



(2009年第4号)

2009年11月2日

### 最近の SDR の活用を巡る議論に係る考察

～公的・民間部門での活用の可能性の観点から～

(財)国際通貨研究所

経済調査部 経済調査部長 福永 一樹

[fukunaga@iima.or.jp](mailto:fukunaga@iima.or.jp)

経済調査部 上席研究員 松井 謙一郎

[matsui@iima.or.jp](mailto:matsui@iima.or.jp)

#### 要 旨

1. 本年3月に中国人民銀行の周総裁が、ドル依存の国際金融システムの問題と SDR の活用を提起する論文を発表して以降、SDR を巡る議論が活発化している。その後4月のG20ではSDRの新規配分が合意され、またBRICs諸国が相次いでIMFのSDR建て債券の購入を表明するなど、SDR活用を図る具体的な動きが見られる。
2. 本稿の目的は、SDR制度の概要を創設時の経緯も含めてレビューした上で、SDRの活用の可能性を考える事にある。SDRはもともと「公的部門における人工的な準備資産」という位置付けで創設されたが、最近のSDR活用を巡る議論では従来の枠組みにとらわれずに、国際通貨として民間部門でも利用を促進する旨の問題提起も行われている。本稿では、類似した過去の事例であるECU(欧州通貨単位)の経験も踏まえながら、SDRの公的・民間部門での活用の可能性について考察した。

3. 国際通貨の3つの機能である「計算単位」「決済手段」「価値貯蔵手段」の観点から見た SDR の公的・民間部門での活用の可能性は以下の通りであり、SDR に過大な役割を期待するのは現実的ではない。

1)公的部門においては、「価値貯蔵手段」「計算単位」の点では IMF の SDR 建て債券発行など新たな活用の動きが見られる。また、公的 ECU に見られるように、公的部門においては制度の枠組みを変えることによって「決済手段」の機能を拡充する余地はあり得ると考える。

2)一方の民間部門における SDR の活用の余地は限定される。民間 ECU がそうであったように、各国の通貨が存在する中であって、民間部門では「人工的なバスケット通貨」を使用するインセンティブの欠如や煩雑さが利用のメリットを上回るためである。但し、民間 ECU が資本取引で使用された経験が示すように、民間部門での「価値貯蔵手段」としての SDR の活用の余地は、限定的だが存在すると考えられる。

## 本文

はじめに

本年3月に、中国人民銀行の周総裁がグローバル金融危機後の国際通貨制度の見直しの文脈で、特定国の通貨に依存する事の問題性と SDR の活用の必要性を提起した事はこれまで広く注目を集めてきた。更に BRICs 諸国が IMF の SDR 建て債券購入を相次いで表明する等、SDR の活用を巡る動きが活発化している。

本稿では、SDR 制度の概要や人工的な通貨の事例としての欧州の ECU(欧州通貨単位)の教訓をレビューしながら、SDR 活用の可能性について考えてみたい。

本文の構成は以下の通りである。1.で最近の SDR 活用の動きの概要について見た上で、2.では創設時の議論も含めて SDR 制度の概要をレビューする。SDR 活用の議論では民間部門での活用促進も提案されているが、この点を考える前例として3.で欧州の ECU の経験を整理する。この中では、各国の公的部門で使われた公的 ECU と、民間取引で使用された民間 ECU を区別しながら意義を考える。これらを踏まえた上で、4.で公的・民間部門での SDR 活用の可能性について考える。

### 1. SDR 活用をめぐる最近の動き

#### (1) 中国の SDR 活用提案

中国人民銀行の周総裁が本年3月23日に発表した論文<sup>1</sup>は、G20の開催を前

---

<sup>1</sup> 周総裁論文“Reforming the International Monetary System”の原文(英語版)は、以下のリンクを参照されたい。<http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&ID=178>

にSDR活用を促進しながら現行の国際通貨制度の改革を訴える内容であったため、大きな注目を集めた。周総裁は、この中でドルのような特定通貨の信用に依存する現行の制度の問題点を指摘した上で、超国家主権(Supra-Sovereign)的な性格を持つSDRを“International Reserve Currency”<sup>2</sup>として今後更に活用していく事を提起している。主要な論点は以下のように要約できる。

第1に、米国の金融危機が世界中に伝播してグローバル金融危機となった事は、ドルに依存している現行の国際通貨制度の脆弱性を顕在化させた。基軸通貨国は、自国の金融政策目標と基軸通貨国に対して求められる政策目標という、2つの目標を両立できないジレンマに直面している。ドルは基軸通貨として継続的に供給される必要がある一方で、国際収支の継続的な赤字計上によるドルの供給はドルの信認低下につながるというジレンマ（いわゆる「トリフィンのジレンマ」）は依然として存在するとしている。

第2に、1940年代のケインズによるバンコール提案(30の代表的な商品の価値を踏まえた国際通貨単位)やSDRを例示した上で、国際通貨システム改革の目標として、特定国の信用に依存するリスクを回避しながら、国際的な機関によるグローバルな流動性の管理を可能にする、超国家主権的な国際準備通貨を創設することを提起している。

第3に、超国家主権的な国際準備通貨としての潜在的な可能性があるSDRの利用拡大を提起している。具体的には、SDRが民間取引における決済手段となりうるための決済システムの構築、貿易取引や国際商品取引の建値における利用や、SDR建て資産市場の育成を促進し、同時にSDRの価値を算定する通貨バスケットの構成についても現行のルールの見直しを求めている。

昨年秋のG20の前には、主として欧州から「第2ブレトンウッズ体制」の議論が投げられたが、今回は国際金融の世界で重みを増しつつある中国の中央銀行の総裁が、ドルを基軸通貨とする現行システムの問題を改めて提起し、中長期的に基軸通貨ドルを代替し得るものとして具体的にSDRを挙げたことが注目を集めた。これに対して多くの欧米の金融当局者は、国際通貨システムの改善に向けた建設的な議論を歓迎しつつも、当面はドルが現在の地位を維持すると冷静に反応している。

今回の危機の背景の一つとして拡大したグローバルインバランスがあり、それをもたらした現行の国際金融システムに関する議論は今後も盛んにおこなわれることになろうが、世界最大の外貨準備保有国である中国の発言は、直後の

---

<sup>2</sup> 周論文では International Reserve Currency という用語が繰り返し使用されているが、本稿中では「準備通貨」に限定せず、広い意味での「国際通貨」を意味するものとして解釈した。

ロンドン G20 における 2,500 億ドル相当の SDR 新規配分の合意や、その後の IMF による SDR 建て債券発行に結び付いており、国際金融界における中国の存在感を強く印象つけることに成功したといえよう。

一方で、SDR を基軸通貨とすることに関しては、そもそも公的準備を補う目的で創設された国際準備資産である SDR を通貨として使用することは、現実的な選択肢ではないとの受け止め方が一般的である。米ドルを基軸通貨とする現体制においては、他の国はアメリカの政策に依存するという非対称性があるため、SDR や ECU のような複数通貨で構成する通貨バスケットによって「基軸通貨国と他の国との非対称性<sup>3</sup>を解消する」との問題意識は共有できるとしても、周論文が提案するような、公的部門だけではなく民間部門も含めた SDR の役割の拡大が可能かどうか、国際通貨としての SDR の可能性について考えるのが本稿の問題意識である。

(注)ケインズの国際通貨（バンコール）創設提案について

1944 年のブレトンウッズ会議においてケインズは、金など 30 種類の基礎財をベースにして国際的に通用する通貨を発行する提案（「バンコール(Bancor)」は、英語の Bank とフランス語の Or[金を意味する]を併せた造語）を行った。ケインズ案では、バンコールを創設した上で 1) 国際収支の決済のためのバンコール勘定を「国際清算同盟」加盟国に設定 2) 加盟国間の債権債務をバンコール勘定の振替で清算 3) 国際収支の赤字国と黒字国の双方に課徴金を課して、バンコール勘定の一方的な累積を回避する等<sup>4</sup>で、国際収支の不均衡抑制の枠組みを提案している。

## (2) IMF による SDR 建て債券の発行の動き

前述の通り、4 月の G20 では国際流動性の増加のために SDR の新規配分(2,500 億ドル相当)が合意され<sup>5</sup>、また IMF の資金調達手段として従来の増資や借入れ以外にも債券発行も検討する事が合意された。また、6 月の BRICs 諸国の首脳会議（いわゆる BRICs サミット）の前に、中国・ロシア・ブラジルはこの IMF が発行する SDR 建て債券を購入する事を相次いで表明、またインドについても購入の意図が報道されている（図表 1）。各国共に現状の外貨準備高の数%程度を建値を SDR とする資産購入に充てるが、このような動きは、これらの国々が従来か

<sup>3</sup>向壽一「国際通貨体制の現状と将来」（上川孝夫・藤田誠一・向壽一編「現代国際金融論」【第 3 版】2007 年、有斐閣 P.385）

<sup>4</sup> 増田正人「パックス・アメリカーナの時代」（上川孝夫・藤田誠一・向壽一編「現代国際金融論」【第 3 版】2007 年、有斐閣 P.311-313）

<sup>5</sup> 合意された新規配分額（合計で 2,500 億ドル相当[2009 年 3 月末の 1SDR=1.50US\$ で換算すると約 1,666 億 SDR]）は、現在の SDR(211 億 SDR)の約 8 倍の規模となる見込み

ら模索していた「準備資産の運用通貨の多様化」という文脈でのSDRの活用と位置づけられよう。

図表 1 BRICs 諸国による IMF 債購入の動向

|      | 購入予定額           | 外貨準備高<br>(購入額の割合)     |
|------|-----------------|-----------------------|
| 中国   | 最大 500 億ドル相当    | 17,587 億ドル<br>(2.8%)  |
| ロシア  | 100 億ドル<br>相当   | 4,133 億ドル<br>(2.4%)   |
| ブラジル | 100 億ドル<br>相当   | 1,929 億ドル<br>(5.2%)   |
| インド  | (100 億ドル相当との報道) | 2,480 億ドル<br>([4.0%]) |

(注) 外貨準備高は 2008 年末の残高(中国は直近で入手可能な 2008 年 4 月末の数字)

(出所) 各種報道(数字は IMF の IFS)より作成

## 2. SDR 制度の概要

SDR の活用を考えるに先立って、SDR 創設の背景やその価値計算方法などの制度の概要について以下レビューしておきたい。

### (1) SDR 創設の背景

1960 年代後半のドルの信認低下の中で、フランス等欧州諸国が外貨準備として保有するドルを金に交換するよう求める動きが出てきた。この中で、金やドル等の既存の準備資産を補完する、新たな外貨準備の必要性の中で創設されたのが SDR である。

この背景にあったのは、1960 年代後半に顕著になったいわゆる「流動性ジレンマ」である。「流動性ジレンマ」とは、世界経済が拡大を続けるために国際通貨ドルが供給される必要がある一方で、貿易赤字の継続的な計上によるドルの供給はドルの信認低下につながり、金ドル交換制の維持が困難になるというジレンマである<sup>6</sup>。

当時は金ドルの交換が制度上義務付けられているため、金ドル本位制を維持

<sup>6</sup> この点についての IMF ファクトシートでの説明（日本語訳）は以下の通りである。

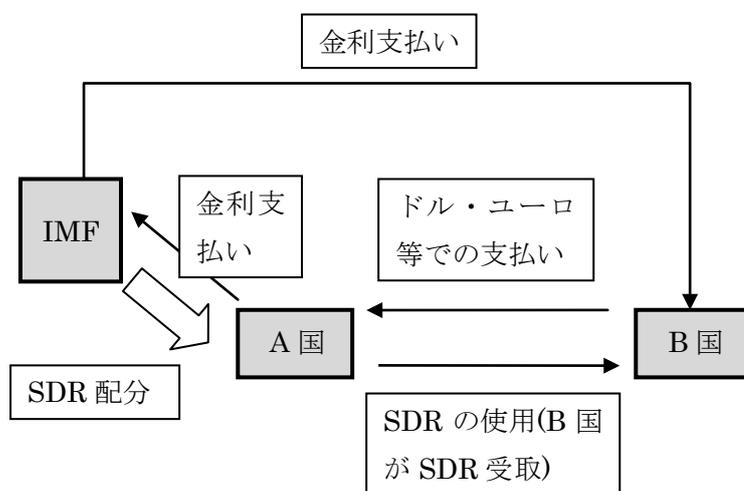
<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/jpn/sdrj.htm> 「重要な準備資産の 2 つである金と米ドルの国際的供給は、世界貿易の拡大と当時起こりつつあった金融発展を支えるには不十分であることがわかった。そのため、国際社会は IMF の監視の下に新しい国際準備資産を創出することを決めた。」

するために米国としても代替の準備資産を必要としていた<sup>7</sup>。1960年代後半には、国際流動性増強対策としてフランス、イギリスからも改革案が出されたが、最終的には米国案に近い形で制度が決められ<sup>8</sup>、IMFの出資比率に応じて1970年に始めて配分されたSDRは、各国において外貨準備の増加として計上された。

SDRとは特別引出権（Special Drawing Right）の意であり、SDRの配分を受けることは、IMF加盟各国が他の加盟国からSDRと引き換えに資金を借り入れるクレジットラインの設定を受けることを意味する。従って、この融資枠を使用する参加国にとっては「通貨提供請求権」であるが、一方で各国はSDRを受け入れる義務を負っており、その意味では「通貨提供義務」でもある。

制度創設時はSDRの価値は純金1オンス=35SDR(従って、1SDR=1ドル)と表示されていたので、「Paper Gold」とも呼ばれた。その後1971年に金・ドルの交換停止、1973年に変動相場制度に移行する中で、後述するように価値の計算も当初の金とのリンクから先進国主要通貨のバスケット方式で計算されるようになった。

図表 2 SDRの使用<sup>9</sup>



(出所) 各種資料より作成

<sup>7</sup> 深尾光洋「国際金融 実践ゼミナール」(1990年、東洋経済新報社)の「補論 SDR制度の創設とその本質」(P.246-248)

<sup>8</sup> 牧野裕「ブレトンウッズ体制」(上川孝夫・矢後和彦「国際金融史」2007年、有斐閣 P.123-124)

<sup>9</sup> SDR使用の結果、SDRを使用した国がIMFを通じてSDR保有国に対して支払う金利水準はSDRバスケットを構成する通貨金利の加重平均で算出される。資料によっては、SDRを使用した国がIMFに「手数料」を払うと表現しているものもあるが、ここではIMFファクトシートに従って「金利」で統一した。

その後、SDRのバスケットは1970年代を通じて見直しなどの模索が行われたが、一方で1980年代に入って国際資本市場の成長によって、信用力のある国の政府の借り入れが促進される等の状況の変化の中で、準備資産としてのSDRの意義は薄れていった<sup>10</sup>。現在では、SDRは準備資産としては限定的に利用されているに過ぎず、その主な機能はIMF及び他の一部の国際機関の計算単位となっている。

## (2) SDRの保有状況と価値の推移

現行の制度では、SDRはIMFの一般会計（IMFへの払込み、貸し借り）とは別の勘定であるSDR会計を通じて遣り取りされている。

SDRの保有状況を外貨準備高との比較で見ると以下の通り(図表3)である。世界全体の外貨準備に占める割合は2008年末時点で0.5%と極めて小さく、またSDRは出資比率に応じて配分されるため先進国が全体の約7割程度<sup>11</sup>を保有している。

図表3 世界の外貨準備高でのSDRの位置付け

|          | 外貨準備高      | SDR     | 外貨準備に占めるSDR比率 |
|----------|------------|---------|---------------|
| 世界       | 44,312億SDR | 211億SDR | 0.5%          |
| (内、先進国)  | 16,573億SDR | 145億SDR | 0.9%          |
| (先進国の比率) | 37.4%      | 68.7%   |               |

(出所) IMF(IFS)より作成

また、SDR価値の計算方法の変遷は以下の通り(図表4)である。変動相場制への移行直後の1970年代は計算方法にも試行錯誤が見られたが、現在は1980年代以降の計算方式（主要先進国の通貨バスケット）が定着している。

<sup>10</sup> Clark, Peter B. and Jacques J.Polak “International Liquidity and the Role of the SDR in the International Monetary System” (2004, IMF Staff Papers Vol.51, No.1) や IMF “Evolution of The SDR: Paper Gold or Paper Tiger ?”(Silent Revolution: The IMF 1979-1989, October 2001, Chapter 18)では、SDRがPaper GoldからPaper Tigerになった旨述べている。

<sup>11</sup> 先進国でのSDR保有シェアについて見ると、4主要通貨国で58.1%(米国28.7%、ユーロ圏18.7%、日本9.3%、英国1.4%)と太宗を占めている。

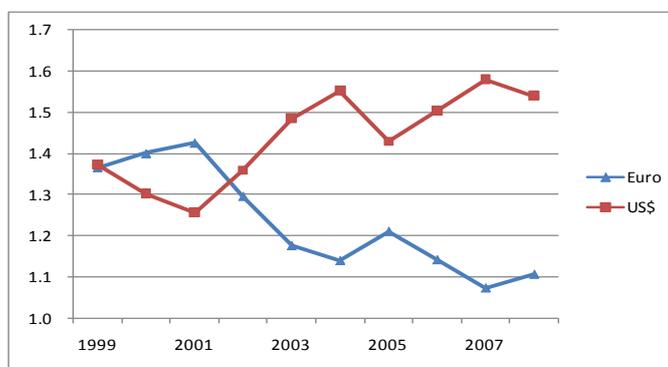
図表 4 SDR の計算方法の変遷

|          |  |
|----------|--|
| 1969年1月  | SDR 制度の創設(IMF 協定第 1 次改正)<br>1 SDR=1 ドル (純金 1 オンス=35 SDR)に基づいて SDR 配分                             |
| 1971年12月 | 金とドルの交換停止、これ以降の SDR の価値のドルとのリンクは廃止   |
| 1974年7月  | 先進主要国が変動相場制度へ移行した事に伴い、SDR の価値計算方法を<br>16 か国の通貨によるバスケット方式 (加重平均方式) に変更                            |
| 1981年1月  | 計算の簡便化を図るため、「5 年間の財・サービス輸出量が上位 5 位以内の<br>加盟国通貨」の加重平均方式に変更 (ドル、マルク、円、仏フラン、英ポ<br>ンドの 5 通貨によるバスケット) |
| 2001年1月  | ユーロ導入後、4 通貨 (ドル、ユーロ、円、英ポンド) の加重平均に変更   |

(出所)「図説 国際金融」(2003 年版)<sup>12</sup>を基に作成

ドルとユーロに対する SDR の価値の推移を見ると、ほぼ反対の方向に推移してきている。米ドルに対しては、2000 年代に入ってドルが主要国通貨に対して下落トレンドにある中で、SDR の価値が上昇する傾向にある。一方、2001 年以降上昇トレンドにあるユーロに対しては、SDR の価値が下落する傾向にある(図表 5)。

図表 5 SDR の価値の推移 (1SDR 当たりのドルとユーロの推移)



(出所) IMF(IFS)のデータより作成

### 3. 欧州での ECU (欧州通貨単位) の経験

欧州の ECU (欧州通貨単位, European Currency Unit)は、公的部門のみで使われる公的 ECU の使用が始まった後、民間部門での一部の取引でも利用が徐々に浸透していった。現在公的部門でのみ使われている SDR が、将来的に民間部門で使用されるかどうかを考えるのに適した事例として、以下 ECU の経験を見てみたい。

<sup>12</sup> 有吉章編「図説 国際金融」(2003 年版、財経詳報社) P.90

### (1) 公的 ECU と民間 ECU との比較

ECU は、1979 年に合意された将来的な通貨統合に向けての枠組みである EMS (European Monetary System) において、域内通貨の平均的な通貨価値を示す指標として EMS の 1 つの柱としての役割を担う事となった。ECU における各国通貨のウェイトは、各国の GDP と貿易量を基準に計算される。構成比率の変化は以下の通り(図表 6)だが、ECU については公的 ECU と民間 ECU の 2 種類を区別する必要がある。

ECU はもともと欧州の中央銀行間で使用される公的 ECU として創出され、通貨当局における計算単位、準備資産、決済手段として使用された。公的 ECU は公的部門での使用が意図されたバスケット通貨であった点で SDR と類似しているが、以下の 2 点で異なっている。第 1 は公的 ECU の場合は、EMS 加盟国が保有している金・ドル準備の一部を欧州通貨協力基金に預託し、各国はその見返りに公的 ECU を受け取っている点である。SDR が資産の裏づけを持たないのに対して、公的 ECU は金・ドル準備を見返りとして創出されている。そのため、公的 ECU は新しい流動性を生み出していないのに対して、SDR は新しい流動性を生み出しており、これが第 2 の相違点である<sup>13</sup>。

図表 6 ECU の通貨構成の変化(%)

|                | 1979  | 1984  | 1989 |
|----------------|-------|-------|------|
| West Germany   | 27.3  | 32.0  | 30.1 |
| France         | 19.5  | 19.0  | 19.0 |
| United Kingdom | 17.5  | 15.0  | 13.0 |
| Italy          | 14.0  | 10.1  | 10.2 |
| Netherland     | 9.0   | 10.1  | 9.4  |
| Belgium        | 7.9   | 8.2   | 7.6  |
| Denmark        | 3.0   | 2.7   | 2.5  |
| Ireland        | 1.5   | 1.2   | 1.1  |
| Luxumburg      | 0.3   | 0.4   | 0.3  |
| Greece         | 0     | 1.3   | 0.8  |
| Spain          | 0     | 0.0   | 5.3  |
| Portugal       | 0     | 0.0   | 0.8  |
| Total          | 100.0 | 100.0 | 100  |

(出所) 各種資料より作成

<sup>13</sup> 桜井錠二郎「欧州通貨統合」(1994 年、社会評論社) P.118-119

## (2) 民間 ECU の使用に係る経験

公的部門においては「一つの約束事」として使用が浸透した ECU だが、その一方で、課題となっていたのが民間 ECU の普及であった。民間 ECU は公的 ECU と同じ通貨ウェイトをもとに算出されるものの、後ろ盾となる国家主権がないことから、最後の貸し手機能も存在しない。EMS 加盟国内においても法定通貨としての強制通用力は無く、あくまで民間経済主体が創出し、取引当事者の合意に基づいて使用された。そのため、1980 年頃から民間取引にも利用されるようになったものの、必ずしも順調に利用が進んだ訳ではない。また、当初は民間 ECU の利用について、主要国の政府間でもスタンスに差が見られた。

ドイツは、ECU をマルクの並行通貨として国内で使用した場合に、両通貨の将来価値に対する思惑が大きな通貨需要の変化をもたらすため、金融調節を困難にする可能性があった事、また伝統的にインフレ抑制を重視する中で、ECU がインフレ率が高く弱い通貨を構成要素として含んでいた事から、ECU の使用拡大に対して積極的ではなかった<sup>14</sup>。ドイツはこのように ECU の利用には消極的であったが、当時の他の EC 加盟国からの批判もあって、1987 年によりやく ECU を 1 つの外貨として認定する事となった<sup>15</sup>。

これとは対照的に、当時 EC 内では相対的に弱い通貨であったフランスとイタリアは ECU 建て取引の拡大に力を入れた。バスケット通貨としての ECU を使う事により、為替変動が平準化される。また金利面でも ECU の金利は構成通貨の加重平均となる。このため、通貨価値が不安定なリラ債が投資家に敬遠されていたイタリアでは、発行体にとっても ECU 債の方が金利が低く有利であったことから、資本取引において ECU 建て債券の発行額が増加した。また、フランスがパリを ECU 建て取引市場の中心としたいとの思惑を持っていたのに対して、イギリスも ECU 建て市場の育成を図る等、ECU 建て取引の主導権をめぐるフランスとイギリスの競争も、民間 ECU を発展させる大きな要因となった<sup>16</sup>。

1992 年の欧州通貨危機の発生までは、民間 ECU は為替リスクが比較的小さいと受け止められていたことや、決済システムの整備が進んだこと、各国が為替管理の撤廃を進めて資本取引の自由化を推進したことなどを背景に、銀行間資金取引や資本取引を中心に民間 ECU の利用が浸透していった。高金利国の政府・企業は借入れ・起債通貨として積極的に利用し、また低金利国の投資家は投資対象として ECU 資産を積み上げるという形が定着していった。

<sup>14</sup> 深尾光洋「国際金融 実践ゼミナール」(東洋経済新報社) P.246-248(補論 SDR 制度の創設とその本質)

<sup>15</sup> 桜井錠二郎「欧州通貨統合」(1994 年、社会評論社) P.124

<sup>16</sup> 桜井錠二郎「欧州通貨統合」(1994 年、社会評論社) P.124-126

一方で、資本取引とは対照的に、貿易取引では ECU の利用はきわめて限定的であった。インボイス通貨選択においては、通貨の取引コストに加えて、契約当事者間の力関係、製品差別化の度合いや、競争力・マーケットシェアの違いなどの要因を考慮したうえで、自国通貨・相手国通貨・ドルなどの第 3 国通貨のなかから契約通貨が選択されている。加えて、最終的には貿易から得られる収益を自国通貨建てで確定する必要がある双方の貿易業者は、契約の建値を ECU 建てにして、リスク管理や収益計算が複雑・煩雑になることを回避する傾向もあり<sup>17</sup>、これらの要因が ECU 建てによる為替変動リスクの軽減化のメリットに勝ったものと思われる。

このように、民間 ECU は資本取引においてその利用が進んだが、構成通貨全般への信認がある程度維持されている限りは投資・調達手段としての魅力があったものの、1992 年の欧州通貨危機から 1996 年までは、先行き不透明感の中で信認が揺らいで利用が後退した。

ECU の民間部門での利用のためには、構成通貨の交換性・信認の確保、市場インフラと運用対象としての魅力・利便性といった様々な条件が整う事が必要であった。また、その前提として、1960 年代から EUA (European Unit of Account) を発展的に解消して ECU として利用するなど、計算単位利用の土壌と試行錯誤の歴史があった事も重要であると言える<sup>18</sup>。

なお、欧州通貨危機後、民間 ECU の利用は一時的に落ち込んだものの、その後回復した背景には、ECU がユーロという法定通貨になるという見込みに支えられていた点に十分に留意すべきであろう。

#### 4. SDR 活用の可能性について

前述した SDR 制度の概要や ECU の経験のレビューも踏まえながら、ここでは国際通貨としての SDR 活用の可能性について考える。具体的には、計算単位・決済手段・価値貯蔵手段の 3 つの機能に則しながら、1) 公的部門での利用がどこまで拡大するか、2) 民間部門での利用が実際に可能か、の観点から検討する。加えて、周論文が提案する SDR の通貨バスケット見直しの意味合いについても考えてみたい。

---

<sup>17</sup>西村陽造「アジア通貨単位 (AMU) の国際取引での使用の可能性を探る」(2008 年、IIMA News Letter) [http://www.iima.or.jp/pdf/newsletter2008/n103\\_2008\(j\).pdf](http://www.iima.or.jp/pdf/newsletter2008/n103_2008(j).pdf)

<sup>18</sup> 財務省委嘱調査「通貨・為替制度に係る研究会」(2006 年 3 月、国際通貨研究所)の報告書 <http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/tyousa/1803tsuka.htm> P.45-58 (村瀬哲司「スネークと EMS の経験から得る教訓」)

## (1) 国際通貨の要件から見た SDR

ある通貨が国際通貨となるための一般的な要件として、①当該通貨発行国の経済規模が大きい事、②当該通貨の自由な運用・調達が可能で、流動性の高い金融市場が存在する事、③当該通貨への国際的な信認が有る事、が挙げられる。SDR の場合は、後ろ盾となる国家は存在しないものの、超国家主権を背景とした通貨として③の条件を満たすことは可能と思われる。一方で、①人工通貨であることから背景としての経済圏は無く、民間 ECU がそうであったように、SDR 建て取引を行う誘因が存在しない限り、民間での SDR 建て取引は発生しない。従って②の条件も満たさない。

このように、国際通貨の要件に照らしてみると、SDR の国際通貨化は、現状わざわざばかり行われている公的部門での利用を起点に、民間での利用のインセンティブの確保やインフラの整備等が進んで、初めて可能となる。

## (2) 公的部門での活用の可能性について

公的 ECU がそうであったように、公的部門での SDR の活用は「ルール付け次第」で促進することができる。現状は IMF との取引に限られている計算単位としての利用を公的機関で拡大することは可能であろうし、また IMF の増資の払い込みや手数料等の支払い時に限定されている決済機能を、国際金融機関全般等に拡大することも可能と考えられる。

一方で、各国が保有するドル建て準備資産の為替リスク軽減の観点からは、SDR の活用は従来からも議論されてきている。例えば、1970 年代にも加盟国が保有している外貨準備の一部を SDR の勘定に振り替えるという代替勘定の構想<sup>19</sup>が検討されたり、最近では 2007 年 11 月にワシントンのシンクタンク (Peterson Institute for International Economics) のバーグステン所長が代替勘定の活用を主張している<sup>20</sup>。

人民元の対ドル・対 SDR 推移を指数化したものが次ページの (図表 7) である。人民元建てで見たドルの価値は 1998 年から約 2 割近く下落しているのに対して、人民元建てで見た SDR の価値の下落は 1998 年から約 1 割に留まっている。もっとも、基準年を 2004 年とすると人民元建てで見た SDR の価値は 2 割程度低下している計算 (約 110 から約 90) となるように、SDR の価値はバスケ

<sup>19</sup> IMF “Evolution of The SDR: Paper Gold or Paper Tiger ?”(Silent Revolution: The IMF 1979-1989, October 2001, Chapter 18)

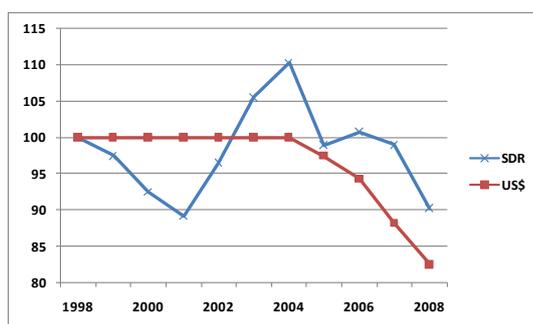
<sup>20</sup> Bergsten, Fred, “How to Solve the Problem of the Dollar” (December 11, 2007, Op-ed in the Financial Times)の中で、外貨準備高を多く抱える国が過剰なドルの一部分を市場で売買せずに“Substitution Account”に振り替えて SDR などの形で保有する事を提案している。

Williamson, John, “Understanding SDRs” (June 2009, Policy Brief, Peterson Institute for International Economics)も Bergsten の主張に沿って論点を整理している。

ット構成通貨の変動に左右されるので、必ず対ドルより安定的とは言えないが、一定のリスク軽減効果は期待できる。そのため、今回の IMF による SDR 建て債券の発行に見られるように、公的部門においては価値貯蔵手段としての SDR を利用するインセンティブは既にあり、一層の役割拡大の余地がある。

ただし、SDR 建てではなく、SDR の構成通貨建て資産をそれぞれ購入すれば、政治的にはともかく、経済的効果は異ならないという事実が SDR 建て資産利用の足枷になりうる点には十分に留意する必要がある。

図表 7 人民元の対 SDR と対ドルレートの推移（1998 年の水準を 100 として指数化）



（出所）IMF(IFS)のデータより作成

### (3) SDR の民間部門での活用の可能性

一方の民間取引については、法定通貨ではない SDR を用いた自然発生的な取引は無い。そのため、SDR の利用が促進されるためには、取引を可能にするインフラの整備に加えて、民間主体にとって既存通貨の利用を上回るインセンティブが確保される必要がある。

ECU の経験では、欧州の民間部門においては、経常取引よりも資本取引における利用が進んでいた。金融取引において ECU が使用された理由としては、バスケット通貨である ECU がリスク平準化の機能を提供していたという点がある。民間部門においても、資本取引については SDR の利用が浸透し得るということ、ECU の経験は示している。決済システムなどのインフラが整備され、一定規模の流動性が確保された市場が育成されれば、バスケット通貨建て取引のリスク平準化効果を享受したいとの動機は存在しよう。

これに対して、貿易取引で ECU の利用が進まなかった理由としては、通貨選択に際しては契約当事者間の力関係や製品差別化の度合いといった要因が影響することに加え、契約の建値を通貨バスケット建てにしてリスク管理や収益計算を複雑・煩雑にすることの煩わしさが、為替リスクの軽減化のメリットを上回ったなどが挙げられたが、SDR についても同様のことが言える。インフラが

整備され、SDR の利用に多少のインセンティブが認められたとしても、ネットワーク外部性が発揮されるほど広く一般的に SDR が利用されるまでには、相当の障害が予想される。

このように、各国の法定通貨が存在する中での民間部門での合成通貨の利用可能性は、たとえその通貨の国際的な信認が確保されたとしても、その煩雑さ、利便性・インセンティブの欠如などの根本的な問題ゆえに、公的部門での場合と比較すると大きく限定されると思われる。

更に、特に民間取引においては、リスク管理の観点から通貨や金利のヘッジ手段等が整っている必要があるが、後述するように中国を含めた新興国の通貨を SDR に加える事は、構成通貨が増えることの煩雑さに加え、交換性の無い通貨が加わる事でリスクヘッジが不可能になり、それが民間部門での利用促進にマイナスに作用することには留意する必要がある。

図表 8 国際通貨の機能から見た SDR の活用の可能性

|                | 計算単位                        | 決済手段                        | 価値貯蔵手段   |
|----------------|-----------------------------|-----------------------------|--|
| 公的部門における機能     | 基準通貨<br>(△)                 | 公的決済通貨<br>(△)               | 準備通貨<br>(○)  |
|                | IMF での取引以外でも制度化することは可能      | IMF での取引以外でも制度化することは可能      | 既存の外貨準備の振替などの形で利用が更に広まる可能性                             |
| 民間部門における機能     | 契約・表示通貨<br>(×)              | 取引・決済通貨<br>(×)              | 投資通貨<br>(△)  |
|                | 一部の資本取引を除けば契約・表示通貨とする誘因に欠ける | 一部の資本取引を除けば取引・決済通貨とする誘因に欠ける | 一部の資本取引では民間部門での利用も有り得る（ただし、構成通貨を保有すれば同じ経済効果が得られる点には注意） |
| (外国為替市場における機能) | —                           | 介入通貨・為替媒介通貨 (×)             | —  |
|                | —                           | 為替市場での取引が無く、成り得ない           | —  |

(出所) 表の形式・項目について既存の文献<sup>21</sup>を参考にした上で、筆者作成

<sup>21</sup> 藤田誠一「国際決済と外国為替」(上川孝夫・藤田誠一・向壽一編「現代国際金融論」[第3版]、2007年、有斐閣 P.12 図1・4)

#### (4) SDR の通貨バスケット見直しの可能性

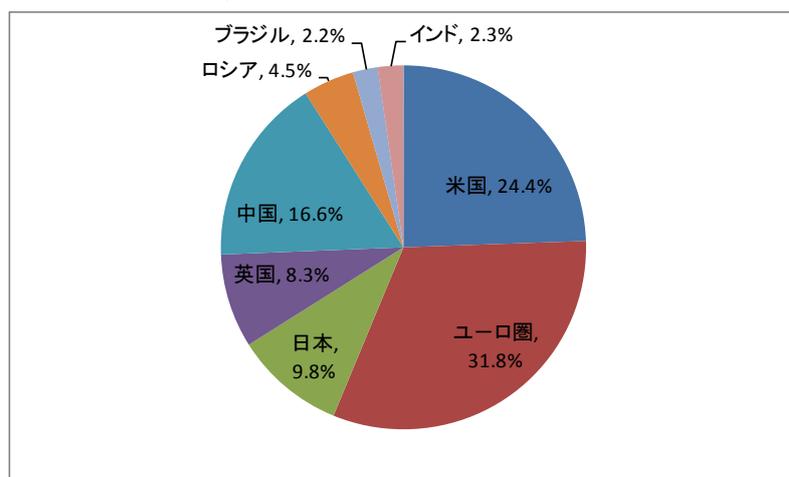
周論文では SDR 活用の文脈の中で、現行のバスケットに BRICs などの新興国通貨を対象として加える事の必要性にも言及している。この点は SDR の価値を如何に計算するかという「価値貯蔵手段」の側面に関わるため、ここで個別の論点として触れておきたい。

以下では非常に単純な方法だが、バスケット計算の対象国に BRICs を含めた場合を試算した。SDR 構成通貨(ドル、ユーロ、円、ポンド)の 4 か国と BRICs4 か国の貿易額 (図表 9) を基に、バスケットを試算したのが(図表 10)である。

図表 9 貿易額(2007年)を使用したウェイト計算 (貿易額の単位は 10 億ドル)

|            | 輸出    | (シェア)  | 輸入    | (シェア)  | 合計     | (シェア)  |
|------------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 合計         | 6,201 | 100.0% | 6,562 | 100.0% | 12,763 | 100.0% |
| (先進国)      | 4,343 | 70.0%  | 5,149 | 78.5%  | 9,492  | 74.4%  |
| 米国         | 1,152 | 18.6%  | 1,967 | 30.0%  | 3,119  | 24.4%  |
| ユーロ圏       | 2,071 | 33.4%  | 1,988 | 30.3%  | 4,059  | 31.8%  |
| 日本         | 678   | 10.9%  | 573   | 8.7%   | 1,251  | 9.8%   |
| 英国         | 442   | 7.1%   | 621   | 9.5%   | 1,063  | 8.3%   |
| (BRICs 合計) | 1,858 | 30.0%  | 1,413 | 21.5%  | 3,271  | 25.6%  |
| 中国         | 1,220 | 19.7%  | 904   | 13.8%  | 2,124  | 16.6%  |
| ロシア        | 355   | 5.7%   | 223   | 3.4%   | 578    | 4.5%   |
| ブラジル       | 160   | 2.6%   | 120   | 1.8%   | 280    | 2.2%   |
| インド        | 123   | 2.0%   | 166   | 2.5%   | 289    | 2.3%   |

図表 10 試算した SDR 通貨バスケット



(出所) 図表 9,10 共に IMF(IFS)のデータ<sup>22</sup>より作成

<sup>22</sup> 尚、表の中のデータで全世界の輸出と輸入の額が一致していないが、これは誤差脱漏による

この試算によると、ユーロ圏のシェアが最も大きくなり（約 32%）、米国がこれに次いで（約 24%）、日本、英国を加えると、先国 4 通貨で約 4 分の 3 を占める。残りが BRICs のシェアだが、この中で中国のシェアが最大（BRICs の約 3 分の 2）となり、中国単独で円・ポンドを上回る計算となる。

本年 4 月には、経済学者の R. マンデル(1999 年のノーベル経済学賞受賞者)が、次回のバスケット見直し時に（SDR バスケットの構成は 5 年ごとに見直されてきており、次の見直しは 2010 年末）、人民元をバスケットに加えるべきとの考えを示している。具体的な SDR の構成については、1) ドルの比率を現在の 44% から 40% に引き下げ、2) ユーロの比率を 34% に据え置き、3) 円の比率を 11% から 10% に、4) 英ポンドの比率を 11% から 8% に引き下げ、5) 残り 8% を人民元にすべき、としている<sup>23</sup>。

SDR の価値計算において、現在の国際経済における各国の位置づけをより正確に反映させることには意味があるかもしれない。しかしそれには、IMF 加盟国の経済や金融の発展段階に、大きなバラツキがあることに起因するいくつかの問題が存在する。

まず、各国通貨当局が、国際収支危機の予防や危機管理の際に必要なハードカレンシー<sup>24</sup>を調達するために SDR を保有するのであれば、SDR の構成通貨はハードカレンシーの方が好都合である。ハードカレンシー相互間の為替相場変動の問題を除けば、SDR の構成通貨にソフトカレンシー<sup>25</sup>を含むことで、保有 SDR で調達できるハードカレンシーの金額が振れるリスクが生ずるためである。

また、SDR の価値安定という点からも問題がある。経済・金融の発展段階が十分でない通貨を構成通貨とする一方で、それらの国々がインフレ的な政策をとれば、SDR の価値下落につながる。また、通貨・金融危機のリスクは、ハードカレンシー国よりもソフトカレンシー国の方が高いと考えるのが自然であるとの立場に立てば、SDR の価値は今後も起こるであろう通貨・金融危機で少なからず振れるリスクがある。

確かに、自国通貨を SDR の構成通貨にすること自体は、その国にとっては SDR 保有による為替リスクの低下につながる。しかし、発展途上国の通貨が構成通貨になることで、SDR の価値の不安定化・および下落リスクが生ずることには留意すべきである。「SDR は世界の通貨の平均価値であるべきだ」といった漠然としたイメージではなく、SDR が何のために具体的にどのような取引に使

---

ため、数字は IFS のものをそのまま使用した。

<sup>23</sup> 本年 4 月に香港で開催されたセミナーでのマンデル氏の発言に係る各種報道に拠った

<sup>24</sup> 現在の SDR の構成通貨のように国際的に取引されている通貨のこと

<sup>25</sup> ハードカレンシーでない通貨のこと

われるのか、明確にイメージした議論が必要ではなからうか。

おわりに

本稿では、最近の SDR 活用提案、SDR 制度の概要、過去の ECU の教訓をレビューした上で、公的・民間部門での SDR 活用の可能性を考えた。国際通貨の 3 つの機能である「計算単位」「決済手段」「価値貯蔵手段」の観点から見た SDR の公的・民間部門での活用の可能性を改めて要約しておくのと以下の通りである。

公的部門では、「価値貯蔵手段」「計算単位」の点では、IMF による SDR 建て債券発行に見られるような新たな活用の動きが見られる。また、公的 ECU に見られたように、制度の枠組みを変えることによって公的部門での「決済手段」の機能を拡充する余地はあり得ると考える。

一方で、民間部門における SDR の活用の余地は限定される。民間 ECU がそうであったように、各国の通貨が存在する中であって、民間部門においては「人工的なバスケット通貨」を使用するインセンティブの欠如や取引の煩雑さが利用のメリットを上回るためである。但し、民間 ECU が資本取引で使用された経験が示すように、民間部門での「価値貯蔵手段」としての SDR の活用の余地は、限定的だが存在すると考えられる。

民間 ECU とユーロの違いからも明らかなように、グローバルな民間部門において広く一般的に使用される超国家主権的な国際通貨とは、結局のところ世界共通通貨ということになるのであろうが、人工的なバスケット通貨としての SDR の活用を巡る議論では、過去の ECU の試行錯誤の歴史などを踏まえた議論が必要である旨を述べて、本稿の考察の締め括りと致したい。

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、金融商品の売買や投資など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、宜しくお願ひ申し上げます。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、当室は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 2009 Institute for International Monetary Affairs (IIMA) (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](mailto:admin@iima.or.jp)

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