

2018年8月14日 全5頁

中国：人民元は大丈夫か？

チャイナ・ショック回避の鍵を握るマーケットの調整機能重視

経済調査部
主席研究員 齋藤 尚登

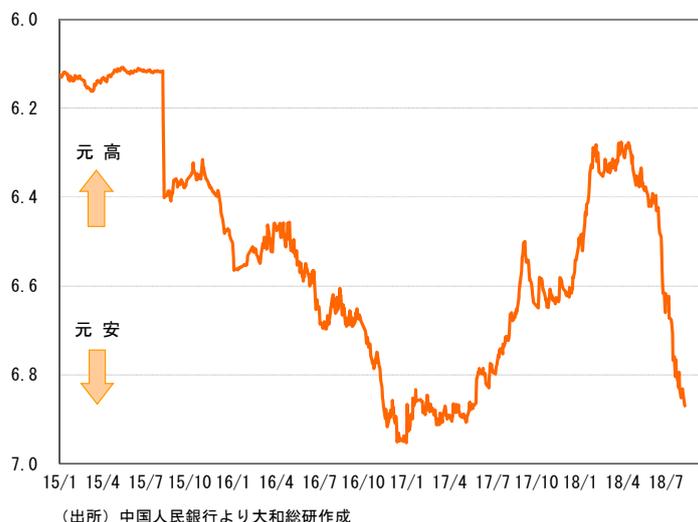
[要約]

- 元の対ドル基準レートの決定方法は2015年8月11日に大きく変更され、それ以降、元ドルレートは主要国際通貨の変動の影響を大きく受けるようになった。足元の急速な元安はドルの独歩高によるものであり、当局はドル高に見合いの元安を「容認」しているのである。今のところ大規模な元買いドル売りの為替介入は避けられており、2018年6月と7月の外貨準備は2ヵ月連続で増加した。
- しかし、今後何らかの要因で中国からの資金流出が大きくなったり、マーケット・レートが大きく元安に振れる（対ドルのマーケット・レートの当日の変動制限は基準レートの±2.0%）など、中国政府が容認し難い元安圧力が高まれば、元買い・ドル売りの為替介入を増やさざるを得ない。それによって外貨準備が急減すれば、元安圧力がさらに高まるという負のスパイラルが発生するリスクは残っている。しかし、巨額の外貨準備を費消してマーケットを力づくで抑え込むのは避けるべきであり、マーケットの調整機能に多くを委ねることが望まれる。中国は市場の力を重視する一方で、元の過度の変動を抑えるためのセーフティネットを用意している。8月初旬には、中国人民銀行が市中銀行に義務付ける為替フォワード取引の準備金比率を0%から20%に引き上げ、投機的な空売りを抑制した。為替・金融・株式市場の安定化にとって、ここ数ヵ月が正念場となろう。

足元はドル高に見合いの元安であり、あまり心配はいらない

人民元が対ドルで急落している。基準レートは4月17日の1ドル=6.2771元から8月14日には6.8695元と、9.4%の元安となった。特に、米トランプ政権が知的財産権侵害への制裁として中国からの輸入品500億ドル分に25%の追加関税をかけると表明し、そのリストを発表した6月15日以降、元安ペースは加速した。このため、マーケットでは「高関税の影響を一部相殺するための中国政府による意図的な元安誘導」との見方が広がった。しかし、後述するように、足元の元安は米ドルと他の主要国際通貨との関係、即ちドルの独歩高を素直に反映している可能性が高い。元安誘導というよりもドル高に見合いの元安を「容認」というのがよりの確な表現であろう。

元の対ドル基準レートの推移（単位：元）



元の対ドル基準レートの決定方法は2015年8月11日に大きく変更された。具体的には、中国人民銀行はマーケットメイカーに対して、「前日のマーケット終値を参考に、外貨需給と主要国際通貨の為替レートの変動状況を総合的に考慮した上で、中国外国為替取引センター（CFETS）に基準レートを提示する」ことを求めた。「主要国際通貨の為替レートの変動状況」に関連して、中国外国為替取引センターは、2015年12月11日にCFETS指数、BIS（国際決済銀行）指数、SDR（IMF特別引出権の構成通貨）指数という3種類の元の名目実効為替レートの公表を開始した。

「2015年8月11日」という日付に違和感を持つ向きがあるかもしれない。その10年前に元の対ドルレートの決定方法は大きく変わっていたのではないかとの疑問である。確かに、中国人民銀行は2005年7月21日、同日19時時点の元の対ドルレートを8.11元と2%切り上げた上で、「今後は市場の需給を基礎に、通貨バスケットを参考とした調整を行う管理フロート制を実施する」とした。事実上の米ドルペッグ制は取りやめ、為替レートの柔軟性を高めると宣言したのである。しかし、米国のサブプライムローン問題を契機に世界金融危機が広がりを見せるなか、

2008年6月～2010年6月までの2年1ヵ月にわたり事実上の米ドルペッグ制が再び復活し、ギリシャ危機の際にも2014年3月～2015年8月11日の制度変更までドル元レートが極めて狭い範囲で推移するなど、主要国際通貨の変動はほとんど反映されず、ドルと元の安定性が最優先される時期が長く続いた。

下図は2015年8月11日の制度変更を起点に前後3年間、計6年間の元の名目実効為替レートと、ドルの名目実効為替レートの推移を見たものであり、制度変更前は両者の連動性が極めて高かったことが分かる。少なくともギリシャ危機が発生する2014年春以前は危機対応モードではなかったはずであるが、それでも両者は高い連動性を有していた。反面、2015年8月11日以降、こうした連動性はほぼ失われている。

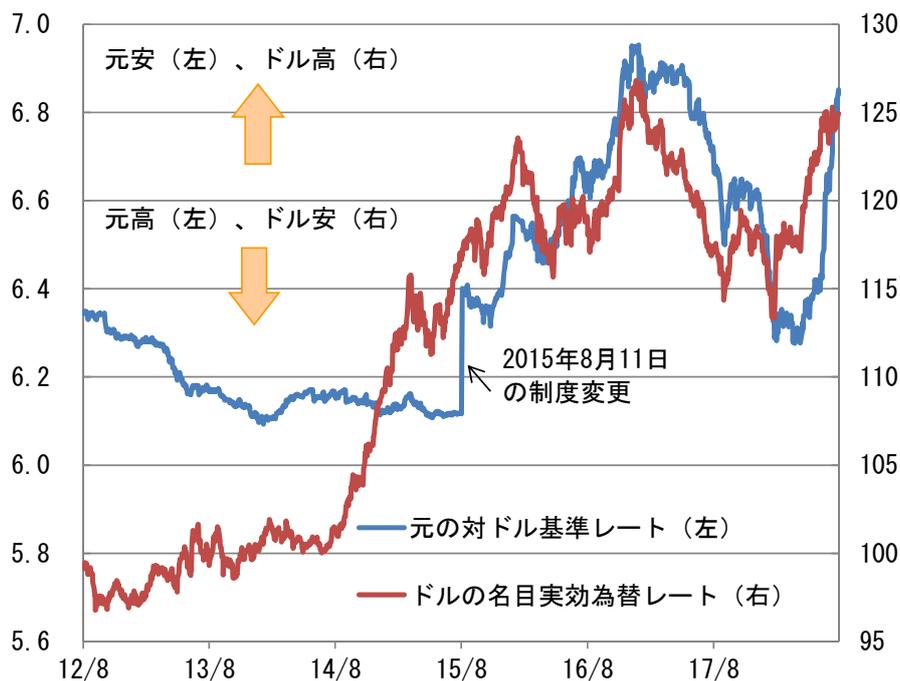
元の名目実効為替レート、ドルの名目実効為替レートの推移（2015年8月10日=100）



2015年8月11日の制度変更を機に何が大きく変わったのか？結論を先に言えば、元の対ドル基準レートは、他の主要国際通貨の変動の影響を大きく受けるようになったのである。次頁図は元の対ドル基準レートと、ドルの名目実効為替レートの推移であり、ここからは2015年8月11日の制度変更以降、ドルの名目実効為替レートが上昇（下落）する場合は元安（元高）という関係が明確に表れている。さらに、このチャートはここもとの元安はドルの名目実効為替レートの上昇と見合いであり、元がオーバーシュートしているわけではないことを示唆している。

このように足元の急速な元安は、ドル高によるものであり、当局はドル高に見合いの元安を「容認」しているのである。このため、今のところ大規模な元買いドル売りの為替介入は避けられており、2018年6月と7月の外貨準備はそれぞれ前月比15.1億ドル増、58.2億ドル増と2ヵ月連続で増加した。

元対ドル基準レート（元）とドルの名目実効為替レートの推移



（出所）BIS統計、中国人民銀行より大和総研作成

マーケットの調整機能に多くを委ねることがチャイナ・ショック回避の鍵

しかし、今後、何らかの要因で中国からの資金流出が大きくなったり、マーケット・レートが大きく元安に振れる（対ドルのマーケット・レートの当日の変動制限は基準レートの±2.0%）など、中国政府が容認し難い元安圧力が強まれば、中国人民銀行は元買い・ドル売りの為替介入を増やさざるを得ない。それによって外貨準備が急減すれば、元安圧力がさらに高まるという負のスパイラルが発生するリスクは残っている。元安、株安、外貨準備の急減が同時に発生した2015年8月や2016年1月の人民元ショック（チャイナ・ショック）の再現である。

本来的には巨額の外貨準備を費消してマーケットを力づくで抑え込むのは避けるべきであり、マーケットの調整機能に多くを委ねることが望まれる。中国は市場の力を重視する一方で、元の過度の変動を抑えるためのセーフティネットを用意している。8月初旬には、中国人民銀行が市中銀行に義務付ける為替フォワード取引の準備金比率を0%から20%に引き上げ、投機的な空売りを抑制した。当局が急速な元安が続くのを望んでいないことが示された格好である。今後は資本流出抑制策と資本流入促進策が強化される可能性も高い。為替・金融・株式市場の安定化にとって、ここ数ヶ月が正念場となる。

中国の外貨準備（左目盛）と前月比増減（右目盛）（単位：億ドル）

