

人民元の切り上げと各国通貨への影響

<要旨>

1. 人民元の対ドル先物レートとドル円相場の連動性が高い。この動きの背景には、人民元切り上げ = ドル安という連想と、人民元に円が連れ高するとの思惑、という2面性があるが、足元では、人民元に円が連れ高する動きが強いとみられる。本稿では、過去の連れ高・連れ安の事例をみたあとで、人民元に円が連れ高する理由を考察し、人民元が切り上げられた場合に、他通貨、とりわけ円はどのような変動をするのかを考えてみた。
2. 過去の参考事例としては、韓国通貨危機時の円や台湾ドルの動きや、超円高期の台湾ドルの動きが挙げられる。これらの例では、震源地通貨の変動率の5分の1から4分の1程度の影響が経済関係の深い通貨に波及している。もっとも、これらの変動には一時的な過剰反応も含まれていると推察される。
3. ある通貨が他の通貨に連れ高するメカニズムとしては、震源地通貨の上昇が他の国々の輸出価格競争力を向上させる、結果としてそれらの国々の商品に対する需要を拡大させて、通貨の上昇圧力になる、この場合、震源地国との経済関係が密な国ほど通貨上昇圧力が強いいため、例えば円とドルの為替相場にも影響が及ぶ、といったことが考えられる。
4. 貿易データに基づくと、中国との経済関係は日本 > 米国 > ユーロの順に深く、人民元が切り上げられた時の通貨の強弱関係は円 > ドル > ユーロの順に強くなる。人民元の対ドルレートが10%切り上がると仮定すると、ドル円相場には0.6%程度の円高圧力がかかるのに対して、ユーロドル相場には0.5%程度のユーロ安圧力がかかる。また、台湾ドルや韓国ウォンにも上昇圧力がかかると考えられる。
5. 計算によると、人民元の10%の切り上げにより生じる円高圧力は0.6%程度(60~70銭)とさほど大きなものではなく、昨今の為替相場の動向からすると、すでに人民元切り上げによる円の連れ高圧力が過大に市場に織り込まれている可能性がある。



お問合せ先 調査部(東京)芥田

E-mail: tomomichi.akuta@ufji.co.jp

1. 人民元切り上げ観測に左右される円相場

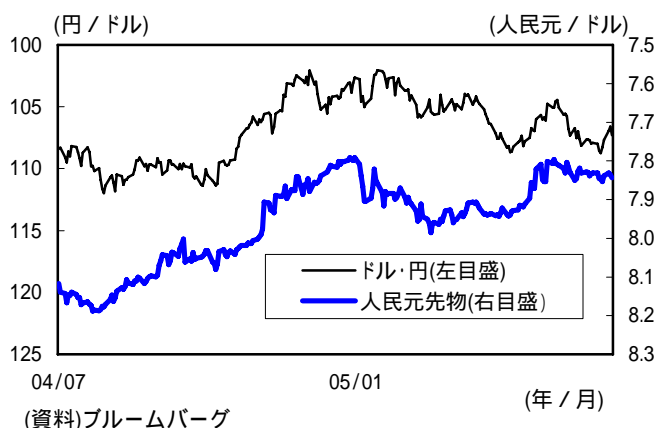
人民元の対ドルレート(先物)とドル円相場の動きを比べてみると、連動性が高い(図表1)。人民元は対ドルで固定されているが、先物レートは市場の思惑を反映して上下している。人民元と円の相場との連動性が高い要因として次の二つが考えられる。

一つは、人民元切り上げ=ドル安、すなわち人民元切り上げといってもその背後にあるのはドル安の動きだという連想である。つまり、輸出競争力を高め、輸入品から国内市場を守りたいという米国の意図があり、人民元に限らず他の通貨に対してもドルが全面的に下落することを米国が望んでいるのではないかといった観測が生まれている。04年10月~05年1月の期間では、人民元の対ドルレートと円やユーロやポンドの対ドルレートは高い相関性を示しており(図表2)、この時に人民元と円が連動していたのはドル安の面が強かったとみられる。しかし、FRB議長の発言やG7会合を経てドル安懸念が後退した05年2月以降は、ユーロやポンドと人民元との相関性は低下しており(図表2)、人民元切り上げ=ドル安の連想はあまり働いていないようである。

人民元と円の為替相場が連動しているもう一つの要因として人民元の切り上げに円が連れ高するとの思惑が考えられる。05年2月以降は、ドル安=人民元切り下げという連想がさほど強くないにもかかわらず、人民元の先物レートとドル円相場は高い連動性を維持しており(図表2)、人民元に円が連れ高するという思惑がドル円相場に影響していると考えられる。

なぜ、連れ高するという思惑が生まれてくるのか、そしてそれはどの程度、為替相場に影響してくるのか。本稿では、人民元が切り上げられた場合に、他通貨がどのような変動をするのか、とりわけドル円相場はどのような動きが予想されるかを考えてみたい。

図表1. ドル・円と人民元先物レートの推移



図表2. 人民元先物レートと円、ユーロ、ポンドの相関係数の推移(対ドルレート)

	円	ユーロ	ポンド
04年10月~05年1月	0.563	0.708	0.557
05年2~6月	0.464	0.194	0.204
05年4~6月	0.388	-0.005	0.198

(注1)日々データについて、過去40日営業日分の相関係数をとり、各期間で平均した
 (注2) 1に近いほど相関性が高い。ゼロは無相関を示し、-1に近いと逆相関を表わす
 (出所)ブルームバーグ

2. 過去の事例にみる連れ高の程度

連れ高を考えるにあたって、まず、過去の似たような事例をみてみよう。今回の人民元切り上げの影響は、「ドル安」でドルがどの通貨に対しても下落するというケースではなく、人民元の対ドル為替レートが上昇したときに中国と経済関係の深い国の対ドルレートがどれだけ連れ高するのか、という視点から捉えることができるだろう。

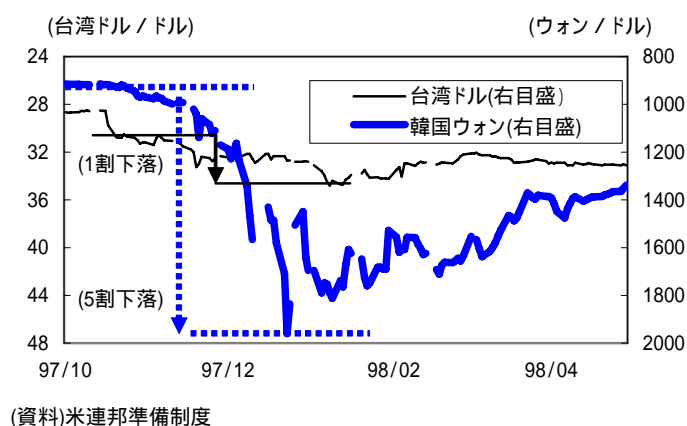
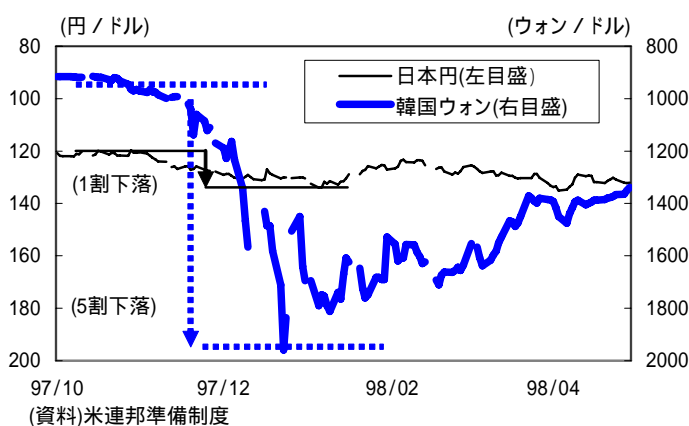
参考になる例としては、韓国通貨危機時の円や台湾ドルの動きや、超円高期の台湾ドルの動きが挙げられる。

韓国通貨危機時の円や台湾ドルの動き

97年の通貨危機で韓国ウォンが大幅に下落した。これは震源地の通貨が「下落」したケースだが、ある国（韓国）の為替レートの変動が経済関係の深い国（日本や台湾）の為替レートに及ぼした影響を観察するうえで参考になるだろう。97年夏にタイから始まった通貨・金融危機が韓国にも飛び火し、為替市場では韓国ウォンに大幅な下落圧力が加わった。当時の韓国は、先進国クラブといわれるOECDに加盟して1年弱が経過していたが、タイの通貨危機発生後、韓国ウォンにも下落圧力が加わり、通貨当局の介入によりウォンを買って支えていた。しかし、11月には韓国の都市銀行が外貨決済不能に陥り、通貨当局も介入を放棄し、12月にはIMFへの支援を要請することとなった。その前後で、ウォンは大幅に下落した。

韓国ウォンは、97年11月から12月にかけて、1ドル970ウォンから1960ウォンほどにまでほぼ半減した¹。この時、円は121円程度から134円程度にまで約1割下落し、台湾ドルも31ドルから35ドルまで約1割下落した（図表3～4）。

図表3. 韓国通貨危機時の円と韓国ウォンの推移 図表4. 韓国通貨危機時の台湾ドルと韓国ウォンの推移



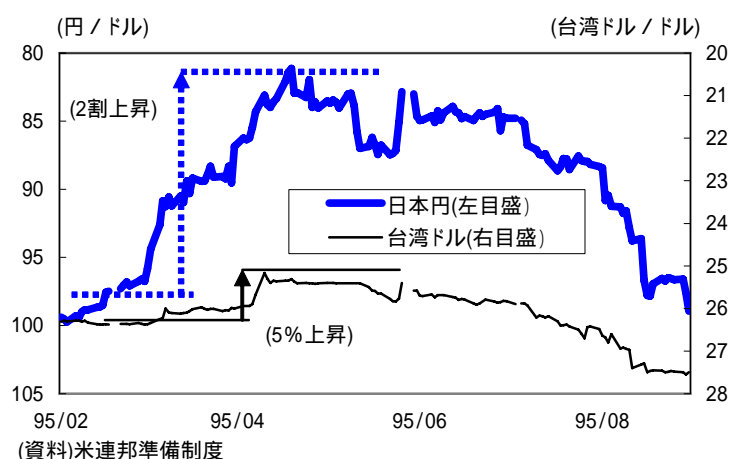
¹ 通貨の下落率の測り方～円や韓国ウォンは1ドル＝110円、1ドル＝1000ウォンという具合にドルの値段で表示するのが普通である。しかし、円やウォンの変動率を計算する場合には、通常、1ウォンが1/970(＝0.00103)ドルから1/1960(＝0.00051)へと下落したとして、 $0.00051 \div 0.00103 \times 100 - 100 = -50\%$ 、という測り方をする。

超円高期の台湾ドルの動き

95年の超円高期における台湾ドルの上昇は、日本が震源地になったケースであるが、ある国（日本）の為替レートの上昇に他国（台湾）の為替レートが連れ高したケースとして参考になる。この時期には、自動車などを中心とした日米貿易摩擦を背景に米政府高官が円相場の上昇を促す発言を行ったことなどから、対ドルを中心に円相場が急上昇した。円高が起こった経緯からすると、まず、円の対ドルレートの上昇ありきというケースであり、人民元の対ドルレートの切り上げのケースと似ている。

当時のアジアの多くの国は実質的に固定相場制度であったため参考にすることができないが、台湾ドルは当時も変動相場制であり、その値動きは参考になる。この時、円が上昇すると、日本と経済関係の深い台湾ドルは円に連れ高した。95年3月～4月の相場をみると、ドル円レートが97円 80円と2割ほど円高に動いたのに対して、台湾ドルは5%程度ドルに対して上昇した（図表5）。

図表5．超円高期の台湾ドルと円の推移



上述、やの例では、震源地通貨の変動率の5分の1から4分の1程度の影響が経済関係の深い通貨に波及している。これらから判断すると、人民元が対ドルで10%切り上がると、一時的に円の対ドル相場は2円～2円50銭ほど上昇する可能性があるといえる。

しかし、連れ高・連れ安の動きは、投機的な思惑が加わることなどによって変化が大きくなっており、その後、一時的な連れ高・連れ安は、修正されているように見受けられる（図表3～5）。実際の為替相場の変動要因は多岐にわたるため、相場の動きからだけでは、どの程度が連れ高・連れ安の要因であったのかを判別することは難しい。

そこで、第3節では、連れ高（あるいは連れ安）のメカニズムはどういったものであるかを考察し、それを踏まえて、第4節では、人民元が切り上げられた場合に、どの程度、円が連れ高する可能性があるか考えてみたい。

3. 連れ高のメカニズム

ここではC国(たとえば中国)、A国(たとえば米国)、J国(たとえば日本)、E国(たとえばユーロ圏諸国)の4カ国を例にとって、C国の通貨(たとえば人民元)の切り上げに対して、J国の通貨(たとえば円)が連れ高するメカニズムはどのようなものであるか考えてみたい。

まず、C国は固定相場の国で為替レートを当局が決めることができるか、あるいは大きな事件が起こって急に為替が大幅に変動した国であるとする。以下メカニズムを分かり易くするために、3段階に順序だててみていく。

第1段階として、C国の為替が上昇する。それによって、C国からみるとA国商品が値下がりする。これはJ国商品でもE国商品でも同様である。

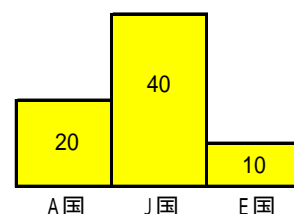
第2段階では、第1段階で起こった相対価格の変化により、C国の商品よりもA国の商品を選ぶ動きが強まる。A国の商品は、製造品であれ資産であれ、最終的にはA国通貨で決済する必要がある。そこで、A国通貨に対する需要が増えて、A国通貨を買う圧力が生じることになる。J国でも、E国でも同様である。この通貨購入圧力は、A国、J国、E国のC国との経済関係の密接さによって異なる。A国の為替取引のうち対C国の割合は20%、J国の為替取引のうち対C国の割合は40%、E国の為替取引のうち対C国の割合は10%であるとする、A、J、Eそれぞれの国の通貨購入によって為替相場を上昇させる圧力の大きさも20:40:10になってくると考えられる。

第3段階として、C国通貨の為替レートが上昇したまま元に戻らないとすると、20:40:10という各通貨の上昇圧力に応じて、A国通貨、J国通貨、E国通貨の間で為替レートの調整が起こると考えられる。A国通貨(たとえばドル)とJ国通貨(たとえば円)の関係をみると、それぞれの通貨にかかる上昇圧力はA国(20) < J国(40)なのでJ国通貨の方により上昇圧力がかかる。A国通貨(たとえばドル)とE国通貨(たとえばユーロ)の関係をみると、A国(20) > E国(10)なので、E国通貨にかかる上昇圧力が弱いことになる。

つまり、A国通貨(たとえばドル)に対する関係でみると、C国(たとえば中国)と

図表6. C国通貨が上昇した場合に各国通貨にかかる上昇圧力

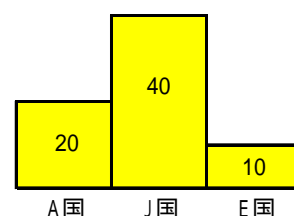
各国の対外取引に占めるC国との取引のウェイト



C国通貨が切り上げ

C国以外の商品の割安化

各国の通貨にかかる上昇圧力



の経済関係がより深いJ国通貨に対して上昇圧力（たとえば円がドルに対して上昇する圧力）がかかり、C国との経済関係がより薄いE国通貨には下落圧力（たとえばユーロがドルに対して下落する圧力）がかかる。

4. 円、ユーロ、台湾ドル、韓国ウォンの落ち着きどころ

すでにみたようなメカニズムに基づいて、為替レートの調整が起こるとすると、人民元が10%切り上げられた場合に、ドル円相場はどの程度変化することになるだろうか。

ここでは「経済関係の緊密さ」は「貿易関係の緊密さ」によって表わされるとして、主な通貨別に、対ドル為替レートにどのような調整圧力がかかるかを試算してみた。なお、実際の経済関係は貿易関係にとどまらず、特に対中国では直接投資の役割も大きい。直接投資にしても、多くが資本投下国との貿易を前提としたものである。貿易関係の緊密さは、中国との各国との経済関係の緊密さを測る手段として適切であろう。結果は、以下の通りである。

図表7. 中国との経済関係の緊密さと
人民元10%切り上げ時の対ドル上昇圧力

	中国との経済 関係の緊密さ (%)	対ドル上昇 圧力 (%)
米国	8.3	-
ユーロ圏	3.2	-0.5
日本	14.8	0.6
台湾	15.7	0.7
韓国	16.2	0.8

(注)作成の仕方は補論参照
(資料)IMF "Direction of Statistics"等

計算方法の詳細は6～7ページの補論に譲るが、米国の貿易のうち中国との関わりがある部分は8.3%である。ユーロ圏は3.2%と中国との関わりが薄く、日本は14.8%と中国との関わりが深い。

このため、人民元が切り上げられた場合の通貨上昇圧力は、円>ドル>ユーロとなる。ユーロには対ドルで0.5%程度の下落圧力がかかり、円には0.6%程度の上昇圧力がかかる。台湾ドルや韓国ウォンには、円よりも大きな上昇圧力がかかると考えられる。

人民元の切り上げは、中国と各国の経済関係の深さに応じて、各通貨の強弱関係に影響を与えると考えられ、円については対ドルで円高圧力が働きやすいものとみられる。しかし、以上みてきたように貿易関係の緊密さをベースに考えても、そのインパクトは0.6% (60～70 銭)程度であり、さほど大きなものにはならない。人民元切り上げに対する円の上昇圧力は、すでに過大に市場に織り込まれているのではないだろうか。

以上

(補論) 各国との貿易関係の測り方

各国との貿易関係の緊密さを図るにあたって、IMFやFRBの実効為替レートを作る際の手法を参考にした。具体的には、

$$\begin{aligned}
 (\text{A国とB国の貿易関係}) &= \alpha * (\text{A国の輸出に占めるB国向けの割合}) \\
 &+ \beta * (\text{A国の輸出が第三国においてB国と競合する割合}) \\
 &+ \gamma * (\text{B国の輸入に占めるA国の割合})
 \end{aligned}$$

なお、 $\alpha = 0.25$ 、 $\beta = 0.5$ 、つまり輸出合計と輸入合計のウェイト付けは0.5で等しくなっている。

また、(A国の輸出が第三国においてB国と競合する割合)は、以下の式により計算した。

$$\begin{aligned}
 \text{A国の輸出が} &= && (\text{A国の輸出の} X & (\text{j国の輸入に} / & (\text{1-j国の輸入} \\
 \text{第三国でB国} & j & A & \text{うちj国向けの} & \text{占めるB国の} & \text{に占めるA国} \\
 \text{の輸出と競合} & j & B & \text{割合}) & \text{割合}) & \text{の割合}) \\
 \text{する割合} & & & & &
 \end{aligned}$$

以上の計算結果、および人民元が10%切り上げられた場合の各国通貨への影響については、次ページの図表Aの通りである。

人民元切り上げの場合の各国通貨への影響は、「3.連れ高のメカニズム」でみたとおり、人民元の切り下げにより、商品が割安になる(=価格競争力が増す効果が大きい)国ほど、人民元以外の他通貨に対して上昇する圧力が生じると考えて算出している。具体的には、下の(1)式である。また、その結果として、生じてくる対ドルでの上昇(マイナスは下落)圧力は(2)式により計算している。

(1) 各国の価格競争力向上率 = 人民元の切り上げ率(10%) × 各国の貿易に占める中国のウェイト

(2) 各国通貨の対ドル上昇圧力 = 各国の価格競争力向上率 - 米国の価格競争力向上率 (= 0.8)

図表 A . 各国の中国との貿易関係の緊密さと人民元切り上げ時の対ドル上昇圧力

(単位、%)

国	各国貿易に占める中国のウェイト				人民元10%切り上げの影響	
	輸出 各国の対中 輸出の割合 に基づくウェ イト	輸出 第3国での 輸出品の競 合に関する ウェイト	輸入 各国の輸入 に占める中 国製品の割 合に基づく ウェイト	輸出・輸入 の加重平均 に基づく中 国のウェイト	人民元の10%切 り上げによる各 国の価格競争力 の向上率	各国の対ドル上 昇圧力
米国	4.2	9.5	9.8	8.3	0.8	-
ユーロ圏	1.7	4.8	3.2	3.2	0.3	-0.5
オーストリア	1.2	4.4	0.9	1.8	0.2	-0.6
ベルギー	0.9	4.9	2.4	2.6	0.3	-0.6
フランス	1.5	5.0	2.4	2.8	0.3	-0.6
ドイツ	2.9	5.2	3.5	3.8	0.4	-0.5
イタリア	1.6	5.0	2.9	3.1	0.3	-0.5
ルクセンブルク	0.7	3.4	4.6	3.3	0.3	-0.5
オランダ	0.8	4.2	5.9	4.2	0.4	-0.4
フィンランド	4.0	5.3	4.1	4.4	0.4	-0.4
ギリシャ	0.5	4.3	2.7	2.6	0.3	-0.6
アイルランド	0.8	5.6	3.0	3.1	0.3	-0.5
ポルトガル	1.0	4.0	1.0	1.7	0.2	-0.7
スペイン	0.8	4.0	2.3	2.4	0.2	-0.6
イギリス	1.3	6.0	3.4	3.5	0.4	-0.5
カナダ	1.6	11.3	4.0	5.3	0.5	-0.3
ポーランド	0.6	3.9	2.6	1.9	0.2	-0.6
オーストラリア	8.8	9.9	9.9	9.7	1.0	0.1
ニュージーランド	6.2	8.9	5.0	6.3	0.6	-0.2
南アフリカ	2.3	7.1	6.4	5.5	0.6	-0.3
ブラジル	7.7	6.7	5.7	6.4	0.6	-0.2
メキシコ	0.9	9.9	2.9	4.1	0.4	-0.4
香港	0.3	6.8	38.6	11.5	1.1	0.3
インド	7.7	8.5	7.2	7.7	0.8	-0.1
韓国	21.4	8.5	13.7	16.2	1.6	0.8
マレーシア	6.4	10.9	8.0	7.9	0.8	0.0
フィリピン	10.7	11.1	8.8	10.3	1.0	0.2
シンガポール	8.4	11.6	8.7	9.3	0.9	0.1
タイ	7.1	10.4	6.8	7.8	0.8	0.0
ベトナム	8.2	8.6	13.6	9.7	1.0	0.1
台湾	19.5	13.5	10.1	15.7	1.6	0.7
日本	12.1	10.3	18.3	14.8	1.5	0.6

(資料)IMF"Direction of Trade Statistics"、台湾財政部統計処