

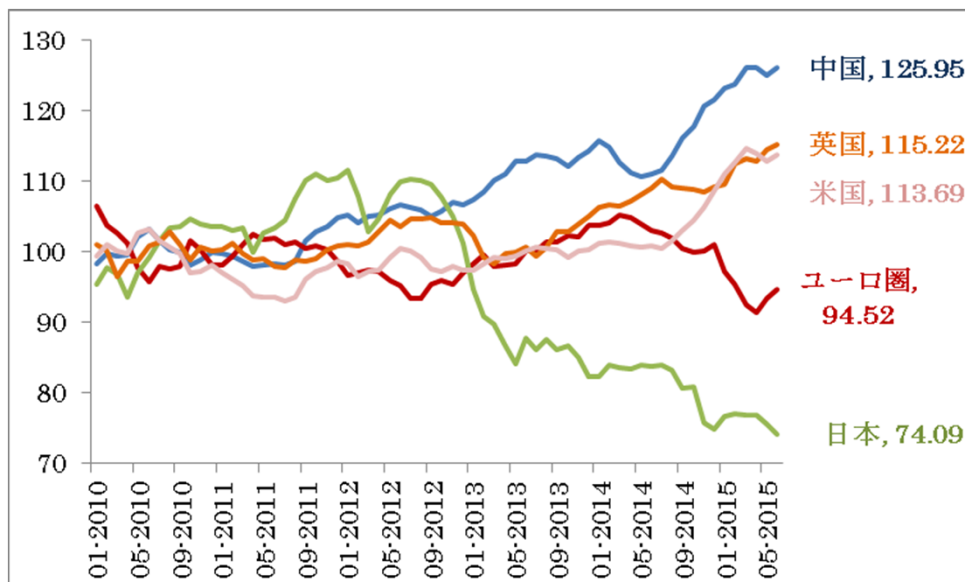
第37回

『 人民元為替レート基準値大幅調整 』

さる8月11日、12日、13日の連日にわたり中国人民銀行は人民元の対ドル為替レート基準値を切り下げた。人民銀行による理由説明はおよそ次の通り:

- ① 米FRBの利上げ予測から米ドル高が見込まれ人民元がつけ高になる惧れがある。
- ② これに対して、ユーロ、円、新興国通貨、資源国通貨は相場を切り下げている。
- ③ 人民元の実効相場はグローバルな通貨バスケットの中では割高になっている。
- ④ 国際資本流動性の動きも大きく、それが中国にとって挑戦となっている。

主要通貨の名目実効相場推移



出所: BISデータに基づき国際通貨研究所作成 (Monthly averages; 2010=100)

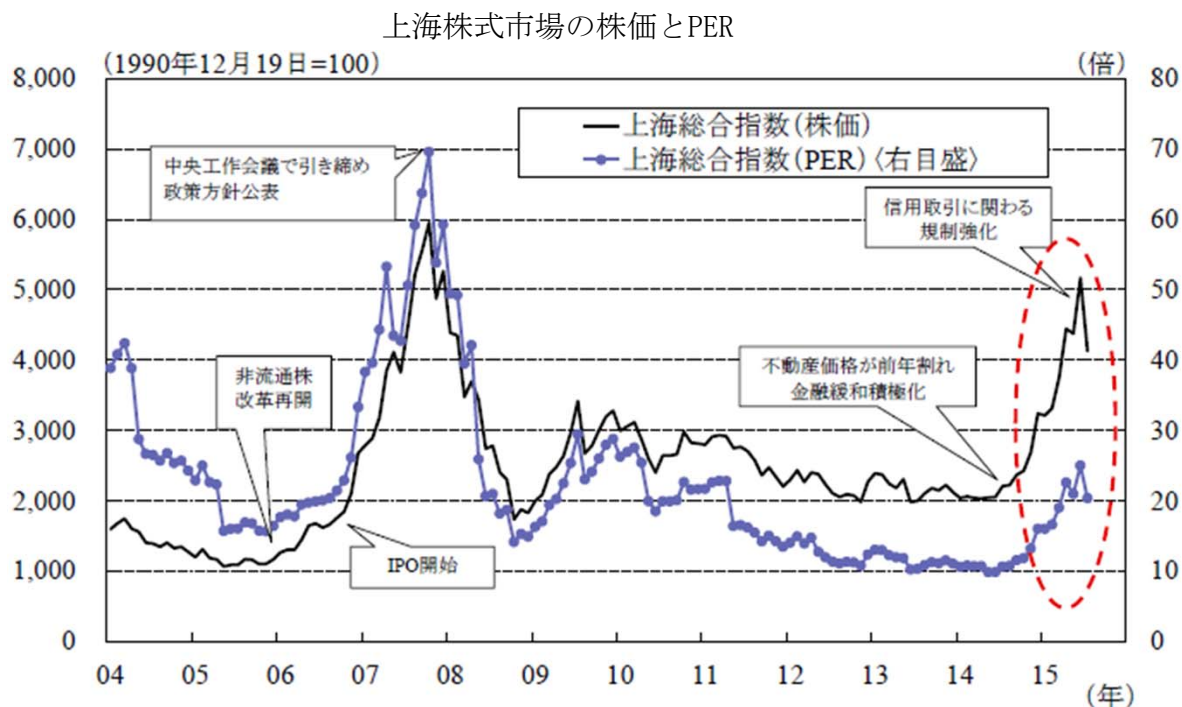
確かに昨年央以来、人民元の貿易量加重平均による名目実効相場は、主要通貨(ドル、ユーロ、円、ポンド)との比較において顕著に切り上がっている。それは世界貿易市場において中国が劣勢に立つことを意味するといつて良い。

これら主要通貨はIMFによるSDR構成通貨でもある。折しも中国はSDR通貨入り希望を表明したばかりであり、そのタイミングを巡っては評価が分かれる。中国の言い分はSDR組み入れを希望する以上はその為替相場は適正でなければならないというものであろう。しかしかたやSDR通貨たるものは一国の通貨当局の恣意で為替レートが右往左往するような不安定なものでは困るというのが客観的な見解だろう。中国側は「管理された変動相場制」と自称するが、その管理が恣意的か否かが世界から監視されることになる。

また習国家主席の秋の訪米予定まで展望すれば、米国産業界と議会からの批判をうけるであろう人民元切り下げを何故あえて8月に行うのかという疑問も残る。よほど已むに已まれぬ国内事情があるのだろう。輸出競争力強化というのが国内向けメッセージだろうが、それは近隣窮乏策として世界から批判を浴びるだろう。また4~5%程度の切り下げが直ちに外需回復につながる保証もない。

中国の資産市場価格にも変調

他方でいまや世界第二の規模になった中国経済の想定を越す変調は明らかであり、その生産、投資、消費のほぼ全般にわたる減速が始まっている。それがひいては株式、不動産・住宅など資産市場価格にも短期間に大きな変動を惹起し始めた。

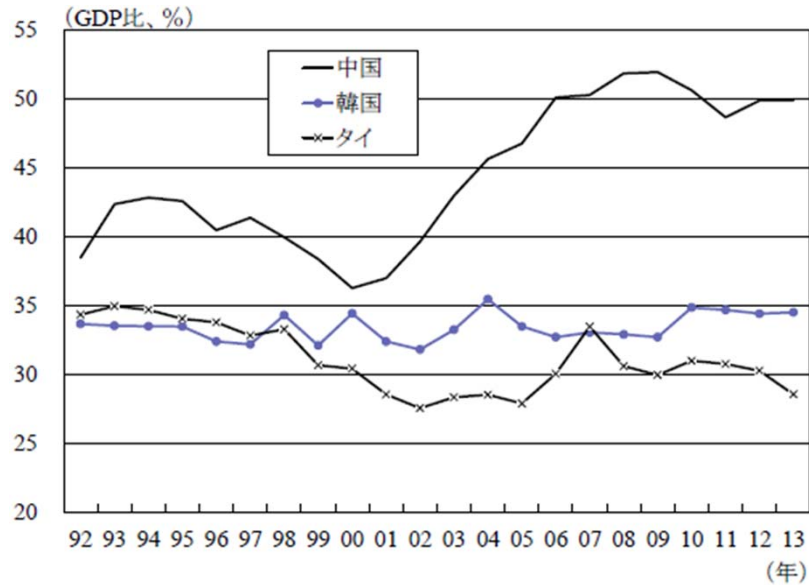


出所：三菱東京UFJ銀行（2015年7月23日時点）

昨年11月の人民銀行による金融緩和と個人の証券取引規制緩和などを背景に株価は6月12日には2008年1月以来の最高値に達したが、景気減速を受けて下落に転じた。グラフに見る限り今回の下落は2008年のリーマンショック時に比べれば軽微に見えるが、個人投資家への影響ははるかに大きい。2014年末個人の証券口座数1億8000万がわずか半年で25%増加している。上海証券取引所の売買高に占める個人の割合は約8割に達しており株価変動が個人投資家に与える影響は累増している。従って今後株価の続落が家計消費に悪影響をもたらす可能性は否定できない。

こうした現象の背後には中国家計貯蓄率の高止まりという事情がある。下のグラフにみるように周辺国、韓国、タイに比べて対GDP比の家計貯蓄率は図抜けて高い。社会保障制度の整備が遅れているため医療や教育などの将来支出に備えて貯蓄性向が強いとされる。

中国・韓国・タイの貯蓄率の推移



出所：三菱東京UFJ銀行

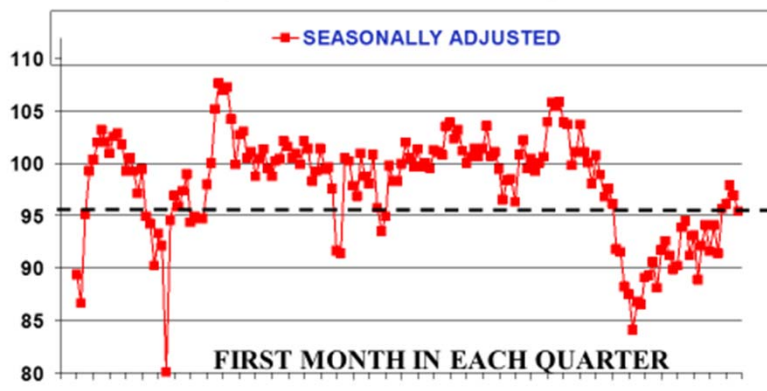
他方で中国では預金金利の上限規制があり、おおむね実質預金金利はマイナス圏で推移してきた結果、家計の過剰貯蓄が高利回りを求める構図は続いていると言われる。こうした事情と最近の住宅市場価格低迷もあって余剰資金が株式市場などへ流れ易くなっている。対外投資の途が閉ざされているのも一因で、バブルの生まれやすい構造と言わざるをえない。

ここで本論に戻って、今回の人民元切り下げの一つの理由に挙げられた米国利上げの可能性について考えてみよう。

NFIBにみる米国利上げのタイミング

全米中小企業連盟 (NFIB) の楽観指数

SMALL BUSINESS OPTIMISM INDEX (QUARTERLY, 1986 = 100)

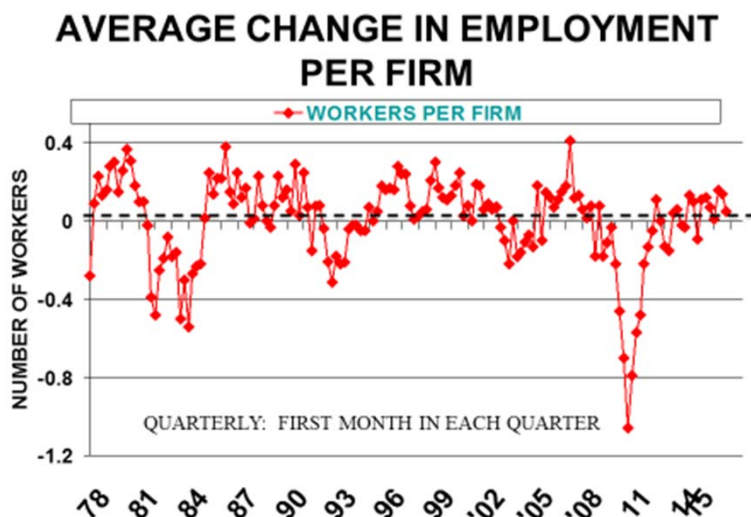


出所：NFIB

7月データは1.3ポイント下落して95.4となり過去42年間平均値である98を下回った。今回のIndexでは労働市場環境の見通しは悪くはないがFRBが期待していたほどではないとされる。

更にこのあと実施された人民元の切り下げは米国経常収支上マイナス要因であり、それだけ利上げのタイミングを遅らせる可能性がある。

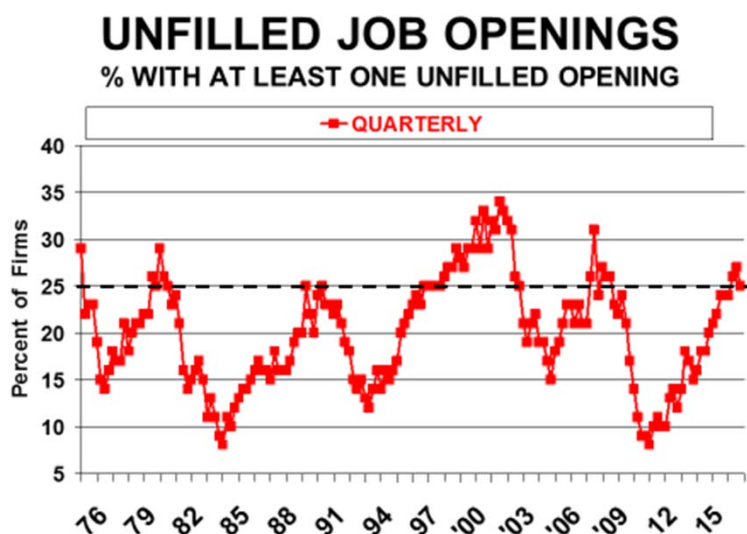
企業平均雇用の変化



出所：NFIB

1 企業当たりの平均雇用増加は7月は横這いで5～7月合わせた四半期としては下落している

求人中の空きポスト

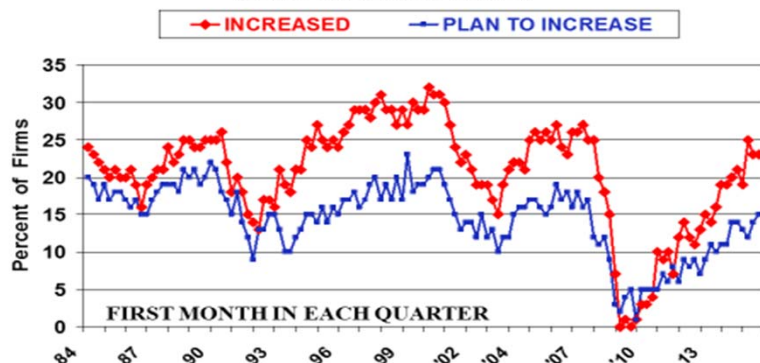


出所：NFIB

これも四半期で見ると今年のピーク比で下落しており、迫力に欠ける。

賃上げ状況

PLANNED & ACTUAL LABOR COMPENSATION CHANGES (NET PERCENT OF FIRMS)

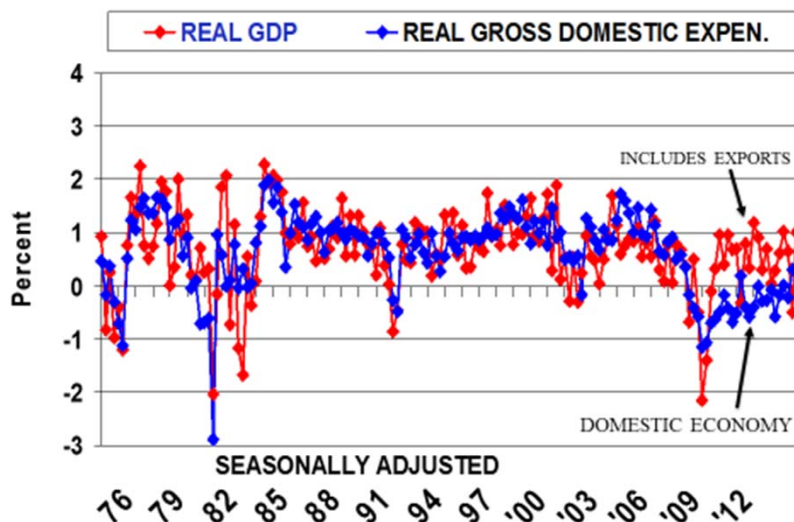


出所：NFIB

グラフにみるように賃上げ実施済みが7月は23%に達しているのに比して、計画中とする企業は15%にとどまっている。依然として雇用情勢はタイトではあるが、ヘルスケア、有給病欠、産休・子育て休、オーバータイムなどの規制が結果として被雇用者の報酬の手取り額を圧迫しているという。

実質GDPと内需

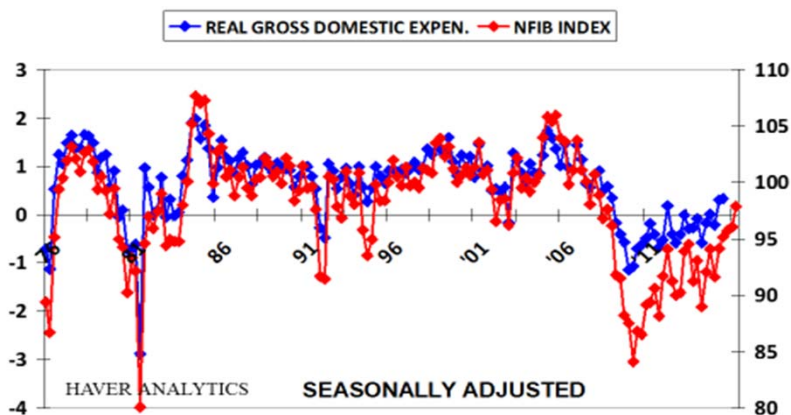
QUARTERLY CHANGE IN REAL GDP



出所：NFIB

このグラフはリーマンショックからの回復以後、輸出を含む実質GDP成長率が輸出を除く実質GDP（即ち輸入を含む内需）のそれを大きく上回っていることを示している。このグラフに内需とNFIB Index（季節調整後）を追加したのが次のグラフ：内需とNFIB Indexである。

OPTIMISM & CHANGE IN REAL DOMESTIC EXPENDITURES



二つのグラフを合わせて言えることは、NFIB Indexは輸出を除く実質GDP（内需）との相関関係が強く、外需とは相関関係がみられないということである。このことはGDPの半分を担う米国中小企業の動向が内需の行方を左右するということである。そしてNFIB Indexに見る状況はやっと過去42年平均値に近づいたばかりであり、力強いものではない。

以上の考察から今回の人民銀行による人民元為替相場切り下げを正当化する理由として挙げられているFRB利上げ予測はやや拙速というべきではなかろうか。

Author

本田 敬吉 (Keikichi Honda)

1959年東京大学法学部卒業後、東京銀行入行、常任参与チーフエコミスト。サン・マイクロシステムズ株式会社など数社で会長を務めた後、日本経団連OECD諮問委員長を引きうける。現在、財団法人国際通貨研究所理事として、為替市場の分析を行う。

お客様は、このWEBサイトに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。このWEBサイトに表示されている事項は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。