

経済情報

人民元下落誘導を促したマクロ経済的背景

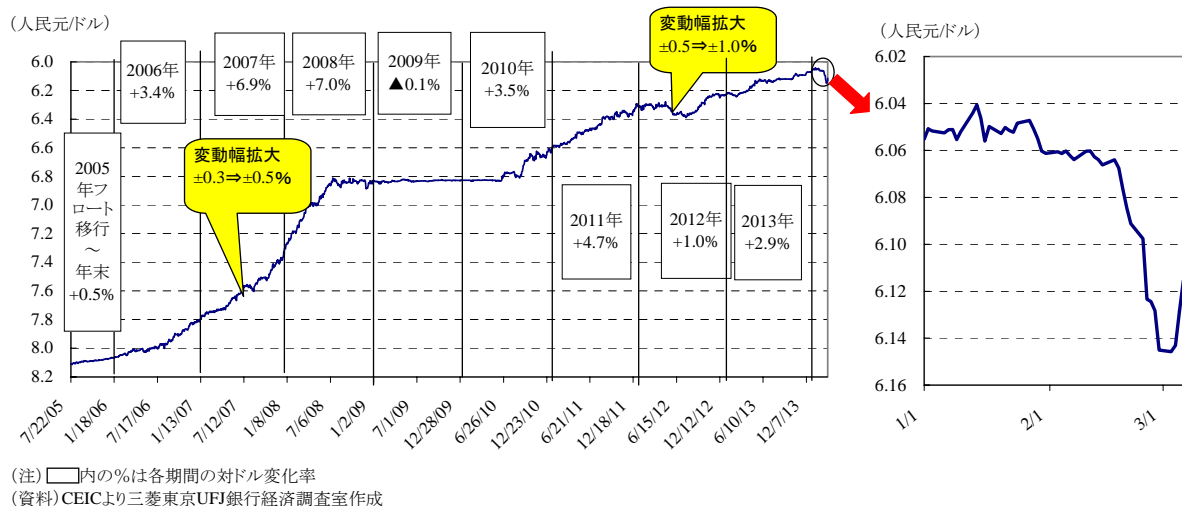
【要旨】

- ◇ 2014 年 2 月後半、人民元の対ドル相場が急落した。中国では 2005 年 7 月のドルペッグから管理フロートへの移行以来、人民元はドルに対して上昇基調であっただけに国内外に驚きをもって受け止められた。もっとも、これは中国人民銀行（中央銀行）の介入が主導したもので、全国人民代表大会における人民元変動幅拡大宣言に伴う元高期待の抑制を図るためとみられている。
- ◇ 人民銀行の元安誘導を促すに足るマクロ経済的背景には、第 1 に輸出の伸び悩みがある。グローバル経済・金融危機時を除き、長期に渡り、前年比+20%超の勢いで拡大してきたが、2012～2013 年は同+7.9%まで衰えた。フロート制移行後 35%もの対ドル相場上昇の下では競争力低下は避けられず、人民銀行は輸出企業の怨嗟の矢面に立っていた。
- ◇ 第 2 は投機資金の流入である。経常収支、直接投資など実需資金に投機資金も加わった巨額の資金流入により、人民銀行は多大な介入負担を背負っている。2012 年は中国の景気減速により投機資金が流出していたが、2013 年は再度流入に転じており、人民銀行が元安誘導により投機資金流入に歯止めをかけたいと考えるのは至極当然といえよう。
- ◇ 全人代が開会した 3 月 5 日以降、人民元の対ドル相場は上昇に転じており、人民元が上下双方向に動くことをアピールしようとする人民銀行の目標は達成された模様である。今後も一時的な元安誘導はあり得るが、経常収支、直接投資など実需に限定しても、元高を促す資本流入が存在し、しかも、米国を始めとする海外の元高要請も軽視はし難い。ここからすれば、本年も最終的には小幅の人民元上昇が予想される。

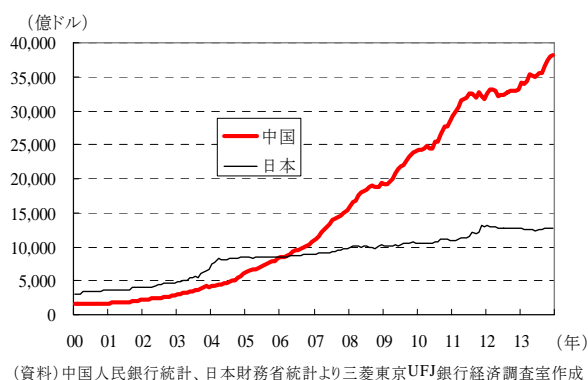
1. 突然の人民元下落を促した人民銀行の介入

2014年2月後半、人民元の対ドル相場が急落した（第1図）。中国では2005年7月にドルペッグから管理フロートに移行した後、グローバル経済・金融危機下で、再度、実質ドルペッグになった時期を除き、人民元はドルに対して上昇基調であっただけに国内外に驚きをもって受け止められた。ただし、これは経済ファンダメンタルズの悪化やシャドーバンキングなどの金融問題に起因する資本流出に基づくものではなく、中国人民銀行（中央銀行）の介入が主導したものとみられている。2005年のフロート移行後も人民元の上昇ペースは最大でも年間7%に収まったが、これは人民銀行の巨額の介入によるものであったと考えられており、この結果、外貨準備は瞬く間にそれまで世界最大であった日本の規模を抜き、増加の一途を辿った（第2図）。通常は人民元の上昇を抑えるための介入であり、相場水準の押し下げにまで踏み込むことは稀である。

第1図：人民元の対ドル相場



第2図：中国と日本の外貨準備



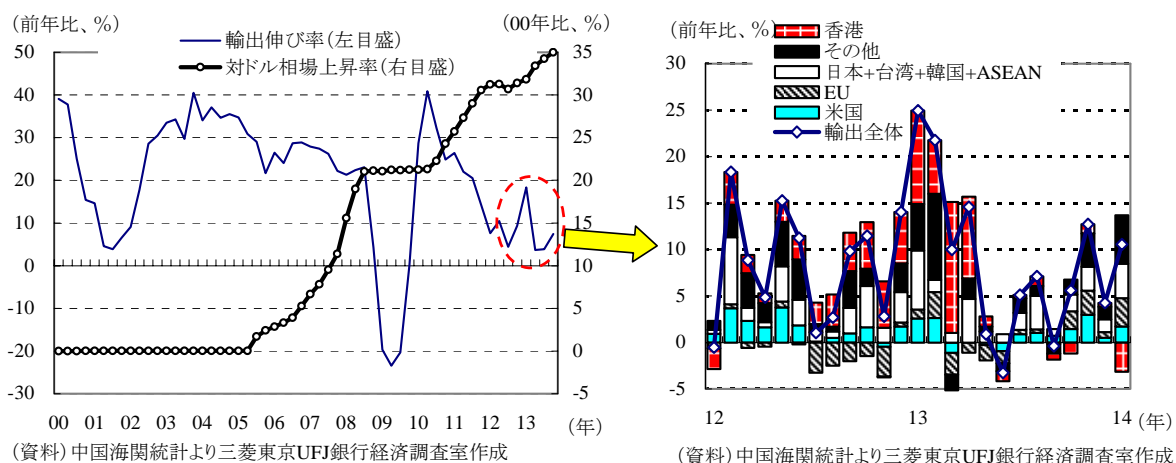
人民元相場の下落が目立ち始めたのは、2月19日以降であるが、これは人民銀行が17～18日にかけて開催したクロスボーダー人民元業務に関する会議の閉会翌日であり、同会議では、「2014年に人民元相場の変動幅を秩序立った形で拡大する」旨、

明言していた。次いで、3月5日から開催されている全国人民代表大会（全人代）においては、冒頭の李克強首相による政府活動報告のなかで、2014年の目標として、「人民元相場の変動幅を上下双方向に拡大」することが明示された。政府活動報告で変動幅拡大を明言する以上、その前にいったん人民元を下落させ、元高期待の勢いに歯止めをかける必要があり、それを実行したのが人民銀行であったと考えられる。

2. 人民元安誘導を要するマクロ経済的背景

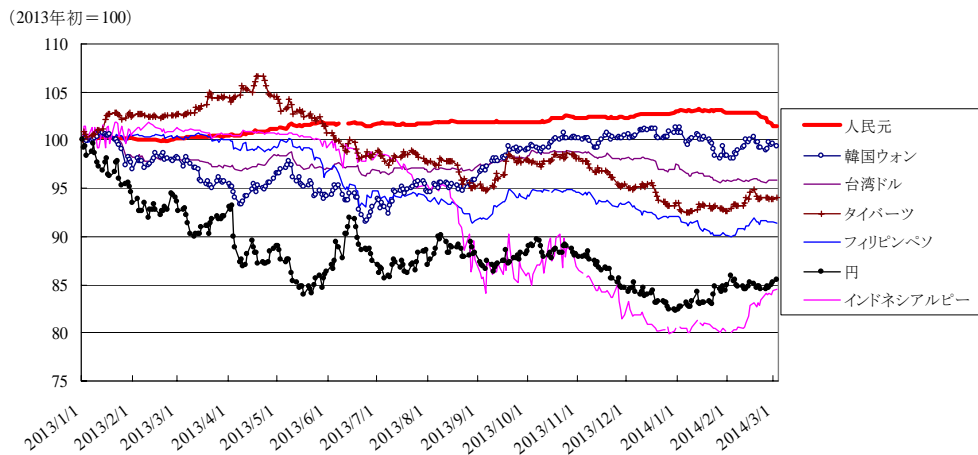
人民銀行に元安誘導を促すに足るマクロ経済的背景がある。第1は輸出の伸び悩みである。中国の輸出は2002年後半からグローバル危機前まで6年超に渡り、四半期ベースでは前年比+20%超の高成長を続けていた（第3図）。2009年には減少が避けられなかったが、その反動もあり、2010年から2011年第3四半期にかけては、再び同+20%超の勢いを盛り返した。しかし、その後は減速が避けられず、2012年、2013年ともに通年で前年比+7.9%にとどまった。とくに2013年1~4月には香港向け輸出が極端に高い伸びで全体を大きく押し上げたが、これは輸出の形を取った投機資金流入との見方が有力で、実際、監視を強化する規制を導入すると、勢いは一気に失速した。ここからすれば、すでに輸出の実態は統計に現れているよりも悪いことになる。

第3図：中国の輸出と人民元相場



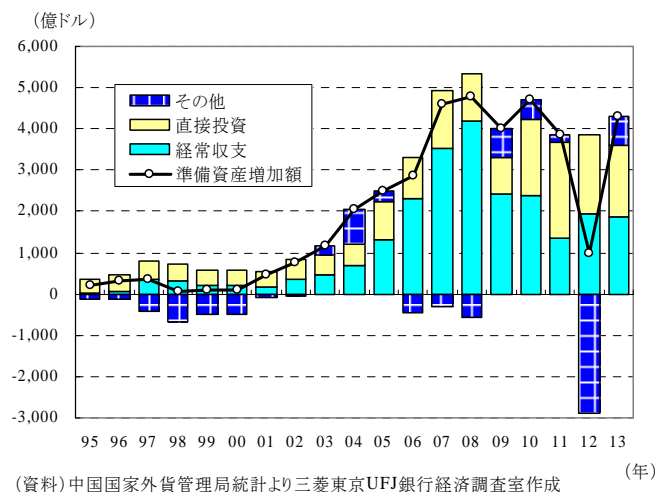
フロート制移行後の人民元の対ドル相場上昇率は35%にも達している。2013年6月に米国の量的金融緩和縮小への政策転換が示唆され、アジアを含む新興国全般に通貨下落圧力がかかった後も、緩やかとはいえ、人民元の上昇基調に変わりはない（第4図）。さらに、アベノミスク下の円安、賃金上昇とも相まって、輸出競争力の低下は避けられなかった。こうしたなかで、人民銀行は、前掲第2図の通り、外貨準備が4兆ドル近くまで積みあがるほどの膨大な介入で人民元上昇を抑制してきたにもかかわらず、輸出企業の怨嗟の矢面に立つことになってしまい、全人代前にその怒りを緩和する必要があったとの見方にさほどの違和感はない。

第4図：アジア諸国の対ドル相場

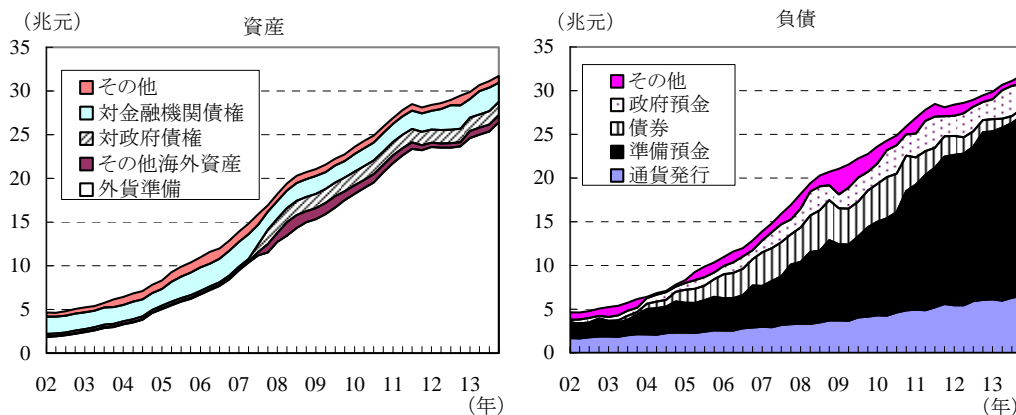


人民銀行に元安介入を促すに足る第2のマクロ経済的背景は投機資金の流入である。中国には経常収支、直接投資など実需資金に投機資金も加わって、巨大な資金流入があり（第5図）、これに伴う通貨上昇圧力をドル買い・人民元売り介入によって緩和させてきた。外貨準備の増加額からみて、2007～2010年にはその規模は年間4,000億ドル超に上る。さらに、これに伴って、中国内に放出した数兆元規模の流動性を吸収するために公開市場操作や預金準備率の引き上げを通じた不胎化介入を余儀なくされている。こうして人民銀行は二重の介入負担を背負いつつ、バランスシートを大きく膨らませている（第6図）。

第5図：中国の国際収支



第6図：人民銀行の資産と負債



(資料) 中国人民銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2012年は中国の景気減速により投機資金が流出、これにより、人民銀行の介入負担も軽減されていたが、2013年は再度流入に転じ、外貨準備は5,097億ドルと過去最大の増加となり、年末の残高は3兆8,213億ドルと、日本の3倍にも達している。人民銀行が元安誘導により投機資金流入に歯止めをかけたいと考えるのは至極当然といえよう。

3. 今後の展望

全人代が開会した3月5日以降、人民元の対ドル相場は上昇に転じており、市場では、人民元が上下双方向に動くことをアピールしようとする人民銀行の目標は達成されたとの見方が出ている。2月末には、人民元下落に伴い、人民元デリバティブ商品の損失リスクや人民元建て債の起債中止など、香港のオフショア人民元市場の動揺が相次いで報じられるようになった。また、国家外貨管理局は銀行や企業に対して、元安による外為取引などへの影響を調査し始めた。社債や理財商品に初のデフォルトリスクが取り沙汰されるなか、過度の元安誘導で不測の資本流出リスクに拍車をかけるのは得策ではないという判断もあり得よう。

全人代で明言したため、本年の人民元相場の変動幅の拡大は不可避となるなか、人民元の過度の上昇を抑えたいという人民銀行の意向からすれば、再度、一時的な元安誘導に踏み切ることはあり得る。しかし、経常収支、直接投資など実需に限定しても、元高を促す資本流入が存在し、しかも、米国を始めとする海外の元高要請も軽視はし難い。ここからすれば、本年も最終的には小幅の人民元上昇が予想される。

以上

(H26.3.7 萩原 陽子 youko_hagiwara@mufg.jp)

発行：株式会社 三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室
〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。