

## 人民元が切り上がるとどうなる？

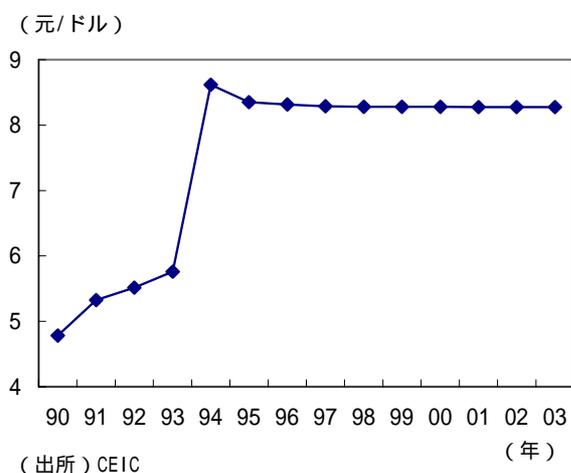
Q 1 . なぜ人民元の切り上げが問題になるのですか？

- ・ 中国政府が管理している人民元レートは、1997 年以降、ほぼ 1 ドル = 8.28 円で推移。対ドル固定相場制と言える状態にあります。
- ・ 最近、この水準が中国の経済力に比べて割安との見方が増えています。特に、米国は、割安な人民元レート 米国企業の対中価格競争力の低下 対中貿易赤字の拡大 製造業の雇用回復の遅れとの見方から切り上げを強く要求しています。
- ・ 中国政府は、昨年まで 貿易収支の悪化傾向、国内の金融インフラの未整備などを理由に、人民元の切り上げに消極的でしたが、最近は為替制度の柔軟化に対してやや前向きな発言をしています。

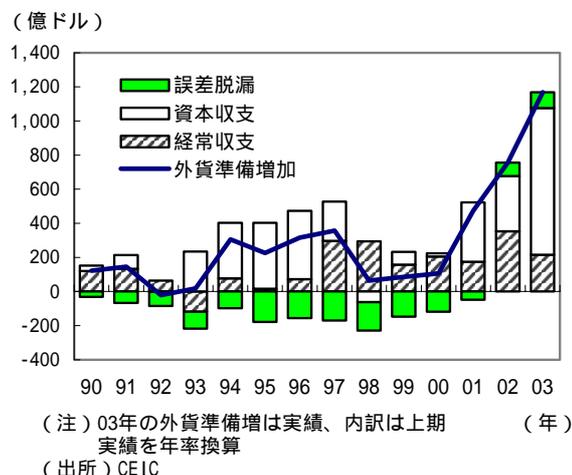
Q 2 . 中国の外貨準備が急増している背景は何ですか？

- ・ 米国などの切り上げ要求から人民元切り上げ期待が強まるなかで、中国への資本流入(海外に流出していたアングラマネーの国内還流を含む)が増加し、元高圧力が高まっています。
- ・ 中国の通貨当局は固定レートを維持するためにドル買い介入を実施。その結果、外貨準備が急増しています。
- ・ 中国の外貨準備高は 2004 年 3 月末時点で前年比 39.2% 増の 4,398 億ドルと過去最高の水準に達しています。

図表 1 . 固定レートで推移する人民元



図表 2 . 要因別にみた外貨準備増加の状況



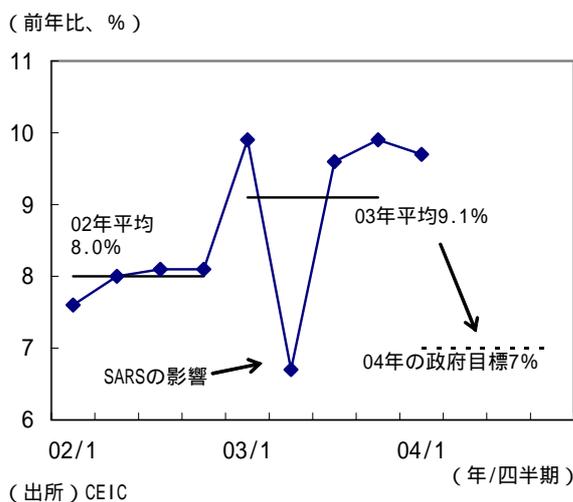
Q 3 . 中国の外貨準備の急増は中国経済にどんな影響を与えていますか？

- ・中国の外貨準備の急増は中国の景気を過熱させる要因になっています。
- ・2004年3月のマネーサプライ(M2)や貸出額は、前年比20%前後の大幅な伸びが続いています。また、国内の流動性の拡大に伴って、実質GDP成長率も2004年1-3月期が前年比9.7%と3四半期連続で9%台の高い伸びを記録し、中国政府が目標として掲げている7%の水準を大幅に上回っています。特に固定資産投資は前年比43.0%と大幅に拡大しています。
- ・不動産価格や一般物価は上昇傾向にあり、資産バブルやインフレの懸念も強まっています。

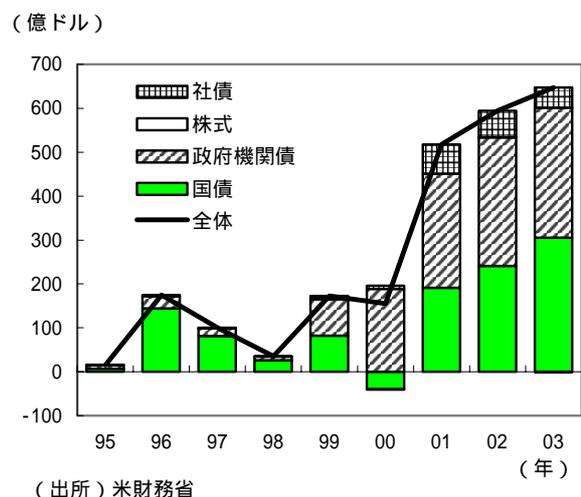
Q 4 . 中国の外貨準備の急増は世界経済にどんな影響を与えていますか？

- ・外貨準備の急増に伴って中国から米国への証券投資が増加しています。2003年の海外からの対米証券投資は7,450億ドルでしたが、このうち中国からの投資は647億ドルと全体の約8.7%を占めました。国債と政府機関債に限れば、中国のシェアは一段と大きくなります(国債購入に占める中国のシェアは11.2%、政府機関債では18.2%)。この結果、中国で急増した外貨準備が米国の貯蓄不足の一部をファイナンスする形になっています。

図表3 . 中国の実質 GDP 成長率



図表4 . 中国の対米証券投資

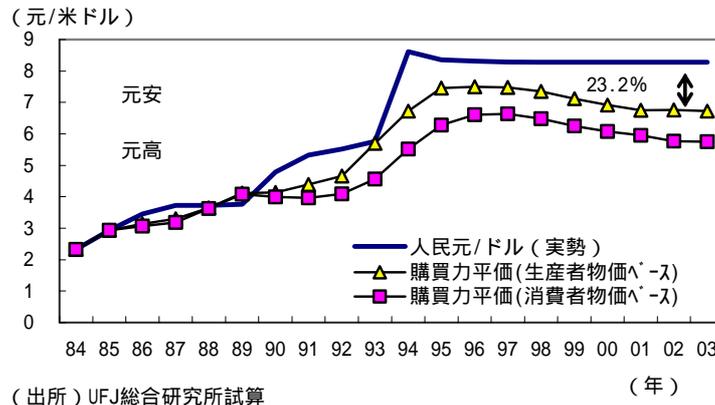


Q 5 . 人民元の切り上げの目安はどれくらいですか？

- ・人民元の切り上げの目安として、人民元レートの長期的な理論値を試算してみました。中国の対米貿易収支がほぼ均衡していた1985年を基準に購買力平価を計算すると、生

産者物価ベースで1ドル=6.72元となり、現行の人民元レートは23.2%割安という結果になります。目安となる切り上げ幅は、20%程度とみられます。

図表5. 購買力平価でみた人民元の割安率



Q6. 人民元の切り上げは米国や日本にどんな影響を与えますか？

・仮に2004年に20%程度の大幅な切り上げが実施された場合には、人民元の割安感払拭から中国への資本流入が減り、外貨準備高の増加はゼロとなる可能性があります。この場合、米国は貯蓄不足のファイナンスを維持できなくなるため、金利が上昇し、成長率が低下することが考えられます。これにより、日本にとっては輸出環境が悪化するとみられます。

Q7. 人民元の切り上げは世界の株式市場にどんな影響を与えますか？

・米国への資金流入の減少に伴う金利上昇は米国の成長率を下押しするだけでなく、米国株価を下落させるため、世界的な株価下落を誘発する恐れがあります。近年は、世界的な資本移動の活発化を背景に、米国と各国の株価の相関が強まっています。

図表6. 人民元切り上げが金融市場に与える影響

ケース	中国の外貨準備増減	米国の長期金利	米国実質GDP成長率
04年に切り上げ	1,200億ドル減少	0.6%p上昇	0.4%p低下
04年は現行レート維持、05年に切り上げ	1,600億ドル減少	0.8%p上昇	0.6%p低下

(注1)人民元切り上げにより市場の期待レートと現行固定レートの乖離が解消するケースを想定。  
(注2)計量モデルによると、長期金利1%上昇は実質GDPを0.7%低下させるという結果が得られる。  
(出所) UFJ総合研究所試算

図表7. 米国と各国の株価の相関係数

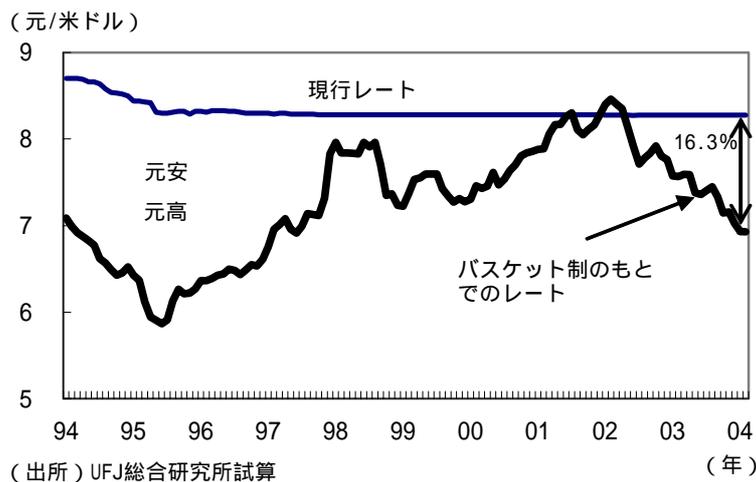
期間	90年1月-00年3月	95年1月-04年3月
EU	0.23	0.73
日本	0.21	0.54
香港	0.46	0.58
フィリピン	0.29	0.42
インドネシア	0.38	0.40
シンガポール	0.16	0.37
中国	0.18	0.37

(注)値が1に近いほど相関関係が強い、米株価はダウを使用、前月比ベース(月次)で比較。  
(出所) UFJ総合研究所試算

Q 8 . 人民元の先行きはどうか？

- ・ 中国の為替制度については、米国を中心に柔軟化を求める動きが強いなか、中国景気の過熱が続けば、今年中に柔軟化される可能性があると考えられます。
- ・ 具体的には、人民元をドル以外のユーロや日本などの通貨に連動させるバスケット制への移行や、人民元レートの変動幅の5%程度拡大などが選択肢として考えられます。
- ・ ただし、5%程度の拡大で切り上げ期待が完全に払拭されるとは考えにくく、中途半端な切り上げではかえって将来の切り上げ期待を強め、むしろ事態を悪化させてしまう恐れがあります。世界経済の中長期的な安定を図るためには、まずは早期の、ある程度の幅をもった人民元切り上げが不可避と思われる。その後、中国の国内体制の整備状況に併せて、柔軟な制度に移行することが望ましいと考えられます。

図表 8 . 人民元がバスケット制へ移行していたケース



お問合せ先 調査部（東京）西垣  
E-mail : [hideki.nishigaki@ufji.co.jp](mailto:hideki.nishigaki@ufji.co.jp)

本レポートは調査レポート「人民元切り上げは世界経済にとって『良薬』」(04/13、2004年4月30日)を簡略化したものです。調査レポートは当社ホームページ (<http://www.ufji.co.jp/publication/report/2004/0413.pdf>) でご覧になれます。

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。