



2017年1月25日

中国の「為替操作国認定」を巡る2つのねじれ

公益財団法人 国際通貨研究所
 経済調査部 上席研究員 武田 紀久子

<見送られた“就任初日の操作国認定”>

通商保護主義をいよいよ先鋭化させているトランプ政権が、先ず手始めに行うであろう政策発動の一つとして、「中国の為替操作国認定」が大きな関心を集めている。同大統領が選挙期間中に繰り返してきた“就任初日の認定”については、今月13日の米紙とのインタビューで見送り方針が示されたが、トランプ氏は同じインタビューで「中国は人民元を安値誘導している」「ドル高が行き過ぎ、米企業が勝てなくなっている」等と明言。更に、財務長官に就任する予定のムニューチン氏も19日の上院指名公聴会等で「中国を為替操作国に認定する可能性がある」と述べている。次回4月の「米財務省・主要貿易相手国の為替政策報告（以下「為替報告」）」発表等のタイミングで、トランプ政権が中国を操作国に認定する確率は相当に高い、と見ておく必要はあろう。

<トランプ乱気流へ突入する人民元>

為替操作国として認定されることは、即ち、米新政権の通商保護主義政策の標的に正式にまつり上げられることであり、となれば市場での初期反応としては、やはり元高圧力の高まりが予想される。しかしその一方で、米中の経済ファンダメンタルズや金融政策運営等に照らせば、元高がそのまま定着するとも考えにくい。そもそも、市場のコンセンサスは「中国当局は目下、急激な資本流出等を伴わない形での、緩やかな元安を志向している」であり、実際、その蓋然性は高い、と思われる。暫くは米中双方の政策スタンスに対する思惑が錯綜し、人民元相場の動きは極めて神経質なものとなるだろう。加えて、以下で述べる通り、中国の操作国認定問題は「2つのねじれ」に直面しており、事態を一層複雑にしている。

<米財務省の「操作国」基準に1つしか抵触していない中国>

ねじれの1つは、そもそも中国は現在、米財務省が設定する「為替操作国」の数値基準に達していない、という点である。米財務省が議会宛てに半期毎に提出する「為替報告」については、昨年4月発表分から操作国を判定するための3つの数値基準が設定された。図表1で示す通り、具体的には①対米貿易黒字額（200億ドル以上）、②経常収支黒字（対GDP比3%超）、③為替介入（ネット外貨購入が対GDP比2%以上）の3項目であり、このうち2項目に抵触すると「監視リスト入り」、3項目全てに抵触すると「操作国認定」となる。

(図表 1) 米財務省「半期為替報告書」による為替監視国リスト

3つの評価軸	①対米貿易収支	②経常収支	③為替介入
要件	対米貿易黒字 200億ドル以上	経常黒字 対GDP比で3%超	為替介入による 外貨買いが対GDP比 年間2%超
中国	3,561	2.4%	-5.1%
ドイツ	711	9.1%	-
日本	676	3.7%	0.0%
メキシコ	626	-2.9%	-2.2%
韓国	302	7.9%	-1.8%
イタリア	283	2.3%	-
インド	240	-0.8%	0.3%
フランス	180	-0.5%	-
台湾	136	14.8%	2.5%
スイス	129	10.0%	9.1%
カナダ	112	-3.4%	0.0%
英国	-3	-5.7%	0.0%

米財務省 “Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States”
Oct 14, 2016より、国際通貨研究所作成

* 赤色の数字が基準に抵触
* * 緑色枠の6か国が「監視リスト」入り

ところが中国は、経常収支の不均衡が大幅に是正されたばかりか、周知の通り、大規模な自国通貨買いの市場介入を行っており、結果として、このうちの1項目にしか抵触していない。オバマ政権時代に制定されたものではあるが、このクライテリアに準じる限り、中国を即座に操作国認定することはトランプ大統領といえども差し控えたのかもしれない。あくまで憶測ではあるが、公言してきた「就任初日の認定」が見送られた技術的背景はこの点にあり、早晚、基準変更等の何らかの措置が講じられ、認定に向け米新政権側の準備が整えられることになるだろう。

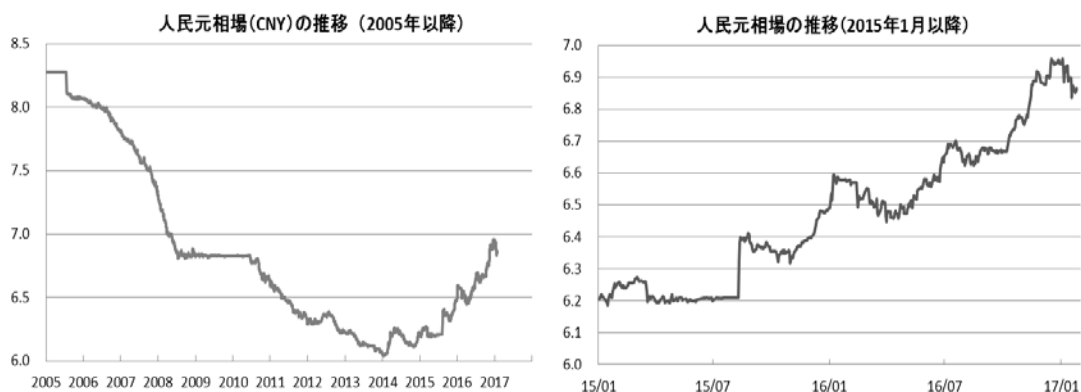
また、そもそも中国は、昨年10月時点で対米貿易黒字額の1項目しか抵触していないにも拘わらず、「監視国リスト」入りしており、このこと自体、操作国認定に際しての最重要ポイントがやはり対米貿易黒字の絶対額にあることを物語っている。対米貿易黒字=2国間の貿易不均衡が一番の課題であるならば、必ずしも通貨調整という価格チャネルでその是正を目指すのではなく、関税措置の強化など、制度チャネルでの数量調整が実行される可能性も相応に高そうである。

<2016年の人民元は過去最大級の下落率となったが、現在は反転・上昇中>

もう1つのねじれは、「人民元は安過ぎる」というトランプ大統領の認識の一方で、中国当局は元安抑制の為に「大規模な元買い介入や資本規制を既に実施=元は上昇している」という現実とのねじれである。

そもそもとして、人民元が過小評価されているという現状認識、及び、先安観がかくも強い背景は、2015年8月の切り下げショックにある。2005年7月の歴史的な人民元切り上げ措置の発表以降、長年続いてきた人民元の上昇トレンドに対し、当局の政策判断で明確に終止符が打たれたショックは甚大であり、その後の市場では人民元安・資本流出が急加速することとなった。元安は昨年中も続き、年間下落率は対ドルで約6.5%と、下落率では1994年以降で最大、水準的には2008年5月以来となる元安水準へ到達している。

(図表 2) 人民元の対ドル相場 (CNY)



出所：トムソン・ロイター

トランプ流の判断では、中長期的に人民元は中国当局の意向で大幅な割安水準に誘導されてきた、ということになるのだろう。しかし、中国当局は人民元の下落を抑制するために、外貨準備がピーク時の約4兆ドルから昨年11月には3兆516億ドルへ急減するほどの大規模な元買い介入を行っている。年初以降もこれを継続している上に、資本規制の更なる強化も加わって、今月の人民元相場は一旦、大きく反発・上昇している（図表2ご参照）。

IMFは一昨年の報告で、中国が維持すべき外貨準備の最小水準の目途値を2兆8000億ドルと試算している。これを前提とすれば、大規模な介入も徐々に限界になるだろう。この事態をいわゆる「国際金融のトリレンマ」で整理すれば、「為替相場の安定」と「独立した金融政策」を維持するために、やはり、「自由な資本移動」を犠牲にせざるを得ないという判断に傾くことになる。外貨購入の制限、外国送金の届け出金額の引き下げ等が既の実施されているが、暫くは各種資本規制強化を通じた相場安定が志向されることなるだろう。

<反自由貿易 vs 反市場主義？>

想定し得なかったマグニチュードで米国が反自由貿易へ傾斜する事態の下、その標的にされた中国では、言わば反市場主義の資本規制の強化に動かざるを得なくなっている。もっとも筆者は、現時点で一旦元安進行にブレーキがかかることは、中国にとって、国内物価の上昇圧力緩和、ドル建て債務の負担軽減、そして、国際通貨化プロセスでの通貨の信認維持の観点等から、そう悪いことでもない、と考えている。

以上

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、すべて御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。