

2017年10月3日 全9頁

上昇に転じた中国人民幣元と資本取引規制

上昇・下落の両局面とも長引きやすい中国の為替制度

経済調査部 主席研究員 金子 実
研究員 永井 寛之
研究員 中田 理恵

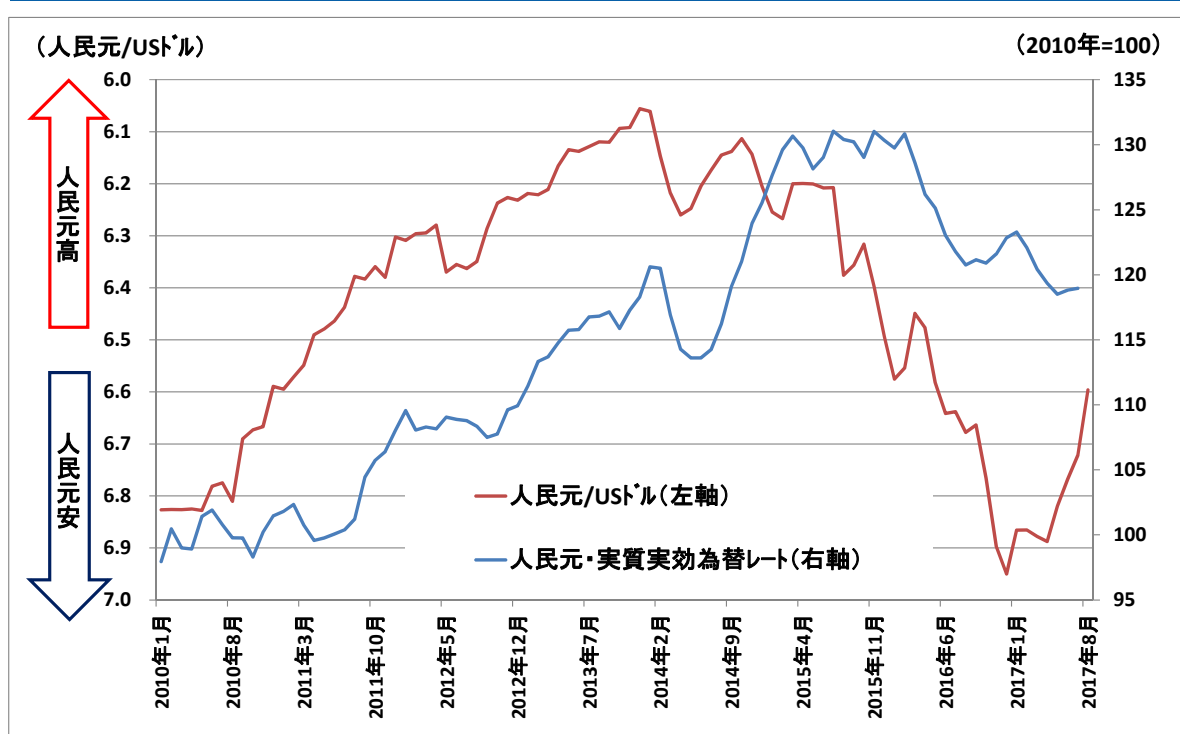
[要約]

- 今年に入って、人民幣レートが上昇に転じているが、中国政府が資本取引規制を使って対外直接投資を抑制したことが、その要因になっていると見られる。
- 中国における最近の経験を見ても、資本取引規制により円レートを安定化させようとしていた1970年代の日本における経験を見ても、資本取引規制が効果をあげて為替レートに影響を与えるまでには、一定の時間がかかっている。今後中国政府が資本取引規制についての政策を対外直接投資促進の方向に切り替えたとしても、それによってすぐに人民幣レートが下落し始める可能性は、あまり高くないと考えられる。
- オフショア人民幣の増減は、中国国内の外貨の増減に寄与し、人民幣レートの上昇・下落を後押しする。他方、オフショア人民幣は、人民幣レートの変動による為替差益の最大化が考慮されて増減していることが考えられる。従って、将来の人民幣レートについての期待が、過去の人民幣レートのトレンドにより形成されていると、オフショア人民幣の増減は、人民幣レートの上昇・下落の両局面において、一旦始まったトレンドを後押しする性質を持っていることになる。
- オフショア人民幣の一部である香港の人民幣預金の増減と人民幣レートの変動との間のこれまでの関係は、オフショア人民幣がこのような性質を持っているという見方と整合的である。
- 今年に入って人民幣レートが上昇に転じた後、香港の人民幣預金もわずかながら増加に転じている。今後中国政府が資本取引規制についての政策を対外直接投資促進の方向に切り替えたとしても、それによってすぐに人民幣レートが下落し始める可能性はあまり高くないことを考えると、米国の長期金利の急上昇などの状況変化がない限り、最近始まった人民幣レートの上昇は、長引く可能性があると考えられる。

1. はじめに

今年に入って、人民元レート（中国人民元の為替レート）が、1年以上の下落基調の後、上昇に転じている。人民元の対USドルレートは、2015年から下落基調になった後、2017年から約2年ぶりに上昇基調に転じた（図表1）。中国の貿易相手国は米国だけでなく、人民元レートは、対USドルでは上昇していても、ユーロや円などの米国以外の貿易相手国の通貨に対しては下落していることもある。BIS（国際決済銀行）は、中国の各貿易相手国との貿易量等に応じて為替レートを加重平均するとともに、中国内外の物価上昇率の差も勘案して、人民元の実質実効為替レートを算出しており、その推移を見ると、2016年から下落基調となった後、2016年末から一旦上昇し、2017年に入って下落した後、2017年5月からまた上昇している。

図表1 人民元/USドルレート及び人民元の実質実効為替レートの推移（月次）（2010年～）



(注1) 人民元/USドルレートは、オンショア人民元レート

(注2) 人民元の実質実効為替レートは、2010年を100とした指数

(出所) Bloomberg、BIS統計より大和総研作成

昨年人民元レートが下落基調であった時期には、その要因となる資本の流出超の拡大が見られ、外貨準備高が減少していた。しかし、中国政府は、資本取引規制を使って、資本の流出超の拡大に歯止めをかけ、外貨準備を増加に転じさせることに成功したとみられており、IMFが本年8月に公表した中国についてのレポート¹(以下、「IMFレポート」という。)は、2016年半ば以降中国政府が資本取引規制の執行を強化したことが、資本流出圧力の抑制に寄与したとしている。

¹ IMF, August 2017, "People's Republic of China: Selected Issues", IMF Country Report No.17/248 (<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2017/08/15/People-s-Republic-of-China-Selected-Issues-45171>)

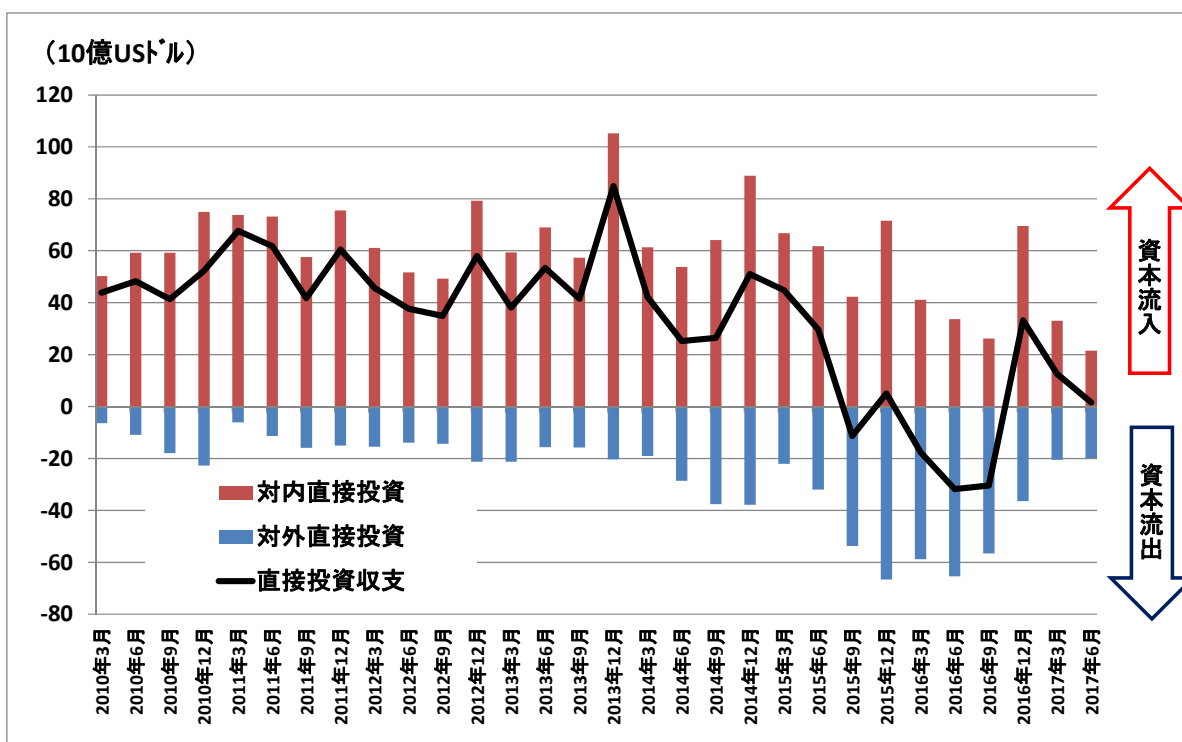
中国政府は、一定の通貨バスケットを参考にして人民元レートの安定を保とうとする管理フロート制をとっているが、今後資本取引規制を使うことにより、人民元レートを安定的に推移させることができるのだろうか。本稿では、資本取引規制を使って円レートを安定させようとしていた 1970 年代の日本の経験も参考にしながら、中国政府が人民元レートの安定を保とうとする一方で、今日の中国の為替制度が人民元レートにどのような影響を与えているのかを検討し、今後の人民元レートを考える一助とする。

2. 対外直接投資に対する規制による資本流出の抑制

2.1 中国における最近の対外直接投資の推移

「IMF レポート」は、中国政府が資本流出を抑制するためにとった措置として、対外直接投資に対する規制の執行強化を挙げている。この措置の効果を見るために、中国の対内・対外直接投資の近年の推移を見たものが図表 2 である。このグラフを見ると、中国の対外直接投資は、2016 年 10-12 月期と 2017 年 1-3 月期に前期比で減少し、それ以降は比較的低い水準で推移しており、確かに資本流出超の増加傾向に歯止めがかかり、そのことが人民元レートの反転に寄与したと考えられる。

図表 2 中国の対内・対外直接投資及び直接投資収支の推移（四半期）（2010 年～）



(出所) CEIC より大和総研作成

ただ、対外直接投資に対する規制が今年に入っての人民元レートの反転に寄与したと考えられるとすると、規制の執行が強化され、対外直接投資が顕著に減少し、人民元レートが反転す

るまでに経過した時間にも、注目する必要がある。「IMF レポート」は、2016 年半ば以降中国政府は資本取引規制の執行を強化したとしているが、それから対外直接投資が顕著に減少し、人民元レートが上昇し始めるまでに半年程度は経過している。2015 年夏頃からの株価の下落や 2015 年 12 月の米国の政策金利上げの後にチャイナ・ショックと呼ばれた人民元安が発生して、中国政府がそれに歯止めをかけようとし始めた時点からみると、人民元レートが反転するまでに 1 年以上経過している。このチャイナ・ショックと呼ばれた人民元安が起こった後 1 年程度の期間、対外直接投資は高水準で推移していた。

2.2 1970 年代の日本における資本取引規制による為替レート安定化の経験

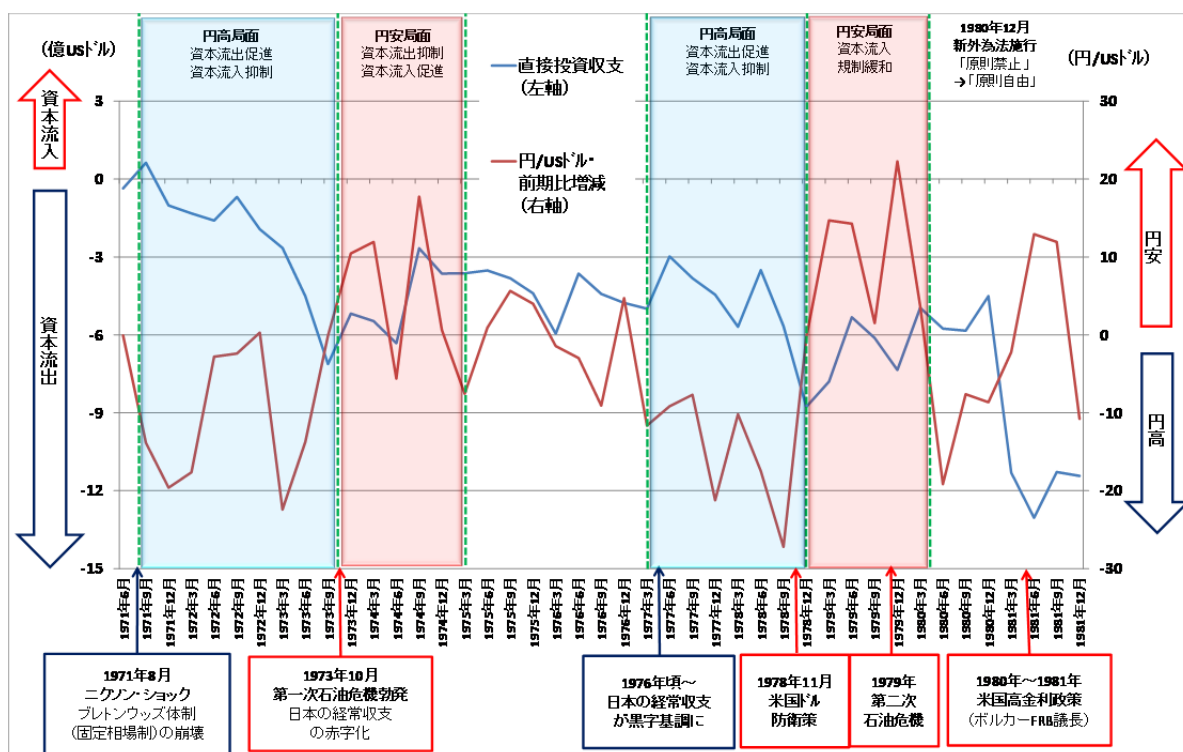
人民元レートが下落し始めてから対外直接投資に対する規制により人民元レートが上昇に転じるまでにかかなりの時間が経過した理由は、対外直接投資の規制についての政策を変更したり、政策の変更が対外直接投資に影響を与えたりするのに、一定の時間がかかったことであると考えられる。為替レートを安定化させる上での資本取引規制の効果の遅れは、1970 年代の日本において、資本取引規制が円レートの安定のために使われていた時期にも観察されていた。

第二次世界大戦後にスタートしたブレトン・ウッズ体制と呼ばれた固定相場制は、1971 年 8 月のニクソン・ショックで米国が固定相場制を放棄したことにより崩壊したが、その後しばらくの間、日本政府は、様々な政策ツールを使うことにより円レートを安定させようとしていた。その際に使われた政策ツールの一つが、固定相場制において金融政策に独立性を持たせるために必要であった資本取引規制であった。具体的には、円高局面では資本流出を促進して資本流入を抑制し、円安局面では資本流出を抑制して資本流入を促進していた。

図表 3 は、1971 年から 1981 年までの日本における資本取引規制、直接投資収支、円/US ドルレートの推移を見たものである。1971 年 8 月のニクソン・ショックで固定相場制が崩壊した後しばらくの間円高が進み、資本取引規制においては、資本流出が促進されて資本流入が抑制されていた。この期間の直接投資収支の推移を見ると、資本取引規制の効果があがって、資本流出超が拡大した。その後、1973 年 10 月には、第一次石油危機が発生し、日本の経常収支が赤字化したことから、円安が始まり、資本取引規制は、資本流出が抑制されて資本流入が促進される方向に切り替えられた。しかし、その効果があがって、直接投資収支の流出超が顕著に減少したのは、半年以上経過してからで、それまでは、第一次石油危機の発生前に拡大していた直接投資の流出超が、円安を後押ししていた。

資本取引規制の効果の遅れは、1977 年からの円高局面においても観察された。1976 年から日本の経常収支が黒字基調となり、1977 年から円高が進行したことから、資本取引規制においては資本流出が促進されて資本流入が抑制された。しかし、その効果があがって直接投資収支の流出超が顕著に増加したのは 1 年程度たってからで、その頃には、米国のドル防衛策による円安が始まっていた。

図表3 1971-1981年の日本における資本取引規制、直接投資収支、円/USドルレート



(注) 円/USドル前期比増減は、月次の直物インターバンク相場を平均して算出した四半期毎の円/USドルレートの前期に比べての増減額

(出所) 日本銀行「国際収支統計」、大蔵省財政史室編「昭和財政史 昭和27～48年度」、財務省財務総合政策研究所財政史室編「昭和財政史 昭和49～63年度」より大和総研作成

このように資本取引規制による為替レートの安定化は効果の遅れを伴いやすいという視点からこれまでの人民元レートの推移を見ると、2014年の人民元高局面において行われた対外直接投資に係る規制緩和も、効果の遅れの一例であった可能性が考えられる。2014年政府活動報告には、「海外展開を進める中で競争力を向上させる。対外投資の管理方式の改革を推し進め、届出制を主軸としつつ、審査・認可の権限を大幅に下部に委譲する。」という一節がある。そして、この年には対外直接投資の一部が認可制から届出制の対象に変更されたが、このような規制緩和は、人民元高が進み、中国の外貨準備高が高水準となる中で行われた。その後対外直接投資が徐々に増加したが、対外直接投資が最も高水準となった2016年には、既にチャイナ・ショック後の人民元安と外貨準備高の減少が問題となっていた。

最近の人民元レートの上昇は、本年10月18日に開幕する予定の中国共産党大会に向けて、中国経済が順調であることを示すためではないかとの見方もある。仮にそうだとすると、中国共産党大会以降中国政府が人民元レートの上昇を止めるために対外直接投資を促進する方向に規制の執行方針を変更したとしても、その効果があがって対外直接投資の流出超が顕著に増加し始めるまでには、ある程度時間がかかる可能性が高い。従って、米国の長期金利の急上昇などの状況変化によって人民元レートが突然下落に転じる可能性はあっても、中国の政府の政策変更により人民元レートがすぐに下落し始める可能性は、あまり高くないと考えられる。

3. オフショア人民元の増減による人民元レートの上昇・下落の後押し

3.1 中国における外貨の増減に影響を与えるオフショア人民元の増減

中国は、資本取引を規制する一方で、経常取引は IMF 協定第 8 条に従って自由化しているが、経常取引の決済に使われる通貨としては、外貨のみならず人民元も認めている。このような中国の為替制度の下で、中国の外にオフショア人民元と呼ばれる人民元が蓄積されているが、このオフショア人民元の増減は、経常取引の収支としてはカウントされないが、資本取引規制の対象とはならず中国における外貨の増減に影響を与えており、中国の外貨準備高や人民元レートに影響を与えている。

例えば、中国の輸入の対価が中国の外の非居住者²に人民元で支払われた場合、中国の経常収支のマイナス要因とはなるが、中国からの外貨の流出は伴わず、その分中国の外のオフショア人民元が増加する。また、中国の輸出の対価が中国の外の非居住者から人民元で支払われた場合、中国の経常収支のプラス要因とはなるが、中国への外貨の流入は伴わず、その分中国の外のオフショア人民元が減少する。

オフショア人民元は、中国の外の多くの国、地域で蓄積されており、認められている蓄積方法も多様化しているが、ここでは、データが容易にとれ、オフショア人民元の中に占めるシェアの比較的高いとみられる、香港における人民元預金の推移を見る。³

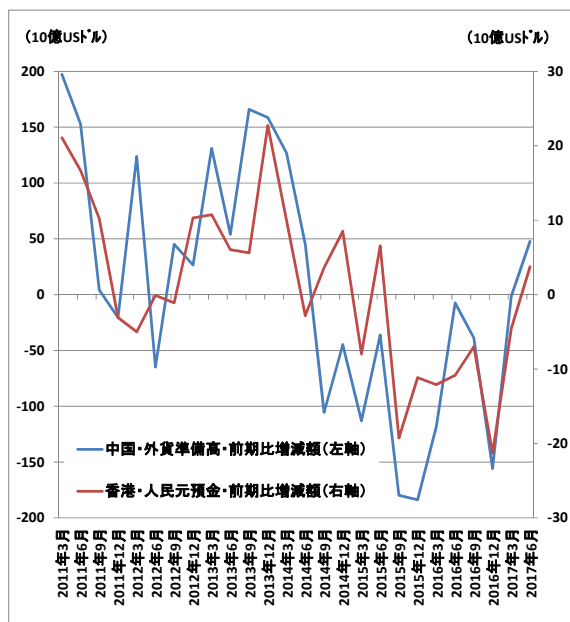
図表 4、図表 5 は、中国の外貨準備高の前期比増減額と香港の人民元預金の前期比増減額の推移と、両者の間の関係を見たものであるが、両者の間には相関が見られる。これは、香港の人民元預金の増加は、中国からの外貨の流出の節約になっていることにより中国国内の外貨の増加に寄与し、香港の人民元預金の減少は、中国への外貨の流入の代わりとなっていることにより中国国内の外貨の減少に寄与していることによって、中国の外貨準備高の増減が影響を受けた結果と考えることができる。

同じ理由により、香港の人民元預金の増加は、人民元レートの上昇を後押しし、香港の人民元預金の減少は、人民元レートの下落を後押ししていると考えられる。香港の人民元預金の増加は、中国からの外貨の流出の節約になっていることにより中国国内における外貨需要の減少に寄与し、香港の人民元預金の減少は、中国への外貨の流入の代わりになっていることにより中国国内における外貨供給の減少に寄与していると考えられるためである。

² 居住者、非居住者は、外国為替管理制度における概念で、経済的本拠を国内に置いているか否かで区別される。自国民でも、経済的本拠を国外に置いていれば非居住者であり、自国法人でも、経済的本拠を国外に置いていれば非居住者である。

³ 中国人民大学国際通貨研究所「人民元 II 進む国際化戦略」の P. 326 には、2014 年時点で、香港がオフショア人民元預金の 55% を占めると書かれている。

図表4 中国の外貨準備高の前期比増減額と香港の人民元預金の前期比増減額の推移

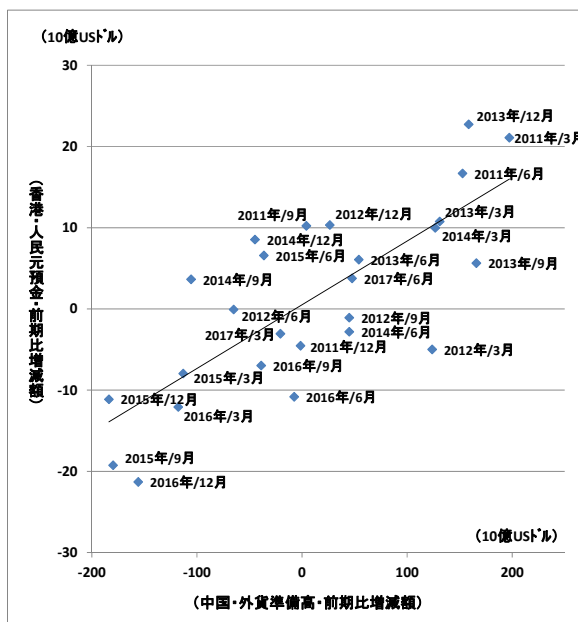


(注1) 香港の人民元預金は、USドル/オフショア人民元レートでUSドルに換算(図表5、6、7も同様)

(注2) 前期比増減額は、各四半期の期末の額の前期と比較しての増減額(図表5も同様)

(出所) CEIC、Bloombergより大和総研作成

図表5 中国の外貨準備高の前期比増減額と香港の人民元預金の前期比増減額との間的相关



(注) 相関係数:0.768、P値:0.000467%

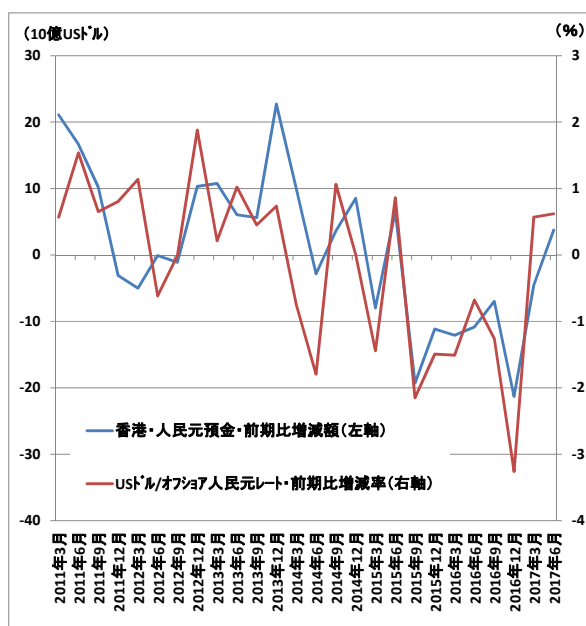
(出所) CEIC、Bloombergより大和総研作成

3.2 為替差益の最大化が考慮されて増減していることが考えられる香港の人民元預金

それでは、香港の人民元預金は、どのような要因により変動しているのだろうか。これについても、人民元レートの変動と関連づけて、人民元レートの変動による為替差益の最大化が考慮されて、香港の人民元預金が増減していることが考えられる。中国の外の非居住者は、将来人民元レートが上昇すると期待する場合には、中国の輸入の対価を人民元で受け取って人民元預金として保有して、将来期待が実現して人民元レートが上昇したら、中国からの輸出の対価を人民元で支払うことにより為替差益を得られるからである。

そして、将来の人民元レートの期待がどのように形成されるかについては、将来高い確率で状況が変化すると予想されない限り、過去の人民元レートのトレンドが将来も続くと期待されていることが考えられる。図表6、図表7は、各四半期の期末の香港の人民元預金の前期比増減額と各四半期の平均のオフショア人民元/USドルレートの前期比増減率の推移と、両者の間の関係を見たものであるが、やはり両者の間には相関が見られる。

図表6 香港の人民元預金の前期比増減額とUSドル/オフショア人民元レートの前期比増減率の推移

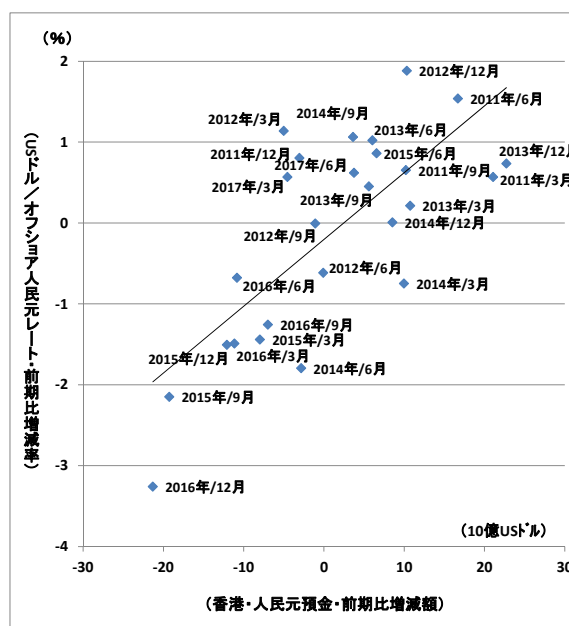


(注1) USドル/オフショア人民元レートの前期比増減率は、各四半期の平均の前期比増減率(図表7も同様)

(注2) 香港の人民元預金の前期比増減額は、各四半期の期末の額の前期に比較しての増減額(図表7も同様)

(出所) CEIC、Bloomberg より大和総研作成

図表7 香港の人民元預金の前期比増減額とUSドル/オフショア人民元レートの前期比増減率の相関



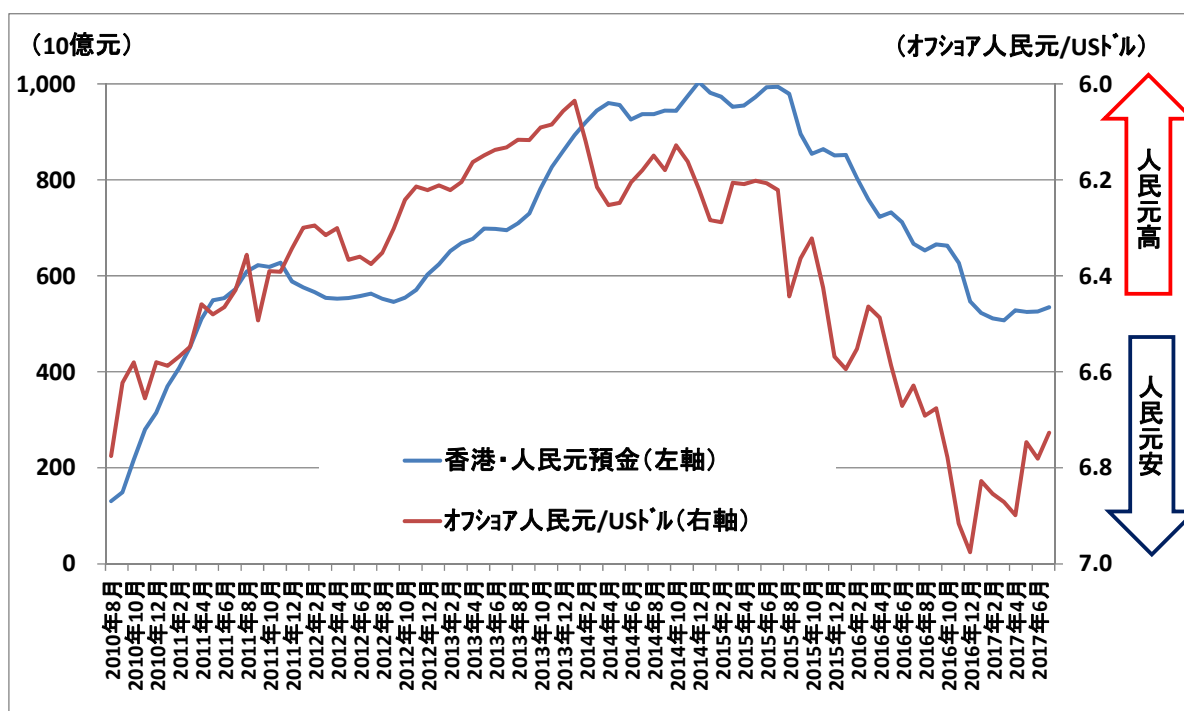
(注) 相関係数:0.735、P値:0.00182%

(出所) CEIC、Bloomberg より大和総研作成

これらのことから、人民元レートが何らかの要因により上昇トレンドになると、それは香港の人民元預金の増加を後押しする要因となり、そのことがさらに人民元レートの上昇を後押しする要因となるという形で、人民元レートの上昇トレンドが補強されていることが考えられる。人民元レートが何らかの要因で下落トレンドとなると、その逆のメカニズムが働いて、人民元レートの下落トレンドが補強されていることが考えられ、人民元レートの上昇・下落の両局面において、香港の人民元預金は、一旦始まったトレンドを長引かせる性質を持っていると考えられる。

図表8は、香港の人民元預金とオフショア人民元/USドルレートの推移を見たものである。両者は、いくらかのずれを伴いながらも連動している。このことは、オフショア人民元の増減が、2014年までの人民元レートの上昇トレンドや2016年の人民元レートの下落トレンドを後押しし、長引かせた可能性を示している。

図表8 香港の人民元預金とオフショア人民元/USドルレートの推移



(出所) CEIC、Bloomberg より大和総研作成

今年に入って、人民元レートは上昇に転じており、中国政府の資本取引規制の執行強化がその要因の一つとみられていることは、既に見たとおりである。図表8を見ると、人民元レートが上昇に転じた後、香港の人民元預金もわずかながら増加に転じており、人民元レートの上昇が続けば、香港の人民元預金の増加がそのトレンドを補強して、人民元レートの上昇を長引かせる可能性がある。そして、これも既に見たとおり、米国の長期金利の急上昇などの状況変化によって人民元レートが突然下落に転じる可能性はあっても、中国の政府の政策変更により人民元レートがすぐに下落し始める可能性はあまり高くないと考えられる。

以上のことから、今年に入って始まった人民元レートの上昇は、長引く可能性があると考えられるべきではないかと思われる。