



2019年8月20日

米中「通貨戦争」アップデート(1): 中国は為替操作国か？

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 主任研究員 武田 紀久子

2019年8月5日、中国当局は、対ドルの人民元相場が1ドル=7元台の大台へ下落することを容認した。これを受け、米財務省は同日、中国を「為替操作国」に認定したと発表している。米国が主要貿易相手国を為替操作国として正式に認定するのは、1994年7月以来実に四半世紀ぶりのこと¹。米中「貿易戦争」がこうして明示的に「通貨戦争」へエスカレートした8月初旬以降、金融市場では、株安、そして、債券高（金利大幅低下）のリスク回避行動がグローバルに連鎖・拡散し、緊張感の高い状況が続いている。

＜「7元の大台乗せ」を巡る中国の事情＞

もとより人民元の対ドル相場は2018年春を起点に下落基調へ転じており、その背景には、①デレバレッジ政策の副作用としての景気減速懸念、②景気減速への対処として実施された金融緩和措置、そして、③折からの資本流出懸念など、複数の通貨安要因があった。今年5月以降は、これらに米中貿易摩擦の混迷化・深刻化が加わり、小康を得ていた元売りの勢いが改めて加速。6月中旬にかけては6.90元を超える水準へ弱含んでいる。こうした状況のなか、中国当局は7月末まで、毎朝発表する人民元の基準値を元高寄りに設定するなどし、元安進行を阻止するシグナルを市場に送っていた。

8月に入り、元安進行が再加速したきっかけは、他でもない、トランプ大統領が8月1日に第4弾となる対中追加関税引き上げ方針を発表したことにある。中国当局にしてみれば、いわば米国に起因する通商環境悪化とそれに伴い市場力学で進む元安に対し、ドル売り介入を実施してまで、断固阻止する義理や義務はない。IMFが今月発表した中国に関する年次報告書²でも「中国当局による為替介入は殆ど見られていない」とされており、また実施したにしても近年のそれは、通貨「安」ではなく、通貨「高」を促すドル売り元買い介入であり、元安進行が一定のペースを維持できるよう企図してのものであった。他方、ドル売り介入を行う場面では、外貨準備残高が概ね3兆ドル程度を維持できるよう、慎重な運営を行っており、その意味では現在も元安抑制のための介入を実施する余力が十分とは言えない状況にある³。更に、そもそも人民元相場を市場力学に

¹ その当ても為替操作国に認定されたのは中国であった。

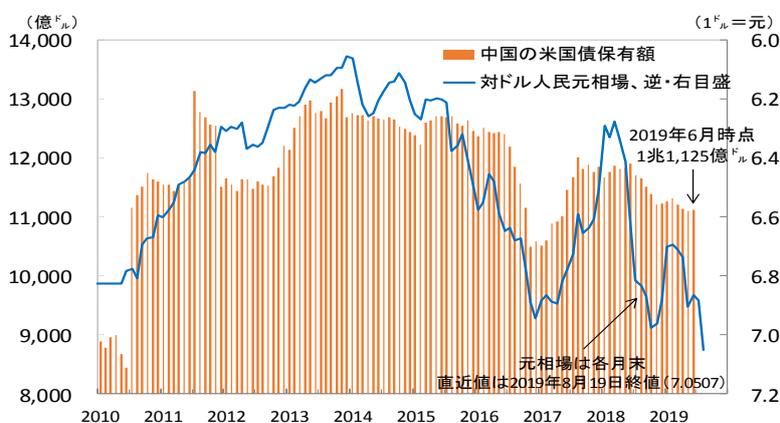
² いわゆる「IMF4条協議」報告書。今年7月末時点で纏められ、翌8月9日に発表された。

³ PBOC（中国人民銀行）によれば、2019年7月末時点の外貨準備残高は3兆1,036億ドルと前月比155億ドルの減少となった。前月比での減少は4月以来3カ月ぶり。日本経済新聞を始めとする各種報道等によれば

委ね柔軟に推移させることは、IMFを始めとする国際金融当局が、中国に対し再三要請してきたことでもある。

しかしその一方で、米中貿易摩擦がエスカレートする中での元安は、対中関税引き上げによる中国の輸出競争力低下をある程度相殺するなど、中国にとってプラス効果が期待できる方策であることも事実である。また7元の大台突破は、2008年5月以来、実に11年ぶりの元安ドル高水準である上、市場参加者が長らく防衛ラインとして認識し、既述の通り、実際に中国当局も保守してきた心理的に重要な節目の水準でもあった。PBOCの易綱総裁は8月5日、「中国は責任ある大国として競争力を意識した通貨の切り下げはしないし、為替相場を外部の騒動に対応する道具に使わない」と談話を発表しているが、中国当局は8日以降、基準値を7元台に引き上げて運営しており、理由付けはともあれ、“緩やかな”元安を志向していることは明白と言える。

<図1 対ドル人民元相場（CNY）と中国の米国債保有>



(出所 米財務省「国際資本収支統計」、Bloomberg)

<「操作国認定」を巡る米国の真意>

こうした中国当局の諸対応をトランプ流に受け止めれば、それは対中関税引き上げ措置に対する意趣返しとしての「為替操作」であり、認定は当然ということになるのだろう。ムニューシン財務長官は中国の操作国認定を発表した8月5日の声明で「中国はここ数日、通貨切り下げのための具体的な措置を取った」と指摘。「中国の通貨切り下げの目的は、国際貿易で不公正な競争優位を得るためだ」と断じている。

米国側から見た、法的な意味での「為替操作国」の定義は、次の2つの法令から確認される。

1つは2015年に成立した「貿易円滑化・貿易強化法（以下『2015年法』）」であり、拙稿（[「米財務省『為替報告（2019年5月）』の読後感」](#)）でもレビューした通り、「2015年法」で規定される操作国認定の3つの数値基準⁴に照らすると、中国はこれらのうち1

「人民元の急落を防ぐために、人民銀が断続的に元買い・ドル売り介入を実施した可能性がある」（日経）。因みにPBOCは為替介入の実態を公表しておらず、透明性向上は国際化推進上、一つの課題となっている。

⁴ 「2015年法」で現在適用されている3つの基準値は次の通り：①対米貿易黒字が年200億ドル以上、②

項目にしか抵触しておらず、今年5月の時点では認定が見送られている。もう1つは1988年に成立した「包括貿易・競争力法（以下『1988年法』）」であり、ここでの定義は「効果的な国際収支の調整を阻害するような行動」や「不公正な手段で国際貿易上の競争優位を得ること」を実施する国とされている。今回の操作国認定について、上述の米財務省声明に鑑みると、「1988年法」に則った定性的な判断であることがうかがえる。

さて、中国を「為替操作国」に認定した今、次のステップとして一体どのような展開が想定されるだろうか？実は認定に伴い自動的に発生する手続きとして、「1988年法」では、是正に向けた「相手国との交渉開始」が義務付けられているに過ぎない。今回ムニューシン財務長官が声明で「IMFと共に取り組む」と同基金を巻き込もうとしたのも、この先具体的な報復措置の形を描き難いという事情があつてのことかも知れない。もっともIMFは上述「対中・年次報告」で、人民元に関して「2018年は中期的なファンダメンタルズに概ね沿った水準で推移した」と評価しており、IMFを見方に付ける形で、即座に対中圧力を強めることは難しいだろう。

これらも踏まえ類推すると、トランプ政権は「操作国認定」そのものを目的としているのではなく、これを根拠に、米商務省／通商代表部等が、中国に対し更に厳しい関税を課す体制を整備している可能性が考えられる。米商務省は今年5月、自国通貨安を通じて「貿易補助金」を得ていると見做される国に対し、相殺関税を賦課することを容認する規則案を連邦広報で公表し、パブリック・コメントを募集するなどしている。仮にこの規則が適用されることになれば、操作国認定後に米国が進める諸対応を主導するのは、必ずしも財務省ではなく、商務省／通商代表部等になる。彼らが積極的に関与する形で、更なる関税引き上げ等が検討・実施されていく事態もあり得るだろう。

<想定外が常態化するトランプ政権：次の一手は？>

中国当局は大規模化した2015-16年型の資本流出に対する警戒と、それを抑制する手段に制約がある自らの懐事情を十分認識しており、費用対効果に照らして、現時点で大幅な元安を誘導・容認するとは考えにくい。一方、「通貨戦争」はあくまで手段であつて目的ではない（と認識していると推測される）トランプ政権の現行スタンスに踏まえれば、人民元相場が7.05元前後の現行水準に留まる限り、通貨を手段とする報復合戦をこのまま一気にエスカレートさせる可能性は高くないように思われる。

しかし、こうしたコンセンサスの見立てを裏切るのがトランプ流である。各種報道等で周知の通り、6月半ば以降、米国市場では「米国当局がドル売りの為替介入を行う」可能性が取り沙汰されている。「想定外」が常態化し、市場に様々なサプライズを与えてきたトランプ政権下では、先進国では禁じ手となつて久しい「通商の具としての為替介入」の可能性すら、完全には排除できない。次号では、改めて、この為替介入を巡る論点整理を行いたい。

以上

経常黒字がGDP比で2%以上、③為替介入による外貨購入が1年で6カ月以上かつGDPの2%以上。原則2つに該当すれば「監視リスト」に指定され、3つすべてに当てはまれば、「為替操作国」に指定することがある、とされる。

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。