

# 「人民元は暴落する」のか？

津上 俊哉  
津上工作室  
代表



最近「人民元が暴落するのではないか」という物騒な観測がある。中国の外貨準備が急速に減少しているからだ。1年半前の2014年6月には、ほぼ4兆ドルあったのに、直近の今年1月には3兆3千億ドルを割っている。中国は長い間元高を防止する為替介入を行ってきたが、今や元安を食い止めるために外貨準備を取り崩して元を買う正反対の為替介入を行っているらしい。

## 元安投機の主力軍は中国人・中国企業

グラフは中国の外為市場の状況を2010年から示したもののだが、以前は市場が資金流入・流出と双方向に動いていたのに、2014年第2四半期以降は一辺倒な「資金流出」になり、人民元先安感が台頭している。

そのころは不動産が全国的に不況期入りしたのに、政府は過去のように投資アクセルを踏み込む考えのないことが明らかになり（「新常態」<sup>しんじょうたい</sup>）、先行きへの悲観が広がった時期と符合する。これとは対照的に、海外では昨年半ばに至るまで中国経済先行き楽観論が後を絶たなかった。

為替市場が景気先行きに素早く反応したことは、為替取引の主役は中国企業・中国人であることを示唆する。つまり、元先安を見越して元を売り、外貨を買う

投機は「ホームメイド」であり、ジョージ・ソロスのような海外投機家を中心なわけではない。

なかでも動きが目立つのは外貨で借り入れをした企業であり、外貨高による償還負担増から逃れるために、全力で繰り上げ償還（のための外貨買い）を試みているといわれる。ほかに、ときとして世界の金価格を動かすといわれる中国の「オバチャン投資家」も外貨を買う動きに加わっているといわれる。

## 「大幅な元安」か資本規制か？

元安投機の主が誰であるにせよ、外貨準備の急激な減少を見て、為替レート安定を重視する今の政策に対する異論の声が内外からあがっている。

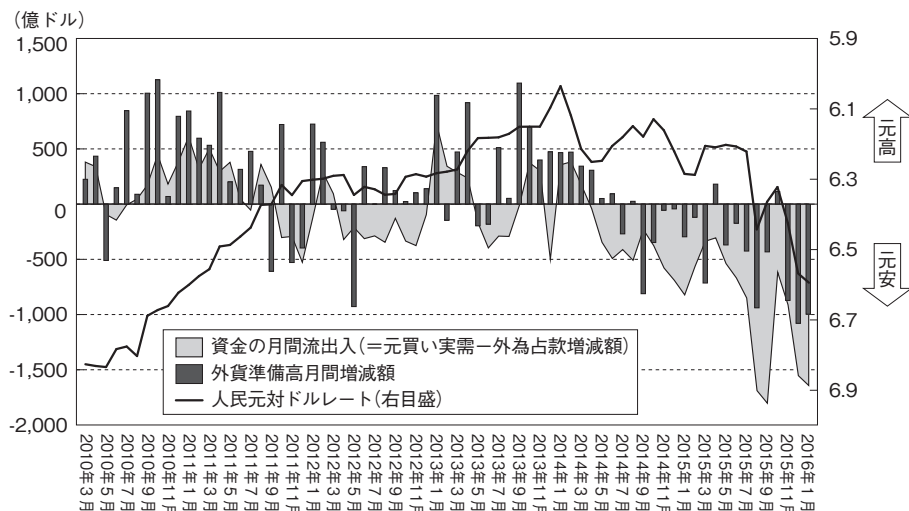
国内の異論は主に2つの観点から成る。1つは「兵力の逐次投入」のような市場介入を続けてこれ以上外貨準備を消耗させるべきではないといい、もう1つは元買い介入は人民元の流動性を吸い上げて不景気を深刻化させるのでよくないという。どちらの観点も、目指すのは介入を控え市場実勢に応じて為替レートを調整することであり、結果として起こるであろう一回性の大幅な元安を容認する。

これは「国際金融のトリレンマ」、すなわち①金融

政策の独立と②為替レートの安定、そして③資本の自由な移動の3つをすべて達成することはできないという公理を地で行く選択問題だ。資本の自由な移動を制限せず、金融政策の独立を守るとすれば、為替レートの安定は放棄せざるを得ない。

しかし、今はお金ジャブジャブ期に外債を大量に借り込んだ資源国、新興国などで、国際収支の悪化→償還不能の不安→通貨下落→さらなる償還不安というフィー

図 中国外為市場の状況（資金の流出入、外準増減、元レート）



出所：人民銀行、商務部

ドバックが起きて世界経済が危機に陥りかねない際どい時期だ。こんな時期に人民元がいちどきに、たとえば3割下落すれば、通貨下落のドミノが世界経済を襲うことは自明だ。大幅な元安調整を容認する立場は世界経済に及ぼす影響を軽視するもので、考えを改めてもらう必要がある。

海外では、為替レートの安定と金融政策の独立を守るために、(一時的にでも)資本の自由な移動を制限すべきという声があがっている。口火を切ったのは黒田日銀総裁だ(1月のダボス経済フォーラム)。

世界経済の安定のために、大幅な元安調整が起きては困るし、かといって中国の外貨準備がみるみる消耗していくのもぞっとする……とすれば、為替取引の規模を縮小させるべく、一時的に資本移動に対する規制を強化すべきという結論になる。

問題は、中国がこの考え方に乗りたがらないことだ。これまで進めてきた人民元の国際化(ドル・ユーロと並ぶ三大通貨への「出世」)が遠のいてしまうことが理由のひとつ。為替改革は結果として非常に間の悪い展開になっているが、習近平主席が面子をかけた「中華民族の偉大な復興」にもかかわる重大問題なので、簡単に方向転換はできないのだろう。

もうひとつは、これまで緩和してきた資本移動規制を再強化する「右向け左」をやると、経済改革全体が停滞する恐れがあることだ。金融自由化は何度も「時期尚早」を理由に見送られてきた。これでは「百年河清を待つ」ようなものだから、やると決めて否応なしに企業に順応させるしかない。そう考えて、三中全会以来経済界にも覚悟を迫ってきたものの、そのタイムテーブルを崩せば、緊張感が緩んでしまい、経済改革全体を停滞させかねない。

周小川人民銀行長は春節明けの2月9日、為替や金融問題に関する長文の雑誌インタビューに応じたが、そこでも「為替改革の方向は揺るがせない」「正常な為替取引は保証する」と述べて、資本規制を導入する考えはないことを明らかにした。

## 投機の燃料の残りはどれだけか?

そうなるといよいよ出口がないわけだが、周行長はインタビューで「人民元は下がり続ける基礎がない」ことも強調している。そこで、投機取引の「燃料」がどれくらい残っているのか、あるいは無尽蔵なのかを整理してみよう。

(1) 外債繰り上げ償還を目的とする外貨買い: 周行長はこの規模を約8000億ドルと見積もり、償還の

ピークが過ぎれば沈静化するという。もっと大きいという見方もあるが、これは確かに「燃料無尽蔵」の類いではなさそうだ。

(2) 香港オフショア人民元市場(CNH): これは無尽蔵の部類だが、中国は元安投機の採算を狂わせるために、四大国有銀行(の香港現法)に命じて、オフショア人民元市場で大量の資金を取り入れさせる(→オフショア人民元インターバンク市場の金利が暴騰する)作戦に出ている。関連の許認可も受付を暫時停止している。

香港オフショア人民元市場は、もともと海外に人民元を使わせるために開設したのに、これでは「使わせない」というのと同じで、人民元国際化も一時後退を余儀なくされるが、やむを得ない。

(3) 年間5万ドルまでの個人外貨購入枠: これも無尽蔵の部類だが、今や「銀行支店に行っても『ドルは用意できない』といわれ、事実上パルプが閉まりつつある」との見方がある。

(4) アングラ取引(地下銀行、貿易偽装など): すでに深圳で輸入貿易を偽装した取引が急増したことが伝えられるが、周行長は「この種の違法行為は必ず起こるが、しょせん量は限られている」という。

## 慎重で建設的な国際協調を

全体として、これで元安投機が止まる絶対の保証はないが、他方で「中国は今までは元安投機を止められない→やがて人民元は暴落する」と断定することもできないだろう。米国が利上げに慎重になり始めたことも応援材料だ。上記の展開をみていると、資本移動規制は口とは裏腹に事実上制限が強まっている印象、為替レートも時間をかけて一定程度下がる……そういうふうにとりレンマが「三方一両損」的に解決して投機が終息してくれるのを祈るばかりだ。

今あまり性急、声高に中国に資本規制を求めるべきではないだろう。周行長は、「その種の声が『為替取引ができなくなる』という市民・企業の不安を煽って、かえって投機を激化させている」と苦情を述べている。外野があまりいい募ると、「嫌がらせ」と受け取られて、中国との建設的な対話のドアが閉まる恐れがある。

また、本当に「人民元が暴落」しそうになれば、その前に世界経済がやられ、円は避難先として100円を突き抜け、日経平均は1万円を割るだろう。そういう事態につながりかねないと思えば、軽々しく口にすることもはばかれる。満員の映画館で「火事だ」と叫ぶのに似た話になるからだ。