

人民元のSDR採用の影響を考察する

～わが国にとっては「他人事」では居られない可能性も～

発表日：2015年12月4日(金)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 先月末、IMF理事会は来年10月からSDRのバスケット通貨に人民元を採用することを決定した。人民元相場の閉鎖性や夏場以降の当局のドタバタに伴う国際金融市場の混乱の影響が懸念されたが、貿易決済通貨としての利便性向上が評価された。今後は取引の自由度向上への一段の取り組みが不可欠である。
- 一連の決定で人民元は「国際通貨」に仲間入りしたが、実体的な意味は高くない。今後は資本勘定取引の自由化や変動相場制の採用など、名実共に「国際通貨」となるハードルが待ち受けている。他方、短期的に不透明感はあるが、中長期的に人民元相場は緩やかな上昇基調を歩む可能性は高いと見込まれる。
- 人民元相場の上昇は中国経済の構造転換を促す観点でも望ましい取り組みと言える。ただし、今後は購買力が向上する中国と低下する日本との間での対比が様々な面で浮き彫りになることが予想される。

《人民元のSDR入りが決定。今後の注目は人民元相場を含む様々な改革の行方だが、わが国も「他人事」ではない》

- 先月末、IMF（国際通貨基金）の理事会はIMF加盟国に対して配分している資金融通の権利及びその単位であるSDR（特別引出権）に関連して、来年10月に構成通貨として中国の人民元を採用することを承認する決定を行った。今回の決定により、来年10月以降のSDRに対するバスケット比率は、主要構成通貨である米ドル（41.9→41.73%）、ユーロ（37.4→30.93%）、日本円（9.4→8.33%）、英ポンド（11.3→8.09%）がそれぞれ引き下げられる一方、人民元は10.92%と日本円と英ポンドを抜く水準となる。これに伴い人民元は名実ともに「国際通貨」として認められる形となる一方、国際金融市場においては人民元の捉え方は依然としてまちまちの状況にあると言える。というのも、中国政府はこれまで中国との直接的な貿易決済に対して人民元の利用を認める動きを広げており、その結果、直近では貿易決済に使用される比率においては日本円を上回るなど、利用範囲が広がっていることが確認されている。その一方、人民元の為替相場を巡っては中国本土で適用される為替レート（CNY）のプライマリーディーラーは中国国内のプレイヤーに限定されるなど閉鎖的な環境にある上、当局による強力な管理・監視の下で管理変動相場制を採用するなど自由度が低い。今年8月、当局は人民元の対ドル為替レートについて、営業日前に発表する基準値の算出方法を前営業日の実勢レートを反映させる方針に変更する「改革」を発表したが、それによって実質的に相場は大きく切り下げられることとなり、国際金融市場に大きな動揺を与えた。さらに、その後は外国人投資家を中心に当局が一段の切り下げに動くとの見方が広まったことを受け、外国人投資家が取引可能なオフショア市場において為替レート（CNH）が大きく下落し、CNYとCNHとの乖離が広がる展開となった。こうした事態を受け、当局は通常当局による管理外にあるはずのオフショア市場においての為替介入を行い、人民元を買い支える動きをみせるなど、当局の対応がドタバタしたことも市場の動揺及び中国市場に対する不信感を一段

図1 人民元の対ドル為替レートの推移



(出所) THOMSON REUTERS より第一生命経済研究所作成

と増幅させることに繋がったと考えられる。ただし、足下では外国人投資家の間で中国経済に対する過度な悲観が後退していることに加え、今年の国際金融市場の懸念材料となってきた米国による利上げ実施を織り込む動きが広がっており、こうした動きに呼応する形で両者の乖離は徐々に縮小しつつある。なお、SDRの構成通貨の変更を巡っては、今年8月初めに発表されたIMFの内部ペーパーにおいて、人民元は地域的な偏在はあるものの貿易決済に広く使われるなど、国際決済で活発に利用されている一方、取引の自由度については不透明であるとし、その判断は理事会の決定に委ねる一方で現在の構成比率を来年9月末まで維持すべき、とする見解を示していた。こうしたことから、中国当局は人民元取引を活発化させるべく人民元建債券（パンダ債）の発行に対する規制緩和に動いたほか、様々な通貨との間で人民元の直接取引を可能にするなど、人民元の利便性を向上させる取り組みを進めてきた。今回のIMFによる決定は、こうした一連の中国当局の人民元の取引機会拡大に向けた取り組みを評価する一方、今後については経済改革を継続・深化させること、特にオンショア（CNY）とオフショア（CNH）の乖離を解消させることで、発生し得る課題に対処することが必要との考えを示している。中国にとっては、経済構造の転換が急務であるなど課題が山積するなかで、それと同時に金融市場及び制度についても対外開放路線を進めることが不可欠になっていると言える。他方、同国経済はすでに世界第2位の規模となり、改革の成否は国際金融市場に様々な動揺を与えるリスクもあるなか、当局には慎重ながらも着実な舵取りが迫られているのは間違いないと言える。

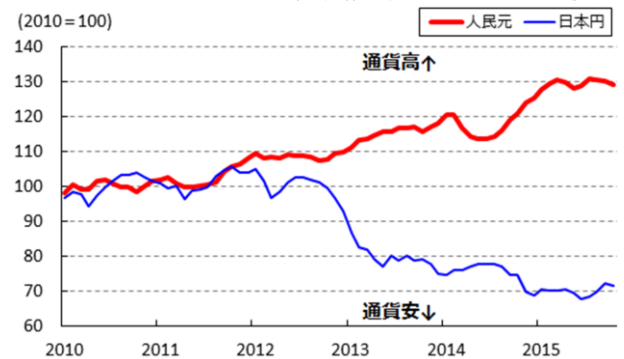
- なお、一連の決定によって人民元は文字通り「国際通貨」の仲間入りを果たしたと言えようが、SDRの構成通貨となったこと自体の意味合いは必ずしも大きなものではない。というのも、SDR自身は1969年に創設されて早くも50年弱が経とうとしているものの、IMF加盟国が実体的にSDRを活用する場面はこれまで殆どないことから、このことが直接的に人民元の動向に影響を及ぼす訳ではない。ただし、今回のIMFによる決定と引き換えに、中国当局は人民元取引の自由度をこれまで以上に高めるべく、金融市場ならびに為替市場の改革を前進させる必要が高まったことで、国際金融市場において人民元の存在感が向上していく可能性は高いと見込まれる。とはいえ、依然として中国国内においては資本勘定取引が厳しく制限されているほか、国内金融市場においては数多くの銀行をはじめとする金融機関が人民銀行の監視下で活動する云わば「護送船団方式」が温存されるなどの問題を抱える。また、上述したように為替市場においてオンショア（CNY）は中国人プレイヤーのみが参加する閉鎖的な環境に置かれており、資本勘定取引の制限と相俟って同国金融市場の不透明さに繋がっている。IMFは今回の決定に際して、向こう2～3年を目処に人民元相場を完全な変動相場制に移行させるよう求める姿勢を示すなか、中国当局はその時期などについては依然留保する姿勢を隠さない。したがって、こうした一連の課題克服に向けて中国当局が着実な改革の成果を挙げることが出来るかが、人民元が名実ともに「国際通貨」となる上で不可欠になっている。その一方、近年の中国の高い経済成長とそれに伴って多くの新興国や資源国などが中国経済に対する依存度を高めてきた結果、多くの国が中国と通貨スワップ協定を締結しているほか、人民元を外貨準備の構成通貨に含める動きが広がっている。これまでは、貿易拡大に伴って人民元による貿易決済の機会が増しており、各国において人民元の供給量を確保する必要性が高まっていること、さらに、中国政府が経済的な覇権を広げる意思を隠さないなか、経済的な中国依存度の高さゆえに、中国の動きに追随せざるを得なかった可能性が考えられる。今後については人民元取引に対する自由度は不可逆的に向上することは避けられなくなっている。こうした動きに併せる形で人民銀行はここ数ヶ月、人民元建での貿易決済の簡素化に向けて新システムを稼働させたほか、10月末には外国の中銀が中国国内の金融機関に人民元決済用の口座開設のほか、為替スワップのための預金口座開設を認可する動きをみせており、

自由化の流れが一段と加速化することも期待される。短期的にみれば、足下の中国経済が減速傾向にあることを受けて人民元相場に下押し圧力が掛かるとの見方がくすぶるものの、依然として為替市場が閉鎖的な環境にあることを勘案すれば、当局が意図せざる形での人民元安を進める可能性は低いと見込まれる。中国ではここ数年、国際金融市場におけるカネ余りや低金利状態の長期化を背景に民間企業などを中心に海外において資金調達を活発化させる動きが広がっており、これに伴って対外債務が拡大しているため、人民元安は債務負担の増大を通じて反って自分の首を絞めることに繋がる可能性がある。さらに、このところの中国経済の減速はこれまで過度に生産や投資に依存してきた経済構造からの転換に伴う動きである一方、足下では消費をはじめとする内需が経済成長の新たなけん引役となる過渡期的な状況に直面していることに注意が必要である。人民元安を通じて国内の購買力を毀損することはこうした動きに逆行することになり、中国経済の持続的かつ安定的な成長に向けた道筋を危ういものにする可能性もある。他方、中長期的な傾向として人民元相場は新興国や資源国などによる外貨準備のための需要拡大を背景に上昇圧力が高まることが予想され、そうした傾向は中国経済自体の拡大と並行に進んでいくと考えられる。

- 先行きについて、中国当局による金融市場並びに為替市場の改革などを通じて人民元相場の上昇基調が強まることになれば、これまで以上に中国の世界経済における購買力は向上することが期待される。このところ中国人観光客によるいわゆる「爆買い」が日本のみならず様々な国においても散見されているが、こうした動きは一段と強まる可能性があると言えよう。足下の日本経済に

とって中国人観光客の旺盛な購買力は、国内消費が伸び悩むなかで数少ない明るい材料と捉えられているが、こうした動きに過度に依存し過ぎることの功罪、並びに日本国内に及ぼし得る影響については慎重にみる必要がある。人民元相場は緩やかな上昇が続くものと見込まれる一方、日銀による質的量的金融緩和の手綱が緩められる可能性は低く、緩和姿勢が強まるとの見通しでもあり、日本円については下押し圧力が掛かりやすい展開となることが予想され

図2 人民元と日本円の実質実効為替レート推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

る。足下においては人民元と日本円の実質実効為替レートは大きく乖離するなど、両通貨の力関係は歴然としているが、こうした傾向は今後も一段と広がっていく可能性が高まっていると言える。なお、このところ中国本土においては資産運用手段として海外不動産に触手を伸ばす動きが活発化しており、これまでは米国やカナダ、豪州など投資実施による永住権獲得のハードルが低い国々の人気が高かったものの、これらの国々で制度見直しの動きが広がるなか、日本に資金が流入する動きが出ている。足下で東京をはじめとする大都市圏の不動産価格が上昇基調を強める一助にこうした資金流入が影響している可能性も考えられるなか、先行きにおいては日本国内の不動産に対する潜在的需要者が購買出来ない事態となることも懸念される。また、世界文化遺産への登録なども背景に世界的に「日本食」に対する注目が高まっているが、わが国は多くの食材を輸入に依存せざるを得ない状況にあるなか、購買力が相対的に低下するわが国は食材などで「買い負ける」事例も出ており、今後はそうした状況の頻発も予想される。わが国ではアベノミクスの新段階として「新3本の矢」が走り始めているが、これまでは大胆な金融政策による円安以外には、原油安など外部環境の変化が景気の追い風になった面が否めないなか、実体経済自身を強固にする取り組みが不可欠になっている。その意味では、人民元改革の動きはわが国経済にとっても決して「他人事」では居られないと言えよう。以上