

IMF の特別引出権 (Special Drawing Rights : SDR)

経済調査部長 兼 開発経済調査部長 佐久間 浩司
koji_sakuma@iima.or.jp

2016 年は、5 年に一度の SDR 算出の構成通貨のウェイトの見直しの年となり、普段気にかけることの少ない SDR への注目が集まる。SDR は、戦後の特殊な事情から生まれた補完的な準備資産で実際の効力は限定的だが、国際金融における協調のシンボルとして、またその構成通貨になることはステータスとして意味がある。人民元が SDR 構成通貨に入る可能性はあるが、それにとまなう負荷や責務を考慮した慎重な検討が求められる。

1. IMF 体制の全体像について

SDR を保有する母体である国際通貨基金 (IMF) の使命は、短期的な外貨流動性不足が起きた時に当該国を支援し国際金融の安定を維持することであり、その役割を担う 2 つの部局を持つ。

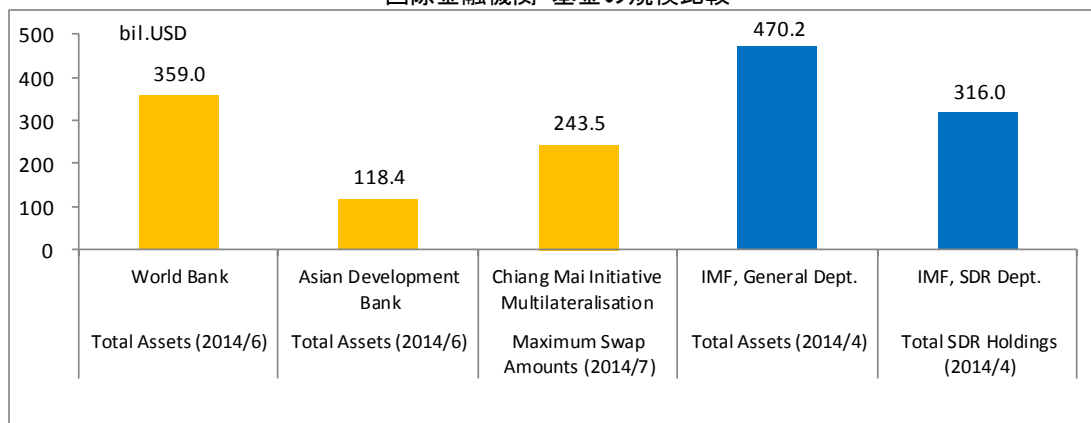
1 つは一般会計 (General Department) と呼ばれる IMF の仕組みの根幹で、GDP や輸出入額規模に応じた各国の出資金、計 2380 億 SDR を原資とする融資制度である。一般資金勘定、特別拠出勘定などのいくつかの融資プログラムを通じて危機に陥った国への短期的な融資が実施される。この時、借入国には景気過熱への対応や構造問題への取り組みなどが融資の条件として課される。1947 年の IMF 業務開始時は、この一般会計のスキームのみ存在した。

もう 1 つは 1969 年にドル以外の準備資産を作る必要から創設された SDR 会計 (SDR Department) である。(詳細後述)

この一般会計と SDR 会計を合わせた IMF 全体の規模は 7860 億米ドルと大きい¹。うち一般会計は米ドル換算すると 4700 億で、世界銀行の総資産 3590 億米ドルやアジア開発銀行の総資産 1180 億米ドルを上回る。また権利が行使されたときに効力を発揮する SDR 会計の 3160 億米ドルは、類似のアジア域内のスワップ協定チェンマイ・イニシアチブの総規模 2430 億米ドルを上回る。

¹ SDR 会計はスワップ協定なので、実際にオンバランスの資金のある世銀や ADB などとの単純な比較はできないが、IMF が関与する金融枠という意味で、一般会計との合算規模を掲げた。

Comparison of International Financial Institutions or Facilities
国際金融機関・基金の規模比較



(Source) Ministry of Finance, Japan, ADB, World Bank, IMF

2. SDR について

SDR とは Special Drawing Rights（特別引出権）の略語で、IMF のメンバー国が保有する、外貨を IMF から引き出せる権利を意味する。IMF メンバー国は、対外取引に必要な外貨に不足が生じた時（≒通貨危機に直面した時）、IMF に対し、SDR 払い/外貨受けのスワップ取引で外貨を一時的に調達できる。そのスワップ取引を行使する権利のことを SDR と呼ぶ。つまり、チェンマイ・イニシアチブ・マルチ化（CMIM）などのようなスワップ協定と同じで、通常は当事者間の約束があるだけで、資金のプールとか受け払いがあるわけではなく、緊急時にスワップが実行されて初めて現金が動く。

記帳上は、平常時は IMF がメンバー国に対し SDR を割り当てる。割り当てられた SDR は、実際の現物資産ではなく権利だが、メンバー国の外貨準備資産に算入される。また割り当ての対価としてメンバー国は IMF に手数料を支払う。割り当てられた SDR をメンバー国は IMF に預託し利息を受け取る。利息は SDR 構成通貨の金利の加重平均的な金利となるが、割り当て手数料がこれと同額となるように設定されるため、SDR の行使がなければ、IMF と各国の入り払いは相殺される仕組みになっている。

緊急時、メンバー国は SDR と外貨のスワップ取引権を行使して、ドルやユーロなどのハードカレンシーを受け取る。スワップ取引の相手は厳密には IMF ではなく、IMF が指定する米国、日本、ドイツなど IMF メンバーの中で外貨資金繰りが安定した先進国であり、IMF はあくまでメンバー国から信任されたスワップ取引の仲介者である。SDR 会計は、こうした外貨資金繰りが相対的に安定した先進国の財務省や中央銀行の、相互信頼に基づく国際金融安定への強いコミットメントによって支えられている。

3. 一般会計と SDR 会計の配分状況

一般会計、SDR 会計、IMF 内の意思決定の議決権の比率はどれも同じで、最大出資国が米国で、IMF 全体の約 17%、2 位日本、3 位ドイツでどちらも 6%前後となっている。中国は 6 位で約 4%である。上位 20 カ国で全体の 70%を占める。（詳細は次表参照）

配分は GDP や貿易量によって決まるので、経済発展が遅れ外貨流動性が逼迫する可能性の高い国ほど SDR の配分は小さい。実際に危機が起きた時には、配分された SDR 分のスワップではとても必要な外貨を調達できないことが起こりうる。例えば 2010 年

以降の欧州危機の時にギリシャが受けた融資残高の最大は年末ベースで 2013 年の 241 億 SDR であり、これに対してギリシャの SDR 配分額は 7.8 億 SDR と 30 分の 1 に満たない。危機に直面した国への対応では、一般会計が力を発揮する。

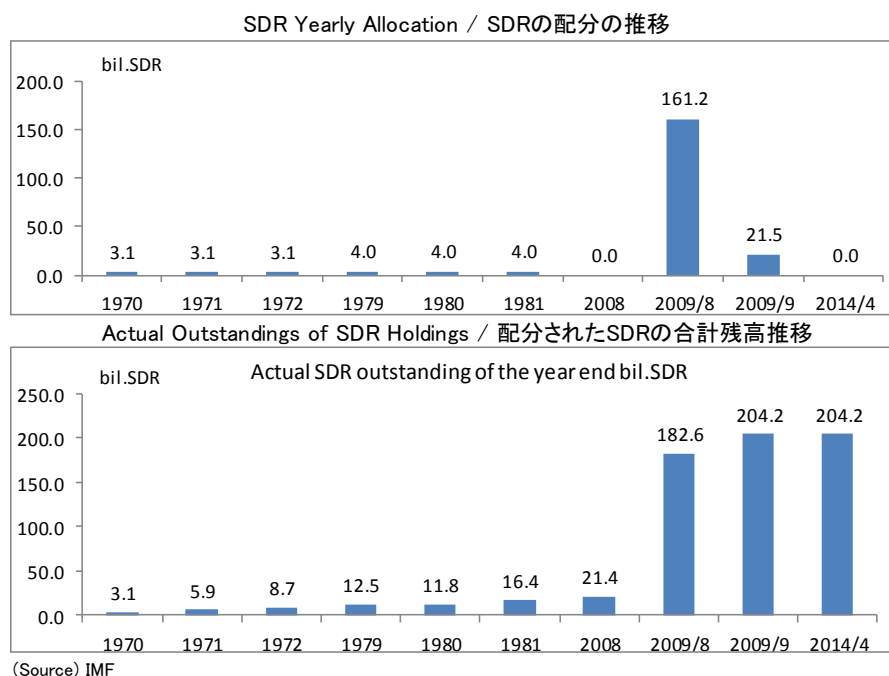
Each country's position to IMF: Top 25 + Ireland + Greece (as of April 30, 2014)

各国の対IMFポジション: 上位25カ国、アイルランド、ギリシャ

		General Department				Votes		SDR Department	
		Quota		IMF's holdings of currencies				SDR Holdings	
		millions of SDRs	%	millions of SDRs	%	Number	%	millions of SDRs	%
	Total	238,121	100.04	271,988	100.04	2,519,762	100.04	204,177	100.04
1	United States	42,122	17.69	32,036	11.78	421,961	16.75	35,316	17.30
2	Japan	15,629	6.56	15,032	5.53	157,022	6.23	12,285	6.02
3	Germany	14,566	6.12	10,921	4.02	146,392	5.81	12,059	5.91
4	France	10,739	4.51	8,055	2.96	108,122	4.29	10,134	4.96
5	United Kingdom	10,739	4.51	8,134	2.99	108,122	4.29	10,134	4.96
6	China	9,526	4.00	9,183	3.38	95,996	3.81	6,990	3.42
7	Italy	7,882	3.31	5,906	2.17	79,560	3.16	6,576	3.22
8	Saudi Arabia	6,986	2.93	5,143	1.89	70,592	2.80	6,683	3.27
9	Canada	6,369	2.67	4,360	1.60	64,429	2.56	5,988	2.93
10	Russian Federation	5,945	2.50	4,286	1.58	60,191	2.39	5,672	2.78
11	India	5,822	2.44	4,215	1.55	58,952	2.34	3,978	1.95
12	Netherlands	5,162	2.17	3,909	1.44	52,361	2.08	4,837	2.37
13	Belgium	4,605	1.93	3,442	1.27	46,789	1.86	4,323	2.12
14	Brazil	4,251	1.79	3,388	1.25	43,242	1.72	2,887	1.41
15	Spain	4,023	1.69	2,997	1.10	40,971	1.63	2,828	1.38
16	Mexico	3,626	1.52	2,567	0.94	36,994	1.47	2,851	1.40
17	Switzerland	3,459	1.45	3,262	1.20	35,322	1.40	3,288	1.61
18	Korea	3,366	1.41	2,641	0.97	34,401	1.37	2,404	1.18
19	Australia	3,236	1.36	2,278	0.84	33,101	1.31	3,083	1.51
20	Venezuela	2,659	1.12	2,337	0.86	27,328	1.08	2,543	1.25
21	Sweden	2,396	1.01	1,847	0.68	24,692	0.98	2,249	1.10
22	Argentina	2,117	0.89	2,117	0.78	21,908	0.87	2,020	0.99
23	Austria	2,114	0.89	1,582	0.58	21,876	0.87	1,736	0.85
24	Indonesia	2,079	0.87	1,934	0.71	21,530	0.85	1,980	0.97
25	Denmark	1,891	0.79	1,417	0.52	19,651	0.78	1,532	0.75
38	Ireland	1,258	0.53	20,465	7.52	13,313	0.53	775	0.38
42	Greece	1,102	0.46	23,000	8.46	11,755	0.47	782	0.38

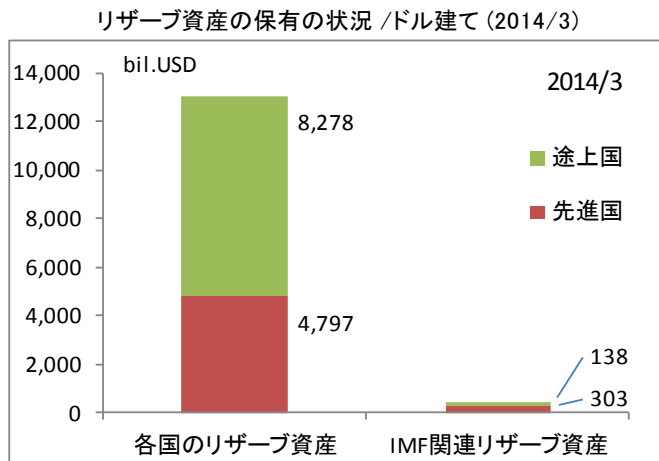
もちろん、こうした SDR の配分額の少なさに対して何も策が打たれなかったわけではない。2008 年 9 月のリーマン・ショックの影響で、韓国などにも外貨流動性逼迫の懸念が起きた。この時は、結局韓国政府は翌 10 月に米連邦準備理事会 (FRB) と二国間のスワップ協定を結び危機を乗り越えたが、これらの反省を踏まえ、IMF は 2009 年 8 月に SDR 枠を大幅に拡大し、合計残高は 214 億 SDR から 8 倍の 1826 億 SDR に急増

した。また翌9月には、1981年以降にIMFに加盟した国が、2009年までSDR配分を一度も受けてない状況を是正し、すべてのIMF加盟国がSDR制度を公平に使えるようにということから、更に215億SDR増額され、現在の合計残高は2042億SDRとなっている。

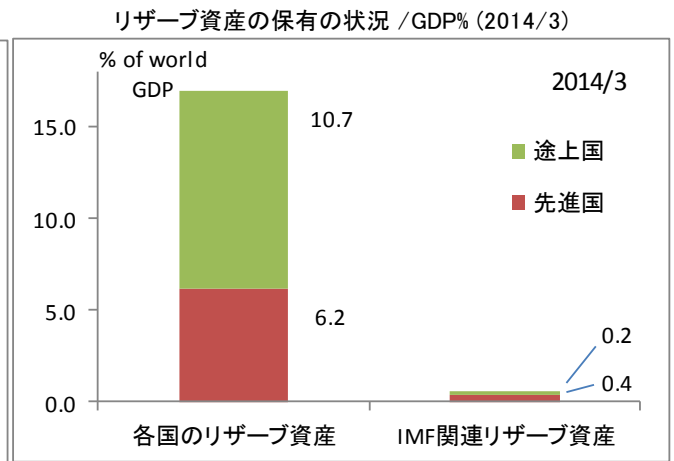


4. SDRの現状に対する中国の不満

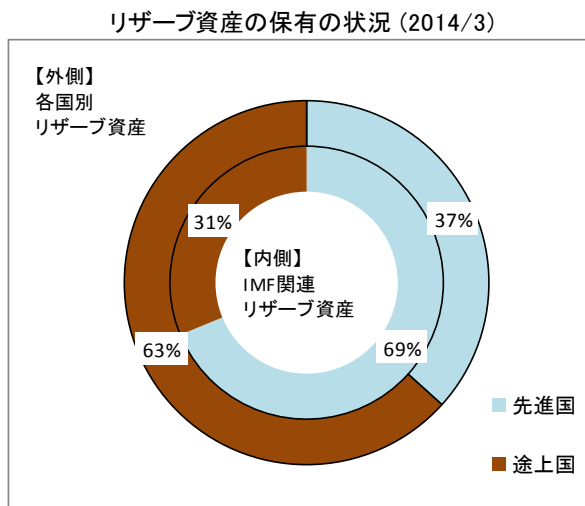
グローバル金融危機を機に増額されたとはいえ、規模においても配分の比率においてもSDRは課題を抱えている。規模については、あくまで補強目的とはいえ、下図の通り各国がそれぞれ保有する準備資産の総額との対比でSDRは極めて少ないことが分かる。また過去30年の間に途上国の中には経済発展目覚ましく、外貨準備の点でも存在感を際立たせている国が多く出ているが、SDRの保有比率は、こうした世界の変化を全く反映していない。中国から見れば、米国主導の国際金融秩序の中では存在感を示せず、従って責任感も持ち得ないということなのかもしれない。中国は、2008年の韓国を皮切りに、様々な国と人民元と地場通貨のスワップ協定を結び、SDRとは別の世界でSDRと同じ効果のセーフティネットを世界に広めている。



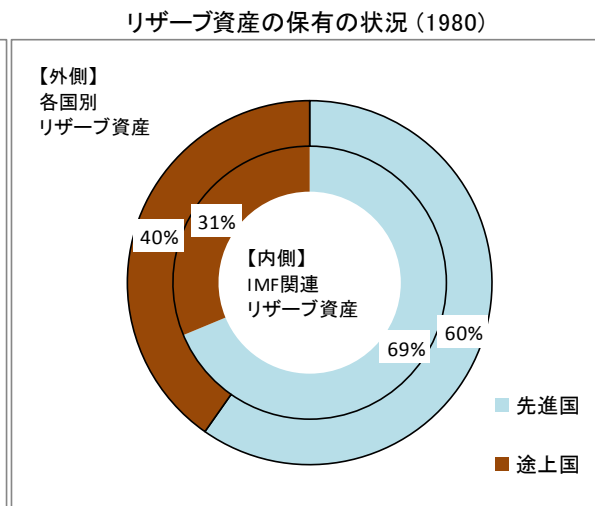
(Source) IMF, Annual Report 2014



(Source) IMF, Annual Report 2014



(Source) IMF, Annual Report 2014

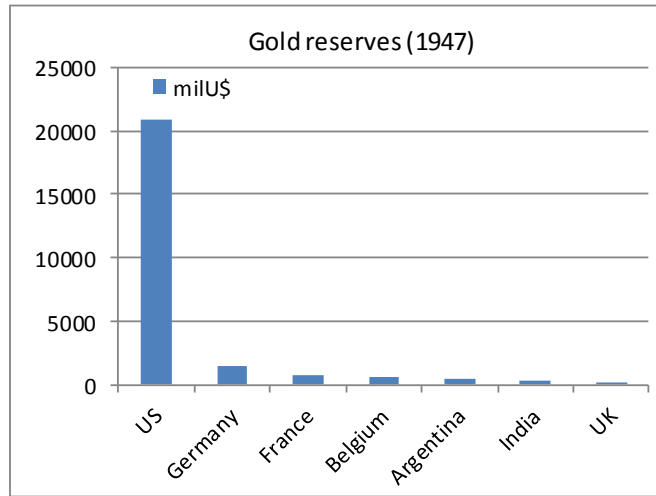


(Source) IMF, IFS 1993

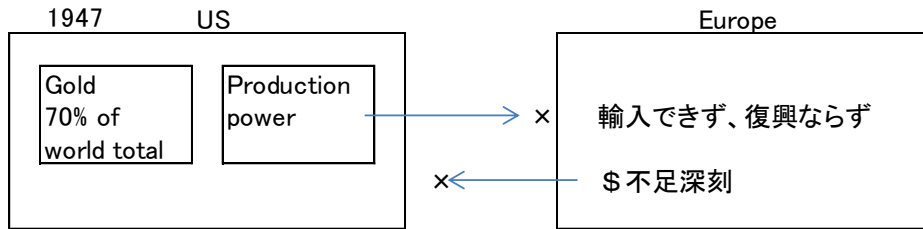
5. SDR が誕生した背景にある戦後の特殊な状況

SDR の誕生には、第二次大戦直後の特殊な世界経済情勢が色濃く反映されている。戦後、実体経済面では、破壊しつくされた欧州の復興需要と、世界で唯一無傷に残った米国の工業生産力があつた。金融面では、1947年には、世界の金準備資産の70%が米国に集中していた。欧州諸国の通貨は兌換性を回復しておらず、復興のためには米国からの輸入が必要だが、その支払いのための外貨が不足していた。

Gold reserves in 1947 / 世界の金準備 1947年

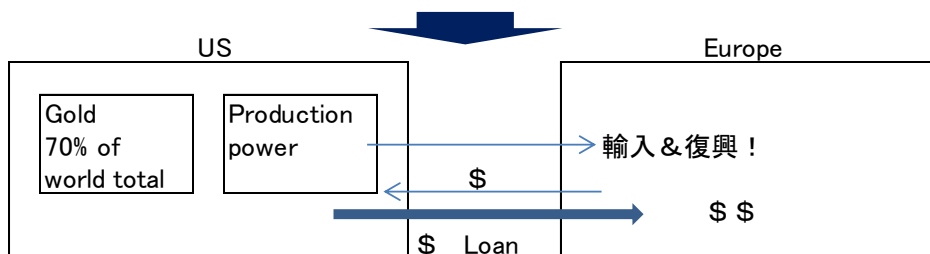


(Source) IMF



こうした中で、米国の経済力に依存し、米国が保有する金をアンカーとして米ドルを金の価値に固定し基軸通貨とした。これが金・ドル本位制という新しい国際通貨制度のスタートである。金ドル本位制と呼ばれるが、実質的には、国際通貨システムには何らかの絶対的な価値を持つアンカーが必要だという戦前の金本位制の発想を引きずっている。このアンカーが必要だという固定観念こそが、後にドル売り金買い需要を引き起こし、ブレトンウッズ体制を崩壊させることになる。

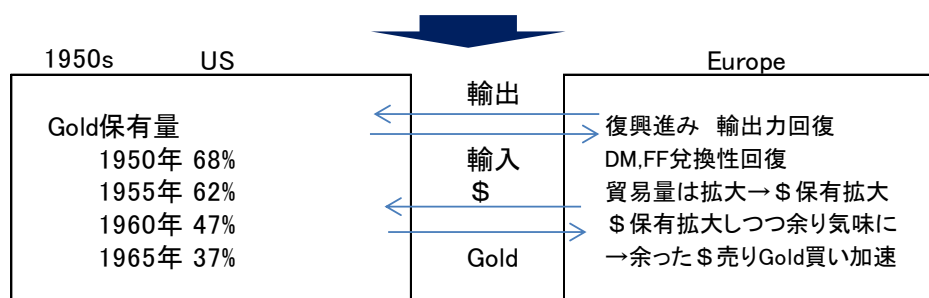
崩壊の過程は次のようになる。当初、米国は世銀などを使って欧州にドル資金を貸付け、それで欧州は米国から消費財、資本財を輸入した。1950年代半ばごろまでには欧州の復興は相当進んだ。



復興が進むと欧州の輸出力も徐々に回復し、国内通貨ドイツマルクやフランスフランも徐々に兌換性を回復していった。貿易量は急速に拡大したから、世界貿易の決済通貨であるドルの海外流通量も拡大したが、同時に欧州では、貿易収支の回復に伴い、ドル

が余る場面も出始めた。

この状況で金本位制に憑かれたセンチメントが働いた。米国が保有する金の量は基本的に変わらないのに、金を担保とする米ドルの流通量は拡大している。どう考えても金と米ドルの固定相場を維持するのは無理があるとの思惑が広まり、欧州諸国は徐々に余ったドルを売り、準備資産として米国から金を買うようになる。これが米国の金保有量を減らし、金-米ドルの価値の固定の不自然さがますます強まることになった。

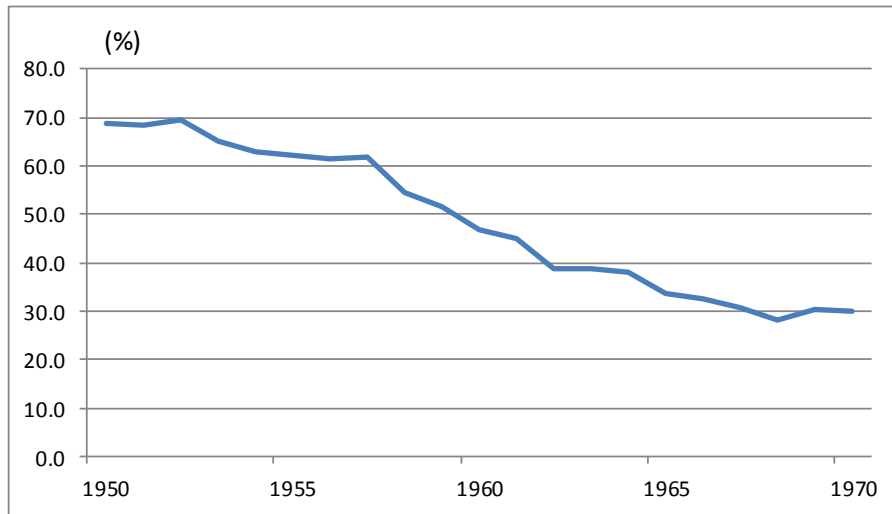


この時点で、米ドルをアンカーとする国際金融システムを維持しつつ、それでいて準備通貨としての金への需要を抑えるために、外貨準備に交換できる整理券的性格のものが考案された。これが SDR だ。SDR は、準備資産としての金の役割を補完するので、保有するだけで安心感があり、それでいて実際のドル売り金買いを抑えるので、アンカーであるドルの価値の下落を避けられる。これが創設の意図であった。

しかし結局は、ドル売りの圧力は弱まらず、ついに 1971 年 8 月に、ニクソン大統領が金とドルの固定相場での交換を停止した。SDR は、金-ドル本位制を維持するほどの役割を果たすことは出来なかったのである。世界経済の戦後の急回復という現実には、金という量の限られた物質を担保とする通貨制度は無理だったということだろう²。通貨スワップで準備資産を提供し合うという権利と義務をすべてのメンバーが同時に持つという協定自体はよく出来ており、後の CMIM も同じ仕組みだ。人民元スワップも、多元的（マルチラテラル）ではなく双務的（バイラテラル）な形態だが、いざとなればスワップにより外貨を供給するという点では同じだ。しかし、金-ドル本位制の維持という当初の目的が果たせなかったのは既述の通りで、今日の SDR も、危機対応に必要な準備資産としては規模的に小さすぎるという限界がある。

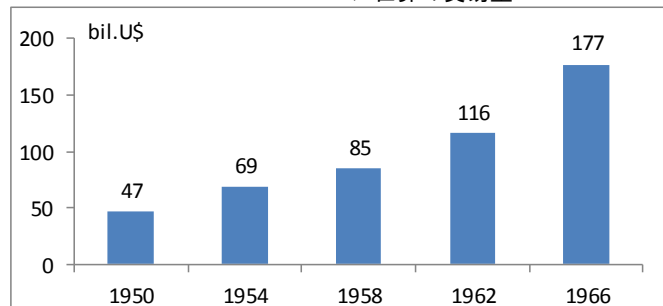
² SDR 構想の原動力となったのは、「トリフィンのジレンマ」というイェール大学の経済学者ロバート＝トリフィンが 1960 年に唱えた説である。これは、世界の経済金融取引に使われる基軸通貨は、实体经济の拡大とともに供給量は拡大するが、それゆえに通貨価値が下落していくことは不可避だというジレンマである。しかし、金のようなアンカーがなければ国際通貨制度は安定しないという思い込みのなくなった現在では成立しない。

US Gold Reserves share in the world / 世界の金準備に占める米国保有のシェア



(Source) IMF

Total World Trade / 世界の貿易量



(Source) IMF

6. SDR の将来と中国

準備資産を入手する整理券としての SDR は、無意味とは言わないまでも決定的に必要だというほどの要素はない。しかし、国際金融における国家を超えた共通の利益を追求していこうという協調のシンボルであることには間違いない。可能性は低いかもしれないが、ブレトンウッズ体制前に議論された選択肢のひとつであったケインズの国際決済通貨「バンコール」のように、今の米ドルを基軸通貨とするシステムとは違う段階への発展の橋渡しになることもなくはない。

こうした SDR のシンボル性や発展的な意味合いを考えると、現在のユーロのように、SDR を支える国には、相互の強い信頼関係と、国益を超えた世界全体の利益への強いコミットメントが不可欠だ。外目の目から見ても信頼に足る中銀の独立性や法治主義が確立している必要があるし、仮に中銀の独立性が不十分な場合は、政府自体の国際協調の姿勢を諸外国が十分信頼していることが不可欠である。

中国は、現在 SDR 構成通貨への人民元の算入を求めているが、確かに SDR の算出には、主要国の GDP の大きさとか貿易の大きさが加重平均的に反映されるべきだろう。これには一定の説得力がある。しかし、通貨というのは、生産や輸出入などの経常取引だけではなく、同量の資本取引の媒体でもある。SDR 構成通貨に入るというのは、人民元が資本取引まで含めて本格的に国際通貨に名乗りを上げるということだ。

本当に国際通貨になってしまうと、中国の経済規模からして、マイナーな国際通貨の

地位に止まるのは難しい。金融政策の変更には、海外の実体経済への影響も考えてほしいという声が上がろう。実際にするかどうかは別にしても、常に国際事情への配慮が求められることは確かだ。

また配慮ばかりではなく警戒も必要だ。世界の投資資金は巨額だ。自由な資本取引の中でこの流れを一国の政府がコントロールするのは難しい。米国の例からも分かる通り、国内の長期金利がグローバルな要素で動いてしまうという不都合も出てこよう。SDR構成通貨になるということは、人民元スワップやオフショア人民元など自分のペースでできる範囲を超えて人民元の国際化に踏み出すことを意味する。その負荷や責務を十分考慮して慎重な検討がなされることを期待したい。

Change of the Value of SDR / SDRの価値の推移

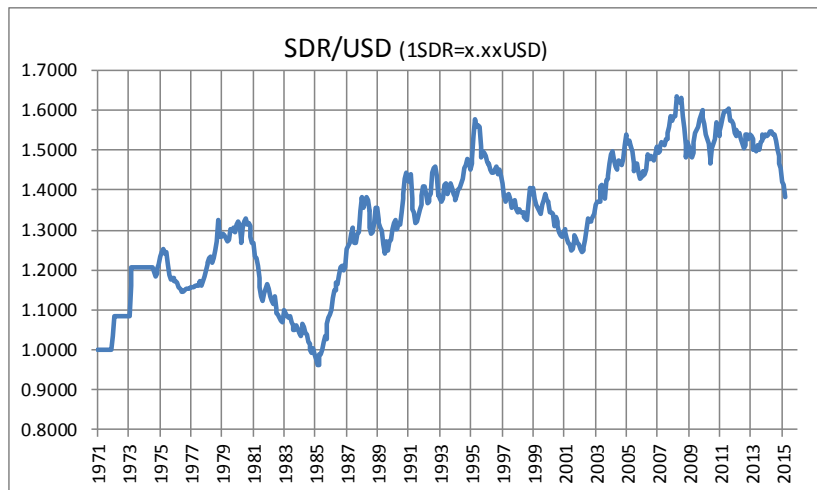
	1970年1月	1971年12月	1973年2月	1974年7月	1978年	1980年
1SDR = x.xxxU\$	1.0000	1.08571	1.20635	1.20733	1.24922	1.32035
1SDR = 金x.xxxg	0.888671			0.809986		
ウエイト算入国				米国	米国	米国 42
				ドイツ	ドイツ	ドイツ 19
				フランス	フランス	フランス 13
				日本	日本	日本 13
				英国	英国	英国 13
				イタリア	イタリア	
				オランダ	オランダ	
				ベルギー	ベルギー	
				スウェーデン	スウェーデン	
				ノルウェー	ノルウェー	
				スペイン	スペイン	
				オーストリア	オーストリア	
				カナダ	カナダ	
				オーストラリア	オーストラリア	
			デンマーク	サウジアラビア		
			南アフリカ	イラン		

(Source) IMF

	1986年	1991年	1996年	1999年	2001年	2006年	2011年
1SDR = x.xxxU\$	1.09786	1.42291	1.46897	1.40398	1.30172	1.4471	1.54697
ウエイト算入国	米国 42	米国 40	米国 39	米国 39	米国 44	米国 44	米国 42
	ドイツ 19	ドイツ 21	ドイツ 21	ユーロ 32	ユーロ 31	ユーロ 34	ユーロ 37
	フランス 12	フランス 11	フランス 11				
	日本 15	日本 17	日本 18	日本 18	日本 14	日本 11	日本 9.4
	英国 12	英国 11	英国 11	英国 11	英国 11	英国 11	英国 11

(Source) IMF

SDR 為替相場推移



(Source) Datastream

<参考文献>

竹中正治『戦後国際通貨史 金・ドル本位制はどのように変容していったか』エコノミスト 2010年11月15日号

井川紀道編著『IMFハンドブック』年金研究社 1992年3月

大野健一、大野泉『IMFと世界銀行』日本評論社 1993年3月

IMF, Fact Sheet: Special Drawing Rights, April 2015

IMF, Financial Operations 2014, October 2014

福永一樹、松井謙一郎『最近のSDRの活用を巡る議論に係る考察』国際経済金融論考, 国際通貨研究所 2009年11月2日

The World Bank, Sustainable Impact Investments, World Bank, August 2014

『アジア開発銀行の概要』アジア開発銀行 2014年11月

『CMIM 貢献額、買入乗数、引出可能総額、投票権率』財務省プレスリリース 2014年7月17日

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2015 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-Chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話: 03-3245-6934 (代) ファックス: 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>