

Market Watching

市場レポート

テーマ：人民元バスケット制移行の影響と今後の見通し

発表日：2005年7月22日（金）

～実体・市場面ともに影響小。今後は地味な切り上げへ移行か～

(No. MW-17)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 嵐峰 義清 (03-5221-4521)

桂畑 誠治 (03-5221-5001)

永濱 利廣 (03-5221-4531)

人民元は対ドルで実質2%切り上げ

中国は21日、人民元と米ドルのペッグ制を撤廃し、複数の通貨で構成される通貨バスケットに対して変動する管理フロート制への移行を発表、即日実施した。人民元相場は、これまで1ドル=8.27~8.28元程度にペッグされてきたが、今回の措置により対ドルでは1ドル=8.11元と約2.1%切り上げられることになる（中国人民銀行）。今後は、①中国人民銀行が毎営業日発表する為替レートの終値を、翌営業日の人民元の売買の中間レートとする（7/22の中間レートは1ドル=8.11元）、②対米ドルレートは、中間レートの上下0.3%以内の変動にとどめる、③米ドル以外の通貨に対しては、当該通貨の中間レートを軸とした一定の範囲内の変動にとどめる、④中国人民銀行は適当な時期に変動幅を調整する、などが今回の措置の要旨となっている。

今回の措置を受け、為替市場では円が急騰した。ドル/円相場は、人民元の実質切り上げ発表直前には1ドル=112円台半ばで推移していたが、実質切り上げ発表後30分程度で約2円上昇、一時は1ドル=110円を割り込んだ。このほか、アジア通貨の上昇が目立っており、韓国ウォンやシンガポールドル、タイバーツなどがそれぞれ対ドルで一時2%以上増価した。こうした円を含めたアジア通貨の上昇は、これまで人民元切り上げ観測が高まる度に見られた反応通りである。

このほか際立った反応を見せたのが米債券市場である。米10年債利回りは、前日比+10bp以上の上昇を見せた。この日はフィラデルフィア連銀景況指数などが景気の拡大ペース加速を示唆する結果となったことも金利上昇に繋がった。しかし、これら経済指標が発表される1時間半前に人民元実質切り上げ措置が公表、それから30分程度で10年債利回りは同+7bp程度上昇している。人民元の実質切り上げ措置が米債売りに繋がったのは、通貨バスケット制の採用により、中国人民銀行による米債需要が低下するとの懸念が高まったためと考えられる。



今回の措置の背景と狙い

今年に入ってから、人民元を取り巻く政治的な環境は大きなうねりを見せていた。これまでも、人民元の対ドルレートは極めて割安な水準にペッグされており、そのことが米国の対中貿易赤字の膨張に繋がっているとの不満の声が米議会から上がっていた。こうした不満は一層高まっていたが、今年に入ってからトーンの違い

いこそあれこうした不満の声が欧州からも漏れていた。また、市場の信任が厚いグリーンズパンFRB議長なども人民元の切り上げ措置は中国経済にとって有効であると言及するなど、米国による単なる不満や圧力といった状況からやや異なる動きがみられていた。また、このまま放置しておけば10月に米財務省が議会に提出する為替政策報告書において、中国が不当な為替操縦をしている国として名指しされるリスクが高かった。こうした海外からの圧力、人民元相場の実質切り上げ要求への対処が、今回の措置の主目的であることは疑いのない事実であろう。

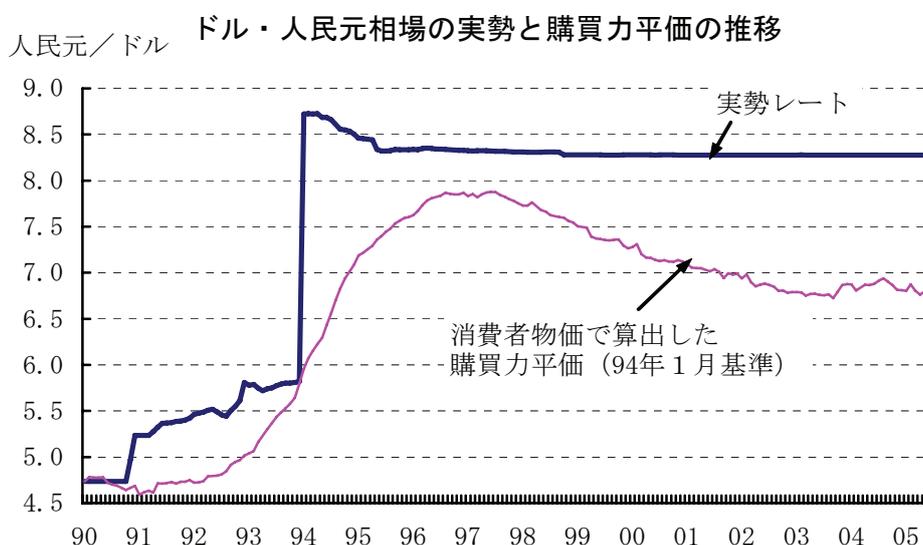
人民元改革に関する発言

| | | |
|-------|------------------------|---|
| 3月14日 | 温家宝首相 | (人民元改革について) いつどのような方法を採用するかは不意をつくことになるだろう |
| 4月6日 | 米上院 | 中国が人民元制度の改革に速やかに応じなければ中国からの輸入品に高率の報復関税を課すことを盛り込んだ、2006年度国務省支出権限法案の修正条項を可決 |
| 4月16日 | スノー米財務長官 | (G7終了後) 中国は人民元の変動幅を拡大する準備ができている |
| 4月21日 | グリーンズパンFRB議長 | 事実上の固定相場制度が中国経済に悪影響を与え始めている。人民元を売却してドル資産を購入する現在の為替介入は、中国のインフレ圧力を助長しかねない。いずれは変動幅を拡大する必要がある。改革が早ければ早いほど中国経済のためになるはずだ。 |
| 4月25日 | 周小川中国人民銀行総裁 | 国際社会からより強い圧力があれば、それは、我々にとって悪いことではない。それは改革加速を促すだろう |
| 5月11日 | 呉曉靈中国人民銀行副総裁 | (人民元改革について) 技術的な準備は完了した |
| 5月16日 | 温家宝首相 | 為替制度は中国の主権に属する。外部の圧力には屈しない |
| 5月23日 | 呉儀経済担当副首相 | 日本が60年代に為替相場の改革を行ったときの経験を参考にしたい |
| 6月1日 | アジア開銀レポート | 人民元の切り上げは、中国の輸出を減少させることにより中国経済の過熱を和らげる効果があるものの、米国貿易赤字の改善には繋がらない |
| 6月7日 | 周小川中国人民銀行総裁 | 人民元の役割に過度な期待があるが、これは良くない。人民元改革に現時点でトライするのはいいことではない |
| 6月12日 | アイヒェル独財務相 | アジア新興国、特に中国が一層為替相場を柔軟にすることは、世界経済にとって重要な寄与になる |
| 6月15日 | 「金融時報」 : 中国人民銀行系日刊紙 | 国際的な経験に基づく、改革初期は3～5%の変動幅を試すことが可能だ。機が熟せば、変動幅を7～10%に広げることができる。 |
| 6月21日 | 米・EU首脳会議 | 人民元改革の必要性について一致し、米EUが今後足並みをそろえて中国政府を説得していくことを確認 |
| 6月23日 | スノー米財務長官 | 中国はより柔軟な為替制度に直ちに移行すべきだ。(早期改革に応じない場合は)10月中旬提出の為替政策報告書で、不当な為替操縦をしている国に認定する可能性がある |
| 6月26日 | 温家宝首相 | 独自の判断で時間をかけて改革する。拙速には動かない。人民元改革の方法や時期は中国が自ら決定する |

(出所) 各種報道より第一生命経済研究所作成

実際に人民元相場はどの程度割安であったのかをみるために、人民元の対米ドルでの購買力平価を確認する。購買力平価はその算出方法によって水準が異なってくるため注意を要するが、消費者物価ベースでみた場合

(ここでは94年1月を基準して算出)、これまではおよそ18%程度実際のレートが購買力平価よりも割安であったと判断される。今回の措置は、一旦対米ドルレートを2.1%切り上げたが、これでも購買力平価に比べれば16%程度割安な水準にとどまっている。したがって、(こうした試算を待つまでもないことだが)この程度の小幅の切り上げ措置では“人民元相場は不当に

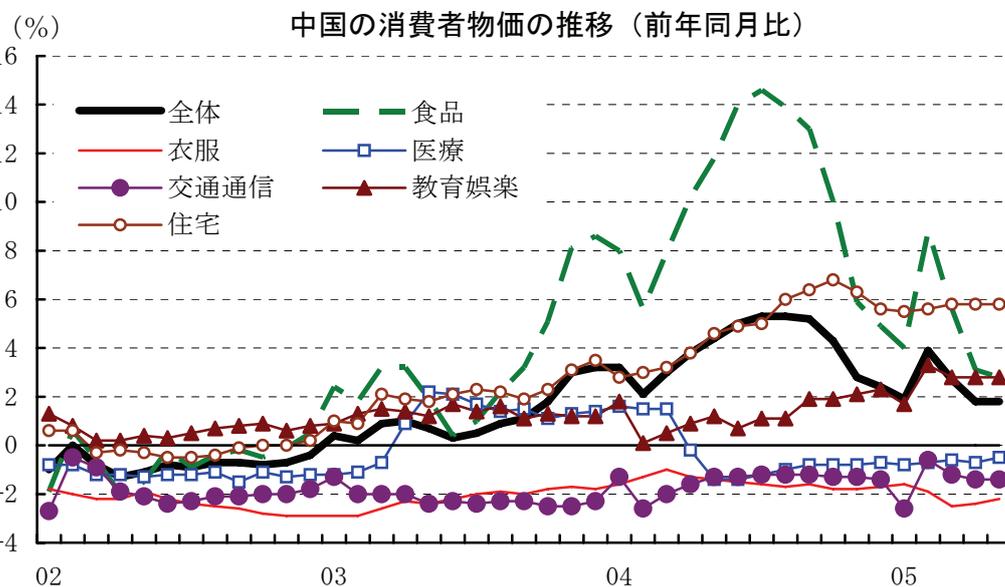


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

安い水準にある”との米国や他国の不満が解消することはないとみられる。

ただし、今回の措置は、中国にとってみればインフレ圧力の軽減という点で実体経済にはプラスに働く側面がある。ドルペッグ制を取っていたことにより、中国人民銀行によるドル買い・人民元売りが嵩んだ結果、中国国内では人民元の大量供給が続く格好となっていた。足下で中国の物価上昇率は食料品の上昇による影響を除けば比較的落ち着いているものの、高成長が続く中でいつインフレが加速するかわからない状況にある。加えて、国際的な原材料価格の高騰に伴って輸入インフレ圧力も高まっており、人民元の実質切り上げはこれを緩和することにも繋がる。

2004年に入ってから、世界経済は循環的に伸び悩む局面に入っていたが、米国での先行指標の改善（ISM、景気先行指数、BBレシオなど）や中国国内での在庫調整の進展などから判断すれば、今後は持ち直しから再加速する公算が高い。こうした中での小幅の通貨切り上げは、マクロ的な経済政策という観点から言えば、きわめて合理的なものであるといえよう。



切り上げの影響

今回の人民元切り上げの実体経済への影響は、その幅が小さかったこともあり、ほとんどないといえよう。アジア開発銀行の試算に基づけば、2%の元切り上げは中国の実質GDPを初年度で▲0.12%、2年目に▲0.4%押し下げることになる。この数字を大きいとみるか小さいとみるかは評価が分かれるかもしれないが、中国の4～6月期の実質GDP成長率が前年比+9.5%であったことを勘案すれば、微々たるものにすぎないといえよう。

日本への影響に関しては、元が2.1%ドルに対して増価した一方、円も連れ高したため、ドル円相場は2%程度の円高となった一方、円の対人民元レートはほぼ変わらない結果となっている。仮に、円が元に連れ高せず、元のみが上昇した場合、元高によって中国経済にマイナスのインパクトが及ぶことを勘案しなければ、日本から中国への輸出拡大効果は実質ベースで1年目に+0.02%、2年目に+0.05%、元の切り上げがない場合と比較して拡大する。しかし、先に述べたとおり、実際には中国経済にマイナスのインパクトが及ぶため、このプラス効果はほぼ相殺される。したがって、日本については、円がドルやユーロに対して2%前後上昇した分のマイナスインパクトが考えられるが、これも実質GDPへのインパクトは0.0%以下ということになる。さらに、足下の為替レートが企業の想定レートを上回る円安水準にあったことを勘案すれば、企業の利益計画や設備投資計画に対してマイナスのインパクトをもたらすものではないといえよう。

人民元の切り上げを強く主張していた米国についてはどうか。今回の切り上げにより、米国の輸入金額は▲0.3%押し下げられる一方、輸出は+0.1%押し上げられる。この結果、米国の貿易赤字は約9億ドル程度縮小することとなるが、これは赤字全体のわずか0.9%にすぎない。加えて、世界経済が潜在成長並みを維持するとすれば、輸入の伸びが輸出の伸びを上回って赤字拡大傾向が続く公算が大きい。したがって、今回の措置による米貿易赤字削減効果はほとんどないばかりでなく、構造的に米国の貿易赤字を縮小させるようなものでもないといえる。

市場への影響については、円相場については人民元の対ドルでの切り上げ幅と同程度、対ドルで上昇した。

しかし、地域的に近いといったことや、円高になった場合に日本が円売り介入を行いにくくなる、といった材料や思惑で円も連れ高したにすぎない。経済面でみれば、元が対ドルで切り上げられたことによる日本の対欧米輸出への影響は、中国製品と価格面で競合している分野はきわめて少ないことから、ほとんどないといえる。要するに、ファンダメンタルズからみれば、元の切り上げが円の対ドルや対ユーロでの上昇に繋がるようなことは考えにくい。元の切り上げから半日が経過した時点で、ドル円相場は円安方向に戻りつつある。今後、追加的に元の切り上げが行われた場合には、円の対欧米通貨での反応は徐々に鈍ってくるものと見込まれる。

むしろ今回のマーケットの反応で注目される点は、米国債市場の反応であろう。バスケット制を採用したことにより、中国による米債購入が減少、米債券市場の需給悪化に繋がるとの懸念を高めた。中国側からみれば、バスケット制を採用した理由としては、①ドルという単一通貨にペッグするよりも、相場の変動がマイルドになる、②貿易取引量（実際には貿易取引で使用された通貨ウェイト）に近い形となる、③将来的には完全フロート制へ移行する公算が大きく、これにより近い形となる、等が挙げられる。要するに、中国の立場からは、ドルペッグ制を維持したままその水準を切り上げるよりも、バスケット制へと移行した方がより望ましいということになる。一方、米国での人民元切り上げ圧力は、今回の米国債の反応を受けて若干変わってくる可能性もある。

今後の展開

今回の措置は、人民元が日々切り上げられていく余地を残す格好となった。しかし、当然のことながら中国はこのまま人民元の増価圧力に従って日々中間レートを切り上げていくのではなく、国内の経済情勢などを見極めながら、必要に応じて水準を変更していくものと考えられる。ただし、今回のように“切り上げ”という大々的なアナウンスメントをせずに、自国の利益に沿った形で人民元の水準を誘導できるシステムに変更したことにより、自由度が増したとも言える。マーケットとしては、中国がこのような日々の中間レートの中で緩やかに水準を切り上げていく方式をとるのであれば、今回のような大きな反応を示すようなことはなくなると言えよう。

最終的には、2007年1月の外資系銀行への国内人民元業務の全面開放（WTO加盟時の公約）、2008年の北京五輪といった時期に、完全フロート制への移行を睨む可能性がある。ここで、購買力平価からみた人民元の割安分を是正してフロート制へ移行すると仮定した場合、足下の乖離（16%割安）をもとにすれば、半年に3%程度のペースで人民元の対ドル相場を切り上げていく必要がある。今回、切り上げ幅を2%程度にとどめたことなどから勘案すれば、切り上げという大々的なアナウンスを何度も行うよりも、2～3週間に1度程度の割合で0.3%ずつ切り上げるといって“地味な”切り上げ措置を執る可能性が高いと言えよう。無論、通貨切り上げを外交カードの一つとして使用する意図が強いのであれば、あるいは有効な手段になり得るような局面では、市場をやきもきさせるような“派手な”切り上げ方式をとる可能性も十分にある。ただし、こうした外交的駆け引きは、一歩間違えば中国国内で“弱腰”などの批判を招くリスクもある。そのように考えれば、今後はタイミングを見計らって“地味に”小刻みな切り上げを行っていく可能性が大きいと言えよう。