

人民元切り下げをどうみるか（2015年10月）

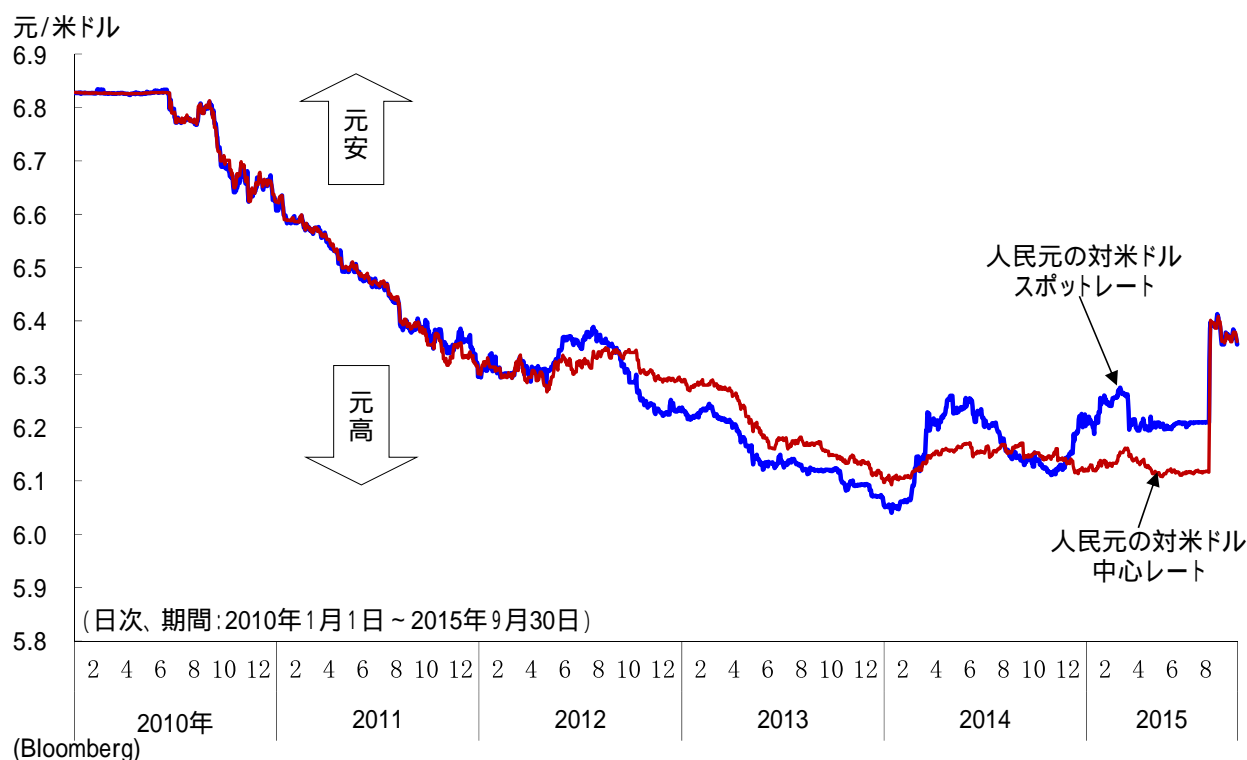
当面は元安圧力がかけやすいが、長い目で見れば再び元高基調となる可能性も

中国人民銀行が約20年ぶりに人民元の切り下げを実施

人民元の対米ドルスポットレートは2015年8月11日から8月13日にかけて大幅に下落した（図表1）。これは、中国人民銀行（中央銀行）が約20年ぶりの大幅な人民元切り下げに踏み切ったためである。すなわち、中国人民銀行は人民元改革の一環として2015年8月11日に人民元の対米ドル中心レート（基準値）の算出方法を変更したうえで、その後の3日間でこの中心レートを4.7%切り下げた。

中国人民銀行の発表資料によると、今回の対米ドル中心レート算出の変更点として、「銀行間外国為替市場（人民元の対米ドルスポットレート）の前日終値を参照すること」、「外国為替の需給状況及び国際主要通貨の為替レート変化を総合的に考慮すること」と明記されている。これらによって、人民元の対米ドル中心レートの形成に市場機能などを一段と導入することが、今回の人民元改革の狙いである。

図表1 人民元の対米ドルスポットレートと中心レート



特別引き出し権（SDR）の構成通貨への採用などが狙い

今回、中国人民銀行が人民元の改革を行って人民元を切り下げた背景には、低迷が続いている輸出を下支えしようとする狙いが挙げられるが、その他にも以下に述べるような二つの

大きな理由があると考えられる。

第一に、国際通貨基金（IMF）の準備資産である特別引き出し権（SDR）の構成通貨への組み入れである。中国政府は人民元の世界的地位向上など国際化を後押しするために、SDRへの人民元採用を強く望んでいる。2015年はこの構成通貨に関する5年に一度の見直しの年であり、年末までにその結果が発表される予定である。こうしたなか、IMFは同年8月4日のSDR見直しに関する報告書で、人民元採用の是非を問う際にはその為替レートの形成方法が問題点であるという指摘をした。この状況下で、中国人民銀行は市場機能の取り入れに伴う人民元の切り下げにより、IMFに人民元の改革を一段と推進する決意を訴えようとする狙いがあったと考えられる。

図表2 中国為替当局による通貨人民元の運営

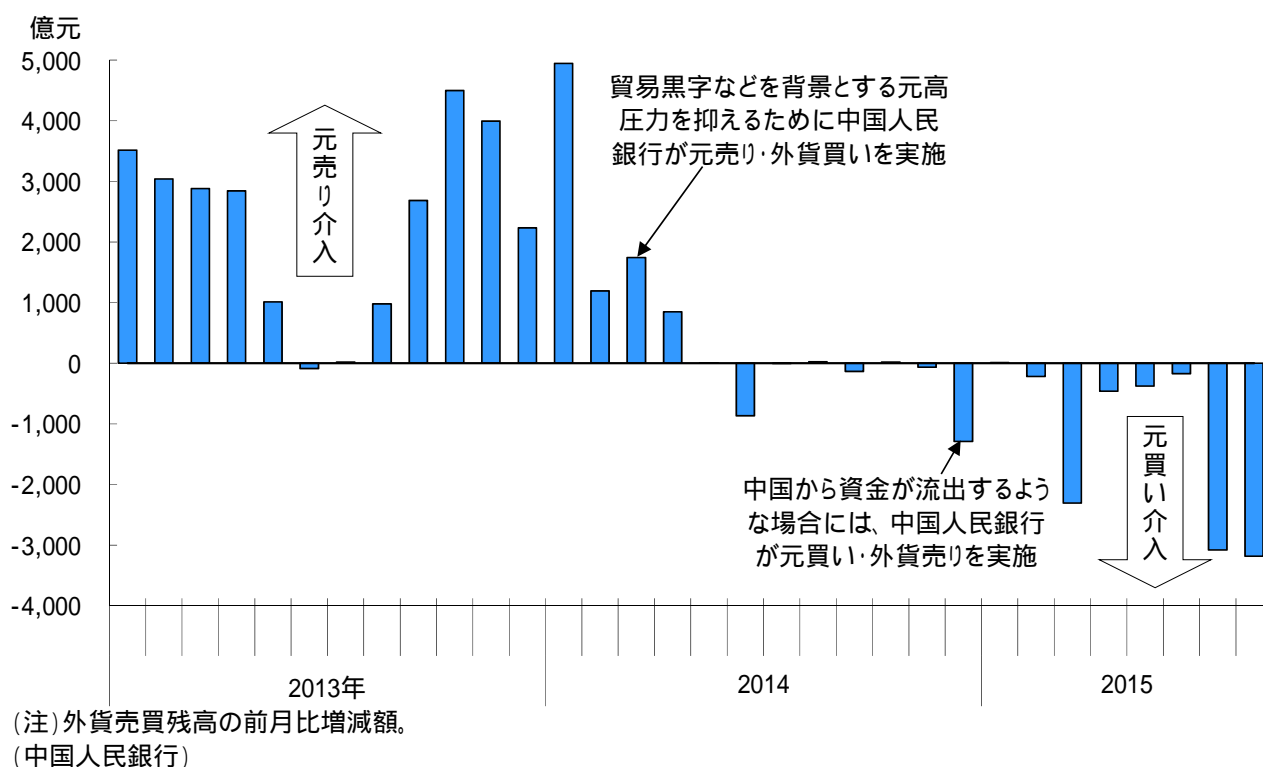
日付	中国為替当局による人民元の運営方法
2005年7月	・管理フロート制・通貨バスケット制への移行 ・人民元を対米ドルで2.1%切り上げ ・対米ドル(1日):中心レートの上下0.3%で変動
2006年1月	・銀行間外国為替市場に相対取引(OTC)を導入
2007年5月	・人民元の対米ドルの変動幅(1日):上下0.3% 上下0.5%
2008年7月	・人民元の対米ドルレートを再び固定に
2010年6月	・管理フロート制の再開
2012年4月	・人民元の対米ドルの変動幅(1日):上下0.5% 上下1.0%
2014年3月	・人民元の対米ドルの変動幅(1日):上下1.0% 上下2.0%
2015年8月	・人民元の対米ドル中心レートの算出方法を変更 ・人民元の対米ドル中心レートの切り下げ(3日間で4.7%)

(中国人民銀行など各種資料より当社作成)

第二に、市場実勢に合わせるための人民元高の是正である。中国政府は人民元の為替レートの形成に市場機能を取り入れる目的で、2005年7月に管理フロート制・通貨バスケット制への移行に踏み切った(図表2)。管理フロート制の下で、中国人民銀行は毎朝、人民元の対米ドルなどの中心レートを算出し、その上下に一日当たりの変動幅(対米ドルで現在2%)を制限する形で、人民元をコントロールしてきた。しかし、この対米ドル中心レートは、外

国為替市場の前日終値などをあまり参照しなかったため、実際には市場の実勢レート（人民元の対米ドルスポットレート）からかい離して推移するケースが頻繁に生じた。特に2014年12月以降、人民元の対米ドルスポットレートが常に中心レートの上限近辺で推移するなどかい離が顕著となった。このことは市場の元安・米ドル高圧力が強いことを示している。これは、中国の景気減速懸念のほか、中国人民銀行による金融緩和策の実施や米連邦準備理事会（FRB）による利上げ観測などが影響したためである。中国人民銀行は2015年7月から8月にかけて大規模な元買い・米ドル売り介入を実施し、資金流出のけん制を図った（図表3）。こうしたなかで、中国人民銀行はついに人民币切り下げに踏み切ったわけである。

図表3 中国人民銀行の外貨売買額の推移

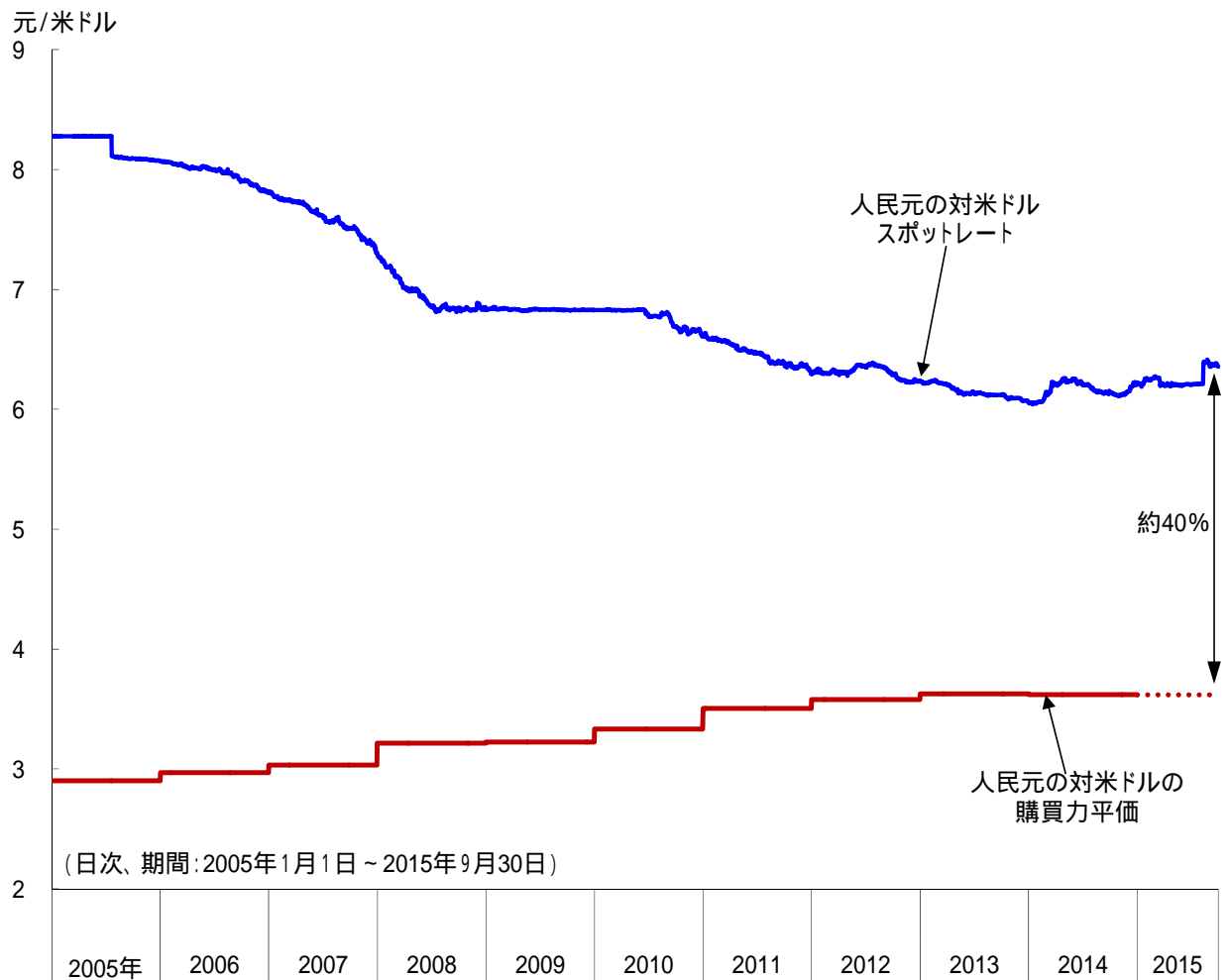


長い目で見れば、人民元が再び上昇する可能性も

中国経済の成長が今後も緩やかに鈍化すると見込まれることや、FRBが利上げを模索していることなどを踏まえると、しばらくは元安・米ドル高圧力がかけやすい展開になろう。

その一方で、長期の為替レートの動きを説明するのに適している購買力平価（PPP）からみると、現在の人民元の水準は依然として中国経済の実力に比べて低すぎると考えられる。例えば、IMFの2015年4月版の「World Economic Outlook Database」に基づいて計算すると、人民元は2014年の購買力平価から足元で約43.1%過小評価されているという結果が得られる（図表4）。また、英エコノミスト誌が発表した2015年7月時点のビッグマック指数からみても、人民元は42.8%の過小評価となっている。こうした点を踏まえれば、将来的に人民元が再び購買力平価に向かって上昇基調で推移する可能性も十分にあると見込まれる。

図表4 人民元の対米ドルスポットレートと購買力平価



(注) 人民元の対米ドルの購買力平価は、IMF発表の名目GDPと購買力平価換算GDPなどにより当社が試算したもの。
(Bloomberg、IMF、中国国家統計局)

担当：調査部 白 鳳翔

TEL：045-225-2375

E-mail: haku@yokohama-ri.co.jp

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。