

人民元レート基準値の変更

田中 修

はじめに

人民銀行は、8月11日「人民元対ドルレート基準値（中間値）の整備に関する声明」を表明し、人民元対ドルレート基準値の市場化程度と基準性を増強するため、8月11日から、マーケットメーカーが毎日インターバンク市場で取引を開始する前に、前日インターバンク市場の取引終了時のレートを参考とし、外貨の需給状況と国際主要通貨のレートの変化を総合的に考慮して、中国外為取引センターにオファーすることとした。

この結果、人民元対ドルレートは11-13日の3日間で4.5%下落し、国際金融市場・株式市場に動揺を与えることとなった（14日は0.11%高）。本稿は、この事態を受けて8月13日10:30に行われた人民銀行説明会の概要を紹介する。

1. 張曉慧行長助理の説明

8月11日、人民元対ドルレート基準値に関する声明を発表して以来、各メディア・市場参加者・エコノミストの多くはこの調整を十分肯定し、多くの方がこれは人民元レート形成メカニズムの市場化改革の重要な一歩であると考え、この措置は中国人民銀行が市場のパワーにより多くの役割を發揮させる決意を體現するのみならず、市場化の程度と為替レートの弾力性を実際に高め、わが国の改革開放とロジック上の調和を図るものであると考えている。

多くの方は、この措置が人民元レートのより市場化の方向への発展を推進すると考えている。当然、市場にも異なる声があり、主としてこの調整が短期的には人民元が顕著な切下げルートに入ることを誘発し、短期的には人民元の切下げリスクを激化させ、資本市場に対し衝撃を生み出すのではないかという点に集中している。

（1）今回の人民元レート基準値整備の背景

2005年のレート改革以降、基準値を基準とするレートは、市場の予想の誘導・市場レートの安定化にとって、重要な役割を發揮してきた。一時期以降、基準値と市場レートの乖離幅が比較的大きく、基準値の市場基準としての地位と權威性に影響を与えていた。市場調整とアナリストの普遍的な推計によれば、このような国内要因と関係するのみならず、国際要因とも関係する偏差は、おおよそ3%前後累積していた。このような誤差は、長期に持続が不可能であり、基準値の市場化程度と基準性の増強を通じて調整することにより、アンバランスの過度な累積を回避することが必要である。しかし、メディアが問題としているのは、おそらく、現在のこのような時期にこの措置を打ち出すことをなぜ選択したかということだろう。

①国内面

この措置は、最近公表した7月のマネー・貸出データの意外な急上昇と関係があると言えよう。7月は、一般的にマネーの伸びが伝統的に小さい月であるが、今年7月のM2は6月に比べ1.5ポイント急上昇し、7月の人民元貸出新規増は前年同期比で1.61兆元多く増えた。率直に言うと、公表されたデータについて、これと金融政策、銀行システムが資本市場の平穏で健全な発展を支援するために採用した臨時措置には一定の関係があると、市場は解釈している。一定期間の流動性の緩和が、マネー・貸出のかなり速い伸びを促進し、外為市場の需給関係に影響を与え、人民元レートに一定の切下げ圧力をもたらしたのである。

②国際面

人民元はその他通貨に対しより強含みとなっており、これは米FRBの緊縮政策への予想と一定の関係がある。一部の予想では、FRBは今年中に利上げすると考えており、これが米ドルを総体として強くし、ユーロ・円を弱含みにさせ、新興経済体と大口取引商品生産国の通貨の切下げを出現させている。

わが国は貨物貿易で大きな黒字を維持しているため、人民元の実効レートは世界の多くの通貨に対して比較的強くなっている。BISの試算によれば、2014年以降、人民元の名目実効レートと実質実効レートは、それぞれ10.28%、9.54%上昇しており、このため人民元の実効レートが相対的な平穏を維持しているという観点からすれば、人民元対ドルレートにも一定の切下げ要求がある。

国内要因と国際要因は、いずれも人民元の市場レートに反映している。11日に基準値の基礎が整備されて以降、人民元は2日の調整を経て、徐々に市場化水準へと回帰しており、さきほど述べた3%前後の累積された切下げ圧力が一度に発揮され、これまでの偏差の是正が既に基本的に完成したと言える。これは、人民元レート形成メカニズム改革の必要な段階であり、人民元レートが将来より市場化ルールに基づいて運営されることを可能にするものである。

(2) 長期的に見て、人民元はなお強含みの通貨である

為替レートの水準は、主として経済のファンダメンタルズによって決まり、経常項目の収支状況は、ファンダメンタルズ要因によって決定的となる。為替レート形成の基礎は市場需給であり、市場需給は国際収支により決定される。そのうち、経常項目は実体経済の活動に由来し、資源配分の効率性の反映であり、為替レートが均衡しているかどうかを観察するには、経常項目により多く関心を払う必要がある。

中国の経常項目は、長期にわたり黒字を維持している。商務部が公表したデータによれば、今年1-7月期、経常項目を主体とした貨物貿易の黒字は3052億ドルに達しており、これが外為市場の需給を決定する最も主要なファンダメンタルズ要因であり、人民元レ

トの強含みを支える重要な基礎である。中国経済はグローバル的には依然良好であり、今年上半期、情勢は比較的複雑で、困難・試練も多く、経済はやや下降していたが、依然として7%の成長を維持した。7月の主要経済指標は、総体として6月の好転傾向が続いており、経済運営には積極的な変化が出現している。同時に、わが国の外貨準備は十分であり、財政状況は良好で、金融システムは健全であり、貿易・投資と資源配分方面で海外主体の人民元に対する需要が徐々に増加している。これらのファンダメンタルズが長期的に見て、人民元が依然として強含みの通貨であることを決定づけている。経済において、その他要因と困難が累積した偏差が是正をみた後は、わが国の経常項目の状況と穏健な金融政策が堅実に実施されているという現実から出発して、将来の人民元はなお上昇ルートに入るようになる。

このため、各方面は経常項目の状況に、より注意を払わなければならない。これは、将来の為替レートの動向を決定する主最も要な要因である。最近2日間の人民元の基準値が市場へと回帰していくプロセスにおいて、人民元レートに切下げ方向での調整が出現し、人民元レートの持続的な切下げが出現するのではないかという市場の疑念を誘発した。

これに対する我々の回答は、内外経済・金融情勢から見て、現在人民元レートが引き続き切り下げられる基礎は存在せず、中央銀行は合理的均衡水準における人民元の基本的安定を維持する能力がある。つまり、将来人民元レート形成メカニズム改革は、引き続き市場化の方向へと邁進され、為替レート形成メカニズムにおいて市場需給の決定的役割がより大きな程度発揮されることになる。

2. 易網人民銀行副行長の質疑応答¹

(1) 今回の措置は通貨戦争を引き起こさないか？（香港商報）

今回の改革は、主として人民元対ドルレートの基準値メカニズムについて1回調整を行ったものであり、調整以後、全体の為替レート形成メカニズムはより市場化された。

これは、人民元への信頼と人民元の更なる国際化にとってよい便りであり、私は全世界で真にこの市場の長期的発展を好ましく思っている人は、市場の持続可能性に関心を払っていると思う。硬直化・固定化された為替レートは中国の国情に適合しないし、持続不可能である。弾力性のある為替レート形成メカニズムは、必ずや経済の長期的発展により有利である。なぜなら、弾力性のある為替レートは経済発展の安定器であり、国際収支の安定器であり、それはアンバランスを徐々に調整することによって、全体の経済発展・国際収支を均衡状態にするからである。それは、タイムリーに調整を行うことができる。

もし、固定レートが常に不動ならば、皆が人民元の不動に慣れてしまう。このような固定レートは安定しているように見えるが、実際には問題・矛盾・アンバランスが累積していき、累積が一定程度になれば持続不可能となる。

¹ 説明が冗長な部分は省略している。

非常に深度のある市場の関係者は、今回の措置が人民元の国際化に与える影響を主としてプラスに考えている。彼らは皆、過去非常に安定した為替レートに慣れていて、今回の調整はやや変動を引き起こしたが、この変動は受容できる範囲内であり、しばらくすり合わせの時期を経れば、正常な状態に回復するだろう。

(2) どのように基準値を決めるのか？ (英 フィナンシャルタイムズ)

レート決定メカニズムは、実際のところ簡単である。毎日朝、取引開始以前、マーケットメーカーが彼らの比較的適合すると考える基準値をオファーする。この基準値は、過去一時期、8月10日以前は、基準値と毎日の終値の差が比較的大きかった。8月10日を例に挙げれば、オファーされた基準値は6.11であり、終値が6.21であれば、1000基準ポイントの差があることになり、こここのところずっとこのような状態であった。我々の今回の改革は、主として基準値のメカニズムをより市場化しようというものである。どのようにより市場化するかといえば、オファーの際に主として1日前の終値を参考とし、同時に外為市場の需給官界とこの一晩での欧米市場の変化を考慮しなければならない。もし国際的な通貨バスケットに変化があれば、そのように基準値する。このことは、基準値を当日の開始値と終値により接近させるものである。

我々は、10-20のマーケットメーカーを有している。マーケットメーカーがオファーした後、最高値と最低値を捨象し、中間を残した加重平均値が我々が毎日公表する基準値である。このメカニズムが整備されて以後は、マーケットメーカーは昨日の終値を参考とし、同時に需給関係を参考にするようになり、このことで為替レート形成がより市場化されるのである。マーケットメーカーは銀行であり、国内資本銀行もあれば、外資銀行もある。外資銀行のマーケットメーカーは重要であり、外為市場においてマーケットへの影響力が比較的大きい商業銀行が基準値のマーケットメーカーとなっている。我々は、国内資本・外資金融機関に対し平等に競争させており、ゲームのルールは公平・透明である。

(3) 人民銀行はレートに介入するのか？ (英 フィナンシャルタイムズ)

中国が採用している為替レート制度は非常にはっきりしており、管理された変動為替レート制度である。市場の変動率が管理された区間を超えた際には、我々はなお管理された為替レート制度を堅持する。我々の目的は、市場による為替レート決定であり、為替レート決定において市場の需給関係に決定的役割を發揮させることである。中国は既に常態的な介入からは退出しているが、もし現在市場に公認されたゲームのルールがあるとすれば、それは我々中央銀行が公表したゲームのルールであり、現在毎日の変動率はなお2%以内ということである。私は、この発展段階においては、このような管理された為替レート制度は中国の国情に適合しており、それは市場の弾力性・市場為替レートの柔軟性を体現すると同時に、市場の変動が大きすぎる際には、それに対して有効な管理を進めることにより、為替レートメカニズムに対する市場全体の信頼をより高め、市場全体と経済運営をより平

穏にすると考えている。

(4) クロスボーダー資本流動への影響は？ (第一財經日報)

資本流動に関しては、弾力性のある為替レートは、資本の流入・流出をより平穏にすることに資するものである。

中国の資本流入・流出は均衡すべきである。ある人はホットマネーがあると言い、ある人は中国で大量の資本流出が起きていると言う。ある報道では、最近外貨準備がある程度低下し、過去1年間で、外貨準備は3.99兆ドルから3.65兆ドルへ、おおよそ3000億ドル減少したと報道しているが、この3000億ドルは資本流出だろうか？私が分析するところ、主として3つの固まりがある。

①第1の固まり

昨年以降、わが国の企業・個人は国内銀行システムでのドル預金が増加しており、去年はおおよそ1080億ドル増え、今年上半期は700億ドル余り増えた。以前外貨準備は中央銀行に集中していたが、現在は一部分が企業・個人のドル預金に移っており、これは好い現象である。これは、企業・個人が聡明ということであり、彼らがバランスシートの調整において、資産負債のドル・人民元の組み合わせを調整することは、将来のリスクをより小さくすることになり、好ましい事である。

②第2の固まり

最近、国有企業・民営企業等各種企業の海外進出の歩みが大きく、対外投資の程度が大きい。いわゆるODIであり、我々にはさらに「シルクロード経済ベルト・21世紀海のシルクロード」建設があり、投資には一部ドルを用いている。

③第3の固まり

ドルの3000億ドル余りの減少については、為替レートの変化があることを忘れてはならない。この1年、ユーロ・円等その他通貨の対ドルレートは、かなり切り下がった。我々の外貨準備は分散化されており、ドルもあれば、ユーロ・円もある。我々の報告はドルベースであり、現在3.7兆ドルの外貨準備があると言っているが、実際のところユーロ・円の対ドルレートが切り下がって以後、ドル換算でかなり減少している。

総じて言えば、資本流動は正常な範囲内である。現在、毎年企業の輸出入は数兆ドルであり、投資・FDI・ODIも大きな額となっている。毎年我々は1億人超が海外に出かけているが、これも外貨が必要となる。

(5) 資本項目開放のタイミングは？ (ウォールストリートジャーナル)

中国は資本項目開放を、徐々に秩序立てて実現する。これは中国の既定方針である。党18期3中全会の決定では、資本項目の兌換化を着実に実現するとしている。以前の重要な政府文件では、1993年から、最終的に人民元を兌換可能通貨とすると言いつつ始めている。現在我々は、ずっと貿易・投資の簡便化政策を行ってきた。

資本項目について言えば、過去5-6年、我々の資本項目対外開放の程度は大きく高まった。しかも、この向上は人民元の国際化を伴っており、この開放は全方位的な開放であり、この開放はクロスボーダー資金流動において人民元使用も外貨使用も非常に便利になったことを意味している。

資本項目の兌換化のスケジュールは、中国自身の定めるスケジュール表に基づいて着実に推進するものであり、少しの変動や外部で発生した事情に遭遇したとしても安易に変えられるものではない。この方面で我々は冷静であり、我々は自身の定めたスケジュール表に基づき、着実に秩序立てて実現する。

(6) 金融政策とどのように協調を進めるのか？ (経済日報)

為替レート政策は、総合的な協調の枠組みである。金利・為替レート・資本流動・マネーサプライといった変量は、いずれも相互に関連しているからである。我々が金融政策を把握する際、現在穏健な金融政策をしっかりと実行しなければならず、穏健な金融政策のカギは緩和・引締め of 適切な度合いである。現在市場の流動性は充足しており、市場の金利は過去と比べて低下しており、比較的安定している。貸出の増加は比較的速く、M2の7月データは13.3%の伸びとなった。我々が為替レートを見ると、為替レートはやはり市場の決定的な役割を發揮させ、市場の需給が為替レートを決定することになる。中央銀行は常態的な介入から退出すべきであり、外部の衝撃の状況下、あるいはこの管理区間を超えた場合に、我々は有効な管理を進める。この種の管理は、金融政策の目標、金利コントロール、その他マネー条件といずれも釣り合いがとれていなければならない、1つの変量のみ強調し、他の変量を軽視してはならない。

もし為替レートを厳しく過剰にペッグすれば、この変量は動けなくなり、柔軟性は失われる。このことは、金融政策の独立性・自主性を失わせ、金融政策のコントロールの余地を減らすことになる。現在、我々はこの種の制度を整備しており、この整備と為替レートオファーマカニズムの整備は、わが国の為替レートをより市場化・弾力化するものである。より弾力化・市場化された為替レート制度は、むしろ中央銀行の金融政策の独立性・自主性とコントロールの余地を増やすことになり、このことは、金利・流動性・マネーサプライ等の方面でコントロールの余地を増やし、自由度をより大きくすることに資するものである。

(7) 輸出への影響は？ (新華社)

一国の為替レートと輸出を含む多くのマクロ変量は、いずれも関連している。我々の今回の人民元基準値メカニズムの整備は、為替レート政策に対する整備である。わが国の輸出、全世界の需要はなお比較的疲弊しているが、わが国の輸出の1-7月期の黒字は、去年の黒字も含め、いずれも相当大きい。この黒字は、決してわが国の輸出力が特別強いわけではなく、大口取引商品価格の下落以後、輸入の大口商品の量は増えているが、輸入金額

が下落したためである。この下落が、わが国の貿易に黒字をもたらしているのである。

我々は、為替レートの調整で輸出を促進する必要はない。中国の輸出は悪くはなく、中国の輸出はこれほど大きな黒字をもたらしているので、我々の今回の為替レートメカニズムの整備は、基本的により有効な市場化されたメカニズムを確立するためのものである。公平・公開・透明・有効にすることにより、我々の将来の改革開放のスケジュール、とりわけ資本兌換化のスケジュールは引き続き推進されることになり、わが国の経済はリスク抵抗能力をより高めることになる。弾力性のある為替レートはわが国のリスク防止能力を増強し、それは自動的な調節器・安定器となる。したがって、これはメカニズム建設である。

この方面を考慮して、我々もたらされる可能性のある影響の均衡を図った。我々は、もたらされる可能性のある影響は完全にコントロールでき、一定の限度内と考えている。

(8月16日記)