

2015年7月17日 全6頁

2015年 IMF SDR 見直しと中国人民元

人民元の SDR 構成通貨入りに向け、中国当局の改革意欲が試される

金融調査部 研究員 矢作大祐

[要約]

- 中国当局は、人民元の国際化に向けて様々な取り組みを進めている。2015年は通貨の国際化のメルクマールとなる IMF の SDR バスケット構成通貨の見直しのタイミングであり、人民元が構成通貨に入るか否かが論点となっている。
- 人民元の構成通貨入りは 2010 年の見直しの際も検討されたが、要件を満たしているとして IMF 理事会で認定されなかったため、構成通貨入りは承認されなかった。中国当局による人民元の国際化に伴い、人民元の利用は急速に拡大しているものの、他の構成通貨である米ドル、ユーロ、英ポンド、日本円と比べて利用シェアは小さく、2015 年の見直しにおいても、データ上は人民元の構成通貨入りの可能性は低いと言える。
- 構成通貨入りは IMF 加盟国が参加する理事会に決定権限があるため、中国当局は人民元の構成通貨入りによって想定される課題に事前に対処することを通じて、各国にアピールする必要がある。具体的には、①流動性の確保と人民元の短期金利の安定化、②為替レートの自由化、③各国中銀等による中国本土に対する投資制限の緩和、といった課題が挙げられる。
- 中国当局も人民元の構成通貨入りに向けて、資本取引の自由化や人民元を自由利用可能通貨にするための改革を積極化させるスタンスを示している。他方で、「管理された人民元の自由化」を目指すとも述べているように、改革は資本取引や人民元の完全なる自由化を意味するわけではない。特に 6 月以降の株価下落に伴い、改革への慎重論が高まりつつあることから、SDR 見直し議論が本格化する中で、改革が実際に進展するかが焦点となろう。

人民元は SDR 構成通貨入りするか

中国当局は人民元の国際化を目指しており、オフショア人民元市場の活性化や上海香港ストックコネクトの開始、人民元スワップの拡大など様々な取り組みを積極的に推し進めている状況にある。通貨の国際化の到達点を考えた場合、一つのメルクマールとして、IMF の SDR（特別引出権）バスケット構成通貨が挙げられる。本年は構成通貨の見直しのタイミングであり、人民元が入るか否かが論点となっている。人民元が構成通貨入りすれば、各国が外貨準備として人民元建て資産を増やす契機となり、中国の金融市場への資本流入が増加する。本稿では、構成通貨入りするための要件を中国人民元がどの程度満たしているのかについて前回の見直しの際のデータと比較しながら確認するとともに、今後中国当局が構成通貨入りに向けて取り組むべき改革について整理する。

2010 年見直しと足元の状況

SDR とは 1969 年に金やドル等の既存の準備資産を補完するための公的準備資産として創設されたものである。SDR は IMF 加盟国に配分されるものであり、加盟国は保有する SDR と交換でその時のレートに基づき SDR バスケット構成通貨を取得することが可能である。言い換えれば、SDR とは資本流出といった国際収支が悪化した場合等に利用可能な外貨準備資産の一つである。現在の構成通貨は米ドル、ユーロ、英ポンド、日本円の 4 通貨となっており、構成通貨は 5 年に一度 IMF 理事会で検討される。構成通貨入りのための要件は二つあり、具体的には、①財・サービスの輸出額が多い加盟国・通貨同盟によって発行され、②IMF によって自由利用可能通貨と認定された、4 通貨というものである。自由利用可能通貨とは、(1) 国際取引上の支払いを行うため広範に使用され、かつ、(2) 主要な為替市場において広範に取引されている通貨と規定されている。自由利用可能通貨か否かを判断する指標としては、(1) に関しては、a. 各国の財・サービスの輸出シェア、b. 外貨準備の通貨シェア、c. 銀行債務の通貨シェア、d. 債券の通貨シェア、(2) に関しては、e. 外為スポット市場での通貨シェアが、それぞれ用いられている。他方で、シェア～%以上が構成通貨入りの要件といった明確な目標値は定められていない。そのため、既存の 4 通貨と比較した際に、人民元が見劣りしない水準まで到達しているかが焦点となる。

直近の 2010 年の見直しの際にも、人民元を構成通貨に入れるか否かについて議論がなされた。中国は当時すでに米・ユーロ圏に次ぐ第三位の輸出国となっており、非構成通貨国として唯一①の要件を満たしていた。しかし、IMF 理事会において人民元は②の自由利用可能通貨と認定されなかったため、構成通貨として承認されなかった（図表 1）。具体的には、b. 外貨準備の通貨シェア、及び、c. 銀行債務の通貨シェアに関しては、人民元のシェア自体が公表されておらず、検証ができない状況にあった。また、人民元のシェアがわかる d. 債券の通貨シェア、e. 外為スポット市場での通貨シェアに関しても、それぞれ 0% 及び 0.2% とわずかであった。

今回の見直しに際し、中国人民元は①財・サービスの輸出額は前回と同様に上位 4 通貨以内

に入っており、②自由利用可能通貨の関連指標についても、人民元のシェアは拡大傾向にあることが確認できる（図表 1）。例えば、d. 債券の通貨シェアは、2010 年の見直し時 0%から 0.2%と上昇幅は小さく見えるものの、これは平均値であることが影響しており、2015 年 3 月時点のシェアは 0.6%となっている。e. 外為スポット市場での通貨シェアは 2007 年の 0.2%から 2013 年には 1.1%まで上昇している。しかし、シェアが拡大したとはいえ、既存の構成通貨のシェア水準まで到達しているとは言い難い。また、b. 外貨準備の通貨シェアや c. 銀行債務の通貨シェアに関しては、データ制約でいまだ中国人民元のシェアが検証できない状況にある。関連指標のみを踏まえれば、今回の見直しにおいても、前回に引き続き人民元が構成通貨入りする可能性は低いと考えられる。

図表 1 SDR バスケット構成通貨の要件と人民元（2010 年当時と現在の比較）（注 1）

a.各国の財・サービスの輸出 (億SDR) (注2)			b.外貨準備の通貨シェア%(注3)			c.銀行債務の通貨シェア%(注4)		
	2005- 2009年	2010- 2013年		2005- 2009年	2010- 2014年		2005- 2009年	2010- 2014年
米国	14,736	19,307	米ドル	64.5	61.6	米ドル	47.6	48.4
EU	20,920	26,374	ユーロ	25.6	24.8	ユーロ	34.4	34.3
英国	7,209	6,691	英ポンド	4.3	4.0	英ポンド	3.5	3.1
日本	6,148	7,274	日本円	3.4	3.8	日本円	8.0	5.9
中国	9,851	19,414	その他	2.2	5.9	その他	6.5	8.3

d.債券の通貨シェア%(注5)			e.外為スポット市場での通貨シェア (%)(注6)		
	2005- 2009年	2010- 2014年		2007年	2013年
米国	32.9	33.9	米国	42.8	43.5
EU	47.0	45.8	EU	18.5	16.7
英国	10.0	9.8	英国	7.4	5.9
日本	3.9	3.0	日本	8.6	11.5
中国	0.0	0.2	中国	0.2	1.1
その他	6.2	7.2	その他	22.5	21.3

（注 1）関連指標は基本的には前回見直し後の 5 年間の平均値で比較される。一部には、5 年分のデータが入手できない指標、及び 1 年毎のデータが公表されていない指標も含まれる。

（注 2）中国（2010-2013 年）に関しては、香港マカオとの取引を含む。なお、各国の財・サービスの輸出（2014 年）は、IMF のデータでは一部の国で確定値が未公表であることから、期間を 2010-2013 年としている。

（注 3）外貨準備の通貨構成について IMF にデータを提供している国の外貨準備に占める各国通貨のシェア。なお、その他にはスイスフラン、加ドル、豪ドルも含む。

（注 4）その他にはスイスフランも含む。

（注 5）債券通貨シェアはマネーマーケット、国債を含めたもの。

（注 6）単年ベース。

（出所）IMF、BIS より大和総研作成

SDR バスケット構成通貨入りに向けた中国当局の課題

現在、中国当局は人民元の SDR 構成通貨入りに向けて、積極的に IMF や各国に働きかけているようである。IMF のラガルド専務理事も「人民元の構成通貨入りに関しては、その可否ではなく、いつなのかということだ」と、人民元の構成通貨入り自体をサポートするような発言をし

ている。人民元の構成通貨入りの可否は、最終的には IMF 加盟国が参加する理事会の承認事項であり、関連指標の目標値が定められていない以上、一定程度裁量の余地がある。そのため、中国当局は人民元の構成通貨入りによって想定される課題に事前に対処することを通じて、各国にアピールする必要がある。想定される課題として具体的には下記の3点が挙げられる（図表2）。

（1）SDR 金利への影響

第一点として、中国の短期金利が与える SDR 金利への影響である。SDR 金利は各通貨の代表的な短期金利から算出され、2015年6月末時点で最低水準の0.05%となっている。人民元が構成通貨入りし、中国の短期金利指標が加味された場合、SDR 金利は上昇する見込みである。SDR 金利は、IMF のプログラムにおける融資の利息として用いられることから、利払い負担が増える IMF プログラム国（被支援国）は懸念を示す可能性がある。人民元が構成通貨入りし、SDR 金利が上昇したとしても、それは足元のマーケット動向を反映したものであり、一概に問題があるとは言えないが、中国当局はモニタリングの強化やストレス状況下での流動性供給の実施を通じて、SDR 金利の安定性を維持する必要がある。

例えば、中国で資金需要が増加し、流動性が枯渇した2013年6月にはレポ金利が急上昇したが、各銀行の流動性管理を徹底させるために、中国当局があえて流動性供給を控えたことも影響したとされる。構成通貨入り以降は、金利急上昇の影響は SDR 金利を通じて IMF プログラム国（被支援国）にも波及することから、中国当局は2013年6月のようなショック療法を控えるべきであろう。2015年に入り、中国人民銀行の報告書の中で、近年資金流入が続いた国際収支の構造下で自動的に人民元の流動性が確保された状況が変化しつつあり、中国人民銀行が主導的に流動性の供給を行う必要性があるとの記載がなされている。実際に、1～2月には旧正月を控え資金需要が増加し、レポ金利が上昇したため、中国人民銀行はリバースレポを通じた資金供給を実施した。レポ金利の上昇は過去の上昇時と比べて突出したものではなかったが、中国人民銀行は2014年通年でリバースレポを通じて供給した額とほぼ同じ額を1～2月だけで供給し、レポ金利の上昇を抑制したことから、流動性に対する危機意識は高まっている。今後も金利が安定的に推移するよう、中国当局には流動性供給の拡大といった適切な政策対応の継続が望まれよう。

（2）SDR レートへの影響

第二点として、オフショア人民元市場が SDR レートに与える影響である。中国本土での資本取引（オンショア人民元）は中国当局の規制下であり、補完的な役割として香港等の市場が発達し、人民元の国際化に貢献している状況にある。しかし、為替介入や為替レートの変動幅、流動性、市場参加者の違い等から、オフショア人民元とオンショア人民元のレートはかい離する。SDR レートは4通貨の米ドルに対する価値の合計値で算出することから、人民元が構成通貨に含まれた場合、オンショア人民元を用いて SDR レートを計算することが想定される。しかし、結果的に香港等での資本取引による為替レートの変動をカバーできないことになり、SDR レートがマーケットを正確に反映できなくなる可能性がある。

この問題を解決するために資本取引及び為替レートの自由化が必要であることを踏まえれば、6月末の米中戦略・経済対話で、中国当局が為替レートの柔軟性の強化と市場型の為替レートシステムへの早急な移行を目指すとともに、為替介入は無秩序なマーケット状況下に限定することをコミットしたことは、ポジティブな動きである。しかし、為替レートの改革がどのようなスケジュールで実施されるかについて具体的な言及はなく、為替介入に関してもどのような状況が無秩序なマーケット状況であるのかは不透明であることから、中国当局による改革スケジュールの具体化と為替介入の基準の透明化が必要となろう。

(3) 外貨準備を運用するための人民元建て資産の不足

第三点として、外貨準備を運用するための人民元建て資産の不足についてである。各国の外貨準備は構成通貨である米ドル・ユーロ・英ポンド・日本円で保有されるのが一般的である。そのため、人民元が構成通貨入りした場合には、各国政府は外貨準備として人民元建て資産の保有を拡大することが予想される。外貨準備は主に現預金、あるいは高格付け・高流動性の国債等で保有されることが多いことから、国債等の運用対象商品を十分に確保できる環境が必要である。

資本取引規制が存在する中国において、各国の中央銀行や通貨当局が人民元建ての中国国債等に投資するには、主に①オフショア人民元市場（香港等）での売買、②QFII/RQFII を利用した中国本土での売買がある。2015年4月末時点で各国の中央銀行や通貨当局は、計6,667億元（約1,091億ドル）の人民元建て資産を保有しているとされるが、オフショア人民元市場（香港）での中国国債の発行残高は、2015年3月時点で805億元（約131億ドル）であり、運用を行う市場としては規模が小さい。他方で、中国本土での国債発行残高は2014年末時点で95,655億元（約15,633億ドル）であり、市場自体は十分な規模を保有している。しかし、従来、資本規制が導入されている中国本土への投資は、中国当局からの承認を受けた金融機関（QFII/RQFII）を通じて行う必要がある。6月末時点でQFIIは755億ドル、RQFIIに関しては3,909億元（約639億ドル）の投資枠が実際に承認されている。①QFII/RQFIIを通じた投資は国債だけに限らないことや、②承認額が多数の金融機関に分散されて振り分けられていることを踏まえれば、大きなロットを運用する外貨準備にとっては中国国債に投資しやすい環境とは言えないであろう。

また、現在の輸出規模をベースに、人民元での貿易決済が拡大し、中国本土の金融商品へのアクセスが容易になれば、各国の中央銀行や通貨当局が保有する人民元建ての資産は、現在の1,091億ドルから1.5兆ドル程度まで増加するポテンシャルがある。7月14日、中国人民銀行は、中国当局への登録が完了した各国中央銀行や国際機関、ソブリンウェルスファンドは、中国本土の銀行間債券取引市場に参加することが可能になり、債券や債券レポ、債券貸借取引、債券フォワード、金利スワップ等について取引をすることができるとの資本取引の規制緩和策を発表した。投資規模もQFII/RQFIIのように中国当局から配分されるのではなく、各国の中央銀行等がそれぞれ決めることができることから、今後外貨準備の人民元建て資産での運用が拡大すると考えられる。

図表2 人民元の構成通貨入りに向けて克服すべき課題と中国当局のスタンス

想定される課題	中国当局のスタンス
SDR金利の安定性の確保 ⇒流動性の確保と人民元の短期金利の安定化	<ul style="list-style-type: none"> 資金流入が続いた国際収支の構造下で自動的に人民元の流動性が確保された状況は変化 人民銀行が主導的に流動性の供給を行う必要 ⇒リバースレポ等を通じた資金供給の実施
SDRレートの正確性の確保 ⇒為替レートの自由化	<ul style="list-style-type: none"> 為替レートの柔軟性の増加と市場型の為替レートシステムへの早急な移行を目指す 為替介入は無秩序なマーケット状況下に限ることをコミット
外貨準備の運用対象となる人民元建て資産の不足 ⇒中国本土に対する投資制限の緩和	<ul style="list-style-type: none"> 各国中央銀行や国際機関、ソブリンウェルスファンドは、中国当局への登録後、銀行間取引市場で債券等を取引することが可能 投資規模も自身で決定することが可能

(出所) 中国人民銀行、国家外貨準備管理局より大和総研作成

中国当局は改革を進めるか

今後のタイムスケジュールとしては、7月中旬にIMFの非公式理事会が開催され、人民元の利用状況についてデータ上の検討を行い、秋頃に公式理事会で人民元の構成通貨入りが審議される予定である。周小川人民銀行総裁は4月のIMFC（国際通貨金融委員会）の場で、資本取引の自由化及び人民元を自由利用可能通貨にするための取り組みとして、①QDII2の試験的な実施、②深圳香港ストックコネクットの開始、③外為取引における事前審査制度の撤廃、④海外機関投資家の中国資本市場へのアクセスを容易化、⑤障害となっている制度の撤廃や必要なインフラの提供を通じた人民元国際化の促進、等の改革を本年実施していくとのステートメントを出している。他方で、「管理された人民元の自由化」と発言しており、資本取引の改革は実施するものの完全なる人民元の自由化の実現には一定の留保をつけていることがわかる。特に、足元の中国の状況においては、6月以降の株式市場の混乱を契機に改革への慎重論が高まりつつあり、実際に改革が進展するかが注目される。

人民元の構成通貨入りは、中国以外の各国にとってもメリットがある。具体的には、①世界経済における新興国経済のシェアが高まる中で、その新興国の代表格である人民元を構成通貨に含めることによってSDRに現実をより反映させ、その利便性を高めること、②構成通貨入りをレバレッジに中国当局に改革を推し進めさせること、等が挙げられる。各国は中国当局が今回の株式市場の混乱等を理由に改革を断念することがないように働きかけを行うとともに、IMF理事会等の場を利用して実施状況のモニタリングを行う必要があるだろう。