

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第2023号 2010年06月21日(月)

## 《 only a gradual appreciation against the US dollar 》

土日から今朝にかけて、「中国、実質的に人民元切り上げ」というテレビ、新聞ニュースが飛び交っている。19日に中国人民銀行が「人民元の弾力性を強化する」との方針を発表したため。

しかし後に紹介する声明をじっくり読むと、その心は「2008年夏から実質的に米ドルに固定されてきた人民元相場を、ユーロや円を含む特定通貨グループ（中国が選ぶバスケット）の動き全体を勘案しながら、当局が意図を持って弾力的に動かす。決してマーケット任せにはしない」という点にある。だから、今週の市場で最大限3%程度の対ドルでの「人民元の上昇」はあるかもしれない。しかしその後は切り下げの可能性もあるのだ。筆者はこの週末に報道されたような“切り上げ”という言葉に相応しいほど、人民元を対ドルで長期的に上昇させる意図は中国にはないと考える。よって、日本円の連れ高はあっても短期の動きとなろう。

何事においても、措置を発表した国の意図は、発表された声明の中に現れる。中国が人民銀行名で発表した声明をじっくり読むと、安易に「中国、人民元切り上げへ」と報じることの危険性が見えてくる。声明は次の通り。

「国内外での最近の経済状況、金融市場の発展、国際収支を踏まえ、中国人民銀行は人民元の為替形成メカニズムをさらに改革し、人民元相場の弾力性を強化する。

2005年7月21日を機に、中国は市場の需要と供給に基づき、通貨バスケット制を参考にした管理変動相場制に移行した。以来、人民元レートの改革は着実に前進し、期待された結果を生むと同時に前向きな役割を果たしてきた。

現在の国際的な金融危機が最悪期にあった時、いくつかの国の通貨の対ドル相場は様々な幅で切り下がった。人民元レートの安定性は危機を和らげる重要な役割を果たし、アジアおよび世界の景気回復に大きく貢献した。これは国際収支の均衡に向けた中国の努力を証明したものだ。

世界経済は徐々に回復している。中国経済の回復と上昇がより強固なものとなり、安定に向かっている。元相場形成メカニズム改革を一段と進め、相場の弾力性を高めるのが望ましい。人民元改革をさらに進めるにあたり、引き続き市場の需要と供給を反映し通貨バ

スケット制を参考にする。為替レートの変動幅は、銀行間の外国為替市場で以前に発表した水準になる。

中国の対外貿易は徐々に均衡がとれてきた。経常黒字の国内総生産（GDP）比率は、09年に大幅に減少した後、10年初めから下がり続けている。貿易収支が均衡に近づいているため、人民元レートの大幅な切り上げの根拠は存在しない。人民銀は引き続き市場による資源配分機能に基づき、国際収支の基本的な均衡を促し、人民元レートを安定した水準に保ち、中国のマクロ経済と金融市場の安定を維持する。」

まず重要なのは、全文を読み通しても「切り上げ」という言葉は全く出てこない。「(人民元の運用の)弾力性を強化する」と言っているだけだ。弾力性という言葉は、状況によって切り上げもあるし、切り下げもある。それを弾力的にやる、という意味である。かつ中国の為替政策を考える上で非常に重要なファクターは、「今までの対ドル連動をやめて、通貨バスケット制を参考にする」と言っている点だ。人民元は既にユーロに対して大幅な切り上げになっている。

中国に対するアメリカの不満は「米ドルと人民元のレートが、アメリカ側の巨額の貿易赤字にもかかわらず、過去2年間1米ドル=6.83元に固定されている」ということだが、筆者の見方によれば中国はこれを通貨バスケットを使うことによってうまくかわした。「これからはユーロや円を含めたバスケットに対して人民元レートの水準を決める」と述べているが、そのバスケットがどういう通貨によって、どういう構成比率になるかは明らかにされていない。つまり、中国はいかようにも意図的に人民元レートをいじれる状態を続けると言っているに過ぎないし、人民元高・ユーロ安を考えれば既に人民元を切り上げる余地は狭まっていると考えるのが自然だ。

中国の意図は、最後の1パラグラフによく現れている。

1. 中国の対外貿易は徐々に均衡がとれてきた
2. 経常黒字の国内総生産（GDP）比率は、09年に大幅に減少した後、10年初めから下がり続けている
3. 貿易収支が均衡に近づいているため、人民元レートの大幅な切り上げの根拠は存在しない
4. 人民銀は引き続き市場による資源配分機能に基づき、国際収支の基本的な均衡を促し、人民元レートを安定した水準に保ち、中国のマクロ経済と金融市場の安定を維持する

「人民元の大幅な切り上げの根拠は存在しない」とはっきり述べているのだ。人民元切り上げ報道は、この点を忘れている。

## 《 gradualism in China's economic policy 》

人民元を対ドルであまり切り上げる意図がないとしたら、ではなぜ中国はこの「人民元の弾力性強化」を今の時期に発表したのか。理由は二つ。一つはアメリカの怒りを静める必要性が生じていること、二つには今週これから予定されている一連の国際会議を乗り切るためである。

アメリカの産業界やオバマ政権の中国人民元に対する怒りは、高まる一方だった。メキシコ湾での原油流出事故での政権批判の高まりの中で、人民元問題はどうかしたいという意図が米政権にはあった。中国に対する不満は、ここ数年で一番高まっていた。ガイトナー財務長官は議会で「なぜ中国の人民元安を放置している」とつるし上げに等しい扱いを受け、議会でも政府でも再び「中国を再び為替相場を意図的に操作している国 = 為替操作国」に指定すべきだとの意見が強まっていた。これは中国にしても大きなリスクである。このアメリカを慰撫する必要があった。

加えて今週は、G8、G20 などの大きな国際金融会議がある。この場では主に世界経済の強度を高める措置が話し合われるが、その一環として世界的な貿易不均衡の一因となっている人民元問題が必ず取り上げられる。そこででの自国への集中砲火を避ける必要があり、その為には「(人民元の)弾力性強化」を発表した方が良い、と判断したのだろう。つまり、中国の今回の発表は実質的と言うよりは、極めて戦略的なものである。

では実際に中国は今週どう動くのか。次のようなシナリオが考えられる。

- 1 . 初日の21日は、戦略的に中国は人民元の対ドルレートを目に見える形で6.83元から少ない数字の方向に動かす(人民元相場の対ドル上昇)
- 2 . それは初日に動かさなければ、声明発表の意図を問われるし、アメリカ政府の怒りは爆発する危険性がある。国際的にも非難を浴びる
- 3 . もしかしたら、この1~2週間の動きとしては目に見える3~4%の切り上げを実施する可能性もある。その方が中国の戦略意図を強く印象づけることができるからだ
- 4 . しかし中国は人民元切り上げを求める圧力が低下したり、中国の対外収支黒字が大幅に減少したり、今年初めのように赤字になった時にはむしろ人民元を“弾力的”に対ドルで切り下げる可能性もある

ということだろう。一つのポイントはユーロ安だ。中国の輸出のほぼ2割をしめる対欧州輸出はすでに大きな打撃を被っている。人民元は対ドルではペッグされてきたが対ユーロでは自由に動いてきたため、ユーロが対ドルで下落する過程では、人民元はユーロに対して自然に切り上がってきた。品質ではなく価格が勝負の中国製品にとって、為替相場の上昇による販売価格の上昇は痛い。米ドルに対しては人民元が切り上がっていても、中国とし

てはユーロを含めた通貨バスケットに対して既に自国通貨を大幅に切り上げて来たという判断がある。

一つ確認しておかなければならないのは、中国の経済政策運営の最大の特徴は、その「グラデュアリズム」(gradualism)にあるという点だ。訳せば「漸進主義」。筆者は既に2004年に行った中国の当局者との一連のインタビューで、中国の経済政策の基本に関して

「社会の安定を壊しても急進的なことをするという姿勢は取らない」

「効率を求めすぎると安定が失われる」

「最善と思えるものをあえて避け、次善策のなかに最も良い結果をもたらすものがある  
と考えることも可能」

との発言を得ていた。中国のインテリには、失敗続きだったソ連やロシアの改革がよほど反面教師に映っていたようで、「あそこまで安定を失って改革することはない」との思いが強かった。なぜ彼等がそう考えざるを得ないかというと、ロシアになくて中国にある重荷、「13億人」という人口。中国銀行国際金融研究所の研究員は、

「改革もいい。しかし中国の為政者にとって重要なのは13億人の民をどうやって食べさせるかだ」

という鄧小平が言った有名な言葉がその時も出てきた。この当局者は通貨問題の担当者だった。大幅に切り上げをして中国経済がガタガタになり、職を失う農民工が増えたら元も子もないという判断があるのだろう。斬新主義は時間がかかる。いくら日本やアメリカがいらいらしても、中国は「グラデュアリズム」を選択しているし、その事情は今も変わっていないと筆者は考えている。

その姿勢から出てくる中国の政策の基本は、

「最善の策よりベストな選択としての次善の策」

「安定と効率」

というものだ。前者は、「最善の道を取るの望ましい。しかしそれを取ると大きな社会的混乱と先行き不透明な状態が訪れるとしたら、中国は次善であるかもしれないが社会の安定維持と民を食べさせ続ける道を選ぶ」というものだ。人民元政策もそうだろう。「安定と効率」という意味合いは、「効率」を決して突出して経済政策で選択することはない、ということだ。常に「安定」を重要なファクターとして考える、ということだ。

こうした客観情勢を考えると、今回の中国の発表を受けて日本円が上昇したとしてもその上げ幅は小幅で、かつその後は円安圧力がぶり返す可能性が高いと筆者は考える。

## 《 a series of international financial conference 》

今週はアメリカでは FOMC が開かれ、週末に向かってはカナダで一連の国際会議が開かれる。G8、G20 などだ。最近の国際会議の議題は、「世界経済の回復強化」「失業率の引き下げ」などだが、中国が一応「弾力性強化」を発表したため、声明は一応これを評価し、「さらなる弾力性強化」を求めるものとなろう。FOMC は大きな政策変更は予想されないが、景気判断をどう下すかが注目。

中国の人民元操作は確実にアメリカの期待を裏切るものになるだろうから、それを巡る米政府や議会の動きも注目だ。

今週の主な予定は以下の通り。

6月21日(月)	5月コンビニエンス売上高
6月22日(火)	米4月住宅価格指数 米5月中古住宅販売件数 米FOMC(23日まで)
6月23日(水)	日米安全保障条約発効から50年 米5月新築住宅販売件数 コーン米FRB副議長が退任
6月24日(木)	5月企業向けサービス価格指数 参議院選挙公示 米5月耐久財受注
6月25日(金)	6月都区部・5月全国消費者物価 米1~3月GDP(確報) G8サミット(カナダ・ムスコカ)
6月26日(土)	G20サミット(27日まで)

## 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。全国的に雨が多い季節に入り、実際にこの週末には日本全体が梅雨前線に覆われた。私は土日と全国でも雨に関する警報が一番出ていて鹿児島にいましたが、不思議なことに、あまり雨に降られた記憶はない。予定したことが全部出来ましたから。それは「非常に珍しい経験」と言ったら良いのかもしれない。

例えば土曜日。NHKの正午のテレビ・ニュースは一番に「鹿児島地方は大雨」と言っているのに、自分がいる鹿児島市の郊外では実は雨は降っておらず、傘もさすこともなく外を歩けた。テレビを見ながら不思議な気持ちになりました。「鹿児島」といっても実際には非常に広いわけで、半島も二つあるし、島も多い。それを引くくれば「大雨」ということではしょうが、その地方、その場所によっては全く天気が違うことがある。最近多い局所的な

大雨というのもそうですが、実は天気予報とか天気実況というのは非常に難しいものだと思います。と同時に、「天気予報、天気実況がそうだからと言って、特定地方の天気は実は判らない」という印象を受けました。

それはそうと、サッカーの世界カップと石川遼君の全米オープンに関心が集まっていますが、宮里藍選手がニュージャージーで開かれた女子の大会で今年4勝目を上げたニュースは、嬉しいですね。米本土で開かれた大会での最初の優勝。今まではアメリカ本土ではなく、海外（アメリカにとって）で行われた大会での勝利だった。「男女を通じて日本人初となる世界ランキング1位になることが確実になった」（朝日新聞）ということで、ボギーなしの7アンダーの64というのもすごい。「アメリカで勝つことを夢みていたので、うれしい」と宮里。調子が出なくてトーナメント会場から泣きながら帰ったということもあった中で、宮里選手は踏ん張って調子を上げてきている。

しばらくは活躍し続け、賞金王をとって欲しいと思います。それでは皆様には良い一週間を。

*《当「ニュース」は住信基礎研究所主席研究員の伊藤(E-mail ycaster@gol.com)の相場見解を記したものであり、住友信託銀行の見通しとは必ずしも一致しません。本ニュースのデータは各種の情報源から入手したものです。正確性、完全性を全面的に保証するものではありません。また、作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。》*