

太陽 ASG

エグゼクティブ・ニュース 2006 年 1 月 第 35 号

テーマ：人民元改革のその後 ～容易でない中国の人民元改革～

今月は、三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング五十嵐敬喜調査部長に、人民元改革の本質と問題点について、解説いただきます。

以下の要旨は 56 秒でお読みいただけます。

2005 年 7 月の人民元改革

それまでの何ヶ月間、人民元の切り上げに向けての強い外圧がかかり続けていました。人民元は 3 割ほども切り上げる必要があったでしょう。そうした中で、中国当局が発表したのは、2%強の切り上げでした。その後の人民元はどうなっているのでしょうか。普通であれば大きな失望が市場に広がってしかるべきところ、実際には、中国が打ち出した改革には歓迎の声のほうが強かったのです。

それは、この通貨改革が小幅の切り上げだけでなく、他にも二つ目玉があったからです。一つは、人民元の 1 日の変動幅を上下各々 0.3% ずつ認めるというもの、もう一つは、通貨バスケット制を参考にして相場を管理するというものです。今回の改革の本質を理解するポイントは『通貨バスケット制』にあります。

中国の通貨バスケット制とは・・・

「人民元で測ったバスケット内の各通貨の価値の加重合計値を一定に維持する」制度と言えます。つまり、バスケット内の通貨の相対関係だけに基づいて人民元の相場を決める仕組みです。後日、通貨バスケットの中身が明らかになり、米ドル、円、ユーロ、韓国ウォンがとくに重要な通貨として扱われていることが判明しました。そこから、人民元（対ドル）相場を決めるのは、主として、ドル対円ユーロ相場だということになります。

一般に 2 国間の為替相場は・・・

両国の経済ファンダメンタルズが決め手です。両国の様々な経済指標について、改善した、悪化した、差が広がった、差が縮まった等々の状況の変化を反映して相場が変動するというわけです。ところが人民元相場は、そうした米中両国の経済指標の動きを反映して決まるのではなく、バスケット内の通貨の相対関係だけに基づいて決まります。

一般には、人民元が対ドルで着実かつ継続的に上昇していくように思われているのかもしれませんが。しかしそうした認識は、理論上も実際上も誤ったものと言えます。



「太陽 ASG エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちらから→ <http://www.gtjapan.com/library/index.html>

本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。

太陽 ASG グループ マーケティング コミュニケーション担当 田代知子 Tel: 03-3595-0304 Email: asgMC@gtjapan.com

人民元改革のその後 ～容易でない中国の人民元改革～

三菱 UFJ リサーチ & コンサルティング 調査部長
五十嵐 敬喜



毎年きわめて高い成長を続ける中国だが、昨年夏、人民元の切り上げに踏み切った。切り上げ幅が小幅だったこともあり、人民元の水準はなお割安だという認識が一般的である。およそ為替相場について予測めいたことを書くのはリスクが大きいですが、それでもあえて先行きの見通しを言えば、中国は人民元の再度の切り上げを可能な限り避けようとするだろう。

後で述べるが、この問題に関して中国には二つの選択肢がある。人民元を切り上げるか、外貨準備の積み上がりを容認するか、という選択だ。

そして、どうやら中国当局は、外貨準備が大きくなりすぎるリスクは承知しつつも、当面（大幅な）切り上げを回避することを選んだようなのだ。

予想外の小幅

周知のように中国当局は 2005 年 7 月、人民元改革を打ち出した。それまでの何ヶ月間、人民元の切り上げに対する強い外圧がかかり続けていた。とりわけ米国からは、貿易赤字全体の 4 分の 1 が対中国赤字だということで、中国の安値輸出に対する非難の声が産業界や議会を中心に高まっていた。

これらの人々を満足させようとするれば、人民元は 3 割ほども切り上げる必要があった。米国政府も 1 割程度の切り上げを中国政府に要請している、といった観測が市場に流れていた。少なくとも、5%以上の切り上げがあっても市場は驚かないという雰囲気は、間違いなくあったと思われる。そうした中で、当局が発表したのは、2%強の切り上げであった。

市場はそれなりに歓迎ムード

そんな誰の予想よりも小幅な切り上げでは状況が全く改善しないのは明らかだから、普通であれば大きな失望が市場に広がってしかるべきところだ。しかし実際には、確かに一部にはそうした声もあったが、中国が打ち出した改革には歓迎の声のほうが強かった。

それは、今回の通貨改革は小幅の切り上げだけではなかったからだ。他にも二つ目玉があって、一つは、人民元の 1 日の変動幅を、上下各々 0.3% ずつ認めるというもの。もう一つは、通貨バスケット制を参考にして相場を管理するというものだった。

今までピクリとも動かなかった人民元の相場が、変動幅の拡大によって多少とも柔軟に変動するようになる。割安である人民元が、その日に変動幅の上限に張り付いて取引を終えると、翌日はその水準からスタートしてまた 0.3% の上限に張り付く。これを続けていけば、10 日間で 3%、3 ヶ月（60 営業日）で 20% 上昇することも可能だ。中国政府は、とりあえずの切り上げ幅は 2% 強にとどめたが、時間をかけて少なからぬ幅の切り上げをするつもりなのではないか、という観測が広まった。



バスケットの中身は？

一方通貨バスケット制については、十分理解されないまま、とにかくより柔軟な為替制度に変更されたのだと受け止められた。今まで通貨バスケットの中に入っていたのはドルだけ。それが新しい制度の下では、ドル以外にも複数の主要通貨が入る（後日ドル、円、ユーロ、韓国ウォンがとくに重要な通貨として扱われていることが判明）。ドルにぴったり連動していた従来とは違って、今後はバスケット内のその他主要通貨の動きも反映して変動することになる。バスケットの中にすべての通貨が入った状態を「変動相場制」と呼ぶのだから、今回の改革はそこへ向けた小さいが重要な一歩だと評価できる、といった理解だった。

現制度の本質－カゴの値段を変えないのがバスケット制

今回の改革の本質を理解するポイントは、『通貨バスケット制』である。中国当局はそれを「採用する」とは言わず「参考にする」と言ったのではあるが、通貨バスケット制を重視する限り、人民元相場が大幅に上昇する可能性はほとんどなくなったと言っていいだろう。通貨バスケット制の含意を列挙すると、

- ①あくまで固定相場制の一種である、
- ②相場の動きには人民元の実需は一切反映されない、
- ③人民元相場がどんなに割安であっても、それでもさらに人民元安に振れる可能性がある、といったところだ。

中国の通貨バスケット制とは、「人民元で測ったバスケット内の各通貨の価値の加重合計値を一定に維持する」制度だと言える。そんな説明では分からないとおっしゃる方は、バスケットの中にフルーツが入っていると想像してみればよい。メロン（ドル）とりんご（円）とみかん（ユーロ）にそれぞれ値段がついて、1 籠が例えば 100 円で売られているとする。この 100 元という値段をずっと変えないのがバスケット制だ。

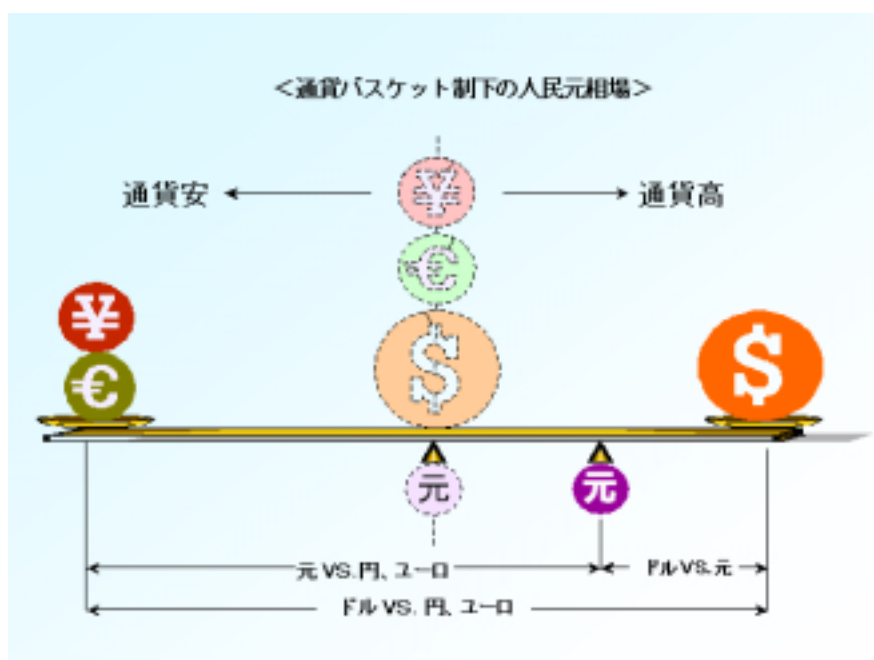
今、市場でメロンがりんごやみかんに比べて割高になった場合（たとえば、メロンの価格がりんごの 2 倍、みかんの 3 倍だったのが、それぞれ 2.1 倍、3.2 倍になるという意味）、バスケットの値段である 100 元を維持するためには、(元で測った)メロンの値段を上げてりんごやみかんの値段を下げる必要がある。しかもメロンの値段はそもそも高いから、この場合メロンの価格上昇率は小さく、りんごやみかんの価格下落率は大きくなるようにしないといけない。



通貨バスケット制の下での人民元相場

下図をご覧ください。中央に点線で示したのが、相場が変動する前（基準時点）の状態であり、ドル、円、ユーロが縦に並んでいる。そして時間がたって相場が動いた後の状態（ドルが強くなり右に移動、円とユーロが弱くなって左に移動している）を実線で示した。単純化のために、円とユーロはドルに対して同じだけ弱くなったことにしている。その時に、元を中央の基準時の位置から、右方向の位置（ドルと円・ユーロの間でドルのそば）に持ってくるのが通貨バスケット制なのである。

そこでは、元の位置を支点として左右の重さがバランスしているようなものだ。元とドルの距離（＝元対ドル相場の変化）が元と円・ユーロとの距離（元対円・ユーロ相場の変化）に比べて短いのは、ドルが相対的に「重い」からである。これは、バスケットの中でドルに与えられたウェイトが大きい、つまり、中国経済にとって海外取引等でのドルの占める割合が高いことを意味している。



繰り返すと、ある瞬間に市場で、ドルと円・ユーロの関係が図のようにドル高円安、ドル高ユーロ安になると、中央にあった元がこの位置に動いて、基準時点に比べると、ドル高元安、円・ユーロ安元高になるのである。

なお、バスケット内でのドルのウェイトが大きければ大きいほど、バランス上、元の位置はドルに近い点を占める。つまりドル対元相場の変動は、ドル対円・ユーロ相場の変動よりも小さくなるのである。



実需を反映しない人民元相場の怪

以上の関係は非常に興味深い事実を教えてくれる。人民元（対ドル）相場を決めるのは、ドル対円・ユーロ相場だということである。一般に 2 国間の為替相場は両国の経済ファンダメンタルズが決め手だ。つまり、両国の様々な経済指標について、改善した、悪化した、差が広がった、差が縮まった等々の状況の変化を反映して相場が変動するというわけだ。

ところが人民元相場は、そうした米中両国の経済指標の動きを反映して決まるのではない。バスケット内の通貨（この例ではドル、円、ユーロだが）の相対関係だけに基づいて決まるのである。先に、通貨バスケット制の下では、人民元相場は人民元の実需を一切反映しないと言ったのはそういう意味だ。

一般には、人民元が対ドルで着実かつ継続的に上昇していくように思われているのかもしれない。しかしそうした認識は、理論上はもとより、（後述するように）実際上も誤ったものと言えるだろう。

また、図から明らかなように、ドルが円やユーロに対して強くなった場合には、人民元相場はドル高人民元安になる。人民元がドルに対していかに割安であろうと、そして放っておけば人民元高になることが確実であっても、人民元相場は下落するのである。それが通貨バスケット制の下で導かれる結論だ。実際、人民元改革後これまでの期間、総じてドルは円やユーロに対して上昇してきた。すなわち、人民元の理論値はドルに対して弱くなってきている。だから通貨バスケット制を「参考にする」中国当局がその間人民元相場を上昇させなかったとしても、なんら不思議ではないのである。

積み上がる外貨準備の先は・・・

通貨バスケット制から導かれる人民元相場は、あくまでも理論値でしかない。上で述べたように、かりに、放っておけば人民元高になるような状況下で人民元を理論値通り下落させようとすれば、通貨当局が為替市場に介入するしかない。

こうしたドル買い介入を続けると、中国の外貨準備が積みあがる。実際、7 月の改革後も介入は相変わらず大規模に行われている。そうしないと人民元相場が強くなりすぎるからだ。

しかし、中国の外貨準備は今や GDP の半分程の金額にまで積み上がっている。そもそも外貨準備とは、決して政府・中央銀行の純資産ではない。同額の国内向け負債が見合っているのである。そうした中で、かりに近い将来人民元を大幅に切り上げるようなことがあれば、政府・中央銀行のバランスシートが大きく毀損することになる。10%の切り上げだと、GDP の 5%相当額も財政に穴があくわけだ。日本なら 25 兆円もの金額に相当すると言えば、その大きさが分かっていただけるだろう。



したがって、中国当局にしてみれば、「切り上げだけはしたくない」というところだろう。ちなみに、外貨準備の構成をドルからその他の通貨にシフトしてみたところで、「切り上げ」は、人民元がすべての通貨に対して

先送りされる切り上げ

昨年 7 月の人民元改革で切り上げ幅がわずか 2%強にとどまったのは、それ以上切り上げると、経済への悪影響が大きくなりすぎるという判断があったからだろう。だから小幅にとどめた上に、その後の上昇も緩やかなものになる仕掛けを加えたのではないか。1 日の変動許容幅を上下 0.3%ずつにしたとはいえ、実際の変動は改革後の 5 ヶ月間で 0.5%の上昇、2 日分にも満たない幅でしかない。ドル円相場（1 ドル＝100 円として）に置き換えると、1 ヶ月間にわずか 10 銭程度のものだ。

しかし変動をここまで小幅に抑えるために、介入は従来並みに続けざるをえなかった。結果として外貨準備がさらに積みあがり、上述したように、将来切り上げた時の痛手が一層増しつつある。

人民元をわずかに切り上げただけで、その後もほとんど相場を動かさないように介入を続ける中国当局に対して、再び切り上げへの外圧が高まりつつある。中国がどう対応するのなかなか読めないが、「小幅の切り上げを繰り返す」とか「変動許容幅をさらに拡大する」といった見方が的を射ていないとだけは言えそう

だ。
中国経済が失速するような事態は誰も歓迎しない。表現は悪いが、中国当局はそれを逆手にとって、経済への実態的な影響がほとんどないような細かな通貨改革を繰り返して時間を稼ぐつもりなのであろうか。少なくとも、今年のうちに大幅な人民元の再切り上げはないと考えられる。それゆえに、今年もまた中国経済が高い成長を維持する可能性は高いと言えるのではないか。

執筆者紹介：

五十嵐 敬喜（いがらし たかのぶ）

三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング株式会社 調査部長

1976 年 京都大学経済学部卒、三和銀行入行。
2 年間の支店勤務の後、調査部に異動。89 年までの 10 年余、マクロ経済分析を担当。この間、81～83 年に経済企画庁に出向し、経済白書の作成に従事。また 86～89 年は、バンカーストラスト銀行(ニューヨーク)に客員エコノミストとして出向。米国経済の分析に携わる一方、日本経済の動向を紹介。



89 年に帰国し、三和銀行の初代マーケットエコノミスト。2001 年までの 13 年近く、行内外向けに経済、相場の分析・予測情報を提供。
この間、94 年～2001 年の 6 年半にわたりニューヨークに 2 度目の駐在。

2002 年 6 月から UFJ 総合研究所調査部長。内外のマクロ経済の分析を統括。講演、企業訪問、テレビ出演等も多い。ニューヨーク駐在時代からテレビ東京系の「ワールドビジネスサテライト」「モーニングサテライト」のレギュラーコメンテーターを務めている。

2006 年 1 月から「三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング株式会社」に改称。