

## 人民元切り上げの可能性とNDF

為替の先物レートは2通貨の金利差を反映したもので、将来の直物レートの予想値ではない。もし先物レートが予想値だった場合、両通貨の資金市場を通じての裁定取引が行われ、直ちに金利差を反映した先物レートに収斂するからだ。だが人民元先物レートは違う。

非居住者は人民元の受け渡しを自由にできない。つまり資金市場を通じた裁定取引ができないので、先物レートは金利差よりも将来の直物レートの市場による予測値を反映する。

最近までそのNDF市場でドル人民元先物レートが人民元高に推移してきた。特に3ヶ月以内の短期のレートの動きが目立ったが、1年物では直物レートに対して3%弱の人民元高の水準だ。

NDFでの人民元レートは、これまでも人民元切り上げの市場での見通しの程度を反映してきた。05年にドルペッグを止め、人民元対ドルレートを約2%切り上げたが、その前にも人民元NDFは1年物で3%から5%ほど高くなるのが度々あった。時には7%ほどになることもあった。

現在、人民元直物為替レートは通貨バスケットを参考にして決まることになっているが、1年半ほど前から人民元はドルペッグに戻ってしまった。1ドル=6.83人民元前後でほぼ固定されてしまった。金融危機で打撃を受けた輸出産業を保護するためだ。

今回は中国人民銀行総裁が、こうしたドルペッグは緊急的なもので変更の可能性を示唆したことから、NDF市場でも反応した。だが中国ではこうした通貨政策の決定は他の国のように中央銀行に委ねられているのではなく、国務院が権限を持つ。そこでは輸出産業の発展による雇用の拡大を重視する商務省などの勢力も強く、資産バブル、インフレ懸念や対外関係などの要因を重視する人民銀行などのグループとの政治的対立もある。

結局人民元切り上げのポイントは、ドルペッグが中国の利益よりも不利益になることが明らかになることだ。それはインフレや資産バブルが眼に見えて中国人民の生活を脅かし、貧富の差を一層拡大する構図が商務省などのグループにも受け入れられるときだ。