ月の国債を定期発行し、それらにプライマリー・ディーラーの取引義務を適用することが流動性を高めるためには有効である。

第3に、SDRのポジションを合理的なコストでヘッジできることが必要であり、人民元の為替・金利リスクをカバーする長期の通貨スワップ取引などが利用できることが望ましい。人民元に関しては、国内・オフショア双方の市場において、金利スワップ、為替先物・スワップ、レポ、通貨スワップ、オプションなどの取引が行われている。香港のオフショア市場では10年までの取引が可能であり、5年までは流動性も高い。一方、国内市場では、資本取引規制が存在するために取引は大半が2～3年未満となっている。この点は、資本取引の自由化の進展に伴って改善することが期待される。

以上のうち、為替レートの問題に関しては、8月11日に中国人民銀行が基準値の報告方法を前日の終値を参考とする方法に変更し、市場実勢をより反映しうる制度としたほか、基準値が8月10日の1ドル=6.1162元から3日連続で切り下げられ、13日には1ドル=6.4010元となった。これらの措置は上記のIMFのコメントを受けたものとみられるが、急激な切り下げは国際金融の常識から考えれば異例であったといわざるを得ない。

また、7月14日には、中央銀行・政府系ファンド・国際開発金融機関の国内債券市場への参加制限を緩和する政策が発表された。参加が可能な取引も、レポ・証券貸借・金利スワップなど幅広い金利商品に拡大された。IMFは、これらの改革が上記の諸課題を解決するために有効か否かを検証していくとしている。

なお、9月30日には、これらの機関に国内銀行間市場での外国為替取引を認める規制緩和策も発表された。

6. 今後の展望

中国が人民元の国際化やSDRバスケットへの採用を目指す目的は前述の通りであるが、長期的に国際金融体制の変革をもたらしうる点では、アジアインフラ投資銀行（AIIB）の設立と共通するものがある。中国は、ブレトンウッズ体制下の国際開発金融機関である世界銀行やアジア開発銀行（ADB）の融資能力がアジア地域のインフラ整備に対応するには不十分であるという主張を、AIIB設立の必要性の重要な根拠の一つとしている。AIIBの設立は既存の国際金融体制を変革する試み

⁸ これは、8月に変更が行われる以前の為替制度を前提とした記述である。

とも受け取れるが、6月29日に50カ国が設立協定に署名した⁹。一連の動きは、世界第2位の経済大国となった中国のプレゼンスの高まり、そしてそれに基づく強い経済的な求心力が、国際金融秩序にも影響を及ぼし始めていることを示している。

中国は、人民元の国際化や資本取引の自由化に関しても、人民元オフショアセンターの構築や「管理された」自由化の推進など、独自の方法で政策を展開している。2009年に周小川中国人民銀行総裁が展開した「SDRバスケットにすべての主要通貨を含めるべきである」という主張も、現在の体制の下でSDRの果たしている役割がそれほど中心的なものではないことを考えれば、大きな変革を提案するものであった。このように、中国がやろうとすることには、既存の国際金融体制にとらわれずに進めようとする姿勢が共通して認められる。

IMFのラガルド専務理事は、3月に、人民元のSDRバスケットへの採用は「実現するか否か」ではなく「いつ実現するか」の問題である、と述べた。また、欧州主要国も、AIIBへの参加状況などにみられるように、中国の行動に対して総じて肯定的である。

米国や日本のスタンスはやや異なるが、米国のオバマ大統領は、9月の習近平国家主席訪米時に「人民元が条件を満たせばSDRバスケットへの採用を認める」と発言した。人民元が条件（構成通貨が満たすべき基準の達成と運営上の問題点の解消）を満たした場合に、SDRバスケットへの採用を拒否すべき理由はないと考えられる。

また、人民元の採用は、象徴的には非常に大きな意味を持つが、実際に人民元の国際化を加速させる効果はそれほど大きなものとはならないであろう。中国が人民元の国際化を加速させるためには、国内のマクロ経済政策や金融システムの整備を進め、資本取引の自由化を達成することが求められる。その意味で、人民元の採用の政治的な争点としての重要性は相対的には低いといえよう。

11月に開催される理事会において結論が出る可能性が高いが、以上の状況を考慮すると、採用に対する強硬な反対は出にくいように思われる。しかし、人民元が「自由利用可能」の基準を満たしているか、IMF加盟国が人民元の取引を自由に行うことができるか、などに関しては、現状、十分とはいえない。仮に、中国の規制緩和に対する努力と人民元の将来性が評価され、今回、採用されることになれば、採用基準のハードルが実質的に下がり、現在の制度は変質することになる¹⁰。これもまた、中国のプレゼンスの高まりが国際金融秩序に影響を及ぼし始めた一つの表れといえるかもしれない。

⁹ 直近では、署名した国は52カ国となっている。

¹⁰ 人民元の金利が現在の構成通貨に比較して高いため、結果的にSDR金利が上昇し、IMFからの借り入れ国の不満が高まるという見方もある。

