

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1787号 2005年07月25日(月)

## 《 China Drops Yuan's Peg to Dollar 》

今週の主なポイントは以下の通りです。

1. 日本で「人民元の切り上げ」と報じられた中国の為替制度変更は、先週金曜日の初日の取引で「ドル高・人民元安」に運営されたことでも示された通り、切り上げ、切り下げ両サイドの運営余地を残す、これまでよりさらに恣意的な為替制度に中国が入ったことを意味する。中国の対外収支が黒字基調を続ければ今後さらに切り上げが行われる可能性が強いが、一旦中国経済が混乱すれば切り下げの可能性も十分ある
2. 発表の時期については巧みなものがあったが、切り上げ幅などや今後も展開される調整は先進国の希望するようなものにはならないだろう。中国は、「人民元を基本的には安定的に維持する」(周小川・中国人民銀行総裁)と述べ、大きな切り上げに晒す考えのないことを表明している。国内経済への影響重視に眼目を置く為替制度運営姿勢を考えると、世界経済に対する、または世界の金融市場に対する今後の影響は予想されるほど大きくない。ドル安、世界的株安、米債券相場安などの当初反応(knee-jerk reaction)は行き過ぎだったと思慮される
3. 基準レートの2.1%切り上げ調整は、明らかにアメリカを睨んだもの。具体的には「中国も動いた」という実績作りによる胡錦濤の秋の訪米準備と、為替操作国の認定回避に主要因があったと思われる。付随的なメリットとしては、ほんの多少だが原油などの資源の輸入コストが安くなるメリットがある。しかし、中国が自身で言っているように、同国にとって最大の問題は、暴動に訴え始めた3億人を超える「農民」とその苦境にどう対処するかであり、「中国はこれからも累積的に切り上げを続けるだろう」とのアメリカや日本である一部の見方は時期尚早である
4. アメリカではグリーンズパン FRB 議長が先週、任期中最後になるかもしれない定例議会証言を行った。任期は予想では来年の一月末。同議長は、アメリカ経済が抱える三つの問題(challenges)を挙げながらも、基調的強さを指摘して、今後も今まで通りの0.25%刻みの利上げを継続する姿勢を鮮明にした。この金利面のファクターから、中国人民元の制度変動発表で一時的に下落したドルは、再び上昇に向かうだろうし、その兆しは先週末に既に出ていた

21日の午後8時過ぎに明らかになった中国の通貨制度変更は、国営テレビでキャスターの口から発表されるという世界であまり例のないものだった。通貨制度の変更は、通常は財務省や中央銀行から行われる。しかし、この両方に実質的な権限がまったくなく、共産党中央の下に置かれている国務院が経済政策のすべての権限者である中国では、恐らく妥当な発表機関がなかったのだろう。

権限のない中央銀行や財務当局が発表するのもおかしいし、逆に国務院や共産党中央の発表とすれば、中国が通常の市場経済国とは異なることが浮き彫りになる。テレビを通しての発表などと言うのは、「リーク」の問題もあって先進国では絶対やらない。テレビの放送には、あまりにも多くの人が絡む。逆に言えば、中国ではそれが出来るということだ。

### 《 managed floating exchange rate regime 》

その国営テレビを通じて発表され、後に人民銀行当局者などが解説し、かつ英語でも発表された声明分は以下の通り。これを読むと、日本の22日の新聞見出しに踊った「切り上げ」という文字が、いかに発表文の一部を取り出して行われたものか、更には浅はかな知識と根拠なき希望で書かれたものかが分かる。

People's Bank of China statement on renminbi reform (July 21, 2005)

With a view to establish and improve the socialist market economic system in China, enable the market to fully play its role in resource allocation as well as to put in place and further strengthen the managed floating exchange rate regime based on market supply and demand, the People's Bank of China, with authorization of the State Council, is hereby making the following announcements regarding reforming the RMB exchange rate regime:

1. Starting from July 21, 2005, China will reform the exchange rate regime by moving into a managed floating exchange rate regime based on market supply and demand with reference to a basket of currencies. RMB will no longer be pegged to the US dollar and the RMB exchange rate regime will be improved with greater flexibility.

2. The People's Bank of China will announce the closing price of a foreign currency such as the US dollar traded against the RMB in the inter-bank foreign exchange market after the closing of the market on each working day, and will make it the central parity for the trading against the RMB on

the following working day.

3. The exchange rate of the US dollar against the RMB will be adjusted to 8.11 yuan per US dollar at the time of 19:00 hours of July 21, 2005. The foreign exchange designated banks may since adjust quotations of foreign currencies to their customers.

4. The daily trading price of the US dollar against the RMB in the inter-bank foreign exchange market will continue to be allowed to float within a band of 0.3 percent around the central parity published by the People's Bank of China, while the trading prices of the non-US dollar currencies against the RMB will be allowed to move within a certain band announced by the People's Bank of China.

The People's Bank of China will make adjustment of the RMB exchange rate band when necessary according to market development as well as the economic and financial situation. The RMB exchange rate will be more flexible based on market condition with reference to a basket of currencies. The People's Bank of China is responsible for maintaining the RMB exchange rate basically stable at an adaptive and equilibrium level, so as to promote the basic equilibrium of the balance of payments and safeguard macroeconomic and financial stability.

つまり、中国の発表の重点は、ドルへの単独ペッグを止めて、その構成員を明らかにしない通貨バスケットに移行させ、日々上限0.3%の幅で変動させるが、そのレベル設定は従来通り中国当局が厳しく管理するというものである。つまり、「通貨バスケットを使った管理フロート制」を採用する、ということである。筆者は、7月4日の号で

『人民元は、まあ言ってみれば1970年代当時の円の立場にある。これから長い変動が始まる端緒に立っているわけだ。だから最初がどういう形での制度変更になるのか、切り上げになるのか、切り下げになるのかは注目を浴びて当然だ。しかしそれで終わりではない。そこから始まるに過ぎない。そういう意味では、筆者は最近一般紙が好んで取り上げている人民元の切り上げ、それを巡る記事は、物事の始まりを終わりのごとく取り上げているという意味で、行き過ぎだと思っている。

ましてや、今の世界経済が抱える大きな問題が、人民元の小幅調整ですべて解決するようなことはありえない。日本円は変動相場制が始まって以来大きな変動の中で切りあ

がってきたが、ではそれによって「アメリカの対外収支の赤字」問題が解決したかといえ、全く解決していない。むしろ深刻化しているのである。為替が各国経済に与える影響は確かに大きい、為替が影響を与える価格ファクターは、経済変動ファクターの一部の要因でしかない。

もっと大きな問題は、中国の人民元は基本的には「市場の通貨」というより、「中国共産党の通貨」であるということだ。中国共産党や政府は、「なるべく市場の動きに委ねる」と言っているが、都合が悪くなればインターネットのサイトまでも平気で閉鎖する国である。すべてを管理したい国なのだ。だとしたら、中国が人民元の相場レベルを公的には調整しても、その後は極めて「ダーティー」な相場制を取るだろう、ということだ。つまり、今の中国の政治体制が共産党独裁である限り、アメリカや日本に住む我々が想像するような「より自由な相場制度」の出現はあり得ない、ということだ。

これがもっとも重要なポイントである。』

と書いたが、この見方には全く変更はない。

中国の制度変更発表に対するアメリカの最初の反応は、「歓迎する。しかし、問題は運用状況 ( implementation ) だ」というものだった。実際にその通りで、その面から 22 日の中国銀行の行動を見ると、21日に発表された1ドル = 8.11元からややドル高・元安に上海市場は展開して、週明けの中心レートは8.1111元に設定された。つまり初日の取引では人民元はごくわずかであるが「切り下がった」のである。21日の発表を受けた22日における日本の一面トップの新聞見出しが、いかに的外したものであるかが分かる。

やや重複するが、中国がこの声明文で言っていること、それにその後の当局者発言を加味して中国のこれからの通貨政策を解説するならば、

1. 為替制度を改革し、一定水準 ( 1ドル = 8.28元 ) でのドル・ペッグを止めて、従来に比べれば多少柔軟に運営しうる、かつドルのみならず通貨バスケットを基準に日々の為替レートを動かす
2. しかし、その一日の変動幅は中国人民銀行が発表する中心レートの前後 0.3% ( within a band of 0.3 percent around the central parity published by the People's Bank of China ) である
3. 加えて、ドル以外に参照される、バスケットに入れる通貨の名前は公表しないし、通貨の変動は経済・金融情勢や市場環境から必要なときに行う
4. それを行うに際しては、中国人民銀行は人民元の為替レートを経済実態と整合性のある、均衡したレベルで安定させる責任があり、同時に中国の国際収支に関わる基本的な均衡を促進し、中国のマクロ経済と金融の安定を担保しなければならない
5. つまり、柔軟だが、しかし一方では中国当局がより恣意的に為替レートを動かせ

## るシステムを作った

ということだ。中国は日本が1970年代に経験したような「基本的には介入を排除した」変動相場制に移行したのではなく、極めて恣意的な介入が頻繁に行われる管理相場制に移行したということである。中国の声明文は「float」という言葉が使われているが、それは「毎日変わり得ます」という意味で、「市場の需給によって変わる」という意味の「フロート」という意味ではない。実際に22日の中国の外国為替市場ではドル買いの介入が行われたと見られる。

もっとも、中国がその気になれば今後は累積的に大幅な通貨レートの変更が可能なことは確かである。中国はそれが自分の国の、例えば金融政策上メリットがあると判断すれば実施するだろう。しかし人民元が切り上がって安い農産物が入ってくることが懸念され(農村、農民問題の深刻化)、失業者への打撃を考えられる現時点では、中国がアメリカ議会の望むような大幅な切り上げを結果的に行う可能性は、極めて低いと言える。

こうした点から考えるなら、各市場は人民元の制度変更発表時に受けた当初反応(knee-jerk reaction)のうち、純粹に当初ショックで受けた反応分を徐々に戻すだろう。もっとも、当初反応といっても、本来各市場が迎えねばならなかった例えば利食いの動きなどを誘発しただけの可能性があり、どの部分を戻すかは難しい問題だ。

人民元制度の調整発表を受けて動いた為替市場は、徐々にドルが強さを取り戻すだろう。日本の低金利を嫌って流出する資金の額は、徐々に増えている。また後段で述べるように、アメリカは金利引き上げを持続させる意向だ。金利の高い通貨を売るのは容易ではない。筆者はドル・円相場も徐々に上げに転じると考える。

一番先行きが不透明なのは、米債券相場である。先週は人民元発表を受けて、米10年債の指標利回りは4.17%から4.28%まで上昇した。もともと「謎」と言われた米長期金利が人民元制度変更発表を契機に上昇に転じた可能性もある。よって筆者には、米長期金利が再び下げに転じるとは思えない部分がある。株は、米長期金利の上げが激しくなければ強さを取り戻すだろう。先週金曜日のニューヨーク株の反発はそうした予想の正当性を物語っているようだ。

### 《 might be his last testimony 》

先週のグリーンズパン FRB 議長の議会証言は、「半年に一回の議会に対する報告」システムに基づくものとしては最後のものになる可能性があるものだった。なぜなら、この定例議会報告は年に2回、2月と8月に行われるものだが、グリーンズパン議長の退任時期としては、来年の1月末が予想されているからである。グリーンズパンが述べたことは、アメリカ経済はインフレという側面から見ると三つの問題を抱えているが、ベースを見るとアメリカ経済は非常に強く、よって利上げは継続する、というものだった。彼は次のように言う

「Thus, our baseline outlook for the U.S. economy is one of sustained economic growth and contained inflation pressures. In our view, realizing this outcome will require the Federal Reserve to continue to remove monetary accommodation. This generally favorable outlook, however, is attended by some significant uncertainties that warrant careful scrutiny.」

その上で、後述するインフレにとっての不安要因として三つ、つまり「rising labor costs, high and volatile energy prices and low-longer term interest rates」を挙げながら、最後でこう言っている。

「In conclusion, Mr. Chairman, despite the challenges that I have highlighted and the many I have not, the U.S. economy has remained on a firm footing, and inflation continues to be well contained. Moreover, the prospects are favorable for a continuation of those trends. Accordingly, the Federal Open Market Committee in its June meeting reaffirmed that it

". . . believes that policy accommodation can be removed at a pace that is likely to be measured. Nonetheless, the Committee will respond to changes in economic prospects as needed to fulfill its obligation to maintain price stability."」

グリーンズパンが指摘したインフレ面から見た米経済の三つのチャレンジである「労働コストの上昇傾向、上下するエネルギー価格、それに低い長期金利」に関しては、彼は一つ一つを解説している。労働コストに関しては、「Over most of the past several years, the behavior of unit labor costs has been quite subdued. But those costs have turned up of late, and whether the favorable trends of the past few years will be maintained is unclear」と述べて、最近のコスト上昇傾向に警鐘を鳴らしているが、これが本当にアメリカのインフレを加速するものになるかはまだ証拠を積み重ねる必要があると言っている。

エネルギーに関しては、「Energy prices represent a second major uncertainty in the economic outlook」との冒頭での指摘通りである。しかしこの問題はFRBの力を超えたところで決まっている面が強い。長期金利に関して今回のグリーンズパンの議会証言で一番面白かったのは、いわゆる「conundrum」(なぞ)に関して、従来行ってきた市場経済のスパンの拡大、年金運用の長期化などの説明に加えて、「global saving-investment balance」を言い出したことだ。

これにはかなりの部分を費やしている。つまり貯蓄過剰、投資不足、またはその組み合わせ。彼の「Considerable debate remains among analysts as to the nature of those market

forces. Whatever those forces are, they are surely global, because the decline in long-term interest rates in the past year is even more pronounced in major foreign financial markets than in the United States.」から始まる議論はなかなか面白いし、以下の文章の中にはアメリカにおける投資不足の発生に加えて、日本のケースも取り上げられている。

「Softness in intended investment is also evident in corporate behavior. Although corporate capital investment in the major industrial countries rose in recent years, it apparently failed to match increases in corporate cash flow.<sup>5</sup> In the United States, for example, capital expenditures were below the very substantial level of corporate cash flow in 2003, the first shortfall since the severe recession of 1975. That development was likely a result of the business caution that was apparent in the wake of the stock market decline and the corporate scandals early this decade. (Capital investment in the United States has only recently shown signs of shedding at least some of that caution.) Japanese investment exhibited prolonged restraint following the bursting of their speculative bubble in the early 1990s. And investment in emerging Asia excluding China fell appreciably after the Asian financial crisis in the late 1990s. Moreover, only a modest part of the large revenue surpluses of oil-producing nations has been reinvested in physical assets. In fact, capital investment in the Middle East in 2004, at 25 percent of the region's GDP, was the same as in 1998. National saving, however, rose from 21 percent to 32 percent of GDP. The unused saving of this region was invested in world markets.」

まあそういわれれば、そうだ。今もっとも資金が入りそうな中国やインドも有力な外貨準備国になりつつある。またこの問題は改めて取り上げたい。

今週の主な予定は以下の通り。

7月25日(月)	米6月中古住宅販売
7月26日(火)	6月企業サービス価格指数 米7月コンファレンスボード消費者信頼感指数 北朝鮮の核問題をめぐる第4回6カ国協議
7月27日(水)	日銀金融政策決定会合 米6月耐久財受注 米6月新築住宅販売 米ページブック
7月28日(木)	6月商業販売統計

7月29日(金)

6月家計調査(勤労者世帯)  
7月都区部・6月全国 消費者物価  
6月労働力調査  
6月鉱工業生産(速報)  
米4~6月GDP(速報)  
米4~6月GDP価格指数  
米7月ミシガン大学消費者信頼感指数(確報)  
米7月シカゴ購買部協会景気指数  
米・パキスタン首脳会談(ホワイトハウス)  
米サンフランシスコ連銀総裁講演(ポーランド)

### 《 have a nice week 》

地震慣れしている東京の人間でも、かなりひやっとしたこの週末でした。ちょうど、新宿のデパートのエスカレーターに乗っていたときでした。なにかドーンという音がしたと思ったら、横揺れが来た。直ちに地震だとは思わなかった。エスカレーターは動き続けていました。しかし、その後直ぐに地震とわかった。

「怪我人はいませんか……」と声を出す店員。お年寄りなどは、その場で結構動けなくなっていたし、何かに掴まっていた人が多かった。気付いたのは

1. 携帯電話がまず使えなくなった。ドコモもボーダフォンも駄目。しかし、J-phoneだけは通じていた。数少ない電話中の人に聞いたらそうだと
2. ただし、メール機能は比較的素早く回復した。地震は午後4時35分だそうですが、それから15分過ぎくらいには、徐々にメールが通じ始めた
3. 乗り物がすべて止まったので、九州に行く予定の為に、新宿から直ちにタクシーで羽田に向かったのですが、道はあまり混んでいなかった

私が直ちにタクシーで羽田に向かったのは、結果的には正解だったようです。その後東京の公共交通機関は非常に長い間止まった。電車を待っていたら羽田に到着できず、確実に飛行機に乗り遅れるところだった。

それにしても、「5」であれですから、その倍の6は恐ろしいことだし、「7」となれば恐怖を超えた事態でしょうね。エレベーターに乗っていた人がかなり閉じこめられたそうなお気の毒です。教訓になったのは、交通網の管理ですか。

移動中で知らなかったのですが、首都圏の交通網が平常に戻ったのは土曜日の夜も深まってからのようです。安全確認・確保に時間がかかったということですか。いつ、どの状態をもって「安全」というかは、列車を運行しているサイドた立つと難しい問題でしょうが、ちょっと長すぎたような。



道路も完全に止まってしまうとイライラする。しかし、少しでも流れていると安心ということはある。私がまだ羽田空港（便は乱れていました）でニュースを見ている段階では西武線（だと思った）が時速25キロ以下で運転となっていました。あれが良いような。まあでもそれでも事故が起きたら、「なぜ走らせていた」となるでしょうから、普通は慎重を期すことになるんでしょうね。

地震の影響の大きさを改めて感じた週末でした。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](mailto: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》