

人民元切り上げの常識と非常識

発表日：2010年4月16日（金）

～購買力平価ではなく通貨バスケットで考える～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

人民元は割安だから切り上げ後、「人民元レートは上昇する」とされる。しかし、購買力平価説に基づいて、人民元が購買力平価に近づくと考えるのは正確ではない。人民元は2005年に管理フロート制に移行しており、同じ仕組みの下で切り上げ後に運営されるとすれば、実効ドルに似た動きになるはずだ。2005～08年と同じように動くと仮定すると、許容される変動幅は大きくならず、2010年内の人民元の上昇幅は+2～+5%といったところになるだろう。

人民元切り上げの常識

人民元レートの切り上げは間近、という観測が強まっている。理由は、米政権が中国政府に圧力をかけており、それに中国政府も応じるだろうという見方からだ。ワシントンにおける4月13日の米中首脳会談では、オバマ大統領が「人民元は過小評価されていることは明らかだ」と強調し、中国の自主的な切り上げを要請した。ガイトナー財務長官は、為替政策報告で中国を「為替操作国」と認定するのを4月15日から先送りし、圧力を寸止めすることで時間的猶予を与えている。一連の米国発の政治的圧力は、11月の米中間選挙を意識したものである。米国は選挙モードで内向きになっており、そのパフォーマンスによって日本・中国など他国は揺さぶられる可能性がある。

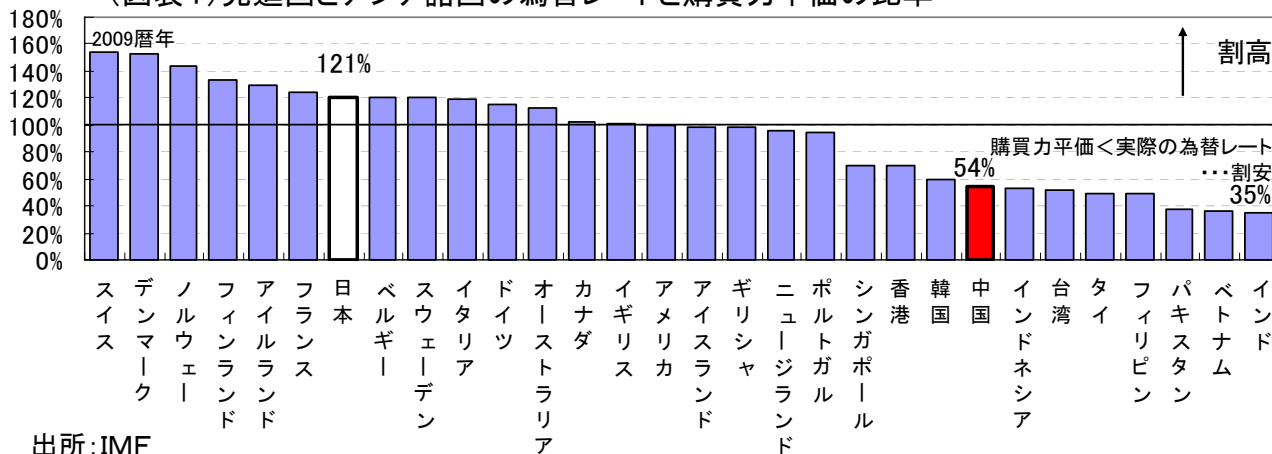
ところで、人民元レートが切り上げられると、為替市場にはどういった影響を及ぼすのであろうか。この問題に関しては、常識とされている論点の中に論拠の怪しいものがあるので、以下では逐次、検証してみたい。

- (1) 人民元は割安であり、中国は為替操作国。
- (2) 人民元の切り上げは米国などの貿易不均衡解消に役立つ。
- (3) 人民元の切り上げによって円高になる。

購買力平価との関係

中国に関する常識は、「先進国に比べて物価水準が大幅に割安なので、為替レートの形成を市場に任せればきっと人民元は大幅に上昇するだろう」という見方である。この感覚は、購買力平価（PPP）に基づくものだ。購買力平価説は、グローバルに一物一価が成り立つ世界を前提にしており、為替レートさえ適正化すれば貿易不均衡はなくなるという原理になっている。

(図表1) 先進国とアジア諸国の為替レートと購買力平価の比率



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

この論法でいけば、IMFベースの購買力平価でみて中国は、実際の人民元レートが54%のレベルでしか評価されておらず、46%（2009年）も割安だという見方になる（図表1）。しばしば言われる「米国では人民元は40%も過小評価されている」という見解は、こうした考え方に基づくものだろう。同じ計算をOECDの購買力平価データで行っても、人民元は48%（2010年）も割安という結果になる。

さらに、時系列データで、購買力平価とのギャップを調べてみると、中国は2005年7月の人民元切り上げ前までは約60%も切り上げが必要な状況が続いていたことになる（図表2）。それが2005年7月からの切り上げで、人民元は21%ほど上昇し、割安感はいくらか緩和された状態になっていると言える。

しかし、データを予断を持たずに眺めると、人民元の割安が、人為的に操作されたものなのかどうかは怪しくみえる。

現在、中国は事実上、ドル・ペッグ制

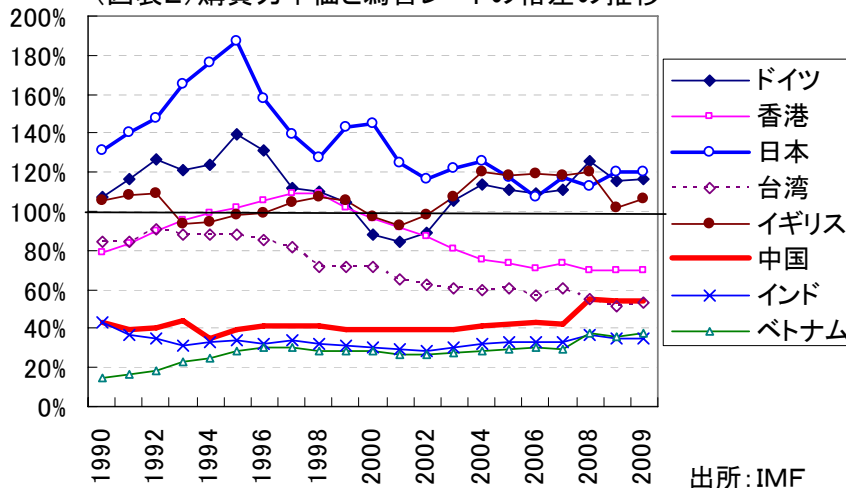
に戻っているので、為替を操作していることは間違いない。だが、そのことをもって「不当に為替レートが割安に操作された国」とは言えない。なぜならば、中国以外にも、購買力平価と乖離した国は多数あり、しかもその状態は昔から続いている。つまり、為替レートが購買力平価を基準に考えて乖離することは必ずしも為替操作があるからと考えない方がよい。

国別にみて、インド・ベトナムのような新興工業国は、購買力平価からの乖離幅が大きく、日本、ドイツ、イギリスなどの先進工業国は乖離が小さい。この序列は、各国がそれぞれの為替水準を操作しているためではなく、各国の実体経済や通貨需要を反映して決まっているからなのだろう。例えば、通貨が割高な国々は、1人当たりGDPが高く、豊かな先進国である。対する通貨が割安な国は、自国の金融市場の魅力で通貨需要を高められないため、海外マネーを集められず、割安になっているとみることができる。為替レートが、購買力平価や貿易収支では決まらず、国際資本移動などに影響されることはよく知られている。筆者は、為替レートがアセットアプローチのかたちで決まってくるという考え方である。

中国の場合は、通貨バスケットを採用する管理フロート制に移行したが、内外の資本移動を自由化してはならず、その意味で金融面では人民元の潜在能力を未だに使っていないために人民元が割安になっている。日本のように資本自由化を行って、自国通貨に海外マネーを自由に呼び込むようになれば、人民元レートはもっと上昇するはずである。現在の中国では、将来、資本市場を自由化していき、人民元が大幅に上昇するという予想に基づき、投機マネーが流入している。人民元が大幅に割安とみられるのは、将来の人民元改革を通じて金融面で開放が進み、中国の成長期待とあいまって上昇してもおかしくないと評価されているからだろう。人民元が割安かどうかに関してはやはり割安と認めるが、その根拠は購買力平価説に基づく発想からではなく、仮に中国が金融市場を開放すれば、もっと人民元が高くなっておかしくはないと考えるからだ。

さらに、為替レートが購買力平価から割安方向に乖離しているから、中国の対米貿易黒字が膨らむという見解も怪しい。かつて日本は貿易黒字が大きかったが、90年代前半は中国とは正反対に、購買力平価に比して為替レートが割高であった。この点で、人民元切り上げの常識の矛盾は明らかだ。90年代前半、日本は貿易摩擦を背景に、頻繁に米国からトークダウンの圧力を受けたのを思い出す。当時、日本は購買力平価よりも割高な為替レートを余儀

（図表2）購買力平価と為替レートの格差の推移



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

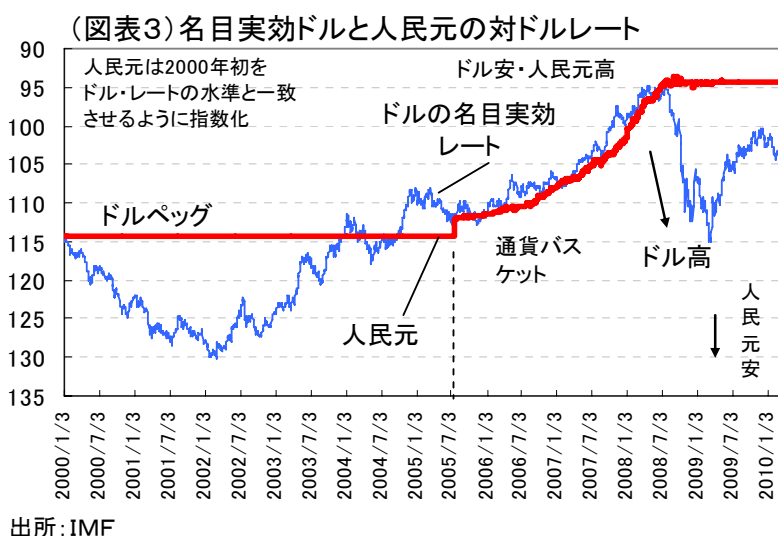
なくされたが、それでも貿易摩擦は容易に解消しなかった。今の米国が人民元切り上げに向けて中国に圧力をかける様子は、かつての日米貿易摩擦を彷彿とさせる。たとえ為替を操作しても、貿易摩擦を解消できないというのが歴史的教訓である。

通貨バスケット制の下ではユーロに連動しやすい

中国は、2008年7月末から人民元の上昇を容認しなくなり、2009年に入って対ドルレートをほぼ一定に固定している。この運営変更は、中国景気自体が伸びを鈍化させたところへ、世界的な金融危機が起こったので、人民元上昇を止めて国内輸出産業に配慮したものと理解されている。こうした経緯は、多くの人たちに暗黙のうちに、「事実上のドル・ペッグ制を再び通貨バスケットに戻せば、人民元は以前のように切り上がるはず」と思わせている。

しかし、厳密に言えば、中国が通貨バスケット制に戻したからと言って、人民元が上昇する保証はない。通貨バスケットに基づく管理フロート制とは、外貨準備の保有を100%ドルにせず、他通貨を織り交ぜた配分で外貨を分散保有する方式である。通貨バスケット制の下の人民元は、例えば、ドル安には70%連動せずに、ほかの変動はユーロや円の流れに引きずられて動くことになる。2005年7月からの通貨バスケット制では、中国は外貨運用をドル以外の通貨にも分散する方式に切り替えたのである。中国は、通貨バスケットの中身を公開していないが、経験的にみて通貨バスケットの下での人民元レートはドルの実効レートとほぼ対応していた(図表3)。ドルの実効為替レートは、米国の貿易取引比率で対ドルの他国通貨を加重平均したレートである。この加重平均の構成は、通貨バスケットの構成と似てくると考えられる。

中国が通貨バスケット制を採用すれば、ドル安によって外貨準備が目減りすることが相対的に少なくなる。ユーロが強くなれば外貨準備の通貨配分をユーロにシフトさせ、円が強くなれば円のポートフォリオを増やすことになり、分散効果が働くからだ。ドル・ペッグは、ドル価値の変動に完全に受身の外貨準備運用になるが、通貨バスケット制ではドルと他通貨のバランス変化に対して受け身になる。従って、通貨バスケット制を採用して人民元を動かしても、そのこと自体は人民元が割安感を解消させることとは直結することにはならない。



意外なことは、人民元が通貨バスケットに基づく運営を停止した2008年8月以降、実効ドルの価値は急上昇したことである。これは、中国が2008年8月以降も従来と同じような運営を続けていれば、人民元が切り下がった可能性を示唆している。人民元が2008年以降も名目実効ドルとの連動性を保ち続けていたと仮定すると、2010年初の時点で人民元は切り下がっていてもおかしくなかった。皮肉なことだが、中国が人為的に通貨バスケット制を停止したために、人民元はより割安になることを止めたことになる。

今後、中国が中立的な通貨バスケットを作ろうとすれば、自ずとユーロドルの変化を受けやすくなる。もちろん、ドルのウエイトは依然として大きいので、ドルの影響力は強い。通貨バスケット制では、ドルとは反対の動きをするユーロをポートフォリオにより多く組み込むことになるので、ドルの影響は薄まり、相対的にユーロの影響を受けやすくなる。ドル円レートに関しては、ユーロが高くなったときに円高に振れやすく、ドルが高くなったとき円

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

安になりやすい傾向がみられる。

しばしば人民元切り上げが起こると、ドル円レートは円高に振れやすくなるという見解が聞かれる。これは、2005年7月以降、ユーロ高・ドル安になっていた経験が大きい。「同じアジア通貨だから円高」とか、「人民元に対してドル安だから円高」という説明は、じっくり考えると根拠は怪しい。皆がそう思うから為替が円高に動くというバイアスの域を出ないと筆者がみている。

注：ドル安になったから、通貨バスケットに従って中国の外貨準備運用が、ユーロや円をより多く保有するかたちで人民元の上昇が起こることはあり得る。しかし、それは「人民元が切り上がったから円高になる」という因果関係とは別の話である。

2005年以降の為替レートを、人民元と円の関係がどうなっていたかをみると、人民元はドルほどは大きな変動になっていなかった(図表4)。日本からの最大の輸出国である中国が、人民元を切り上げることは同じドル建てであっても、日本からの輸出価格が相対的に引き下がったということになる。

人民元の切り上げ幅

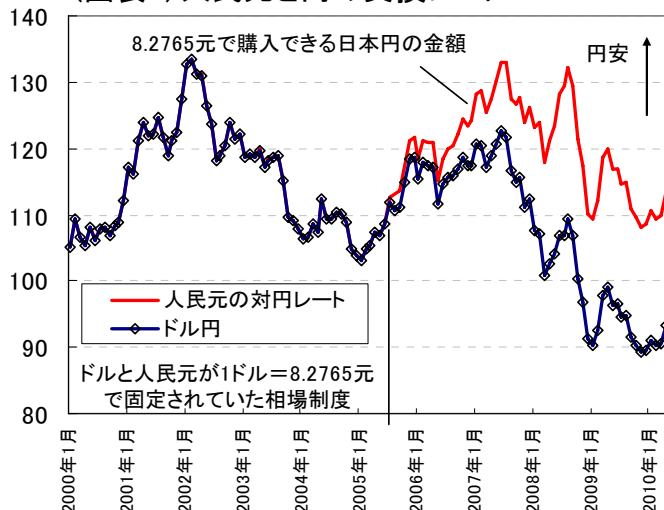
最後に、人民元レートが再切り上げになるとすれば、どのように動くのかを考えたい。頻繁に使われる数直線のトレンド分析を試みると、2008年8月以降のトレンドが復活するという前提で、人民元の対ドルレートは、+6~+22%ほど上昇するという見方ができる。これは、2005年7月から2008年7月までのトレンドの中から2種類の直線を取り出して、それを現在まで延長させたときに導かれる試算値である(図表5)。

もっとも、過去のトレンドを直線的に考える発想がいつも正しい訳ではない。2005年からのトレンドをよくみると、直線ではなく、指数関数の形状になる(図表6)。人民元レートの変動は、1日の取引レートの上下動の許容幅を前日比何%(現在の基準値0.5%、2007年5月までは0.3%)にするかという方式で決まる。そうなること、人民元切り上げ後のレートを直線的に考えることはなじまないという見方もできる。

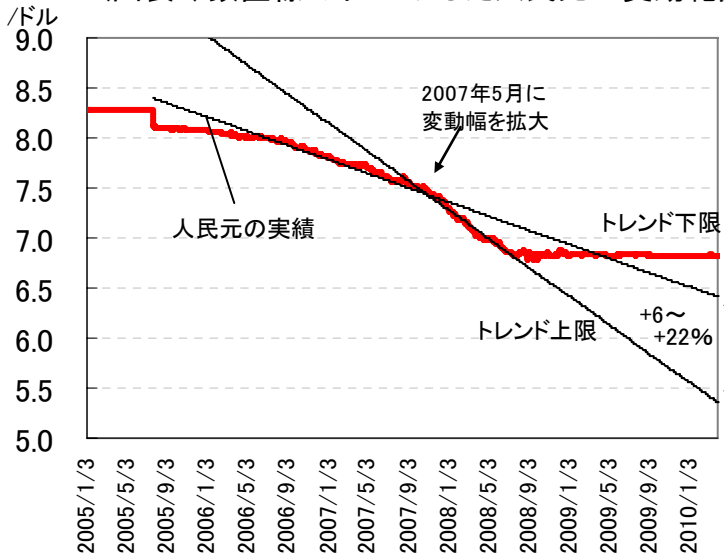
そこで、いくつかの指数関数の形状をあてはめて考えると、人民元切り上げ後のレートは2010年以内に+2~+5%程度ではないかと予想される(図表7)。これは、変動幅の変更時期にダミーを入れて調整しても変わらない結果である。

今後、人民元が指数的な変動をすると予想するならば、当初の期間は小さな変動幅から始まることになる。2005年以降も、1年目は+1.5%、2年目は+5.5%、3年目は+10.9%と段々と変化幅が大きくなった。中国は、2005年のときに最初に+2.0%を切り上げた後で、継続的にレートを動かしたので、今回も同じように動かされる可能性がある。

円 (図表4) 人民元と円の交換レート

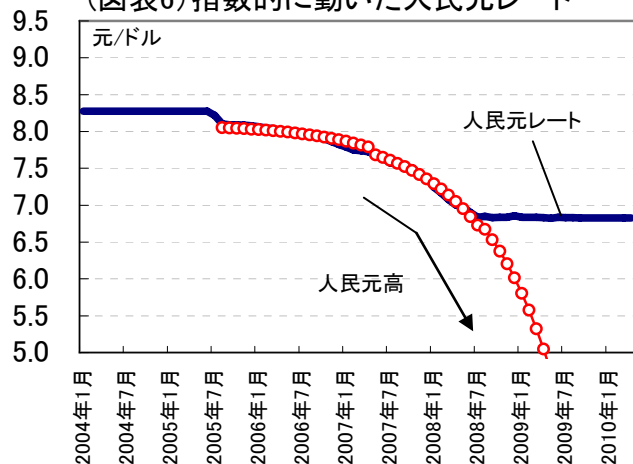


人民元 (図表5) 数直線でイメージした人民元の変動範囲

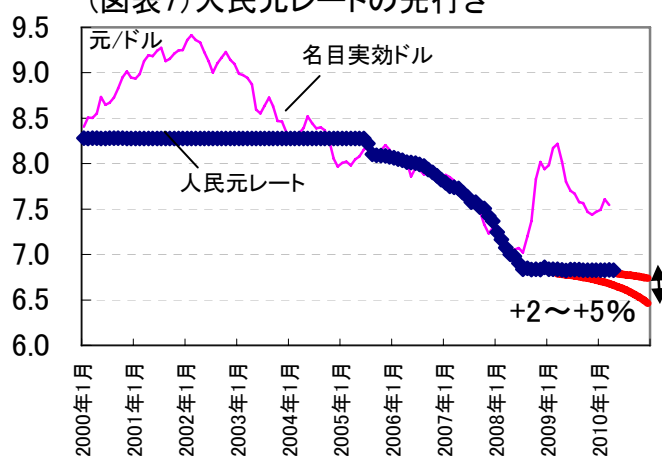


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(図表6) 指数的に動いた人民元レート



(図表7) 人民元レートの先行き



おそらく、中国経済が正常化を始めた2009年3月くらいに遡り、そこから2005年のときと同ペースで人民元が動かされると仮定すると、切り上げの当初に+2~3%ほど小幅に切り上げて、2010年末までにさらに+2~3%の範囲内で動かされるのではないかと予想される。このパターンは、2005年と同じ手法になる。中国自身にとっても、2005年のときと比べて現在の方が、国内の過剰流動性を抑えたという金融引き締めニーズが強い。そうすると、人民元の切り上げを再開する当初にいくらかの変動幅でレートを動かすことはアナウンスメント効果を持つ。その後、激変緩和を避けながら、緩やかな変動を許容することになると考えられる。

なお、今後、人民元の切り上げが明らかにされたとき、報道される変動幅が小さいために、ニュースのヘッドラインとして小幅な印象を受けるだろう。それでも、人民元は指数的な動きをして時間の経過とともに上昇率が徐々に大きくなっていくだろう。だから、人民元の切り上げについて一気に大きな変化を期待するべきではないし、そのことで世界観が突然変わる訳でもないと心得ておく方がよいだろう。今後、人民元が切り上げられたときには、冷静に動向を静観する必要がある。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。