

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1694号 2003年07月28日(月)

《 political pressure for higher Chinese currency 》

今週号はアメリカ、日本を中心に高まる人民元の切り上げ問題を取り上げます。議論が高まっている背景、中国の考え方とその出方、切り上げがあったときの世界の金融市場に対する影響などです。

1. 中国人民幣元切り上げ論の背景には、世界的なデフレ警戒論の高まりの中での中国原因説の台頭、中国の高い成長率持続と外貨準備の急増に対する警戒感、対中赤字を膨らませるアメリカの国内事情、アメリカ国内ばかりでなく先進国全体にある中国警戒論の高まりーなどがある。アメリカが円の為替レートに関する要求ポイントを低くする中で、人民幣元の切り上げ問題は世界の通貨を巡る現在最大の課題となっている
2. これに対して中国は、90年代の後半におけるアジア通貨危機でも人民幣元のレート調整を行わなかったことが同国への評価を高めたことなどを経験則に、「為替の安定」を表看板として当面の切り上げを否定している。中国国内経済が抱える脆弱性(雇用、不良債権など)、国内物価もデフレ傾向であり通貨の切り上げに国内経済面での顕著なメリットがないこと、政権が変わったばかりであり政策を大きく変えたくないこと、中国が急速に輸入大国にもなりつつあるとの認識、などがその背景にある
3. しかし中国自身も、「新しい状況に即して、絶えず現在の人民幣元為替メカニズムを改善する」(孔泉報道局長)と、変動幅(現在は0.05%幅)拡大などの形での実質的切り上げには含みを持たせている。今のところ中国がいつ人民幣元の切り上げに踏み切るかは分からない。国柄から言って、周囲が騒いでいる間は実施しないと考えられる。しかし実現すれば、世界の金融市場にとってデフレ圧力の緩和などの連想が生まれ、また中国が成長の源になる可能性が高まるが故に、世界経済にとっては一つの明るい材料となる

まず中国に人民幣元の切り上げを求める声を取り上げる。国ベースで一番熱心なのは、アメリカと日本だと言える。その中でも中国を将来のライバルと見るアメリカの、しかも議会在が熱心である。日本は国内に人民幣元に対する批判を強く抱えるものの、戦争の歴史など

もあって「中国に強く言う」という雰囲気にはなっておらず、アメリカのお尻を押しているという印象である。

そこで、米議会の動きを見ると、今月の18日に超党派の有力上院議員団が、「中国政府が輸出競争力を高めるため、人為的に人民元相場を不当に安く固定している」として、財務省に調査を求める書簡を送った。メンバーは共和党のエリザベス・ドール議員、民主党のチャールズ・シューマー議員ら4人で、「安い人民元が中国の対米輸出攻勢を支え、米製造業を苦しめ、失業増を生んでいる」と中国の為替制度を批判して、財務省に実態調査のうえ中国政府に人民元切り上げ圧力を強めるよう求めた。

背景には「選挙区からの圧力」がある。去年一年間のアメリカの対中国貿易赤字は、対日赤字を遙かに超える1000億ドル超。さすがにここまで金額が増えると、アメリカの製造業者の中で中国製品との競争に直接脅威にさらされる業者も増える。

中国の対米輸出黒字がせいぜい400～500億ドルの時には、対中批判はアメリカではそれほど聞こえなかった。むしろ対日批判の方が強かった。理由は、「中国からアメリカに輸出される製品で、アメリカの製造と競合するものはほとんどなかった」からだ。中国からの輸出が目立ってきて、アメリカの生産、雇用に打撃になれば問題ない。対して日本製品はしばしばアメリカ製と直接にぶつかった。

しかし最近ではアメリカに輸出される中国製品の幅が広がって、製品でも競合が増えてきた。また圧倒的に国別一番になるなかで対中赤字が目立ってきたために、アメリカの各選挙区の選挙民から米議員に対して具体的な要望が出るようになった。米議会議員はそうした声を受けて動いているのである。政府サイドにもその声は届いている。エバンズ商務長官はつい最近ロイター通信とのインタビューで、「中国の通貨ペッグ制は米製造業界から聞かされる事業環境についての不満の一つだ」と述べている。

《 Greenspan warns China on peg 》

こうした米産業界の声は議会を通して米通貨当局者や学会の中にまで伝わり、人民元の切り上げを主張する向きが増えている。最も人民元切り上げを強く主張しているのは、スノー財務長官である。ドル・レートに関する軽率な発言でブッシュ大統領から叱責を受けたとも言われる同長官は最近もっぱら人民元に対して発言し、エバンズ長官と歩調を合わせるように繰り返し「柔軟な為替制度」を求めている。

アメリカの高官の発言として最近注目されたのは、グリーンズパン連邦準備制度理事会（FRB）議長のそれである。人民元は現在、米ドル相場に事実上固定するペッグ制を採用しており、中国政府は人民元相場が1ドル＝8.2760～8.2800元の狭い範囲（0.05%幅）に収まるように市場介入しているが、同議長の発言はこのことを議会証言の際に議員に聞かれて答えたもの。グリーンズパン議長の発言は以下の通り。

1. 中国当局は自国経済に打撃を与えずに今のまま人民元のペッグシステムを継続

することは出来ない

2. ペッグを維持するための介入持続は困難だ。中国は自国通貨をフロートさせるべきだ
3. 介入すると言うことは、中国がドル建て資産を大量に購入するということの意味する。いつかの時点でそれは出来なくなる。なぜならそれは、国内金融システムの安定性を損なうからだ
4. (人民元はフロートに移行すべきか、と問われたのに対して) 経済的観点から言えば、現在の世界のコスト構造が持続すると仮定するならば、その必要性は高まっているし、恐らくそうなるだろう

この発言は英フィナンシャル・タイムズから拾ったものだが、この同紙一面トップ記事の見出しは「Greenspan warns China on peg」となっていた。「中国の人民元のドル・ペッグにグリーンズパンが警告」といった内容。

中国に対して人民元の切り上げを要求する声は、アメリカ発だけではない。7月の初めにインドネシアのバリ島で開かれたアジア欧州会議 (A S E M) 財務相会議は、「世界経済の回復を確実なものにするためアジア通貨の対ドル相場の調整が必要になる」との考えを示唆した共同声明を採択した。

この声明は、アメリカの経常赤字の拡大が世界経済に悪影響を及ぼす懸念があることを念頭に置きながら、「国際不均衡の公平な調整と、国際金融市場の秩序ある成長を促すため、各国が協力を強化することが重要」としている。主に欧州各国から、ユーロ高・ドル安の進行に比べ、中国・人民元などアジア通貨の対ドル相場が安すぎることで、米国の貿易赤字拡大につながっているとの懸念が表明された。このため声明も、間接的な表現ながら、人民元などを念頭に、対ドル相場切り上げの必要性を示唆した。

ASEM だけでなく、数多くの国際機関が人民元の切り上げの必要性を指摘しているが、この ASEM の会合では塩川財務相も記者会見で、「(中国が) 貿易が開放されて国際化の中で活動するのであれば、為替も国際的に符合したものになるべきだ」と指摘し、経済力に見合う水準への人民元の実質切り上げが必要との認識を示した。

《 China shows some flexibility 》

対する中国の姿勢は、いかにも中国的だ。外からの圧力を嫌悪する姿勢を示して当面の切り上げを否定しながらも、将来に対して含みを残すという。中国外務省の孔泉・報道局長はつい最近の記者会見で当面の切り上げを否定して、「人民元の為替メカニズムは実体経済に即しており、安定的に維持されるべきだ」とした上で、「安定した人民元相場は、中国の経済成長と発展ばかりか、アジア及び世界全体にとっても有益だ」と述べた。

しかし一方で同局長は、「新しい状況に即して、中国は絶えず現在の人民元為替メカニズムを改善する」とも述べている。中国人民銀行総裁も先に、同相場メカニズムを完璧なも

のにする必要がある、と語っていた。

中国はなぜ今すぐの人民元の切り上げを拒否するのか。恐らく以下のような理由だろう。

1. まず国内には切り上げを拒否する空気が強い。中国のマスコミは「人民元切り上げ論」が、日本やアメリカを初めとする諸外国の「陰謀」であるかのような論陣を張る向きが多い。政権が江沢民から胡錦濤に変わった直後で、こうした国内の空気に配慮せざるを得ない事情もある。中国は「外圧」から動くことを嫌う
2. SARSの影響で今年上半期の成長率は昨年同期の9%台から6%台に落ちたものの、中国経済は概ね高い成長率を保っており経済は順調。よって、今は為替政策を含めてマクロの政策を変える必要はない、との思いがある。また中国は深刻な失業問題、金融システム問題を抱えており、こうした問題に対処するには通貨の切り上げは望ましくない、と考える。かつ、中国が抱えている物価問題はインフレではなくてデフレであって、切り上げはデフレを深刻化させる
3. 通貨の切り上げを望まない国内勢力も多い。農業部門や輸出部門で、この両部門で特に効率の悪い国営部門は現時点での通貨切り上げに強い反対姿勢を見せられている

中国という国は伝統的に、「外国からの圧力」から動くことを嫌う。特に今の中国は無血で政権交代を済ませたばかりだ。切り上げは、国内からも支持が得られていない。新しい胡錦濤政権はその点に配慮するだろう。ということは、現在の「諸外国の圧力」として具現化しつつある「人民元の切り上げ論」が圧力として顕著で、かつビジブルになればなるほど中国政府は臍を曲げる可能性が高いということだ。ということは、今後数ヶ月、年内というようなタイムスパンで人民元の実質的引き上げ（変動幅の拡大などで）が実現する可能性は薄いと見るのが可能である。

また中途半端な、安易な切り上げは「さらなる切り上げ」の思惑を生む。今でも大量に入ってきている誤差・脱漏などに計上される短期資金の流入が逆に増える形にもなりかねない。中国は明らかに日本が戦後直面した「切り上げの連鎖」の教訓に学ぼうとしているように思える。

では中国は動かないのかというと、グリーンスパンが指摘するように将来のいつかの時点で動かざるを得ない、つまり切り上げに動かざるを得ないと見る。その理由は以下の通りだ。

1. 為替を対ドルで実質的に固定することによって対米などで対外収支の黒字が増え、外貨準備は今年6月末で3460億ドル（2000年末は1656億ドル

だった)に達している。これは中国にとって必要レベルを超えてきており、経済的合理性を超えていると思われる

- 2 . またいくら対外圧力に屈しないのを国是としても、重要になりつつある輸出市場であるアメリカの要求を無碍に断り、貿易摩擦を激化させることは賢明ではない
- 3 . 戦後の日本など通貨切り上げを受容した国の経験を見ても、切り上げは自国経済の体力強化に役立ち、国民の生活レベルを上げるとの見方もできるし、2008年の北京オリンピック、2010年の上海万博を控えて国際的圧力を無視し続けるのも得策ではない

最初の点について少し説明すると、そもそも中国のような分類的には開発途上国に入る国にとって外から取り入れる資金の金利は高い。これは、中国が外貨準備として主にアメリカで運用している財務省証券の金利よりはるかに高いのである。ということは外貨準備が貯まれば貯まるほど、中国という国はトータルに見ると「逆ざや」に直面する、ということになる。

中国の経済規模が日本の五分の一とすると、3500億ドル近い外貨準備は日本が1兆7500億ドルの外貨準備を持っているに等しい。日本の外貨準備は世界一番だが、それでも5000億ドル前後である。中国の3500億ドルは、その経済規模からすれば度を超していると言える。今の1ドル=8.27元近くの為替レートを続けるならば、中国の外貨準備はさらに増加すると見られる。中国は中小企業の外国直接投資を後押ししたり、中国企業が手持ち外貨で海外債券を買うことを認める方針を明らかにしたりして、外貨を減らす努力をしている。しかし思惑通りに外貨が減るかどうかは不明だ。

グリーンスパンが「中国がドル建て資産を大量に購入するということの意味する。いつかの時点でそれは出来なくなる。なぜならそれは、国内金融システムの安定性を損なうからだ」と言っている部分も重要だ。想起すれば、日本はニクソン・ショックに見舞われた1971年には、自国通貨の切り上げを防ぐために大規模な介入を行った。それがその後何をもたらしたかは明確だ。過剰流動性が生じて、不動産ブームが生じた。現在の中国の介入による流動性増加は、中国の上海などで見られる土地投機に拍車をかける危険性もある。

中国は、「切り上げ圧力」をかわす一つの大きな反論根拠として、「モノの輸入の増加」をしばしば強調する。例えば中国の呂福源商務相は今年22日、中国のモノの輸入額が2003年から05年の3年間に1兆ドル以上になるとの見通しを示した。同相は具体的に、「中国市場はすでに世界でトップクラスにあり、2003年から2005年の間にモノの輸入は1兆ドルを超える見通しだ」と述べた。

中国政府の公式統計によると、2003年上期は、輸入が前年比44.5%増のほぼ1

860億ドル、輸出は同34%増の1900億ドル強。この結果、貿易収支の黒字は45億ドルとなり、前年同期から66.5%縮小した、という。しかし、中国の輸入が日本やアメリカが期待するほど伸び続けるかどうかは不明だ。中国も国内経済発展のために対外収支で黒字を出し続けることには執着するだろう。ということは、人民元に対する切り上げ期待は続くということだ。

中国がこうした全体的な状況の中でいつ、どのくらいの人民元実質切り上げを決めるかははっきりいって分からない。この問題に関しては、今朝(28日)の日経新聞の6面に「中国、変動幅拡大時機探る」という記事があって、シナリオが3本用意されている。年内の変動幅拡大の可能性は10%で低く、来年中は40%で、中国政府が2005年まで変動幅拡大を見送る可能性は50%としている。

そもそも中国人民元の実質切り上げ観測が出たのは、今年6月の米ゴールドマン・ザックスのレポート。変動幅が半年後の今年10月に上下2.25%の5%に拡大するという予測がきっかけだった。日経の予測は、「それは恐らくない」と言っているに等しい。

どちらの見通しが正しいのか。中国の意志決定プロセスは、日本やアメリカよりはるかに複雑だろうし、よってタイムスケジュールも分からない。恐らく性急な日本やアメリカが要求すればするほど先送りになる可能性が高い。それは中国の歴史を見れば分かるし、そういう点で言えば筆者も年内の可能性はかなり低いと考える。

しかし、今の経済情勢が続けば先送りにも限界があるのは確かである。筆者はあえて、来年中に何らかの形で中国が今の為替レートシステムを静かに変えてくる可能性が高いと見る。それは胡錦濤体制の定着、中国経済の世界経済への組み込みの進捗、外貨準備の増大傾向の持続、中国の経済力への警戒感の台頭とそれを緩和する必要性の増大、さらにはオリンピックや万博の予定を入れても、中国はいずれ自国通貨の切り上げが決して不幸なことではないと理解する時が来ると思うからである。

これは世界の金融市場にとっては、デフレ圧力の緩和への連想、中国が新たな輸入市場として育つ可能性などの形で世界の株式市場には良性的インパクトをもたらす可能性が高い。それはまた、世界で最大の人口を抱える中国が、また一步普通の国に近づくことを意味する。世界経済の不確定要因が、不確定さを低減させることを意味する。これは世界経済の予測可能性を高める可能性がある。少なくともニューヨークや東京や欧州各地の株式市場に及ぼす影響はプラスだろう。

ただし一方で中国の人民元の実質切り上げは、円を含めたアジア通貨が抱える切り上げ圧力の強さを改めて示すものとなるだろう。中国を含めて、アジア各国の外貨準備は総じて増大傾向にある。これはアジア各国経済の対外競争力が今の世界で高まっていることの証左だ。こうした環境の中では、中国の元の切り上げは、アジア通貨全体の切り上げのきっかけになる可能性がある。これは日本にとって両刃の剣である。

今週は重要な指標の発表が相次ぐ週です。先週金曜日に発表された耐久財受注、住宅着工高はともに強い数字で、米経済の拡大を予感させる数字で、株価を大幅に引き上げた。今週はコンファランスボードやシカゴ購買部協会、ISMの景況指数など消費者や企業の景気に対する「気」を示す数字が出るし、過去統計では第二・四半期のGDP速報値が出る。これは市場から注目されるでしょう。

ページブックも注目だ。しかし一番重要なのは、週末に発表される7月の雇用統計である。1日であるにもかかわらず、7月の雇用統計が発表される。雇用統計はブッシュ政権が一番気にかけている統計でもある。

ということは、今週末はもう8月ということだ。主な予定は以下の通り。

7月28日(月)	延長国会会期末
7月29日(火)	6月家計調査(勤労者世帯) 6月完全失業率 6月商業販売統計 経済財政諮問会議(予算の全体像取りまとめ) 米7月コンファレンスボード消費者信頼感指数
7月30日(水)	6月鉱工業生産(速報) 米ページブック
7月31日(木)	6月勤労統計 6月建築着工および住宅着工 政府・日銀による為替介入額公表 米2Q GDP(速報) 米2Q個人消費 米2Q雇用コスト指数 米7月シカゴ購買部協会景気指数 ECB理事会 OPEC臨時総会
8月1日(金)	2004年度予算概算要求基準を閣議決定 米6月個人所得・支出 米7月雇用統計 米7月ISM景況指数(製造業) 米6月建設支出 米7月ミシガン消費者信頼感指数改定値 米7月主要メーカー自動車販売

《 have a nice week 》

やっと梅雨が抜けたか、抜けつつあると確信できる週末でした。それにしても、宮城県の北部の地震は、我々の地球に関する知識の限界を示してくれた。ま、人間が知っている地球の変化の歴史は、せいぜい数百年分でしょう。ところが地球のこれまでの歴史は46億年と言われる。どう付き合わせてみても、「これが絶対」というような法則はない。28日早朝現在、死者が出ていないのが救いです。

救いと言えば、フィリピンでの騒ぎも私には気になりました。というのは、弟がフィリピンに駐在しているのです。日曜日の夕方に電話しました。どこに住んでいるか知らなかったので、「フィリピン国軍の一部兵士によるマニラ首都圏マカティ市のホテル占拠事件」と言われても私にはピンとこない。「どの辺だろうな」と。

電話して「(撤退)期限が延長されて...」「一部兵士が投降して...」とかいろいろ話して、「ところで事件が起きている場所から遠いだろう...」と私。「違う違う、すぐそば」と弟。実は私はマニラという街に行ったことがない。土地勘が全くないのです。

「おいじゃ、外に出るなよな...」と私。「そんなことは分かっている」と彼。恐らく途上国ですから、日本人が住んでいる地区というのは固まっているのでしょう。弟も日本の企業の駐在員ですから、占拠対象になっている「外国人が多いホテル」の近くのどこかにいるのでしょう。

結局反乱に加わった軍隊の一部は、アロヨ大統領の兵舎帰還要請を受けて作戦中断を決定。同大統領は日曜夜、マラカニアン宮殿で記者会見して事件の終結を宣言した。「いろいろ不満があるが、バカなことはしないだろう」という弟の予想が当たったのがなによりでした。

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) 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》