



RIETI Discussion Paper Series 06-J-028

人民元改革の分析

伊藤 隆敏
経済産業研究所



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所

<http://www.rieti.go.jp/jp/>

人民元改革の分析

伊藤隆敏¹

東京大学大学院経済学研究科・先端科学技術研究センター教授

RIETI ファカルティフェロー

2006年4月

要 約

この論文は、2005年7月21日の人民元改革の公告の意図の政治経済的分析とその後の中国人民元の変動の計量的分析を行う。主要な結論はつぎの通り。人民元の為替制度は、経済合理性よりは、高度に政治的な判断により決められている。人民元改革では、ドル・ペッグの放棄を宣言したものの、その後の人民元の動きは、緩やかな増価を伴う事実上のドル・ペッグが継続している。6ヶ月で0.6%の対ドル増価。一日に許されている0.3%の変動幅は、生かされていない。バスケット通貨を参照する、と公告のなかにあるが、それを実施しているとは思えない。アメリカからの政治的圧力があると、増価のスピードを少し上げるなど、通貨政策が、政治的配慮に終始している。

¹ 清水順子氏のアシスタントに感謝する。

1. イントロダクション

人民元は、1994年に、それまでの公式レートと、市場（ブラック・マーケット）レートを、統合して以来、実質上のドル・ペッグを採用してきた。つまり、名目の人民元・ドルレートが、ほぼ一定となるように、為替介入を行ってきた。アジア通貨危機（1997-98年）では、アジア通貨が軒並み大きく下落するなかで、中国がドル・ペッグを維持したことで、競争的切り下げを防ぎ、アジア通貨のアンカーとして機能した、としてアメリカ財務省が賞賛したこともある。

ところが、2003年ころから、多くの経済学者や政策担当者は、人民元の改革の必要性を指摘するようになった。この背景には、貿易収支の黒字と直接投資が主体の資本流入を外国為替市場で介入により吸収するために外貨準備が急増を続けていたことがあげられる。外貨準備の増加により増加した流動性は、国内債や中央銀行手形の市中売却により吸収するように、つまり介入を不胎化したうえで、中国人民銀行（中央銀行）は、金融政策を行っていた。しかし、不胎化にも限度があり、2003年以降、景気過熱の兆しが見えていた。一般物価水準でみたインフレ率は、それまでのデフレからインフレへと基調を変化させ、北京や上海などいくつかの都市では、不動産価格の上昇も見られるようになっていた。

2003年9月のG7財務大臣・中央銀行総裁会合のコミュニケ（以下G7）では、名指しは避けつつ、為替が伸縮的に動くことが大切だと、指摘している。その後のG7でも、同様の私的が繰り返されてきた。

2005年には、人民元改革は、より大きな政治問題となった。ここでいう、「人民元の改革」とは、切り上げ、もしくは増価をもたらすようなより伸縮性のある為替制度の選択を意味している。2005年春ころから、アメリカ財務省は、表立った批判は控えつつも、特使を送り込むなどして、人民元改革の必要性を中国側に訴えていた。アメリカが中国に「静かな圧力」をかけるようになっていた背景には、さきにあげた経済的な理由に加えてアメリカの事情がいくつかある。第一に、中国は、2000年以降、対米輸出額が急増した。その結果、アメリカにとっての二国間貿易不均衡の額（アメリカがそれぞれの貿易相手国別に対して、輸入が輸出を超過する程度）では、中国が2000年には日本を抜いて1位となり、その後も日本との差を拡大していった。一方、アメリカの経常収支赤字は、2001年から2005年にかけて急増して、GDP比6%を超えるようになった。その結果、アメリカ国内で、経常収支赤字の元凶として対中の貿易赤字が問題視されるようになり、対中政策が大きな政治問題化したことである。

米産業界からは、ホワイト・ハウスや米財務省に対して、対中政策を強硬なものにするように、との圧力がかけられるようになっていた。アメリカの経常収支赤字の拡大、中国に対しての二国間貿易赤字の拡大、という構図は、中国を日本に置き換えると、1980年代の日米貿易摩擦と似ている。ただし、異なるのはつぎの2点である。第一に、1980年代のアメリカの経常収支赤字が、当時とはとても大きなものであった（1987年の経常収支赤字・GDP比3.5%）と考えられていたのに対して、2005年の経常収支赤字は、それに比べて

も更に大きなものになっていること（2005年の経常収支赤字・GDP比6.5%）だ。第二に、1980年代の主要な二カ国間不均衡の相手国が日本だったが、日本は当時もフロート制を採用していた。2005年の中国は事実上ドル・ペッグを継続している。また、日本はG7のメンバー国で、G7の枠組みのなかで、グローバルな責任を果たす立場にあり、またそうしていたが、中国は、G7のメンバー国ではないわけで、G7の枠組みでは処理できない（欠席裁判になる）ことである。アメリカが中国に対して大きな圧力をかける梃子（レバレッジ）を持っているわけではないために、国際的な政策協調が難しい。このような違いから、2005年の中国問題は、1980年代半ばの日本問題よりも、アメリカにとっては、より大きな問題であるといえる。

アメリカ、欧州、日本は、中国をG7財務大臣会合に、非公式には、はしばしば招致したが、人民元についての言質をとることはできなかった。中国の政策担当者は、2005年前半にも、繰り返し、為替政策の変更について否定的なコメントを繰り返していたが、2005年7月21日になって、突然、人民元改革を発表した。（発表文を補論(1)で採録する。）改革の骨子は次のとおりであった。人民元を直ちに約2%切り上げる。その後は、人民元の一日の変動幅を、0.3%として、中心レートは前日の終値（人民銀行が発表）とする。中期的には、通貨バスケットを参照する。

毎日0.3%の変動を許すということは、1日に0.3%、10営業日に3%、一ヶ月に6%、半年で、30%以上動かすことができるはずである。時間はかかるものの、改革は進展するとの期待も高まった。改革発表直後には、G7から歓迎メッセージを発出した。

ところが、人民元改革から6ヶ月たった1月末までに、人民元の評価幅は、わずか0.6%程度に終わっている。（その後、2月、3月と評価のスピードは加速された。）中国は人民元改革後も、介入を続けて、外貨準備が増加を続けている。アメリカには、中国はドル・ペッグの廃棄の約束を履行していないように見える。さらに、2006年2月にも、G7は、すでに約束したことを実行するように、と更なる伸縮性を促している。

中国元の為替レート体制は、東アジアにおける将来の金融協力に重要な意義を持っている。現在のように中国の人民元が事実上ドル・ペッグを継続しているなかで、アメリカの経常収支赤字の是正のために、ドルが大幅に減価するようなことがあると、事実上のドル・ペッグを継続する中国元とマレーシア・リングギが、米ドルとともに減価する一方、フロート制をとる日本、事実上のバスケット制をとる韓国、タイ、シンガポールが、対ドルのみならず、対人民元、対リングギでも大きな増価を強いられることになるからである。

高い域内貿易比率からみて、アジアにとって望ましいのは域内安定、対外共同フロート制となる協力されて通貨制度である。したがって、中国元が伸縮的に変動するようになることが、今後の東アジアにおける通貨の協力の前提となる。その意味で、中国の通貨制度は、米中貿易摩擦を解く鍵になるばかりでなく、アジアにおける通貨協力の意義を持っている。

この論文は、第二節で、人民元改革の声明の政治経済学的分析を行う。第三節では、公

告後の人民元の変動の大きな変動を展望する。第四節では、バスケット通貨制だとすると各主要通貨のウェイトはいくらになるのか、を推計する。第五節はまとめである。主要な結論は、7月21日のドル・ペッグの放棄の公告とは裏腹に、その後の人民元の動きは、対ドルレートで非常に安定的な動きをしている。ただし、長期的にみると、わずかながら対ドルで増価している(6ヶ月で0.6%の対ドル増価)。一日に許されている0.3%の変動幅は、使われていない。バスケット通貨を参照する、と公告のなかにあるが、そのような証拠は全くない。

2. 人民元改革 (7月21日)

2.1. 声明の分析

中国人民銀行は7月21日(木)、午後7時(日本時間午後8時)「公告」を発表した。(声明の日本語訳は補論(1)) 要点は次のとおり。

(1)政治的な決定

前文において、中国人民銀行は、「国务院の承認を受けて」、人民元の為替制度の改革を行ったとしており、これが、中央銀行や財政経済部のような行政判断ではなく、党中枢がかかわる高度の政治判断であったことを示唆している。

(2)対ドルで、ただちに2.1%切り上げを実行

21日の終値を1ドル8.11元(前日比約2%の切り上げ)とする。

(3)ドル・ペッグ放棄を明言

ドル・ペッグをやめて、市場の需給に基づき通貨バスケットを参照する管理フロート制に移行する、として、ドル・ペッグの放棄を明言している。

(4)管理フロート制の変動幅を数値で明示

毎営業日の取引終了後に決まる「終値」が、翌日の中心レートになる。日々の変動は、対ドルで中心レートの上下0.3%を堅持する。

(5)バスケット制

さらに、中長期的には、通貨バスケットを参照しつつ、市場の情勢を見ながら、より弾力的なものとする、としている。

以下、上記の点についてすこし敷衍する。中国人民銀行は7月21日(木)、午後7時(日本時間午後8時)、人民元の対ドルレート2%の切り上げと、多通貨バスケット価値を参照して変動を許すという「公告」を発表、人民元改革が実現した。公告ではまず、中国人民銀行は、「国务院の承認(中国語原文では、批准)を受け」た、と述べているので、高度の政治判断であったことがわかる。前文に続いて、改革の内容を4項目にまとめている。

第一に、為替レート体制は、ドル・ペッグをやめて、市場の需給に基づき通貨バスケットを参照する管理フロート制に移行する。第二に、毎営業日の取引終了後に決まる「終値」

が、翌日の中心レートになる。第三に、21日の終値を1ドル8.11元（前日比約2%の切り上げ）とする。第四に、日々の変動は、対ドルで中心レートの上下0.3%を堅持する。さらに、中長期的には、「通貨バスケットを参照しつつ、市場の情勢を見ながら」、より弾力的なものとする、とした。

この発表を素直に読むと、はっきりしているのは、日々の変動幅は対ドルで上下0.3%である、ということだけである。変動幅の上限・下限にぶつからない限り、変動はまったく自由に任せられるのか、それとも、そもそも上限・下限にぶつからないように介入が行われるのかは、明らかではない。さらに、「通貨バスケット」に関しても、バスケットの構成通貨やそのウェイトが発表されていないので、この部分は運用に委ねられる。

一日の取引終了後に中国人民銀行が公表するとする「終値」は、人民元の対ドル、対円、対ユーロ、対香港ドルの4通貨のレートとされた。これは、一見、バスケット通貨を意識しているように見えた。しかし、対ドルの終値がそのまま翌日の対ドルの中心レートになるのでは、通貨バスケットを参考にする、という意味は、ここでは、全く無い。バスケットを真剣に使っているとすると、むしろ終値が想定するバスケットに近い値になるように、市場の終わりに介入して元ドルレートを誘導している、ということなのか、あるいは、バスケット通貨を考えるのは、中長期的な課題であり、日々の調節では全く考えないのか、これも「公告」では明らかにされていなかった。

発表文を素直に読む限り、理論的には、中心レートは毎日少しずつではあるが、じりじりと切り上がる可能性がある。人民元を買う圧力が強く、上限（一日の切上げ0.3%）が毎日達成され、その上限が翌日の中心レートになることが繰り返されるならば、10日で3%、一ヶ月（約20営業日）で6%、3ヶ月で約20%の切り上げが可能ということになる。²これは、クローリング・ペッグと呼ばれる仕組みである。第一図にその概念図を示している。今回の人民元改革は、そのクローリング・ペッグの中心レート変化に「バスケット」を参照する、つまり、Williamson()のBBC (Basket, Band, Crawl) の考え方に近いのか、という印象を与えている。しかし、前日の対ドルレート終値が、今日の対ドルレートの中心値になるとすると、少なくとも、バスケット価値を念頭において、終値の決定のための介入を匙加減しない限り、このバスケットの解釈は、成り立たない。

第一図挿入

このように、いくつかの解釈に不確実性があり、マーケットにおいて、この人民元改革は、 $0.3\% \times \text{日数}$ のように、これから、徐々にではあるが、どんどん人民元が切りあがる可能性がある、あるいは、今回の改革は「第一歩」であり、2%というようなジャンプが今後もあるかもしれない、という期待が市場に出てきた。ところが、7月26日になって中国人民銀行は、2%切り上げの改革を改革の「第一歩」と解釈すること、また「漸進的な改革」について、切り上げ幅が累積的に拡大するとマーケットや外国メディアが解釈することは

²複利計算と同じ要領で考えると、毎日0.3%、といっても、7月22日のレートに比べれば、単純な掛け算以上の増価となりうる。ここでは、それを単純化している。

誤りである、との声明を発表した。(補論(2)として所収。)これでは、理論的な例として示したような切り上げの累積は許さない、ということである。これにより、さらなる増価の期待は、一気にしぼんでしまった。

2.2. なぜ、この時期に？

中国が、7月下旬というタイミングで、人民元改革を発表したのは、アメリカの圧力によるものだが、そのような直接的な因果関係を憶測されることは避ける必要があった。そこには、人民元の弾力化により対米関係を維持しつつ、急激な増価は避けて、国内問題を避けるという政治的な判断があったように思われる。

胡錦濤国家主席が9月に訪米を控えていた、また、10月には米財務省が議会に半期に1度の為替政策報告書を提出するので、夏休み明けまでには、ある程度の「成果」をアメリカに示す必要があった。為替政策報告書は、2005年4月の報告書では、中国は為替を操作していないという報告と同時に、半年間の猶予を与えるという条件をつけていたので、それまでに何もしなければ、10月には、何らかの厳しい報告が書かれる可能性があった。また、アメリカは、年内にも中国報復関税法案(シューマー法)を採決するかもしれない、との可能性を示唆していた。

しかし、決断がアメリカの圧力である、見られるのは、中国の政治的な立場からは許されない。したがって自主判断である、という建前を保つためには、8月がぎりぎりのタイミングであり、それをさらに、数週間前倒しにすることで、マーケットに「驚き(surprise)」であることを狙った、と考えられる。追い込まれての切り上げは避けたかった。それまで、米財務省は、人民元に関する特使をたびたび訪中させ、中国の要人や有識者と会談させて、静かな説得を行っていた。中国もこれ以上、ブッシュ政権、とくに米財務省を、対議会の関係で苦境に立たせるのは得策ではないと判断したようである。このような情勢判断は、マーケットでも流れていたし、先物レートにも予想は織り込まれていた。さらに、マーケットの一部では、切上げ幅について、5%から10%の切り上げを伴う人民元改革が行われる可能性が高いと考えられていた。中国は、マーケットの予想である8月というスケジュールをさらに前倒しにすることで、予想の裏をかくことにしたと思われる。結果的には、マーケットの予想よりも、時期は早い、切り上げ幅は小さな改革となった。

3. 中国元の伸縮性

3.1. 対ドルの伸縮性は高まったか？

公告では、一日に0.3%まで変動を許すとしたものの、その変動幅は、結果的に非常に小さいものとなった。第2図では、元・ドルレートの7月22日以降の変化を、円・ドル、ユーロ・ドル、シンガポール・ドルの同時期の変化と比べている。7月22日のレートを1.00として基準化している。この図の最初の点は7月21日の中国人民元2.1%の切り上げが起きた後の7月22日が起点である。

第2図を挿入

この図からみるように、元は、比重にわずかずつではあるが、対ドルで増価してきた。7月22日から、1月27日までの6ヶ月のあいだに、対米ドル0.6%ほど増価したことになる。この図では、ほとんど変動がなく、一直線のように見える。もちろん、元・ドルレートだけを取り上げれば、多少の変動はあるものの、円やユーロに比べると、その変動幅は微々たるものである。完全なフロート制である円やユーロに比べると、比較の対象として適切ではない、という見方もあろう。そこで、同じアジアのエマージング通貨である、シンガポール・ドルの変動も図のなかで示している。

他の通貨はこの間、大きく変動している。円は、7月末から9月にかけて1%程度増価したあと、12月はじめにかけて10%程度減価した。そのあと、1月末にかけて5%程度増価した。ユーロは、減価の程度は円ほどではないものの、ほぼ円と同じようなサイクルを描いている。円・ドルレート、ユーロ・ドルレートが似たような動きをするということは、ドルが主要通貨に対して変動する、つまりアメリカ要因で変化している、ということである。シンガポール・ドルは、これまでの研究（および本論文の次節）で、バスケット通貨を参照している管理フロート制であることが知られている。シンガポール・ドルは、ユーロや円とほぼ同じような動きをしているが、円やユーロよりは、若干、なだらか（デコボコの少ない）動きをしていることがわかる。7月22日と比較して、1月27日には、この図でみている通貨のなかではシンガポール・ドルが、一番増価していることもわかる。

この図から容易に想像できるのは、次のような政策が採用されている、ということである。元は、対ドルに対して大きく変動しないように、日々介入が行われている。また、長期的にはわずかながら増価するように、「終値」が調節されている。（ただし、1月のはじめから、「終値」方式が改められて、中心値は、一日の始まりに、主要な外国為替取扱い銀行の提示する取引レートの平均で決められるとされるようになった。これが、介入の余地が狭まることを意味するのか、その点は変わらないのか、は明らかではない。ただし、1月から3月にかけての対ドル増価のスピードはそれ以前に比べて、若干速くなっている。

4. 中国元はバスケット通貨になったか？

7月21日の「公告」の中で、元を管理フロートするに当たって、バスケット通貨を参照する、と書いてあることはすでに述べた。しかし、そのバスケットに入っている通貨については、そこでは、明らかにされていなかった。これについて、周総裁は、8月10日の講演で、バスケット構成通貨は、次の11通貨、と表明した。

ドル、ユーロ、円、ウォン、シンガポールドル、英ポンド、マレーシアリング、ロシアルーブル、豪ドル、タイバーツ、カナダドル

しかし、ウェイトが明示されていない、あるいは、香港ドルは入っていない、などの疑問が残った。これは、単に、主要貿易相手国の名前の列挙した、だけなのか、といううがった見方もできる。

前節の、6ヶ月にわたる為替レート（水準）の図から直感的にわかるように、元の価値の決定で、円やユーロが参照されているとは言いがたい。以下では、この直感をフランケル・ウェイ型の計量分析（Frankel and Wei（ ））で確かめる。

ただし、他通貨と比較する必要があるので、ドル・ペッグに近い通貨として、マレーシア・リングギ、香港・ドルをサンプルに加え、バスケット価値を参照している通貨として、シンガポール・ドル、韓国ウォン、タイ・バーツをサンプルに加える。

フランケル・ウェイの推定方法はつぎのとおりである。

$$\Delta c(t) = a_0 + a_1 \Delta e_1(t) + a_2 \Delta e_2(t) + a_3 \Delta e_3(t) + \varepsilon(t)$$

ここで、 $c(t)$ は検討対象となる通貨の対スイスフラン為替レートの対数値、 $e_j(t)$ は通貨バスケットに入る主要通貨の対スイスフラン為替レートの対数値である。たとえば、人民元におけるドル、円、ユーロのバスケットを推計するためには、つぎのような対スイスフランの為替レートを定義する。

$$c(t) = \text{CNY}(t)/\text{CHF}(t)$$

$$e_j(t) = \text{EXR}_j(t)/\text{CHF}(t)$$

j =ドル、円、ユーロ（このほか、ポンド、豪ドル、アジア通貨など）

t =日次であり、 $\Delta = t-1$ から t への差分

定数項はスイス・フランのウェイトみなすことができるので、スイス・フランがバスケットに入っていないとすると、この定式化では定数項はいらない。ここでは、定数項が入っている定式化を用いる。

係数の和の制約、 $a_1 + a_2 + a_3 = 1$ を課すかどうかは、研究者の事前の仮定から選択すべき制約であるが、ここでは、この制約は課していない。また、もし円・ドル・ユーロ以外の通貨（たとえば、韓国ウォン）が、バスケットの中に入っているとすると、その通貨が、同様に、円・ドル・ユーロのバスケットになっているとする。そうすると、中国元の(1)式のウェイトには、中国元のバスケットに入っている円、ドル、ユーロの直接の比率とともに、韓国ウォンなどを経由した間接の比率が足し合わせていることになる。

なぜ、CHF（スイスフラン）を分母にとるのか。スイスフランはあらゆる通貨と相関が低いので、ニューメレール（基準化の通貨）として適している。この式で使われる通貨と相関が低いものであれば、スイスフランである必要はなく、英ポンドでも、豪ドルでも、Can ドルでも構わない。もし、スイスフランが EURO と非常に高い相関で動いている（EUR/スイスフランが定数に近い）場合には、スイスフランを分母にとることが適切ではないことになる。逆にいくつかの分母の候補を使って係数 a を推定して、結果が違うようだと要注意。ドルをニューメレールに使うことへの注意は、(2)を見ること。

さらに、右辺の変数同士が、同じような動きをしている場合には、Multicollinearity が発生するので、要注意。たとえば、JPY/CHF と EUR/CHF が同じ方向に動いている（ドルの独歩安、ドル独歩高が続く場合）には、JPY/CHF と EUR/CHF の係数を独立に信頼度高く推計することは難しくなる。

第一表は、このフランケル・ウェイ分析を、中国元、シンガポールドル、韓国ウォン、マレーシアリング、タイ・バーツ、香港ドルに当てはめて、推計したものである。

中国元は、定数項が有意に効いているが、これは増価の傾向が有意にある、ことを示している。次に、ドルのウェイトは、97%であり、非常に有意である。円のウェイトは、1%と小さいが、統計的には有意。ユーロは統計的に有意なウェイトは発見されなかった。同様の、増価のトレンド、非常に高いドル・ウェイト（98%）、非常に小さいが有意な円へのウェイトという傾向は、香港ドルについても見られる。マレーシア・リングは、円についてのウェイトも統計的には有意ではなく、ドル・ペッグの程度は、元よりも大きいかもしれない。

つぎに一般にバスケット通貨として知られる、シンガポール・ドル、韓国ウォン、タイ・バーツを比較する。ドル・ウェイトは、シンガポールの62%、ついで、タイ・バーツの58%、最後にウォンの51%、となっている。元、リング、香港ドルの97%を超えるドルのウェイトと比較すると、これらのバスケット通貨のドル・ウェイトははるかに小さい。円のウェイトは、バーツの31%、シンガポールドルの20%、ウォンは36%となっている。いずれも、統計的に有意である。

ユーロのウェイトは、シンガポール・ドルが、19%で統計的に有意、タイ・バーツが、29%で統計的に有意であるが、韓国ウォンは統計的に有意ではない。

このように見てくると、中国元は明らかに、いまだにドルペッグであり、バスケットを参照しているとは言えない。

5. まとめ

中国元の為替レート体制については、そもそも中国としてどのような通貨体制が望ましいか、という側面と米中経済摩擦問題としての側面がある。本論文では、後者に焦点をあてて分析したが、そもそもより弾力性のある体制にすべきかどうかについての分析が必要かもしれない。一般的には、外貨準備が増加をつづけることで、ドル資産が溜まり、将来のドル下落のリスクがどんどん大きくなっていくことのリスク、国内経済が過熱することで、バブルになることのリスクを回避するためには、より伸縮的な為替レート体制が必要である、と考えられる。とくに、国内のインフレ率が高くなってきたときには、早めにフロート制に以降することが望ましい。名目レートの増価に抵抗することで、インフレ率が高騰してしまうことは、日本が1971-73年に犯した誤りである。

また、伸縮的な為替レート体制を選択した場合に、どの為替レートに注目して為替政策を運営すべきか、が問題となる。アメリカとの貿易関係が、他との関係を圧倒していない

限り、適切な為替レートは、対ドル名目レートではなく、実質実効為替レートである。その意味で、バスケット通貨を参照する、といった中国の選択は正しかった。問題はそれをどのように実行 (implement) するか、という、問題である。これは、中国もようやく考察を始めたばかりである、といえよう。

東アジア諸国にとって、貿易の 5 割近くは、アジア域内の中の国々との貿易である。とくに中国への輸出の増加に頼る国も多い。従って、東アジア地域の域内為替レートが安定化したうえで、東アジアの通貨が対ドル、対ユーロで同じようにフロートするようになれば、東アジア域内の貿易・投資・資本移動の安定化のためには望ましい。ただし、各国が異なるバスケットを採用すると、混乱する可能性があるので、バスケットの調和が必要だ。

中長期的に、東アジア諸国が共通のバスケットに基づく BBC を採用することができれば、アジア地域の為替制度は非常に強固なものへと飛躍することになる。これまで、この方向への地域金融協力の最大の障害が、中国のドル・ペッグであった。この制約が本当に外れれば、東アジア地域の政策担当者は、これからの金融協力に向けた議論を深めることができる。

中国人民银行公告〔2005〕第16号

中国人民银行关于完善人民币汇率形成机制改革的公告

为建立和完善我国社会主义市场经济体制，充分发挥市场在资源配置中的基础性作用，建立健全以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度，经国务院批准，现就完善人民币汇率形成机制改革有关事宜公告如下：

一、自2005年7月21日起，我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。人民币汇率不再盯住单一美元，形成更富弹性的人民币汇率机制。

二、中国人民银行于每个工作日闭市后公布当日银行间外汇市场美元等交易货币对人民币汇率的收盘价，作为下一个工作日该货币对人民币交易的中间价格。

三、2005年7月21日19:00时，美元对人民币交易价格调整为1美元兑8.11元人民币，作为次日银行间外汇市场上外汇指定银行之间交易的中间价，外汇指定银行可自此时起调整对客户的挂牌汇价。

四、现阶段，每日银行间外汇市场美元对人民币的交易价仍在人民银行公布的美元交易中间价上下千分之三的幅度内浮动，非美元货币对人民币的交易价在人民银行公布的该货币交易中间价上下一定幅度内浮动。

中国人民银行将根据市场发育状况和经济金融形势，适时调整汇率浮动区间。同时，中国人民银行负责根据国内外经济金融形势，以市场供求为基础，参考篮子货币汇率变动，对人民币汇率进行管理和调节，维护人民币汇率的正常浮动，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定，促进国际收支基本平衡，维护宏观经济和金融市场的稳定。

中国人民银行
2005年7月21日

中国人民銀行公告(2005)第 16 号

中国人民銀行の人民元為替レート体制の改革についての公告

わが国の社会主義市場経済の制度を確立および改善し、市場の資源配分において市場がその完全な機能を発揮して、市場の需給に基づき管理された変動為替相場制度をさらに強固なものとするために、国务院の承認を受けて、中国人民銀行は、人民元為替レート体制改革に関して以下のように公告する。

一、2000年7月21日から、中国は通貨バスケット制を参考にしつつ、市場の需給を基礎に、管理された変動為替制度へと移行する。人民元は、対ドルで固定制（ドル・ペッグ）ではなくなり、人民元為替レート体制は、弾力性が大きくなり改善される。

二、中国人民銀行は毎営業日の終業後に、当日の銀行間外貨市場におけるドルなど、対人民元で取引されている外貨の為替レートの終値を、翌営業日における当該通貨の対人民元取引中心価格として公布する。

三、2005年7月21日の19時より、ドル対人民元の取引価格は1ドルが8.11元となるよう調整される。それは翌日の銀行間外貨市場における外貨指定銀行間取引の中心価格とされ、外貨指定銀行はこのときから、顧客への店頭価格を調整することができる。

四、現段階においては、銀行間の毎日の外貨市場でのドル対人民元の取引価格は人民銀行の公布したドル取引中心価格の上下の0.3%の幅の範囲で変動し続け、非ドル通貨対人民元の取引価格は人民銀行の公布した当該通貨取引中心価格の上下一定の範囲内で変動する。

中国人民銀行は市場の発展状況と経済金融情勢に従って適宜、為替レートの変動幅を調整する。同時に、中国人民銀行は、通貨バスケットを参照しつつ、市場の情勢を見ながら、人民元為替レートを、より弾力的なものとする。中国人民銀行は、人民元為替レートを、基本的に、合理的かつ均衡レートのあたりで安定するように維持する、それによって、国際収支の基本的均衡を促進して、マクロ経済と金融市場の安定を維持する。

中国人民銀行

2005年7月21日

中国人民银行新闻发言人郑重声明

人民币汇率形成机制改革受到国内外媒体和有关方面的广泛关注和充分理解。但也有国外的个别媒体对改革的有关内容，特别是对人民币对美元交易价格的调整制造误解，甚至错误地认为人民币升值2%只是初始调整，“可能引发中国人民银行在不远的将来会进一步提高人民币汇率的预期……”。

为准确理解人民币汇率形成机制改革，现郑重声明如下：

一、人民币汇率初始调整水平升值2%，是指在人民币汇率形成机制改革的初始时刻就作一调整，调整水平为2%。并不是指人民币汇率第一步调整2%，事后还会有进一步的调整。

二、人民币汇率水平升值2%是根据汇率合理均衡水平测算出来的。这一调整幅度主要是从我国贸易顺差程度和结构调整的需要来确定的，同时也考虑了国内企业的承受能力和结构调整的适应能力。这个幅度基本上趋近于实现商品和服务项目大体平衡。

三、渐进性是人民币汇率形成机制改革的一个重要原则。渐进性是指人民币汇率形成机制改革的渐进性，而不是指人民币汇率水平调整的渐进性。人民币汇率制度改革重在人民币汇率形成机制的改革，而非人民币汇率水平在数量上的增减。

中国人民银行热诚欢迎国内外各界继续关注、支持人民币汇率形成机制改革，也希望有关媒体本着负责任的态度，准确理解改革的精神，客观报道改革的有关内容。

中国人民銀行ニュース担当者からの重要な声明

人民元為替相場の形成体制における改革は国内外メディアと関連機関から広い注目を受け、かつ十分に理解をされている。しかしながら、国外のいくつかのメディアは改革の内容、特に対ドル人民元交易価格の調整、人民元の2%の切り上げが初期調整値だと間違った理解をしている。「中国人民銀行は近い未来に更に人民元為替レートを切り上げることを誘発する見通し……」

人民元為替相場の形成体制における改革を正確に理解できるために、以下の重要な声明を発表する：

一、人民元為替レートの初期2%の切り上げ調整値は、人民元為替相場形成改革の開始時点での2%の切り上げ水準を調整することを意味している。人民元為替レートの第一歩切り上げ値が2%と調整しており、その後には更なる切り上げの調整を意味していない。

二、人民元為替レートの2%の切り上げ値は、為替レートの合理的な均衡水準によって計算されたものである。この調整値は主に我が国の貿易黒字と貿易構造調整の需要によって確定され、同時に国内企業の人民元切り上げの対応能力と構造調整の適応能力を考慮に入れている。この範囲は基本的に商品とサービス項目の大体のバランスがとれることを実現にできるように働いている。

三、漸進性は人民元為替相場形成体制改革の一つの重要な原則である。漸進性は人民元為替相場形成体制の改革における漸進性を指し、人民元為替レートの調整の漸進性を指していない。人民元為替相場制度改革は、人民元為替レートの数値の増減を指しているのではなくて、人民元為替相場形成体制の改革に重点を置いているのである。

中国人民銀行は国内外の各界からの人民元為替形成体制改革の絶え間ないご関心、ご支持を歓迎し、関連メディアが改革の精神を理解し、責任を持って改革の内容を客観的に報道することを期待しております。

中国人民銀行

2005年7月26日

補論(3)

中国人民银行公告(2006)第1号 中国人民银行关于进一步完善银行间即期外汇市场的公告

为完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，促进外汇市场发展，丰富外汇交易方式，提高金融机构自主定价能力，中国人民银行决定进一步完善银行间即期外汇市场，改进人民币汇率中间价形成方式。现就有关事宜公告如下：

一、自2006年1月4日起，在银行间即期外汇市场上引入询价交易方式（以下简称OTC方式），同时保留撮合方式。银行间外汇市场交易主体既可选择以集中授信、集中竞价的方式交易，也可选择以双边授信、双边清算的方式进行询价交易。同时在银行间外汇市场引入做市商制度，为市场提供流动性。

二、自2006年1月4日起，中国人民银行授权中国外汇交易中心于每个工作日上午9时15分对外公布当日人民币对美元、欧元、日元和港币汇率中间价，作为当日银行间即期外汇市场（含OTC方式和撮合方式）以及银行柜台交易汇率的中间价。

三、引入OTC方式后，人民币兑美元汇率中间价的形成方式将由此前根据银行间外汇市场以撮合方式产生的收盘价确定的方式改进为：中国外汇交易中心于每日银行间外汇市场开盘前向所有银行间外汇市场做市商询价，并将全部做市商报价作为人民币兑美元汇率中间价的计算样本，去掉最高和最低报价后，将剩余做市商报价加权平均，得到当日人民币兑美元汇率中间价，权重由中国外汇交易中心根据报价方在银行间外汇市场的交易量及报价情况等指标综合确定。

四、人民币兑欧元、日元和港币汇率中间价由中国外汇交易中心分别根据当日人民币兑美元汇率中间价与上午9时国际外汇市场欧元、日元和港币兑美元汇率套算确定。

五、本公告公布后，银行间即期外汇市场人民币对美元等货币交易价的浮动幅度和银行对客户美元挂牌汇价价差幅度仍按现行规定执行。即每日银行间即期外汇市场美元对人民币交易价在中国外汇交易中心公布的美元交易中间价上下千分之三的幅度内浮动，欧元、日元、港币等非美元货币对人民币交易价在中国外汇交易中心公布的非美元货币交易中间价上下3%的幅度内浮动。银行对客户美元现汇挂牌汇价实行最大买卖价差不得超过中国外汇交易中心公布交易中间价的1%的非对称性管理，只要现汇卖出价与买入价之差不得超过当日交易中间价的1%、且卖出价与买入价形成的区间包含当日交易中间价即可；银行对客户美元现钞卖出价与买入价之差不得超过交易中间价的4%。银行可在规定价差幅度内自行调整当日美元挂牌价格。

中国人民银行负责根据国内外经济金融形势，以市场供求为基础，参考篮子货币汇率变动，对人民币汇率进行管理和调节，维护人民币汇率的正常浮动，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定，促进国际收支基本平衡，维护宏观经济和金融市场的稳定。

中国人民银行
二〇〇六年一月三日

(日本語訳)

中国人民銀行公告 (2006) 第一号

中国人民銀行のインターバンクの外国為替スポット市場改善に関する公告

中国人民銀行は、通貨バスケットを参考にしながら市場の需給を基礎にして管理された変動為替制度を更に改善し、外国為替マーケットの発展を促し、外貨取引の方式を多様化させ、金融機構の価格決定能力を強化することを狙いとして、インターバンクの外国為替スポット市場を更に改善し、人民元の間為替レートの形成方式を修正することを決定した。同銀行は、以下のように公告している。

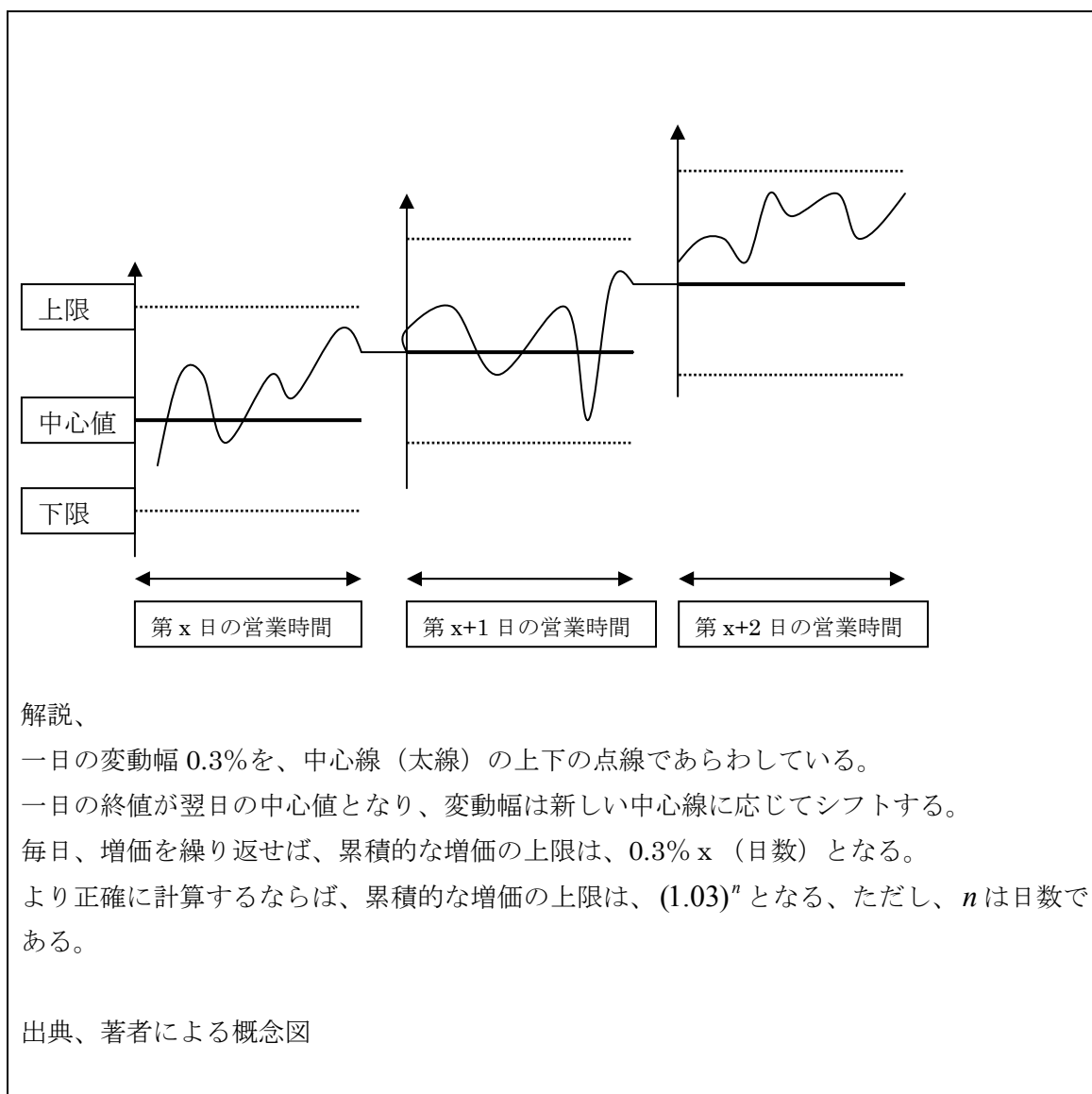
- 一、 2006年1月4日から、インターバンクのスポット市場においては、相対取引方式(以下、OTC方式)を導入し、それと同時にオートマティック・プライス・マッチング(automatic price-matching)方式を維持する。インターバンク外国為替市場の取引主体は集中信用授与(centralized credit authorization)、集中競売(centralized price bidding)の方式に基づいたり、または双方信用授与、双方合意(settlement)を基礎にしたOTC方式のマーケットを通して、外国為替取引に参加することができる。同時に、インターバンクの外貨市場においてはマーケット・メーカー(market makers)制度を導入し、市場に流動性を提供する。
- 二、 2006年1月4日から、中国人民銀行は、中国外貨交易中心(China Foreign Exchange Trading System)に対し、各営業日の午後9時15分に当日の対ドル、ユーロ、日本円と香港ドルとの間の為替中間レートを、銀行店頭における取引のみならず、インターバンクのスポット市場(OTC方式とオートマティック・プライス・マッチング方式)及び銀行店頭取引レート率の中間値として対外に公布することを授権する。
- 三、 人民元の対ドル中間レートの形成方式は、OTC方式の導入後には、この前のインターバンクの外貨市場での自動プライスマッチング(automatic price-matching)方式に基づいた終値の方式から、以下のような方式に変えられる。すなわち、中国外貨交易センターは毎日、インターバンク外国為替市場のオープン前にすべてのマーケットメーカー(market makers)にレートを照会し、そしてそれらの最高値と最低値を除いたレートを加重平均して当日の人民元の対ドル中間レートが得られる。ウェイトは中国外貨交易センターによって、各々のマーケット・メーカーによる取引量、およびつけられたレートなどの他の指標をも考慮しつつ確定される。
- 四、 人民元の対ユーロ、対日本円、及び対香港ドル為替中間レートは、中国外貨交易

センターがそれぞれ当日の人民元の対ドル中間レートと、当営業日の午前9時の国際外貨市場におけるユーロ、日本円、及び香港ドルの対ドルレートのセット計算によって確定される。

五、 同公告が公布されてからも、インターバンクのスポット市場における人民元対ドルなどのレートの変動幅と銀行対顧客の店頭対ドルレートとの差の幅が依然として現行規定によって執行される。すなわち、毎日インターバンク・スポット市場のドル対人民元為替レートは中国外貨交易センターの公布した対ドル中間レートの上下1000分の3の幅内で変動し、ユーロ、日本円、香港ドルなどの非ドル貨幣の対人民元レートは中国外貨交易センターが公布した非ドル貨幣の中間レートの上下の100分の3の幅内で変動する。銀行の対顧客ドルの現金店頭為替レートの最大の売買価格の差が中国外貨交易センターの公布した取引中間価格の1%の非対称性管理を超えることができない。現金売り出し価格と買入れ価格との差が当日取引中間価格の1%を超えてはならない、しかも、売り出し価格と買入価格によって形成された区間が当日の中間レートを含むことが必要である。銀行対顧客ドル現金売り出し価格と買入価格との差が取引中間価格の4%を超えることができない。銀行は決められた価格差の幅内においては当日ドル店頭価格を調整することができる。

中国人民銀行は、人民元の為替レートを基本的には適応的かつ均衡的な水準に安定・維持させることに責任を持ち、それによって国際収支の基本的なバランスを促進し、マクロ経済と金融の安定を維持する。

第1図



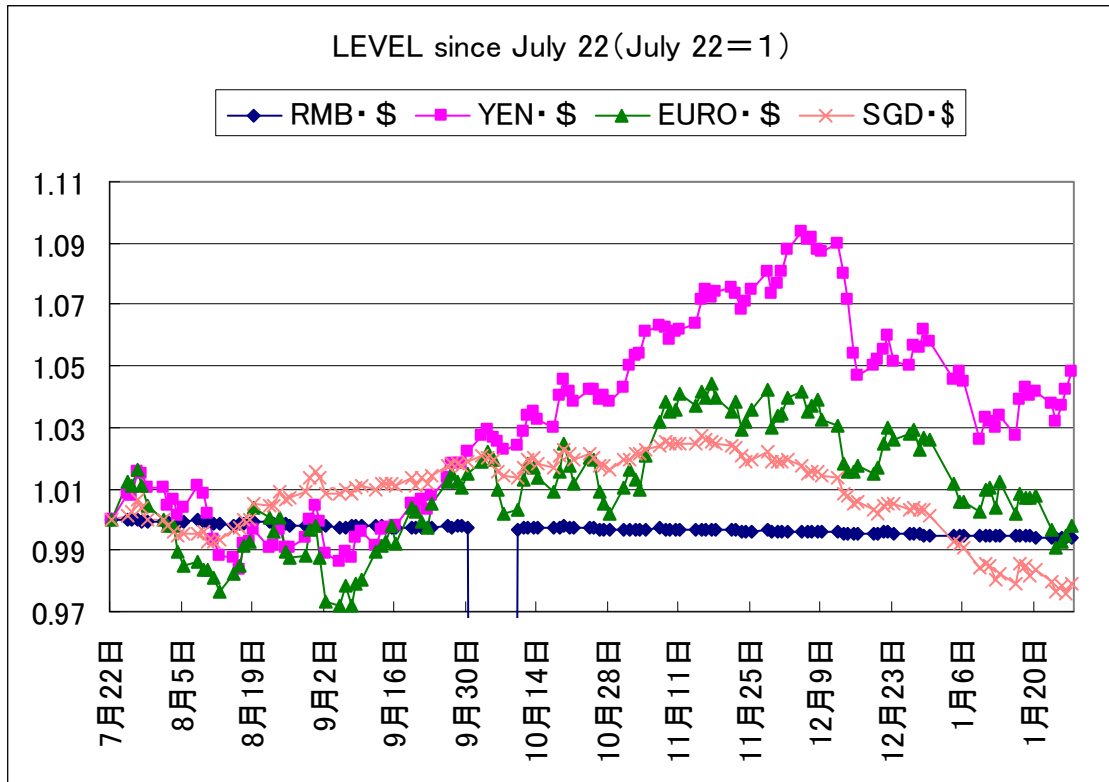
第2図。

中国元、シンガポール・ドル、円ドル、ユーロドルの対ドルレート動き

2005年7月22日—2006年1月31日、日次、終値ベース

ただし、1月2日以降は、朝9:00のレート

(7月22日のレートを



第1表。バスケット・ウェイトの推計

フランケル・ウェイ型回帰分析						
	左辺					
右辺変数	元	シンガポールドル	韓国ウォン	マレーシアリング	タイバーツ	香港ドル
定数項	-0.005	-0.023	-0.049	-0.008	-0.056	-0.004
t-値	(-2.64)**	(-1.90)+	(-1.94)+	t(-0.83)	(-2.54)*	(-2.22)*
ドル	0.973	0.622	0.506	0.972	0.583	0.981
t-値	(266.5)**	(25.10)**	(9.62)**	(49.59)**	(12.79)**	(237.8)**
円	0.010	0.200	0.360	0.022	0.316	0.022
t-値	(2.11)*	(6.33)**	(5.38)**	t(0.87)	(5.44)**	(3.81)**
ユーロ	0.002	0.191	0.148	0.029	0.293	-0.010
t-値	(0.22)	(3.39)**	(1.24)	(0.65)	(2.82)**	(-0.92)
R bar sq	0.998909	0.920932	0.709092	0.969326	0.7961	0.999307
DW	2.320033	2.021091	2.047127	1.631279	1.932287	1.853059
解釈	ドル・ペッグ	バスケット	バスケット	ドルペッグ	バスケット	ドルペッグ
注1、すべての通貨は、スイスフラン建て						
注2、機関は、2005年7月25日。旧正月で取引がなかった期間は、観察値を飛ばしている。						
注3、係数が有意かどうかについて、t値とともに、						
Significanceが1%以下を**、5%以下を*、10%以下は+、であらわしている。						