

人民元のジレンマ

～実勢に合わせて人民元を調節する圧力～

発表日：2015年8月27日（木）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生（TEL：03-5221-5223）

人民元切り下げは、さらなる資金流出を誘発してジレンマに陥っているようにみえる。背景には、中国の実勢に合わせて人民元が減価せざるを得ない力学が働いている。変動相場制でないから、減価する予想が強まって資金流出が起こる。中国人民銀行は短期市場の資金逼迫を解消すべく大量資金供給を行う。中国は、この矛盾を是正するために経済立て直しを急いでいる。それが成功すれば、このジレンマは徐々に解消していく。その先には変動相場制への移行があるだろう。

人民元の切り下げ圧力

8月11～13日に人民元レートの基準値の変更が行われた（図表1）。この措置について、切り下げは景気刺激ではないという説明が行われることが多い。中国政府の意図は、SDR（IMFの特別引出権）の構成通貨に人民元を加えてもらうために、通貨変動の柔軟性を高めようということに真意があった。という説明が、中国事情に詳しい人々たちから聞こえてくる話である。筆者もその通りかもしれないと思う。

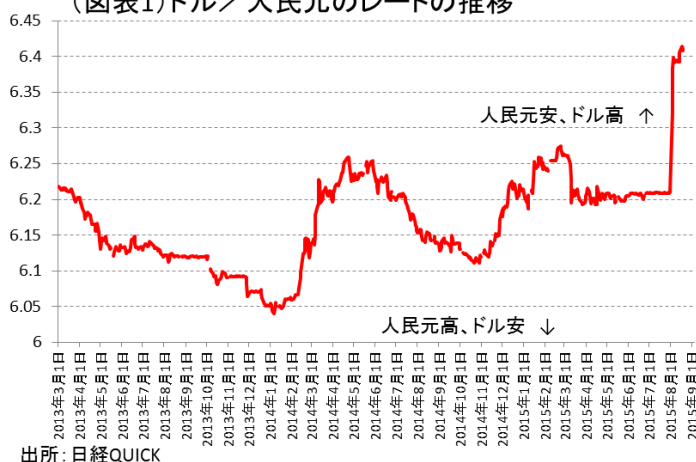
しかし、専ら話題から距離を置いて思慮を巡らして考えると、通貨の柔軟性を高めるために、中国が自発的に行ったものだったかどうかは再検討を要する。むしろ、見えないところで、中国が切り下げに動かざるを得ない力学が作用していた可能性はある。

中国では、2014年6月をピークにして外貨準備高が継続的に減少してきている（図表2）。これは、中国からの資金流出を反映している。資金流出とは、居住者が人民元を売ってドル（外貨）を買う行動である。為替相場では、人民元安とドル高が進む圧力が生まれる。ここで中国人民銀行が人民元レートを固定しておきたいと思えば、人民銀行は反対方向の売買を行って、人民元買い・ドル売りの介入を行うことになる。政府の保有する外貨準備高はこの取引によって減少することになる。自由な資本移動を目指して、かつ為替レートの固定を図ろうとすると、政府は巨大な介入資金を使わざるを得ないという宿命がある。自由な資金移動を前提にすると、経済実体が悪化して資金流出が起こるときは為替が減価していくのが自然である。おそらく、中国は為替レートを自然な取引に任せていたならば、2014年以降は元安が進んでいたと考えられる。

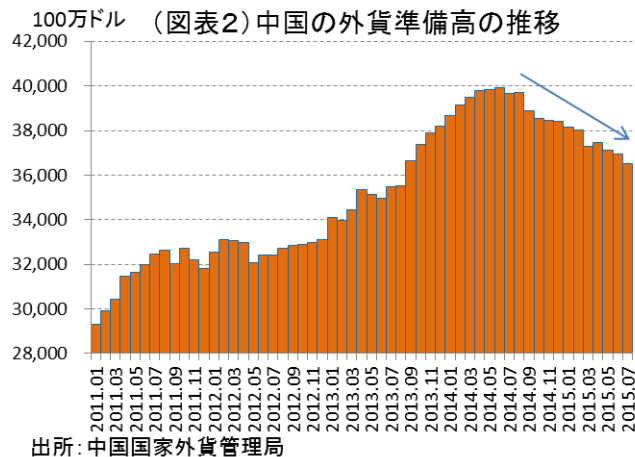
ここにある原理は、ロバート・マンデルの「国際金融のトリレンマ」と言われる。（1）自由な資本移動、（2）固定相場（為替レートの安定）、（3）独立した金融政策、の3つは同時に成り立たないという関係である。

ここにある原理は、ロバート・マンデルの「国際金融のトリレンマ」と言われる。（1）自由な資本移動、（2）固定相場（為替レートの安定）、（3）独立した金融政策、の3つは同時に成り立たないという関係である。

（図表1）ドル／人民元のレートの推移



（図表2）中国の外貨準備高の推移



今の中国は、資本移動と固定的な人民元レートの維持の両立に苦慮して、為替介入を続けざるを得ない図式に陥った。一般的に、資金流出を止めようとして利上げを行うことで通貨防衛をする国もあるが、中国の場合は外貨準備が潤沢であり、介入の余裕がある。だから、為替介入で為替変動を迎え撃ち、低金利政策で景気挺入れをすることになる。利上げして通貨防衛する国は、外貨準備が乏しいから、利上げに追い詰められるのである。

矛盾する行動

そうした環境の下で、中国は 2015 年 8 月 11 日に人民元の切り下げに動いた。このタイミングを決めたのは、IMF と中国とのやりとりが背後にあったことは間違いない。IMF のスタッフ報告が 8 月 3 日に人民元の SDR への採用を先送りすべきとしたのをみて、中国は人民元の柔軟性上昇をアピールするために、急いで基準値の変更を決定したのだろう。

ところが、不思議なのは、中国が人民元の切り下げのときに、人民元買い・ドル売りの介入を行ったことである。人民元の「売り」ではなく、人民元を上昇させる方向の「買い」の介入を行ったことは、理解に苦しむところだ。この点を推察すると、人民元の実勢レートは実際に切り下げた▲4.5%よりももっと下にあったと考えられる。人民元が下がり過ぎてはいけなかったので、人民銀行は歯止めをかけるために人民元買いの介入を行った。

そう考えると、今回の人民元の切り下げは、固定されたレートと実勢レートの間にあるギャップを埋めるための部分的な調節に過ぎないと理解できる。こうした状況を理解している人が、「人民元の切り下げは景気刺激のための措置ではない」と説明したくなるのはよくわかる。人民銀行が実勢に任せて人民元レートの変化を静観していれば、もっと積極的な景気刺激になる大幅な人民元安が実現できたはずだからである。

もうひとつ、矛盾に思えるのは、人民元の切り下げを実施したことによって、資金流出に弾みがついてしまったことである。中国のインターバンク金利である SHIBOR（上海銀行間取引金利）は 8 月 11 日以降、資金逼迫を反映してさらに上昇している。中国の居住者が資金を海外に移動させると、国内金融市場では、銀行預金の総量が減って、短期金融市場の資金交換は不足気味になる。人民銀行は、それをオペレーションで穴埋めしようとするが、予想よりも海外への資金移動が多いときには、市場は引き締め気味になる。だから、インターバンク金利は上昇したのである。

8 月 25 日に人民銀行が準備預金率を引き下げたのは、短期金融市場が資金流出によって逼迫しやすい状況にあるのを緩和させるために、人民銀行に預ける必要額を減らしたと理解できる。準備預金率の引き下げは 2015 年になって 2 月、4 月、6 月に続いて 4 回目になる。資金逼迫を改善するための手当てが段階的に行われているものと考えられる。

実勢と乖離した為替レートの調整圧力

以上の議論を整理しておこう。本稿は、なぜ、中国が人民元を切り下げたのかを再検討するものである。考える材料として、（１）人民元には暗黙の下落圧力がかかっていることと、（２）中国では資金流出が起こって銀行間取引が逼迫しやすくなっていることを説明した。

ならば、資金流出を止めるために、人民元を切り下げると余計に先安予想が強まって逆効果になるのではないかと思う人も多いだろう。人民元安になると、中国企業のドル債務が増価するので、それを早く返済しようという思惑が働く。また、人民元建てで投資をしていた非居住者も、資産の減価を恐れて、資金を引き上げたいと思う。

しかし、人民元切り下げを実施して余計に流出が加速したのは、仕方のないことである。人民元を切り下げなくても流出は着実に起こっていただろう。切り下げが資金流出を加速させたということは、もともと存在した圧力が思惑によって一気に動かされたに過ぎない。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

達観して考えると、そもそも資金流出が起こるのは中国経済が悪化するからだ。だから、実勢レートは人民元安になってしかるべきである。それなのに、現実の為替レートは固定的である。為替レートが過大評価されているから、人民元の先安予想が強まって資金流出が起こる。

筆者は、もしも、中国経済の悪化に連動して人民元が減価していれば、資金流出圧力はこれほど高まらなかったとみている。確かに、現時点で、中国が利下げをすると、資金流出は加速するとみる人が多い。しかし、中国にとって追加的金融緩和で実体経済を刺激しなくては、実体経済は十分に成長力を回復できず、資金流出は継続する。つまり、利下げは短期的には資金流出要因であっても、本質的には景気刺激を通じた資金流出防止策になる。

中国の資金流出を止めるためには、政策を総動員して経済成長を安定化させることが必要なのである。また、実体経済が悪いから実勢レートの人民元と、管理された為替レートの間に乖離が生じてしまい、資金流出が起こるとも言える。早晚、人民元を切り下げざるを得なかった背景には、経済の弱さがある。もともと人民元はドルとのリンクが強く、ドル高局面の中で他通貨に比べて人民元高が進んでしまう関係にあった。日本で目にする中国人観光客の「爆買い」も、割高のドルにリンクして人民元が上昇した結果として、巨大な購買力を入手できたのである。中国国内の弱い消費と、海外旅行での強い消費のギャップがどこで生じたのかを推論すると、その原因のひとつは通貨価値の過大評価にある。

将来の人民元の国際化を狙う

政治的にみると、中国政府は名誉を高めるために SDR 入りを望んだというストーリーになる。しかし、人民元レートがドルと強いリンクで結ばれていて実勢レートを示していないのならば、通貨バスケットは人民元の採用で、実質的にドルのウェイトを高めたのと同じことになる。世界経済のバランスを反映したかたちで通貨バスケットが構成されるべきだと考えると、人民元レートの決定は変動相場制に委ねられざるを得ない。

多くの人が人民元を SDR に入れても何の意味もないと言うが、中国政府の真意は人民元の国際化であり、そのためのアピールとして SDR 入りを望むのだろう。一方、人民元の国際化に進んでいくとき、弱い通貨は不都合である。中国政府が、人民元の国際化を望んだのは、まだ中国経済が強かった時期であり、実勢レートは人民元の切り上げを暗示していた。現在の人民元の切り下げは、長期的には強い人民元を目指しつつも、目先は実勢に合わせて段階的に人民元が調整されるプロセスを容認していると理解できる。中国政府としては、実体経済を立て直して、人民元の減価予想を解消させることで、再び国際通貨としての地位を回復しようと考えているのだろう。