



人民元の「管理された交換性」と SDR

京都大学 名誉教授
公益財団法人 国際通貨研究所 上席客員研究員
村瀬 哲司

はじめに

2015 年は、国際通貨基金（IMF）が特別引出し権（SDR）の構成通貨を見直す 5 年に一度の年に当たる。中国政府は、人民元をその一角に加えるべく欧米諸国や IMF に攻勢を強めており、すでに英国とドイツは基本的に支持の立場を表明したと伝えられている。2015 年 5 月の対中国 4 条協議の講評には、「人民元の採用は if ではなく when の問題」という IMF のラガルド専務理事の発言も盛り込まれた。2015 年 6 月、IMF は、SDR 構成通貨見直し作業の一環として、中国に調査団を派遣した。

1. IMF における周総裁の主張

2015 年 4 月に開催された 20 カ国・地域（G20）財務相・中央銀行総裁会議に合わせ、周小川中国人民銀行総裁は、IMF の国際通貨金融委員会で講演し、中国のこれまでの資本自由化の進捗と今後の取組みを紹介しつつ、「管理された交換性」を目指す人民元が、SDR 構成通貨となることの正当性を主張した¹。以下、発言の関連部分の要旨を紹介する。

(1) SDR 構成通貨の基準の一つは、その通貨が、ある程度の資本勘定の交換性を必要とする「自由利用可能」でなければならないということである（下線筆者：周総裁は意図的に挿入したと思われる）。(2) 中国の資本規制は、IMF が区分する資本取引 40 項目

¹ International Monetary and Financial Committee, Thirty-First Meeting , April 18, 2015
<http://www.imf.org/external/spring/2015/imfc/statement/eng/chn.pdf>

のうち 35 項目で完全ないし部分的に自由であり、中国は人民元の資本勘定交換性の目標に遠くない。

(3) 世界金融危機の後、資本勘定の交換性の概念が変化したことに注目すべきだ。中国は伝統的な完全ないし自由な交換性という概念ではなく、管理された交換性 (a concept of managed convertibility) を採用する。

(4) 中国は資本勘定の管理を以下の 4 ケースで維持する意向である。

- ①資金洗浄、テロ金融、租税回避地の乱用に関わる取引はモニタリングと分析の対象。これは殆どの国の慣行である。
- ②対外負債のマクロ・プルーデンス（金融の安定）の視点からの管理。
- ③短期投機資金の流れの管理。これは IMF も推奨している。
- ④国際収支統計とモニタリングの強化。世界金融危機後に IMF が示唆する通り、異常な国際市場の動きや国際収支の問題に際しては、一時的な資本規制を採りうる。

総裁発言は、今後も維持する資本規制は、国際的慣例に沿うもの、あるいは IMF が推奨するものであり、中国独自の（非普遍的な）規制ではない旨強調している。

2. SDR を巡る IMF の議論

これまでの SDR の価値の決定方法は、2000 年に IMF が決定したガイドライン²に沿っている。通貨選択の基準として、SDR バスケットは、財・サービスの輸出額が最も大きな加盟国（ないし通貨同盟）が発行し、かつ IMF 協定第 30 条 (f) に定める自由利用通貨である 4 通貨で構成するとした。協定第 30 条 (f) は次の通り規定している。「自由利用可能通貨とは、加盟国通貨であって、(i) 国際取引上の支払を行うため現に広範に使用され、かつ、(ii) 主要な為替市場において広範に取引されていると基金が認めるものをいう。」

自由利用可能通貨の判断基準のうち、(i) 国際取引上の支払を行うため現に広範に使用されているかは、貿易決済通貨としての利用度合いと当該通貨建て資本取引量とで判断される。ただしデータの制約から、具体的には加盟国の輸出シェアと公的外貨準備、国際銀行債務、および国際債券における当該通貨のシェアが利用される。

(ii) 主要な為替市場において広範に取引されているかは、当該通貨の市場取引高、先物市場の存在、売買幅が基準とされ、十分に深く広い外国為替市場が前提となる。

前回 2010 年の SDR 見直しにおいても、人民元を準備資産の構成通貨とすべきかとの

² Decision No. 12281-(00/98) G/S, October 11, 2000

議論がなされた。結論は、中国は財・サービスの輸出額に関する条件を満たしているが、人民元は自由利用可能通貨ではないということで採択されなかった。その時の IMF スタッフ・ペーパー³に、「自由利用可能通貨の概念は、通貨の実際の国際的使用と取引に関連するもので、通貨が自由変動か完全な交換性を有するかとは区別されることに留意すべき」とあるのが注目される。

前回見直しの後、2011年にIMF理事会は、SDR通貨バスケットを拡大するための基準について、従来の自由利用可能通貨の基準を基本的に維持すべきか、あるいは別の基準に代替すべきかを議論した。一部の理事から、資本勘定の自由化進捗状況も加味すべきとの意見が出されたが、従来の基準が適切であり、SDRバスケット採用へのハードルを下げるべきではないとの意見が大勢を占めた⁴。

3. 人民元の SDR 構成通貨としての適格性

SDR の価値を決定する通貨バスケットの選定基準が、基本的に従来通りとすれば、中国が資本規制を一部残し、人民元の交換性を完全・自由ではなく、「管理された」形を目指すとしても、それ自体はバスケット採用への妨げにならないと考えられる。

中国が米国をしのぐ世界最大の貿易国に台頭した現在、2015年に人民元がSDRに加わるか否かは、前回見直し時と同様に「自由利用可能通貨」と判断されるかにかかっている。

協定第30条(f)の(i)国際取引に現に広範に使用されているに関し、外貨準備における人民元のシェアはIMFの公的外貨準備の通貨別構成データ(COFER)では明らかではない。中国人民銀行は、世界30カ国が人民元を外貨準備に組み込んでいると説明している。国際銀行債務および国際債券残高における人民元のシェアについても、国際決済銀行の該当データ⁵に人民元の表示はない。しかし、中国がこれらの数字を把握していることは確実であり、2015年6月に中国を訪問したIMF調査団にはデータが提供されているだろう。

協定第30条(f)の(ii)主要な為替市場において広範に取引されているかに関しては、2013年のBIS「外国為替およびデリバティブに関する中央銀行調査」⁶が、各国比

³ INTERNATIONAL MONETARY FUND Review of the Method of Valuation of the SDR , October 26, 2010
<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/102610.pdf>

⁴ “IMF Executive Board Discusses Criteria for Broadening the SDR Currency Basket” Public Information Notice (PIN) No. 11/137

⁵ BIS International Locational Banking Statistics, Table 5A, BIS International Debt Securities Statistics, Tables 13A and 13B

⁶ BIS Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and derivatives market activity in 2013
<http://www.bis.org/publ/rpfx13.htm>

較可能な最新データと考えられる。通貨別の一日当たり取引高では、人民元（1196 億ドル）はメキシコペソに次いで9 番目である。中国（上海）市場の一日当たり外為取扱高（443 億ドル）は、韓国に次いで16 番目である（香港市場は5 番目）。人民元の主な取引市場は、一位香港（495 億ドル）、二位上海、三位ロンドン、四位シンガポールで、その他の主要市場での人民元取引は少額である。中国人民銀行は、毎月の人民元の市場売買高をほぼ把握していると考えられるため、IMF はその最新の数字を参考にするだろうが、判断に際して各国比較は出来ないと思われる。

4. 人民元の「管理された国際化」の進展

2015 年6 月、中国人民銀行は、「人民元国際化報告（2015）」⁷を公表した。近年の人民元のクロスボーダー利用の実績を、経常取引と資本取引の内訳、月次の推移、さらに一部相手国、取引発生の国内省別内訳を含めて詳細に記している。さらに国際化関連の改革と見通しを示して、人民元のSDR 組み入れの正当性を訴える内容となっている。

中国は、世界各地に中資系銀行を人民元清算銀行として配置する一方、統計や管理目的のクロスボーダー人民元業務情報管理システム（RCPMIS）を改善し、さらにすべてのクロスボーダー人民元取引の決済制度（中国国際支払システム：CIPS、2015 年第一段階完成予定）を構築しようとしている。

このように自国通貨のクロスボーダー取引をほぼ完ぺきに、リアルタイムに近い形で把握することは、中国以外の主要国では考えられないだろう。IMF が統計の制約から、SDR 採用通貨の判断基準となる統計資料を限定している所以である。

筆者はかつて次のように書いたことがあるが、「人民元国際化報告（2015）」はその筋書き通りに国際化が進展していることを示している。

「人民元は、当局管理下の国際化の道を歩んでいる。元市場は人為的に内外分離され、オフショア市場では原則として自由な取引が行われる一方、国内市場へのアクセスは厳しく管理されている。内外分離政策は、中国国内外の接点で系統的にクロスボーダー人民元業務情報管理システムと直接投資外為情報管理システム（直接投資外匯管理信息系统）によって監視・管理される。オフショア市場では中資系銀行による元資金決済・清算センターが、資金フローの管理・分析に重要な役割を果たす。資本取引規制は漸進的・選択的に緩和されるが、金融派生商品など一部の取引に対する規制は最後まで残る

⁷ 中国人民銀行 人民币国际化报告(2015 年)

<http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2015/20150611164400295593975/20150611164400295593975.html>

と予想される。」⁸

5. 「管理された国際化」と為替・資金市場

人民元のクロスボーダー資金の流れを厳重に管理し、市場急変による資本逃避・流入に備えることは、人民元の為替・資金市場を国内外で分断することを意味する。上海の為替市場の資金決済は、中国人民銀行の子会社「中国外匯交易中心（CFETS）」で全て行われており、従って市場参加者はそのメンバー（主に国内金融機関）に限定され、非居住者が上海市場に自由に参入できない仕組みになっている。

人民元の国内市場とオフショア市場が、管理された境界を挟んで存立する結果、為替相場も市場金利も国内とオフショアの二重相場にならざるを得ない。前述の人民元国際化報告（2015）は、人民元の為替相場の内外格差（CNY と CNH の差）は 2011 年以来「大幅に縮小」したと記している。ちなみに 2015 年 3 月上旬、人民元の対米ドル 3 カ月先物相場は、CNY6.33 前後に対し CNH6.35 前後と、オフショア相場が国内相場より約 0.02 元ドル高元安だった。市場金利も上海銀行間取引金利（Shibor）と香港銀行間取引金利（CNH Hibor）の相関性が高まり、2015 年 4 月の 3 カ月 Shibor 平均 4.63% に対し 3 カ月 CNH Hibor 平均 4.12% と、差異は 51bp へかつてより「大幅に縮小」している。

だが、本来の国際通貨には米ドル、ユーロ、英ポンド、日本円にせよ二重相場はありえず、為替相場や資金市場金利に同時帯で異なる市場により、裁定すれば大きな利益が得られるほどの格差が生じることは考えられない。

6. SDR の信認と利便性を高めるために

公表データを基に判断すれば、人民元が（i）国際取引に現に広範に使用されているかは不明と言わざるを得ない（米ドル、ユーロとは明らかに大きな格差があると思われるが、英ポンド、日本円との相違は不明）。（ii）主要な為替市場において広範に取引されているかは、否と判断すべきだろう。「各種の指標は機械的に使用すべきではなく、IMF 協定の枠内で判断すべき」（2015 年 4 月 9 日付 IMF Fact Sheet, Special Drawing Rights）とはいえ、手許資料から人民元を「自由利用可能通貨」と判断するには無理があると考えられる。

SDR は、IMF 加盟国の自由利用可能通貨に対する潜在的債権である（同 Fact Sheet）。SDR は、各国の準備資産であるとともに、かつての ECU（欧州通貨単位）のように民

⁸ 村瀬哲司「人民元市場の内外分離政策と『管理された』国際化～国際金融秩序への挑戦～」国際経済金融論考、2011 年第 2 号、国際通貨研究所

間取引でも利用可能な通貨単位である。2015年のSDR構成通貨の選択に際し、関係国の政治的判断が入る余地があるのかは判らないが、今後ともSDRは、政治的妥協のない真の意味の自由利用可能通貨のみで構成されると、本稿では想定する。

2009年3月、中国人民銀行の周小川総裁は、世界中で反響を呼んだ論文「国際通貨体制改革に関する考察」⁹の中で、SDRにもっと大きな役割を与えるべきと主張した。SDRは、主権を超えた準備通貨としての特徴と潜在力を有しており、決済制度を整備して、あらゆる民間取引でのSDRの使用、SDR建て金融資産の創出が奨励されることが望ましいと。

2015年に入ってから中国が展開する人民元のSDR採用攻勢は、この論文の延長線上にあるはずである。然りとせば、準備資産としても民間活用のためにも、SDRの信認が何よりも尊重されねばならない。SDRの信頼は、自由利用可能通貨たる構成通貨に対する万全の信頼の上に成り立っている。民間利用促進のためには、さらに利便性が重要であり、構成通貨の数が現在4通貨と少なく、かつそれぞれに深く広い外国為替市場が前提とされるということは、結果的にリスクヘッジのためのSDRの市場再現性（市場でSDRバスケットを組立てること）などの要因を考慮している。

中国は、現在の「管理された交換性」「管理された国際化」戦略のまま、近い将来人民元を真の自由利用可能通貨にすることが出来るかどうか、じっくり考えたほうがよさそうだ。

以上

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おります。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 Hongokuchō 1-chōme, Chūō-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>

⁹ 周小川 国際通貨体制改革に関する考察（关于改革国际货币体系的思考）

<http://www.pbc.gov.cn/publish/hanglingdao/2950/2010/20100914193900497315048/20100914193900497315048.html>