

# 人民元

さいとう なおと  
斎藤 尚登 (天和総研主席研究員)

## 国際化進展で市場の洗礼

## 外貨準備浪費が招く元安スパイラル

人民元安が進むなか、中国の通貨当局は外貨準備を使ってしのぐが、これがさらなる元安を招いている。

## 中国

人民元の下落が市場の波乱を招いている。2016年2月上旬時点では、昨年8月の人民元切り下げ以来、対ドルで7%近く下落。中国景気の先行き不透明感から元安が進み、元安による資本流出が国内経済を一段と下押しする懸念が広がっている。当面のリスク要因は、外貨準備の「浪費」である。元安（ドル高）圧力が高まるなか、それを通貨当局が日常的な元買い介入で阻止しようとすればするほど、外貨準備は減り、さらなる元安観測が高まり、資本逃避の動きが加速するというスパイラルに陥る可能性が否定できなくなる。

### 対話の欠如が招いた混乱

昨年の人民元切り下げ以降、人民元レートの変動や当局の為替政策を

巡りさまざまな思惑が飛び交い、世界の為替・株式市場が動揺することが繰り返された。

人民元に起きている異変の根本には、人民元の国際化、金融・資本市

場の対外開放の進展により、かつては強固であった中国人民銀行（中央銀行）による人民元レートの制御能力が徐々に弱まっていることがあ

る。人民元国際化について、中国が人民元建て貿易決済を認めたのは09年7月からと日は浅い。しかし、その後のスピード感には目を見張る。15年にはモノの人民元貿易決済額は6兆3911億元（約115・7兆円）と、中国の貿易に占める人民元決済の割合は25・7%に達した。

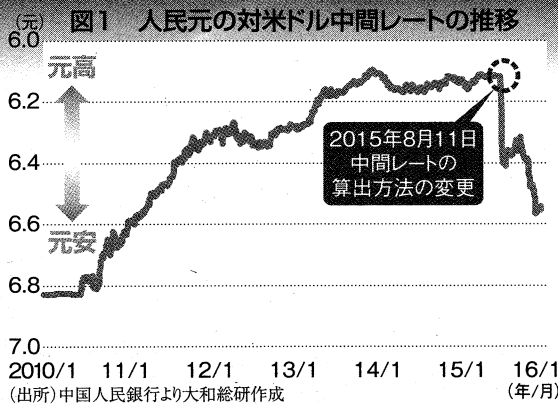
また、中国人民銀行は、15年末時点で29カ国・地域の中央銀行・通貨当局との間で2兆9822億元（約54兆円）の通貨スワップ協定を締結しているが、その目的は短期流動性危機への対応だけでなく、貿易・直接投資の人民元決済や人民元の外貨準備への採用など、人民元の国際化が強く意識されているのが特徴だ。

同時に、オフショア（国外）人民元の運用手段の拡充も進められ、香港、英国などでの人民元建て債券の発行のほか、域外で保有される人民元を中国に持ち込んで金融・資本市場に投資する「RQFII」などが推進されている。RQFIIは16年1月末時点で17カ国・地域に1兆3100億元の投資枠が設定され、このうち4698・25億元（約8・5兆円）が実際に投資されている。

このように、人民元は急速に世界に拡散しているのである。当然、各地に創設されたオフショア市場では、中国人民銀行のコントロールは及びにくくなる。国際通貨基金（IMF）は15年11月30日、SDR（特別引き出し権）に人民元を採用することを正式に決定した。これを契機に人民元の国際化はさらに進展するだろう。しかし、このことは、中国人民銀行が為替レートの制御力を失っていくことと表裏一体である。

中国人民銀行はマーケットとの対話が不足している、と批判されるが、足りないのではなく、これまで「対話をしたことがなかった」というのが実情であろう。これがマーケット参加者に不安や不信を与え、ひいてはグローバルマーケットでの中国に対する疑心暗鬼を増長させる。

このことを象徴するのが、15年8月の人民元切り下げ発表後の元急落



だ。中国人民銀行が人民元の対米ドル中間レートの算出方法の変更を発表したのは、人民元のSDR採用を巡りIMFが問題視していた「マーケットレートと中間レートの乖離」を是正することが目的であった。しかし、これは少なくとも当時、広く認識されていたわけではない。

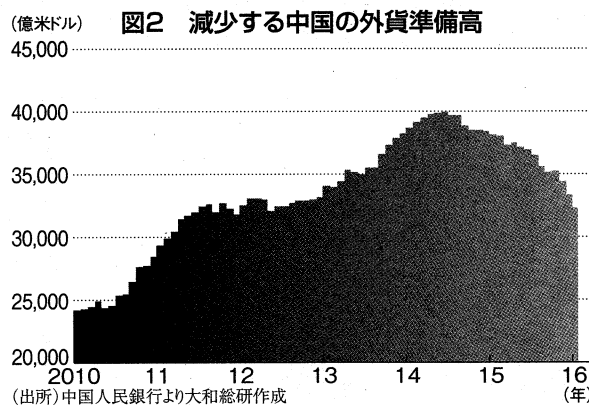
このため、マーケットは、「通過当局が、SDR入りを機に中国政府が輸出のテコ入れをすべく人民元安誘導に踏み切った」と捉えてしまい、そこから、「これから通貨安競争が始まる」といった疑心暗鬼を生んだ。その結果、アジアの新興国通貨が対米ドルで大きく下落した。さらに、マーケットに「元安誘導をせざるを得ないほど中国の景気は悪化している」との思惑が生まれ、日本株が大

幅安になるなど、世界の為替・株式市場の動揺を招いたのである。8月13日までの3日間累計の下げ幅は4・7%となった。同日、中国人民銀行は記者会見を開き、「従来、人民元の中間レートと市場レートには3%程度の乖離があったが、「この乖離の是正はすでに基本的に完了した」と明言した。「今回の切り下げはテクニカルな調整」と言いたいのであれば、これは8月11日の段階ですっかりとマーケットに対して説明されるべきであったろう。説明不足のせいもあり、マーケットでは元安観測が否応なく高まり、中国人民銀行は、元買い(ドル売り)介入でこれに対応した。為替介入資金は相応な規模となったとみられ、15年8月の中国の外貨準備は939億ドルの減少を記録した。

### 資本逃避の動きが加速

IMFによる人民元のSDR採用正式発表前後から、人民元の対米ドル中間レートは再び下落に転じた。16年1月7日には1ドル6・5646元と、算出方法変更前の15年8月10日の同6・1162元からは7・3%の元安である。

景気減速が続くなか、年初の元安進展が企業のドル建て債務の返済負担増加懸念を高めたこともあり、中



国株は急落。再びグローバルマーケットの波乱要因となった。元安進展が、通貨当局が為替介入を減らした結果であればよかったのだが、そうではなかった。外貨準備は15年12月には過去最大となる1079億ドルの減少を記録。16年1月も995億ドル弱減った。15年年間では5127億ドルの減少である。外貨準備減少の原因は、元買い・ドル売りの為替介入の他にも、評価損やアジアインフラ投資銀行等への出資などがあるが、かなりの部分は為替介入によるものであろう。

当面のリスク要因は、元安の進展ではなく、外貨準備の浪費である。米中金利差の拡大を背景に元安(下ル高)圧力が高まるなか、それを通

貨当局が日常的な元買い(ドル売り)介入で阻止しようとするればするほど、外貨準備は減り、さらなる元安観測が高まり、資本逃避の動きが加速するというスパイラルに陥る可能性が否定できなくなる。

足元で元安は一服している。当然、背景には通貨当局による元買い・ドル売り介入があり、中国は現在進行形で外貨準備を消費し続けている可能性が高い。中国は16年1月末で、23兆ドルの外貨準備を保有するが、足元の外貨準備の減少スピードは速く、長期的にそれを浪費し続ける余裕はない。1997年のアジア通貨危機の震源地となったタイでは、通貨防衛のための自国通貨買い支えで外貨準備が失われ、ついには通貨防衛の放棄を余儀なくされた。結局、通貨の下落幅は大きくなり、影響の深刻化を招いた。中国は同じ轍を踏んではならない。

一方で、通貨当局が為替介入を減らして、人民元の下落がある程度放置すれば、少なくとも外貨準備の浪費は抑えられ、スパイラル的な人民元暴落シナリオの発生の可能性は大きく低下する。同時に、景気対策をしっかりと実施し、景気減速に歯止めをかけ、市場のセンチメントを改善させる必要があることは、言うまでもない。ここ数カ月がリスクシナリオ回避の試金石となろう。