

Financial Trends

経済関連レポート

なぜ、人民元の切り上げが円高圧力を生むのか

発表日：5月10日(火)

～円高圧力の正体は政治的思惑？～

(No.FT - 4)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

人民元の切り上げ観測に引きずられ、円高・ドル安が進む動きがある。しかし、ドルにリンクした人民元が切り上げられると、本当に円高になるのであろうか。円とドルの関係が中立的ならば、人民元高は円安・ドル安になるとも解釈できる。筆者は、年初来の欧米要人発言には、人民元とともに円高を促そうという政治的思惑があり、それが円高バイアスを生んでいると考えている。

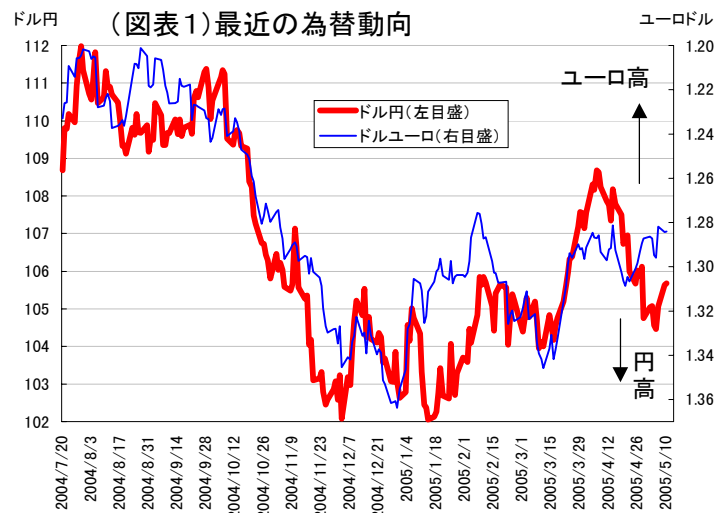
一方、合理的な理由付けを考えるならば、人民元が通貨バスケット制に移行した場合の円買い圧力、人民元切り上げに伴って日本の対中国輸出が増える効果、が円高をもたらすとも考えられる。ただし、そうした理由のインパクトはあまり大きくはなく、政治的思惑の方が強いように思える。

人民元への切り上げ圧力増す

為替相場は4月中旬から5月上旬にかけて、徐々に円高・ドル安方向に動いている(図表)。この一因として、人民元の切り上げ観測がある。人民元の切り上げについては、年初以来、日米欧の要人発言が相次いでおり、5月9日には米国財務省と中国人民銀行による人民元改革に関する米中専門家協議が開かれている。最近の円高はこの流れに反応している部分があるという訳である。

しかし、人民元切り上げ 円高・ドル安という流れには不自然さがある。ドルに完全にペッグした人民元が切り上げられることは、ドルと円の関係が一定である限り、人民元高・円安であるはずだ。ドルとリンクされた人民元との交換レートが変化しても、ドルと円の間では影響は中立的であると考えるのが自然だ。仮に、人民元高 = ドル安だから、ドル安 = 円高という構図がイメージされているのならば、それは人民元がドルと一体化している点を考慮していないことになる(人民元が円にペッグされていれば、人民元高 円高 ドル安になってもおかしくない)。

この流れは、一体どういった根拠に基づくイメージになのだろうか。



政治的思惑が生じさせる円高

「人民元の切り上げ観測が円高圧力を生む」という作用の背景を、まず思惑から考えてみたい。為替相場には、「ケインズの美人投票」論のように、「皆がそう思うからそうなる」という慣性力が働きやすい。そう思わせる背景は、皆が信じやすい言説がある。

人民元高 = 円高のイメージには、各国通貨の中で、人民元も円もともにアジア通貨だという共通点がそうさせている部分大きいだろう。今の流れの発端となった要人発言は、2005年1月にECBのイッシング理事の発言である。イッシング氏は「ユーロの対ドル調整はあまりにも過剰だったのに対して、アジア各国は問題に正面から対峙して

いない」と語った。この発言は、アジア通貨の切り上げの必要性を主張したものと理解されている。よく考えると、この発言自体は人民元と円の関係を峻別したものではないが、当時、為替市場では ECB のユーロ高を是正したいという意図が伝わって、円高・ユーロ安の思惑が生まれた経緯がある。

ここ最近でも、グリーンズパン FRB 議長が 4 月の議会証言で「人民元をドルに固定連動させることが中国経済を損ない始めている」と指摘したことや、スノー財務長官が 5 月 3 日の安倍幹事長代理との会談で「中国の人民元を変動相場制に移行するよう中国に促すべきだ」と話すなど、人民元の切り上げを促すような発言は相次いでいる。この人民元の切り上げ観測が、同じアジア通貨である円相場に対しても通貨高を連想させ、円高を引き起していると言われている。

これら一連の要人発言には、ドル安を促してきた米国と、ユーロ高の矛先を日本へ向けたいという欧米双方の思惑が絡んでいる。それを象徴する G7 の共同声明文では、2004 年 2 月のボカラトン G7 以来、「為替レートの柔軟性を欠く主要な国・経済地域にとって、その更なる柔軟性が(中略)望ましい」という記述が残っている。今も日本と中国は「柔軟性を欠く主要な国・経済地域」として批判されているのである。円と元を同一視したような政治的な論調が、人民元の切り上げ観測に刺激されて円高圧力が生まれる背景にあるのだろう。

通貨バスケットへの変更

筆者は、人民元高＝円高という流れの背景がほとんど政治的思惑であると考えているが、その反面、もっと合理的な説明がある可能性もわずかながらあると思う。次に、人民元高＝円高の流れが単なるアノマリーではない部分を考えてみたい。

まず、その合理的根拠と考えられるのは、人民元切り上げ後の中国の外貨準備運用の変化である。中国は、ゆくゆくは変動相場制を目指すものの、当面は円・ユーロを含んだ通貨バスケットにペッグする管理フロート制に移行することが考えられる(円は含まれないという見方も強い)。その場合、中国の外貨準備運用は、ドル一辺倒からユーロや円にも分散されることになる。これが対ドルでの円高・ユーロ高につながる可能性がある。

具体的に言えば、ドル全面安に対して人民元が 100%の調整をしなくなるということである。これまで完全なドルペッグ制を採っていた中国は、2003～2004年にドルが全面安となる中で、1ドル＝8.28元のバランスが保たれた。これは、中国がドル買いの不胎化介入を実施して、人民元レートをドル高方向に支えていたというメカニズムがある。その結果、平衡操作をしない対円・対ユーロで人民元は切り下がった(円は一時期積極介入をしたが)。今後、中国が通貨バスケット制に移行する可能性を考えると、人民元はドル安には完全に追随しなくなり、従来と比べて、円高・ユーロ高がより進みやすくなるということである。

中国貿易の弾力性効果

もうひとつの合理的な説明としては、人民元が高くなったときに中国の貿易取引が変化する効果もある。人民元が高くなると、貿易相手国の輸出価格は上昇するが、中国の輸入価格は低下し、中国国内の購買力が上昇する。この作用は、交易条件の改善と言われ、輸入物価の低下が国内物価の安定に寄与し、内需振興を促す効果を及ぼす。その場合、貿易相手国には、中国の内需拡大の恩恵を受けやすい国と、受けにくい国が出てくる。日本は、その恩恵を受けやすいと考えられるので、円高圧力が生じるという見方になる。

現状、中国の輸入相手国は、アジア域内が約半分を占め、欧州・米国が約 2 割ずつとなっている。アジア域内に含まれる日本のシェアは全体の約 2 割である。日本から中国への輸出の中身をみると、一般機械・電気機械が約半数を占め、化学製品、鉄鋼・非鉄、光学機器、輸送用機械を併せて 8 割に達する。現状の日中貿易は、企業内取引の割合が大きい。今後、人民元の切り上げによって中国を経由して米国に輸出する製品価格は上昇し、日本企業が

中国に進出するメリットは低下する可能性がある。それに反応して、日本が対中国直接投資を減少させた場合には、企業内取引が減って日本から輸出額も減少する。

しかし、人民元切り上げがマイルドで中国の内需をうまく拡大させれば、日本から中国への消費財・資本財輸出がより大きく増えることも予想される。そうした予想が円と人民元の間を、円高・人民安に振れさせる可能性としてある。この見方は、人民元の切り上げという行為が、一回切りの円安・人民元の水準調整ではなく、長期的にみて通貨バスケットの中身を日本円のオーバーウエイトさせるだろうという前提の上に成り立っているとも言える。そうした意味で、人民元の切り上げ観測が円高圧力を生むということは、一回切りではない通貨調整を暗黙のうちに意識したものになるだろう。

思惑は持続的か

本稿の後段では、人民元高 円高のロジックを縷々考えてきたが、結論として筆者は、人民元切り上げ観測が生んでいる思惑は政治的な側面が大きく、実はそれほど大きな影響力はないと考える。合理的説明として上げた内容も、それほど大きな円高圧力にはなさそうに思える。結論として、ドル円相場には、見かけ上、人民元高 円高の作用は働いていても、長期的に影響力は及ぼすものではないとみている。