

人民元切り上げは世界経済にとって「良薬」

～短期的には混乱をもたらすが中長期的な安定に寄与～

《 要 旨 》

1. 米国の対中貿易赤字の拡大などを背景に、人民元切り上げ論が台頭。これを受けて、97年以降、1ドル=8.28元の固定水準で推移している人民元の切り上げ期待が高まり、中国への資本流入が増加している。この結果、中国の外貨準備高は急速に拡大し、2004年3月末には前年比39.2%増の4,398億ドルと、過去最高水準となった。
2. こうした外貨準備高の急増は、中国で国内流動性の拡大と景気の過熱をもたらしている。同時に、急増した外貨準備は米国への証券投資という形で運用され、結果的に米国の貯蓄不足をファイナンスする形となっている。
3. 購買力平価（生産者物価ベース）でみた人民元の理論値に比べて、現行の人民元レートは20%程度割安とみられる。一方、人民元の割安率と外貨準備高の増減との関係を見ると、人民元の割安率が高いほど外貨準備高の増加額が拡大する傾向にある。従って、仮に人民元が20%切り上げられ、人民元の割安感がなくなると、中国の外貨準備の増加額はゼロとなる。仮に2004年に人民元の十分な切り上げが実施されると、切り上げ前に比べて外貨準備の増加額は1,200億ドル程度少なくなり、その分米国への資金流入が細ると考えられる。その結果、米国の長期金利は0.6%ポイント程度上昇、米国の実質GDP成長率は0.4%ポイント程度低下すると試算される。さらに、米金利の上昇は世界的な株価下落を誘発する可能性がある。
4. 世界経済の中長期的な安定を図るためには、早期の、ある程度幅をもった人民元切り上げが不可欠なのではないだろうか。人民元の切り上げを契機に、短期的には国際金融市場が混乱する可能性がある。しかし、人民元切り上げを先送りにすればするほど、その後の調整幅は一段と大きくなる。



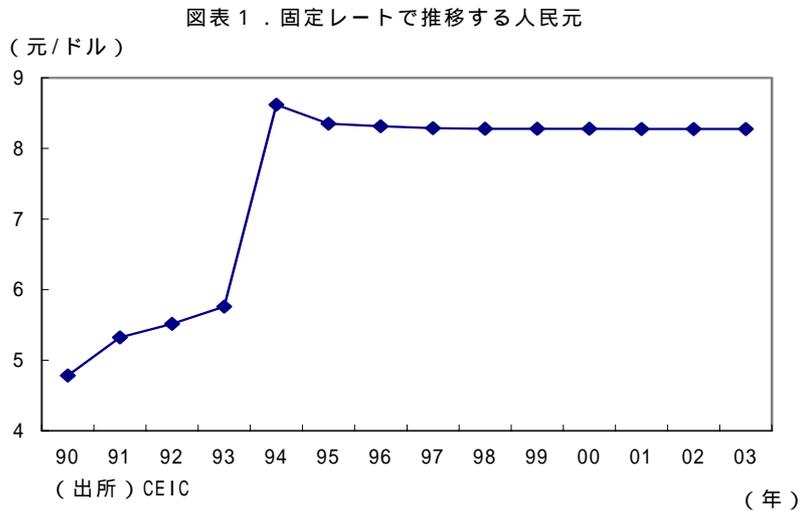
お問い合わせ先：調査部(東京)海外班 西垣 E-Mail : hideki.nishigaki@ufji.co.jp

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。

・ 人民元切り上げ論の台頭と外貨準備の急増

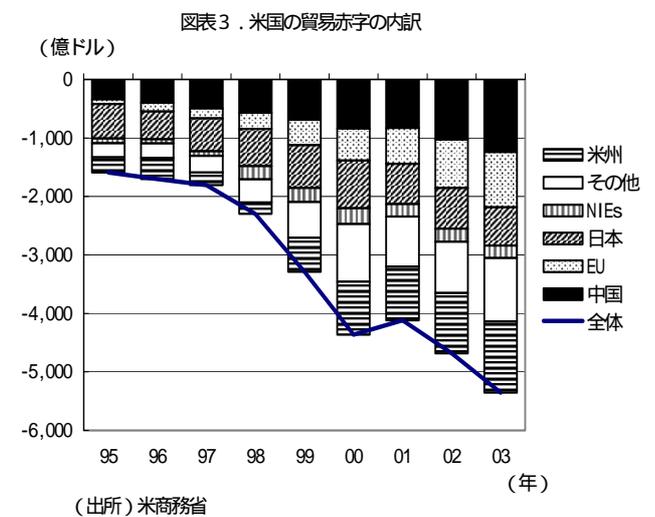
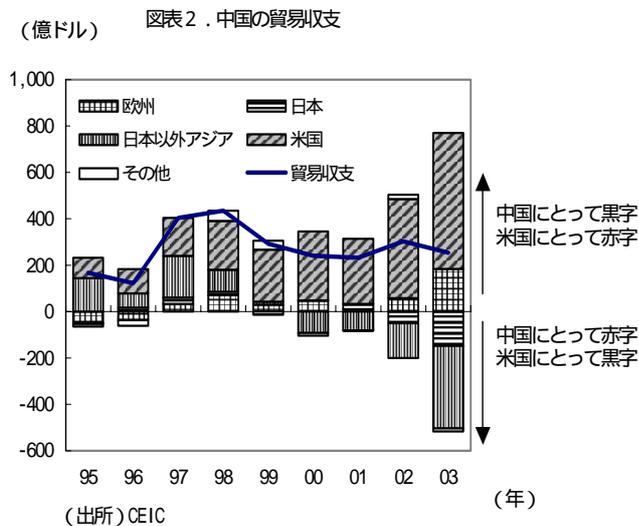
1. 対中貿易赤字の拡大を背景に人民元切り上げを求める米国

人民元レートは公式には管理変動相場制だが、実際には97年以降、ほぼ1ドル = 8.28元の水準で推移しており、実質的には対ドル固定レート制である（図表1）。



一方、中国の対世界でみた貿易黒字は2003年にはやや縮小したものの、対米黒字は一段と拡大した（図表2）。米国の統計でも、米国の対中貿易赤字は2002年の1,031億ドルから2003年には1,240億ドルと前年比20%拡大し、対中赤字は米国の貿易赤字全体の23%を占めるに至っている（図表3）。

こうしたなかで、「柔軟な為替制度への移行」を求めるという表現で米国から人民元切り上げ論が台頭した。米国では「貿易赤字 = 雇用の流出」という図式が支持されやすい傾向にあるが、雇用問題が今秋の大統領選の争点の一つになっていることもあり、中国に対する人民元切り上げ要求は今後、一段と高まる気配をみせている。

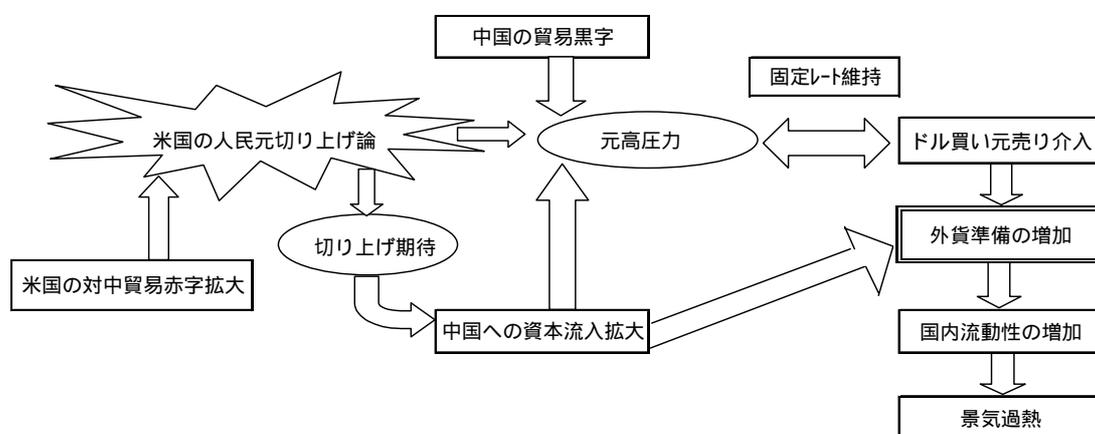


2. 人民元切り上げ要求に対して前向きな姿勢を見せ始めた中国政府

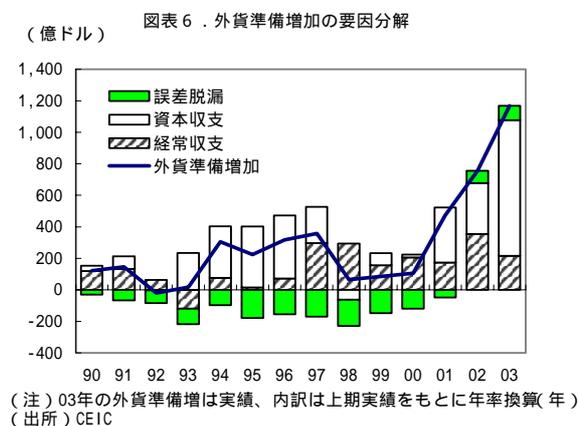
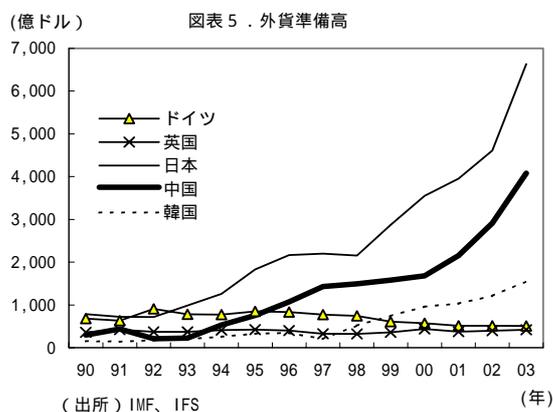
昨年来強まってきた為替制度変更を求める米国の圧力に対して、中国政府は貿易収支が足元で悪化傾向にあること、国内の金融インフラが未整備なこと、などを理由に、人民元の切り上げに消極的なスタンスを表明してきた。しかし、ここにきて中国側からも、為替制度の変更・柔軟化や人民元の切り上げに対し、やや前向きな発言が出てきている。

中国側がスタンスを変更してきた背景には1ドル=8.28元という固定レートを維持するためのドル買い介入によって中国の外貨準備が急増し、これが国内の景気過熱の一因になっているとの認識が高まったためと考えられる(図表4)。中国の外貨準備は2000年末の1,656億ドルから2003年末には4,033億ドルと3年間で2.4倍に拡大。円高回避のための介入を続ける日本に次ぐテンポで外貨準備が増加している(図表5)。2004年3月末時点の中国の外貨準備高は前年比39.2%増の4,398億ドルと過去最高の水準に達している。

図表4. 人民元切り上げ圧力と中国の景気過熱の連関



図表4の外貨準備の変動は、経常収支(主に貿易収支)、資本収支、誤差脱漏の3つから説明できる。2003年は、貿易黒字の縮小により経常収支の黒字幅が縮小する一方()、資本収支()と誤差脱漏()の増加寄与が大きくなっている(図表6)。なお、誤差脱漏がプラスであるのは海外に流出していたアングラマネーの国内還流が増加しているためとみられる。2004年1-3月期の貿易収支は84億ドルの赤字となっており、同期の外貨準備の増加は投機マネーを含む資本流入()の拡大によるとみられる。人民元切り上げ論が強まるなかで切り上げ期待が膨らみ、これが中国への資本流入の拡大をもたらしているようだ。



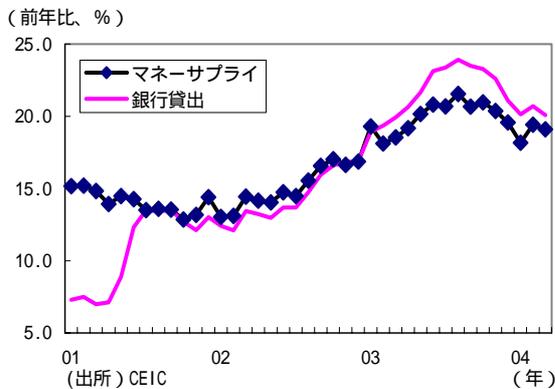
・ 人民元固定レート維持に起因する外貨準備高急増の問題点

1. 外貨準備の拡大で国内の流動性が高い伸びを続ける中国経済

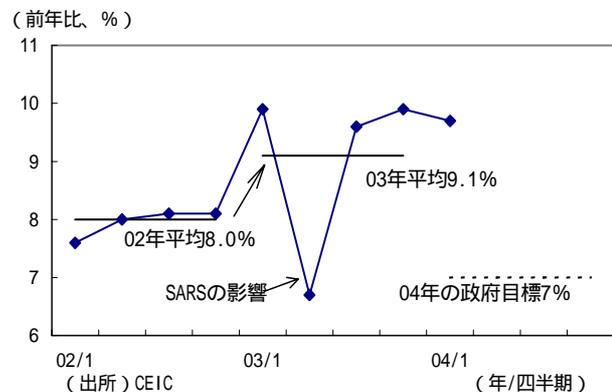
昨年来の人民銀行の金融引締めにもかかわらず、中国の外貨準備の急増は国内の流動性の大幅な増加をもたらしている。3月のマネーサプライ（M2）は前年比19.2%、貸出額が同20.1%と、依然として大幅な伸びが続いている（図表7）。

こうした国内の流動性の拡大に伴って、景気も足元で一段と過熱している。中国の実質GDP成長率は2002年8.0%、2003年9.1%と加速してきたが、2004年1-3月期も前年比9.7%と、3四半期連続で9%台の高い伸びを記録した（図表8）。また、1-3月期の固定資産投資は前年比43.0%と大幅に拡大。都市部の不動産関連投資も、同41.1%増となった。中国政府は持続的な経済成長のために今年の実質GDP成長率を7%に減速させることを目標としているが、これまでのところ、拡大テンポに鈍化の兆しはみられない。

図表7. 高水準が続く銀行貸出とマネーサプライの伸び

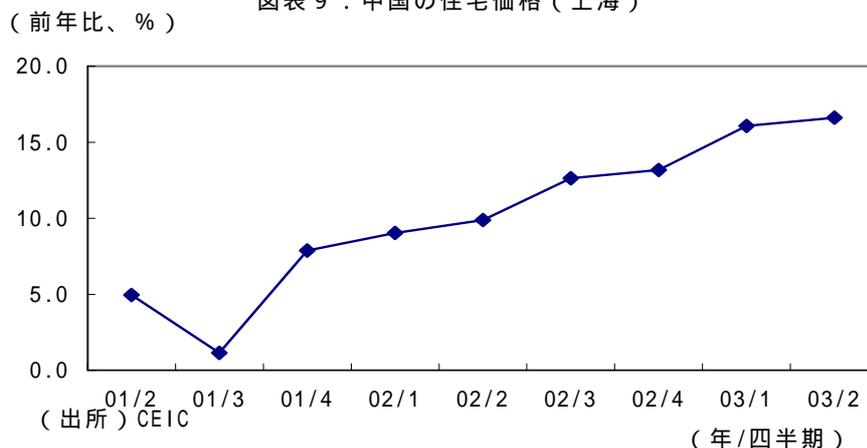


図表8. 中国の実質GDP成長率



また、不動産価格や一般物価も上昇傾向にあり、資産バブルやインフレの懸念が出てきている。住宅価格（上海）は2001年以降、上昇テンポが加速し、2003年第2四半期には前年比16.6%となっている（図表9）。さらに、2002年までマイナス基調にあった消費者物価は2003年に1.2%に上昇し、足元、2004年1-3月期のインフレ率は前年比2.3%に高まっている。景気の過熱やインフレの進行は、中国経済の持続的な成長を危うくするものであり、3月の全人代では、消費者物価上昇率の目標値が3%前後に置かれるなど、インフレ抑制策を強化する方針が示されたが、実効性は不透明である。

図表9. 中国の住宅価格（上海）

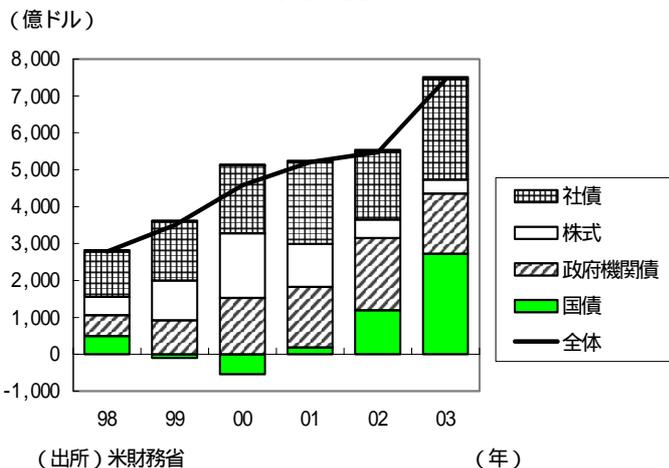


2. 中国の外貨準備が米国の貯蓄不足の一部を穴埋め

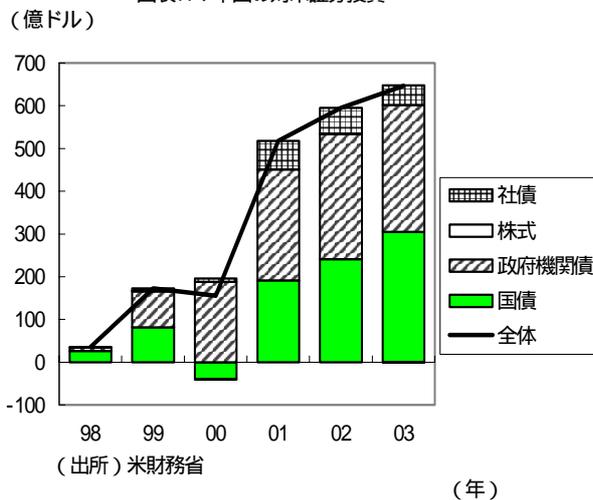
もう一つの問題は、中国が急増した外貨準備で米国への証券投資を増加させていることである。米財務省によると、2003年の海外からの対米証券投資（ネットのドル資産購入）は7,450億ドルであったが、このうち中国からの投資は647億ドルと全体の約8.7%を占めている（図表10、図表11）。国債と政府機関債に限れば、中国のシェアは一段と大きくなる。国債購入に占める中国のシェアは11.2%、政府機関債では18.2%にのぼる。

残高（ストック）ベースでも、海外投資家の米国債保有に占める中国のシェアは2000年末の5.9%から2003年末には9.7%に高まっている。なお、中国には対外証券投資について規制があるため、中国からの対米証券の中心は外貨準備を使った通貨当局による投資と考えられる。中国の潤沢な外貨準備が流入するおかげで、米国は巨額の貯蓄不足を穴埋めすることができているのである。米国の不均衡の一部を中国の外貨準備が支えているといっても過言ではないだろう。

図表10. 世界の対米証券投資



図表11. 中国の対米証券投資



・ 人民元切り上げの世界経済へのインパクト

1. 人民元切り上げ幅の試算

市場では人民元切り上げ期待が高まっているが、市場が予想している人民元レートの水準はどの程度で、現行の固定レートからどの程度かい離しているのか。外貨準備の急増をもたらさない人民元切り上げ幅はどの程度と考えられるのか試算してみた。

(1) 購買力平価でみた人民元の理論値～生産者物価ベースで約20%程度割安

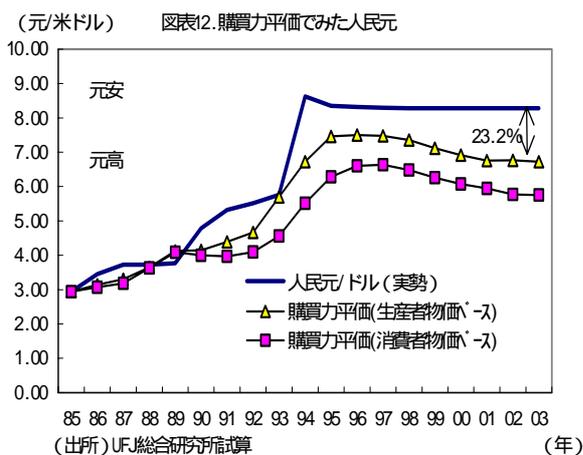
中国の対米貿易収支がほぼ均衡していた1985年を基準に購買力平価を計算すると、2003年は消費者物価ベースで1ドル=5.75元、生産者物価ベースで1ドル=6.72元となる。つまり、現行の固定レートは、消費者物価ベースで43.9%、生産者物価ベースで23.2%それぞれ割安の水準にあるという結果になる(図表12)。

(2) 通貨バスケット制に移行していたケース～16%程度割安

次に、仮に中国がWTOに加盟した2002年初めから通貨バスケット制に移行していた場合に現在の人民元レートの水準がどうなっているかを試算してみた。

通貨バスケット制は、自国通貨の価値を複数の通貨に対する為替レートの加重平均として計算される単位に連動させる制度である。ここでは2001年の中国の貿易額(輸出額+輸入額)が大きい上位6カ国・地域の貿易ウェイト(米国16%、日本17%、欧州19%、香港11%、韓国7%、台湾6%)をもとにして、6カ国・地域合計でウェイトが100になるようなバスケットを想定した。

この場合、2004年3月の人民元は1ドル=6.93元となり、現行の人民元レートは16.3%割安であるという結果になった(図表13)。2002年以降、ユーロや円がドルに対して上昇していたために通貨バスケット制を採用していた場合には両通貨の動きを反映して人民元は現行の水準よりも上昇していたと試算される。



2. 人民元切り上げのインパクト

(1) 米国の貿易収支に与える影響～20%の切り上げなら貿易赤字は322億ドル縮小

では、仮に人民元が切り上げられた場合に、米国の対中貿易がどの程度変化するかを、米国の対中輸出、輸入関数に基づいて推計した。人民元レートが購買力平価から導き出される水準まで20%切り上げられた場合、米国の対中輸出は8.8%増加し、対中輸入は15.7%減少する。これを2003年に当てはめた場合、米国の対中貿易赤字は322億ドル改善するという結果となった(図表14)。つまり、人民元が20%切り上げられていれば、2003年の米国の貿易赤字5,357億ドルは6%程度縮小していたと考えられる。

図表14. 米国の対中輸出、輸入関数の推計結果

	実質輸出			実質輸入	
	係数	t 値		係数	t 値
定数項	-0.030	-0.022	定数項	-14.802	-1.512
直接投資	0.166	1.838	直接投資	0.222	1.819
実質レート	-0.438	-1.969	実質レート	0.786	3.335
中国GDP	0.488	1.832	米国GDP	1.952	1.661
決定係数	0.971		決定係数	0.987	
DW比	1.919		DW比	0.666	

(注) 推計期間 1982-2002年、対数型
実質化にはPPIを用いた

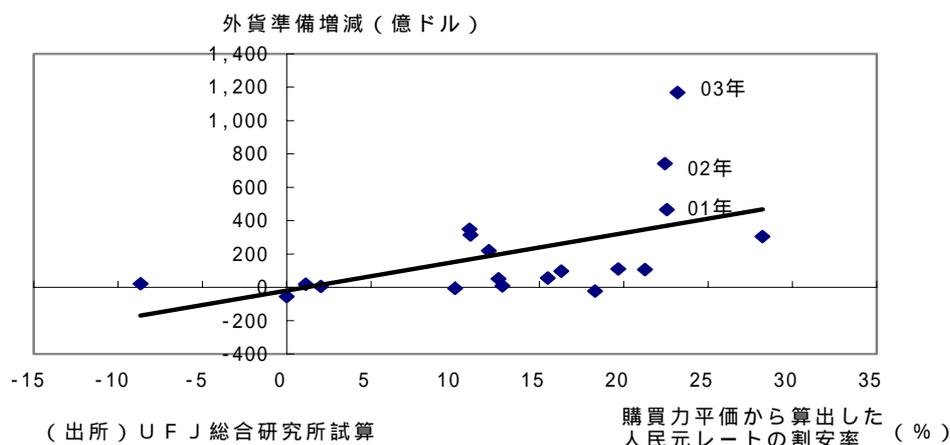
(2) 国際金融市場に与える影響～長期金利上昇で株価下落

次に、人民元切り上げがもたらす世界の資金フローへの影響について考えてみた。

人民元レートの割安感と外貨準備高の増減

ここでは、まず、人民元レートの割安率(生産者物価でみた購買力平価で試算)と外貨準備高の増減との関係をもておきたい。人民元レートの割安感が強いと、中国の輸出競争力が高まる結果、貿易黒字の拡大がもたらされ、外貨準備増加の要因となる。また、将来の人民元上昇を予想して、ドルを売却して人民元を保有するインセンティブも強まる。実際に、1985年以降の各年の購買力平価で計算した人民元の割安率と外貨準備増減との関係

図表15. 人民元割安率と外貨準備増減の関係



をプロットしてみると、割安率が高いほど外貨準備高の増加額が拡大する傾向にあることがうかがえる（図表15）。2003年は、投機的マネーを含む資本流入の増加により、外貨準備の増加額はトレンド線から大きく上ブレした水準にまで膨らんでいる。

図表15からは、仮に、人民元レートの割安率がゼロとなるまで人民元が大幅に切り上げられ、切り上げ期待に伴う資本流入の拡大テンポが縮小すれば、外貨準備の増加額もゼロ近くになることが予想される。

中国の外貨準備高の減少が米国の長期金利に与える影響

人民元が、生産者物価でみた購買力平価の水準まで20%程度切り上げられることで、切り上げ期待が払拭されるとする。これに伴って、中国の外貨準備高の増加額がゼロになる場合、中国からの対米投資は大幅に減少する可能性が高い。これは海外からの資金フローに依存していた米国のファイナンス構造が維持できなくなることを意味する（図表16）。その結果は、米国の金利上昇となって現われてくるはずである。

図表16. 米国債を保有する海外部門のシェア



そこで、海外の外貨準備の増減と米国の長期金利の水準の関係について推計を行ってみた。ここでは米国の長期金利（2000年1月～2004年3月の月次データ）を、FF金利（金融政策要因）、財政収支（国債発行要因）、ISM（米供給管理協会）製造業指数（景気要因）、日本・中国の外貨準備高の前年差（ファイナンス要因）を説明変数に用いて推計を行った（図表17）。推計結果によると、日本・中国の外貨準備高の増減は統計的に有意になる。これは、近年、日本、中国を中心に、海外部門が米国債保有を増加させている事実と整合的である（2003年の中国の外貨準備増加額1,200億ドル、中国のネットの米国債投資額305億ドル、政府機関債投資額を含むと601億ドル）。また、財政赤字の拡大にもかかわらず、米国の長期金利が低位で推移しているのは、日本、中国をはじめとするアジアの中央銀行が米国債保有を拡大させていることが一因であることが示唆されている。試算からは、日本や中国の外貨準備高が1,000億ドル増加すると、両国の米国債保有の拡大を通じて、米国の長期金利が0.5%ポイント低下するという結果が得られた。

図表17.米国の長期金利（10年物国債利回り）の推計

説明変数	係数	t 値
定数項	0.547	1.077
FF金利	0.280	10.661
財政収支	0.0001	0.069
外貨準備増加	-0.499	-6.417
ISM指数	0.082	7.381
A-R2	0.860	
DW比	0.857	

（注）UFJ総合研究所推計

従って、仮に2004年に十分な切り上げが実施され、人民元の割安感が解消すると、中国の外貨準備の増加額はゼロとなり、切り上げが行われない場合に比べて、外貨準備の増加額は、1,200億ドル少なくなると考えられる（人民元の割安率が2003年と変わらなかった場合は外貨準備の増加額も2003年と同じ1,200億ドルと仮定）。この結果、米国の長期金利は0.6%ポイント上昇する。また、これは、米国の実質GDP成長率を0.4%ポイント低下させる要因となる。

一方、2004年に切り上げが実施されず、外貨準備の増加が現状ペースで拡大する場合、図表15に基づく推計では、2005年末の外貨準備高は2004年末より1,600億ドル増加する。2005年（末）に切り上げを実施すると、切り上げをしなかった場合に比べて外貨準備の増加額が1,600億ドル減少するため米国の長期金利は0.8%ポイント上昇する。この結果、米国の実質GDP成長率は0.6%ポイント低下し、景気への調整圧力は2004年に比べて大きいものとなる（図表18）。

図表18.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）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かい離が解消するケースを想定

（注）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

(3) 世界の株式市場に与える影響～金利上昇で世界的に株価が下落する可能性も

こうした長期金利の上昇は、同時に米国株価の下落をもたらす可能性が高い。しかも、近年、米国の株価と各国株価の相関関係は強まる傾向にあり、米国の株価下落は世界的な株価下落をもたらす可能性が高い(図表19)。つまり、人民元切り上げによる中国の外貨準備増加額の減少は米国への資本流入の減少 長期金利上昇 株価下落という経路を経て世界経済を不安定化させる懸念がある。

図表19. 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
前年比ベース(月次)で比較

・ 世界経済の中長期的な安定のために

以上みてきたように、人民元の実質的な固定レート制に起因する中国の外貨準備高の急増は、中国にバブル的状況を招くとともに、米国の対外不均衡を助長し、米国にも、持続可能性に問題があるという意味においてバブル的な高成長をもたらしている。

確かに、人民元切り上げを契機に、短期的には世界の金融市場が混乱する可能性はあるが、切り上げを先送りにすればするほどその後の調整幅が一段と大きくなる。世界経済の中長期的な安定を図るためには、早期の、ある程度の幅をもった人民元切り上げが不可欠なのではないだろうか。

市場には、中国が今年中に人民元レートの変動幅を5%程度拡大させるなど、為替制度を修正するとの見方がある。仮に、変動幅が5%程度拡大すれば、切り上げ期待に伴う中国への資本流入の急増はいったんは収まる可能性がある。しかし、購買力平価からみた人民元の割安率が20%程度とみられることや、中国の潜在的な成長力・競争力の高さなどを踏まえると、5%程度の切り上げ幅で人民元の切り上げ期待が完全に払拭されるとは考えにくい。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、中国への資本流入を加速するなど、むしろ事態を悪化させてしまう可能性がある。

世界経済の中長期的な安定のためには、中国の為替制度の問題だけでなく、同時に、米国が大幅に拡大した経常収支の縮小に本気で取り組んでいくことも強く求められよう。米国経済の不均衡の縮小は、人民元レートの変動に伴う世界経済の痛みを小さくすると同時に、世界経済の中長期的な安定にとっての最大のリスク要因が後退することに他ならない。

以上