



人民元の弾力運用再開と為替相場への影響

再開された「人民元の高め誘導」

先週末土曜日の現地時間19時に、中国人民銀行は「人民元相場の弾力運用の再開」を示唆する声明文を発表した。週明け21日の上海市場では、ドル/人民元相場が一時1ドル=6.7962元と、現行の管理フロート制導入後の最安値(=人民元の高値)を記録する場面もみられ、2008年初秋を境に封印されていた「人民元の高め誘導」がようやく再開されたとの認識が拡がりつつある。以下では、現時点で入手可能な情報に基づき、①今回の中国の意思決定の背景、②今後の人民元相場の展開、③他通貨市場への影響などについて、簡単に私見を整理しておきたい。

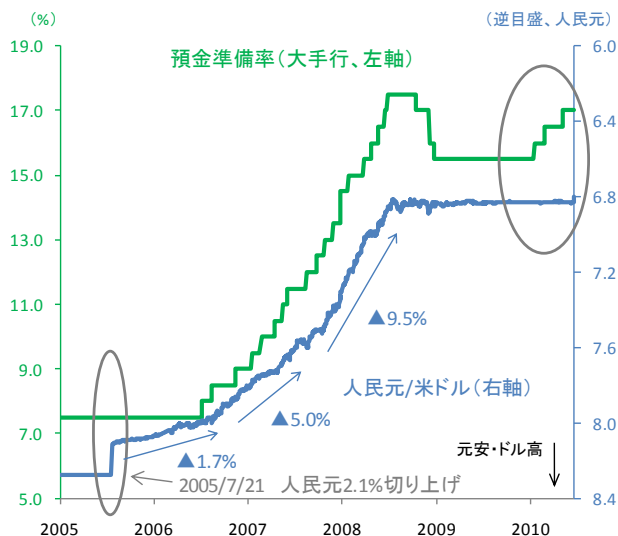
中国政府による「決断」の背景は？

今回、中国政府が人民元の高め誘導再開を決断した基本的な背景は、声明文に示された「世界経済が徐々に持ち直し、中国経済の回復がより強固かつ安定

的なものになりつつある」との環境判断にあると思われる。近年の中国の為替政策は、基本的に自国の総需要管理策の一環として運用されている色彩が強く、「景気の過熱期に金融引き締めと通貨高の容認」、「景気の低迷期に金融緩和と通貨高の停止」という組み合わせが採用され易い傾向が認められる。

最近では中国の実質経済成長率が前年比二桁前後の軌道に復帰し、金融政策面でも「預金準備率の引き上げ」、「不動産向け融資規制の強化」など、本格的引き締め前の予兆が表れていたため、人民元の高め誘導再開は「時間の問題」と見られていた。5月に生じた世界同時株安の影響で中国政府の「決断」が多少後ずれした感はあるものの、今月に入って世界の株式市場が落ち着きを取り戻してきたことや、今週末に開かれるG20首脳会議での「批判封じ」の目的もあって、このタイミングでの弾力運用再開に踏み切ったと思われる。

中国の預金準備率と人民元相場



(出所)ブルームバーグ

今後の人民元相場の展開は？

こうした状況下、市場の耳目は、「今後のドル/人民元相場の動向」に集まっている。現在の「管理フロート制」で許容されているドル人民元の1日当たりの変動幅は「±0.5%」であるため、中国政府が「やる気」になれば、技術的には10営業日で5%、1年間で100%を優に超える大規模な元高誘導の実施も不可能ではない。しかし、過去の中国の為替政策は基本的に「自国の都合最優先」で決められており、輸出産業に大打撃を与える急激な元高が許容される可能性は皆無に近いだろう。中国人民銀行が今回発表した声明文では「大幅切り上げの根拠は存在しない」との現状認識が明記されており、実際の元高誘導ペースはかなり緩やかなものになると思われる。

現在の「管理フロート制」の下で2005年夏から2008

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©2010 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com



年秋まで、約3年間実施された元高誘導の実績をみると、最初の1年目は年率1.7%、2年目は同5.0%、3年目は同9.5%となっており、弾力運用初期段階の元高誘導の速度はかなり控えめだった。今後、中国景気が一層の過熱色を帯びてくれば、誘導速度がアップする可能性もあるが、恐らく当初のスピードは年率で最大3~5%程度に抑えられる可能性が高いとみられる。その場合、日々のドル/人民元の変化率は均してみればゼロコンマ二桁%前後の微細なものになる可能性が高そうであり、今から1年後のドル/人民元相場は1ドル=6.50-60元前後が着地点になるのではなかろうか。

因果関係が希薄なドル/人民元とドル/円相場

上記のような形で、人民元の漸進的な高め誘導が進む場合の他通貨市場への影響について考えてみよう。まずドル/円相場については、基本的にドル/人民元相場との直接的な因果関係は希薄だと考えられる。2005年7月21日に「ドルに対する2.1%の元切り上げ」と「管理フロート制への移行」が同時発表された直後には、約4時間でドル/円が112円50銭界限から109円88銭まで2.3%も急落したことはあったが、当時は「為替が動いている最中の木曜日の夜」に突如として「人民元の大幅切り上げ」と「管理フロート制への移行」という全く未知の情報が突然提示されたことで、市場参加者の多くが「次に起きる事態」を全く予測できない状態に陥った。当時の為替市場では「同じアジア通貨である元と円は連動する」という思惑が流布していたこともあり、半ば恐慌状態の中で条件反射的な円買い・ドル売りがストップ・ロス巻き込んで瞬間的に加速したと考えられる。

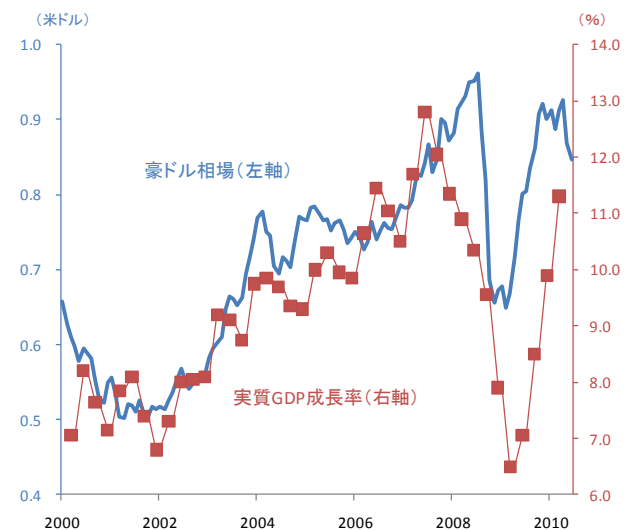
しかし、今回の中国政府の発表は「土曜日の夜」であったため、市場参加者に情報の中味を吟味する時間的余裕があったことに加え、従前通りの「管理フロート制」の下での漸進的な元高誘導再開に対する「心の準備」もある程度は進んでいたため、週明け以降の為替市場でパニック的な円買いの反応は殆ど生じていな

い。冷静に考えれば、未だに中国政府の管理下に置かれているドル/人民元相場と、変動相場歴37年以上が経過しているドル/円相場が長期間連動するという期待に合理的な根拠は無い。これまで繰り返し指摘してきたように、近年のドル/円相場の方向感基本的には米国の景気・金融情勢に対する期待の変化で決まっており、「中国政府の為替政策が間接的にドル/円相場の趨勢を決めてしまう」という事態は、これまでも生じていなかったし、今後そうなるとも考えにくい。

長期的な人民元高で恩恵を受けるのは資源国？

先述のように、中国が元高を容認するのは、基本的に世界経済の安定や自国経済の拡大に自信を深めている時期である。中国当局が「そろそろ人民元の高め誘導を再開しても良いのではないかと」考えるほど、世界経済の回復基盤が本当に固まりつつあるのなら、そうした時期にはむしろ市場のリスク許容度緩和の思惑を背景に為替相場は円安に振れ易くなる可能性もあるだろう。特に、豪ドルなどの資源輸出国通貨は、中国経済の発展による追い風を受け易い立場にあるた

中国の実質GDP成長率と豪ドル相場



(注) 実質GDP成長率は2四半期平均値
豪ドル相場は月間平均値。但し2010年6月は21日までの平均値
(出所)ブルームバーグ

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©2010 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com



め、中国景気の回復が通貨価値に対しプラスに働く可能性がある。実際、今世紀に入って、中国の実質経済成長率と豪ドル相場は比較的綺麗に連動している。

また、あくまで私見だが、今後超長期的にみると、先進国を遥かに凌駕する勢いで中国経済が成長していく過程では、人民元相場は1980年代末期の水準だった1ドル＝4元前後まで、今から4割以上は値上がりする可能性もある。世界最大の資源消費国の長期的な経済発展と通貨価値の上昇は、中国発の資源需要の増大に寄与すると考えられる。「長期的な人民元の値上がり期待」を背景に投資すべき通貨を物色する場合、因果関係が希薄なドル/円よりも、豪ドルに代表されるような資源輸出国通貨を選ぶ方が、理屈的には分かり易いのではなかろうか。

高まる中国経済の存在感

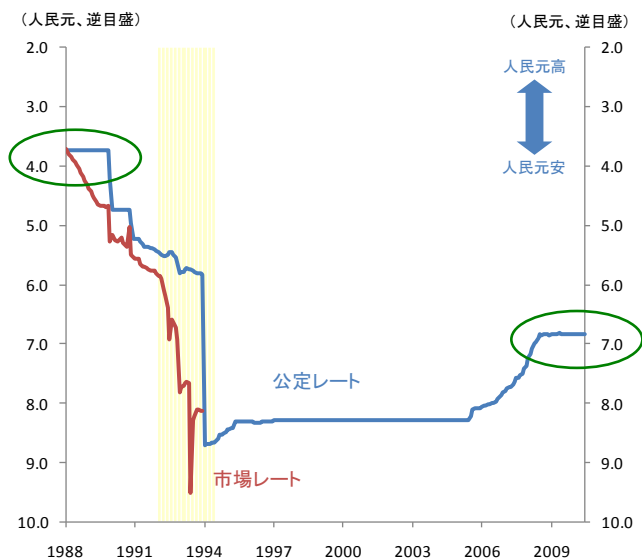
もちろん、「人民元高誘導を再開しても大丈夫なほど自国経済がしっかりしてきた」という中国政府の判断がもしも誤りで、中国を含めた世界経済が今後景気二番底の深淵に沈み込んでいく場合、資源国通貨を中心にクロス円は軒並み下落し、ドル/円も巻き込んだ円全面高が再発する可能性は否定できない。ただし、その場合、中国政府による元高誘導は再び停止されて事実上のドル・ペッグ制が復活する可能性が高そうだ。

また、あまり想像したくない世界だが、中国政府による人民元の高め誘導再開が単なる目先の批判を封じるための「見せ球」で、ごく短期間実施された後すぐに事実上のドル・ペッグ制に逆戻りする場合、米中経済摩擦の激化や保護主義台頭への懸念が強まることで、世界景気の安定回復に対する脅威となる可能性もある。実際、今回公表された声明文には、ドル/人民元相場に関する直接的な言及は一切なく、従前通りの「通貨バスケット」を参考にした「管理フロート制」の弾力運用の強化だけが淡々と「通告」されており、主要通貨に対する人民元相場は中国政府の意向で自在に管理で

きる状態であることは何ら変わっていない。その意味では、中国政府による元高誘導が今後順調に進む場合の方が為替相場全体の地合いは円安気味になり易く、遅々として進まないケースの方が、どちらかと言うと円高色の強い相場展開になり易いのではなかろうか。

いずれにしろ、中国政府がようやく重い腰を上げて人民元の弾力運用の再開に踏み切ったことは、当面の世界経済にとっては朗報と言える。今後「人民元の漸進的な高め誘導」が定着し、それが「日常の風景」になってしまえば、日々の「マーケット・トーク」の材料としての「人民元」の鮮度は徐々に落ちるとみられるが、今後中長期的にみた人民元相场上昇の可能性や世界経済に与える影響も含め、「中国の為替政策」に無関心ではいられない状況が、ずっと続くことになりそうだ。「中国の景気・金融政策の動き」や「人民元政策の行方」がこれほどまでに市場の耳目を惹きつけている現況に接し、「中国経済の存在感」の不可逆的な高まりを改めて実感させられる日々が続いている。

人民元/米ドルレートの長期推移



(注) 1994年以前の市場レートは公定レートと上海外貨調整センターのレートの加重平均
1994年に公定レートと外貨調整センターレートを一本化
網掛け部分は、米財務省「国際経済と外国為替政策に関する報告書(為替報告書)」で中国が為替操作国と認定されていた期間(出所)ブルームバーグ

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©2010 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com