



今後のドル/人民元相場:4つのシナリオ

日常の風景となる人民元の値上がり

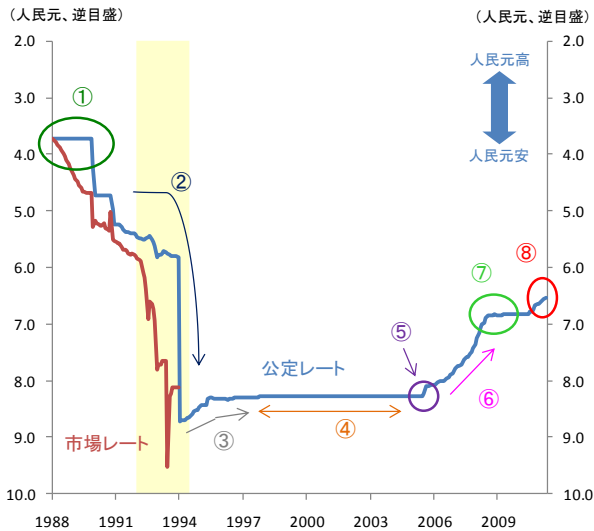
中国人民幣が上昇している。5月2日の上海外国為替市場でドル/人民幣相場は一時1ドル=6.4847元を記録して人民幣の年初来高値を更新する場面があった。昨年6月19日に人民銀行が元相場の弾力運用を再開した当時の人民幣の対ドル基準値は1ドル=6.8275元であり、その後の約10カ月半で5%程度のドル安・人民幣高が進んだことになる。中国経済の発展とともに外為市場における人民幣への注目度は不可逆的に増大しているが、現在の人民幣相場は依然として中国政府による管理フロート制によって制御されている。このため、今後のドル/人民幣相場の予測に関しては、他の通貨ペアなら活用できる各種テクニカル分析などが全く通用しないのが悩ましいところだ。

2005年7月21日に人民銀行が管理フロート制への移行を宣言して以来、中国政府は「ドル以外の主要通

貨も含めた通貨群の値動きを参考にしつつ、人民幣相場を弾力的に運用している」との建前を堅持しているが、その後の主要通貨に対する人民幣の値動きを横断的に比較してみると、対ドル相場だけがその他の「クロス人民幣相場」と明らかに異質の動きをしており、中国政府がドル/人民幣相場を主な管理対象に見立てて操作していることは客観的にみてほぼ疑いようがない。

昨年6月の弾力運用再開後、人民幣相場の値上がりは次第に「日常の風景」になりつつあるが、2005年夏から約3年間続いた前回の人民幣の高め誘導政策は北京五輪終了前後に何の通告も無いくいたん打ち切られたこともあり、中国政府によって再開された元高誘導政策が今後も同じペースで続くという保証は何処にもない。中国の為替政策に関しては、「最終的には中国政府が決める」ということ以外に確実なものは何もないのが実情だ。果たして今後、ドル/人民幣相場はどのような展開を辿るのだろうか。

米ドル/人民幣レートの長期推移



(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
 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

過去二十数年間で7変化した中国の為替政策

今後のドル/人民幣相場の行方を考察するに際し、まずはこれまでの中国の為替政策の歩みを抑えておく必要がある。過去約二十数年間のドル/人民幣相場の動きみると、①1980年代末期に中国政府が二重為替相場制を採用していた当時は、公定レートが1ドル=約3.8元、市場レートが同4.0元前後で推移しており、今より4割以上もドル安・人民幣高の水準にあった。その後、②1990年代前半にかけて輸出振興による景気刺激を狙った急激な元安誘導政策が採用された結果、人民幣の市場レートは一時1ドル=9.5元台と約5年間で半値以下の水準にまで大幅に切り下げられた。この間、米国政府は中国を「為替操作国」に認定して批判し続けていたが、中国政府はこれを一切無視してい

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©2011 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com



る。③1994年1月にGATT(関税・貿易一般協定)への加盟要件を満たす目的で二重相場制が廃止された後、一時的に管理変動相場制が採用されて数年間だけ小規模な元高誘導が実施された時期もあったが、④1997年にアジア通貨危機が勃発するとこの動きは完全に停止され、その後はドル/人民元相場を概ね8.27元台でほぼ固定するドル・ペッグ制が復活、以来約8年間にわたってドル/人民元相場がほとんど動かないという異常事態が示現した。

こうした政策に転機が訪れたのが2005年の夏である。⑤7月21日の夕刻、中国政府は現地時間19:00をもって人民元の対ドル相場を1ドル=8.2765元から8.1100元へと約2.1%も一気に切り上げ、現行の「通貨バスケットを参考にした管理フロート制」を導入することを突如通知した。⑥その後約3年間、中国政府による漸進的な元高誘導政策で人民元は対ドルで約2割近く値上がりしたが、⑦2008年夏場の北京五輪終了前後から元高誘導は停止され、同年9月のリーマン・ショック後の混乱期を挟んで1年半以上は「管理フロート」とは名ばかりの事実上のドル・ペッグ運用が復活した時期もあった。⑧2010年6月19日に「弾力運用の再開」が通告された後は年率5~6%程度の元高誘導が復活して現在に至っているが、大雑把に観察しても中国の為替政策は過去約四半世紀の間に7回も変更されている。

当面は現行制度下での為替政策の運用が続く

こうした中国の為替政策の履歴をみると、「ドル/人民元相場の誘導目標水準及びその速度は、その時々国際情勢の変化等を踏まえつつも、基本的には中国政府の主体的判断の下で自国の都合を最優先して決められている」ということが分かる。現行の管理フロート制が導入された2005年夏場以降、日々のドル/人民元相場の基準値決定などの実務的裁量権は人民銀行にある程度付与されているようだが、為替政策を含む中国の経済政策全体の方向性は巨大行政府である国務

院が決められているとみられる。このため、大枠としての人民元政策の方向性や誘導速度については、人民銀行長、国家発展改革委員会主任、商務部長などの経済閣僚の意見も参考にしつつ、最終的には国務院内の副首相クラスも含めた上層部の意思決定に委ねられているようだ。中国政府が「人民元の国際化」を志向し始めている現状も考慮すると、将来的には現行の管理フロート制が廃止され、変動相場制に近い仕組みが導入される可能性も否定出来ないが、現時点では時期尚早の感もあり、当面のドル/人民元相場の予測に際しては現行制度下での中国政府の意思決定の特徴に照らしながら考えるのが妥当だろう。

そこで最近の中国の為替政策の足跡をみると、基本的には国内金融政策との連動性が高く、景気過熱期には「金融引締め」と「自国通貨高誘導」、景気低迷期や混乱期には「金融緩和」と「自国通貨高誘導の停止」という組み合わせが選択され易い傾向が認められる。先述のように、過去においては輸出振興を狙った人民元の「切り下げ」政策が採用されたこともあったが、さすがに最近では国際的な貿易摩擦や元安批判に対する一定の配慮が示されており、「元安誘導政策」は封印されているようだ。こうした状況を踏まえ、当面のドル/人民元相場に関し、4つのシナリオを提示しておきたい。

当面のドル/人民元相場:4つのシナリオ

第一は、今後中国景気が過熱色を帯びてきた場合の「元高誘導加速シナリオ」である。2005年夏から約3年間続いた前回の漸進的な元高誘導の最終局面では、対ドルでの人民元の上昇速度は最高で年率9%台に加速する場面もあったが、当時は中国経済の成長率が前年比10%超の高水準にまで上昇すると同時に消費者物価上昇率も10%台手前まで加速するなど、中国景気の過熱懸念が非常に強く意識されていた時期であった。現在、中国のインフレ率は5%台まで上昇しているが、3月上中旬に開催された全国人民代表大

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©2011 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com



会(全人代)において今年の経済政策運営の最優先課題として「インフレの抑制」が挙げられたことに鑑みると、今後中国経済の成長ペースが再び2ケタ台に加速してインフレ圧力が高まるケースでは、中国当局による元高誘導の速度が最大で年率10%近くにまでアップする可能性もあるだろう。

第二は、中国経済の成長率が概ね10%台未満8%台超の水準で推移する場合の「現状維持シナリオ」である。先の全人代で採択された今年の中国の経済成長目標は8%程度であり、足下の中国経済の潜在成長率も概ねその辺りだとみられている。このため、これをやや上回る現状程度のペースで中国経済が拡大するケースでは、現在中国当局が採用している「穏健的な金融引き締め」の指針に則って国内の金融政策は引き締め基調を継続し、為替政策においても年率5~6%程度での元高誘導政策が維持される可能性が高そうだ。

第三は、中国経済の軟着陸がみえてくる場合の「元高誘導減速シナリオ」である。中国の実質GDP成長率が今年の政府目標である8%程度の水準に向けて緩や

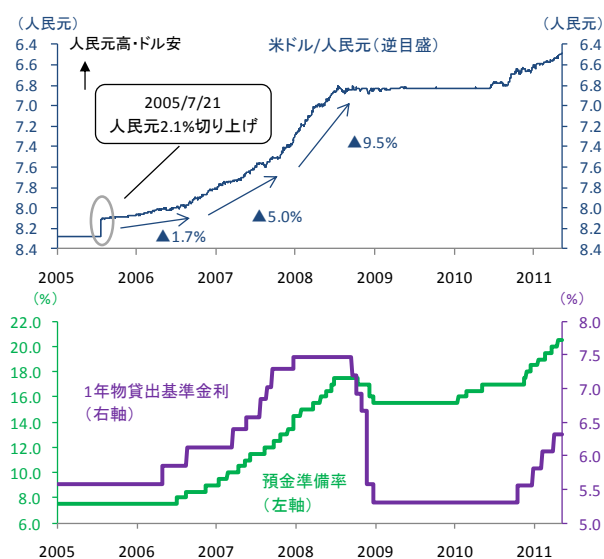
かに減速していくケースでは、中国景気過熱懸念の後退とともに金融引き締め圧力も緩和に向かうとみられる。この場合、中国当局による元高誘導のペースも年率2~3%程度に減速してくる可能性があるだろう。

第四は、中国景気が後退局面入りする場合の「元高誘導停止シナリオ」である。潜在成長率の水準が年率8%程度と非常に高い中国経済の場合、実際の成長率が6%台以下に落ち込んでくると雇用情勢が悪化して社会不安が台頭し易いと言われている。このようなケースでは、かつてのリーマン・ショック後にみられたような「元高誘導の停止措置」が、何の宣告もなく採用される可能性も否定できなくなるだろう。

来年半ばに1ドル=6.10元がメイン・シナリオ

これらのうち、最も蓋然性が高いのはどのシナリオだろうか。あくまで私見だが、今年1-3月期の中国の実質経済成長率が前年比+9.7%の水準にあることを考慮すると、当面は現在採用されている金融引き締め政策が続く可能性が高そうだ。この場合、為替政策も概ね現状維持となり、対ドル相場でみて年率5~6%程度の人民元の上昇が続く確率は6割程度あるのではないかと。実際、中国政府系の有力シンクタンクが4月下旬に公表した経済見通しをみると、2011年の実質経済成長率予測は、社会科学院が前年比+9.6%、国務院発展研究センターが同+9.0%となっているほか、民間主要機関の予測平均値も9.5%程度となっており、全人代目標の8%程度より高く見積もられている。一方、昨年年末頃から本格化した今回の中国の金融引き締めはリーマン・ショック後に勃発した世界金融危機の後遺症に配慮してやや遅れ気味に始められた印象もある。このため、今後、中国の経済成長率の加速によって既往の金融引き締めが不十分だったことが判明する可能性はあり、インフレ抑制策の一環として元高誘導ペースが年率9~10%近くまで加速する確率も2割程度はあるとみておきたい。

中国の預金準備率・政策金利と人民元相場



(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承願いたします。

Copyright©2011 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com



問題は中国経済がこれから減速に向かう場合だが、洋の東西を問わず、何らかの理由で景気がひとたび明確な減速プロセスに入った場合に、「当局が意図する望ましい経済成長ペース」に軟着陸して都合良く落ち着いてくれるかどうかについては不透明感が台頭し易い。現状では中国経済の急速な減速そのものが想定し難い状況にあるが、ひとたび景気減速局面に入った場合は「軟着陸シナリオ」あるいは「後退シナリオ」が意識される確率にそれほど差はないとみられ、「元高誘導ペースが年率2～3%程度に減速する可能性」および「元高誘導が停止されて事実上のドル・ペッグ制が復活する可能性」は、ともに1割程度とみておきたい。メイン・シナリオとなる「現状維持」の場合のドル/人民元相場の見通しは、今年年末が1ドル＝6.30元前後、来年半ばが同6.10元前後である。

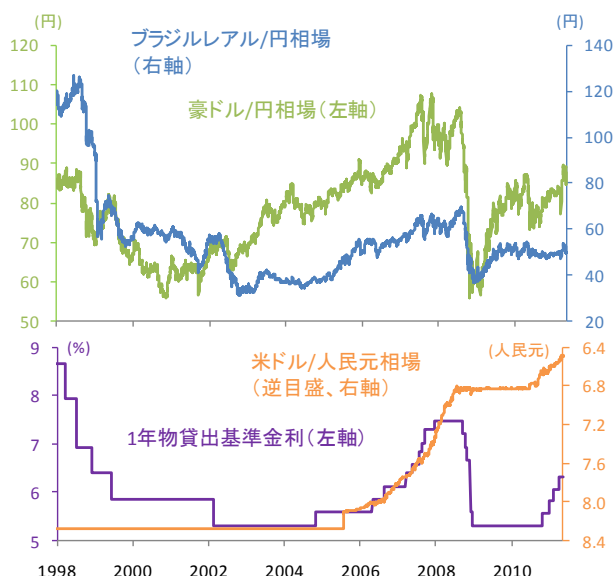
注目される資源国通貨への影響

最後に、こうした人民元相場の上昇が続く場合の資源国通貨市場への影響について指摘しておきたい。今後も続くと思われる漸進的かつ不可逆的な人民元相場の上昇は、先進諸国に比べてかなり高い中国の経済成長と相俟って、今後も着実にグローバル市場における中国経済の存在感を向上させることになるだろう。最近、中国の経済規模が日本を抜いて世界第2位に躍進したことが話題になっているが、今後も第3位に落ちた日本との差は開いて行く一方、世界最大の経済大国アメリカとの差も急速に縮まっていくとみられる。中国人民元の対ドル相場の値上がりは、ドル建てで取引されることの多い天然資源に対する中国の購買力増大に寄与することも考慮すると、豪ドルやブラジル・レアルなどの資源輸出国通貨の振幅やベクトルに対する「中国要因」の影響力は今後更に増大するとみられる。

すなわち、今後中国政府が今年の経済政策運営の最優先課題に挙げたインフレの制御に失敗し、後手に回った金融引き締めで「ブーム・アンド・バスタ型」の景

気循環を強いられる場合は、豪ドルなどに代表される資源国通貨群の下落リスクが高まるが、既往の金融引き締めと通貨高誘導によるインフレ圧力の抑制が比較的うまく機能して息の長い景気拡大プロセスに向かう場合は、資源国通貨の上昇トレンドが維持されることになるだろう。実際、過去の資源国通貨相場の値動きをみると、中国政府が金融を緩和せざるを得ない景気状況になっている時期には資源国通貨が弱含んでいる一方、中国政府が「穏健的な金融引き締め」と「漸進的な人民元高誘導」のポリシー・ミックスを採用し始めた初期段階およびその最中においては、中国景気の拡大を好感して資源国通貨は上昇基調で推移し易かったことが分かる。デイトレードなどの短期売買の材料としては「中国の金融引き締め」は「資源国通貨の売り要因」として扱われることが多いが、それが趨勢的なトレンドに発展するのは引き締めの末期局面であったことを肝に銘記しておきたい。

中国の金融・為替政策と資源国通貨の動向



(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©2011 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com