

通貨ニュース(2015 年 11 月 25 日)

中国人民元:SDR 採用で CNY の動きは変わるのか？

SDR(IMF 特別引き出し権)の構成通貨として CNY は採用される見込み

IMF 執行部は 13 日、「CNY は SDR 構成通貨の採用条件を満たす」との報告書をまとめ、CNY の正式採用を加盟国に要請した。これを受けて、30 日の IMF 理事会にて CNY の SDR 採用が最終決定される見込みとなった。元々、ラガルド専務理事を始めとした IMF 執行部は、CNY の採用に関して肯定的な態度をとってきたものの、日米の反対もあり一度は決まりかけていた SDR 採用は先延ばしとなっていた。しかし、ここにきてルー米財務長官が 15 日に「IMF の基準を満たせば採用を支持する」、20 日に麻生財務相が「CNY が SDR に参入することは悪いことではない」と日米高官が相次いで容認する姿勢を見せている。こうした情勢に照らせば、30 日の理事会において CNY が正式に SDR 構成通貨として採用されることはほぼ間違いないと見ていいだろう。

国際為替部

マーケット・エコノミスト

佐々木 貴彦

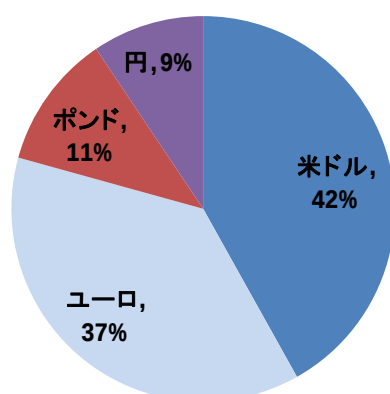
03-3242-7065

takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp

SDR 構成通貨採用により CNY への需要は高まるのか

SDR は IMF による国際準備通貨であり、IMF 加盟国は自国が金融危機に陥った際は、予め配分された SDR と引き換えに構成通貨(現在は、ドル・ユーロ・ポンド・円、図表 1)を始めとした自由取引通貨を調達できる。CNY が構成通貨として採用されれば、将来の SDR と構成通貨の交換に備えた需要、及び「主要通貨」というステータスを得たことにより各国の準備通貨として採用されることによる需要、の 2 点から CNY 買い需要の高まりが期待される。

図表 1 : SDR 構成通貨及び構成比率



(資料)IMF (注)四捨五入により、合計値は表示上 100%にならない

図表 2 : IMF 加盟国に対する準備通貨アンケート結果

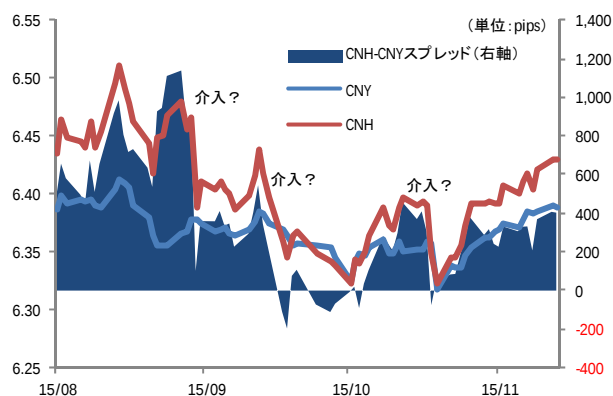
2013			2014		
	シェア (%)	回答国(数)		シェア (%)	回答国(数)
USD	61.3	127	USD	63.7	127
EUR	23.7	109	EUR	21.0	108
GBP	4.2	108	GBP	4.1	109
JPY	3.3	87	JPY	3.4	88
AUD	2.2	79	AUD	2.1	78
CAD	2	84	CAD	2.0	85
RMB	0.7	27	RMB	1.1	38
NZD	0.2	27	NZD	0.2	69
CHF	0.2	73	CHF	0.2	29
Other	2.1		Other	2.1	

(資料)IMF Staff Survey of Members 2013・2014、みずほ銀行

まず、SDR との交換に備えた需要については、現在の SDR 残高が 2800 億ドルの規模に留まっており、市場で予想されている通り SDR における CNY の構成比率が 14% に決まったとしても、約 392 億ドルの CNY 買い需要を生み出すに留まる。今次見直しで SDR の新規割り当てが決定され、残高が増加すれば CNY 買い需要は更に増える可能性はあるものの、2009 年 9 月に 1980 年以来となる大規模な新規割り当てを実行しており、その可能性は低いと考える。中国が 2015 年に入り通貨防衛に費やした金額が約 2880 億ドルであることを考えれば、足許の CNY 売り基調を変えられるとは考え難い。また、今回決定された新しい構成通貨・比率は 2016 年 10 月以降に適用となるため、上記のアロケーション変更は、一年間かけて緩やかに行われると考えられることから、採用決定による為替相場への短期的なインパクトは限定的となるだろう。

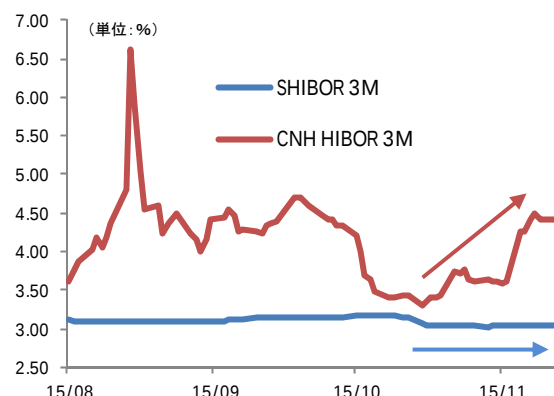
次に、SDR 構成通貨となり「主要通貨」というステータスを得ることによって、各国の準備通貨として採用が進むことにより、どの位 CNY 需要が高まるかを考える。世界全体の外貨準備は 11.5 兆ドル(世界銀行集計、2014 年末時点)となっており、IMF の調査によれば、2014 年時点で 38 か国において CNY は外貨準備の構成通貨として採用され、1.1% のシェアを占めていた(図表 2)。同調査で既存の SDR 構成通貨である JPY のシェアが 3.4%、GBP のシェアが 4.1% だったことに鑑みると、当面の伸び余地は 2~3% ポイントだと予想できる。このシェアを世界全体のシェアと仮定すれば、単純計算で最大 3420 億ドルの外貨準備が CNY へと今後振り替えられる計算となる。もちろん、このアロケーション変更が急速に実行されれば、CNY 買い方向に切り返す力はあるものの、その可能性は低い。実際、2013 年の同調査では、CNY 採用国は 27 か国、シェアは 0.7% であり、2014 年における CNY シェア上昇幅は 0.4% ポイントに留まった。このように外貨準備の構成通貨変更は少しずつ行われる為、CNY の下支えとなっても、CNY 高に切り返すほどの影響力はないと考える。なお、今後も 0.4% ポイントずつシェアが伸びると仮定すれば、年間の振り替え額は 460 億ドル程度になると推計される。

図表 3 : CNY と CNH の乖離差動向



(資料)ブルームバーグ、みずほ総研(注)イベントは筆者加筆

図表 4 : CNY (SHIBOR) と CNH (HIBOR) の銀行間参照金利



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行 (注)期間は3か月

SDR 採用後、中国人民銀行(PBoC)の介入スタンスに変化はあるのか

なお、SDR 採用後に PBoC が介入スタンスを改めるかどうかにも注目が集まる。今までは SDR 採用を控え、8 月の実質的な大幅切り下げを除けば、為替レート安定のために CNY 買い介入を続けてきた。今回の IMF 理事会で SDR 採用が正式決定すれば、その後は介入を控えるとの見方もある。確かに、足許は CNY 市場において介入と推測される大規模な買いフローは観測されておらず、切り下げの効果が一巡した 9 月以降は緩やかにドル高・ドル安に沿った値動きとなっている。しかし、CNH(オフショア人民元)では引き続き介入と見られる CNH 買いの動きが散見される。特に、CNY 対比で CNH 安方向に大きく進んだ局面では、大規模に介入しているように見受けられる(図表 3)。また、一部報道によると CNH 決済銀行がレポ取引を一時停止し、CNH 金利が CNY 金利対比急上昇し始めている(図表 4)。これは、CNH 調達金利を引き上げることで、CNH 売りを仕掛けにくい環境を作り上げるという PBoC の意図が働いていると推測される。SDR の構成通貨の定義に基づけば、市場で自由に取引され、市場メカニズムによって価格が形成されることが望ましく、その意味で言うと CNHこそ CNY よりも尊重されるべきである。すなわち、CNY 対比 CNH 安となっているのであれば、両者のレートが一致するまで CNY 安が進んで然るべきということになる。それにも拘わらず、CNH を規制が残る CNY に合わせようとしている行為からは、PBoC が未だ為替レートを市場の手に委ねることを俊巡しており、また引き続き CNY 安方向に急速に進むことを懸念していることを示唆している。以上のことより、CNY はドル高・ドル安と緩やかに相関を保ちつつ、しかしながら CNY 売りが加速する局面では、従来通り通貨防衛を目的とした CNY・CNH 買い介入が行われると考える。

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。