www.gaitamesk.com 2009年11月25日（第15号）

中国人民元の切り上げ観測とドル/円相場

不発に終わった米中首脳会談後の人民元改革

世上の耳目を集めていたオバマ大統領の中国訪問が終了し、ドル/人民元相場は何事も無かったかのように、1ドル＝6.82－83元台での横這い推移を続けている。為替関係者の間で事前に盛り上がっていた「米国大統領のアジア歴訪中の人民元切り上げ観測」は、ひとまず不発に終わった格好だ。

ただし、ドル/人民元の1年先物をみると、足下では1ドル＝6.63元程度と約3％弱のドル安・元高が織り込まれている。「オバマ大統領の訪中」によって、少なくとも市場の元高期待を強める効果はあったようだ。

一方、今回の一連の騒動を経て、「外圧の強さを理由に中国が通貨切り上げ要求に応じる可能性は低い」ということも改めて認識させられた。人民元相場を巡る米中の鞘当てが強まる中で、今後の人民元相場の行方については、かえって不透明感が強まったという印象も否めない。今後のドル円相場への影響も含め、今回はこれをテーマに取り上げてみたい。

中国人民元の切り上げ再開の時期は？

まず、「人民元切り上げの時期」について考えてみよう。現時点で入手可能な情報から類推する限り、人民元の上昇再開は、早くて来春以降になるのではないかと考えられる。

言うまでも無く、人民元相場に関する諸々の決定権は中国にある。このため、「中国当局が自国景気の回復に自信を持つこと」が人民元切り上げ再開の必要条件になるだろう。しかし、最近の中国政府の要人発言等から判断する限り、少なくとも現時点において、中国政府は景気回復の基盤が盤石になったとは考えておらず、当面は適度に緩和的な金融政策及び拡張的な財政政策が継続される可能性が高いとみられる。

経済政策のバランスを考えた場合、「自国通貨の切り上げ」は、「緩和的金融政策」や「拡張的財政政策」の効果を相殺してしまうため、同時期に実施される可能性は低そうだ。現在、中国では「資産バブル抑制」を目的とした金融期引き締め措置の導入が噂されているが、「実体景気の過熱防止」目的の金融引き締め機運が盛り上がっている訳ではない。景気刺激を目的にした金融・財政政策の出口戦略が中国政府内で本格的に議論され始めるまでは、人民元の切り上げが実施される可能性は低いと考えられる。

世界景気の安定回復が元切り上げの条件か

実際、西側の市場関係者の間で「人民元切り上げ期待」が喚起される場合、為替制度改革に比較的前向きな人民銀行系列の要人発言や研究報告等が触媒になることが多いが、少なくとも現時点においては、中国政府内の意見が「早期の人民元切り上げ」で纏まっているようには見えない。

例えば、中国の巨大行政府である国務院内の序列で見た場合、周小川・人民銀行長は、人民元の早期切り上げ観測に釘を刺す発言を繰り返している張平・国家発展改革委員会主任や陳徳銘・商務部長とほぼ同格の27組織の長の一人に過ぎない。①人民元政策の最終決定権は中国国務院が握っているとみられること、②温家宝・国務院総理以下の10名で構成される「国務院常務委員会」が27組織の上層にあって重大な国策を決定していること、などを踏まえると、中国政府内で人民元切り上げに関するコンセンサスが出来上がるまでには今しばらくの時間が必要なのではないか。

結局のところ、中国政府が「いま人民元を切り上げたら自分が損をする」と思っている間は、先進諸国がいくら圧力をかけても、「のれんに腕押し」状態が続く可能

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された 意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。 なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。
Copyright©2009 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com

性が高い。①中国の輸出が伸びて中国景気の回復が盤石になる、②中国政府が緩和的な経済政策の出口戦略の検討を始める、などを「人民元切り上げの必要条件」と見た場合、突き詰めて言えば、世界景気が安定的な回復軌道に乗るまでは、人民元の切り上げ期待は実現し難いと言えるのではなかろうか。

人民元の切り上げ再開の方法は？

次に人民元切り上げの方法について考えてみよう。将来いずれかの時点で人民元の切り上げが再開される場合、いかなる方法が用いられるのだろうか。

結論から先に言うと、単に人民元を上昇させるだけならば、現行制度下でも十分な規模の元高を促すことは可能だ。2007年5月21日以降、人民元の対米ドル相場の1日当たりの許容変動幅は「±0.3%」から「±0.5%」に拡大されている。このため、計算上は、現行制度下でも20営業日（＝1ヶ月弱）で1割強の人民元高誘導は可能である。1年もあれば、人民元の対ドル相場を2倍以上に切り上げることも理屈上は不可能ではない。

ただし、これはあくまで机上の計算であって、急激な元高は中国の輸出に悪影響を及ぼすことを考えると、そこまでの弾力運用が実施される可能性は小さい。現行制度の運用緩和によって人民元の高め誘導が再開される場合、2005年夏から2008年夏までのように、「日々の微細な変化の積み重ねによって年率2%～10%程度の元高を誘導する」という漸進的な切り上げになる可能性が高いだろう。

この場合、中国政府から何らかの発表があって市場が元高誘導の開始を認知するという2005年7月21日のような「事件」は起きない可能性が高い。何営業日か経過してドル/人民元相場が微妙に動き出したことに皆が気付き始め、疑心暗鬼のうちに漸進的な元高誘導が既成事実化されるような認識過程になるのではないか。

無論、中国当局による何らかの政治的配慮によって、中国政府が人民元の切り上げ再開日時を敢えて公表したり、現在「非公開扱い」としている人民元相場の「参照通貨バスケット」に関する制度改革などが併せて発表される可能性も全く無い訳ではない。しかし、どのような方式が採られるにしろ、急激な元高期待を誘発しないような内容になる可能性が高いと考えられる。

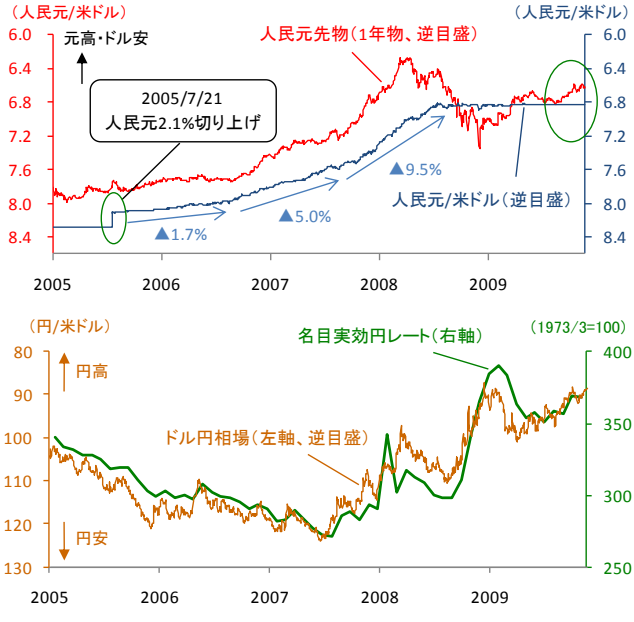
ドル/円相場への影響は？

最後に、ドル/円相場への影響について考えてみよう。将来いずれかの時点で人民元の高め誘導が再開された場合、ドル/円相場はどう反応するのだろうか。

結論から先に言えば、ごく短期的には日本円の「つれ高観測」を喚起するリスクはあるが、直接的な影響は比較的軽微かつ短命に終わる可能性が高いとみられる。3つの理由を挙げておきたい。

第1に、人民元切り上げ再開の時期について、「世界景気が回復軌道に乗って中国景気が安定し、中国政府が緩和的な経済政策の出口戦略を検討し始める頃」という仮説が正しければ、そういう局面では市場参

ドル/人民元相場と円相場



（出所）ブルームバーグより外為どっとコム総研作成

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された 意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。 なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。
Copyright©2009 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com

加者のリスク許容度が回復している可能性が高い。その場合、為替市場の地合いは円高というよりは円安気味に推移している確率が高いのではないか。

第2に、人民元の切り上げ再開の方法が、先述のような漸進的なアプローチになる場合、2005年夏のような突発的な人民元切り上げによる「断層的ショック」を引き起こす可能性は小さいと考えられる。

第3に、人民元相場が現在の管理フロート制になってからの経験則では、ドル/人民元相場とドル/円相場の間に明確な連動性は存在していない。実際、これまでの経緯を振り返ってみると・・・

(1)2005年7月21日に人民元相場の「対ドル2.1%切り上げ」と「管理フロート制への移行」が発表された直後は約4時間で1ドル＝112円50銭から109円88銭まで▲2.3%もドル/円相場は急落したが、僅か3営業日後には112円台の水準を回復。

(2)その後「管理フロート制」下で人民元の高め誘導が3年間続くが、ドル/人民元相場とドル/円相場の動きは基本的に無相関。ドル/円相場の地合いが円高の時には材料視されるが、相場の味付けが円安気味になると無視されるという関係に。

(3)昨年夏場以降、人民元の高め誘導が中断されて「実質的なドルペッグ制」と言える状況が復活しているが、この間「ドル/人民元相場が横這いだからドル/円相場も横這い」という意見は皆無。昨年秋から年末年始にかけてドル/人民元の先物相場で「元の切り下げ期待」が強まった時期にはむしろ急激な円全面高が進むなど、ドル/人民元の先物相場とドル/円相場の動きも基本的に無相関。

・・・という状況になっている。冷静に考えれば、今から約36年前に変動相場制に移行して適正価格の模索を続けてきた先進国の通貨と、これから様々な為替制度改革をしなければならない新興国の通貨が連動し続けるという期待に合理的な根拠はない。現在、市場の一部に「近い将来人民元の切り上げが始まったらドル/円も円高になる」という議論があるのは事実だが、たまたまそうなることはあっても「元高＝円高」の連想方程式そのものには永続的効力は無いとみられ、実際過去もそうなってはいない。

人民元の上昇再開に関する3段階の確認法

総じて、今回取り上げた人民元相場の行方に限らず、世界経済、国際政治、軍事問題、環境問題など、最近は様々な分野で中国の存在感が増しており、中国関連の話題が市場参加者の口の端に上る機会は増えている。一方、市場参加者の注目度が高まっている割には中国の諸政策の意思決定過程の透明度は極めて低く、中国当局の「市場との対話能力」も西側基準に達しているとは到底言えないような状況にある。

従って、いつ、どのような方法で人民元の上昇が再開されるかについては、「中国が決める」ということ以外に、本当に確かなものは何もない。そのような状況下では、今後の人民元相場の行方について断片的な状況証拠の積み重ねで自分なりの推論を立てると同時に、「あまり予断を持たずに日々の観察を怠らない」という態度が必要だろう。

本稿で示した「現行制度の運用改善による人民元の高め誘導」が開始された場合、その真否を判断する目処としては、①ドル/人民元相場が、1ドル＝6.8200元台を割り込んだら警戒し始める、②今年5月に記録した6.8108元の年初来安値を下回ってきたら相当疑う、③昨年9月に記録した現行制度下での最安値6.8061元を割り込んできたら限りなくクロに近いとみる、という三段構えで判定しようと考えている。地味な観察作業の反復になりそうだが、中国関連の材料と付き合う為には、飽きずに続ける根気が要求されそうだ。

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された 意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。 なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。
Copyright©2009 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com