



均衡水準に近づく人民元レート

関 志雄*

要 約

中国は、2005年7月に管理変動制に移行してからも、為替の大幅な切り上げに伴う国際競争力の急激な低下を防ぐために、当局による市場介入を通じて、切り上げのペースを抑えてきた。それでも、人民元レートはドルに対してすでに30%ほど上昇しており、これを背景に、国際収支の黒字は解消に向かっている。当局が市場への介入を控える中で形成された現在の人民元レートは、すでに均衡水準に近づいていると思われる。人民元レートが大幅に上昇する恐れがなくなったことで、中国が「完全変動制」へ移行する時機はすでに熟したと言える。

I、はじめに

中国が2005年7月に為替制度改革（人民元改革）の第一歩として管理変動制に移行した当時、人民元レートは均衡水準を大幅に下回ったと思われていた。しかし、その後、ドルに対して30%ほど上昇しており、それを背景に、中国の経常収支の黒字が大幅に縮小しているだけでなく、資本収支を合わせた国際収支の黒字も解消に向かっている。当局が市場への介入を控える中で形成された現在の人民元レートは、すでに均衡水準に近づいていると思われる。

II、温家宝総理の見解

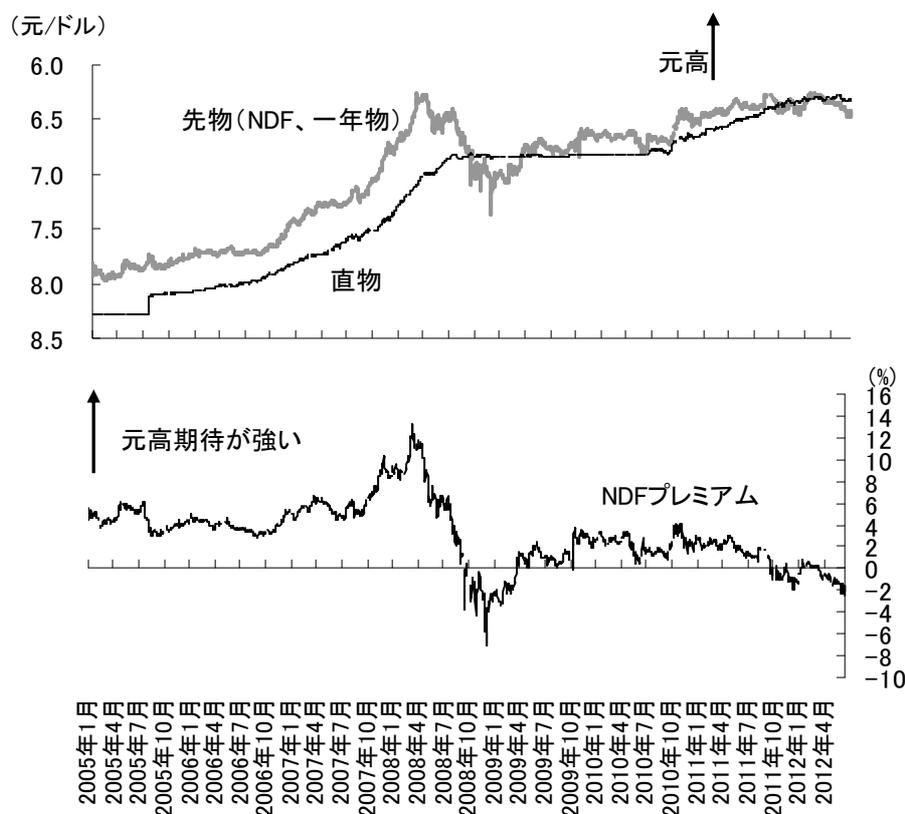
温家宝総理は2012年3月14日に、第11期全国人民代表大会（全人代）第5回会議終了後の記者会見で、人民元レートがすでに均衡水準に近づいている可能性があるという見解を示している。その根拠として、次の三点を挙げている。

- ① 2011年に中国の経常収支黒字の対GDP比はすでに2.8%にまで下がっており、3%という国際的に認められた合理的水準を下回っている。
- ② 2005年の為替制度改革以来、中国の実質実効為替レートはすでに30%上昇している¹。
- ③ 2011年9月以降、香港のノンデリバラブル・フォワード（NDF）市場で上下双方向の変動

¹ ある国の製品の国際市場における価格競争力を測る上では、単にその通貨の特定通貨（例えば、ドル）に対する名目為替レートの動きだけではなく、内外の価格の変動を考慮に入れた「実質為替レート」と、対主要貿易相手国の通貨の動きを総合的にとらえた「実効為替レート」を用いる必要がある。「実質実効為替レート」は、両者を勘案しているものである。他の条件が一定であれば、ある国の実質実効為替レートが強くなると、その国の製品の国際市場における価格競争力が弱くなる。

* 関志雄（榊野村資本市場研究所 シニアフェロー）

図表 1 人民元の対ドルレート — 直物 Vs.先物 (NDF) —



(出所) ブルームバーグ、中国国家外為管理局より野村資本市場研究所作成

が始まっている。

確かに、①については、中国の経常収支黒字の対 GDP 比は、ピークに当たる 2007 年の 10.1% と比べると、大幅に低下している。また、②については、2005 年 7 月以来、人民元の実質実効為替レートは、対ドルレートとほぼ同じ 30% 程度上昇している (BIS の統計による)。さらに、③について、将来の人民元レートの期待値の指標として広く使われる NDF レートと直物レートとの差 (NDF プレミアム) がほぼ解消されている (図表 1)。

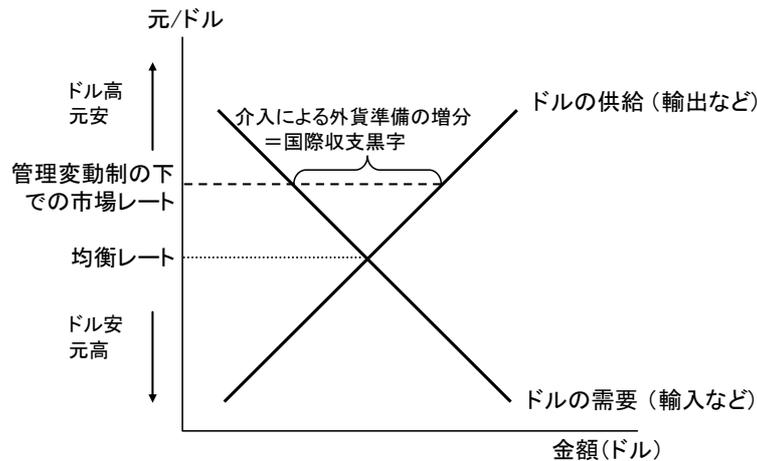
しかし、これを以て「人民元レートがすでに均衡水準に近づいている」と結論付けるには、まだ疑問が残る。まず、本来であれば、為替レートを決定する要因として、経常収支に加え、資本収支も考慮しなければならない。また、「均衡水準」の定義が曖昧であるため、現在の人民元レートと均衡水準の差がなくなってきたかどうかは判断できない。さらに、現在の NDF レートは、人民元レートが市場よりも当局の裁量で決められるという理解の下で形成されている以上、市場の均衡値ではなく政府の政策スタンスへの予想を表しているにすぎない。

Ⅲ、市場の需要と供給に基づく検討

ここでは、「均衡レート」を当局が介入しない完全変動制の下で、市場の需要と供給のみによって決められるレートであると定義し、現在のレートがそれに当たるかどうかを検討する。

完全変動制の下では、為替レートはもっぱら、市場の需要と供給によって決められる (図表 2)。

図表2 市場の需要と供給で決められる均衡レート

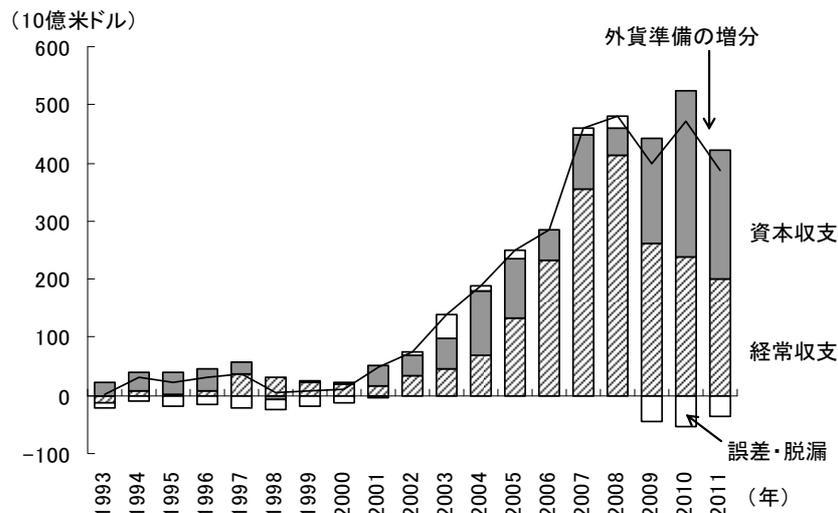


(出所) 野村資本市場研究所作成

外貨であるドルに対する需要は、経常取引としての輸入や資本取引としての資金の流出などによるもので、ドル高とともに減少する（右下がりの需要曲線）。一方、ドルの供給は経常取引としての輸出や資本取引としての資金の流入などによるもので、ドル高とともに拡大する（右上がりの供給曲線）。市場レートは需要と供給が一致する水準で均衡する。また、中央銀行は為替市場に介入しないため、仮に経常収支が黒字であっても、必ずそれと同額の資本収支の赤字に相殺され、外貨準備は増えない。

しかし、現在中国では、管理変動制を採用しており、当局が人民元レートを均衡水準より安いレベルに維持するために市場で過剰となったドルを介入という形で買い上げていることを反映して、経常収支と資本収支を合わせた国際収支が長期にわたって黒字になっており、外貨準備も増え続けてきた（図表3）。特に、2008年9月のリーマン・ショック前後から約2年間にわたって

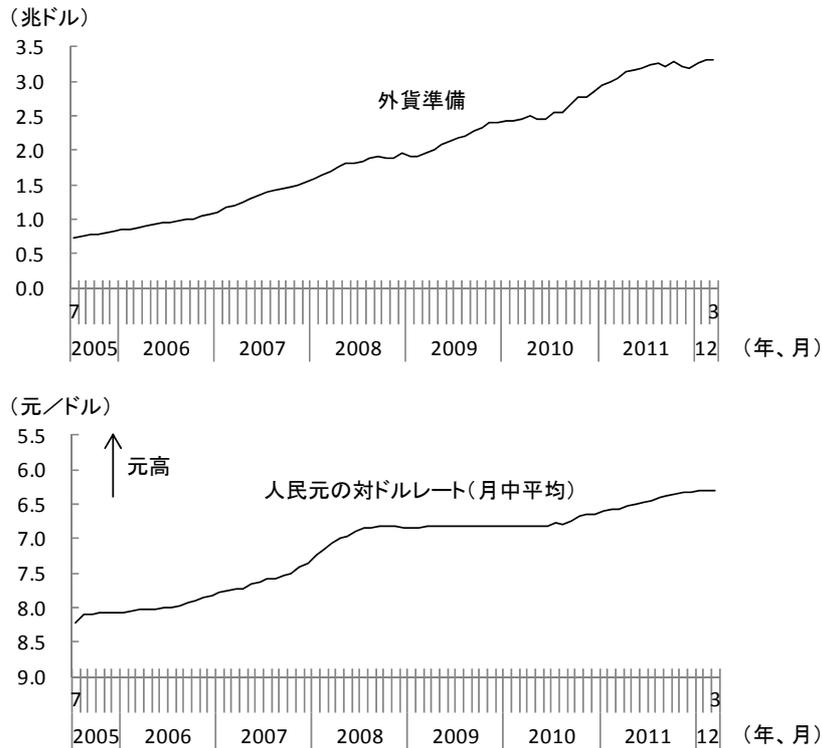
図表3 中国における国際収支黒字の拡大と外貨準備の増加



(注) 外貨準備の増分=経常収支+資本収支+誤差・脱漏

(出所) CEIC データベースより野村資本市場研究所作成

図表4 中国の外貨準備と人民元の対ドルレートの推移



(出所) CEIC データベースより野村資本市場研究所作成

人民元の対ドルレートが安定的に推移していた時期においても、外貨準備が増え続けていたことが示しているように、為替レートの安定はあくまでも当局の市場介入によって維持されたものである(図表4)。しかし、2011年秋以降、中国の外貨準備がそれほど増えていないことから推測して、中国当局は介入を控えており、現在の人民元レートはすでに均衡水準に近付いていると見られる。

IV. 完全変動制へ移行する好機に

2005年7月以降、中国は人民元改革の一環として、固定相場制から変動相場制への移行を模索してきた。この過程において、為替の大幅な切り上げに伴う国際競争力の急激な低下を防ぐために、当局は市場介入を通じて、切り上げのペースを抑えてきた。人民元レートがすでに均衡水準に達したとすれば、当局が市場介入を控えても人民元レートが大幅に上昇する恐れがなくなることから、中国が「完全変動制」へ移行する時機はすでに熟したと言える。実際、2012年4月16日から、当局が決めている人民元レートの毎日の変動幅が従来の上下0.5%から上下1.0%に拡大され、これをきっかけに、人民元の「完全変動制」への移行は加速すると期待されている。

著者紹介

関 志雄 (かんしゆう)

株式会社野村資本市場研究所 シニアフェロー

1957年香港生まれ。香港中文大学卒、1986年東京大学大学院博士課程修了、経済学博士。

香港上海銀行、野村総合研究所、経済産業研究所を経て、2004年4月より現職。

主要著書に『円圏の経済学』（1996年度アジア・太平洋賞）、『円と元から見るアジア通貨危機』、
『日本人のための中国経済再入門』、『人民元切り上げ論争』（関志雄／中国社会科学院世界経済政治研究所編）、『共存共栄の日中経済』、『中国経済革命最終章』、『中国経済のジレンマ』、『中国を動かす経済学者たち』（第3回樫山純三賞）、『チャイナ・アズ・ナンバーワン』などがある。



Chinese Capital Markets Research