

APRIL 30TH 2008

BTMU CHINA WEEKLY

発行：三菱東京UFJ銀行 国際業務部 中国業務支援室

編集：三菱UFJリサーチ&コンサルティング 海外アドバイザリー事業部 中国グループ 情報開発チーム

トピックス：2008年の人民元為替相場見通し

要旨

- ・ 人民元の対米ドルでの上昇は2008年以降、特に加速している。これは物価上昇圧力抑制に向けた当局の姿勢を反映したものであり、当面、継続する可能性が高い。
- ・ 一方、貿易収支や資本収支といった国際収支は今後、人民元の上昇圧力が徐々に後退することを示唆している。
- ・ 購買力平価では5.76 元/米ドル台半ばとなるが、様々なリスク要因を考慮すると年後半は人民元の上昇ペースはやや鈍化、年末時点の6.50 程度を予想する。

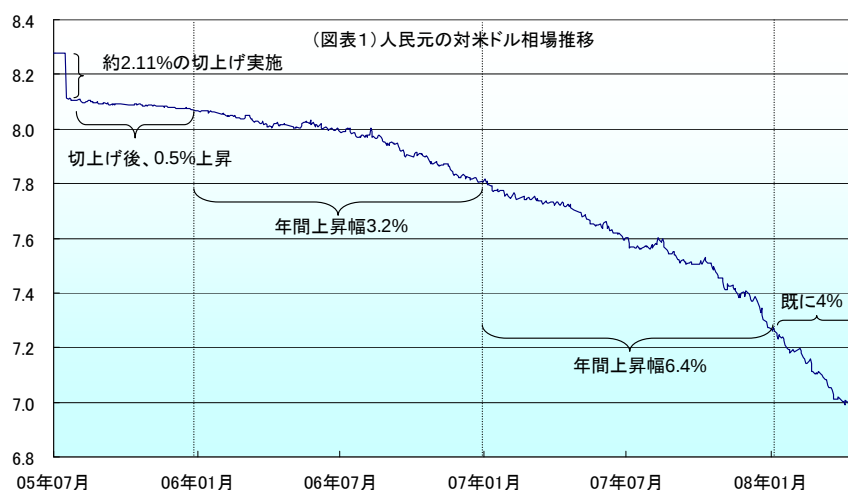
人民元予想レンジ

	4－6月	7－9月	10－12月	1－3月
ドル円	6.8200～7.0200	6.6500～6.8500	6.4800～6.6800	6.4500～6.6500
合成円円中心値	14.595 円/元	14.370 円/元	14.514 円/元	14.351 円/元
(ドル円)	98～104	94～100	92～99	90～98

(※) ドル円は弊行市場業務部グローバルカレンシーリサーチによるもの

1. 人民元相場、2005年の為替相場制度変更後の歩みと足元の現状

人民元相場は2005年7月にバスケット通貨を参考にした管理フロート制へと為替相場制度の変更が行われ、約2.1%の切上げが行われた。以来、人民元はそれまでの8.2765 元/米ドル¹ 近辺

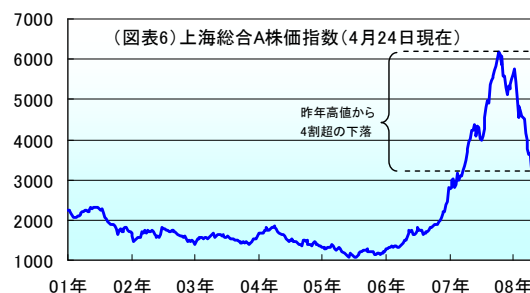
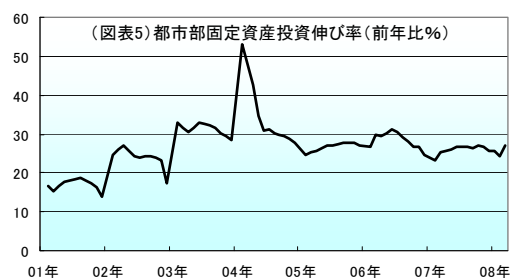
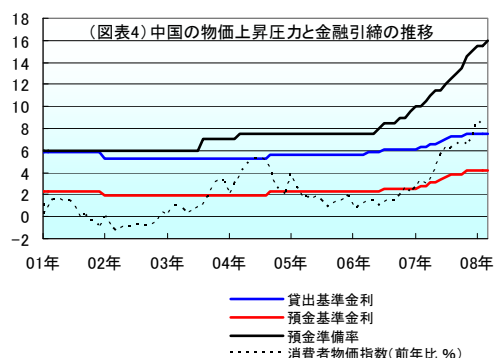
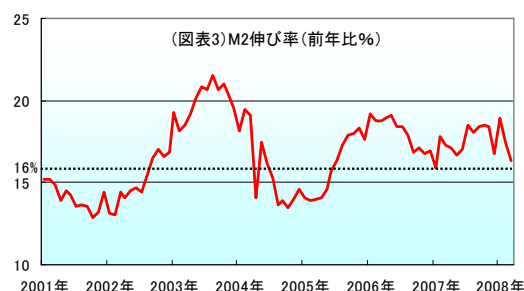
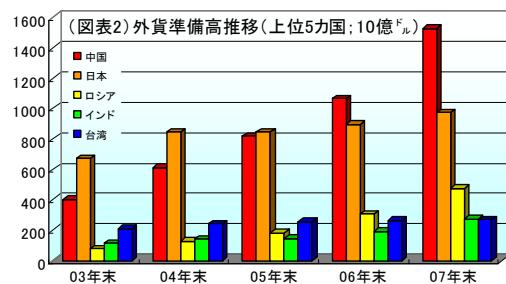


から8.11 元へと上昇、その後もほぼ一本調子で上昇している。特に2008年に入ってからの上昇ペースが加速し、4月に7 元を割り込むなど、制度変更後の対米ドルでの累積上昇幅は15%を超えた。仮にこのペースが継続した場合、2008年の年間上昇率は10%を優に超える勢いとなっているが、そもそも非居住

者による売買が自由ではない人民元相場の上昇は、他の通貨以上に当局の為替相場水準に対する意向が強く反映されるものであり、足元の元高加速は当局の元高容認姿勢が色濃く反映されたものと言える。

2. 高まる物価上昇圧力とここまでの取り組み

ここまで急速な経済発展を遂げてきた中国では持続的な経済成長を阻害する物価上昇圧力の抑制が最も重要な課題となっている。先に開催された中国全人代政府活動報告においても、前年比の消費者物価指数伸び率を 4.8%以内に抑える政策目標が改めて示され、当局の強い決意を感じさせるものとなった。このことは今後、為替市場における為替介入も以前より量的に減少する可能性が高いことを意味している。そもそも（米ドル買い）人民元売り介入は市場への人民元供給、即ち金融緩和効果を通して物価上昇圧力の要因となる為である。主に為替介入の結果、積み上がった外貨準備高は 2006 年に日本を抜き去り、世界的にみて突出した水準にまで積み上がっている（図表 2）。当局は市場からの人民元資金の流動性吸収に努めたと思われるが、資金市場は十分に機能しておらず、マネーサプライ（M2）は増加、2005 年以来、当局の政策目標である「前年比伸び率 16%以内」を恒常的に上回る状態が続いている（図表 3）。消費者物価指数を預金基準金利（1 年物）と比較した場合、実質マイナス金利となっており（図表 4）、特に昨年後半はこうした状況も影響して、国内資金が株式市場や固定資産投資に向かった結果、資産価格の急騰と足元での株価急落といった事態をもたらしていると言える（図表 5、6）。中国当局は図表 4 の通り、物価上昇圧力抑制に向けて特に 2006 年以降、

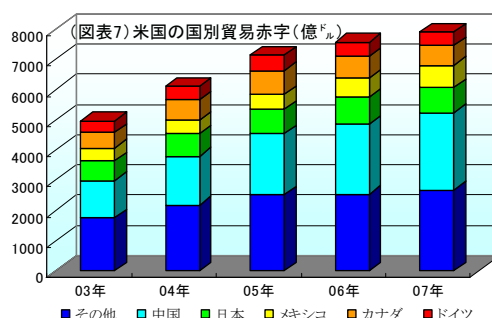


再三にわたり貸出、預金の両基準金利を引き上げた他、預金準備率の引上げによって人民元の流動性吸収に努めており、また昨年暮れには外資系を含む市中金融機関に対して窓口行政指導による貸出抑制を求めるなど、次々と引締め策を打ち出してきた。しかしこれまでのところ目立った効果

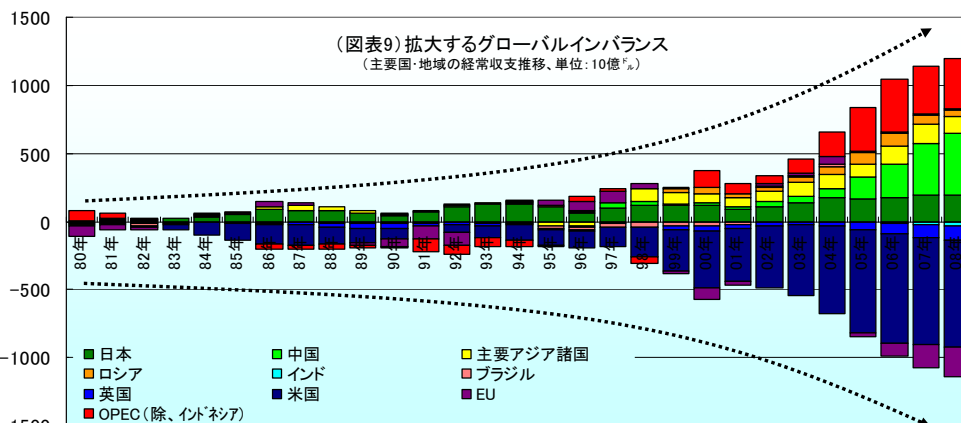
は現れておらず3月の消費者物価指数は前年同月比で8.3%の上昇と、前月（同8.7%）よりは幾分、低下したものの、依然として物価上昇圧力が根強いことを示している。現在の元高加速はこうした状況下、当局が金融引締め策に重点を置きつつも物価上昇圧力の抑制に向けて従来以上に人民元相場の上昇を容認しているといった当局スタンスの現れと考えられる。中国にとって人民元相場の上昇は輸出競争力の低下、中央銀行である中国人民銀行のバランスシートに占める外貨準備（主に米ドル建）の毀損といったデメリットがある。しかし一方では元建でみた輸入物価の下落による物価上昇圧力抑制といった効果があり、金融政策による目立った効果が現れない中、当面は人民元の対米ドルでの上昇を容認する可能性が高い情勢となっている。

3. 欧米からも高まる元高圧力

欧米各国からも引き続き人民元上昇を求める圧力は根強い。米国では2003年以来、最大の貿易赤字相手国が中国となっており（図表7）、EU圏も全体としてみれば経常収支は均衡に近いが、対中国に限ると大幅な貿易赤字となっている。加えて人民元は対ドルでは2005年来、約15%程度、上昇しているのに対し、対ユーロでは下落しており、これが特に欧州諸国の不満を高めることとなっている（図表8）。尤も図表9が示す通り、世界的に不均衡が拡大した背景は為替相場水準だけではない。世界的な過剰流動性も各国の長期金利の低位安定や安価且つ安定した経常赤字国の資金調達を可能とし、不均衡拡大を「量」の面で支えてきた。従って為替相場水準の調整による不均衡是正はそもそも「焼け石に水」であるが、2006年4月のG7声明において国際的な不均衡是正の必要性が謳われて以来、市場では特に中国人民元をはじめとするアジアや新興諸国通貨が



上昇するといった
という思惑が根強い。また米国では一昨年来、上下両院で民主党が過半数議席を奪取しており、大統領も民主党から選出されることになれば、共和党のブッシュ政権時と



比較して保護貿易主義が台頭しやすいと言える。日米貿易摩擦が熾烈を極めた90年台当時、前クリントン民主党政権時代に米ドルが大きく下落した頃を想起する市場参加者も決して少なくないだろう。事実、民主党の両有力候補であるオバマ、クリントン両氏は、中国に対して相応に厳し

い姿勢で臨むことを表明している。中国が外圧を受けて何らかの政策決定を行うとは考え難いが、従来にも増して欧米からの人民元上昇を求める圧力がかかり続けることはほぼ間違いないだろう。

4. 購買力平価にみる人民元の「適正な」水準とは？

さて人民元が当面の間、上昇を続けるということは市場でのコンセンサスとなっているが、ここで購買力平価による人民元高の当面の「終着点」を予想してみたい。一般的に Big Mac 指数や iPod 指数といったいわゆる「一物一価」の原理に基づいた数値も闊歩するが、物流事情や人件費の違いを考慮すれば現実味に乏しく、やはり相対的な購買力平価が有力であろう。米中間の貿易収支がほぼ均衡していた 1985 年を基準にその後の米中物価変動を加味した相対的購買力平価（消費者物価指数、全品目ベース）でみると 5.76 元/米ドル半ばと導出される。但し円の対米ドル相場が消費者物価指数をベースとして算出した購買力平価よりも、大きくドル安円高方向である卸売物価指数と輸出物価指数を基準として算出した購買力平価の中間値近辺に収斂する傾向があることを鑑みると、人民元の購買力平価も（中国の輸出競争力が十分に高ければ）更にドル安人民元高水準である可能性もある。

ビッグマック指数	3.2300 近辺 ('07 年 7 月)
相対的購買力平価 (※)	5.7651

※1985 年の平均相場を 2.96 元/米ドルとして算出

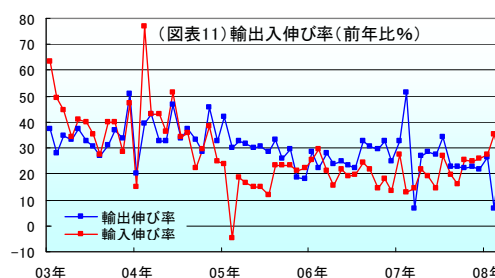
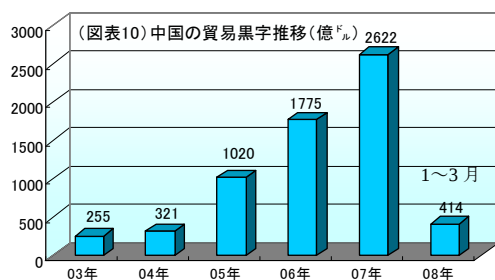
5. 変調をきたしつつある中国の国際収支状況

従来、中国人民元には巨額の貿易黒字や旺盛な対内直接投資を受けて需給面では強い上昇圧力がかかってきたが、一方でそうした国際収支フローにやや変調をきたし始めていることが注目される。

(1) 減少が見込まれる貿易黒字

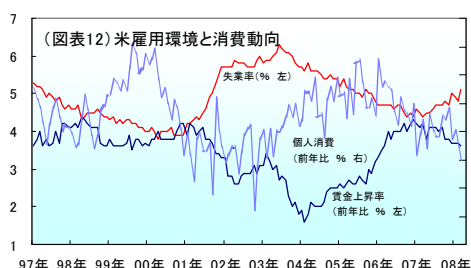
ここまで発表された 1～3 月分の貿易黒字は昨年実績比、約▲10%と低調な滑り出しとなった（図表 10）。例年、2 月から 3 月にかけては春節による影響もあり、また各月の数値の振れも大きい。足元では中国の貿易黒字が縮小する材料に事欠かない状況となっており、列挙すると以下の通りである。

- ① 元高による貿易収支の悪化・・・2005 年の切上げ以降、2007 年まで元高にも関わらず中国の貿易黒字は拡大を続けた。しかしこれはいわゆる J カープ効果によるものとも考えられ、今後は先の 1 月～3 月の実績が示した通り、貿易黒字の減少が顕在化する可能性が高い。特に旺盛な内需は輸入を押し上げており、資源価格の高止まりと相俟って、昨年 10



月から今年 2 月までの 5 ヶ月間、輸出の伸びを輸入の伸びが上回る状態が続いた（図表 11）。

- ② 当局の意向・・・当局は過度な輸出振興に一定の歯止めをかけるものと思われる。輸出増値税還付率の引下げ乃至は撤廃品目が拡大しているのはそういった姿勢の現れと考えられ、従来の輸出奨励一辺倒からは既に姿勢を変えている。
- ③ 中国の国別輸出先では米国が第1位となっており、今後、米国における個人消費の鈍化は中国の輸出に少なからず影響を及ぼすと考えられる（図表12、13）。



(図表13)

中国の輸出内訳			
国別	品目別		
米国	21%	機械・輸送設備	47%
EU	19%	雑製品	25%
香港	16%	紡績・ゴム・鉱産物製品	18%
日本	10%	化学関連製品	5%
アセアン諸国	7%	食品	3%

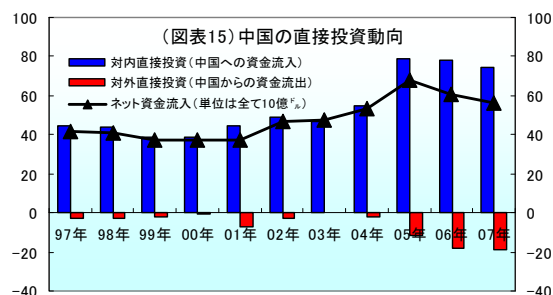
- ④ 各方面で報道されている通り、世界的に「Made in China」に対する安全面での信頼性は大きく揺らいでおり、こういった影響も不可避と考えられる（図表14）。尤も中国の輸出品目を見ると図表13の通り、機械や輸送設備が約47%を占めており、こうした一連の回収騒ぎが中国の輸出全体に与える影響は限定的と言える。しかし従来の安価な労働集約型の業種による輸出振興が転換期を迎えているのは事実であり、今後、中国が本当の意味での輸出立国となっていくには今後の人件費をはじめとするコスト上昇に影響を受け難い高付加価値商品を製造していくことができるのかにかかってくるだろう。その意味で今は過渡期に入りつつあると言える。

(図表14)

年月	国	回収やリコールされた品目
2007年2月	日本	中国製塩化ビニル玩具回収
2007年3月	米国	中国産原料を使用したペットフード
2007年6月	各国	練菌磨き粉
2007年8月	米国	子供用ノート25万冊
2007年8月	豪州など	中国製毛布回収
2007年11月	カナダ	中国製ビーズ玩具回収
2008年1月	日本	冷凍食品
2008年2月	米国	珈琲チェーンがマグカップ数十万個回収

(2) 対内・対外直接投資動向

中国の対内・対外直接投資動向も2005年を境に変調をきたしている。図表15に示した通り、対内直接投資（青）は2005年にピークアウトしていることが見てとれる。主に沿岸部での人件費上昇、1月に施行された労働契約法、輸出増値税還付率の引下げや撤廃など、中国はこれまでの「製造拠点としての中国」から「市場としての中国」へと変貌を遂げていく過渡期を迎えている。加えて金融機関を中心に中国からの対外直接投資（赤）も増加傾向にあり、ネットの資本流入額（黒線）も減少傾向を示す。こうした変化もこれまでの人民元に対する上昇圧力の後退を示唆するものと言える。



製造拠点としての中国」から「市場としての中国」へと変貌を遂げていく過渡期を迎えている。加えて金融機関を中心に中国からの対外直接投資（赤）も増加傾向にあり、ネットの資本流入額（黒線）も減少傾向を示す。こうした変化もこれまでの人民元に対する上昇圧力の後退を示唆するものと言える。

6. まとめ

- ・ 今後の人民元相場をみる上で一番のポイントは物価上昇圧力の程度。消費者物価指数が高止まりする限り、今後とも人民元は対ドルで上昇を続ける見込み。また購買力平価でみてもまだ人民元上昇余地は残る。
- ・ 一方、更なる人民元高はここまでの金融引締め策と合わせ、国内景気を鈍化させる危険性も併せ持つ。株価の急落による逆資産効果が働く懸念も考慮すれば当然ながら国内景気動向によつては当局が人民元の上昇をいつまでも容認し続けるわけでは無い。加えて国際収支にみる人民元上昇圧力もやや後退することが予想される。

- ・ 北京オリンピック終了後の景気減速には要注意だろう。過去の例を見ると名目 GDP の規模が小さい国ではオリンピック開催の翌年に GDP 伸び率が低下する傾向が認められる。その点、中国は経済規模が大きく、オリンピック終了に伴う直接的な景気への悪影響は極めて限定的と言える

(図表 16 オリンピックと GDP の関係)

開催年	開催地	対前年比GDP伸び率(単位: %)				当時の名目GDP (単位:10億ドル)
		前々年	前年	開催年	翌年	
1988	ソウル(韓)	10.6	11.1	10.6	6.7	188
1992	バルセロナ(西)	3.8	2.5	0.9	▲1.3	613
1996	アトランタ(米)	4.0	2.5	3.7	4.5	7,817
2000	シドニー(豪)	5.1	4.4	3.4	2.1	390
2004	アテネ(希)	3.9	4.9	4.7	3.7	230
2008	北京(中)	11.1	11.5	9.3(予)	9.5(予)	3,942

(図表 16)。但しここで指摘したいのはオリンピックは多くの国民にとってここ数年の中国の躍進振りを象徴している国家を挙げての一大イベントであり、「お祭り」が終了した後は、例えば予想外に個人消費が減速する、当局が人民元高容認スタンスを一旦、棚上げする、といった不測のシナリオを想定しておく必要がある、という点である。

- ・ こうした強弱まちまちの材料を勘案すると年初来の勢いは年後半にかけてやや衰え、2008 年通年でみれば年初の対ドル水準 7.30 近辺から約 11%の元高となる 6.50 近辺と予想する。

以上

(2008 年 4 月 25 日)

(出所) 掲載の図表は以下のデータよりそれぞれ弊社作成

図表 1～8、10～12 ブルームバーグ社データ 図表 9、15～16 IMF データ

図表 13 2007 年版ジェトロ貿易投資白書 図表 14 各種報道など

当資料は相場情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的としたものではありません。投資の最終ご決定はお客さまご自身の判断でなさるようお願いいたします。当資料は信頼できる情報源から得た情報に基づき作成したのですが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また過去の結果が必ずしも将来の結果を暗示するものではありません。当資料は執筆者の見解に基づき作成されたものであり、弊社の統一された見解ではありません。当資料は使用することにより生ずるいかなる種類の損失についても弊社は責任を負いません。なお、当資料の無断複製、複写、転送はご遠慮ください。当方の都合で、本レポートの全部または一部を予告なしに変更することがありますので、予めご了承ください。

株式会社三菱東京UFJ銀行 市場営業部 為替営業推進グループ

内田 稔 03-6268-1189 minori_uchida@mufg.jp

CHINA WEEKLY

WEEKLY DIGEST

【経済】

◆**全人代常務委員会 年末に物価安定活動報告を求める**:全人代常務委員会は22日に発表した年度末の監督業務計画の中で、現在国民の関心の高い物価安定問題を監督業務の重要ポイントの1つとして挙げた。物価については、原材料、エネルギー、運輸等のコスト上昇を要因として、生活必需品の値上げが相次ぎ、広州では3月下旬以来、国産米、タイ産米、輸入粉ミルク、食用油、ビール、緑茶など10品目以上の食品にわたって、5%~30%の値上げを公表している。なお、同計画には金融コントロール政策、環境汚染防止措置、「十一五」規画の中間実施報告も含まれる。

【産業】

◆**電子ビジネスサービス 初の規範制定 意見聴取開始**:商務部は15日、「Eビジネスモデル規範」及び「ネットショッピングサービス規範」の意見稿を公布し、5月11日まで一般から意見を聴取する。BtoB、BtoC等電子ビジネス形態の定義を明確にし、関連者に対する、資格の提示、システムセキュリティの保証、内部規定の確立、取引参加者情報の真実性の確認等について詳細に規定している。2008年2月末現在の中国のインターネット利用者数は2.2億人に上り、ネットショッピング利用者は4割弱にも達し、取引額も増加する中、関連規定の制定が急務となっている。

◆**国内便持込荷物 5月1日から制限強化**:オリンピック開催が近づき、民用航空総局は航空安全対策を更に強化しつつある。5月1日から中国国内線の機内持ち込みについて、手荷物の数はファーストクラスで1人2袋まで、ビジネス、エコノミークラスで1人1袋に制限、手荷物のサイズは、20×40×55センチ以内、総重量は5キロ以内とされる。

【金融・為替】

◆**株式取引の印紙税0.1%に引き下げ**:財政部と国家税務総局は23日、株式市場の売買取引にかかる印紙税の税率を0.3%から0.1%へ引下げることを発表、24日から実施した。株価、取引高ともに低迷していることを受け、株式市場の活性化を狙ったもの。なお、印紙税率は昨年5月に市場の過熱抑制のため、0.1%から0.3%に引き上げられた。

◆**第1四半期の外貨建て貸出急増**:中国人民銀行(中央銀行)が11日に発表した今年第1四半期の金融機関貸出に関するデータによると、人民元建て貸出の前年同期比増加額は13,326億元となり、前年同期の増加額より891億元減少したものの、外貨建て貸出の増加額は488億米ドルとなり、前年同期の増加額より462億米ドル増加した。また、2月単月の外貨貸出増加額は前年同月比217億米ドル増で過去最高の増加を記録した。昨年末以来の各金融機関に対する人民元総量規制で人民元貸出の増加ペースが鈍化する一方、外貨貸出が急増しており、為替リスクと信用リスクに対する懸念が高まっていると指摘している。

◆**インサイダー取引の取締り強化**:中国証券監督管理委員会は16日付で、「上場企業の重大な資産再編管理弁法」を公布した。施行は5月18日。この中で上場会社の重大な資産再編を行う際の未公開情報の取扱いについても規定し、インサイダー取引の取締りを強化している。株価に影響を与える情報の公開前に、関連情報を知った者が情報の漏洩、株式の売買或いは他人に対する売買誘導、偽造情報の流布等を行った場合、罰金、民事責任を負わせる等の内容が盛り込まれている。

人民元の動き

日付	Open	Range	Close	前日比	JPY Close	前日比	HKD Close	前日比	EUR Close	前日比	金利 (1wk)	上海A株 指数	前日比
2008.04.21	7.0007	6.9980~7.0025	7.0000	0.0065	6.7551	-0.0763	0.8978	0.0006	11.1129	-0.0382	2.8000	3270.77	23.3300
2008.04.22	6.9920	6.9881~6.9930	6.9897	-0.0103	6.7762	0.0211	0.8965	-0.0013	11.1434	0.0305	2.5000	3303.09	32.3200
2008.04.23	6.9897	6.9824~6.9897	6.9827	-0.0070	6.7698	-0.0064	0.8957	-0.0008	11.1450	0.0016	2.7000	3439.85	136.7600
2008.04.24	6.9855	6.9846~6.9996	6.9970	0.0143	6.7408	-0.0290	0.8977	0.0020	11.0080	-0.1370	2.6900	3759.61	319.7600
2008.04.25	6.9941	6.9930~7.0100	7.0100	0.0130	6.7022	-0.0386	0.8991	0.0014	10.9100	-0.0980	3.0000	3732.85	-26.7600

RMB レビュー&アウトルック

今週の人民元は、先週末に米ドルが対主要通貨で買い戻される動きとなったこともあり、中銀公表値は7.0078、日中取引値も7.0007と7台まで反落してオープンした。しかしながら根強い人民元需要に翌日には再び6台まで反発し、23日には為替制度変更後の高値となる6.9824まで上伸した。その後週末にかけては月末の実需筋のドル資金需要や地場金融機関による預金準備金積立の為のドル買いに人民元は再び7台まで反落し、結局7.0100で越過となった。今週24日には株取引にかかる印紙税率の引き下げ(0.3%⇒0.1%)が発表されたことが好感され上海株式市場では一時9%を超える上昇となったが、同株式市場取引における外国人取引は限定されていることから為替市場への影響は限定的であった。今年に入ってから急激な人民元高による輸出産業への影響を懸念する声も出始めており、来週は5月の連休を控え、一旦小幅な値動きとなることが予想される。但し、これまでも連休前に政策発表等が行われるケースが多かったことから、為替相場については注意が必要だろう。

(市場営業部 為替営業推進グループ グローバル営業ライン)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さい。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。