

# 『まいごばなし』

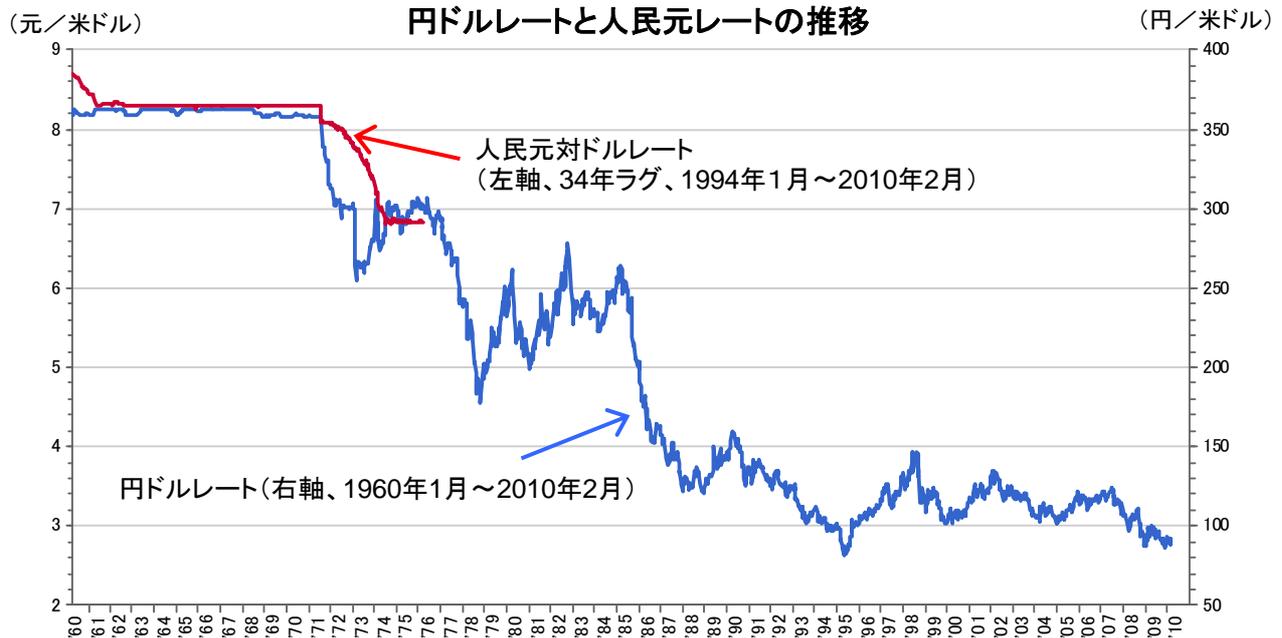
※スパークスのボトムアップ・リサーチを通じて、  
MY小話として舞妓さんが日本株の情報をお伝えします。  
スパークスの日本株の情報発信レポート



第34号 (2010年3月31日)

## 「人民元とアジア新興国通貨について」

今年にも名目GDPの規模が日本を追い抜いて世界第二位になるといわれている中国経済ですが、最近その中国に対し、米国の政府関係者や議会などから人民元の切り上げを求める発言が相次いでいます。ノーベル経済学賞受賞者のポール・クルーグマン氏も、中国の為替政策は米国、EU及び日本など主要経済国のGDP成長を抑制していると述べたそうです。下図は日本が変動相場制に移行した1971年と、中国が人民元の切り上げを始めた2005年を重ねて表示したグラフですが、今の中国が日本の70年代だとすると、今後、日本が経験したような通貨切上げの時期を中国も迎えるようにも見えます。今後の人民元の行方を考える前に、一度中国の為替制度の変遷についておさらいしてみようと思います。



出所：ファクトセット（人民元対ドルレートの開始時期は円ドルレートに対して34年ずらして表示）



本資料は、スパークス・アセット・マネジメントが情報提供のみを目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。また特定の有価証券の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。スパークス・アセット・マネジメントとその関連会社は、本資料に含まれた数値、情報、意見、その他の記述の正確性、完全性、妥当性等を保証するものではなく、当該数値、情報、意見、その他の記述を使用した、またはこれらに依拠したことに基づく損害、損失または結果についてもなんら補償するものではありません。ここに記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告することなしに変更されることもあります。また、過去の実績に関する数値等は、将来の結果をお約束するものではありません。この資料の著作権はスパークス・アセット・マネジメントに属し、その目的を問わず書面による承諾を得ることなく引用または複製することを禁じます。



# 『まいこばなし』

スパークスの日本株の情報発信レポート



鄧小平による改革開放経済以前(1979年以前)の計画貿易の時代には、中国政府自らが国営貿易会社を使って全ての貿易をしており、人民元の交換には政府が決定する公定レートが用いられていました。しかし、改革開放政策で自主貿易が拡大される過程で内外の相対価格や企業の採算性を反映した為替レートが必要となり、1981年、計画貿易で適用される公定レートと自主貿易に適用される市場レートが並存する二重相場制度が採用されました。自主貿易の拡大や価格自由化が進められる中、物価高騰や貿易赤字の拡大を受けて市場レートは大幅に下落、市場レートと比べて50%程度割高に設定されていた公定レートは市場レートに追随する形で切り下げられ、1980年から94年までの間に公定レートは1ドル1.5元から1ドル8.7元まで約80%下落しました。そして1994年、計画貿易の縮小から公定レートの意義が失われたことや、中国のGATT加盟の条件として二重レートの是正が求められたことから、市場レートに鞘寄せする形で公定レートが33%切り下げられ、人民元レートが統一されました。実質上米ドルにペッグした管理フロート制がとられた人民元レートは1994年末にかけて対ドルでやや増価した後、しばらくずっと1ドル8.28円で推移していました。

ドルにペッグされた為替制度の下で2001年12月にWTOに加盟した中国は、世界貿易を拡大しながら8~10%超の高い実質GDPの成長を達成、中国の国際収支の黒字も2000年の105億ドルから2004年には2,064億ドルまで拡大し、対米貿易不均衡や欧米との貿易摩擦問題が広がりました。中国の生産性の向上や各国間のインフレ率格差を反映した人民元に切り上げるべきだとの国際的な圧力が高まりをみせていた2005年7月21日、中国政府は人民元をドルに固定するというドル・ペッグ制度から、複数通貨から構成される通貨バスケットを参照しながら為替相場政策を行うという「緩やかな」通貨バスケット制度へ移行、同時に人民元を対ドル為替相場で2%切り上げるという人民元改革を行いました。その後人民元は、1ドル8.28元前後から少しずつピッチを上げながら上昇、2008年半ばに1ドル6.83元前後になってリーマンショックを迎えた後は、再びドルに対してペッグされた同水準で推移しています。こうしてみると、高い経済成長を続ける中国に対する昨今の元の切上げ圧力の高まりは、2005年前後に似通っているかもしれません。

さて人民元が割安で切上げが必要だといわれますが、人民元はどれくらい割安なのでしょう？長期的な為替レートの均衡水準は、貿易を通じて通貨が割安な国から割高の国に財が移動することで一物一価の法則が成立するように決定されるという購買力平価説というものがあります。



本資料は、スパークス・アセット・マネジメントが情報提供のみを目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。また特定の有価証券の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。スパークス・アセット・マネジメントとその関連会社は、本資料に含まれた数値、情報、意見、その他の記述の正確性、完全性、妥当性等を保証するものではなく、当該数値、情報、意見、その他の記述を使用した、またはこれらに依拠したことに基づく損害、損失または結果についてもなんら補償するものではありません。ここに記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告することなしに変更されることもあります。また、過去の実績に関する数値等は、将来の結果をお約束するものではありません。この資料の著作権はスパークス・アセット・マネジメントに属し、その目的を問わず書面による承諾を得ることなく引用または複製することを禁じます。



# 『まいこばなし』

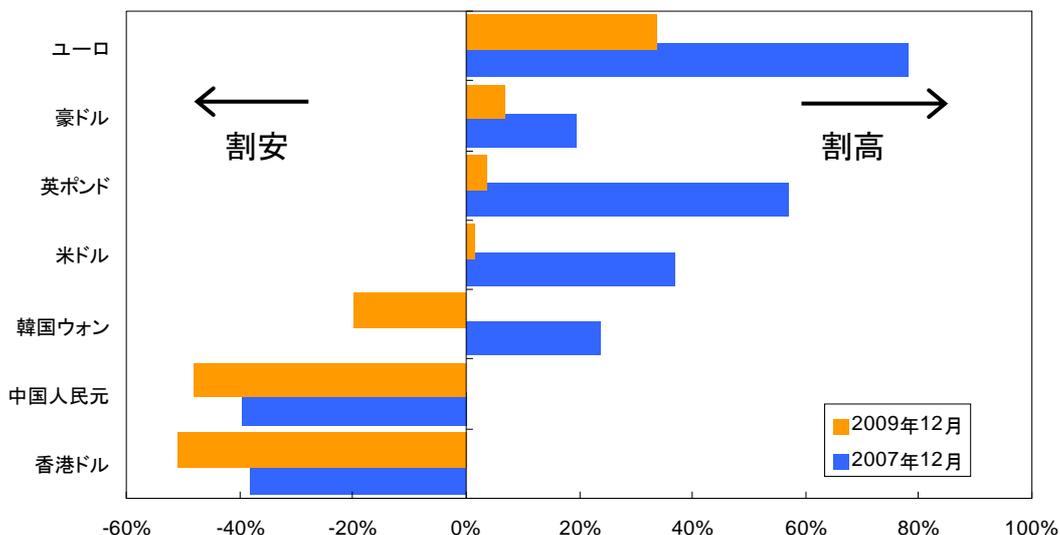
スパークスの日本株の情報発信レポート



英国のエコノミスト誌がこの購買力平価の考えに基づき、世界中で販売されているビッグマックの価格を使って各国通貨の割高・割安を示すビッグマック指数というものを発表していますので、それを使って人民元の割安度合いをみてみましょう。下図は、ユーロ、豪ドル、英ポンド、米ドル、韓国ウォン、中国人民元、香港ドルがどれだけ日本円に対して割高・割安であるかを、2007年12月と2009年12月の各時点のビッグマック指数から計算したものです。

リーマンショック以前の2007年12月において、ユーロや英ポンド、米ドル、豪ドルは日本円に対して割高だったのですが、2009年12月にはその割高度合いは大きく縮小しています。一方で韓国ウォンは割高から割安水準に、人民元や香港ドルは割安度合いが拡大していることがわかります。こうしてみると、先進国間の通貨の割安・割高の度合いはリーマンショック後、かなり縮小した一方、先進国通貨に対するアジア新興国通貨の割安度合いが拡大していることがわかります。ビッグマックだけで通貨の水準が決まることはないでしょうが、人民元をはじめとしたアジア通貨の日本円に対する割安度合いが強まっているといえるでしょう。アジア通貨が切り上がった場合、リーマンショック後の急激な円高で失われた日本の製造業の競争力が再び回復し、日本の株式市場の上昇につながる可能性があると思われます。

ビッグマック指数でみた各国通貨の割高・割安度合い(対日本円)



出所: 各種資料よりSPARX作成

※上記はあくまでも当コラムの内容の理解を深めていただくためのご参考資料であり、特定の有価証券を推奨しているものではありません。また当コラムは執筆者の見解が含まれている場合があり、スパークス・アセット・マネジメント株式会社の見解と異なることがあります。



本資料は、スパークス・アセット・マネジメントが情報提供のみを目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。また特定の有価証券の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。スパークス・アセット・マネジメントとその関連会社は、本資料に含まれた数値、情報、意見、その他の記述の正確性、完全性、妥当性等を保証するものではなく、当該数値、情報、意見、その他の記述を使用した、またはこれらに依拠したことに基づく損害、損失または結果についてもなんら補償するものではありません。ここに記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告することなしに変更されることもあります。また、過去の実績に関する数値等は、将来の結果をお約束するものではありません。この資料の著作権はスパークス・アセット・マネジメントに属し、その目的を問わず書面による承諾を得ることなく引用または複製することを禁じます。