

陰しさを増す 人民元の行方

津上 俊哉

日本国際問題研究所 客員研究員
現代中国研究家



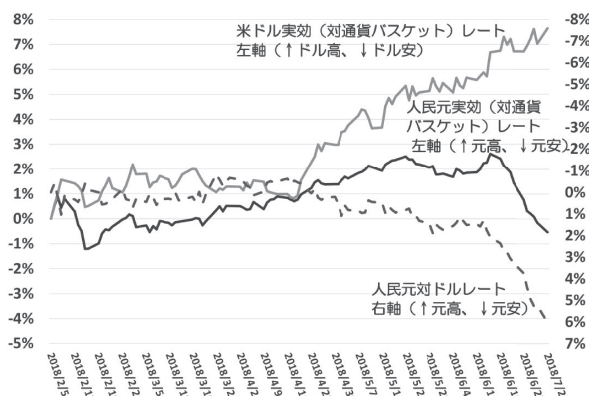
7月6日、とうとう米中貿易戦争が始まった。中国は膨張の続く債務に歯止めをかけるために昨年来「デレバレッジ」を標語とする引き締めを行っており、最近、経済面での陰りを感じさせるニュースが多い。そこに両超大国の貿易戦争が加わって、中国経済の先行き、特に最近人民元が急落していることに世界中の関心が集まっている。

1. ビジネスマインドの悪化が招いた元安

まず、図1をみよう。人民元は最近まで強含むドルに対してもほぼ安定、実効レートでみると、むしろ元高気味だったが、6月半ばを境に、対ドル市場レートだけでなく実効レートでも急落した。この時期にビジネスマインドを悪化させるニュースが相次いだためだ。

- ① 5月の経済統計が非常に悪かった（「固定資産投資は18年ぶり、実質消費も15年ぶりの低い伸び」など）
- ② 金融面でも、債務不履行に陥る民営企業が増えた
- ③ 米中貿易摩擦が再燃、貿易戦争の危険が高まった
- ④ 相次ぐ悪い報せを嫌気して株式市場も急落した

図1 米ドルと人民元のレートの動き



出所：中国外匯交易中心、BIS Effective exchange rate indices

2. 「政策誘導の元安」なのか

一部には、「米中貿易戦争で打撃を被る輸出業者を

支援するために、当局が元安誘導している」とみる向きもあるが、疑問だ。中国は「資本流出」を誘う「元先安」観が市場で台頭するのを警戒しているからだ。

それを説明するには、2015年8月に起きた「元安騒ぎ」とそれ以降の外為市場を振り返る必要がある。

IMFのSDRバスケット入りを目指した時期（～2016年9月）

周知のとおり、中国は「人民元の国際化」の具体目標として、IMFが運営するSDRの値決めに用いられる通貨バスケットに人民元を採用してもらおうことを目指していた。

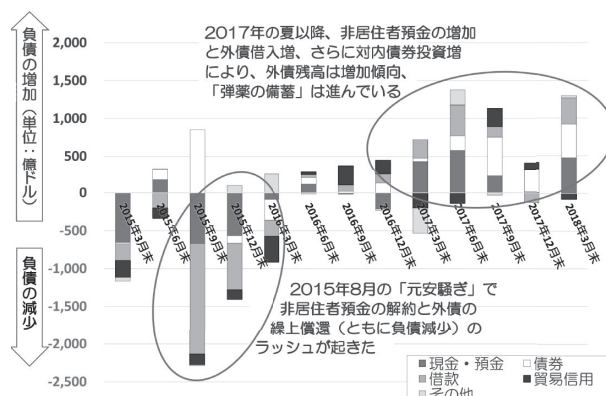
中国はそのために2015年8月、IMFの助言に従って人民元の値決め方式を修正した。ところが、前触れもせずに政策を変更したせいで「元先安」観を誘発、空前の「資本流出」を引き起こした（2015年夏の「元安騒ぎ」）。

この「資本流出」の正体は以下の取引だった。

- ① 貿易決済を舞台とした「リーズ&ラグズ」^{注1}
- ② 海外からドルを借りていた中国企業が大々的に債務を繰り上げ弁済した
- ③ 人民元建て預金をしていた非居住者（華僑など）が大挙して預金の解約に動いた

注1：「元先安」と予想すれば、受取輸入代金の元転換を遅らせるなどの行為

図2 外債の増減状況（負債種別別）



出所：国家外為管理局

図2の外債増減状況を見ると、②と③のインパクトが大きかったことがわかる。どちらも国際収支の観点では「負債の減少」に当たるが、そういう取引が外為市場で大きな元売り圧力を生むのは確かだ。

この元売り圧力に対して、為替当局はひたすら市場介入で応戦した。IMFのSDRバスケット入りを目指していたがゆえに、IMFの嫌う資本移動の制限といった手段を講じにくかったためだ。その結果として、いつとき約4兆ドルあった外貨準備が3兆ドルに急減、そのことが市場の「元先安」観に拍車をかけるなど、苦しい時期だった。

このころ「市場実勢に順応して、大幅な元安を容認すべき」という意見も聞かれたが、当局は耳を貸さなかった。そんなことをすれば、新興国を中心に世界の通貨市場が大混乱に陥るのが目に見えていたからだ(中国はその「戦犯」にはされたくないから)。

SDRバスケットに入った後は、資本移動を制限(2016年10月～2017年5月)

2016年10月に人民元がSDRバスケットに採用されるや、当局は待ちかねたように海外直接投資の抑制など、資本流出のバルブを閉める行動に出た。

しかし、市場の「元先安」観は、新たな難題が登場したせいで消えなかった。米国の連続利上げである。図3で米中の金利スプレッドの推移をみると、2016年10月から翌年夏にかけて、米国は3連続で利上げをしたのに、米中の金利スプレッドはむしろ拡大したのがわかる。つまり中国は米国の利上げを上回るペースで、金利を上昇させたのだ(狙いは元安防止と金融のデレバレッジ促進の2つ)。

資本流出のバルブを閉めて、金利スプレッドを拡げて……そうしても、人民元対ドルレートは一進一退で、「元先安」観は払拭されなかった。

為替レート値決め方式を「逆市場化」(2017年6月～)

そのことに業を煮やした当局は、2017年6月、ついに為替レートの値決め方式を変更して市場の変動の影響を受けにくくした。中国はそれまで、市場実勢を反映しやすくなるように規制を緩和してきたので、この制度改革は「逆行」だったが、ここに至って、市場はようやく当局のご意向に逆らって、元安を狙った投機を目論んでも無駄だと悟った。この「逆行」措置以降、人民元の対ドル市場レートはようやく元高方向に動いたのである。

以上のように振り返ると、中国当局が市場の「元先安」観を鎮静化させるのに、ずいぶん苦勞したことが

わかる。「元先安」観がかくも根強いわけは、2009年以来9年に及ぶ過剰投資の結果、国内の投資機会が底をついてしまい、マネーが収益機会を求めて海外を目指そうとするからだ。

筆者が最近の元安を「当局の政策的な誘導」によるものではないと判断するのは、ここで元安を誘導すると、再び元安や「資本流出」の大きな圧力を引き寄せてしまう恐れがあるからだ。

3. 今後の見通し

今の中国外為制度は「人民元の国際化」の目標からはずいぶん「罰退」してしまった。2015年当時と比べて元安投機はしにくくなっているが、楽観はできない。

もう一度図2をみてほしい。2015年の元安騒ぎで大幅に「資本流出」したはずの外債借入や元建て預金は、「元先安」観の解消につれて戻ってきている。最近は、外国投資家による中国債券市場への投資という新しい要素も加わった^{注2}。これは、元売りの弾薬備蓄が再び積み上がってきたことを意味するが、一方で外貨準備のほうは、依然3兆ドル前後で目立った回復をみないのである。

注2：金融当局がマネーの「入りを謀る」ために、対内証券投資の規制を緩和したため

以上から判断すると、最近の元安は、「元安」弾薬が投入され始めた結果だと推測されるし、今後人民元の安定を維持する仕事もそう簡単ではないはずだ。当局は大規模な「資本流出」の防止に全力をあげるだろうが、対ドルレートが1 USD ≒ 7 RMBすれすれまで下落する、対策強化のせいで銀行でも両替がしがたくなるといった可能性はあると思われる。習近平政権が直面する経済の難題は、米中貿易戦争だけではないということである。

図3 米中の金利差



出所：米セントルイス連銀、中証指数有限公司、中国外匯交易中心