

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1779号 2005年05月23日(月)

《 Chinese policies are highly distortionary 》

今週のレポートはアメリカの「Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies May 2005」(国際経済と為替レート政策に関する議会報告)を取り上げます。むろんポイントは、米中の為替を巡る攻防の背景とその行方です。

1. 「国際経済と為替レート政策に関する議会報告：2005年5月」は、「アメリカの主要貿易相手国で1988年オムニバス貿易・競争力法の下で、指定に必要な為替操作国要件を満たした国はない」という形で、注目されていた「中国の為替操作国指定」はしなかった
2. しかし報告書は中国について、「Current Chinese policies are highly distortionary and pose a risk to China's economy, its trading partners, and global economic growth.」(中国の政策は世界貿易に大幅なゆがみを生じさせるものであり、中国経済とその貿易パートナー、それに世界経済の成長にとってリスクである)と明確にその危険性を指摘している
3. 加えて報告書は、「China's policies will likely meet the statute's technical requirements for designation.」(中国の政策は今後、同法の為替操作国指定要件を満たすことになる)と述べ、仮に中国が半年後の次回報告作成時までに人民元改革をしなければ、指定国を免れないことを明確にしている。指定国を受ければ、中国はアメリカとの貿易で“制裁”という形で大きな不利益を被ることになる
4. 当然ながら中国はこの報告書に強く反発している。と同時に、アメリカの議会でも財務省の報告書を「中国を為替操作国でないとしながら、中国の為替制度が世界経済にとってリスクというのは矛盾だ」(シューマー、グラハム両上院議員)と批判する声が出ている。米議会は引き続き米政府に圧力をかける態勢である
5. 中国は「輸出税の引き上げ」などでアメリカからの圧力回避に必死だが、アメリカ政府は、中国が6月から実施する意向の輸出税の引き上げに関しても、「the levying of export tariffs by Beijing won't slow U.S. efforts to control textile shipments from China, at least in the near term.」(少なくとも短期的には、中国政府による輸出税課税でも、中国からの繊維輸出を抑制しようとする努力をアメリカが緩めることはない)と述べ、中国に半年と時間を区切った人民元改革を

求めている

結論から言えば、中国とアメリカの関係は人民元改革、それに対北朝鮮姿勢を巡ってここ当分緊張したままで推移するだろう。アメリカ・サイドの姿勢の根底には「長期的に見てアメリカの覇権にもっとも近未来で驚異になりそうな国」としての中国の姿が鮮明になってきており、哲学的・原則論的に見ても中国が為替政策で採っている「狭い範囲での固定」という管理システムは、「市場経済の原則」(アメリカが信奉する)から外れている、という思いがある。

また、日本が対米最大黒字国の地位を数字的に降り、小泉・ブッシュの関係もすこぶる良好であり、また戦略的にもアメリカとしては日本を自分サイドにつけておきたい中で、アメリカとしては中国に「自国の対外収支悪化にもっとも貢献している悪役」としての役回りを回し付けておきたい面がある。アメリカの対中国での貿易収支赤字は年間1000億ドルを超えている。対して日本は600億ドル程度だ。

《 China will face political instability if..... 》

対して、中国側にはアメリカからボーイングの旅客機を大規模購入したり、輸出に対して輸出税を課してアメリカへの輸出があまり伸びないような努力をしているのに、アメリカはそれらを評価しない気持ちがある。加えてもっと中国の現政権にとって深刻なのは、切り上げをした後の中国の経済情勢が好転することは望めず、短期的には悪化する可能性が大で、そこには政権の安定性もかかっている、という点が重要である。

中国は昨年の実質成長率は、発表によれば9.5%に達した。日本などの先進国に比べれば非常に高いが、ここには重要なポイントがある。それは、それだけ高い成長を遂げてはまだ、新卒学生全員に雇用を保証できない、確保できていないということである。中国の大学生は都会の一部豊かな家庭の出身者は別にして、地方からは借金までして来ている人が多い。そういう人が就職できないのは、死活問題だ。極めて深刻なのである。日本のようにフリーターやニートを抱え込む余裕は、経済的にも精神的にも今の中国にはない。

中国の経済成長率については、「実際にはもっと上だった」という説もある。だとしたら、中国の「高成長下の失業増大」は極めて大きな政治問題であることが分かる。中国があれだけの成長率でも大きな失業問題を抱えているのは

1. 依然として、農村に極めて大きな余剰労働力を抱えている
2. 生産性の向上は、経済の効率化以前に、中国では失業の増大に繋がっている
3. こうした中で優秀な学生さえも職場を見つけられないケースが多くなっている

という点である。4月の中国における一連の反日デモに参加したのは、こうした職に就けない学生や、農村から出稼ぎに来た労働者達である。人民元の切り上げ、特に大幅切り上げ

は、こうした雇用環境をさらに悪化させ、そもそも「統治の正当性」を問われている胡錦濤政権を不安定にしかねない。胡錦濤（温家宝もそうだが）は共産党革命が成功した時にはまだ幼児で革命功労者ではないし、国民から選挙を通して選ばれるという先進国で一般的に見られる「政治的マンデート」もない。だから、胡錦濤政権は外目で見るとは全く違って、改めて問い直してみれば政権基盤は極めて軟弱なのだ。胡錦濤政権からすれば、「切り上げの先に見える政治的不安定」が何よりも怖いのである。

だから中国の現政権は、「切り上げをしても国内政治は大丈夫」という確信が欲しい。欲しいということは、その確信が持てるまでできれば先延ばししたい、ということである。そのためにボーイングを大量購入したり、対米輸出にも適用される輸出税を選別的に大幅に引き上げたりしている。しかし、こうした措置はアメリカにとっては「中国は恣意的にやっている」としか見えない。恣意的、属人的に事態を処理することが当たり前の中国と、一応は原理原則を重んじるアメリカ。そもそも対立して当然の図式といえる。

政権の安定性がかかっているだけに、中国は人民元制度の改革には慎重に取り組むだろうし、開始したとしても徐々にしか行わないだろう。つまり、「大幅切り上げ」はよほどのことがない限りないだろう。なぜなら、大幅に切り上げれば切り上げられるほど、中国経済の受ける打撃は大きく、失業は増大して、社会の不安定要因は増し、政権の安定性に直接響いてくるからだ。アメリカがそれを理解して中国にそれでも「人民元的大幅切り上げ」を要求するとしたら、「政権の不安定化」を狙っているとも読める。

重要な点は、報告書にも指摘があるとおり、中国自身も「人民元制度改革」の必要性を認め、その環境整備を行ってきた点である。先物市場の創設に動き、他通貨同士の取引を開始した。そうした技術的な環境は整ってきているが、なにせ読めないのは国内政治情勢である。民衆行動が共産党の思惑通りにいかないのは、先の反日デモ・騒擾で証明されている。

つまり、中国とアメリカは今後も人民元制度改革に関して、ぎりぎりの対決を続けることになる、ということだ。アメリカ政府は、中間選挙を控えて議会の圧力を無視できない。対中圧力はいいがかりのような面も強いが、選挙を控えての地元産業界からの圧力には議員としては屈しがたいものがある。何よりもアメリカには、中国の存在感が世界で高まっている中で、とにかくその行動原理を「自分達にとって理解できる、納得できるものにした」との気持ちが根底にある。

対して中国は、「もうちょっと時間をくれ」と言っているのである。共通基盤がないわけではない。報告書も、「Chinese officials have publicly acknowledged the need to move to a more flexible system, have repeatedly vowed to do so and have undertaken the necessary and appropriate preparations」（中国政府当局者も、もっと柔軟な制度への移行の必要性を公的に認めており、それを繰り返し述べているし、必要で適切な準備をしてきた）と述べている。だからこそ、議会の圧力を受けてそのまま中国を「為替操作国」にはしなかった。しかしもう時間はないよ、と区切らざるを得ないよ、というのがアメリカの立場だ。そのアメリカの立場が出ている為替報告の主要ポイントの原文部分は以下の通り。

. The report finds that no major trading partner of the United States met the technical requirements for designation under the Omnibus Trade and Competitiveness Act of 1988 during the second half of 2004. A number of economies continue to use pegged exchange rates and/or intervene in foreign exchange markets. A peg or intervention, though, does not in and of itself satisfy the statutory test. Treasury has consulted with the IMF management and staff, as required by the statute, and they concur with these conclusions.

. Nevertheless, Treasury has engaged, and will continue to engage, with several economies, including some in Asia, to promote the adoption of market-based exchange policies and regimes. Most notable among these is China. Current Chinese policies are highly distortionary and pose a risk to China's economy, its trading partners, and global economic growth. Concerns of competitiveness with China also constrain neighboring economies in their adoption of more flexible exchange policies. If current trends continue without substantial alteration, China's policies will likely meet the statute's technical requirements for designation.

. While China's ten-year-long pegged currency regime may have at times contributed to stability, it no longer does so. The peg blocks the transmission of critical price signals, impedes needed adjustment of international imbalances, attracts speculative capital flows and is a large and increasing risk to the Chinese economy. Indeed, Chinese officials have publicly acknowledged the need to move to a more flexible system, have repeatedly vowed to do so and have undertaken the necessary and appropriate preparations. It is widely accepted that China is now ready and should move without delay in a manner and magnitude that is sufficiently reflective of underlying market conditions. Treasury will continue to engage with China and closely monitor changes in its foreign exchange policy over the coming weeks and months.

. Treasury is continuing to engage actively with economies to encourage, in both bilateral and multilateral discussions, flexible market-based exchange rate regimes combined with a clear price stability goal and a transparent system for adjusting policy instruments. In this light, the communiqués of the G-7 Finance Ministers and Central Bank Governors in October of 2004 and February and April of 2005 stated: "...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."

《 China will take time 》

筆者は、去年3回も中国に行って取材をした人間として、「やはり中国にとって人民元の切り上げは相当な決意がいることなんだろうな」と思っている。中国が実際にいつ行うかは分からない。なぜなら、中国の決定は何かの委員会があって、そこで公開討議されて決定されているわけではない。金利は中央銀行ではなく国務院が決めているし、通貨価値の変更となれば国家の最高首脳が決断する問題となろう。

だから繰り返すが、中国は国内政治情勢から見て「なるべく先の送り」を試みるに違いない。そして行うにしても、国内経済情勢・政治情勢への打撃が出来るだけ小さい方法、具体的には「より小幅な切り上げ」を志向するだろう。

ということは、これだけ騒がれたあげくの、かつ小幅な切り上げを予想するとすれば、そのインパクト、つまり世界貿易や金融市場への当初の影響は予想されるほど大きなものではないかもしれない。問題はきっとその後だ。小幅にすればするほど、その後の切り上げ圧力はマーケットからもアメリカからも強くなる。中国政府がそれをどう処理するかがポイントになると思われる。

中国の人民元の切り上げを予想しながらも、その影響を心配しているのは米連邦準備制度理事会(FRB)のグリーンズパン議長だ。同議長は、ドルに事実上固定されている人民元を中国が切り上げた場合、輸入品の価格上昇で米国内物価が上昇する危険性があると指摘した。

同議長はさらに、「(中国の人民元切り上げは)巨額の米貿易赤字の削減につながらない」との見解も示した。それはそうで、なぜならもうアメリカには存在しない産業分野(例えば玩具製造)では、人民元がいくら切り上がっても、物価が上がるだけでアメリカの対外収支の改善には役立たない。だから分野を指定しての中国による「輸出税増額」の方がアメリカの対中赤字削減には効くかもしれないが、アメリカ議会の議員も米財務省もあくまで「人民元の切り上げ」で歩調を合わせている。

こうしたアメリカと中国の対立関係を見て、興味深い動きに出始めたのが韓国だ。韓国も為替市場には今まで介入してきて、アメリカがそれを気にしているのは韓国としても知っている。で、先週の後半に英フィナンシャル・タイムズに韓国中央銀行総裁が興味深い発言を行っていた。「S Korea rules out further currency intervention」という記事。

韓国中銀の Park Seung 総裁は、同紙とのインタビューで「もう外国為替市場には介入しません。(韓国は)十分な外貨準備を持っていますので」と語ったのである。この記事によると、韓国が持っている外貨準備は2060億ドル(日本は8000億ドルを軽く超える)。経済規模を勘案すれば、確かに十分な規模といえる。

同総裁は「We now need to take more consideration of profitability, and I think we're at a stage where we need to manage our reserves in a more useful way」と述べている。これがどういう事かということ、「これ以上ただただ値下がりする危険性があるドルを抱えるのは賢明でない」と言っているようだ。外貨準備を貯めることだけが賢明ではない、と

ということだ。問題は今回の措置が韓国経済や国内金融市場に与える影響である。三つほど考えられる。

- 1 . 内需が不振で輸出主導である韓国経済に打撃にはならないのか。(既にウォンは過去3年間に30%も切り上がっていて、韓国の輸出は打撃を被っている)
- 2 . 韓国が外貨準備を増やさないと言うことは、中国、日本と並んでアメリカ国債の有力な買い手メンバーだった韓国が、今後買わないということの意味する
- 3 . それが、アメリカの国債市場に及ぼす影響はどうか。それに、中国や日本の通貨政策に対する影響はどうか

など。私の印象では、「絶対介入しない」と言明してしまうのは、韓国にとってちょっと時期尚早なのではないかと思う。この報道を受けて、韓国ウォンは大幅に上昇した。このインタビューの中味については、その後韓国側から誤解があったというような発言が出ている。韓国の真意はまだ見なければならない。

なお、日本ではほとんど報じられなかったが、このレポートの日本に関する部分は以下の通り。ご参考に。

Japan

Japan's economic recovery, which began in the second quarter of 2002, stalled in the second half of 2004. Japan's economy contracted slightly in the second and third quarters of the year and grew marginally in the fourth quarter. Japan also appeared to lose some ground in its long fight to eliminate deflation, as core consumer prices (the Japanese CPI less fresh foods) fell by 0.2 percent year-on-year during the second half of 2004, after falling 0.1 percent on a year-on-year basis in the first half of the year. However, other price measures, such as the deflators for private consumption and GDP, showed continued progress toward price stability.

Japan has had a persistent current account surplus and capital outflows to the rest of the world, a consequence of a surplus of Japanese savings over domestic investment. Rates of return on domestic investment have been generally low, although the Prime Minister's program of structural reform and deregulation and the recent acceleration of corporate restructuring and mergers and acquisition activity hold out the prospect of higher returns. Japan's global current account surplus remained steady at about 3.5 percent of GDP (or \$83.1 billion) in the second half of 2004. Japan's bilateral merchandise trade surplus with the United States totaled \$39 billion in the second half of 2004, up from \$36.2 billion in the first half. Capital continued to flow out of Japan in

the second half of 2004 reportedly in response to changing expectations of U.S. growth relative to Japanese growth and higher U.S. interest rates.

During the June 30 to December 31, 2004 reporting period, the yen appreciated 5.6 percent against the dollar, reaching a level of 103.8 at year-end. At the same time that the Japanese economy appeared to weaken, economic releases from the United States showed continued strength. This differential was reflected in currency values during the first three months of this year. The yen hit a peak value of 101.9 to the dollar on January 17, 2005, but by March 31 was trading at 107.0 to the dollar, a depreciation of 3.1 percent from its end-year level. Over a more extended period, since early February 2002 through the end of March 2005, the dollar has depreciated by 20 percent against the yen, less than its 29.5 percent depreciation against the major currency component of the Federal Reserve Board's Broad Nominal Index of the dollar over the same period.

Japanese authorities have not intervened in the foreign exchange market since March 16, 2004. Japanese foreign exchange reserves rose by \$25.7 billion in the second half of 2004 to \$824.3 billion, due to interest earnings and a depreciation of the dollar against other currencies held as Japanese reserves. This contrasts with an increase in Japanese foreign exchange reserves of \$145.8 billion in the first half of 2004, a period in which the authorities did intervene.

《 Stock market was upbeat and will be..... 》

先週はアメリカの株式市場の強さが目立った一週間でした。一週間でダウは3.3%上昇し、これは昨年11月初め以来の大幅な週間上げ幅。Nasdaqも3.5%上昇して、昨年8月末以来の大幅な週間上げ幅を記録した。

市場関係者は、「原油高、soft-patch 懸念、労働市場に対する心配、FRBの利上げペースに対する懸念」など、数多くの市場を覆っていた不安材料が、ここにきて影が薄くなっていると指摘している。アメリカの投資家以上にニューヨークの市場を懸念していた世界の市場は、ニューヨーク市場の先週の動きに不意を突かれた格好である。

ニューヨーク高は、東京市場を含めての世界の株式市場を上昇に向かわせた。今週はその持続力を試す週になる。大きな指標の発表はアメリカの耐久財受注程度だからで、市場本来の力が出てくる。筆者の予想としては、世界の株式市場はGMやフォードの社債格引き下げに伴う混乱も徐々に収まってきているように見えるが故に、しっかりの展開を予想したい。

ドルは堅調だった。対円では108円に達し、対ユーロでは1.25ドル台に上がってきた。ニューヨークの株が上がったのに加えて考えれば、今は資金がアメリカに集まってきていると思える。こうした状況はしばらく続く可能性がある。円はドル以外の高金利通貨に対

しても下げたが、資本の動きからして、こうした状況は続こう。

今週の主な予定は以下の通り。

5月24日(火)	3月第3次産業活動指数 米4月中古住宅販売 FOMC議事録公開 豊田トヨタ名誉会長・ワゴナー米GM会長会 談(デトロイト)
5月25日(水)	4月貿易収支 米4月耐久財受注 米4月新築住宅販売
5月26日(木)	4月企業向けサービス価格指数 米1~3月GDP(改定値) 米1~3月個人消費(改定値) 米1~3月GDPデフレーター スノー米財務長官、上院銀行委員会で証言(半 年次為替報告について)
5月27日(金)	4月全国・5月都区部消費者物価 4月商業販売統計 中原日銀審議委員記者会見 米5月ミシガン大学消費者信頼感指数(確報) 米4月個人所得・支出 米債券市場短縮取引(戦没者記念日の前日)

《 have a nice week 》

徐々に春を脱して夏に近づいている実感がしますね。今年に入って初めて本格的にエアコンを入れました。まだちょっと早い気がします。コンピューターなどが置いてある部屋は熱がたまりやすい。

先週はほんの数時間ですが、高松にお邪魔しました。久しぶりでしたが、高松の自慢はなんとと言っても栗林公園。確か前は北門から入りました。で、今回は「東門」から。

平日の夕刻だから、ほとんど人もいない。松が実に綺麗に剪定されている。土と緑と水。それに、散在する和風の低層の建物。それしかない。しかし、それらが実によく調和している。公園の中に茶店(「花園亭」だったかな)に寄ってうどんを頼みました。ぶっかけで。あっさりしていて良い。桜の季節が非常に良いということでしたが、今はあまり花もない中で、高松の人達が「日本最大庭園には入っていないが、それ以上....」とこの公園を自慢する意味が分かりました。

今度はしかし、桜も見てみたいなと思いました。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》