

【人民元改革の円、アジア通貨へのインパクト】

2004年11月24日 鈴木貴元 研究員

今週のトピックス ～元の切り上げは、円・アジア通貨高をもたらす可能性大

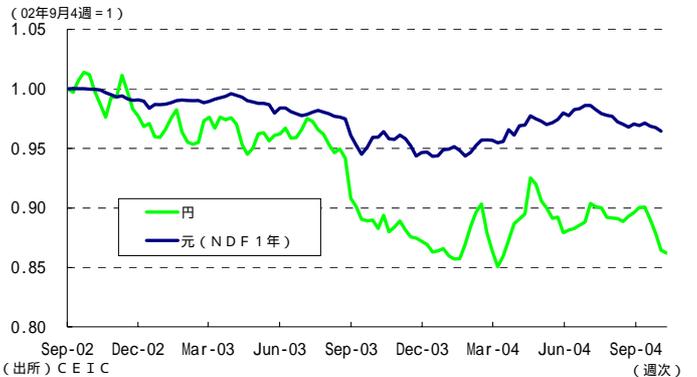
このところ人民元改革への期待が強まっており、人民元の差額決済型フォワード取引（NDF取引）の相場が人民元高基調を強めている（図表1）。これは、9月の四中全会の後に温家宝首相をはじめとする金融当局の要人が相次いで人民元改革を匂わす発言をしたことに加え、10月29日に中国人民銀行が預貸金利の引き上げと同時に貸出金利の上限を撤廃し、金利自由化を一步前進させたことから、人民元改革が近いのではないかとの連想が働いたことが一つの要因である。また、米大統領選が近づく中で、中国の対米貿易黒字が再度拡大基調を見せ、米中通商摩擦再燃の連想が出てきたこと、さらに、中国・世界景気の減速見通しを背景に流出が続いていたアジアへの投資マネーが、夏場以降、再度流入基調に転じ、アジア通貨高がもたらされる中、ドル不安がささやかれるようになったこと、なども要因である。

11月20日、アジア太平洋経済協力会議（APEC）首脳会議が開催されたサンチアゴで米中首脳会談が行われ、中国が為替制度の柔軟化に向けた自主的な改革努力を推進するとの議論がなされた。12月上旬に開かれる中央経済工作会议（11月下旬開催が延期された模様）では、米中首脳会談を踏まえ、なんらかの決議が行われる可能性がある。そのため変動幅拡大またはバスケット・ベッグ制の導入による人民元改革が年末・年始に行われるという見方が出ている。しかし一方で、為替投機を避け、安定を維持するために必要な金融市場の育成や金融制度の整備が依然不十分なため、金融サービスの対外開放や大手国有銀行の改革が十分進展しないうちは、現行レートを維持する可能性もなお高いと考える。

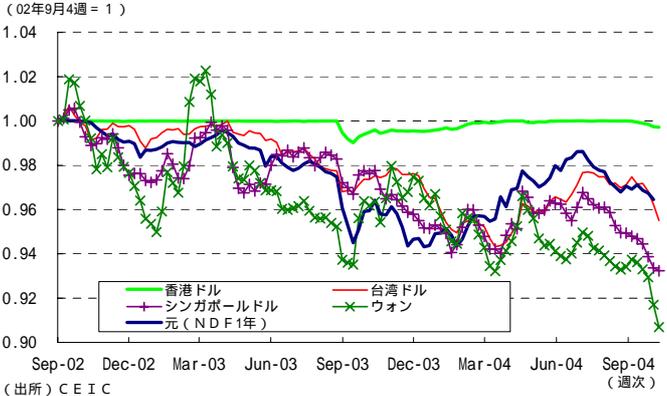
図表1 人民元NDFレート（1年もの）の推移



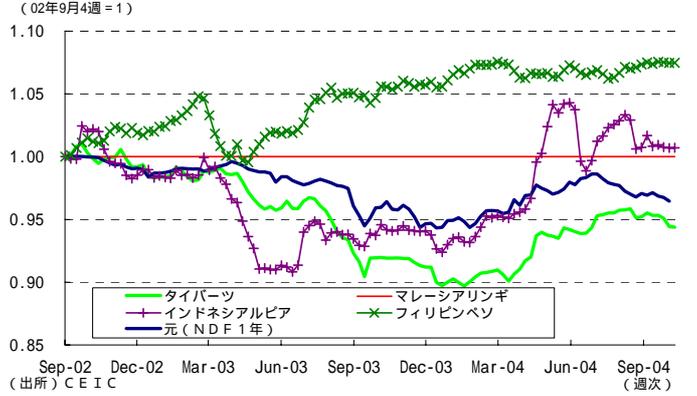
図表2-1 対ドル円レートと元NDFレート（1年もの）の推移



図表2-2 対ドルNIEs通貨と元NDFレート（1年もの）の推移



図表2-3 対ドルASEAN通貨と元NDFレート（1年もの）の推移



ところで、人民元の変動幅が拡大する場合、対ドルで人民元が高くなるのは、中国が年間約 1000 億ドルの対米貿易黒字を計上しているため、自明のように考えられている。仮にそれが正しいとして、人民元が高くなった場合、対円、対アジア各国通貨ではどうなるのであろうか。

ここで、人民元 N D F 相場と円・アジア各国通貨の連動性を観察すると（図表 2-1~3）人民元から円、N I E s 各国通貨への影響が強くなっているように見える。

因果関係を確認するために、グレンジャーテストと呼ばれる検定を行ってみると（図表 3）アジア通貨危機直前から中国の W T O 加盟の時期（1996 年 9 月～2001 年 11 月）までについては、人民元 N D F 相場の変動が、円、台湾ドル、韓国ウォンを除くアジア各国通貨に及んでいることが観察された（アジア経済危機を背景に双方向で切り下げ期待が出たためと見られる）。一方、W T O 加盟後の時期（2001 年 12 月～2004 年 11 月）については、人民元 N D F 相場の変動がほとんどの通貨に影響を及ぼしておらず、円と香港ドルにのみ影響を及ぼしていると観察された（人民元については切り上げ期待が出てきたのに対し、他はアジア通貨安基調が続いたためと見られる）。このことから、足下の状況では、人民元が高くなると、円がそれにつれて高くなり、さらにそれがアジア各国通貨に幾分波及すると推察される（香港ドルも切り上げ期待が高まる）。

注意が必要なのは、人民元は政府・中国人民銀行によって変動幅がせいぜい上下 5 % 程度に管理されると予想されるのに対して、円の変動はより大きく、かつ日本は米国に対しても中国に対しても貿易黒字を計上している点である。そのため、人民元高が円高を加速させる可能性がある。

この状況を回避するには、米国自身が双子の赤字削減により「強いドル」への努力を続ける中で、中国が人民元制度の改革を進める必要がある。ドル安のなかでの人民元高は、一段のアジア通貨高をもたらすという点で、日本、アジアにとって決して望ましい展開でないことを注意しておきたい。

図表 3 アジア通貨の変動の因果関係

96/09-01/11 (日次)	人民元 N D F	日本円	香港ドル	台湾ドル	シンガポ-ル ドル	韓国 ウォン	タイ バーツ	マレー シア リンギ	インドネ シア ルピア	フィリ ピン ペソ
人民元 N D F	-	1.25	7.00***	1.56	6.01***	1.80	10.56***	9.91***	4.13***	2.76**
日本円	1.52	-	0.97	9.70***	3.23***	4.68***	1.30	5.95***	1.39	6.84***
香港ドル	4.26***	1.01	-	2.50**	5.77***	5.07***	4.06***	7.24***	2.85**	3.85***
台湾ドル	2.50**	2.96**	9.42***	-	4.20**	6.17***	5.64***	5.96***	2.57**	9.03***
シンガポ-ル ドル	4.02***	3.67***	2.71**	4.20***	-	7.41***	2.61**	20.03***	15.94***	32.73***
韓国ウォン	9.08***	2.48**	7.54***	18.90***	3.52***	-	12.37***	28.60***	6.68***	9.83***
タイバーツ	2.33**	0.93	1.83	4.14***	1.38	4.13***	-	25.40***	16.74***	49.90***
マレーシア リンギ	3.93***	0.66	1.06	5.21***	7.18***	6.38***	6.77***	-	9.43***	24.08***
インドネシア ルピア	0.51	1.30	4.97***	2.00*	1.63	3.88***	1.56	5.18***	-	6.48***
フィリピン ペソ	1.15	0.30	3.59***	1.94*	0.39	3.87***	1.84	3.21***	4.53***	-
01/12-04/11 (日次)	人民元 N D F	日本円	香港ドル	台湾ドル	シンガポ-ル ドル	韓国 ウォン	タイ バーツ	マレー シア リンギ	インドネ シア ルピア	フィリ ピン ペソ
人民元 N D F	-	2.09*	2.27**	1.35	0.59	0.23	0.53	na	1.22	0.93
日本円	0.33	-	1.52	8.44***	0.61	9.33***	4.36***	na	3.04**	3.45***
香港ドル	1.74	0.43	-	0.45	0.15	0.49	0.72	na	0.30	0.36
台湾ドル	0.88	1.60	0.29	-	0.68	2.51**	1.23	na	0.76	1.54
シンガポ-ル ドル	0.26	0.24	0.26	4.92***	-	8.38***	1.98*	na	6.16***	5.96***
韓国ウォン	0.41	3.86***	0.09	2.96**	2.68**	-	0.84	na	0.72	5.09***
タイバーツ	0.28	1.95*	0.23	5.14***	1.50	4.11***	-	na	3.02**	2.54**
マレーシア リンギ	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
インドネシア ルピア	1.44	2.03*	0.67	0.79	1.79	1.75	0.29	na	-	3.53***
フィリピン ペソ	0.81	2.10*	1.69	3.37***	0.74	0.78	1.52	na	0.66	-

(注) ***は1%、**は5%、*は10%水準で帰無仮説が棄却されていることを示す（グレンジャーの意味で因果関係がある）。

図表 4 人民元とタイバーツの動向（参考）

