

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1721号 2004年02月16日(月)

《 a matter of when, not if 》

今週のレポートの要点は以下の通りです。

- 1 . 中国の人民元を巡る状況は、実質的切り上げの方向で詰めの段階に入ってきている。今や切り上げの有無が問題なのではなく、「時期」が焦点だ。その背景にあるのは、外貨買い上げ方式の継続による中国国内流動性の異常な高まりと、実際のインフレ率の上昇だ
- 2 . どのような方式で元が切り上げられるのか、その後はどのような為替制度が採用されるのかは、不明である。バンドの拡大、バスケット方式の採用などいくつかの案が考えられる。確かなのは、人民元の切り上げは、一気に大幅に行われるというよりは、回を分けて徐々に行われるだろう
- 3 . 中国人民元の切り上げに相前後して、円を含むアジア通貨全般には切り上げ圧力が高まろう。長期的に見れば、円は人民元に対して軟化すると予想できる。しかし短期的には、円にかかる圧力は「切り上げ」の方向である。元の上昇が、円の切り上げを連想させるからだ
- 4 . 日本が昨年来継続している執拗な介入政策には限界が見えてきた。実務的にも、対外的説明責任の面でも無理が重なってきている。相場の動きから見て、日本の通貨当局は対ドルでの105円死守の姿勢を近く放棄せざるを得ないと予想できる。次のターゲットは100円になると思われる
- 5 . 円が際限なく上昇する事態は予想されない。安いドルには需要がある。ドルが中期的な上昇局面に入れるかどうかは、米金利次第である。その点で、先週の一連のグリーンスパン証言について筆者は、「年内の利上げを含意したもの」との見方をとっている

人民元切り上げに関する観測が俄に台頭したのは、先週の週初である。上海の新聞である上海日報が一面で中国人民銀行の高官の発言として、3月に人民元を米ドルに対して5%切り上げる方向である、と報道した。同紙はさらに、2005年までにさらに5%切り上げる予定だとした。仮に5%の切り上げということになれば、現行の1ドル=8.277人民元は、1ドル=7.8元前後に誘導されることになる。新聞報道では、この5%

切り上げと同時に、現在米ドルにペッグしている人民元を、10通貨の加重平均でレートを決める通貨バスケット制に移行する方向も検討中という。

この新聞報道は、直後には中国当局によって否定された。しかし、その否定からあまり時間を経過しない先週後半の11日になって、中国人民銀行（中央銀行）の周小川総裁は「中国の通貨である人民元の為替制度を今年中に見直す考えである」ことを表明した。これによって、人民元の切り上げは俄然現実味を帯びてきたのである。同総裁がこの手の発言をするのは、極めて稀である。周発言は、中国の通貨当局者の間でも議論がかなり進んでいることを示している。

同総裁は、「人民元の為替制度の見直し」が何を意味するのかは明らかにしなかった。しかし、中国を取り巻く環境から、

- 1) 結果的には人民元の切り上げ
- 2) 具体的には、現在の対ドルペッグ制からワイドバンド制や通貨バスケット方式への通貨制度の変更

を示唆したと見られている。それを感知・歓迎するかのように、先週末にはアメリカのスノー財務長官が13日の米上院予算委員会で、「中国は動き始めている。恐らく部分的な変動相場制が通貨バスケットへの移行についての議論が進んでいるようだ」と述べた。

中国に一番人民元の切り上げを求めているのは、今年選挙を控えたアメリカである。そのアメリカの財務長官が、「中国が動き始めている」と語ったことは、内部の動きをある程度察知しての発言だろう。中国の元切り上げに向けての動きは、内外から確認されたと言える。

しかし同長官は、「柔軟な為替制度に移行する必要性は中国側も認めている」と指摘しながらも、「中国では金融制度がまだ整っていない。明日直ぐに実行することはできないと彼らが指摘しているのは正しい」とも述べ、制度移行には時間がかかるとの見通しも示した。アメリカとして、当面は中国の決断を待つという姿勢である。

《 a win-win for speculators 》

実際のところ、人民元の切り上げは焦眉の急になりつつある。中国の現行為替制度は、基本的に国内に入ってきた外貨を中央銀行が全て買い上げる方式を採っている。輸出の伸張とともに、当局の手元に貯まる外貨は増え、市中に出回る人民元は増える。中央銀行はそれらを定期的に胎化させる措置（短期ビルの銀行への売却を通じての流動性吸収策）を取っているものの、とても間に合わない。

その結果何が起きているかというと、マネーの著しい増大である。昨年一年間で中国におけるキャッシュと民間貯蓄の合計は20%も増加したという。これは中国の10%を超える経済成長率から見ても、二倍に達する増加ペースである。また昨年末時点のペースマ

ネー伸び率は14.3%に達する。

その結果は、国内インフレ圧力顕現化だ。ウォール・ストリート・ジャーナルによれば、「昨年の大部分の期間を通じて動意を見せていなかった中国のインフレ率は、昨年12月になって6%上昇した」という。特に不動産や自動車ローン、素材産業の投資などに過熱感が強まっている。

こうしたインフレ率の上昇を押さえ込むためには、二つの方法しかない。金融を引き締めるか、通貨を切り上げるかである。しかしこの状況が、一段と中国への資金の流れを加速する。なぜなら、それは中国に短期資金を入れる投資家（投機筋）にとって、どっちに転んでも勝てる状況、いわゆる「ウィン・ウィン（win win）」状況だからである。

すなわち、国内流動性が過剰流動性に繋がらないように金利が引き上げられれば、彼らにとって中国に入れた資金の利回りは良くなる。一方で、国内措置を諦めて当局が人民元の切り上げを行えば、切り上げ差益が取れる。そうした状況が一段と中国への資金の流入を加速して、それがまた切り上げ圧力を高める、という状況。

中国の現行替相場システムには、明らかに欠陥がある。だから中国は、「人民元の切り上げ」という表現は決して使わずに、結果的に切り上げに繋がるかもしれないが、その前提としての「通貨制度の見直し」という表現を使う。では、どのようにして現行の対ドル完全ペッグ制度を見直し・改善するのか。

現在のところいくつかの方式が考えられている。その組み合わせも考えられる。まずあり得ないのは、単純に対ドルでの人民元の切り上げである。ペッグレートの変更。例えば、現行の1ドル=8.28元のレートを5%切り上げて、それをまた守る、という方式である。しかしこれは、「切り上げの無限地獄」になりかねない。もっとも可能性が低い。

次が「ワイドバンド制」である。つまり通貨変動に幅を持たせる方式だ。一回切り上げをしておいて、その上でワイドバンド制を敷くという方式も考えられる。しかしこの制度の欠陥は、バンドを広くすれば元の切り上げ幅が中国経済に耐えきれないほど大きくなる可能性があるのに対して、小さくすれば直ちに相場が上限に張り付いて、次のバンド変更を待つ、という状況になりかねない。

一番可能性があるのは、「通貨バスケット方式」だと考えられている。この場合でも、実質的切り上げを行って置いて、その上で「バスケット方式の採用」という形になる可能性が高い。具体的には、例えばドル、ユーロ、円など中国が取引関係にある10程度の通貨のバスケットを貿易加重平均で作る、それに人民元をリンクさせるのである。この方式が良いのは、採用通貨間の上下が相殺される、個別通貨の事情が緩和される、ということである。また、採用通貨の入れ替えを通じて、人民元のバスケットに対する動きを当局がコントロールできる可能性もある。

中国がこれまで人民元の切り上げを見送ってきた理由は、「産業の輸出力の確保」「不良債権問題を抱える中での国内経済のショックの回避」「失業問題の深刻化の回避」「国外か

らの圧力への屈服への反感」などである。しかし、輸出への打撃という点で言うならば、中国の輸入もこのところ大きく増えてきて、通貨切り上げのデメリットだけが目立つ状況ではなくなっている。不良債権と失業問題は確かに深刻だ。しかし、現在の状況では外貨買い上げ方式の継続が持つデメリットの方がはるかに大きくなりつつある。

《 China can absorb the adverse impact of revaluation 》

筆者が先週後半に一番注目してきたのは、こうした人民元の切り上げ見通しの高まりに対して、中国の株式市場がどう反応するかだった。過去、最近の例を見ても、日本の場合は自国通貨の切り上げは株式市場への売り圧力、調整圧力に繋がるケースが多い。「中国はどうか」というのが小生の関心だった。

しかし先週の中国の株式市場を全体的に見ている限りでは、値動きは極めてしっかりしていた。香港のハンセン指数もそうだし、そこに上場されている H 株と呼ばれる中国本土株式の値動きもむしろ上昇気配で、鳥インフルエンザで先々週に下げた分を埋め合わせる動きを見せていた。ということは、株式市場は人民元の切り上げをむしろ歓迎している、ということだ。

これは、中国の通貨当局に対する信頼感もあるのかもしれない。「今の中国通貨当局は、国内マネーのコントロールを失っている」(香港のエコノミスト)という厳しい見方もあるものの、過去もそうだし、今後も中国当局の通貨政策は大きな間違いを起こさないだろう、という信頼感だ。さらにもう一つ言えば、株式市場が安心材料としているのは、「いかなる切り上げも徐々に、段階を踏んで行われるだろう」という見通しである。

日本の円の切り上げは、「変動相場制を理想とする環境の中」で行われた。そこにあったのは、切り上げの行き着く先に対する市場の強い不安だった。それが短期的に株価の動きを不安定にした。結果的には、通貨の切り上げは当該国の経済実態の改善に役立ち、株式市場も上昇した。しかし、普通は切り上げ直後の輸出国の株式市場が受けるショックは大きい。

中国の株式市場が現実化してきた切り上げの影響を全て織り込んでいるかどうかは不明だ。しかし、今はその様に見える。株式市場の動きから全体的に言えることは、中国経済は人民元の切り上げを冷静に受け入れようとしている、ということだ。

中国が対ドルでの切り上げに動けば、他のアジア諸国の通貨も切り上げ圧力を受けることになる。世界的に為替市場の大きな流れは、「アジア通貨の切り上げフェーズ」入りすると見られる、昨年9月のドバイ、今回のフロリダの両声明で指摘された「柔軟性に欠けている」とされた国、地域の通貨が動き出すことになる。

「In this context, we emphasize that more flexibility in exchange rates is desirable for major countries or economic areas that lack such flexibility to promote smooth

and widespread adjustments in the international financial system, based on market mechanisms」

問題は、日本円への影響だ。日本ではこの「柔軟性欠如」の対象国に日本は入っていないというのが理解のように見えるが、欧州サイドなどは明らかに「柔軟性を欠く主要国または経済地域 (for major countries or economic areas that lack such flexibility)」に日本は入っている、という見方だ。

日本円は今年の9月のG7時期と比べると、相場レンジも115円から105円へと10円切り上がっている。中国がこの間に切り上げを拒否しているのに比べると、日本にはこの間は「some flexibility」があったと言える。しかし恐らく市場はそうは見ない。フロリダG7の時のレートに比べて、「中国は動き出したが、日本はまだだ」という捉え方をするだろう。短期的には、中国の元切り上げの動きは日本の円に対する切り上げ圧力を高めると見られる。

筆者が注目しているのは、対ドルで見た日本円の相場付きがまさに「固定ペッグ」のようになってきていることである。私が記憶する限り先週一週間のドル・円相場は基本的には105円台の前半で膠着状態であった。円とドルの関係は、人民元とドルの関係に限りなく近づいた。このことは次の事を指し示している

1. 日本の通貨当局の介入は、ドルの下げ圧力を吸い取るだけに汲々とするだけの状況に陥っている
2. つまり、相場に意外性を持たせる機能を失った。その結果、ほぼ連日手を休めることなく介入を続けざるを得ない状況に立ち至っている
3. その結果は外貨準備の急増であり、相場が上に（ドル高）行くリスクの低減から来る、ドル売り安心感醸成

となっている。ドルが少なくとも持続的に反発するためには、米金利の上昇が必要だが、その米金利の上昇を日本の介入資金が阻止している。推計では、日本の介入資金の流入によってアメリカの中期金利は1%方本来より低い水準にある、との見方もある。つまり、日本の通貨当局の介入こそが、ドルの反発を妨害しているとの見方も出来る。

こうした状況が続く、と考えるのは難しい。打開があるとするならば、ドル・円が一端下にブレークし、市場の歪みが一定の時間をかけて調整された後に、経済のファンダメンタルズに沿った動きが回復される、というシナリオだ。筆者は、105円台でドル・円相場が膠着すればするほど、それからのブレークの圧力は高まる、と考える。

最後にグリーンSPAN証言に少し触れる。筆者が注目したのは、11日議会証言の中の「the real federal funds rate will eventually need to rise toward a more neutral level」と述べた部分だ。この文章を素直に読めば、「現在の金利は中立的ではない」とグリーンSPAN

パンが考えていることは明確だ。グリーンスパンは異常状態の継続を嫌う。「for a considerable period」の時間軸文言もそうだった。よって筆者は、市場の大方の見方よりもグリーンスパンはチャンスさえあればアメリカの金利体系を中立的な (neutral) 水準に直しに動く、と見ている。

アメリカが金利の引き上げに動けば、外国為替市場を取り巻く環境は大きく変わってくる。

今週の主な予定は以下の通りです。

16日(月)	米国市場休場(ワシントン生誕記念日)
17日(火)	12月景気動向指数(改定) 米2月NY連銀製造業景気指数 米1月鉱工業生産・設備稼働率 米2月NAHB住宅市場指数
18日(水)	10~12月GDP(1次速報) 米1月住宅着工件数 米1月半導体製造装置BBレシオ
19日(木)	新生銀行が東証上場 米1月生産者物価指数 米1月コンファレンスボード景気先行指標総合指数 米2月フィラデルフィア連銀指数 ECB理事会
20日(金)	12月第三次産業活動指数 12月単身世帯消費動向調査 米1月消費者物価指数

今週の指標では、日本のGDP統計(速報)が注目。今の日本の成長率は先進国の中で断トツであり、それが証明されることになる可能性が高い。株式市場では、新生銀行の上場が市場にどう受け止められるか。先週から日本の銀行株の動きは、市場を先導している。

依然として進むユーロ高に対して、ECBが19日の理事会を通して何か物申すかは注目である。アメリカの景況に関しては、消費者の景気信頼感の低下などが先週は見られた。今週は、その強さが改めて問題となる。

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。両方とも素晴らしい天気。このところ、天気が非常に落ち着いている。心配になるくらいです。花粉はもう飛んでいるのでしょうか。春らしくなってきましたから。しかし、私の鼻は何も感じない。良いことです。

久しぶりに日本映画を見ました「半落ち」。「半落ち」とは警察用語で、容疑者が容疑を一部自供するも、完全には自供していない状況を指すらしい。途中から劇場のあちこちですすり泣く声。そりゃ涙ぐみますよ。あの妻殺しの男にどういふ他の道があったのか、という点については回答がない。判決は社会的には厳しいものだったが、裁判官だってそれが絶対に正しいという自信はないでしょう。皆、それぞれの事情を抱えている。しかし、社会の枠組みとしては罪の体系は決まていく。どうしようもないから悲しい。

映画の中に何回も出てくる言葉がある。「あなたにとって大切なもの」「誰のために」という台詞です。日頃は考えないが、まあ結局その人が何かを成し遂げたときに、誰が一番喜んで貰いたいかという問題でしょう。当然いた方が良いが、「誰のために生きるか」という質問に対しては、映画では「自分の為」という答えが多かった。でも、そう言った瞬間に寂しくなるのも事実でしょう。人間は、複雑な存在です。

それでは、皆さんには良い一週間を。

《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) が作成したものです。許可なき複製、転送、引用はご遠慮下さい。また内容は表記日時に作成された当面の分析・見通しで一つの見方を示したものであり、売買を推奨するものではありません。最終的な判断は、御自身で下されますようお願い申し上げます》