

間近に迫る人民元の切り上げの距離感

発表日：5月19日(木)

～実施後の注目は資本自由化の見取り図か～

(No. FT - 6)

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生(外線：5221-5223)

人民元の切り上げが秒読みにあるとみられている。とはいえ、今すぐに実施すると、中国が外圧に配慮したという格好になるので、ある程度の冷却期間として置くとみられる。一方、人民元の切り上げ観測は、中国へのホットマネーの流入を引き起こし、これが経済の過熱感を煽っているため、それほど気長に待つことはしないであろう。人民元切り上げのタイミングはいずれにしろ2005年後半のどこかだと予想される。

また、その実施の際に注目されるのは、将来の資本自由化スケジュールとされる対外証券投資の自由化である。

すれ違う思惑

人民元の切り上げがいつ起こっても不思議ではないムードがある。5月18日に人民元が切り上げられるという噂は空振りに終わったが、遠からず切り上げが実施されるという見方に変わりはない。この観測の背景には、今年に入って日米高官が活発に人民元切り上げに言及していることがある。特に4月16日のワシントンのG7では、中国が欠席したにもかかわらず、人民元改革がメインの話題のひとつになった。出席した谷垣財務大臣の発言を引用すると、G7では「人民元の在り方、もう少し柔軟性をもたせるべきではないかという議論が当然あるわけですね、まあ遅かれ早かれ、当然そういうことがスケジュールにあがってくるだろうと私自身も思っております」(記者会見)と述べ、そのタイミングが中国の判断に委ねられていると語っていた。

一方、そうした日米高官の発言を根拠に、すぐに人民元切り上げが実施されるかと言えば、そう単純にはいれない。中国側が、諸外国の発言に対して反発する動きをみせているからだ。呉曉靈中国人民銀行副総裁は、米国のスノー財務長官らが人民元切り上げを促す発言を繰り返していることを念頭に置き、「米国が(人民元レート切り上げ圧力を強めるという)こんな環境をつくらなければ、改革の歩調は人々が今予想するより速かっただろう」(5月11日)と述べている。同時に、呉副総裁が「人民元改革の技術的な準備は完了した」とも述べていることを勘案すると、人民元切り上げが秒読みに入っているものの、中国には諸外国からの圧力に従ったとは見られたくないという意向があると考えられる。3月14日に温家宝首相が「(人民元改革は)いつどんな方法を採用するかは意表をつくことになる」と語っているのは、人民元改革はどんな方法になるにせよ、中国が主導権を握っているという態度を明らかにしようという意思表示だとも読める。

これに関連して、人民元問題については政治的な発想で考えるべきだという指摘もある。日本経済新聞の田村秀男編集委員は、市場には「恐るべき無理解、誤解」があり、「周小川中国人民銀行総裁を福井日銀総裁、あるいはグリーンSPANFRB議長のごとくみなして、その発言の細部に注目するが、中国は全く違う」と言う。中国の29の行政機構の中での序列で財政省は14番目、人民銀行は28番目であり、財政省も中国人民銀行もあらゆる経済政策を仕切る「国家発展・改革委員会」の執行機関に過ぎないというのである。その発展・改革委員会にしても党中央政治局、中央政治局常務委員会の決定に従っているため、人民元問題はより政治色の強いイベントとして捉えた方がよい。そう考えると、人民元切り上げは、かなり至近距離に迫ってはいるが、今後、日米高官の積極的な発言が一段落したタイミングで、諸外国の圧力に応じていない格好で行われるのだろう。筆者の予想では、人民元の切り上げは至近距離にあるとは言っても、少なくともあと1、2か月は冷却期間を置き、2005年後半のどこかで実施されるのではないかとみている。

切り上げ観測の自己実現性

人民元の切り上げを政治的イベントとみる必要は認めつつ、経済的背景として蓋然性が高まっているという背景も見逃せない。すでに、2004年秋から人民元切り上げの観測はかなり高まっていて、中国には投機的な資金流入が起きているからだ。

最近の中国の外貨準備高をみると、2004年末から前年比1.5倍という猛烈なペースで増加しており、2005年3月末で6,591億ドルに達している。この外貨準備高は日本(2005年3月末8,377億ドル)に次ぐ世界第二位と言われるが、日本が2003年度に巨大介入を行っていないければ、中国は日本を抜き去り世界第一位になっている(巨大介入直前の外貨準備高4,961億ドル 2003年3月末、(図表1、2))。

異常な外貨準備の膨らみは、貿易黒字や直接投資の規模だけでは説明できないペースであり、人民元が増価することを見込んでのホットマネーであると言われている。この中国への資金流入は、すでに過熱気味になっている経済にはそれを煽るような要因になってしまう。折りしも、中国は2004年10月に過熱抑制策として貸出基準金利を0.27%引き上げ、金融引き締めを行っている最中である。ホットマネーは、不動産投資に回って、過熱抑制策を効きにくくしていると考えられる。つまり、景気過熱を止めるには、人民元の切り上げ観測を解消するために、早期に切り上げを実施する必要があるということである。マクロ政策を担う国家発展・改革委員会としても、人民元切り上げを金融引き締めの一環と考えるだろう。

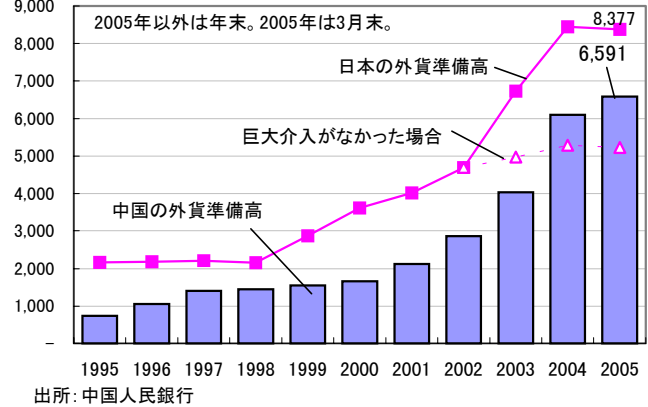
人民元問題は、その対応が遅れるほどに、思惑が高まって、より大きな幅の切り上げに動かないといけなくなるジレンマを抱えている。従って、人民元切り上げの距離感は、2005年後半の中で遠すぎないタイミングだとも言えよう。

為替改革の全体像の中で注目される資本自由化

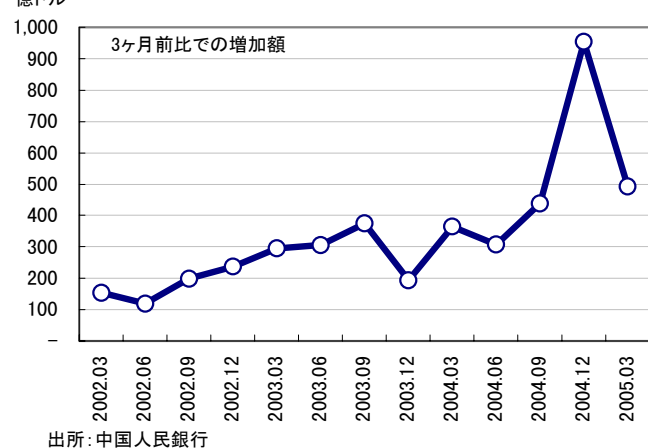
近々、人民元切り上げが行われるのであれば、注目点はどのくらいの切り上げになるのだろうか。巷間、ドルに対する人民元の変動幅を現状の上下0.3%を数%(3%、5%、10%)に拡大する選択が取られるのではないかと言われている。同時に、人民元が固定するレートを、貿易取引などを参考にした通貨バスケットを基準にするバスケット・ペッグ制への移行が行われるという見方もある。いずれにしても、3~10%程度ほど人民元が増価することに代わりはない。現状、小幅の切り上げにとどまるという見方が強い。

ただし、その切り上げ幅がごく小幅であった場合、米国などから切り上げ要求が再燃して、中国が追加的切り上げに追い込まれる可能性も否定できない。切り上げ幅が小幅であることは、人民元切り上げが中国向けの直接投資などに影響が小さい反面、中長期的には追加的切り上げ期待が高まるというジレンマをはらむ。

(図表1) 中国の外貨準備高の推移



(図表2) 中国の外貨準備の増加額



その点、中国が採りそうな戦略としては、北京オリンピックの2008年前後を意識して、2007～2010年頃に完全な変動相場制への移行というゴールを掲げて、段階的な為替制度改革のスケジュールを示すやり方である。中長期的なスケジュールを示すことは、米国などからのアドホックな切り上げ要求に対して、段階的改革を標榜する立場を中国が採りやすいというメリットがある。筆者は、こうした段階的改革の見取り図を同時に示すシナリオが最も蓋然性が高いとみている。

その中で登場しそうな論点として注目されるのは、変動相場制＝完全な資本自由化の姿である。中国は、1996年12月にIMF8条国に移行しつつも、資本取引については自由化してはいなかったが、近年は段階的に資本自由化に踏み出す動きが積み重ねられてきている。例えば、中国は2003年5月に従来中国人しか取り扱えなかったA株市場に対して、適格海外機関投資家(QFII)制度を設け、条件付きながら対内証券取引を行えるように規制緩和をした。今後、注目されるのは、対内証券投資の次のステップとして、中国が対外証券投資の自由化に踏み出すことだ。具体的には、QFIIとは対照的な関係にある適格国内機関投資家(QDII)制度がどのくらい幅広く認められるかである。QDIIの解禁は、中国の富裕層を中心とする巨大な個人マネーが日本など世界の金融市場に流入してくる可能性を視野に入れるものだと言えればわかりやすい。現時点では、QDIIの認可を中国の年金基金や証券会社が申請をしていると言われ、当面の対象は香港とされているが、この制度の運用が広がれば、日本の金融市場にも極めて大きなインパクトを与えると考えられる。