



2015年9月25日

中国の為替相場中間値改革が引き起こした世界市場の混乱と SDR を巡る交渉

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

中国人民銀行（PBOC）は8月11日、人民元切下げを伴う為替相場の中間値に関する改革を発表し、HP上でその目的について丁寧に説明を行った。しかし、海外市場およびメディアは突然の、想定外の人民元切り下げに強いショックを受けた。オフショア人民元市場では人民元がどこまで元安に向かうか見通しが立たず、中国経済急減速懸念、資本流出問題、統計問題が話題になり、中国経済が悪材料として市場に蔓延することとなった。人民元の再切下げ観測は強まり、香港オフショア市場において人民元（CNH）の相場は8月12日の終値ベースで中国本土の相場（CHY）に比べ約1.8%の元安レベルを付け、将来の中国本土における人民元安を織り込む展開となった（図表1）。

このような市場の混乱を受けてPBOC副総裁は8月13日、急遽メディア向け説明会を実施し、人民元の切り下げ目標の3%は既に達成されたと表明し、10%の切り下げ説を荒唐無稽と退けた。これを以って市場には安堵感が広がったが、2日間で膨らんだ中国経済失速懸念と人民元安期待、更に中国本土とオフショア市場間に生じた歪みの解消は、8月24日の中国発世界連鎖株安まで待たねばならなかった。PBOCはその後も8月末には対顧客先物為替の取引に関して証拠金を積ませる新規制を導入し、9月に入ってからオフショア市場でのドル売り人民元買い介入を実施するなどして内外市場での人民元相場の安定化を図っている。

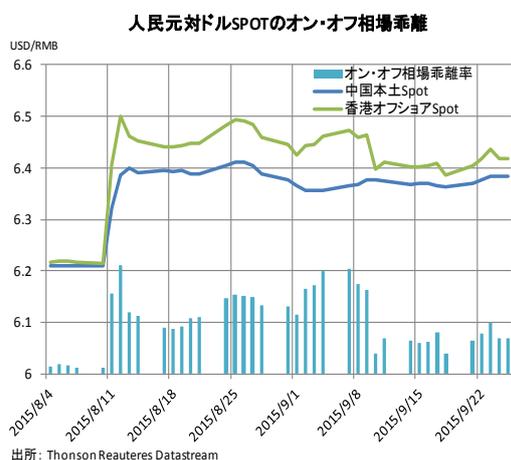
8月の中間値改革はこのように市場に大きな混乱をもたらす結果となったが、この改革の背景には中国政府が国際通貨基金（IMF）との間で特別引出権（SDR）の構成通貨に人民元を加えるべく、5年に1度の交渉を行っていたことがあり、それに関して当局がやや神経質になっていた事情がある。中国はリーマンショック以来、人民元のSDR構成通貨入りを希望している。今年これに成功すれば2009年より本格化してきた人民元の国際化施策にマイルストーンを打ち立てることができ、中国の国際的地位向上にも繋がる。このSDR問題を巡って本年3月、IMFのラガルド専務理事と中国の李克強国务院総理が北京で会談し意見交換を行っている。この時点でIMF内部における判断基準は人民元が“Freely Usable”な通貨かどうか収斂されており、結局、中国の為替相場制度、資本取引規制、金利自由化の改革の進捗度合いに関する評価をどう下すかが問題となっている。

図表 2 の対ドル人民元相場の推移を見ると、3 月にラガルド専務理事が訪中する直前に人民元が 1 ドル 6.2 元近辺で固定（ペッグ）されたことが見て取れる。PBOC はこの背景や理由を説明していないため実態は不明だが、為替相場誘導目標の変更に関して党・政府が高いレベルで政策判断を下したことは間違いない。中国官製メディアもこの頃から人民元相場の安定の重要性を強調し始めている。しかしこの暫定米ドルペッグ運営は 8 月に転機を迎える。きっかけはやはり IMF であった。IMF は 8 月に 4 条協議の報告書を発表しており、その中で中国が 2-3 年以内に完全な変動相場制に移行することをはっきり要請した。3 月以来、中国政府は人民元を米ドルとペッグさせることを以て相場の安定を確保できたと考えたようだが、IMF は根本のところでこれを否定した。

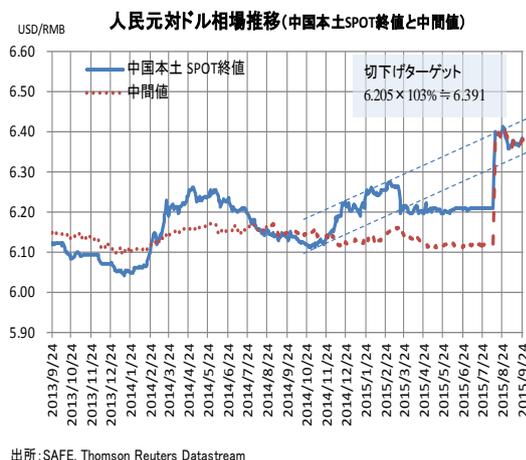
この文脈で見れば 8 月 11 日の為替相場の中間値改革は「人民元の大幅切下げ」と騒がれたものの、中国当局にとっては、中間値の相場誘導目標の役割を薄めるテクニカルな改革と合わせて、3 月以来実施してきたドル売り人民元買い介入を伴う人民元安定化策たる暫定ドルペッグ運用から「静かに」退出し、自由に変動する人民元の為替相場制度へと移行する用意があることを IMF に示すことがその狙いであったということになる。

中国政府が 7 月に国内株式市場に対して行った強引な株価下支え策は海外において不評であり、さらに 8 月に行った為替制度改革も中国当局の意図とは異なる経路をたどって世界の市場を大きく揺るがす事態となった。IMF は中国の市場化改革を支援する重要な役割を果たし、中国もその助言を極力採り入れているものの、IMF 加盟国による 11 月の SDR に関する機関決定がどのような結論を導き出すかは予断を許さない。

図表 1



図表 2



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います。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。