



中国人民元切り下げの意味は？

上席研究員 古金 義洋

○2013年まで人民元高は中国の経常黒字縮小に一定の成果をあげていた

中国人民元が8月10日の6.116元/ドルから13日の6.401元/ドルへと約4.5%切り下げられ、それが世界の金融市場を動揺させた。切り下げは人民元相場が言うまでもなく割高になったからだが、過去の相場の動きを振り返ることで、人民元が次第に過大評価されていた様子を窺い知ることができる。

中国は1995年から2005年まで人民元を対ドルで固定させる固定相場制をとってきたが、2005年7月に人民元の対ドル相手を2%切り上げると同時に「通貨バスケットを参考にした管理フロート制」に変更した。その後、通貨当局は市場を人為的に操作しながら人民元の対ドル相手を徐々に切り上げていく政策を続け、人民元の対ドル相場は2013年末までに計約37%上昇した(図1参照)。中国が人民元の対ドル相手を継続的に上昇させなければならなかったのは、中国の大幅な貿易黒字とそれによる対米貿易摩擦に配慮する必要があったためだ。

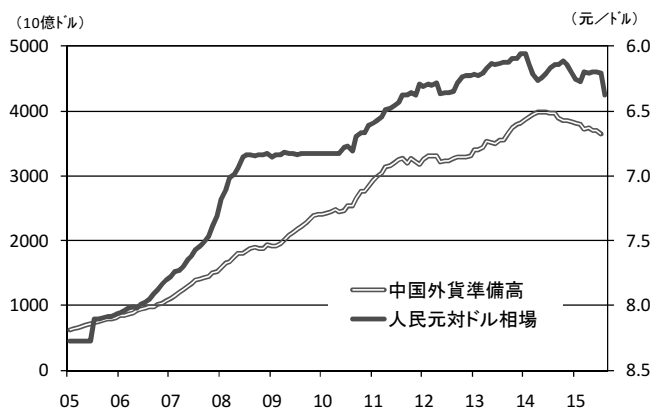
中国人民元は、物価変動分を除く通貨の総合的な強さを示す実質実効レートでみた場合でも2005年以降上昇し2013年末までに約42%上昇した。こうした人民元高につれ、中国の国際競争力は弱くなっていった(図2参照)。2007年の中国の経常黒字(GDP比)は10%以上だったが、その後急速に縮小し、2014年1~3月の経常黒字(対GDP比)は1.2%となった。

本来、この時点で人民元を切り上げ続ける政策は終了しても良かったのではないかと思

われる。実際、人民元の対ドル相場は2014年以降、軟調に推移した。ただ、人民元は対ドルでは下落したが、人民元の実質実効レートはその後も上昇し続けた。2013年末から15年初めにかけて人民元の実質実効レートはさらに10%程度上昇した。

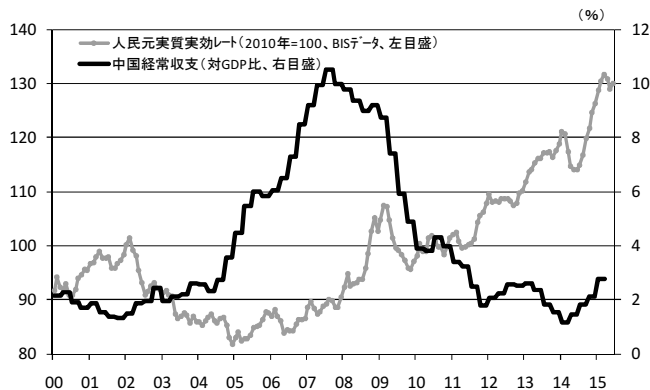
対ドル相場が下落したにもかかわらず実質実効レートが上昇したのは、ドルが上昇したためだ。ドルの実質実効レートは2013年末か

(図1) 人民元の対ドル相場と中国の外貨準備高



(出所) 中国国家統計局

(図2) 人民元相場と中国の経常収支



(出所) 中国国家統計局、BIS (国際決済銀行)



ら15年初めにかけて13%程度上昇した（図3参照）。人民元はドルに対して多少弱くなったが、ドル以外の通貨に対しては強く、全体としても強くなったわけだ。

○2014年以降の人民元高は行き過ぎた「悪い人民元高」であった可能性

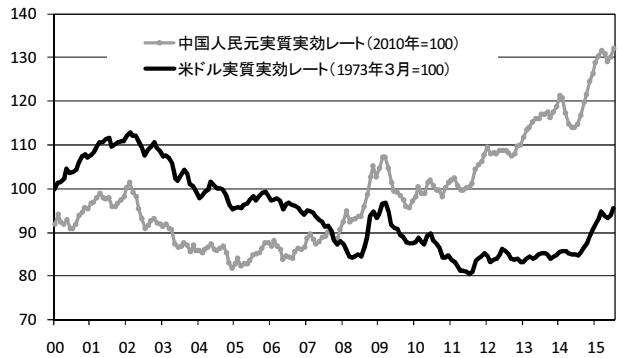
2013年までの人民元高は中国の輸入増加を通じて中国の経常黒字を縮小させる効果があり、中国向け輸出の拡大で他の国も恩恵を受けていたと考えられる。しかし、2014年以降の人民元高は行き過ぎで、中国の景気を悪化させるものだったと考えられる。

2012～13年の中国の経済成長率は7%台後半を中心に底堅く推移したが、2014年以降は7%程度へ一段と減速した。景気悪化が輸入を減少させ、さらに2014年後半以降は原油安などで輸入価格が下落したこともあって、中国の経常黒字は逆に拡大した。

また、2012～13年の消費者物価上昇率は上向きで推移していたが、2014年以降は低下した。日本において円高とデフレの悪循環が起こったように、中国でもこの時期、人民元高とデフレの悪循環が起こった可能性がある。2014年以降の人民元高は行き過ぎた「悪い人民元高」だったのではないかと思われる。

さらに、2014年頃から海外への資金流出が急増し、為替市場でも大きな変化が起こった。中国の経常黒字は2014年以降、増大したが、外貨準備は2014年6月末の4.0兆ドルをピークに減少し、2015年6月末は3.7兆ドルと1年間で約3,000億ドル減少した（図1参照）。為替取引を政府が管理する中国では、経常黒字は外貨準備を増加させる要因になり、例えば、1億ドルの輸出が行われれば、輸出企業が受け取る1億ドルは政府が買い上げることにな

（図3）米ドルと中国人民元の実質実効レート



（出所）BIS（国際決済銀行）、米FRB

るため、外貨準備が1億ドル増加する。

経常収支が大幅黒字であるにもかかわらず、外貨準備が減少しているというのは、さまざまな形で中国から資金が海外へ流出し、その資金流出の規模が経常黒字の規模以上に膨れ上がっていることを意味する。中国の2014年の経常黒字は約2,200億ドルだが、大幅黒字にもかかわらず外貨準備が年間3,000億ドル減少しているということは、年間5,200億ドル（円換算で約64兆円）の資金が流出していることを意味する。中国では海外への資金持ち出しを1人年間5万ドルに制限されているが、抜け道などを使って富裕層はカナダ、米国やオーストラリアなど世界中の不動産を買い漁っているとも言われる。

○巨額な資金流出は金融緩和政策に逆行する

こうした巨額な資金流出は、習近平政権の締め付けが厳しいことなども一因と考えられるが、基本的には、中国人観光客の「爆買い」同様、人民元が高くなりすぎていることが背景にある。そして大規模な資金流出は实体经济にも悪影響を及ぼす。外貨準備が減少しているということは、通貨当局がドル売り・人



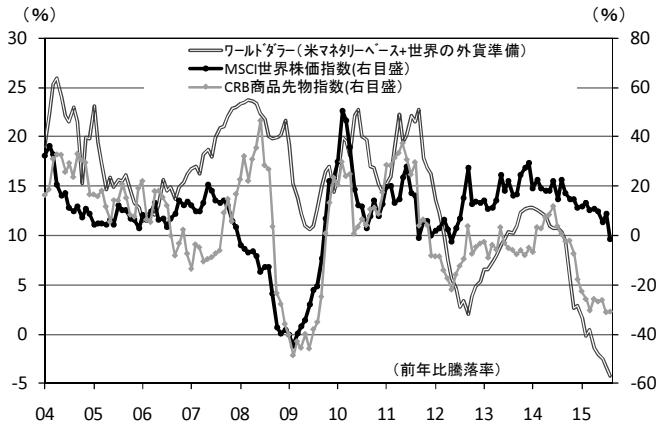
民元買いの介入を実施していることを意味する。人民元買い介入は金融市場からお金を吸い上げる措置で、金融を引き締める効果がある。準備率引き下げや利下げなど最近の金融緩和政策の効果を阻害することになる。

今回の人民元切り下げは輸出促進のための措置という見方があるが、実際のところは、大規模な海外への資金流出（＝人民元売り要因）が経常黒字（＝人民元買い要因）より膨らんだことが切り下げの理由だったと考えられる。それを人民元買い介入によって無理に支えようとするれば金融引き締めになってしまうため、実勢に任せて人民元を安くするしかなかったのではないと思われる。

中国は、いわゆる「国際金融のトリレンマ」と呼ばれる問題に嵌ってしまったようだ。「国際金融のトリレンマ」というのは、為替相場安定（固定相場制）、自由な対外資本取引、金融政策の独立性の3つを同時に達成することはできないという問題だ。中国は、人民元を国際化するため資本取引自由化を進めようとしており、一方、為替はドルペッグであるため、国内景気刺激のための金融緩和がしにくくなった（海外への資金流出に対し、人民元買い・ドル売り介入で対応したことが金融引き締めになってしまった）。景気刺激のための金融緩和は今後も必要と考えられるが、そのためにとり得る手段は、①変動相場制への移行、あるいは、②資本取引の規制強化だ。長期的には①が自然と考えられるが、短期的な方策としては、②が有力だろう。

抜け道を使った非合法的な資金の海外への持ち出しなどの資金流出について、規制を強化したうえで、一段の金融緩和を実施することが有効と考えられる。それでも資金流出が止まらなければ、再度の切り下げが必要にな

（図4）国際流動性と株価、商品価格



（出所）米FRB、IMF、ブルームバーグ

るかもしれない。

○ドル高局面での各国のドル売り介入は世界の過剰流動性を低下させ、株安要因に

世界の株式市場は、中国の人民元安切り下げを中国の景気悪化が深刻である証拠ととらえて動揺しているが、世界の株式市場や商品市場が軟調に推移しているのは、いわゆる「ワールドダラー」の減少に示される国際流動性の低下が原因と考えることができる。

「ワールドダラー」というのは基軸通貨である米国のドルの根源的通貨量（マネタリーベース）と世界各国で保有されているドルを主体とした外貨準備高の総量の合計額であり、その動きと株価や商品価格とはもともと連動性が高い（図4参照）。世界的なドル高局面で、新興国のなかにドル売り・自国通貨買い介入を実施する国が増えていることが、新興国自体の金融引き締めにつながり、またワールドダラーを減少させる要因になっている。それが株価や商品価格を押し下げている。米国の利上げ観測からドル高が続けば、ワールドダラーの減少によって世界の株価や商品価格には下落圧力がかかることになる。