

みずほ総合研究所 経済調査部  
シニアエコノミスト 吉田 健一郎  
(03-3201-0505)  
kenichiro.yoshida@mizuho-ri.co.jp

## まだ1割以上ある「人民元の上昇余地」 ～実質実効人民元相場からの考察～

- 米為替報告書では、中国の「為替操作国」との認定は見送り
- 人民元相場は、依然としてドルとの実質的なペッグ制
- 実質実効人民元相場から判断すると、足元の人民元/米ドル相場には約12%の切り上げ余地

米半期為替報告書では、中国の「為替相場操作国」との認定は見送り

5月10日に米財務省は半期為替報告書を発表した。注目されていた中国の「為替操作国」との認定は今回も見送られることとなった(図表1)。

報告書の総括パートでは、中国の認定見送り事由について、「国際収支調整を妨げたり、不当な競争力を得るために中国の外為制度が運営されていたと断ずることは出来ない」と結論付けたうえで、見送り事由を列挙した(図表2)。

一方で、制度改革の進展の程度は、「中国自身の必要性や国際金融社会への責任から考えると極めて遅い」とも指摘し、前回同様中国の制度改革に向けた動きを「注意深くモニターする」としている。そして総括パートの最後に、こうした中国の為替制度の自由化は、アジア諸国の為替自由化にも貢献するとした。

前回05年11月の報告書と比較すると、中国の制度改革ペースの遅さに苛立ちがみえる表現が目立ち、スノー財務長官も「(中国の制度変更の遅さには)まったく満足してない」と記者会見で述べている。しかし、認定見送りを含め、全体の流れとしては、ほぼ前回報告書の内容に近いものであった。

中国側はあくまでもマイペースでの制度改革を持続

もっとも、中国側ではあくまでも「(人民元相場の)安定を基本的に」維持し、「改革は中国のニーズに沿って進める」(胡錦濤国家主席、4/19)との姿勢を崩してはおらず、米議会などの意向が通るとは考えにくい状況である。

従って、市場参加者の注目は、米国の動向よりは、中国政府が今後どのような為替相場運営を行うのか、また、当面の人民元の切り上げペースに関し、中国政府がどのような考えを持っているのか、という点に集まるだろう。こうした観点から、本稿では、実質実効人民元相場から見た、人民元の切り上がり余地に関する考察を行った。

【図表1：半期為替報告書(総括パート・抜粋)】

【図表2：中国「操作国」見送りの事由】

○ 世界経済は良好だが、一方で世界的な不均衡も拡大している。原油価格の上昇などが、産油国の経常黒字拡大などを通じて不均衡を助長している。
○ 世界的な不均衡問題の解決は世界全体で責任を負うべきであり、秩序だった不均衡是正に向けて国際社会は有効な経済政策を行う必要がある。
○ 中国は、現在手元にある証拠からは、国際収支調整を妨げたり、国際貿易での競争力維持を目的として為替制度運営を行ったということは断定できない。
○ 従って、技術的な要因から、中国を「為替操作国」と認定することは見送る。
○ 一方で、中国の為替制度改革のペースは、中国自身の必要性や、国際金融社会における責任から考えると極めて遅いものである。
○ 財務省は、今後も中国の不均衡は正に向けた取り組みを注意深くモニターしていく
○ 中国の為替相場柔軟化の動きは、他のアジア通貨の柔軟性の向上を容易にする。

(資料)米財務省資料よりみずほ総研仮訳

○ 中国は金融市場インフラの段階的な整備を継続している
○ 中国の変動相場制移行にむけた約束は明確で、中国政府要人からも繰り返し明言されている。
○ 中国の国際収支不均衡は正、国内消費の拡張、国内不平等の減退に向けた取り組みが、直近の5か年計画のなかで強調されている。
○ 周小川人民銀行総裁は、中国の経常黒字削減や、国内消費拡大に向け、需要創出と貯蓄率低下、貿易障壁の撤廃、外資参入規制の緩和、為替レートの柔軟性の達成を表明している。
○ 胡錦濤国家主席は4月のブッシュ大統領との会談のなかで、経常黒字の拡大を中国は望まないと述べた。
○ 中国はこれらの戦略を実行に移しており、これらの不均衡の是正過程において、柔軟な為替相場運営は必要不可欠なものである。
○ 中国の金融セクター近代化の取り組みは、消費拡大を一部約束し、最近の貿易傾向の長期的な転換を達成するものである。

(資料)米財務省資料よりみずほ総研仮訳

人民元は依然として「ドルペッグ通貨」

まず、通貨バスケット制を中国当局が採用していると仮定し、各バスケット通貨のウェイト推計を行った。中国通貨当局は、人民元の通貨バスケット（参考値）の構成比率に関し、「ドル、ユーロ、円、韓国ウォンはバスケットを構成する主要通貨」と述べて、更に「シンガポール、英国、マレーシア、ロシア、オーストラリア、タイ、カナダといった国々の通貨もまた人民元相場を決定する際に重要」と言及している（8/18、周小川人民銀行総裁）。

人民元の通貨バスケット構成比を推計する方法としては、Frankel and Wei(1994)に基づき、以下の回帰式について最小二乗法による回帰分析を行った（各変数の定義については、脚注<sup>(1)</sup>参照）。

推計は、周総裁が指摘した主要バスケット通貨（ドル、ユーロ、円、韓国ウォン）について、各バスケット通貨の対スイスフラン変化率の弾性値を比較する形で行った。結果は図表3の通りで、図表内の弾性値がそれぞれのバスケットウェイトと捉えられる。

$$\log e^{\text{RMB/CHF}} = a_1 \log e^{\text{USD/CHF}} + a_2 \log e^{\text{EUR/CHF}} + a_3 \log e^{\text{JPY/CHF}} + a_4 \log e^{\text{KRW/CHF}} + \varepsilon$$

ドルのウェイトは約 93%との結果に

この推計では、ドルのウェイトは93%、ユーロ7%、韓国ウォン9%という結果を得た。ウェイトは全体で100%を超えており、その解釈の仕方には難しい面も残るが、それでも、米ドルの占めるウェイトが極めて大きい。現時点においては、人民元の変化に対する米ドル変化率の弾性値が極めて高いことから、人民元はバスケット通貨というよりは、実質的にドルとペッグされた通貨になっていると言えそうだ。人民銀行の周総裁は「ドルのバスケットウェイトは50%を大きく下回る」（1/27）と述べているが、現実の動きには合っていない。

いずれにしても、この推計から見えてくるものは、通貨バスケットを参考に基準レートを決定としながらも、実態としては依然ドルとの連動を維持しながら固定相場制に近い管理相場体制をとっている人民元の姿である。

【 図表3：通貨バスケット構成比の推計 】

通貨	推計期間	米ドル	ユーロ	円	韓国ウォン
中国人民幣元	2005/7/21 ~ 2006/5/10	0.934***	0.072***	-	0.087***
マレーシアリングgit	2005/7/21 ~ 2006/5/10	0.947***	-0.035	0.021	0.048***
シンガポールドル	2005/1/3 ~ 2006/5/10	0.452***	0.09	0.273***	0.119***

(注)シンガポールドルのみ、2005年初より推計

コ克蘭・オーカット法にて系列相関を排除

回帰分析の結果係数が有意にマイナスとなる通貨があった場合には、その通貨を外して再度回帰分析を行った。

\*\*\*有意水準1%、\*\*有意水準5%、\*有意水準10%

(資料) Bloombergデータより、みずほ総合研究所作成

(1) 但し eRMB/CHF：人民元の対スイスフラン為替相場、  
 eUSD/CHF：米ドルの対スイスフラン為替相場、  
 eEUR/CHF：ユーロの対スイスフラン為替相場、  
 eJPY/CHF：円の対スイスフラン為替相場、  
 eKRW/CHF：韓国ウォンの対スイスフラン為替相場、  
 ε：残差項。データは Bloomberg より、日次データを利用した。  
 各通貨の対スイスフラン相場を基準にして推計を実施しているのは、各通貨の増減を測るために、何らかの基準となる通貨が必要となるため、Frankel and Wei(1994)に従った。

中国政府は、変動相場制への移行段階として、通貨バスケット制を採用する可能性も

通貨バスケットの運用は、人民元の対ドル相場を操作することで理論的には可能

輸出競争力維持の観点からは、中期的な実質実効人民元相場の安定が重要

人民元 REER は足元でやや上昇一服

このように、実質的な対ドル固定相場制が続く人民元相場ではあるが、中国の貿易面での存在感の高まりとともに、固定相場維持への批判が強まっているのも事実である。中国政府としても、固定相場維持の弊害も出始めるなか、最終的には変動相場制への移行を目指しているものと思われる。

しかし、国内企業の競争力は未だ弱く、変動相場制への即時完全移行は困難である。そこで、経過措置として、対貿易相手国通貨を組み入れたバスケット通貨に連動させつつ一定の変動幅を許容する、バスケット・バンド・クロールディング（BBC）制の採用に向かうのではないかと、この見方も強まっている。

通貨バスケットの運用に関しては、対象通貨の多さなどからその複雑さを指摘する声もあるが、人民元の対ドル相場水準だけを操作することで、理論的には可能である。単純化の為に、名目人民元バスケット相場が、ドルと円とユーロの加重平均にて決まっていると仮定する。

$$\begin{aligned} \text{人民元バスケット} &= \left(\frac{\text{USD}}{\text{RMB}}\right)^{W_1} * \left(\frac{\text{JPY}}{\text{RMB}}\right)^{W_2} * \left(\frac{\text{EUR}}{\text{RMB}}\right)^{W_3} \quad (W \text{はウェイト: } W_1 + W_2 + W_3 = 1) \\ &= \left(\frac{\text{USD}}{\text{RMB}}\right)^{W_1} * \left(\frac{\text{USD}}{\text{RMB}} * \frac{\text{JPY}}{\text{USD}}\right)^{W_2} * \left(\frac{\text{USD}}{\text{RMB}} * \frac{\text{EUR}}{\text{USD}}\right)^{W_3} \\ &= \frac{\text{USD}}{\text{RMB}} * \left(\frac{\text{JPY}}{\text{USD}}\right)^{W_2} * \left(\frac{\text{EUR}}{\text{USD}}\right)^{W_3} \end{aligned}$$

上記の式からも明らかな通り、ドル円相場やユーロドル相場が如何に変動しようとも、人民銀行は、USD/RMB相場を操作すれば、ある一定の水準に人民元バスケット水準を誘導することが出来る。

BBC制を採用した場合、対貿易相手国通貨で安定的な競争力が得られると同時に、貿易相手国通貨の趨勢的な変動に対しては、自国通貨も追従していくことが可能になる。そして、輸出競争力維持の観点から通貨当局が重視するのは、物価変動による購買力の変化の影響を排除した実質実効人民元相場（以下 Real Effective Exchange Rate：人民元 REER）の中期的安定となる。

そこで、以下では 2006 年 3 月までの利用可能な経済データを用いて人民元 REER の作成を試みたうえで、その安定水準について考察を加えた<sup>(2)</sup>。

まず、バスケット採用通貨は、中国の輸出額が大きい国の通貨である米ドル・ユーロ・円・ウォン・香港ドルを仮定し、試算は人民元の二重レートが一本化された 1994 年から行った。そして、各バスケット通貨の対人民元レートを貿易ウェイトで幾何加重平均<sup>(3)</sup>し、実質化<sup>(4)</sup>したものを指数化した。

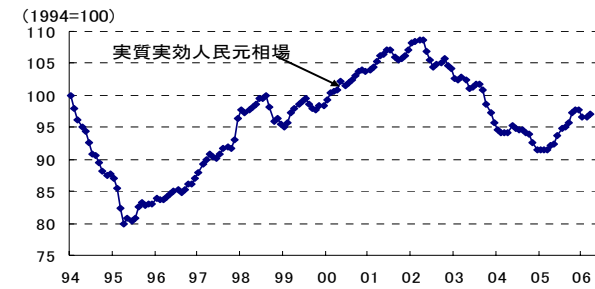
以上により算出された人民元 REER は、2002 年～2005 年にかけて低下した後、2005 年以降は上昇に転じている（次頁図表 4）。また、2005 年末以降は、やや上昇のペースにかげりが見られる。なお、人民元 REER については、IMF も算出しており、当社作成指数とおおむね似たような推移となっている（同図表 5）。

(2) 但し、香港 PPI の 2006 年 1～3 月のデータについては推計値

(3) 各バスケット通貨のウェイトは各年の対当該国輸出ウェイトから算出

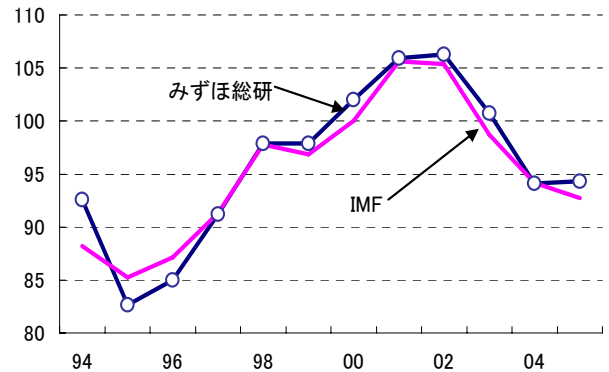
(4) 実質化については、米国 PPI、日本 CGPI、韓国 PPI、香港 PPI（四半期系列を補間）、中国 CGPI を用いた。

【 図表 4 : 実質実効元相場の推移 (月次) 】



(注) バスケット通貨は、中国との貿易取引が大きい、米ドル・円・ユーロ・韓国ウォン・香港ドルと仮定。  
 ウェイトは各年の中国の当該国向け輸出額にて算出。  
 米PPI、日CGPI、韓国PPI、香港PPI、中国CGPIにて実質化。  
 (資料) みずほ総合研究所

【 図表 5 : 実質実効元相場の推移 (年次) 】



(資料) IMF、みずほ総研

人民元 REER の安定水準はどこか？

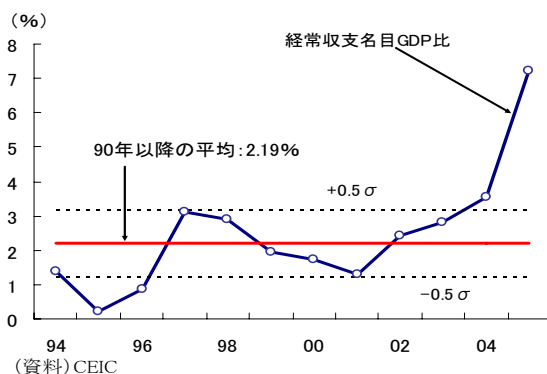
通貨当局が目指す人民元 REER の安定水準とはどこになるのだろうか。足元では、USD/RMB相場が固定されていることなどから、人民元 REER が過小評価されているとの見方が支配的である。では、人民元 REER が安定水準にいた時期があったとすれば、それはいつ頃なのだろうか。以下では、その時期について、経常収支の対 GDP 比および外貨準備前年差を用いて考察する。

為替相場の均衡水準としてまず考え得るのは、経常収支均衡のタイミングであろう。但し、中国の場合、経常収支は趨勢的に黒字であるため、経常黒字の対名目 GDP 比が安定的に推移していた時期を探る。1990 年以降の経常黒字の対名目 GDP 比の平均は 2.19% である。そして、1994 年以降で、上下 0.5 標準偏差のレンジに入っている年は、1994 年、1997 年～2003 年となった (図表 6)。

また、もし人民元 REER が均衡水準に無ければ、為替介入により人民元相場水準は維持されることとなり、不均衡の「ツケ」は外貨準備の積み上がり表れる。経常黒字の拡大と表裏一体の面もあるが、1990 年以降の外貨準備の前年差が大きくは増えていない、つまりフローベースでの介入圧力が減退していたと思われる安定期を抽出すると 1998 年～2000 年となる (図表 7)。

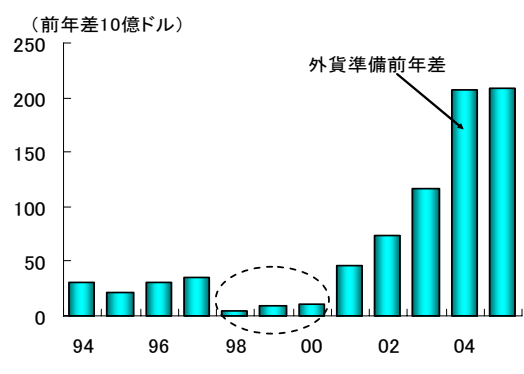
以下では、経常収支の対 GDP 比と外貨準備前年差の安定期が重なっていた、1998 年から 2000 年にかけての人民元 REER は、対ドルペッグ下でも比較的安定水準に近かったと仮定し、以下人民元 REER の上昇余地に関する考察を行った。

【 図表 6 : 経常収支の対 GDP 比の推移 】



(資料) CEIC

【 図表 7 : 外貨準備 (前年差) の推移 】



(資料) CEIC

人民元 REER の安定水準からみた、人民元 REER の上昇余地は約 4.1%

対ドルで調整する場合は約 12%の切り上げ余地

中国当局が真にBBC制を採用した場合、各バスケット通貨の対ドルでの推移もにらみながらの運営に

まず、安定期における人民元 REER の水準を確認してみると、1998 年～2000 年にかけて人民元 REER の平均は 99.25 となっている。3 月の実績 (96.97) はこの平均水準と比較して、約 2.4%割安な水準となっている。

更に、4 月以降、大幅なドル安が進んだこともあって、仮に足元 (5 月 10 日時点) の為替相場(人民元/ドル:8.0035、円/ドル:111.00、ドル/ユーロ:1.2750、ウォン/ドル=930) を、シェアや物価変動は変えずにあてはめた場合の人民元 REER は 95.14 となり、人民元 REER の平均水準から約 4.1%程度割安に評価されていることがわかる。

人民元の対ドル相場の調整によって平均水準と足元の水準の差を調整しようとした場合は、人民元は足元で約 7.117 元/ドルまで、人民元高が進む必要がある。足元の水準からは約 12%の元高水準である。

市場の人民元切り上げ幅やペースの予測をみる上では、人民元の NDF 相場を参照することが有効であるが、足元では香港ドル相場の水準等を意識しつつ、1 年後に約 4.5%までの切り上がりを意識している模様だ (図表 8)。しかし、人民元 REER の観点からは、時期的な問題を無視して考えると、更に 7%近い切り上げが行われても何ら不思議はない、ということになる。

もっとも、人民元 REER を考える場合は、その他のバスケット構成通貨が対ドルでどの相場水準にあるかによって、人民元/米ドル相場の調整余地が異なる。例えば、現在のドルは対主要通貨で下落しており、人民元/米ドル相場の切り上げ余地は拡大するであろうし、逆にドル高が進めば調整余地は縮小する。

中国当局も、仮に BBC 制度を真に採用するのであれば、円・ユーロ・韓国ウォンなどの対ドル相場もにらみながら、対ドル人民元相場への介入を行っていくはずである。

以上の試算から得られる結果は、①足元の人民元は過小評価されている可能性が高く、その乖離幅は人民元 REER ベースで 4%程度であるということ、②人民元の対ドル相場でその差を是正しようとした場合は、12%程度の人民元の切り上げが足元の水準では必要になるということ、③真に BBC 制を採用した場合、当局動向を探る上では各バスケット通貨の対ドル相場の推移も重要になる、ということである。

以上

【 図表 8 : 人民元 NDF 相場の推移 】

