

2015年10月30日 全8頁

# 中国人民元の SDR 構成通貨入りと各国の思惑

## 英国は人民元ビジネスを拡大、日本もキャッチアップを目指す

金融調査部  
研究員 矢作大祐

### [要約]

- 11月に開催される IMF の SDR 構成通貨見直し理事会において、中国人民元が構成通貨入りするかが注目されている。IMF の SDR 非公式理事会ペーパーを見ると、既存の指標でも IMF が提案した新たな指標でも、人民元が SDR 構成通貨の要件を確実に満たすとは言い切れない。そのため、IMF は人民元の SDR 構成通貨入りをサポートするために中国に様々な金融改革を要請しており、中国当局も人民元レートの算出方法の変更といった改革を実施することでその要請に応じている。
- IMF と中国は互いに協力しながら、人民元の構成通貨入りに向けた努力を継続している。IMF と中国の協力関係の背景には、SDR 構成通貨入りを通じて、人民元を既存の国際金融秩序に組み込むとともに、中国の金融改革を積極化させようとする IMF 側の思惑があると考えられる。また、中国当局にとっても人民元の SDR 構成通貨入りは、人民元の国際化の象徴という意味合いだけでなく、AIIB といった中国独自の対外戦略を推し進める上で重要なツールとなる可能性があると言えよう。
- 各国にとっても、人民元の SDR 構成通貨入りは千載一遇のビジネスチャンスとなっている。例えば、英国は人民元の SDR 構成通貨入り後を見据え、構成通貨入りをサポートすることによって、人民元建て中国人民銀行債の発行や RQFII（人民元適格海外機関投資家）枠を拡大するなど人民元ビジネスの積極化を図っている。
- 翻って、日本は人民元ビジネスにおいて足元では各国よりも立ち遅れている。10月の楼繼偉財務部長に対する麻生財務大臣の日本での人民元クリアリングバンクや RQFII 枠の設定リクエストから、日本も人民元の SDR 構成通貨入りを前提に、人民元ビジネスを推し進めようとする意図がうかがえよう。

## 中国当局は人民元の SDR 構成通貨入りに向けて改革を実行

### 既存の SDR 構成通貨入り要件では人民元の構成通貨入りは不確実性が高い

11月に開催される IMF の SDR 構成通貨見直し理事会では、中国人民幣元が構成通貨入りするかが焦点となっている。7月には IMF の非公式理事会が開催され、人民幣元が構成通貨入りのために必要な要件（自由利用可能通貨：国際金融市場で中国人民幣元が広範に取引され、利用されているか）を満たしているかについて、具体的な指標に基づいて検討が行われた模様である<sup>1</sup>。非公式理事会のために作成された IMF のスタッフペーパーでは、国際金融市場での人民幣元の利用についてシェアは大きくないものの、利用自体は急速に拡大しているとの評価がなされている。

ただし、実際に人民幣元の利用状況についてレポート内のデータを見ると、「(d) 残存債券残高の通貨シェア」、「(e) 外為スポット市場での通貨シェア」に関しては、既存の SDR 構成通貨（ドル、ユーロ、ポンド、円）に比べて、明らかに利用シェアは低い（図表 1）。また、今回の見直しにおいても、中国人民幣元のシェアが判明していない指標（(b) 及び (c)）が依然として存在しており、構成通貨入りの不確実性は高い。

図表 1 SDR バスケット構成通貨の既存要件（自由利用可能通貨）で見た場合の人民幣元シェア

(a) 各国の財・サービスの輸出 (10億 SDR)			(b) 外貨準備の通貨シェア(%)			(c) 銀行債務の通貨シェア(%)		
	2005- 2009年	2010- 2014年		2010年 第2Q	2015年 第1Q		2009年 第4Q	2014年 第4Q
米国	1,539	1,978	米ドル	62.5	64.1	米ドル	47.7	52.1
ユーロ圏	2,138	2,648	ユーロ	26.2	20.7	ユーロ	34.4	29.7
英国	780	708	英ポンド	4.2	3.9	英ポンド	6.6	5.4
日本	616	728	日本円	3.2	4.2	日本円	3.3	2.8
中国	872	1,613	その他	3.8	3.1	その他	6.3	8.3

(d) 残存債券残高の通貨シェア (%)			(e) 外為スポット市場での 通貨シェア(%)		
	2009年 第4Q	2014年 第4Q		2010年	2013年
米ドル	31.3	43.1	米ドル	39.9	41.3
ユーロ	48.3	38.5	ユーロ	23.2	18.4
英ポンド	10.3	9.6	英ポンド	7.1	5.5
日本円	3.3	2.0	日本円	10.1	15.0
中国人民幣元	0.1	0.6	中国人民幣元	0.3	0.8

(出所) IMF より大和総研作成

<sup>1</sup> SDR 構成通貨の要件は、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。人民幣元はこれまでも①の要件を満たしていることから、②の要件を満たすか否かが焦点となっている。②の要件を満たしているか否かについては、「(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) 残存債券残高の通貨シェア」、「(e) 外為スポット市場での通貨シェア」といった指標によって判断される。

## IMF は新たな指標を提案し、人民元の SDR 構成通貨入りをサポート

今回の理事会において、IMF は上記の指標に加えて、自由利用可能通貨か否かを判断するために新たな指標を追加することを提案している。具体的には、「(f) 公的外貨資産の通貨シェア」、「(g) 新規発行債券の通貨シェア」、「(h) クロスボーダー決済の通貨シェア」、「(i) 貿易金融の通貨シェア」、「(j) 外為市場（合計）での通貨シェア」が挙げられている（図表 2）。

IMF は、新たな指標を追加するために、既存の指標では足元の通貨利用の動向を正確に捕捉できなかった状況を改善するため、という理由づけを行っている。しかし、IMF が人民元の構成通貨入りをサポートするために、ポジティブな結果が得られる指標を選んでいる可能性も考えられる。例えば、中国人民元のシェアが大きい「(i) 貿易金融の通貨シェア」は高頻度での公表という特徴はあるものの、国際的な銀行の取引に関するデータは限定的でアジア新興国の銀行による取引が大きなシェアを占めるなどカバレッジに問題があり、人民元のシェアが過大評価される傾向がある。

また、指標追加の提案以外にも IMF は人民元の構成通貨入りをサポートするようなスタンスを示している。SDR の構成通貨数についてはこれまで 4 通貨と規定されていたが、人民元の構成通貨入りが決定的な場合、既存の 4 通貨のいずれかと交換するのではなく、5 通貨へと通貨数を増やすことを IMF は示唆している。5 通貨に拡大することで、交換対象となる既存の構成通貨の当局や、経済的な結びつきの強い国の当局からの反発を避けるという意味合いもあろう。

### 新たな指標であっても、人民元の利用シェアはいまだ低水準か

「(f) 公的外貨資産の通貨シェア」の公的外貨資産とは、各国当局が保有する外貨建て資産であり、外貨準備に加えて、各国当局が制度上や運用規定上外貨準備として運用できないものの、保有している外貨建て資産を含む。2014 年の公的外貨資産における人民元の残高は 510 億 SDR（約 740 億ドル）であり、シェアは 1.1%となっている。シェア順位は、構成 4 通貨・豪ドル（シェア 2.1%）・加ドル（シェア 2.0%）に次ぐ 7 位となっており、外貨準備資産として多くの国によって運用されているスイスフラン（シェア 0.2%）よりも上位に位置している。

「(g) 新規発行債券の通貨シェア」に関しては、既存の発行残高に比べて、近年の人民元の国際化を踏まえた債券発行状況の変化を見る際に最適な指標である。2014 年の新規発行債券における人民元のシェアは、2010 年の 0.1%から大きく上昇し 1.4%と構成通貨である日本円のシェアの 1.8%に迫る。これは、オフショア人民元債の発行が大きく増えたことが要因の一つと考えられる。

「(h) クロスボーダー決済の通貨シェア」、「(i) 貿易金融の通貨シェア」は、これまで利用されたことのない SWIFT 関連の指標である。「(h) クロスボーダー決済の通貨シェア」は、2012 年第 2 四半期～2013 年第 1 四半期の 0.2%から、2014 年第 2 四半期～2015 年第 1 四半期の 1.0%へと上昇している。これに伴い順位も構成 4 通貨・スイスフラン（シェア 2.4%）・加ドル（シェア 2.3%）・豪ドル（シェア 1.9%）に次ぐ 8 位となっている。

「(i) 貿易金融の通貨シェア」に関しては、2012年第2四半期～2013年第1四半期の構成4通貨の時点で、人民元（シェア1.9%）はすでに英ポンド（0.2%）を超えて、米ドル・ユーロ・日本円に次ぐ4位となっていたが、2014年第2四半期～2015年第1四半期には日本円（1.9%）を超えて人民元は3.9%と、米ドル・ユーロに次ぐ3位となっている。中国当局は2009年以降人民元建ての貿易決済を推進しており、貿易金融における人民元シェアの拡大につながっていると見えよう。

「(j) 外為市場（合計）での通貨シェア」は、外為スポットに加え、フォワード取引、通貨スワップ等も含むより広い指標である。外為市場（合計）での人民元のシェアは、2010年の0.4%に比べて、2013年には1.1%まで上昇しており、一日当たりの取引高は1,200億ドルとなっている。順位は2010年の17位から4通貨・豪ドル・スイスフラン・加ドル・メキシコペソに次ぐ9位まで上昇している。

図表2 IMFが提案した新要件（自由利用可能通貨）で見た場合の人民元シェア

(f) 公的外貨資産の通貨シェア (%)			(g) 新規発行債券の通貨シェア (%)			(h) クロスボーダー決済の通貨シェア (%)		
	2013年	2014年		2010年	2014年		2012年第2Q－2013年第1Q	2014年第2Q－2015年第1Q
米ドル	61.3	63.7	米ドル	34.7	42.1	米ドル	48.3	41.6
ユーロ	23.7	21.0	ユーロ	45.7	37.1	ユーロ	32.5	36.6
英ポンド	4.2	4.1	英ポンド	9.4	11.6	英ポンド	3.6	4.3
日本円	3.3	3.4	日本円	2.3	1.8	日本円	2.9	3.3
中国人民币	0.7	1.1	中国人民币	0.1	1.4	中国人民币	0.2	1.0

(i) 貿易金融の通貨シェア (%)			(j) 外為市場（合計）での通貨シェア (%)		
	2012年第2Q－2013年第1Q	2014年第2Q－2015年第1Q		2010年	2013年
米ドル	87.2	85.6	米ドル	42.4	43.5
ユーロ	7.5	7.2	ユーロ	19.5	16.7
英ポンド	0.2	0.2	英ポンド	6.4	5.9
日本円	2.0	1.9	日本円	9.5	11.5
中国人民币	1.9	3.9	中国人民币	0.4	1.1

（出所）IMF より大和総研作成

新たに提案された指標に基づいた人民元のシェアは、既存の指標と比較して中国当局が近年推進している人民元の国際化が結実していることが示されている（図表2）。しかし、「(f) 公的外貨資産の通貨シェア」、「(j) 外為市場（合計）での通貨シェア」といった指標での人民元の利用シェアを見ると、既存の構成通貨のシェアとは依然として差があり、新指標を利用したとしても中国人民币のSDR構成通貨入りの要件を確実に満たすとは言えないのが現状であろう。

## IMF は人民元の SDR 構成通貨入りを通じて、中国当局に改革を要求

IMF は上記のような新たな指標の提案などを行い、人民元の SDR 構成通貨入りをサポートしているが、その背景には、IMF が人民元の SDR 構成通貨入りを契機に既存の国際金融秩序に中国当局をより取り込むとともに、更なる金融改革の実施を中国当局に対して望んでいることが考えられよう。非公式理事会ペーパーでは、人民元が構成通貨入りした場合に発生しうる懸念点として、①SDR レート、②SDR 金利の参考指標、③ヘッジングのための金融商品の三点を取り上げ、中国当局が取り組むべき課題を提示している。

具体的には、①SDR レートに関しては、オフショア人民元（中国国内以外で取引される人民元）で運用しても、SDR の参考指標となるオンショア人民元（中国国内で取引される人民元）に対して依然として為替リスクが残ることを懸念点として挙げている。②SDR 金利に関しては、金利算出の参考指標となる 3 ヶ月物国債のセカンダリーマーケットでの取引が薄いことが懸念されている。③ヘッジングのための金融商品に関しては、IMF からの被支援国や IMF は保有する人民元建て資産の為替変動リスクを抑制する必要性があることから、為替スワップ等が十分に利用できるか否かが重要となる。

## 中国当局は SDR 構成通貨入りに向け、様々な改革を実行

中国当局は、IMF の要求に対して改革を積極化することで応えている。例えば、①SDR レートについて、7 月以降、各国中銀等の銀行間債券取引市場への参加が容易になったことで、オンショア人民元建ての資産を保有しやすくなった。また、8 月には人民元レートに関して、算出方法の透明化を図るための変更が加えられた<sup>2</sup>。人民元レートの算出方法を変更したとしても、中国人民銀行と市場のコミュニケーションミスマッチや、更なる資本取引の自由化がなされなければオンショア・オフショア人民元のかい離は完全には解決しないといった課題は残すが、当局が改革を進めていこうとする意思表示は見て取れよう。

②SDR 金利の参考指標に関しては、上記の各国中銀等の銀行間債券取引市場への参加が容易になったことによって取引量が増加する可能性があることに加え、本年の第 4 四半期より毎期 100 億元の 3 ヶ月物国債を発行する予定との報道が出ている。また、10 月の預金金利の上限撤廃に関しては、直接的には SDR 金利の参考指標ではないことや、基準金利の公表は継続されることから当局の金利に対する影響力の行使は維持可能といった限界があるものの、金利自由化という象徴的な意味合いで改革をアピールするための材料となろう。

他方で、改革とは逆行する動きもみられる。③ヘッジングのための金融商品に関しては、8 月末に中国人民銀行は、顧客向けに外貨予約を取り扱う金融機関に対して、外貨リスク準備金（契約総額の 20%）を中国人民銀行に預け入れる制度を導入することを公表した。直面する元安圧

<sup>2</sup> 中国人民元の為替レートに関しては、マーケットメーカーが前日のマーケット終値を参考に、外貨需給と国際主要通貨の為替レートの変化を総合的に考慮したうえで、中国外国為替取引センターに中間レートを提示することとなった。

力に当局が歯止めをかけようとする意図が見受けられよう。結果的に、金融機関は外貨買い・元売りの要因となる金融商品の取り扱いを避ける可能性があり、人民元エクスポージャーを有する主体は、元安をヘッジするコストが上昇すると考えられる。ただし、本制度の導入は 8 月のような人民元レートのボラティリティの急上昇を抑制するためのものであり、人民元に対する為替リスクを有する主体にとっては、安定的な人民元レートを享受することができる。本制度が長期間維持される場合には、資本取引規制の強化として批判される可能性はあるものの、当面の人民元レートの急変動への暫定的な対処策にとどまるのであれば、SDR 構成通貨入りにマイナスの影響を与えるとは考えにくいだろう。

では、なぜ中国は改革を積極化させてまで、人民元の SDR 構成通貨入りを目指すのだろうか。第一に、SDR 構成通貨入りは国際通貨の象徴であり、中国の大国化の象徴ともいえる。第二に、中国人民幣が SDR 構成通貨入りすることによって、各国が外貨準備として人民幣建て資産を増やす契機となることから、中国の金融市場への資本流入が増加する可能性がある。第三に、AIIB の人民幣建ての投融資をバックアップする意味がある。AIIB の投融資の際の通貨選択は、借入主体の需要に基づくものと規定されており、現状の国際金融市場の通貨シェアを見れば、ドル建ての投融資が中心になると想定される。中国当局としては、AIIB の投融資を人民幣で行うことができれば、中国企業の「走出去」（中国企業の海外進出）をサポートすることができるものの、国際機関として AIIB を位置づけたいことから、意のままに人民幣建ての投融資をすることは難しい。人民幣が SDR 構成通貨入りし、国際通貨としての信認が得られれば、人民幣建ての投融資を行うための大義名分を獲得することができると考えられる。つまり、SDR という既存の国際金融秩序を利用し、中国独自の対外政策を推し進めたいとの意図も読み解けるのではなかろうか。

## 中国当局の各国への支持要請と SDR 構成通貨入り後を見据えた各国の思惑

### 英国は人民幣ビジネスの拡大を加速、日本も人民幣ビジネスのキャッチアップを目指す

中国当局は改革だけでなく、各国に対して人民幣の SDR 構成通貨入りへの支持を要請するとともに、2 国間の金融協力を推進している（図表 3）。2 国間の金融協力は、中国にとって人民幣の国際化をさらに進めることができるとともに、各国にとっても人民幣ビジネスの拡大のためのチャンスとなる。例えば、習近平総書記の訪米時の成果に関して記載された米国側の文書には、米国は人民幣の SDR 構成通貨入りに関して、既存の IMF の要件を満たす場合にはサポートするとともに、本テーマに対する中国とのコミュニケーションを強化する、との記載がなされている。米国のスタンスに大きな変化はないものの、成果文書で言及されたこと自体が、構成通貨入りを目指す中国当局にとってサポータティブなメッセージであったと言える。また、コミュニケの中には、人民幣取引や米国での人民幣建て取引を集中決済する銀行（人民幣クリアリングバンク）の設置に関しても引き続き協議すること、との記載があり、人民幣の SDR 構成通貨入りを見据え、人民幣ビジネスの拡大を加速化する動きが見て取れよう。

人民元ビジネスの拡大に関して、もっとも顕著な例が英国であろう。本年9月の第7回英中経済金融対話（以下、対話）において、英国は中国人民元が国際通貨としてより重要性を増すことを認識するとともに、人民元の SDR 構成通貨入りに関して、既存の IMF の要件を満たす場合にはサポートすることが確認された。英国はそもそもオフショア人民元債や RQFII（人民元適格海外機関投資家）、人民元クリアリングバンクの設置など、人民元ビジネスを積極的に推進しているが、今回の対話において、英国に賦与されている RQFII 枠の拡大や、上海証券取引所とロンドン証券取引所の相互接続が検討されることになった（図表3、4）。また、10月の英中首脳会談では、英国での中国人民銀行債50億円の発行が公表されており、米国よりもさらに具体的な金融協力を踏み込んでいることがわかる。また、オフショア人民元債の発行が増加しているドイツに関しても、10月29日にメルケル首相が訪中し、人民元の SDR 構成通貨入りが実現すれば喜ばしいことだと発言しており、英国と同様に中国との金融協力の深化が公表される可能性があるだろう。

では、日本当局は人民元の SDR 構成通貨入りに関してどのようなスタンスを示しているだろうか。日本当局のスタンスとしては、人民元の SDR 構成通貨入りに関しては、米国と同様に既存の IMF の要件を満たす場合にはサポートするというものである。しかし、日本も英国等の動向を踏まえ、10月にリマで開催された IMF 世銀総会前後に、人民元の SDR 構成通貨入りを前提とした人民元ビジネスの拡大を加速化しようとする兆候がみられた。具体的には、麻生財務大臣は楼継偉財務部長と会談し、人民元クリアリングバンクの日本国内での設置や、RQFII 枠の賦与を中国に対して要求している。元々日本は円-人民元の直接取引やバイスワップ等をいち早く開始するなど、人民元ビジネスの先駆者的存在であったが、オフショア人民元債の発行や RQFII、オフショアクリアリングバンクなどでは英国等の後塵を拝している。11月に日中韓首脳会談が開催される予定であり、上記2点の進展が注目される。日本での人民元ビジネスの前進が期待されよう。

図表3 人民元の SDR 構成通貨入りに関連した各国の動き

英国	<ul style="list-style-type: none"> <li>9月の第7回英中経済金融対話では、英国は中国人民元が国際通貨としてより重要性を増すことを認識するとともに、人民元の SDR 構成通貨入りに関して、既存の IMF の要件を満たす場合にはサポートすると発表</li> <li>中国人民銀行債50億円の発行、RQFII 枠の拡大、上海証券取引所とロンドン証券取引所の相互接続の検討</li> </ul>
独国	<ul style="list-style-type: none"> <li>10月29日-30日に、メルケル独首相が訪中。メルケル独首相は、人民元の SDR 構成通貨入りを実現すれば喜ばしいこと、と発言</li> </ul>
米国	<ul style="list-style-type: none"> <li>9月の習近平総書記訪米にかかる成果文書で、米国は、IMF の既存要件を満たす場合に中国人民元の SDR 構成通貨入りをサポートすることを再確認</li> <li>人民元取引や米国でのクリアリングバンクの設置に関して引き続き協議</li> </ul>
日本	<ul style="list-style-type: none"> <li>10月の麻生財務大臣-楼継偉中国財政部長との会談で、麻生財務大臣は人民元建て取引を集中決済する銀行(人民元クリアリングバンク)の日本国内での設置や、RQFII(人民元適格海外機関投資家)枠の賦与を中国に対して要請</li> <li>11月の日中韓首脳会談で再度協議か</li> </ul>

(出所) 各種報道等より大和総研作成

図表4 RQFII・クリアリングバンク・バイスワップの各国別動向

国・地域名	RQFII許可額(億元)	クリアリングバンク	バイスワップ(億元)
香港	2,700	中国銀行	4,000
英国	800	中国建設銀行	3,500
フランス	800	中国銀行	—
韓国	800	交通銀行	3,600
ドイツ	800	中国銀行	—
シンガポール	500	中国工商銀行	3,000
カナダ	500	中国工商銀行	2,000
オーストラリア	500	中国銀行	2,000
スイス	500	—	1,500
ルクセンブルク	500	中国工商銀行	—
チリ	500	中国建設銀行	220
ハンガリー	500	—	100
カタール	300	中国工商銀行	350
マカオ	—	中国銀行	—
台湾	—	中国銀行	—
マレーシア	—	中国銀行	1,800
タイ	—	中国工商銀行	700
ECB	—	—	3,500
ブラジル	—	—	1,900
ロシア	—	—	1,500
インドネシア	—	—	1,000
アルゼンチン	—	—	700
南アフリカ	—	—	300
ニュージーランド	—	—	250
モンゴル	—	—	150
ウクライナ	—	—	150
パキスタン	—	—	100
トルコ	—	—	100
スリランカ	—	—	100
ベラルーシ	—	—	70
カザフスタン	—	—	70
アイスランド	—	—	35
タジキスタン	—	—	30
アルバニア	—	—	20
スリナム	—	—	10
アルメニア	—	—	10
アラブ首長国連邦	—	—	350(失効)
ウズベキスタン	—	—	7(失効)

(注1) 2015年9月末時点。英国のRQFII枠の拡大は反映されていない。

(注2) バイスワップとは、保有する外貨準備や自国通貨を二国間で融通することを事前に取極める「二国間通貨スワップ取極」を指す。

(出所) 中国人民銀行より大和総研作成