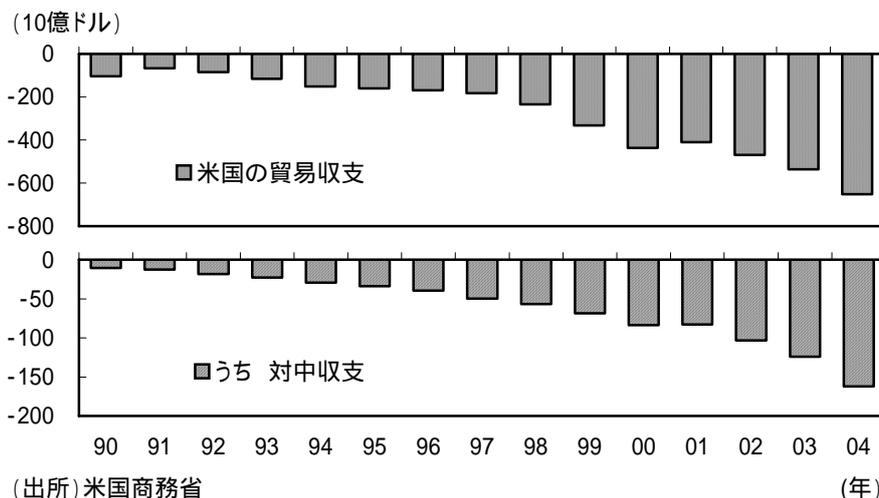


人民元改革について

Q 1 . なぜ人民元に注目が集まっているのですか？

- ・ 米議会が、米国の貿易赤字拡大の大きな原因が割安な水準に固定された人民元にあるとしてその改革を強硬に求めているからです。実際、米国の貿易赤字が 6517 億ドル（2004 年）と過去最大を記録する一方、90 年代以降、対中国貿易赤字も拡大の一途を辿っています(図表 1)。なお、米議会の強硬姿勢の背景には来年に中間選挙を控えて、割安な中国製品の輸入攻勢に直面する製造業の声を無視できないという国内事情もあります。

図表 1 . 過去最大となった貿易赤字と拡大の一途を辿る対中貿易赤字

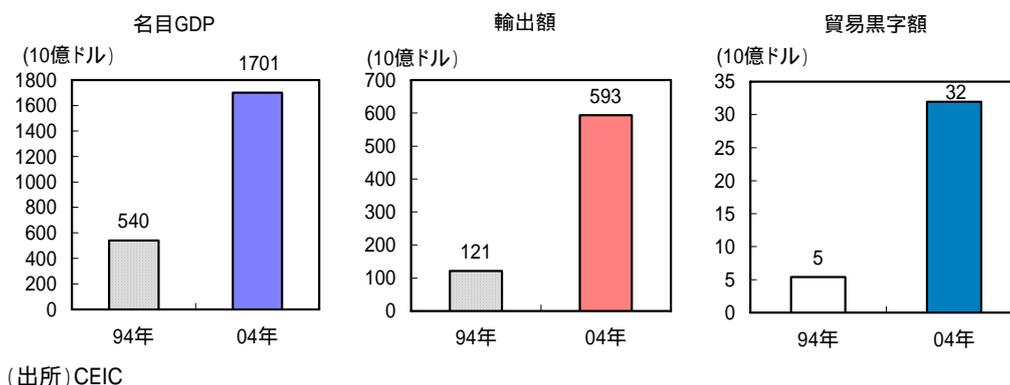


Q 2 . 中国自身はどう考えているのですか？

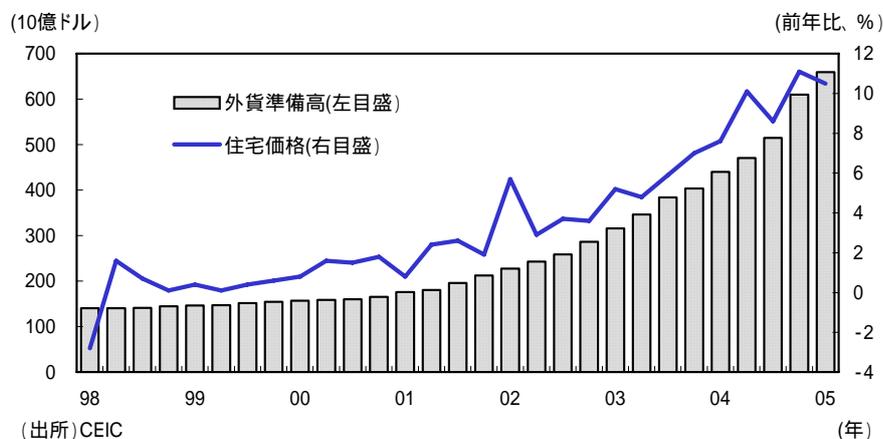
- ・ 中国自身も身の丈に合った為替制度に移行したいと考えています。改革開放政策の下、社会主義市場経済化を始めて四半世紀。また 94 年に現在の為替制度（名目上は管理変動相場制度：前日の対ドル・レート比 ±0.3% の範囲内で変動、実際には 1 ドル = 8.28 元でのドル・ペッグ（固定）制）に移行してからでも 10 年超。この 10 年余で中国の名目 GDP 規模は約 3 倍、輸出額は約 5 倍、貿易黒字額は約 6 倍（いずれもドル・ベース）に拡大しています（次頁図表 2）。中国が依然として発展途上国であるとしても、窮屈な固定制度から、より柔軟な制度に移行し、その結果、人民元がそれなりに強くなってもおかしくない状況にあるといえるでしょう。
- ・ また、最近では事実上の固定相場制を維持する弊害も見られます。貿易黒字に加えて、元高圧力に対抗して 1 ドル = 8.28 元の固定相場維持のため元売り・ドル買い介入を続

けているため、外貨準備が大幅に拡大しています。一般に外貨準備は輸入額 3 か月分（04 年実績でおよそ 1400 億ドル）あれば良いとされますが、04 年末の外貨準備はこれをはるかに上回る 6000 億ドル超に達しています。その結果、国内で資金（流動性）のたぶつきが見られ、上海など一部の都市で不動産価格が大幅に上昇するなどバブルとも言える現象が起っています(図表 3)。

図表 2 . 10 年間で 3 倍、5 倍、6 倍に拡大した中国の GDP、輸出額、黒字額



図表 3 . 膨張する外貨準備と大幅上昇が続く不動産価格



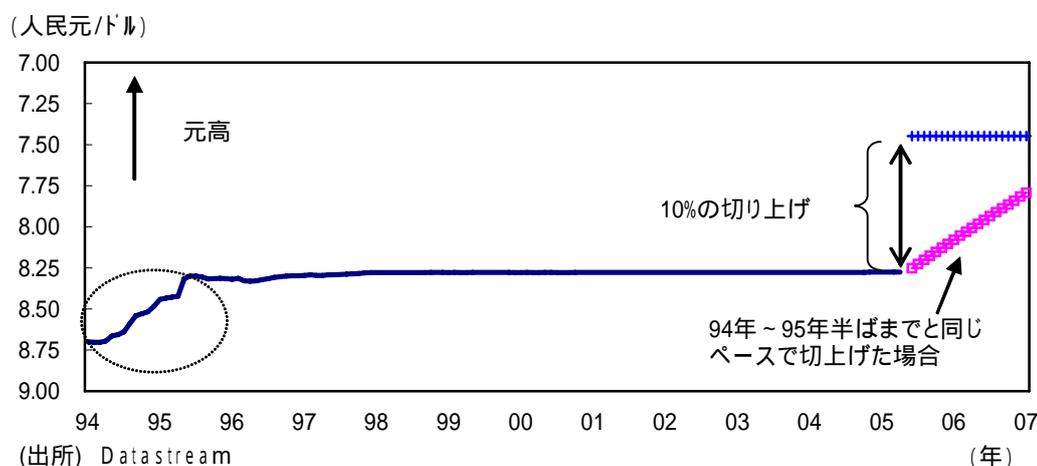
Q 3 . では、なぜ今まで人民元改革をしてこなかったのですか？

- ・ 97 年～98 年のアジア通貨危機、01 年の I T バブル崩壊による世界的な景気低迷、03 年の S A R S 禍によるアジア経済の混乱など中国経済を取り巻く内外の環境が不安定であったため、改革を始められなかったと考えられます。
- ・ その点、03 年、04 年と 2 年続きで 9.5% の高成長を達成し、05 年 1～3 月期も前年同期比 9.4% 成長と景気の拡大が続いている今は「改革」を始める好機と言えます。
- ・ しかし、他方で中国が「外圧」に負けたと取られることを嫌うのも事実です。米国が強硬に人民元改革を求めれば求めるほど改革が遅れてしまう可能性もあります。

Q4．人民元改革にはどんな選択肢があるのですか？

- ・ 中国から輸入攻勢を受けている米国の製造業者は人民元の大幅な「切り上げ」を求めています。しかし、市場経済化に乗り遅れた国有企業や、こうした国有企業への融資が焦付き、不良債権問題に直面している国有商銀などの問題を抱える中国にとって、大幅な切り上げは難しいと思われます。またどの程度切り上げれば十分かということについて誰もが納得する水準がないのも事実です。
- ・ また、小幅切り上げ後、再びドルにペッグ（固定）するという選択肢もあります（図表4）。しかし、これでは窮屈な制度からより「柔軟な制度」への移行という人民元改革の趣旨には沿わないでしょう。なお、単一通貨（ドル）へのペッグではなく、複数通貨からなる通貨バスケットにペッグするという選択肢もあります。これも固定的な制度には違いないのですが、現在のドルだけを対象としたペッグに比べれば柔軟化の方向にあると考えられ、有望な選択肢と見られています。
- ・ 他方、最終段階での変動相場制への移行につながる「柔軟化」と中国が好む「漸進主義」という条件に合う現実的な選択肢として、現在、前日比 $\pm 0.3\%$ となっている変動幅をまず、 $\pm 3\% \sim 5\%$ に拡大するという方法が考えられます。なお、この場合も元高圧力が強い現状では結果として人民元が切り上がることになりませんが、市場の見方が変われば元安に振れることも十分に考えられます。
- ・ ちなみに、94年に中国がそれまでの二重為替制度（公定レートと市場レート）から管理相場制度に移行した当時、中国投資ブームを反映し直接投資の流入拡大が続く中で、人民元レートは95年半ばにかけての1年半の間に1ドル=8.7元から8.3元と約5%ゆっくりと切り上がりました（図表4）。改革はこのようにゆっくり進む可能性が高いと思われます。

図表4．人民元相場の推移



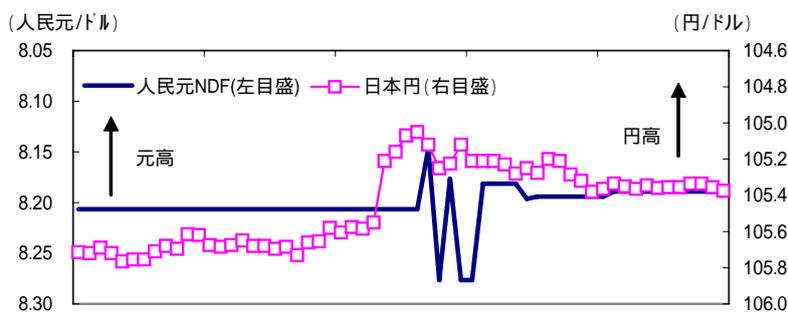
Q5．人民元改革のXデーはいつ頃になりそうですか？

- ・ 前述のように今年はある意味で改革の好機なのですが、実際のところ全くわかりません。7月のスコットランド・サミット前、9月の胡錦濤国家主席の訪米前などいつか候補があがっていますが、「意表を突く」(温家宝首相)と言われているので市場が期待するような時期には行なわれない可能性があります。
- ・ ただし、WTO加盟時の公約として2007年1月には外資系の銀行に国内の人民元業務が全面開放される予定になっていますので、その前までには為替制度の柔軟化が始まっていると思われます。

Q6．人民元改革は日本にどんな影響をもたらしますか？

- ・ 近々、実際に人民元改革が行なわれた場合、結果的に人民元高になると見られています。その場合、実は円も同じアジア通貨ということで買われて円高になる可能性があります。こうした市場の反応は、今年5月11日日本時間午後5時過ぎに「来週、人民元制度が改革される」との誤報が流れた際に図らずも現実のものとなりました(図表5)。

図表5．5月11日の誤報騒ぎで円も元と一緒に一時的に上昇



(注)人民元NDFは香港・シンガポールで取引されている人民元先物で人民元相場に関する市場の思惑を反映するものとして注目されている。
(出所) Bloomberg

- ・ 人民元と円が同時に上昇する場合には元と円の関係もそれほど動かず、日本が中国から輸入している商品の価格が上昇する懸念や、逆に日本から中国に輸出している製品の価格が割安になり競争力が増す可能性も小さいでしょう。
- ・ しかし、中国を生産基地として、中国から米国など第三国に輸出をしている企業は人民元高による国際競争力の低下の影響を受ける可能性があります。円その他の通貨の動向、あるいは業界、中国との関係によって影響は様々と考えられます。

お問合せ先：調査部（東京）野田 E-mail：ndmariko@ufji.co.jp

本レポートに掲載された意見・予測等は資料作成時点の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。