

経済情報

「過小評価」でなくなった人民元相場の行方

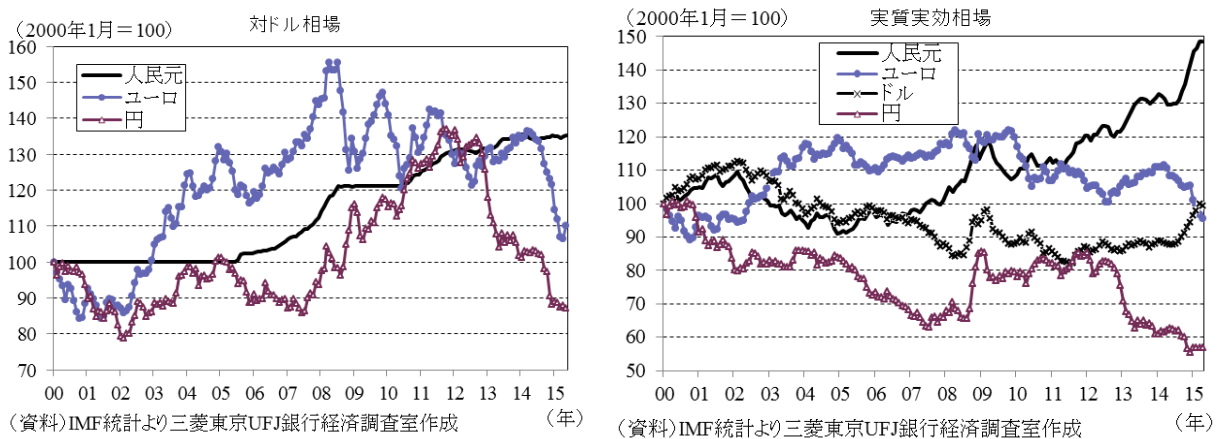
【要旨】

- ◇ 2005 年の管理フロート制導入以来、人民元の対ドル相場は一貫して上昇基調を辿ってきたが、為替相場規制や大規模介入などから、海外からは割安水準に操作しているとの批判が絶えなかった。しかし、2015 年 5 月、IMF は、「人民元は過小評価とはいえない」との判断を示した。
- ◇ 足元では、すでに市場の元高圧力は失われ、逆に、人民元の実勢相場は基準値に基づく下限に近い水準で推移している。この背景には、輸出減速に伴う高水準の経常黒字体質の修正に加え、人民元高期待の喪失による投資マネーの流出拡大から、2014 年後半以降、ネット資本流出となっていることがある。
- ◇ こうしたなか、中国当局は介入により人民元下落の回避を図っており、その国内要因には、資本流出や対外債務に関わるリスク顕在化の抑制が挙げられる。なお、当局は輸出悪化に対しては元安で歯止めをかけるよりも、非価格競争力の強化で対応する国家戦略を採用している。一方、海外要因には、引き続き、人民元を過小評価とみて、元高要請を崩さない米国との摩擦を避ける意向が窺われる。
- ◇ 為替介入がドル買い・人民元売りからドル売り・人民元買いに移行したことは国内金融市場に対しては流動性の供給から吸収への変化を意味する。これに伴い、高水準の預金準備率には引き下げ余地が出てきたはずであるが、足元の資産バブル懸念から高止まっている。
- ◇ 中国が景気減速、金利低下の一方、米国は景気回復、ゼロ金利解除という両国の経済・金融ファンダメンタルズからすれば、当面、元安圧力が続くのが自然であり、これを中国当局の介入で抑える展開が予想される。

1. 節目を迎えた人民元相場

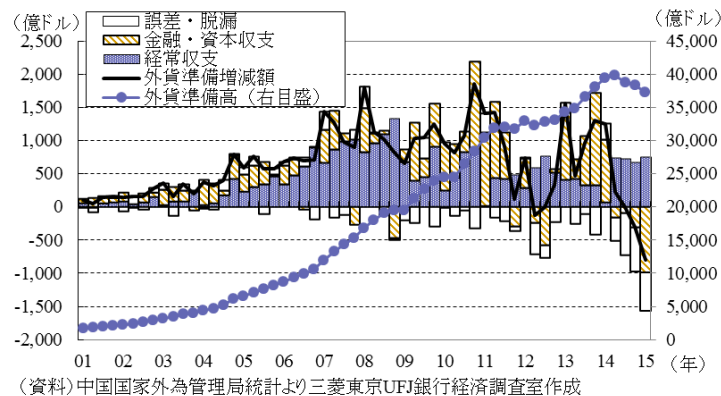
2005年7月に為替相場制度がドルペッグから管理フロートに切り替わって以来、人民元の対ドル相場は一貫して上昇基調を辿ってきた。管理フロート移行前と比較すれば、人民元の対ドル相場上昇率は35%、実質実効相場上昇率は59%に達している（第1図）。しかし、米国を中心に海外からは人民元相場を割安水準に操作しているとの批判が絶えなかった。

第1図：各国通貨の為替相場



確かに、管理フロートの下で人民元相場は中国人民銀行（中央銀行）が毎朝設定する基準値から一定の変動幅しか許容されていない（2005年7月：±0.3%→2007年5月：±0.5%→2012年4月：±1%→2014年3月：±2%）。加えて、第2図の通り、2000年代半ば以降、経常黒字の大幅拡大と期を同じくして、外貨準備高が急増しており、急速な人民元高を回避するための大規模な介入の証左と考えられた。中国の外貨準備高は2003年末時点では約4,000億ドルにとどまっていたが、その後の10年間で大幅に増えて、2013年末には3兆8,213億元に達した。

第2図：中国の国際収支



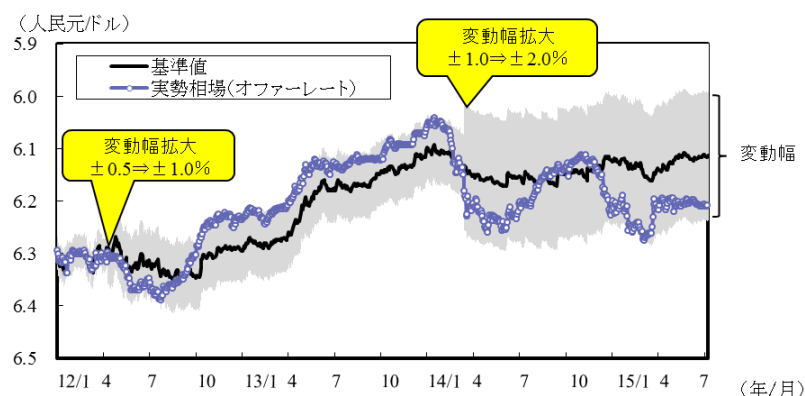
2014年以降、人民元の対ドル相場はほぼ横ばいとなった。しかし、世界的なドル高局面で対ドル相場を維持した結果、実質実効相場ベースでは大幅な人民元上昇とな

った。こうしたことから、2015年5月、中国経済に対する年次審査報告書作成のために訪中したIMFの視察団は「過去1年の実質実効為替相場の大幅上昇からすれば、いまや、人民元は過小評価とはいえない」との判断を示した。長く人民元相場に付された「過小評価」のレッテルがようやくはがれる節目にきた模様である。

2. 人民元高圧力喪失の背景

確かに、市場における人民元高圧力はすでに失われていることがわかる。人民元の実勢相場は2013年にはほぼ基準値に基づく上限で推移していたが、2014年以降は基準値を下回ることが多くなった（第3図）。もっとも、2014年前半の人民元下落は当局のドル買い・人民元売り介入による元安誘導の影響が大きかった。これには市場の元高期待に冷水を浴びせ、3月17日の変動幅拡大後の急速な元上昇を阻む狙いがあったと考えられている。しかし、2014年の終わり頃からは元安誘導ではなく、市場トレンドとして元安が進み、下限に近い水準で推移するようになった。

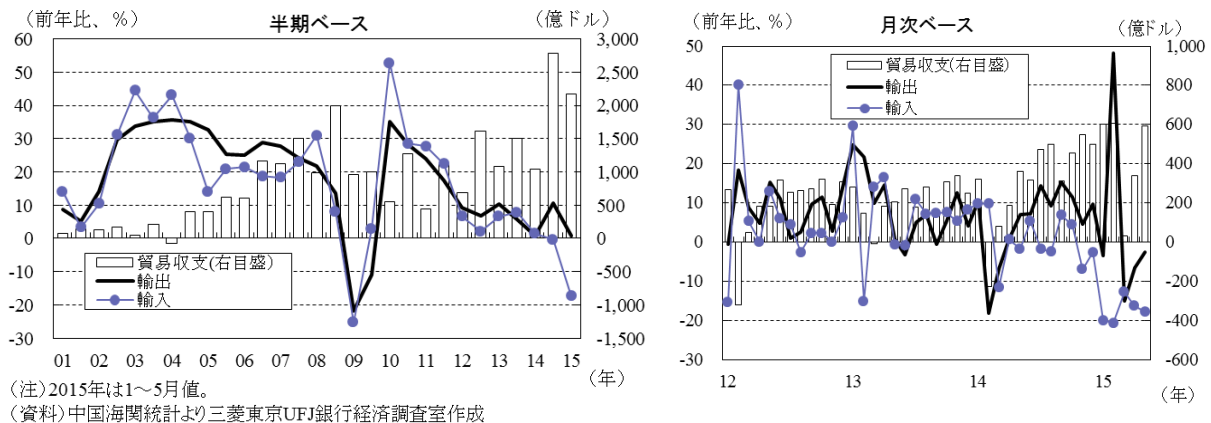
第3図：人民元の基準値と実勢相場



（資料）中国外貨取引センター統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

この背景には、まず、巨額の経常黒字を生み出してきた強大な輸出力に陰りが出てきたことがある。経常黒字はGDP比で見ると、2007年の10.0%をピークに2011年以降は2%前後まで縮小している。輸出の勢いは急速に衰えており、2002～2011年の10年間には、リーマン・ショックをはさみつつも、年率+21.7%という驚異的なペースで拡大したが、賃金および人民元相場の上昇に伴う競争力低下により、2012年からは通年で前年比+10%を下回るようになった（第4図）。さらに、2015年3～5月には3カ月連続の前年比減少となり、過去1年で円、ユーロに対して同約+20%も元高が進んだことによるダメージの大きさを窺わせた。足元、貿易黒字幅は拡大しているが、これは内需減速と資源価格下落に伴い、輸入が大幅に落ち込んだ結果に過ぎない。

第4図：中国の輸出入動向



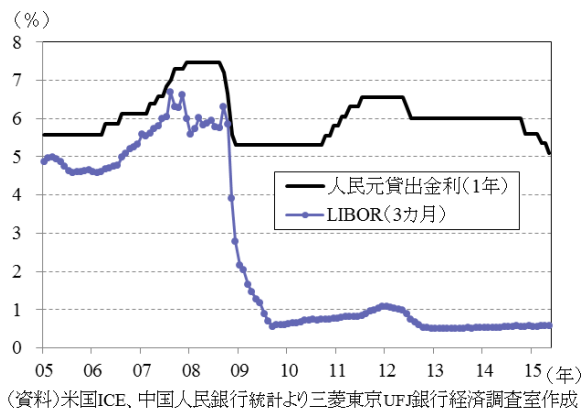
また、高成長に伴い、長期に亘って維持されてきた人民元高期待の喪失による投資マネーの流出も拡大している。2014年後半以降、金融・資本収支赤字と誤差・脱漏による資本流出は経常収支黒字による資本流入を上回り、ネット資本流出となっている（前掲第2図）。こうしたなか、外貨準備高は2014年6月の3兆9,932億元をピークに減少に転じ、2015年3月には3兆7,300億元となった。この大幅な外貨準備減少の要因として、ユーロ建て・円建ての準備資産の減価のみならず、中国当局による人民元買い・ドル売り介入が指摘されている。

3. 当局が人民元下落回避に動く国内外の要因

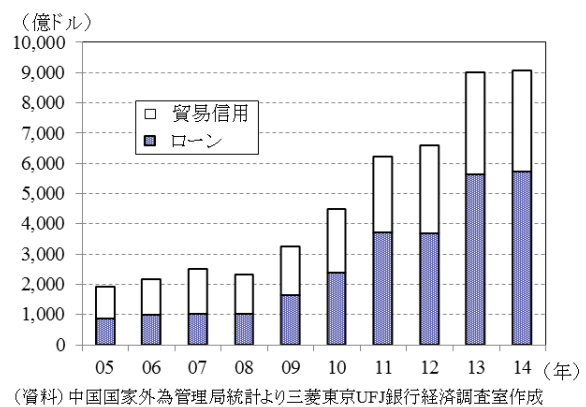
中国当局が介入までして人民元下落の回避を図るのには国内外に要因が考えられるが、まず、国内要因として、資本流出リスクが挙げられることが多い。確かに、高成長期の終焉に伴い、海外からはシャドバンキングや地方政府債務の肥大化、資産バブルなど中国リスクが注目されやすくなっていることからすれば、資本流出への警戒は怠れまい。

加えて、中国企業の対外債務リスクも軽視できなくなっている。リーマン・ショック後の急激なドル金利の低下に伴い、中国企業はドル建ての借入を増やした結果（第5、6図）、2014年には対ドル相場下落による為替差損を被ったことが報じられている。国家外為管理局が指摘するように、4兆ドル近い外貨準備からすれば、中国全体では十分、対応可能とはいえ、企業のダメージは看過し難いとみられる。

第5図：人民元とドルの金利



第6図：中国の対外借入



なお、政府には元安により輸出悪化に歯止めをかけるという意思は乏しいように見受けられる。中国は安価な労働力を利して低価格品の大量輸出で世界を席卷する「製造大国」であったが、賃金・為替相場の上昇に伴い、価格競争力の低下は避けられなくなった。こうしたなか、政府は「製造強国」への変革を目指す国家戦略として、2015年5月に「中国製造（メイド・イン・チャイナ）2025」と題した行動計画を発表し、イノベーションの強化、IT化、品質向上などを通じ、非価格競争力の強化を志向している。

中国当局が人民元下落回避を図る背景となる海外要因としては米国に対する配慮が考えられる。中国が「世界の工場」として輸出大国化を進めた2000年代以降、米国は、議会における頻繁な対中制裁法案提出、財務省為替政策報告書における為替操作国認定の示唆、米中戦略・経済対話における交渉など様々な手法で人民元相場の上昇を促してきた。

2015年4月公表の為替政策報告書では、為替介入の減少や過去半年間の実質実効相場の上昇を認めつつも、①2014年に経常黒字と直接投資のネット流入額の合計がGDP比4%近くに達したこと、②主要貿易相手国と比較して生産性が向上していること——などを根拠に、人民元相場は依然として、かなりの過小評価であるという姿勢を崩さなかった。2015年6月23～24日の米中戦略・経済対話でも、米国側は人民元相場の自由化を要請し、中国側は為替介入を市場が混乱している場合に限定すると約束したと報じられている。

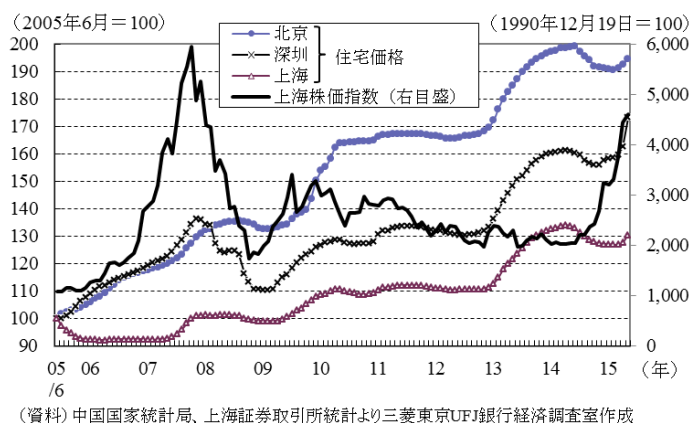
2015年は5年に1度、IMFの準備資産であるSDRの通貨構成比率が見直される年にあたる。中国は現在のドル、ユーロ、円、ポンドに続き、人民元の採用に向けて、IMF加盟国に働きかけている状況にあり、最大の議決権を持つ米国の支持は不可欠であるだけに、米国との人民元相場を巡る摩擦を避けたいものと推測される。

4. 国内金融環境の変化

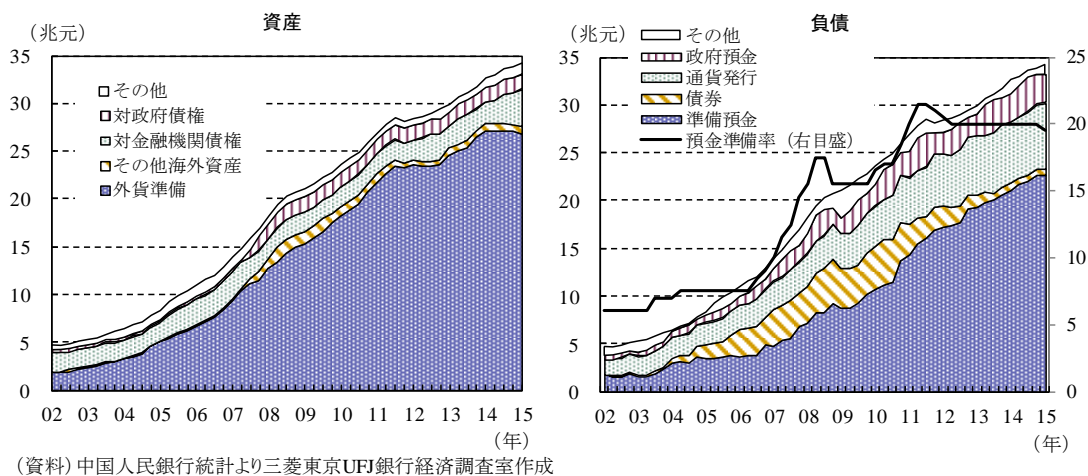
人民元高圧力が消失し、人民銀行がドル買い・人民元売り介入を減らすのみならず、ドル売り・人民元買い介入を増やしていることは中国の国内金融市場に大きな環境変

化をもたらしている。すなわち、以前は年間約 4,000 億ドルの介入に伴い、国内市場には数兆元規模の流動性が放出され、不動産価格と株価の高騰の一因となったことから、人民銀行は預金準備率の引き上げや公開市場操作を通じた不胎化介入を余儀なくされてきた。とくに預金準備率は、2006 年半ば以降の約 2 年間で 10%ポイントも引き上げられ、リーマン・ショック後には 2%ポイント引き下げられたものの、その後の再度の引き締め局面で 2011 年 6 月には 21.5%の史上最高水準に達した（2011 年 12 月～2012 年 5 月の 3 度の引き下げで 20.0%まで低下、第 7、8 図）。

第 7 図：中国の住宅価格と株価



第 8 図：中国人民銀行の資産と負債



2014 年半ば以降はむしろドル売り・人民元買い介入が主流となり、これに伴い、国内市場からは流動性が吸収されている。このため、預金準備率の引き下げ余地は広がっているはずであるが、2015 年 2 月の引き下げ後も 19.5%と高止まっている。実体経済面では、中小企業を中心に深刻な資金調達難が続いているにもかかわらず、人民銀行には資産バブルへの懸念が根強く残り、預金準備率の大幅な引き下げを躊躇している感がある。この結果、市場ではしばしば資金不足が発生し、短期・中期・長期それぞれについて個別銀行への資金供給ツールを新設して対応していることが人民銀行の対金融機関債権拡大から読み取れる。

5. 人民元相場の展望

人民元相場は長期に亘り上昇圧力を介入で割安水準に抑えてきたと考えられてきたが、足元では、逆に下落圧力を介入で抑制するという大きな転換期に至った。IMFは、人民元が過小評価でなくなったとしたものの、引き続き、為替相場制度の自由化加速を促しており、また、SDRへの採用条件である「自由に利用できる通貨」と認められるためにも、為替相場および資本移動の規制緩和は不可欠となる。こうした自由化の進展は人民元のボラティリティを高めることになる。

中国は高度成長期から安定成長期への移行過程で景気減速基調にあり、金利低下に向かう一方、米国は景気回復に伴い、長年のゼロ金利政策解除のタイミングを計る段階にある。こうした米中両国の経済・金融ファンダメンタルズから考えれば、当面、元安圧力が続くのが自然であり、これを中国当局の介入で抑える展開が予想される。

以 上

(H27.7.7 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、宜しくお申し上げます。当資料は信頼できるとさ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います。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。