

# 人民元の「切り下げ」

津上 俊哉  
津上工作室  
代表



6月に株の暴落騒ぎが起きたばかりの中国で、今度は「人民元切り下げ」騒ぎが起きた。

外為市場が開く前に発表される「中間値」は、これまで「当局の意向を体現した推奨レート」であり、この数カ月は市場実勢値が1ドル6.2元前後だったのに対して、長らく6.1前後と、実勢より元高に推移してきた。ところが8月11日、突然「為替レートの市場化」のために、今後の中間値は前日の市場終値を参考とすることが発表され、この日の中間値が前日より1.8%も元安の6.2298元とされた。

これだけでも騒ぎだが、12、13日にもさらに元安を目指す誘導が続いたことが「中国が10%以上の元安を目指している?」「輸出産業の支援が狙いだ」「中国経済はそれほどに状況が悪いのか」という憶測を誘い、世界中のマーケット、さらには中国国内に大きな混乱を引き起こした。

## IMFとの協議のうで実施

筆者は最初、この「元切り下げ」のニュースを狐につままれたような思いで聴いた。周知のとおり「人民元の為替操作」問題は米中両国間の永年の政治問題だが、9月には習近平主席の訪米が予定されており、共産党も国務院も「訪米を成功させなければならない」プレッシャーのもとにあるはずだ。今中国が「元を切り下げて輸出ドライブをかけ」たら、習主席が米国で手荒く迎えられることは明らかなのに、いったいなぜ?と思ったのだ。

結論からいえば、今回の措置は「人民元の国際化」、具体的には国際通貨基金 (IMF) のSDR (特別引出権) を構成する通貨バスケット (今はドル、ユーロ、円、ポンド) に人民元を加えるという中国の宿願を果たすために講じられた。

この件で中国と協議を重ねてきたIMFが7月中旬、「いまの中間値は市場に基づいたレートとは言えず、もっと市場に基づいた代表レートが必要」という宿題を中国に出している<sup>注1</sup>。今回の措置は、この指摘に沿

うように実施され、IMFはこれを受けて直ちに歓迎コメントを出している。米財務省も「様子を見る」とコメントして、事前連絡を受けていたことを匂わせた。

その後の市場でも、中間値の発表や介入の手口をみて、「中国は直近より3%元安の水準に着地させるつもりだ」という見方が市場に浸透した。3%の小幅なら「輸出ドライブ」を心配する必要もない。これでひとまずは混乱が収束する方向だ。特に9月の習近平訪米前はこれ以上元安が進まないように、中国政府は細心の注意で「相場安定」を演出するだろう。

注1: "IMF REVIEW OF THE METHOD OF THE VALUATION OF THE SDR"のp30、パラ50参照  
(<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/071615.pdf>)

## 今後の為替安定は正念場に

しかし、市場実勢を尊重した値決めに移行する以上、レートを安定させることはこれまでより難しくなるはずだ。市場関係者はこぞって「中長期的な元安」を予想している。10月国慶節休みが明けた後の市場はどうなるだろうか。

ここで投機が活発化して元安が加速すると、新興国を巻き込んだ通貨切り下げドミノが起きるおそれがある。他方、それを回避すべく中国が為替介入でこの元安に立ち向かえば、「811改革」が謳った「市場実勢の尊重」は看板倒れになるし、介入に伴って中国の3兆6000億ドルの外貨準備も急速に減少するかもしれない。どちらに転んでも、為替レートの安定は多難そうだ。

## 望ましいのは元高か元安か

グラフで陰をつけた部分は、外貨取引による資金の動き方を示したものだ<sup>注2</sup>。陰が上に伸びているのは元をもちたい人が多いことを示し、下に伸びているのは外貨をもちたい人が多いことを示す。

このグラフからわかるように、昨年後半から「元先安」感が台頭して、外貨シフトが強まっていたのに、「811」

以前は元高誘導を続けていたことになる。特に株暴落騒ぎが起きた6月以降は、不安心理から市場で元からドルに乗り換える動きが急増し、当局は大がかりな元買い介入を実施したとのうわさも聞く（外貨準備高は7月に450億ドル減少）。

こんな需給状況を前に、外為当局には811以前にも「元レート（6.2前後）が高すぎる」という見方があったのではないか。しかし、「元安」は米国との政治問題や新興国の通貨切り下げドミノに発展しかねない機微な問題なので、調整のきっかけと大義名分を探しあぐねていたのではないか。そう仮定すれば、IMFの指摘は渡りに船だったかもしれない。

しかし、今回の措置で「元安」を巡る投機心理を刺激すると、調整は済ませたのに為替安定の仕事がもっと大変になるかもしれない。

政府部内には、これとは逆に「人民元の国際化」「一帯一路」「中国企業の海外進出」などの構想を推進するうえでは、「強い元」が望ましいという考えもあったと思う。元が先安では、せっかく海外で高まってきた人民元への関心が失われるかもしれないからだ。いわば「国威発揚」式為替政策だ。

望ましいのは元高か元安か？ 大切なことは経済合理性のある為替レートが発現しやすい市場を育てていくことだろう。

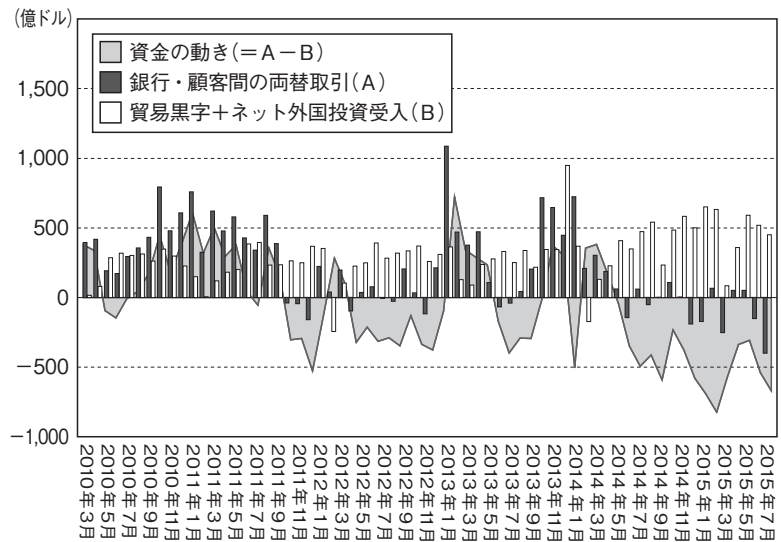
注2：陰の部分には、貿易や外国投資受入などによる実需取引だけでは説明のできない外貨取引を示す。企業や個人の外貨取引や保有が厳しく制限された昔は、この数字を「ホットマネー」と呼んだ。

## 資本自由化慎重論も登場

中国の経済状況が厳しさを増すがゆえに、今「資本取引の自由化」を進めることに反対する意見も聞かれるようになった。著名な経済学者で人民銀行政策委員を務めたこともある余永定氏は最近「いまこれを性急に進めると『転覆性錯誤』を冒すことになりかねない」という反対論を表明した。

余永定氏は日本が1990年代に進めた「金融ビッグバン」を研究したこともある学者であり、その慎重論は理解できる点がある。しかし、今後遺症で中国を苦しめる投資バブルが起きたのも、規制され閉鎖的な金融市場のおかげで、預金金利を低く抑え、国有セクターに低利の資金を供給する仕組みがあったからだ。その改革が先送りになったら、また投資バブルが起き

図 為替市場の資金の動き方



出所：人民銀行、商務部等の資料から筆者作成

るだろう。

一方で、中国の資本取引自由化が「転覆性錯誤」をもたらすときは、日本を含む周辺諸国、いや世界経済全体も「転覆性」の影響を受けることを忘れてはならないだろう。

## 元レートの調整は2010年代世界経済最大の難題

元が安くなると、今日本経済を潤す中国「爆買い」需要にも陰りが生じるかもしれないが、それは中国経済全体がおかしくなることに比べれば些末事だ。

今のレートを維持することが中国経済にとって荷が重くて、無理を続ければハードランディングを来すおそれもあるとしたら、中国経済だけでなく世界経済全体の持続可能性を第一に、秩序だった元安を認める必要があるのかもしれない。事柄の軽重からいえば「1985年プラザ合意」にも匹敵するような国際協調が必要になるかもしれない。

問題は人民元問題を巡る地合がこの数年で大きく転換しているのに、人々の意識が変化に追いついていないことだ。今や中国の製造コストが米国を上回るという見方もあるのに、十年一日のごとく「為替操作」を論難する米議会も然り。一方で、昨今いよいよ経済状況が厳しさを増すのに、「中国台頭」のバブル気分が抜けずに、「国威発揚」型の「強い元」を夢想する中国も然り。

世界経済の大きな混乱は主要国が協調できなかったときに生まれやすい。元レートの調整は国際経済にとって、このディケード（10年）最大の難題になりそうな予感がしてきた。