

# 中国為替操作国認定問題の行方

## 認定の可否と人民元レートへの影響の考察

みずほ総合研究所

調査本部 アジア調査部

03-3591-1385

- 米国が中国を為替操作国として認定することは現行基準ではできないが、トランプ氏が公約通り大統領就任初日に財務長官に中国を為替操作国として認定するよう指示することは有り得る
- 為替操作国認定を指示した場合、為替レートは一旦人民元高方向に振れる可能性がある。もっとも、米中のファンダメンタルズを考慮すると、人民元の上昇は持続的なものにはなりにくい
- 仮に中国を為替操作国に認定し、中国に対して米国が対抗措置をとる事態となれば、中国の報復も引き、人民元対ドルレートの方向性が読みづらくなる可能性がある

### 1. はじめに

2016年11月8日に投票が行われた米国の大統領選挙では、共和党のドナルド・トランプ氏が勝利した。トランプ氏は過激な公約を掲げてきたが、発言が二転三転してきた政策も少なくなく、各政策間の整合性が取れないものもある。トランプ氏の当選により、今後の米国の政策運営の行方には大きな不透明感が漂っているが、同時に、予測不可能であるがゆえにトランプ氏の政策への関心は極めて高い。

図表1 トランプ氏が大統領就任初日（1月20日）に実行する措置

I. 政治腐敗の根絶	II. 雇用不安の解消	III. 安全・法秩序の回復
① 連邦議会議員の任期制限に向けた憲法修正案	① 北米自由貿易協定 (NAFTA) の再交渉、もしくは協定第2205条に基づき脱退するという意思の表明	① オバマ大統領が発した、憲法違反の大統領令およびメモランダム撤回
② 自然減による職員数削減のため、軍隊、公共の安全、および公衆衛生を除くすべての連邦職員の雇用凍結	② 環太平洋パートナーシップ協定 (TPP) からの撤退発表【替わりに、二国間交渉を開始】	② 20名の候補者リストに基づく、合衆国憲法を支持し、守る、スカリア判事の後任選出手続きの開始
③ 規制削減 (新連邦規制を1つ導入することに既存規制を2つ削減)	③ 財務長官に対し、中国を為替操作国として認定するよう指示	③ (移民に優しい政策を取る)「聖域都市」に対する連邦資金の停止
④ 政府及び議会関係者が公職を離れてから5年間のロビー活動禁止	④ 商務長官及び通商代表部 (USTR) に対し、米国の労働者に不公平な影響を与えている外国の通商濫用行為を特定し、米国法および国際法に基づくあらゆる手段を用いて即座にそうした行為を止めさせることを指示	④ 200万人以上の犯罪歴を持つ不法移民の国外退去の開始、および彼らを引き受けられない外国政府へのビザ停止
⑤ 政府関係者による外国政府のためのロビー活動を生涯禁止	⑤ 50兆ドルの価値を有し、雇用を生み出す米国のエネルギー資源 (シェール、原油、天然ガス、精炭を含む) の産出規制を撤廃	⑤ 審査が安全に行われないテロ地域からの移民受け入れの留保
⑥ 外国のロビイストによる米国の選挙資金集めの完全禁止	⑥ オバマ＝クリントンによる邪魔を取り除き、キーストーン・パイプラインのような、死活的なエネルギー・インフラ・プロジェクトを前進	⑥ 【国防省とアメリカ統合参謀本部に対し、死活的なインフラ施設をサイバー攻撃およびその他のあらゆる攻撃から守るための包括的計画を策定するよう指示】
	⑦ 国連気候変動プログラムに対する資金拠出を撤回し、その資金を米国の水道および環境インフラの修復に充当	

(注) 2016年10月22日発表。ただし、【 】(II. ②の一部とIII. ⑥)は、11月21日のビデオ・メッセージで言及したもの。

(資料) 「有権者のための契約」(2016年10月22日、[https://assets.donaldjtrump.com/CONTRACT\\_FOR\\_THE\\_VOTER.pdf](https://assets.donaldjtrump.com/CONTRACT_FOR_THE_VOTER.pdf))、

[www.breitbart.com](http://www.breitbart.com)より、みずほ総合研究所作成

トランプ氏は、2016年10月22日に行ったゲティスバーグ演説において、政治腐敗の根絶、雇用不安の解消、安全・法秩序の回復を3本柱とする大統領就任初日に実行する措置を明らかにしている。雇用不安の解決に関しては、通商関連を中心に大統領権限で断行できると思われる措置が挙げられており（前頁図表1）、その中には、財務長官に対し中国を為替操作国に認定するよう指示するとの項目がある<sup>1</sup>。本稿では、米国は中国を為替操作国に認定するのか、認定した場合にはどのようなことが想定されるのかについて考察する。

## 2. 中国を為替操作国に認定するのか

トランプ氏は選挙期間の早い段階から、中国が輸出競争力を高めるため人民元の対ドルレートを操作して低水準に抑えており、その犠牲になったのが米製造業の雇用だとする主張を繰り返してきた。例えば、トランプ氏は2015年11月10日付のウォール・ストリート・ジャーナル紙に「トランプ政権になれば初日に中国を為替操作国に認定」という記事を寄稿しており、その中で「トランプ政権ができれば発足初日に、米財務省は中国を為替操作国に認定する<sup>2</sup>だろう。これにより、中国の安価な輸入品に対抗関税を課し、米国の製造業を保護すると同時に米国人の雇用を守るプロセスに向けた一連の行動がスタートする」と述べていた。

米財務省は、包括貿易・競争力強化法（Section 3004 of the Omnibus Trade and Competitiveness Act of 1988）によって、毎年2回、4月と10月の15日までに為替政策報告書<sup>3</sup>を議会に提出することになっている。米国は貿易相手国の為替政策を評価し、為替操作国に認定した国とは二国間もしくはIMFを通じて協議を行い、その結果を報告書に記載することになっている<sup>4</sup>。

また、2016年4月に公表された為替報告書からは、米国は貿易円滑化・貿易執行法（Trade Facilitation and Trade Enforcement Act of 2015）に基づき、外国の為替政策に対する監視体制を強化した。そこでは、①巨額の対米貿易黒字（a significant bilateral trade surplus with the United States）、②大幅な経常収支黒字（a material current account surplus）、③外国為替市場での持

図表2 米為替政策報告書における監視リストの現状（2016年10月）

	貿易収支	経常収支	為替介入		監視対象
	億ドル	対GDP比	純外貨購入額 対GDP比	持続的介入	
中国	3,561	2.4%	-5.1%	No	○
ドイツ	711	9.1%	-	No	○
日本	676	3.7%	0.0%	No	○
メキシコ	626	-2.9%	-2.2%	No	
韓国	302	7.9%	-1.8%	No	○
イタリア	283	2.3%	-	No	
インド	240	-0.8%	0.3%	No	
フランス	180	-0.5%	-	No	
台湾	136	14.8%	2.5%	Yes	○
スイス	129	10.0%	9.1%	Yes	○
カナダ	112	-3.4%	0.0%	No	
英国	-3	-5.7%	0.0%	No	
ユーロ圏	1,305	3.2%	0.0%	No	

（注）2015年7～9月期から2016年4～6月期の4四半期のデータに基づく。

（資料）米財務省より、みずほ総合研究所作成

続的かつ一方的な介入 (engaged in persistent one-sided intervention in the foreign exchange market) の3つの評価軸で当該国の為替政策を評価しており、米財務省は巨額の対米貿易黒字 (200億ドル超)、大幅な経常黒字 (GDP比3%超)、持続的かつ一方的な為替介入 (ネット為替介入額が2%超) の3基準すべてに合致した場合、その国に対し二国間協議や一定の対抗措置を実施するとしている。4月の報告書では、全ての基準に抵触している国は無く、どれか2つの基準に抵触している中国、日本、韓国、台湾、ドイツの5カ国を監視リスト入りとした。

2016年10月に公表された最新の報告書では、上記5カ国に加えてスイスが監視対象に追加されている (前頁図表2)。トランプ氏が強く問題視している中国は、対米貿易黒字の観点からは圧倒的な規模となっており、従来から米国の批判的であった。だが、最近はやや状況が変わってきていることも事実である。2016年4月の報告書では、巨額の対米貿易黒字と大幅な経常黒字の基準に抵触して監視リスト入りした。10月の報告書でも監視入りリストに名前が挙がっているものの、もはや大幅な経常黒字 (GDP比3%超) には抵触せず、対米貿易黒字のみが基準に引っかかっている状況である。監視項目の改善の持続性を確認するため、監視リストに入った国は2期連続で基準をクリアしなければ監視対象から外れないとのルールがあることから現時点で中国は監視リストに残っているが、2017年4月の報告書で監視リストから削除される可能性が取り沙汰されていた。

このように、包括貿易・競争力強化法の監視基準に基づけば、米国が中国を為替操作国として認定する理由は見当たらない。しかしながら、トランプ氏が選挙期間中に中国を痛烈に批判してきたことを踏まえると、大統領就任初日に財務長官に対して中国を為替操作国として認定するよう指示することは有り得る。実際に為替操作国として認定されるのは2017年4月の為替報告書となる可能性が高いほか、米国は為替操作国に認定した国と二国間もしくはIMFを通じて協議を行うというプロセスをたどることになるため、直ぐに中国からの輸入品に45%の関税をかけることにはならないはずである。公約通り中国を為替操作国として認定するよう指示はするものの、現実的には中国との二国間協議で問題の落としどころを探ることになるとみられる。

### 3. 人民元は過小評価されているのか

中国はトランプ氏の言う通り、輸出競争力を高めるために人民元安誘導しているのだろうか。

ここで、人民元相場の変遷について振り返っておこう。中国は、1994年1月にそれまで二重レートとなっていた人民元レートを一本化<sup>5</sup>、管理変動相場制へ移行した。その際、公定レートは、需給を反映し元安ドル高の状態にあった市場レートに統合する形で一本化されたため、33%程度切り下げられることとなった。その後は1ドル=8.28円で実質的なドルペッグ制が採用されていたが、2005年7月21日に人民元改革がスタートし、管理変動相場制に回帰した。それ以降は、人民元は対ドルで緩やかなペースで切り上げられ、2014年にかけて25%以上上昇したが、2015年8月11日の人民元安ショック後は対ドルでの下落が続いている。

人民元が過小評価されているかどうかを議論するには適正水準を把握する必要がある。為替レートの長期的な適正水準を決定する理論としてよく知られているのは購買力平価 (Purchasing Power Parity) 説である。以下では、相対的購買力平価説に従って議論を進める<sup>6</sup>。

米国と中国の双方の経常収支が概ね均衡していた1996年を基準とした人民元の対ドルレートの購買

力平価<sup>7</sup>を参照すると、1994年の人民元改革後に実質的なドルペッグ制が採用されたことに伴い、人民元は購買力平価から徐々にかい離し、2005年にかけて過小評価の規模が拡大していった（図表3）。その後は人民元の切り上げが進められる中で徐々に購買力平価へと近づき、リーマン・ショック後には生産者物価ベースでは概ね均衡し、消費者物価ベースでは大幅な過大評価に転じている。購買力平価で人民元レートの評価すると、たしかに2000年代前半は人民元が大きく過小評価されていたものの、2010年頃からは割安感が解消したと考えられる。

さらに言えば、足元では、中国は為替介入で通貨安誘導をしているどころか、過度な資本流出を防ぐべく人民元買い介入や外貨管理を強化している状況である。中国では2014年半ば頃から資本流出圧力が強まっており、人民元が急激に変動しないように為替介入を実施しているとみられる。中国の外貨準備高をみると、2014年6月の3兆9,932億ドルをピークに減少が続いており、2016年11月時点では3兆516億ドルとピークから1兆ドル近くの減少となっている（図表4）。

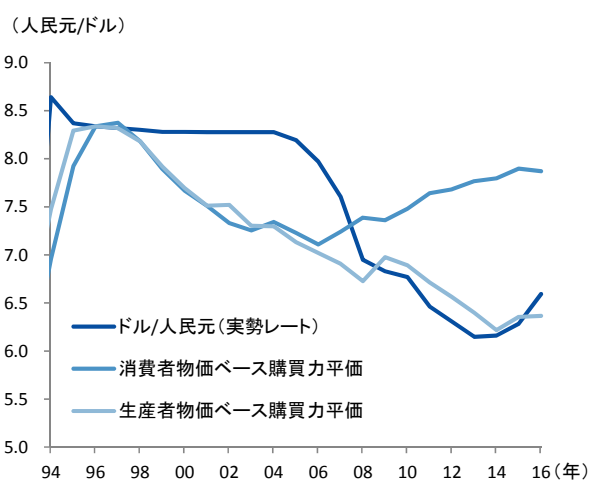
為替レートの均衡水準への回帰に伴い、米中両国の経常収支も不均衡が是正される方向に向かっている。中国の経常黒字は2000年代に入り拡大傾向が続き、リーマン・ショック直前の2007年には対GDP比で9.9%まで拡大した（次頁図表5）。他方、米国では同時期に経常赤字の拡大が続き、最も拡大した2006年時点の経常赤字は対GDP比で5.8%となった。リーマン・ショック後に経常収支不均衡の是正が進み、2015年には中国の経常黒字は対GDP比で3.0%、米国の経常赤字は対GDP比で2.6%となった。依然として両国の経常収支は均衡していないものの、著しい不均衡は解消されたといえる。

#### 4. 中国の為替操作国認定問題が人民元レートに与える影響

##### (1) トランプ氏による財務長官への中国の為替操作国認定の指示段階

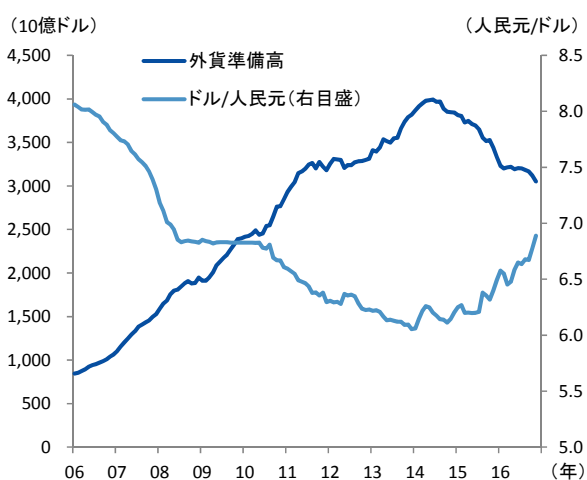
これまで述べてきたように、現状、中国政府が人民元の対ドルレートを人為的に低水準に抑えているとのトランプ氏の指摘は当たらない。だが、中国が依然として巨額の対米貿易黒字を計上していることは事実であり、トランプ氏としても選挙戦での主張を簡単には曲げられないという事情もあろう。

図表3 1996年基準の購買力平価



(資料) 中国国家統計局、米労働省、米連邦準備制度理事会より、みずほ総合研究所作成

図表4 人民元相場と中国外貨準備高



(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

既に言及しているように、トランプ氏が大統領就任初日に財務長官に対して中国を為替操作国として認定するよう指示することは有り得るだろう。

その場合、市場においては人民元高期待が高まり、一旦は為替レートが元高ドル安方向に振れる可能性がある。もっとも、人民元の対ドルレートの増価は持続的なものにはなりにくい。米国では今後も利上げが続く見込みだが、以下の通り中国では利上げに対して慎重な姿勢が維持されやすい状況が続くと予想されるためだ（図表6）。

2016年12月16日に閉幕した中国共産党中央経済工作会議では、2016年と同様、2017年も「穏健的な金融政策」を継続するとの方針が堅持されたが、より具体的な運営方針に関して「穏健で中立的」との表現が新たに加えられた。住宅バブル懸念の高まりなどをを受けて、銀行間金利の高め誘導といった形で従来よりも金融緩和姿勢を弱めるというのが「中立的」という言葉の含意であると推察される。しかし、経済の下押し圧力として中国に押し掛かっている過剰生産能力問題、企業部門の過剰債務問題の解決は道半ばであり、経済の自律的回復力はまだ弱い。それゆえ、基準金利の引き上げに対して中国政府が慎重な姿勢を保つ可能性は高く、それが「穏健」という言葉が残されている理由だろう。

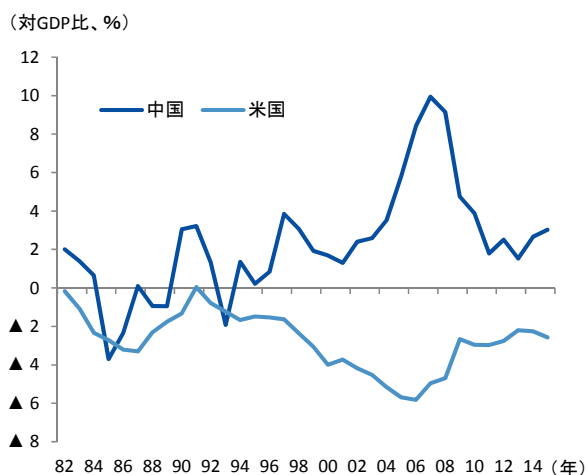
こうした中国の金融政策の方向性やその背後にある構造問題から判断して、トランプ新大統領による中国の為替操作国認定指示を契機に人民元の対ドルレートが増価したとしても、それが定着する可能性は低いだろう。

## （2）実際に認定される可能性と人民元レートの行方

次の段階として、2017年4月15日前後に公表される米為替政策報告書において、財務省が実際に中国を為替操作国に認定するかどうかの問題となる。上述の通り、現在の基準では認定できないし、財務省が検討した結果、認定を回避する可能性もないわけではない。認定を回避した場合には、基本的にファンダメンタルズに沿って、元安ドル高方向に向かいやすいだろう。

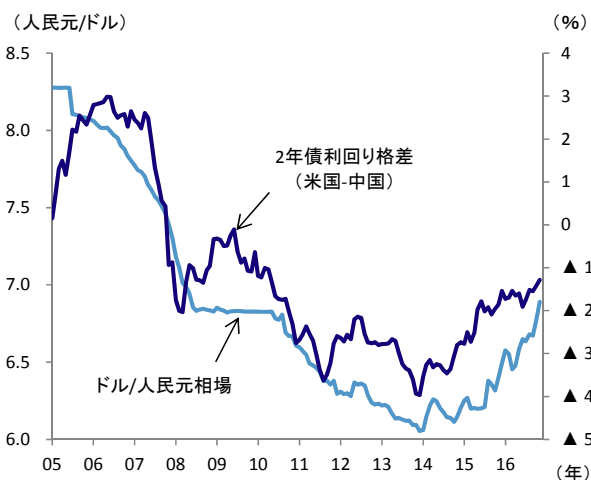
他方で、対中貿易赤字の縮小による雇用確保などを理由に、米財務省が認定基準を変更し、中国を為替操作国に認定する可能性も有り得る。その場合には、①包括貿易・競争力強化法に従って二国間

図表5 米国と中国の経常収支（対GDP比）



（資料）中国国家外貨管理局、中国国家統計局、米商務省、CEIC Data より、みずほ総合研究所作成

図表6 米中金利差と人民元対ドルレート



（資料）Bloombergより、みずほ総合研究所作成



協議等に進む、②米国が相殺関税等の対抗策に臨むなどのシナリオが考えられる。

①の場合には、必ずしもすぐに実害が発生するわけではない。市場が為替操作国認定に反応し、元高ドル安が進むことはあっても、上述のファンダメンタルズを前提とすれば、一過性のものにとどまり、米中の協議の行方を見守る展開となるだろう<sup>8</sup>。

②の場合であっても、相殺関税等の手段をとるためには審査の時間がかかることが見込まれる。また、広範な中国製品に対して45%もの関税率が賦課される可能性も低いだろう。中国製品の代替品の輸入先を確保するのに時間がかかることは必至で、広範な中国製品に高関税をかければ、米国も消費財価格の高騰などの痛みを被ることになるためである（図表7）<sup>9</sup>。また、中国製品に高関税を課したとしても、付加価値の低い製品の製造拠点が米国に回帰することは考えにくい。それらの製品の生産地が中国から他の新興国に移り、そこから米国に輸出されることになるだけだろう。したがって、米国が対抗策をとるにしても、鉄鋼など一部の製品に範囲を限定する可能性が高い。

ただし、②のシナリオのように極端な措置が取られた場合、中国が航空機の購入抑制などの報復措置をとることも十分想定される。激しい報復合戦となれば、本稿で議論の前提としてきた米中のファンダメンタルズが大幅に変わってしまう可能性もある。そうなれば人民元対ドルレートのボラティリティは高くなるだろうし、人民元レートの方角性自体読みづらいものになる恐れも出てこよう。

図表7 米国の対中輸入品目

順位	品目	金額	シェア
1	電気通信機器・録音再生装置	871.9	17.3
2	事務用機械・自動データ処理機械	715.9	14.2
3	その他の雑製品	547.3	10.9
4	その他の電気機械器具・同部分品	465.8	9.3
5	衣類	362.9	7.2
6	家具及び同部分品	235.5	4.7
7	その他の一般産業機械・器具及び同部品	215.4	4.3
8	その他の金属製品	203.6	4.1
9	履物	179.7	3.6
10	道路運送車両	138.6	2.8
11	織物用繊維の糸、織物及び繊維製品	120.7	2.4
12	プレハブ建築物、衛生設備、給排水設備、暖房器具及び照明器具及びこれらの取付金具	78.5	1.6
13	旅行用具、ハンドバックその他これらに類する容れ物	78.4	1.6
14	光学機器、医療用機器、計測機器及び制御装置	71.3	1.4
15	その他の非金属鉱物製品	70.3	1.4
	その他	671.0	13.3
	合計	5,026.9	100

(資料)CEIC Dataより、みずほ総合研究所作成

- <sup>1</sup> なお、2016年11月12日に発表されたトランプ次期政権の12分野の政策、11月21日に公開されたビデオメッセージでは中国を為替操作国に認定すると明示的に宣言されていない。
- <sup>2</sup> 当時は就任当日に中国を為替操作国に認定すると主張していたが、現状は財務長官に指示するにとどまるとみられる。
- <sup>3</sup> 2015年10月までの報告書は「Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies」という名称であったが、2016年4月の報告書より「FOREIGN EXCHANGE POLICIES OF MAJOR TRADING PARTNERS OF THE UNITED STATES」に変更されている。
- <sup>4</sup> 協議期間や期限、為替操作国に対する具体的な制裁措置などは定められていない。なお、1988年から1994年の間に韓国、台湾および中国が為替操作国と認定されたことがあるが、1994年7月の中国を最後に、為替操作国に認定された例はない。
- <sup>5</sup> 一本化以前は、外国旅行者の両替や国営貿易会社の会計などに使われる「公定レート」と、市場取引に基づいて決まる外貨調整センター・レートの二重為替レートが採用されていた。
- <sup>6</sup> 購買力平価説には、「絶対的購買力平価説」と「相対的購買力平価説」の2種類がある。購買力平価説のうち、為替レートは二国間の通貨の購買力で決定されるという説は絶対的購買力平価と呼ばれる。異なる国の間で同じ製品の価格は一つであるという「一物一価の法則」が成り立つと想定する理論だが、現実には全ての財・サービスが自由に貿易されることはないため、厳密には成立しない。もう1つの相対的購買力平価説は、過去の内外不均衡が十分小さかった一時点を起点として、その後の当該国間の物価上昇率の比で為替レートが決定されるというものである。言い換えれば、物価上昇率の高い国ほど通貨価値は減価するため、為替レートは下落するという考え方であり、実際に分析するときには、この相対的購買力平価説を用いることが一般的である。
- <sup>7</sup> 購買力平価は、いつの時点を基準とするかや、どの物価指数（消費者物価、企業物価、輸出物価など）を用いて試算するかによって値が大きく変わる。また、実際の為替レートが購買力平価に収れんしていることは稀であり、むしろかい離していることの方が一般的であるため、絶対的なものではなく、大まかな方向性を把握するために利用するのが有用である。
- <sup>8</sup> 例えば、知的財産権の一層の保護強化、企業に対する補助金の削減、国内市場の一層の開放などを米国が中国に要求することなどが考えられる。一方、中国が米国に対してハイテク製品・部品の対中輸出規制の緩和を要求することなども想定される。
- <sup>9</sup> 同時に、中国経済にも強い下押し圧力がかかることになるだろう。対米輸出が中国の輸出総額の18.0%、GDPの3.7%をも占めているからである（2015年）。

[共同執筆者]

アジア調査部中国室長

伊藤信悟

shingo.ito@mizuho-ri.co.jp

アジア調査部主任エコノミスト

多田出健太

kenta.tadaide@mizuho-ri.co.jp

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。