

経済外交としての人民元変動幅拡大

発表日：2007年5月28日（月）

～問題は人民元の「柔軟性の欠如」ではない～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生（外線：5221-5223）

中国は、5月21日に人民元の許容変動幅を拡大した。しばしば人民元レートは「柔軟性がない」と批判されるが、2005年7月の人民元切り上げ以降、人民元レートはドルの実効レートと同じくらいには変動している。要するに、柔軟性の欠如が問題なのではなく、米国は人民元の大幅な上昇を望んでいるのだ。もっとも、人民元レートが大幅に切り上げられたときの効果をもっと考えるべきだ。中国の貿易構造は、対米輸出に偏っているという特徴があるので、人民元の大幅な切り上げは、中国にショックを与えるだろう。中国は輸入拡大を通じて貿易摩擦を回避する選択を採るだろう。

人民元は「柔軟性がない」とは言えない

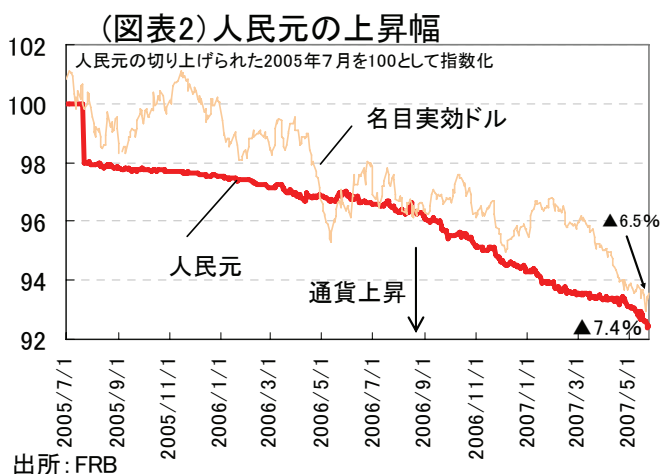
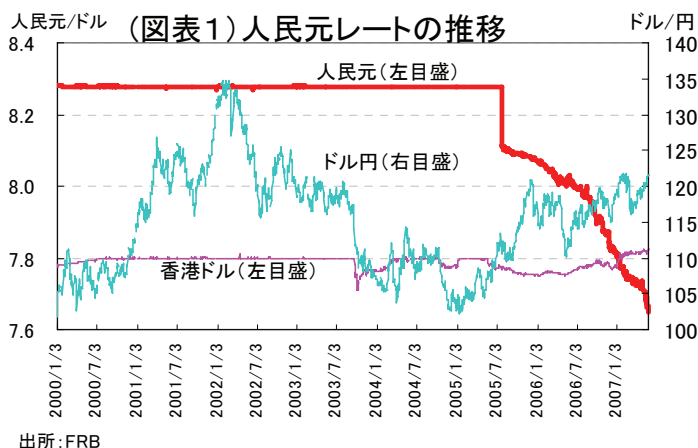
中国は5月18日に人民元の1日の許容変動幅（前日比）を上下0.3%から0.5%に拡大することを発表し、5月21日から適用した。このこと自体は、人民元の切り上げではないが、管理フロート制の下、人民元高に向かっていく流れの中で変動幅を拡大すれば、切り上げ方向に動きやすくなる。事実上の切り上げ容認と理解できる。

中国は、2005年7月21日に2%の人民元切り上げを表明するとともに、通貨制度をそれまでの固定相場制から、管理フロート制に移行することを決めたが、今回はそれに続く大きな変更になる。管理フロート制の下で、人民元がどれだけ上昇してきたのかを調べると、2005年7月21日～2007年5月21日までの期間で7.4%の上昇率となっていた（図表1、2）。

※ この間、円レートは対ドルでドル安になっており、対人民元では16.2%の低下（円安）になっている。

今回の人民元の変動幅の拡大は、欧米経済首脳の発言をみると、人民元の「柔軟性の向上」と捉えられている。今までのG7声明文では「為替レートの柔軟性を欠く主要な国・経済地域にとって、その更なる柔軟性が、国際金融システムにおいて市場メカニズムに基づき円滑かつ広範な調整を進めるために望ましい」という内容がずっと表明されていた。今回の措置はそれに対応した“人民元のさらなる柔軟性を高める措置”だと受け止められている。

しかし、人民元の上昇率に関して、中国の人民元変動幅拡大の発表後、ドルが他通貨に対して平均的にどれだけ



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

の価値があるかを計算した名目実効レートに注目すると、同じ時期に下落した幅は6.5%にとどまっている（前掲図表2）。人民元の変動幅が7.4%なので、ドルの平均的価値の変動幅に比べて、人民元の変動幅は同程度になっている。人民元は、決して柔軟性を欠いている訳ではないことがわかる。

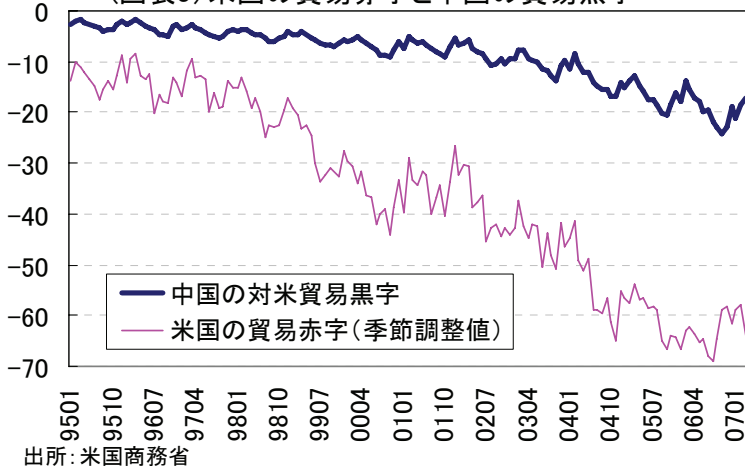
要するに、米国は人民元に対して数字上の柔軟性を評価しているのではなく、中国の対米貿易赤字削減に効果が発揮される程度の人民元の切り上げを要求しているのだ。米国ではスノー前財務長官の時代から、人民元に対して2~4割の切り上げを求める意見がしばしば出されていた。人民元の変動幅が広がったとはいえ、速やかに2~4割のレート上昇にはほど遠い状態であるので、今のままでは切り上げを求める米国側の論調を満足させるには至らないだろう。早晩、米国議会などからの人民元切り上げ要求が相次ぐとみられる。

※※プラザ合意のとき、円レートは合意から1年間で対ドルで約35%も上昇した

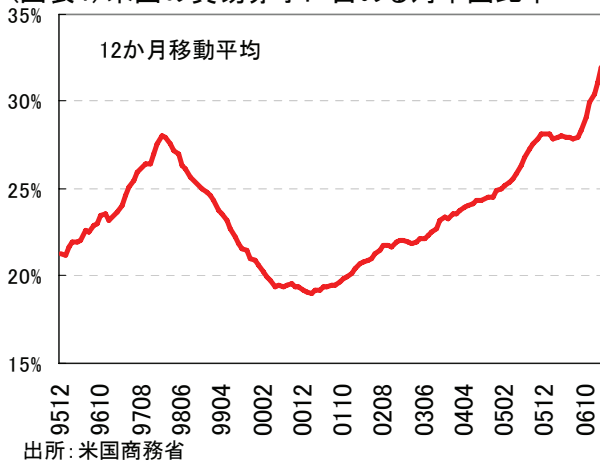
人民元の大幅な切り上げが中国に与える影響

ところで、為替調整で米国の対外不均衡を是正すべき、という議論は伝統的に根強いが、果たしてそれが有効なのかという点は、今一度注意深く考えてみる必要がある。すでにみたように、米国の対外不均衡は、名目実効ドルが相当下がっているにもかかわらず、十分な成果を上げていない。とりわけ、米国の対中国赤字（＝中国の対米貿易黒字）は景気拡大が始まった2001年11月以降、上昇の一途を辿り、最近では米国の貿易赤字の3割強が中国との取引によって生じることとなっている（図表3、4）。この割合は、米国の貿易赤字の非原油部分に占める割合でみれば2006年40%にも達する。仮に、その不均衡是正の実績を大きなものにしたいのならば、人民元に要求される上昇幅は著しく大きなものになるだろう。

10億ドル (図表3) 米国の貿易赤字と中国の貿易黒字



(図表4) 米国の貿易赤字に占める対中国比率



対外収支の調整に関しては、為替調整を使って行われる「弾力性アプローチ」と、対外収支を内外需給ギャップとして考える「アブソープション・アプローチ」がある。アブソープション・アプローチで考えるならば、米国の国内供給と国内需要のギャップ、すなわち過剰消費体質が対外収支の不均衡に表れていることになる。この過剰消費体質とは、ブッシュ減税の推進などを原因として財政赤字の拡大でさらに後押しされて、それが多額の貿易赤字に累積したという見解になる。筆者の見方は、米国全体の対外不均衡は、基本的に過剰消費体質に原因があるという見方である。

一方、米国にとって中国との貿易摩擦を考えると、中国貿易には特殊な構造がある。中国の輸出入の金額は、2006年中に米国から輸入している金額552億ドルに対して、米国へ輸出している金額2,878億ドルと、非常にアンバランスである。中国の対米輸入額/対米輸出額を計算すると、僅かに19.2%（2006年）でしかない。同時期の米国全体の輸入額/輸出額の比率は55.0%、日本の対米輸入額/対米輸出額の比率は40.3%となっている。中国は、

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

輸出額に比して輸入額が極端に少ないという特徴がある。

ただ、中国の輸入額が極端に小さいのかどうかを、中国の経済規模と対比させてみると、決して小さくはない（中国の対米輸入額の名目 GDP 比は 2.0%、日本は同 1.4%）。むしろ、極端に高いのは、中国の対米輸出の比率（10.7%、輸出額/名目 GDP）の方である（日本の対米輸出規模は 2006 年 3.5%）。中国の対米貿易黒字は、異様なほどに高い対米輸出依存度によってつくられていると言える。

このことは、中国が急激かつ大幅な為替調整を受け入れると、貿易不均衡が是正されると同時に景気が失速するリスクがあることを暗示させる。中国政府は、こうした事情があるので、人民元の大幅な切り上げには応じられないと考えるだろう。

結局、大規模な為替調整によって、米国全体の対外不均衡はなくならないだろうが、対中国要因の不均衡に限っては大幅な為替調整で是正される可能性を示唆している。裏返せば、対中国要因の不均衡の解消は、中国の大きなダメージにもなると考えられる、そうした事情を背景として、おそらく、今後、中国は為替調整を強いられることを回避していくために、内需拡大により力点を置きながら、米国との経済外交に臨むと予想される。5 月 23 日の第二回日米戦略経済対話で、中国が市場アクセスの改善方針を示してきた、このことは、中国がこれから内需拡大の方に議論がシフトしていくことの準備しているとも受け取ることができる。

なお、こうした経緯については、過去、20 年前の日米貿易摩擦のとき、日本が大規模な為替調整となったプラザ合意以降、日本政府には急激な円高がトラウマになって、市場開放路線を歩んだことを思い出させる。今の中国は、当時の日米交渉を大いに学んで、その教訓を活かしていると言われる。中国は、ブッシュ政権の任期中にかけて人民元の切り上げ圧力を最小限に食い止めて、内需拡大をゆっくり進めていくと考えられる。

外貨準備の運用見直し

中国と米国の経済外交では、金融面で注目すべき新たな展開が行われた。米投資ファンドのブラックストーンへの出資金に、外貨準備の一部を充てるという発表である。すでに、中国では 3 月の全人代で、1.2 兆ドル（145 兆円）にも及ぶ外貨準備を、独立機関「外貨準備管理機構」を設立して管理する方針を示していた。この巨大な外貨準備は、2006 年に日本を抜いて、世界最大となった。折から、人民銀行の周小川総裁は、この管理機構を通じて外貨準備の資産を「現在投資しているよりもはるかに多様な金融手段への投資が認められる予定」と語っていた。その具体的な一例として明らかになったのが、ブラックストーンへの出資だった。

※※※ブラックストーンは米国最大の企業買収ファンドであり、運用を開始した 1987 年からの年平均利回りが 30%とされる。中国政府は、年内に予定されているブラックストーンの上場に合わせて 30 億ドルを投じて出資・参加する意向なのである。

この運用見直しは、中国が膨張する外貨準備に対処しようとする施策でもある。2002 年以降のドル価値は、平均▲3.7%で減価している。一方、外貨準備の運用は、米国債券利回り（年利 4.5~5.0%）を中心にしていた。この運用利回りは、ドルの減価率によって実質 1~2%と低下している。今後、人民元の変動幅が広がって、元の価値が高まれば、ドル建ての外貨準備の目減りは一層大きくなる。

そうした脈絡で、中国の運用資産の多様化は、そうした目減りリスクを運用収入の拡大で補う効果がある。この効果は、米国のドルが基軸通貨の立場を握っているため、中国にしる、日本にしる、外貨準備の価値保全を自前で防衛せざるを得ない立場にあることを物語っている。

今後、中国が人民元の変動幅を拡大していくにしても、管理フロート下で人民元価値の上昇をマイルドなものに止めながら運営して行こうとすれば、民間保有のドル資産が政府保有の外貨準備にますます集中していくことが避けられない。そうすると、ドルの目減りリスクは現状よりも遥かに大きなものになる。こうしたプレッシャーが中国の外貨準備運用により高収益を追及させる動機になっていると考えられる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(参考) 日本は中国に次いで世界第二位の外貨準備保有国である。日本の運用収入を外貨準備保有高で割って、運用利回りを計算すると、2004年度2.0%、2005年度2.5%、2006年度見通し2.9%となっている。この運用益は為替差損に対する備えとされているが、現時点で損繰越評価損を解消できていない。

経済外交は微妙な利害の模索へ

人民元の変動幅の拡大は、第二回米中戦略経済対話を前に発表されたこともあり、通貨外交のカードとして切られたという見方が強い。中国には、景気過熱の防止という動機があったにせよ、米国からの外圧の影響も無視できない。米国には単に対外不均衡の是正という目的以外に、ホワイトハウスと議会との摩擦、2008年の次期大統領選挙に対するアピールといった複雑な連立方程式が隠れている。

そうした中、ポールソン財務長官は、ブッシュ政権が対中国交渉で国益に対して成果を挙げたという実績をつくりたがっていると想像できる。ポールソン財務長官は、中国通で知られており、対中国の経済外交で成果が求められていたとも言える。その交渉の仕方は、米中が人民元の引き上げの交渉をゆっくりと進める代わりに、米国が欲しがっている金融面でのメリットを中国側の譲歩として引き出そうというやり方にもみえる。ブラックストーンへの出資に関して、金額は微々たるものだが、うまいポイントを付いてきた印象がある。かつて中国は、2005年8月に中国海洋石油会社が米ユノカルの買収提案を米議会の反発を背景に断念した経緯がある。このときは米議会には、資源戦略上、中国に石油を握られるのはまずいという意識が働いたのだろう。今回は、そうした利害調整も、投資ファンドへの出資という形式を採れば、随分と緩和される。

米国にとっては、国内金融ビジネスの活発化につながるし、中国にすれば、1.2兆ドルの外貨準備運用が、経済外交の上で大きな武器になるという共存共栄のメリットがある。ブラックストーンへの出資は、金融取引が米中交渉の新たなフィールドになっていく未来図を先取りさせる。