

中国人民幣元の為替制度改革について

国際局為替市場課課長補佐 花尻 卓

本年7月21日、中国・人民銀行は、人民幣元について、より柔軟な為替制度への移行を発表した。本稿においては、今回の措置の概要及び今後の展望についてとりまとめるを試みた。なお、評価や意見、今後の展望等に関する記述は、筆者の個人的見解である。

1. 措置の概要

(1) 7月21日（木）、人民銀行は、概要、以下の公式声明を発表した。これにより、中国の為替制度は、従来の事実上の米ドルへのペッグ（連動）制から離脱、「通貨バスケットを参照しつつ市場の需給に基づく管理変動相場制」へと移行することになった。

[7月21日の声明の概要]

- 2005年7月21日より、中国は、通貨バスケットを参照しつつ市場の需給に基づく管理変動相場制に移行することにより、為替レート制度を改革。
- 人民幣元は、米ドルへのペッグ制ではなくなる。
- 人民銀行は、各営業日における取引終了後、インターバンク市場における人民幣元の対米ドル終値等の外貨取引の終値を発表。それを翌営業日の人民幣元取引の中心レートとして設定（注1）。

- 当初の人民幣元の対米ドル取引の中心レートは、7月21日午後7時時点で、1ドル＝8.11元に調整（注2）。
- インターバンク市場における人民幣元の対米ドルの日々の取引レートについては、人民銀行の発表する当該日の中心レートから±0.3%の幅で変動することを引き続き許容（注3）。
- 人民幣元の対非米ドル通貨の日々の取引レートについては、中心レートから±1.5%の幅の中で変動することを許容。
- 人民銀行は、経済・金融の状況や市場動向を見ながら、必要に応じ、人民幣元取引レートの変動幅を調整。

(注1) 後述するように、バスケットの構成通貨について、人民銀行は11通貨が含まれている旨を公表しているが、人民幣元取引レートについては、米ドル、ユーロ、円、香港ドルの4通貨に対してのみ、各営業日の終値（＝翌営業日の中心レ

ト)が公表されている。

(注2) これは、従来の1ドル=約8.28元の水準から約2%の切上げとなる。

(注3) 人民元には、公定レートと市場レートが併存していた時期があったが、1994年に、割高であった公定レートを市場レートに揃える形で為替レートを統一するとともに、管理変動相場制へ移行した。以降、人民元の対米ドルの日々の取引レートについては、人民銀行の発表する当該日の中心レートから±0.3%の幅で変動することとされていたが、1996年頃からは、米ドルに対し1ドル=約8.28元の水準で事実上ペッグされていた。

なお、中国の発表を受け、同日夜、マレーシアの中央銀行も、通貨リングgitについて、従来の米ドルへの固定レートから、「管理変動相場制」に移行する旨を表明した。

(注) 同日公表されたマレーシア中銀のプレスリリースにおいて、新制度は、「経済ファンダメンタルズ」によって価値が決定される管理変動相場制」であり、同中銀は「リングgitの為替レートが適正な値となるよう、通貨バスケットに対するレートを監視していく」とされている。なお、バスケットの構成通貨等の詳細については明らかにされていない。

(2) その後、7月26日(火)、人民銀行は、追加的に「スポークスマンによる公式声明」を発表した。その中で、今回の為替制度改革に関し、概要以下の3点を強調するとともに、外国メディアの報道に関し、「誤解を生ぜしめた」「正しい理解を促すため、この公式声明を発表する」「責任ある態度で、改革の本

質を正しく理解し、客観的な報道を行うことを望む」といった異例の形での言及があった。

[7月26日の声明の概要]

- ・ 相場水準の2%調整(切上げ)は、人民元の為替相場形成メカニズムの改革の初期段階の調整。最初が2%で、更なる調整が続くという意味ではない。
- ・ 2%の再評価(切上げ)は、為替相場の妥当な均衡水準を基に算出(中国の貿易黒字の水準、構造調整の必要性により決定。その際、国内企業の対応能力も考慮)。
- ・ 漸進主義が改革の重要な原則(相場水準の調整ではなく、人民元相場形成メカニズム改革における漸進主義)。

(3) さらに、8月10日(水)には、人民銀行の周小川総裁が、人民銀行上海本部の発足式典において講演した際、中国の為替レート制度改革に言及、主に通貨バスケットに関し、概要以下の内容を明らかにした。

[8月10日の講演の概要]

- ・ 新しい為替制度において、人民元の為替レートは、中国の対外関係の現状に沿って、一定の主要通貨のウェイトによるバスケットに基づき、決定される。
- ・ 人民元の為替レートを順応可能で均衡的な水準で基本的に安定させるため、通貨バスケットの変化を考慮しつつ、市場の需給に基づき人民元の為替レートを運営・調整

する適切な措置が採られる。

- 通貨バスケットは、中国が外国貿易、対外債務（利払い）、対内直接投資（配当）において重大な影響を受けている国の通貨で構成、通貨のウェイトはこれらの国々の重要性に比例的。
- バスケット通貨及びそのウェイトの選定にあたり、財・サービスの貿易のシェアを、根本的なものとして考慮。対外債務、対内直接投資、経常移転（他の項目ほどの重要性はない）の通貨構成も考慮。
- 中国の主要貿易相手国の通貨、米ドル、ユーロ、日本円、韓国ウォンは、当然、主要なバスケット通貨。シンガポール、英国、マレーシア、ロシア、オーストラリア、タイ、及びカナダの通貨も、人民元の為替レート決定にあたり重要。
- 一般的に、通貨ウェイトの検討にあたり、年間の二国間の貿易量が100億ドルを超えれば無視し得ず、50億ドルを超える水準でも重要な要素
- 貿易決済通貨として、米ドルでなく、域内の通貨が徐々に用いられるような状況が増加。バスケットは中国と外国との貿易において重大なシェアをカバーする国々の通貨によってなるもので、通貨バスケットに対する人民元の為替レートは、米ドルに対する為替レートよりも、人民元の価値や交易条件のより良い尺度であることから、中国としては、この動向を奨励。
- 通貨バスケットの「参照」は、バスケットへの「ベッグ（連動）」ではない。

- (4) 以上(1)~(3)の中国当局からの発表を総合すると、新しい通貨制度について、
- 通貨バスケットを「参照」しつつ、市場の需給に基づく管理変動相場制（ただし、通貨バスケットと「連動」はしない）。
 - 貿易（年間の二国間の貿易量が100億ドル、50億ドルが目安）、対外債務、対内直接投資等の実態を勘案してバスケットを構成する通貨及びそのウェイトを決定（ただし、国ベースか決済通貨ベースかは不明）。
 - バスケット通貨には、米ドル、ユーロ、日本円、韓国ウォンを主要な構成通貨としつつ、他に7カ国の通貨、計11カ国の通貨が、少なくとも含まれている（ただし、通貨バスケットは「変化」することが想定されている）。
 - 日々の取引レートの変動幅は、対米ドルについて±0.3%、対非米ドル通貨について±1.5%の範囲内で変動を許容。人民銀行は、今後、必要に応じ、人民元の取引レートの変動幅を調整。

といったことがポイントであると考えられる。

通貨バスケット制を採用する国において、通常バスケットの中身はオープンにされないことから見れば、中国のこれまでの公表は、情報公開に意を用いたものといえる。ただ、それにもかかわらず、①各バスケット通貨の構成割合、②バスケットは「変化」する、③通貨バスケットはあくまで「参照」されるに過ぎない、という主として3つの大きな空白部分により、依然としてその制度の詳細は明らかではない(注)。

(注) このほか、人民銀行は、今回の為替制度改革に併せ、人民元の先物取引の拡大、通貨スワップ取引の開始等の市場インフラの整備を発表している。

【参考1】 通貨バスケットについて

- 通貨バスケット制 (Currency Basket) とは、複数通貨の為替レートを貿易額等に基づき加重平均したもの (バスケット) に対し、自国通貨の為替レートを連動させたり、参照レートとして変動幅を定めたりする方式をいう。
- 他の為替制度との関連では、完全変動相場制 (Free Float) と厳密な固定相場制 (Hard Peg) を両極とした場合、中間的な為替制度として位置付けられている。
- 単一通貨でなくバスケットに連動/参照しているため、ある通貨の急激な変動に際しても、自国通貨の変動に伴い国際競争力が急激に変動することをおある程度回避できるというメリットがある。つまり、緊密な経済関係を持った複数の外国通貨に対する、自国通貨の安定性の確保に有効な制度と考えられている。
- 他方、バスケット制については、介入の技術的複雑性を巡って議論があり、また、不透明性についての問題点も指摘されている。

に大量に供給される、③このベース・マネーの吸収が必ずしも十分ではないことから、過剰流動性が発生、という問題が生じていた ((図1) 参照)。

過熱気味とも指摘される中国経済をソフトランディングさせ、その主要な原因とも目される過剰流動性の問題を解消するためには、為替制度の柔軟化により経済運営・金融政策の自由度を増大させることが必要であった。このことは、我が国をはじめ多くの国々によって指摘されてきたことであり、為替制度の柔軟化への変革を決定した今回の中国の措置は、こうした観点から、大きな決断であったといえる。また、中国が世界経済において果たしている役割からも適切な対応であると評価され、改革が発表された当日21日に、G7 (先進7カ国財務大臣・中央銀行総裁会議) は、「我々は、より柔軟な為替レート制度へ移行する中国当局の決定を歓迎する。このより柔軟な為替レート制度は、世界経済の成長や安定に貢献するであろう。」との声明を发出している。

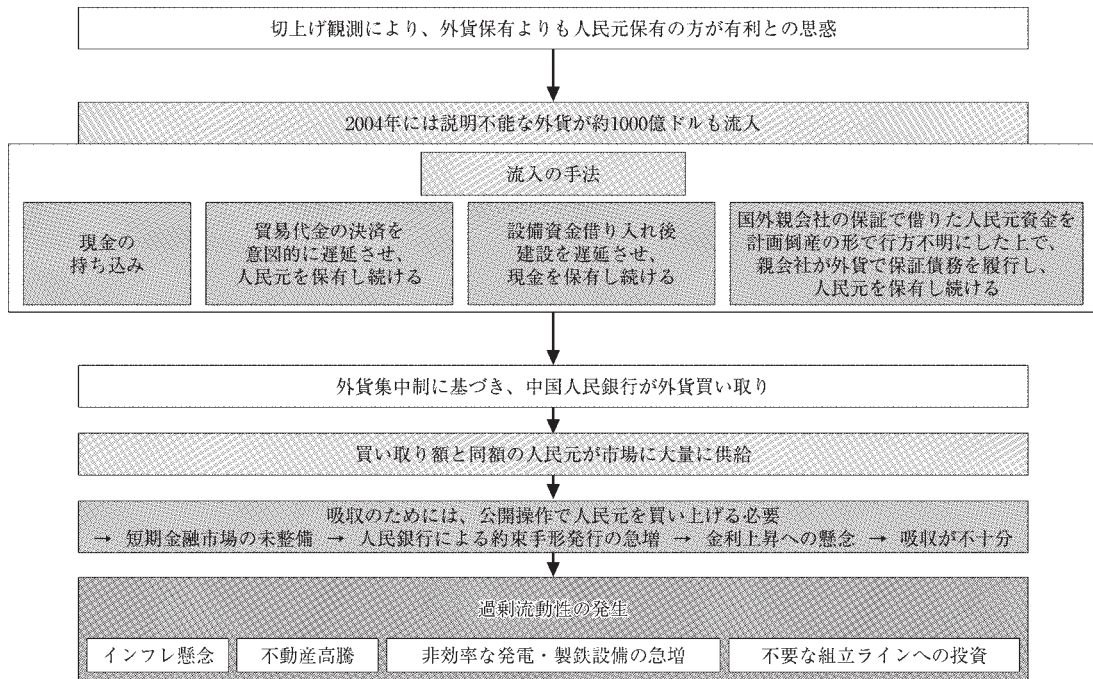
特に、中国経済と我が国経済との関係が近年益々密接になっていることを踏まえれば、今回の為替制度改革によって中国経済が為替制度の柔軟性を高め、安定的な発展を続けていくことは、我が国経済にとっても好ましい影響を及ぼすことが期待される。

2. 今回の措置の評価、今後の展望

(1) 中国経済に関しては、これまで、①人民元の切り上げ観測を背景に様々なルートで外貨が流入、②ペッグ制を維持するため人民銀行がこれらを買取り、代わりに人民元が市場

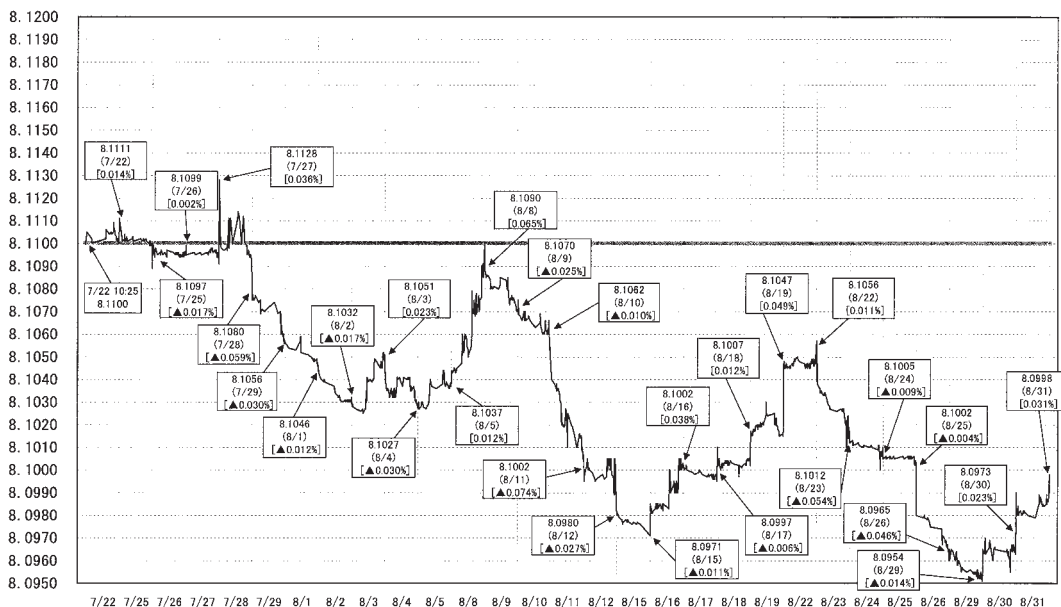
(2) 今回の為替制度改革は、為替制度の柔軟化を行った際の日本の経験と比較しても、経済発展の度合い、国内における著しい所得格差の存在、何よりその国土・人口の巨大さにおいて全く事情が異なり、中国にとっては大き

(図1) 人民元切り上げ観測と過剰流動性の発生のメカニズム



(図2)

制度変更後の人民元の対米ドルレートの推移



(注) []は前日からの変動率（正の場合ドル高人民元安、負の場合ドル安人民元高）を表す。
 (出典) ロイター

な挑戦である。中国当局が、国内外の経済情勢等を踏まえつつ、新しい制度を安定的に運営できるよう習熟するため、一定の期間を必要とするであろうことは想像に難くない。

実際、制度変更後の1ヶ月余りの期間における人民元の対米ドル相場の日々の動向をみると、制度上可能とされている変動幅（±0.3%）の4分の1以下の幅でしか変動しておらず、しばしば取引終了直前において為替介入の結果と思われる価格変化が散見されるなど、保守的な運用がなされていることが推察できる（(図2)参照）。

(3) 他方、中国の世界経済における役割から考えれば当然ともいえるが、人民元の新制度に関しては、制度の詳細や運用方法、とりわけ、為替レートが、今後、通貨バスケットを参照しつつどのように柔軟性をもって変動していくかについて、世界の注目が集まっている。我が国としても、引き続き、関心をもって見守るとともに、様々な場において、知見・経験の提供等の支援や情報・意見の交換を行っていく必要がある。

(4) なお、一連の中国の為替政策に伴う市場への影響については、市場の動き等を十分に注視、必要なときには当局として適切に対応する所存であることは、財務省として機会を捉えて表明しているとおりである。

この点に関し、例えば、「人民元が米ドルに対して切り上げられたことにより、中国の対米輸出が減少した場合、その減少分が日本の輸出によって代替される場合には日本の貿易黒字が増大すること等から、円高要因とな

る」との見方があるが、元来、日本と中国は輸出市場において競合関係が弱いことから、人民元と円が同方向に動くとの考え方には、合理的な必然性がないと考えられる。

また、中国が通貨バスケットを導入したことにより、今後は外貨準備の運用等を含めドル離れが加速するとの見方が一部でなされているが、通貨バスケットの導入と、外貨準備の保有・運用の方法とは全く別の次元の問題であり、通貨バスケットの導入が、即当該国の外貨準備の保有割合の変更につながるわけではない。

(注) 今般の制度改革に伴い人民元が米ドルに対し約2%切り上げられたことの日本経済への影響については、ドル円の為替相場の動向、貿易・投資の決済通貨、中国との分業体制の形態等々により、セクター別・企業別に様々な影響があり得、仮定の置き方等を含め、多岐にわたる論点についての検討を要するテーマであるため、本稿においては割愛した。

【参考2】

人民元の為替レート制度改革にかかる中国人民銀行の公式声明

(2005年7月21日)

(仮訳)

社会主義市場経済システムを確立、改善し、資源配分の機能を十分に発揮させ、市場の需給に基づく管理変動相場制の実施の更なる強化を図るため、中国人民銀行は、国务院の承認を経て、人民元の為替レート制度改革に関する次の声明を発表する。

2005年7月21日より、中国は、通貨バスケットを参照しつつ、市場の需給に基づく管理変動相場制に移行することにより、為替レート制度を改革する。人民元はもはや米ドルへのペッグではなく、人民元の為替制度はより柔軟に改善される。

中国人民銀行は、各営業日における市場終了後、銀行間外国為替市場における、例えば対人民元の米ドル終値といった外貨取引の終値を発表し、そしてそれを当該日の次営業日の対人民元取引の中心レートとして設定する。

対人民元の米ドルレートは、2005年7月21日19:00時点で、1ドル8.11元に調整される。それ以降、外国為替指定銀行は、顧客に対する外貨取引の相場を調整しても差し支えない。

銀行間外国為替市場において、米ドルの対人民元の日々の取引レートは、中国人民銀行によって発表された中心レートから±0.3%のバンドの中で変動することが引き続き許され、一方で、非米ドル通貨の対人民元取引レートは、中国人民銀行によって発表される特定のバンドの中で動くことが許される。

中国人民銀行は、経済・金融状況や市場の発達を見ながら、必要に応じて、人民元レートのバンド（変動幅）を調整する。人民元レートは、通貨バスケットを参照しつつ、市場の状況に基づいた、より柔軟なものになるであろう。中国人民銀行は、国際収支の基本的均衡及びマクロ経済・金融の安定を推進するために、人民元レートを基本的に適応可能かつ均衡した水準に安定させる責務を負っている。

【参考3】

中国人民銀行の声明（2005年7月26日）
（仮訳）

人民元相場形成メカニズムの改革は、国内外のメディアから幅広い関心を集め、完全な理解を得た。

ただ、一部の外国メディアの報道により、特に元とドルの取引価格の調整など、改革の中身に誤解が生じた。2%の再評価が初回の調整であり、「近い将来人民元相場の一段の上昇期待が広がる可能性がある」との誤った見方をした外国メディアもあった。

われわれは、人民元相場形成メカニズム改革の正しい理解を促すため、この公式声明を発表する。

第1に、人民元相場水準の初回の2%調整とは、人民元相場形成メカニズム改革の初回の段階における調整を指す。これは、最初の調整が2%で、その後さらなる調整が続くという意味ではない。

第2に、人民元相場の2%の再評価は、為替相場の妥当な均衡水準を基に算出したものである。この調整は、主として、中国の貿易黒字の水準と構造調整の必要性によって決定したものだが、国内企業の構造的変化への対応能力も考慮した。

これは、商品とサービスという部門間の均衡をとる必要性和基本的に一致している。

第3に、漸進主義は人民元相場形成メカニズム改革の重要な原則である。

漸進主義とは、人民元相場の水準調整における漸進主義ではなく、人民元相場の形成メカニズム改革における漸進主義を指す。

人民元制度改革の焦点は、人民元相場の上昇や下落ではなく、人民元相場の形成メカニズムの改革にある。

中国人民銀行は、人民元相場形成メカニズム改革に対する国内外からの注目の継続及び支援を歓迎する。

また、関係メディアが、責任ある態度で、改革の本質を正しく理解し、客観的な報道を行うことも期待する。

【参考4】

中国人民銀行・周総裁の人民銀行上海本部の発足式におけるスピーチ
(2005年8月10日・人民元の通貨バスケットの構成に関する部分・抄訳)

新しい為替制度(「市場の需給に基づき通貨バスケットを参照する管理変動相場制」)において、人民元の為替レートは、中国の対外部門の発展の現状に沿った一定の主要通貨のウェイトによるバスケットに基づき、決定される。

同時に、人民元の為替レートを順応可能で均衡的な水準で基本的に安定させるため、通貨バスケットの変化を考慮しつつ、市場の需給に基づき人民元の為替レートを運営・調整する適切な措置が採られる。

バスケット通貨の構成がどのようにして決定されるのか、より一層関心を持たれるのは極めて自然である。中国の為替レート政策に関する理解を強化するため、バスケット通貨の決定に関し、以下の事柄を明らかにしたい。

人民元の為替レートの変動の参照とするための、バスケット通貨の選定、及びそのウェイトは、【經常勘定の取引及び通貨の面において中国の貿易相手である国に対し、適正な考慮を払う】という根本的な原則に従わねばならない。

經常勘定には、財の貿易、サービスの貿易、所得(利子・配当)、經常移転(華僑の送金)、という4項目がある。単純に述べれば、バスケットは、中国が外国貿易、対外債務(利払い)、対内直接投資(配当)において重大な影響を受けている国の通貨で構成されるべき。

これらの通貨のウェイトもまた、中国の外部セクターにおけるこれらの国々の重要性と比例的であるべき。

財・サービスの貿易のシェアは、バスケット通貨及びバスケットの中に通貨が割り当てられるウェイトの選定にあたり、根本的なものとして考慮されるべき。

中国の主要貿易相手国の通貨、米ドル、ユーロ、日本円、韓国ウォンは、当然、主要なバスケット通貨となる。シンガポール、英国、マレーシア、ロシア、オーストラリア、タイ、及びカナダの通貨も、人民元の為替レートの決定にあたり重要である。

一般的に、通貨ウェイトの検討にあたって、年間の二国間の貿易量が100億ドルを超えれば無視し得ず、50億ドルを超える水準でも重要な要素として考慮すべき。

貿易決済に用いられる通貨としては、米ドルでなく、域内の通貨が用いられる状況が徐々に増えている。バスケットは、中国と外国との貿易において重大なシェアをカバーする国々の通貨からなるもので、通貨バスケットに対する人民元の為替レートは、米ドルに対する為替レートよりも、人民元の価値や交易条件のより良い尺度であることから、中国としては、この動向を奨励する。

対外債務の通貨構成を考慮すべき。中国が外の世界に対して開かれるにつれて対外債務は増加しており、昨年未までに2,286億米ドルに到達した。ほとんどの場合、債務の支払いにあたっては、外貨を人民元により購入することが必要である。

FDI（対内直接投資）を考慮すべき。現在までに中国に対するFDIの累積は5,600億米ドルを超え、相当な部分は投資元の国の通貨建てである。配当の形での投資収益は、関連する外貨に交換されて還流される必要がある。

経常勘定における経常移転の項目もまた、（他の項目ほどの重要性はないものの）考慮すべき。

総括すれば、今回の改革は、対外的な経済・貿易関係の多様化の必要性、国際経済・金融システムの発展に適うもの。

通貨バスケットの「参照」は、バスケットへの「ペッグ（連動）」ではない。

新しい為替制度は、米ドル単独へのペッグに比して、主要な通貨に対する人民元の競争力をより良く反映し、不安定な米ドルによって生ずる影響をよりよく吸収して、多国間レベルでの人民元為替レートの変動を緩やかにするもの。したがって、中国の経済・貿易上の環境の全体的な安定性を守り、国際収支の基本的均衡、及び持続的で調和した、かつ、健全な中国経済の成長を推進するものである。