

通貨バスケット制からみた人民元相場

経済調査室

<ポイント>

- ◇ 6月19日、中国人民銀行が2008年7月以来1ドル=6.8台に安定させて来た人民元相場の柔軟性をより一層高めることを表明。もっとも、対ドル日中変動幅制限を従来通り±0.5%に据え置き、対ドルでの大幅な上昇についても否定しており、人民元相場がすぐに顕著な変動を始める可能性は現時点では低いと考えられる。
- ◇ 人民元相場は公式に通貨バスケット制を参照しているとされている。ドル、ユーロ、円を構成要素とする通貨バスケットの仕組みと、景気やインフレ率、ドル相場とのこれまでの相関を元にとすると、人民元対ドル相場は年末にかけては年率3.5%±1%程度のペースで上昇すると試算される。

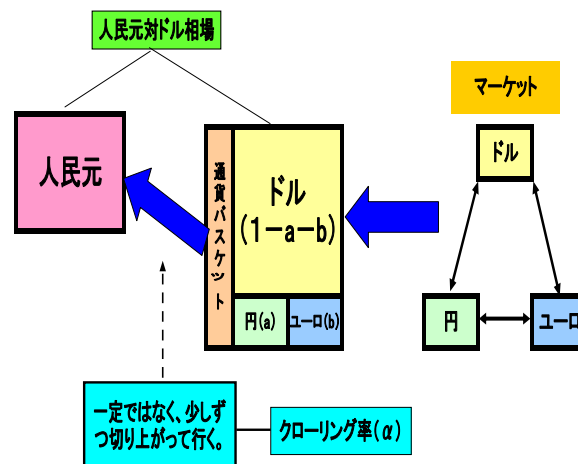
【中国人民銀行による発表の概要と背景】

- ✓ 6月19日、中国人民銀行は昨今の世界経済・中国経済の回復を背景に、通貨バスケットに基づいた人民元通貨制度改革をさらに推進し、人民元相場の柔軟性を強化する旨を発表。
- ✓ もっとも、人民元相場の（日中）変動幅制限（対ドルでは±0.5%）はこれまで通りで、人民元の大幅増価の基盤は存在しないと述べた。人民元相場の対ドルでの大幅な変動率増大や性急な上昇ピッチ加速からは距離を置くスタンスを滲ませた。
- ✓ 中国経済が順調に回復する一方、資産価格や一般物価などにインフレ圧力が浮上。2008年7月以来1ドル=6.8台に据え置かれて来た人民元相場の通貨政策に対して、米国を中心に主要国で圧力が強まる中、今週末のG20サミットを控え、人民元通貨政策への批判がさらなる国際的な広がりを見せることを防ぐ狙いが大きかったと考えられる。

第1図；通貨制度改革以降の人民元対ドル相場


【通貨バスケット制の仕組みと今回の措置の意義】

- ✓ 2005年7月の人民元通貨制度改革以降、中国は公式に通貨バスケットを参照していると表明。周小川人民銀行総裁が、ドル、ユーロ、円、韓国ウォン、シンガポールドル、英ポンド、マレーシアリングット、ロシアルーブル、豪ドル、タイバーツ、カナダ・ドルなどをバスケットの構成要素とすることを示唆したことはあるが（2005年8月10日のスピーチ）、詳細な仕組みは明らかにされていない。
- ✓ そこで、人民元が簡略的にドル、ユーロ、円を構成要素とする通貨バスケットを参照しているとすると、人民元相場は、①ある比率（第2図中 a、b）で構成されたドル、ユーロ、円の通貨バスケットに対し、②一定のペースで切り上がる（クローリング率；第2図中 α ）ことを通して形成されていると考えることができる。

第2図；人民元相場の変動メカニズム


- ✓ 人民元相場は、①通貨バスケットにおけるドル比率が低下するほど対米ドルでの短期的な変動率が高まり、②（通貨バスケットに対する）クローリング率が加速するほど、人民元の（米ドルを含む）3通貨に対する上昇率が高まる。
- ✓ 実際のデータをみると（第3図）、人民元相場の対ドル変動率が高まり、上昇率も加速していた2008年央にかけて、①通貨バスケットにおけるドルのシェアが80%台まで低下すると共に、②クローリング率も年率10%以上のピッチで加速していた。
- ✓ 一方、2008年9月のリーマンショックもあって対ドルでの変動・上昇共に停止していたここ2年程は、①通貨バスケットのシェアにおけるドルの比率が100%近くまで上昇（＝ドルペッグ）すると共に、②クローリング率も0%まで低下していた。

第3図；人民元通貨バスケットの中身など
人民元通貨バスケットの推計結果

	クローリング率(切片 α)		ドルウェイト (1-a-b)	円ウェイト (a)	ユーロウェイト (b)	実質GDP成長率	CPI上昇率	ドルインデックス年率上昇率
	週次	年率換算						
05年H2	-0.022	-1.15	98.1	-0.7	2.6	9.95	1.35	4.5
06年H1	-0.039	-2.01	97.5	3.9	-1.4	10.15	1.28	-10.8
06年H2	-0.094	-4.76	93.5	3.4	3.1	11.05	1.65	1.5
07年H1	-0.090	-4.56	99.8	-3.0	3.2	10.75	3.17	-4.3
07年H2	-0.122	-6.15	87.8	-0.6	12.8	12.05	6.37	-14.2
08年H1	-0.223	-10.94	94.5	2.1	3.4	10.9	7.9	-7.0
08年H2	-0.011	-0.59	96.9	1.2	1.9	9.55	3.9	15.6
09年H1	0.000	0.00	98.2	0.2	1.6	6.45	-1.1	-2.0
09年H2	-0.003	-0.17	100.0	-0.3	0.1	8.5	-0.3	-8.0
10年H1	-0.002	-0.10	98.6	0.9	0.5	11.3	2.5	10.6

注：・各値は%ベースに換算して表示。

・通貨バスケットの推計式は、 $\Delta \log(\text{CNY}/\text{USD}) = \alpha + a\Delta \log(\text{JPY}/\text{USD}) + b\Delta \log(\text{EUR}/\text{USD})$

・クローリング率はマイナス幅が大きくなる程、通貨バスケットに対して人民元が切り上がっていることを意味。

・CPI上昇率は当該期間の平均、GDP成長率は認知ラグを考慮し、1期遅行させた上でのその平均値を使用。

・10年H1は6月中旬までのデータによる。

(資料)経済調査室作成

- ✓ 今回中国人民銀行が人民元相場の柔軟性を高めることを表明したことは、少なくとも上記①通貨バスケットにおけるドルのシェアを再び低下させることを意味しているが、②クローリング率の加速で、人民元相場の主要通貨に対する上昇に結びつくかどうかは現時点では不透明。
- ✓ また、対ドル日中変動幅制限を現行の±0.5%に維持している限りは、①通貨バスケットにおけるドルのシェアが大きく低下し、②対ドル変動率(柔軟性)が大幅に向上する可能性も低いと考えられる。

【通貨バスケットに基づく人民元相場見通し】

- ✓ 2005年7月から2008年7月まで人民元相場が対ドルを中心に上昇していた際、人民元対ドル上昇率は、中国の実質GDP成長率(前年比)、CPI上昇率(前年比)が上昇すると加速、ドルの名目実効相場が上昇すると減速する傾向がみられていた。
- ✓ この相関関係を元に、2010年上半期末の人民元相場の着地を計算すると、GDP成長率やCPI上昇率の高まりにより、本来1ドル=6.72近辺まで上昇していたはず。最終的に人民元相場が動き出したことで、相関関係が依然として一定の有効性を保っていることを示しているものの、景気回復やインフレ率に対する人民元相場上昇の感応度は、かつてより低下しつつある可能性もあり、人民元通貨政策のスタンスには2007年～2008年頃と比べて変化の兆しも窺われる。(第4図)。
- ✓ GDP、CPI、ドル名目実効相場に2通りの前提を置き、以上の相関関係に

2010年6月22日

基づき人民元対ドル上昇率予想のマトリクスを作成すると、2010年下半期末に向かっては、年率3.5%を挟んで±1%程度がコアのレンジと考えられるが（相場水準では6.65～6.75近辺）、上記の通り人民元上昇率の景気指標に対する反応が低下している事実に鑑みれば、この3.5%±1%を上限とし、これよりも幾分上昇ピッチが鈍るケースも視野に入れておく必要がある。

第4図；2010年下半期の人民元対ドル上昇率マトリクス

2010年下半期の人民元対ドル上昇率(年率)と相場の着地(2010年上半期末=6.83)

	GDP成長率 (%)	CPI上昇率 (%)	ドル名目実効相場年率上昇率(%)				
			(A)▲20	(B)▲10	(C)0	(D)10	(E)20
10年上半期見込み	11.3	2.5	-	-	-	3.3	-
			-	-	-	6.72	-
10年下半期ケース①	10	3.5	5.4	4.4	3.5	2.6	1.8
			6.65	6.68	6.71	6.74	6.77
10年下半期ケース②(インフレリスク浮上)	11	6	8.5	7.5	6.6	5.7	5.0
			6.54	6.57	6.60	6.64	6.66

注・プラス表示が人民元のドルに対する増価を表す。

・上段は各シナリオの下での人民元対ドル年率上昇率(%)。下段がそれに基づく予想人民元対ドル相場。

(資料)経済調査室作成

以上

(H22.6.22 橋本 将司)

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、金融商品の売買や投資など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、すべてお客様ご自身で判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室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。全部または一部を転載する場合は出所を明記してください。