世界の通貨と株が右往左往
「人民元切り下げ」で広がる波紋（ダイヤモンドオンライン寄稿）

2015/8/21

3日間の下落幅は3%。過去１年８ヶ月を上回る

8 月 11 日、世界各地で人民銀行が 20 年余ぶりに対ドル人民元レートを切り下げたと報じられた。毎朝 9 時半に人民銀行が発表する仲値レートは 1.9%余り引き下げられ、前日まで 1 ドル＝6.2 元台前半で推移していた人民元が、1 ドル＝6.3 元台となったのだ。

そして、翌 12 日に 1 ドル＝6.4 元台を記録。13 日から落ち着いてきたが、2014 年 1 月中旬に付けた 1 ドル＝6.04 元台の最高値から累計すると、人民元は「切り下げ騒動」翌週の 8 月 17 日までに 5.5%下落した。

14 年 1 月から 15 年 8 月までの下落幅は 2.7%。8 月 11～13 日の下落幅は 3.0%であり、3 日間の下落は、1 年 8 カ月の下落幅を上回った。

この背景については、「経済が減速しており、輸出を振興する必要がある」、「切り下げを迫られるほど、経済の実態が悪化している」などというコメントが報じられ、「通貨切り下げ競争がおきるのではないか」などの懸念も出ているが、実態はどうみるべきであろうか。

単なる「切り下げ」ではない人民元改革のための「制度変更」

今回の切り下げは、正確には、「人民元仲値（一日に取引できる人民元の上限レートと下限レートの真ん中）の考え方の見直し」である。

従来は、当日朝、為替市場が開く前に、人民銀行が銀行からヒアリングをし、それを参考に仲値が決められていた。仲値は一日の変動の中心なので、前日の相場が人民元安に向かっていても、翌日の仲値で人民元高に修正することができた。

実際には、人民銀行は、人民元高の行き過ぎを懸念し、日中の取引で人民元高に向かっても、翌日の仲値を人民元安に設定し、人民元高がどんどん進まないようにしていた（図表１）。つまり、前日の相場を反映しないことで、人民銀行が人民元高のペースを調整していた。

今回の見直しでは、人民元の仲値は前日の終値を参考に決定されるようになる。したがって、人民銀行が仲値を上記のように恣意的に操作する余地が減る。人民銀行の為替誘導は、覆面を含めた為替介入と仲値の調整の 2 つが実態のある直接的なツールだが、その一つがなくなるからだ。

よって、今回の見直しは、景気への配慮に加えて、人民元改革としての側面がある。実際、従来の仲値の決定に対しては、リーマンショック後、人民元が再変動をはじめた 2010 年頃から問題視され、人民元市場化への課題とされていた。今回の見直しは、金融機関や国際機関、格付け機関からは「人民元の市場性が高まった」、「SDR（IMF 特別引き出し権）算出通貨の採用条件に一歩近づいた」と歓迎されており、人民元安になったことはことさら問題視されていない。

この時期に行ったのは、繰り返しになってしまうが、短期的な景気テコ入れと中期的な人民元の国際化の両方を狙ったからだ。人民元高のときに行えばオーバーシュートし、景気に悪影響を及ぼす可能性が高いので、人民元安のときに行うのは理にかなっている。

日本の報道では、当初、今回の人民元安が国際的批判を浴びるかもしれないと指摘された。しかし、アベノミクスが始まった 2013 年年初と比べて、名目実効ベース（対外為替レートを加重平均してみたもの）で米ドルは 17%、人民元は 18%上昇しており（図表２）、3%の修正が国際的批判に当たるとは思えない。

一方、海外の報道では、人民元はドルと連動しており、経済減速下のドル高（≒人民元高）に耐えきれなかったと報じた。上記のような人民元の市場化効果もあり、「切り下げ」を批判する声も大きくなかった。その上で、「中国の経済悪化がクローズアップされるようになり、商品相場や株式相場の更なる下落圧力にならないか」、「通貨切り下げ競争（Currency Wars）が起きないか」との懸念が聞かれた。

人民元下落が足元の世界経済の不安材料に

制度変更 2 日目の 8 月 12 日は、11 日終値に沿って仲値が修正されて取引が始まった（1 ドル＝6.3306 元、1.6%引き下げ）。一時、変動レンジの下限（仲値から 2%安）である 1 ドル＝6.4510 元まで下落したが、終値は 1.0%安の 1 ドル＝6.3870 元となった。

人民銀行は、「国内外の経済・金融情勢を見る限り、人民元が下落し続ける根拠はない」とコメントし、人民元安誘導を進める意図はないと説明した。但し、生産と投資を中心とする経済の減速傾向は、8 月に入って発表された 7 月の統計でも明らかであり、前節で述べたように景気テコ入れは少なからず意識されている。それでも基本的なスタンスを維持していると説明したのは、人民元の一定度の下落は容認するも、急落は他の通貨の下落を招き、結果的に人民元安にならないためである。12 日は、人民銀行からの依頼で大手銀行がドル売りをしており、人民元の調整をマイルドにしよう、他の通貨への影響を小さくしようという当局の姿勢の断片がみられた。

一方、海外市場は、当局の配慮をよそに、人民元より減価の進んでいたアジア通貨や、日本も含めた主要市場の株式が売られた。中国は、1994 年 1 月の切り下げ以降、人民元を切り下げておらず、アジア通貨危機の時にも、リーマンショックの時にもアジア通貨のアンカーとなっていた。人民元の切り下げは、中国が 20 余年守ってきた姿勢の変更と受け止められ、周辺国を中心にショックをもたらした。

現状世界経済唯一のけん引役となっている米国市場でも影響が見られた。対中輸出が難しくなり、貿易赤字が拡大するとの連想から利上げが遠のくのではないかという観測が出たほか、中国進出企業の業績が悪化するのではないかとの懸念から、アップル、キャタピラー、KFC、GM などを中心に株式が売られた。

こうした状況を見て、米財務省は人民元安について、大幅な切り下げに至らないよう警戒のコメント（「改革への逆行は認められない」）を出したほか、米商工会議所は、中国が人民元安を誘導する一方、米国が利上げをする場合、世界経済の回復に悪影響を与えかねないと懸念を示した。

人民元の今回の調整は一旦終了。通貨強国としての認知を残す

制度変更 3 日目の 8 月 13 日は 1.1%引き下げ（1 ドル＝6.4010 元）、4 日目の 14 日は▲0.05%引き上げ（人民元高方向）の調整となった。そして 13 日午前に、人民銀行の張暁慧総裁助理が、「乖離の是正は基本的に終えた」と、事実上の調整終了宣言を出した。また、易綱副総裁は「人民銀の目的は市場を通じて為替相場を決めることであり、人民元相場を 10%引き下げて輸出を刺激するといった見方は事実無根だ」、「長期的にみれば人民元は依然として強い通貨だ」と述べ、構造改革をあきらめて輸出振興に走るわけではない、国際化に向かう人民元の魅力はかわらないと、「強い中国」をアピールした。

これらを受けて、13 日以降の人民元市場と海外の金融市場は一応の落ち着きを取り戻した。但し、中国の株価は 8 月 18 日、19 日と、追加政策を催促するように下落と上昇をみせた。また、マレーシアリンギやベトナムドンなど下落が続く通貨もあった。原油相場も 8 月 19 日に 1 バレル＝40 ドル台（WTI）と、年初来安値を更新し

た。新興国や商品市場から流出したマネーが再度還流せず、比較的安全なドルやユーロに滞留したままになっており、新興国に対する経済下ブレのリスクは高いままとなっている。

今回の人民元の対ドルでの調整は、結局 3%程度となった。この時期に調整が行われたのは、8 月という外交活動が一時的に途絶える時期が、最も摩擦なく行えると判断されたためと思われる。9 月からは習近平主席の訪米、世銀・IMF 総会、APEC などがあり、人民元安に向かう調整は今より行いにくかったであろう。

短期的にもう一段下落か。中期的には上昇圧力も

今後については、中国経済の停滞感が根強いこと、米国が利上げに向かうことから、元安はもう少し進むのではないかとの観測が強い。中国経済が「スローダウンしているが、安定している（中国政府の言うところの「新常態」）」と、世界が確信するにはまだ時間がかかる状況である。

特に足元は、中国国内では、生産調整が悪循環から抜け出せず、実際の回復が後ズレしており、これまでの一連の経済刺激策や、7 月の中央政治局会議で決定された下半期の経済政策への期待が今一つ弱い状況となっている。欧米の金融機関はトータルで 10%程度の人民元安、つまり後 5%程度の下落を見通すところが多い。

今回の制度変更で、前日と当日の相場の連続性が強まったので、従来よりもボラティリティが高まっており、経済指標の悪材料等に反応しやすくなったのは確かだ。しかも、3%の人民元安とはいえ、これまで下落期待がほとんどなかっただけに、投資家の人民元保有に対する懸念が高まっている。

他方、中期的には、世界第 2 位の経済規模で、巨大な経常収支黒字を保有している中国の通貨がどんどん減価していくとは考えにくい。

外貨準備がこのところ減少しているが、それは意図せざる外貨流出もあるが、海外直接投資の増加や、民間の外貨保有の増加という側面もある。直接投資の増加は将来の所得収支黒字の増加となる。

さらに、中国政府は中国の購買力、中国の価値が通貨によって減価してしまうのは、国益に反していると考えている。また、人民元が国際通貨になるのに人民元安は妨げになる。海外の人民元保有動機を奪うからだ。よって、中期的な人民元安進行は余り期待されない。むしろ上昇が予想される。

周辺諸国の通貨と比較すると、人民元は圧倒的に安定している。図表 2 でみたように対外為替レートを加重平均した名目実効為替は、元高が進行していた。中国のファンダメンタルズはなお堅固である。人民元暴落は中期的に考えにくい。

為替政策・人民元改革からの視点でみると、仲値による為替誘導はできなくなったが、国有銀行を通した為替介入は残っている。但し、為替介入ができるのは、激変緩和のときのみと対外的に宣言しており、大幅な人民元安誘導には使えない。IMF が 3 年以内と提言しているように、人民元はいずれ円やユーロのような変動相場になると思われる。とはいえ、経済改革中の中国にとってそれは易しくない課題だ。今後数年は曲折が予想される。

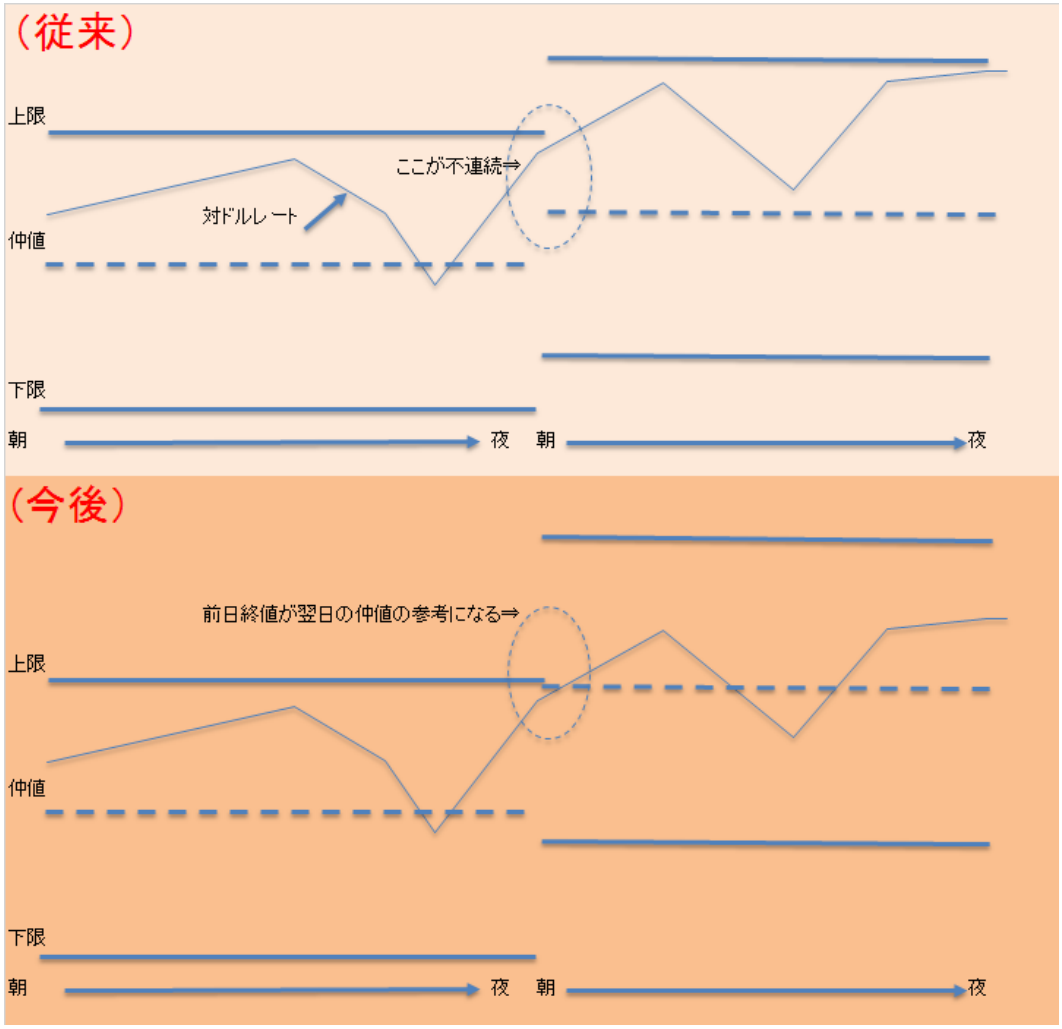
世界が望む人民元の安定性

今回の調整には、一つの大きな教訓があった。それは、「世界は人民元の安定を望んでいる」ということだ。

大幅な人民元高も大幅な人民元安も誰も望んでいない。別の言い方をすれば、人民元はドルほどの重要性を持ってきているということだ。人民元が変動すると、中国の巨大な輸入、新興国へのマネーフロー、新興国に対する信認など、世界経済の成長の大きな前提条件が変動し、為替、株式、商品を中心に混乱が起きる。このことが改めて示された。但し、現状人民元は緩やかにドルとリンクしており、ドルが上昇すると人民元も上昇してしまう。経済の内需シフトは始まったばかりであり、人民元はドル全面高についていけるほどまだ強くない。

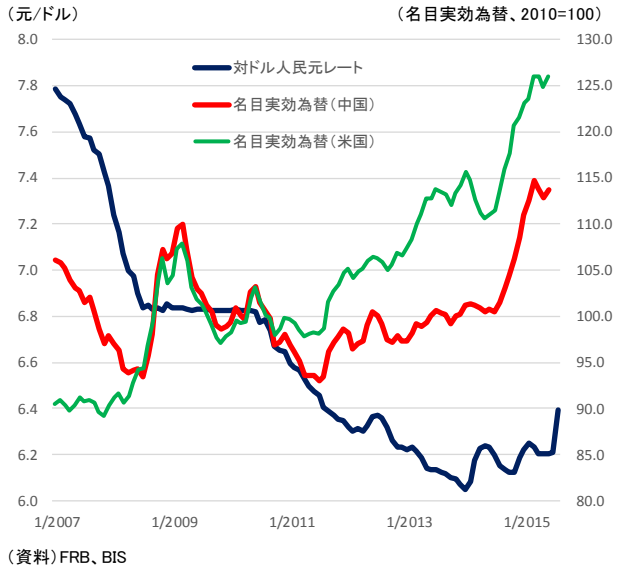
人民元が新興国通貨から経済大国の通貨に脱皮するにはなお時間がかかる。この二面性が世界の金融市場、ひいては世界経済に悪影響を与えてきており、注意を要するところだ。

図表1　今回の変更点のイメージ



（資料）丸紅経済研究所作成

図表2　対ドル元レート



（資料）FRB、BIS

以　上

担当	丸紅経済研究所 シニア・エコノミスト （米国 CSIS（戦略国際問題研究所）出向中 鈴木貴元	ＴＥＬ：03-3282-7683 E-mail: SUZUKI-T@marubeni.com
住所	〒100-8088　東京都千代田区大手町1丁目4番2号　丸紅ビル12階　経済研究所	
WEB	http://www.marubeni.co.jp/research/index.html	

（注記）
- 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
- 本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど(以下「情報」といいます)は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用および引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で、複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。
- CSIS は特定の政策的立場を持たない。したがって、本報告で述べられている見解は、執筆者のものであることをご理解いただきたい。