



2016 年 2 月 18 日

2016 年初頭の香港での人民元相場混乱から見る中国当局の政策意図

公益財団法人 国際通貨研究所
開発経済調査部 上席研究員 梅原直樹

年初からの世界の株価下落の中、香港の為替市場では大きな混乱が生じており、そこには中国当局の政策意図が垣間見られる。

1 月の香港為替市場で発生した混乱

昨年秋以降、オフショア市場で人民元安圧力が高まっていた。CNY と CNH との乖離幅も拡大し、年明け 1 月 6 日には 2.2% にまで拡大した (図表 1)。香港の市場参加者は、年明け以降、すぐに当局の為替介入があると予想したが、週半ばになっても当局は動きを見せない。他方、本土で発表される「中間値」は CNH 安を追認するかのように動き、市場関係者は当局の考えが読めなくなった。そして、投機筋に引き込まれる形で人民元安をやむを得ず容認すると見せ、実は輸出企業の支援を図るのではとの、半年前に流れた憶測が市場を巡り、投資家は戦々恐々となった。

しかし、1 月 11 日、当局は香港において強力な人民元買い介入を実施しこれらは一時的な杞憂に終わった。CNH は急騰し短期金融市場では人民元が蒸発した。人民元安に賭けた投機筋の人民元調達に困難に陥り、撤収を余儀なくされた。これ以降、CNH と CNY の乖離幅も縮小した (図表 1)。

中国当局が発したメッセージ

香港での市場介入の翌日、中国人民銀行首席エコノミストの馬駿氏は質疑応答の形式で文書を発表¹、人民元相場はドルとの関係より、通貨バスケットとの関係に着目すべきとの考えを示した。さらにその 3 日後には李克強首相が、中国政府は通貨切下げ競争により輸出を刺激する考えはなく、人民元相場が持続的に下落するファンダメンタルズは存在せず、政府は人民元為替相場を合理的均衡水準で安定させる能力があるとのメッセージを発した²。これらは当局の立場を繰り返したただけであったが、人民元相場切り下げの意図はなく、投機筋の攻撃には断固として立ち向かうとの意思を示すものとなっ

¹ 馬駿「人民元為替相場形成メカニズムは更にバスケット通貨を参考にする」は中国人民銀行 HP に掲載および新華社経由で配信された。

<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3003537/index.html>

² 1 月 15 日、李首相が欧州復興開発銀行 (EBRD) 総裁と会談した際の李首相発言として報道されている。
http://www.gov.cn/guowuyuan/2016-01/15/content_5033266.htm

た。そして、春節休暇明けの初日、2月14日には中国人民銀行のHPに周小川総裁の丁寧なインタビュー記事が掲載されたが³、そこでは投機筋のことにも触れられていた。1997年のアジア通貨危機を思い出させる一国通貨への攻撃が発生したことや、その矛先が人民元に向けられたことに中国政府が衝撃を受けていたことが見て取れる。

中国当局は何を考えているのか

中国当局は昨年来、人民元をSDR構成通貨に相応しいものに脱皮させるべく、実直に改革を進めてきた。昨年8月11日の為替中間値切り下げも、12月11日のCFETS人民元指数の発表開始も、全てその文脈の中で捉えることが可能である。中国の通貨当局がなぜ今更10年前に導入した「通貨バスケットを参考にした」為替相場管理に立ち戻ろうとしているかは、おそらく中国当局がIMFから完全な変動相場制への移行を求められた際に、リスク回避と激変緩和の必要性から中国側が提案した妥協案だと見られる。

まずは「通貨バスケット」に対する人民元の安定性を確保し、次に人民元とドルがランダムに変動するというこれまでと異なる相場環境を作り出して、その新パラダイムに国内外の人々を慣れさせた上で、変動相場制への移行を進めるとの3段階式でIMFを説得して同意を得たのではないかと推察する。

その観点から今年1月第1週に香港市場で生じた混乱を振り返ると、当局は既に昨年12月に通貨バスケットとの安定性をより重視することをCFETS経由で表明済みであり、したがって、それをうまく消化できなかった市場側にも責任があるということになるのだろう。やや乱暴な話のような気もするが、一応、筋は通っている。

1月11日に香港において投機筋と対峙したことについては、中国当局は事前に綿密な作戦を立てていた可能性が考えられる。まずは投機筋の行動パターンを調べ上げ、どの経路を抑え、どのタイミングで踏み込めば退路を断てるかをシミュレーションしたうえで実行に移したものと推察される。もちろん香港金融管理局(HKMA)とも事前によく打ち合わせを行っていたことも間違いあるまい。

今後の為替改革と資本取引の自由化

中国はおそらく遠くない将来に変動相場制への移行を考えている。ただし足許は、CFETS人民元指数等に対する人民元の安定確保に集中することになるだろう。1月は多少の混乱はあったものの何とか「安定」を作り出した(図表2)。今後しばらくは各国通貨に対する日中変動幅の拡大や、通貨バスケットに対して安定的に人民元を変動させる仕組み作りを進めることになるのだろう。

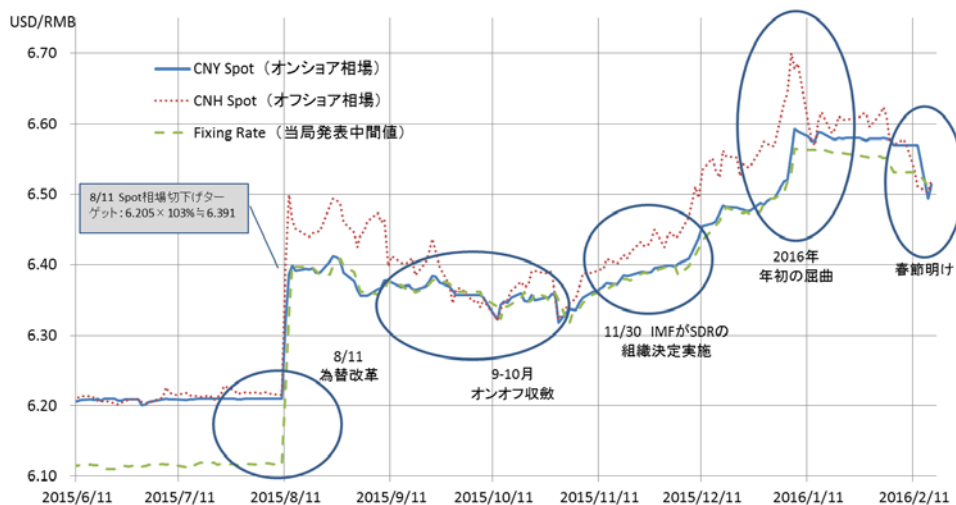
今年の10月1日には、人民元はSDRの構成通貨の一つとして正式な運営が開始される。その後の失敗は許されない。中国は今年の夏までは金融改革の手綱を緩めず進めることが予想されるが、その際は為替の改革と国内金融市場改革が優先され、資本取引の自由化改革は、リスクに配慮しつつ多少速度を緩慢にする調整はあり得るかも知れない。

以上

³ “Transcript of Governor Zhou Xiaochuan’s Exclusive Interview with Caixin Weekly”
<http://www.pbc.gov.cn/english/130721/3017134/index.html>

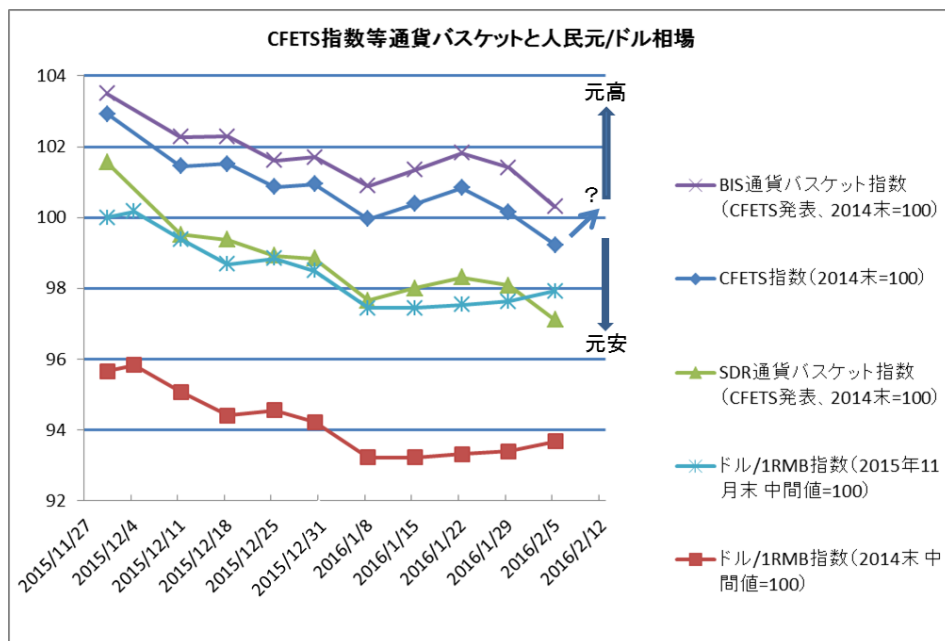
図表 1

ドル／人民元相場の推移（オン・オフショア相場と中間値）



(出所: Reuters Datastream)

図表 2



(出所: CFETS、Reuters Datastream、IIMA)

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、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、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、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おります。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。