

人民元切り上げ及び中国の証券市場への 影響についての分析

張 信、石 田 三 樹
越 智 泰 樹、奥 田 麻 衣

目次

概要

第一章、人民元切り上げの背景分析	44
1、経済成長要素	44
2、国際収支状況	44
3、巨額の外貨準備と国際資本からの衝撃	45
4、人民元の変動為替相場制度への移行	45
5、人民元為替レート変動為替相場制度についての理解と実践	45
第二章、人民元為替レートに影響する要素の実証分析	46
1、単位根検定	46
2、共和分検定	46
3、granger因果関係テスト	47
4、実証分析の結論	47
第三章、人民元切り上げによる証券市場への影響	48
1、人民元切り上げによる証券市場への全体的な影響	48
2、人民元切り上げによるA株、B株、H株への影響	49
3、人民元切り上げによる主要な上場会社業績への影響	50
(1) 土地建物業	51
(2) 銀行業	51
(3) 航空業	52
(4) 鋼鉄業	52
(5) 石化業界	53
(6) 紡織業界	53
4、人民元の今後の動向及び証券市場への影響	53
(1) 人民元の今後の動向	53
(2) 証券市場への影響	54
第四章、政策提案	54

参考文献

概要

近年、人民元の切り上げ問題をめぐって、様々な国際世論が日に日に高まってきた。特に、2007年以降国際社会諸国は一層人民元の切り上げ問題に強い関心を持ち、中国政府による人民元の制御が緩和されることを望んでいる。

本稿では、人民元切り上げに影響する要素、すなわち中国経済の持続的高度成長、国際収支上の巨額な輸出超過、人民元切り上げに対する市場の予想、国際投機資本の大量流入などの要素を検討することから着手して、人民元の将来の動向に関する分析を行う。そのうえで、人民元の傾向に影響する主要な要素を変数として実証分析を行うことで、人民元為替レートの変動に影響する変数間の内在的関係を探し出すことに努める。

最後に、人民元の切り上げによって、中国証券市場と主要な上場会社の業績に与える影響を分析し、人民元の価値上昇がもたらす諸問題への政策対応を政府に進言する。

Keyword：人民元切り上げ 経済成長 国際資本証券市場 単位根 共和分 granger因果関係

近來、人民元の切り上げを要求する国際世論は日に日に高まりつつある。特に、2007年以降国際社会は人民元の切り上げをめぐって、中国政府による人民元の制御を緩和して、人民元の切り上げ幅を拡大し、外国為替市場において自由に人民元の価値が決定されるべきであると求めており、この議論は今も続いている。

第一章、人民元切り上げの背景分析

人民元切り上げの背景には、深刻な内部と外部要因がある。中国自身の要素を含んでいるとともに、高度経済成長や国際収支上の巨額な輸出超過など、深刻な国際背景もある。例えば、人民元切り上げに対する強い市場の予想、国際投機資本の大量流入、および強力な国際政治的圧力などもそうである。

1、経済成長要素

経済理論によれば、経済成長要素が為替レート

に与える影響は様々である。一方で、高度経済成長はその国の国民収入を増加させ、社会からの需要増加、輸入促進、外貨への需要拡大を通じて、自国通貨の切り下げを引き起こす。他方で、ある国の経済成長率が高いことは、生産性の向上と生産コスト引き下げによって、自国商品の市場競争力を高め、外貨の供給増加をもたらすことで、自国通貨の切り上げを引き起こす。長期的に見れば、高度経済成長を持續する国は自国通貨切り上げの問題に直面する。例えば、戦後のドイツと日本がその例である。

中国では、改革開放から高度経済成長が持續しており、その経済成長率は同時期の世界各国の経済成長率より高い。1978年から1995年まで、中国のGDP年平均成長率は7.49%、1995年から2002年までの中国のGDP年平均成長率は8.4%、2003年から2007年までの中国のGDP年平均成長率は10%より高くなることはいうまでもない。世界経済の発展をリードする一つのエンジンになっている。相対的に高い経済成長が世界全体のGDPの中で中国のGDPが占める割合を日々上昇させ、このことが人民元切り上げ圧力の基本的な原因となっている。

2、国際収支状況

国際収支は直接的にある国の外貨需給の基本的状況を反映するため、為替レートに対して大きな影響を与える。ある国の対外貿易収支が長期的に輸出超過である（あるいは貿易赤字である）場合、通常はその国の通貨は長期的な切り上げ（切り下げ）傾向に向かう。たとえば、1980年代以降の日本では巨額の国際収支上の輸出超過を計上したため、1985年の“プラザ合意”以来、円が高水準のまま10数年維持している。

中国の国際収支状況から見れば、1990年代の中期以来、国際収支の両輸出超過の状態にあり、すなわち資本項目の輸出超過と経常項目の輸出超過が併存している。そのうち、2005年の貿易輸出超過は1081億ドルであって、前年同期比で217.4%増加、1994年以降の最高額を記録した。2006年の貿易輸出超過は1774.6億ドルとなり同期比で74%増加し、2007年には前3四半期輸出超過が1856.5億ドルに達し、2006年1年間の規模を超えている。2007年の貿易輸出超過額は2500億ドルに達するこ

とが見込まれており、人民元切り上げ圧力のひとつの原因になっている。

3、巨額の外貨準備と国際資本からの衝撃

ある国の国際備蓄構成において、外貨準備は絶対的な比重を占めている、それゆえ、狭義における国際備蓄は外貨準備ともいえる。比較的大量な外貨準備を持てば、政府が外国為替市場に干渉することや為替レートを安定させる能力は比較的に強いと考えられる。外国為替市場において、自国通貨の信認を強め、為替レートは切り上げの方向に向かう。一方、外貨準備が減少すると、自国通貨は切り下げの方向に向かう。

また、外貨準備が急増すれば、自国の通貨供給量を増大しなければならなくなり、ある程度の物価水準の上昇を助長する。2003年の後半以降では、中国の物価水準の上昇と外貨準備の上昇の間には密接な相関があると考えられている。ある意味で、国際備蓄の為替レートへの影響は2重性を持っている。最近、中国の外貨準備が急速な成長をしている。2007年9月末に、中国の外貨準備残高は14336億ドルで、日本を越えて世界第一位に位置しており、これもひとつの人民元切り上げの要因である。

他方、統計によれば、2007年に中国に流入した国際資本の総額は約733億ドルで、人民元で計算すると約5000億元に達している。これは中国の資本市場の吸引力を表していると同時に中国国内の資本流動量が引き続き高水準である要因の一つである。それゆえ、中国の株式市場と不動産市場の活況を引き起こしている。巨額の外貨準備に加えて、国際資本流入もひとつの人民元切り上げの要素となっている。

4、人民元の変動為替相場制度への移行

2005年、中国政府は市場経済体制を確立するために、市場需給を基礎として資源利用の合理性と市場基礎性作用を十分に発揮することのできる管理変動為替相場制度へ移行した。

(1) 2005年7月21日から、中国は市場の需給を基礎とし、通貨バスケットを参考に調整される、管理された変動為替相場制度を実行した。人民元は今後、米ドル単一通貨へのベッグ制

をとらず、より弾力性に富む人民元為替レートの決定システムを形成する。

(2) 中国人民銀行は各営業日の市場取引終了後、当日の銀行間外国為替市場における米ドルなど各通貨の人民元に対する為替レートの終値を発表し、終値を翌営業日の対人民元取引の中間値に設定する。

(3) 2005年7月21日19時、米ドルの対人民元取引価格を1ドル=8.11元とし、これを翌日の銀行間外国為替市場における取引の中間値とする。

(4) 現段階において、毎日の銀行間外国為替市場における米ドルの対人民元取引価格の変動幅は、中国人民銀行が発表する米ドル取引の中間値の上下3パーミル(0.3%)以内とする。米ドル以外の通貨の対人民元取引価格の変動幅は、中国人民銀行が発表する取引の中間値に対する規定の範囲内とする。

5、人民元為替レート変動為替相場制度についての理解と実践

通貨バスケットを参考にして為替レートを調節するのは、定められた種類の通貨に基づくことを指し、米ドルを含む複数通貨を組み合わせた為替レート指数を計算する。通貨バスケットを参考とする管理変動相場制度を形成すると、米ドルだけが乱高下しても人民元の変動は小さくなる利点がある。このようにして、人民元為替レートの変化を通じて外国との貿易関係を調整するとともに、国際金融市場における主要な通貨も変化することによって、国内マクロ経済に対する影響を軽減することができる。通貨バスケットを参考にするもうひとつの意味は、人民元為替レートの変化は必ず中国の政府が制御できる範囲であることである。特に、人民元為替レート制度は改革の初期段階であるから、これはとても重要である。中国人民銀行は貿易状況に基づいて、それぞれの通貨を調整することによって、主導性を獲得することができる。

しかし、事実上は、こういう新たな体制が過去2年間の運用中に充分機能しているとは言い難

い。第1に、人民元為替レートは依然として米ドルを主要な通貨として参照しており、通貨バスケットを参考にしていない。また、2007年には、欧州連合が中国最大の輸出市場となり、2007年9月までに中国の対欧州連合輸出額の同期比は30.8%増加した。これは、アメリカへの輸出額の同期比が15.8%増加したことよりも大きい。人民元は対米ドルで切り上げているが、対ユーロでは切り下げている。2005年、中国政府が固定相場制から管理変動相場制へ移行した際、人民元の対米ドル為替レートは約10%切り上げ、人民元の対ユーロ為替レートは切り下げられた。第2に、人民元為替レートの変化は小さ過ぎる。2005年7月、為替レート制度を改革して以降、人民元の為替レートは10%前後を切り上げたのみである（実質為替レートは5%足らず）。しかし、韓国、タイ、フィリピン、インドネシアなどの通貨はすべて20%以上切り上がっている。中国経済は10%を超える高度成長率で持続した拡大を続けており、貿易輸出の超過額はさらに70%–80%の速さで増大している。よく考えて見ると、中国経済の持続的な高度成長、拡大する貿易不均衡、累積した外貨準備などに鑑みて、人民元切り上げの速度はもう少し速いほうがいいかも知れない。

第二章、人民元為替レートに影響する要素の実証分析

1、単位根検定

単位根検定とは、あるデータの定常性を調べ、見せかけの回帰を防止するためのひとつの手段である。ここでは、中国の四半期データと日次データを用いて、拡張したDFテストを行う。

データ：実質GDP (GDP)
 (四半期)、(1997/4~2007/3)
 貿易黒字 (EI)
 (四半期)、(1997/4~2007/3)
 外貨準備 (EM)
 (四半期)、(1997/4~2007/3)
 人民元対米ドル為替レート (FC)
 (四半期) (1997/4~2007/3)
 上海証券交易所の平均株価 (SH)
 (日次) (2005/7/21~2007/11/7)

人民元為替レート (RE)
 (日次) (2005/7/21~2007/11/7)

四半期データを用いた単位根テスト (Augmented Dickey-Fuller) の結果を以下の表で表している。ラグの長さはAkaike 情報基準量を判断基準として計算したものである。

	有意水準	臨界値	t-値
	1% level	-4.23497	
GDP	5% level	-3.54033	-76.1422
	10% level	-3.20245	
	1% level	-4.21913	
EI	5% level	-3.53308	-4.78646
	10% level	-3.19831	
	1% level	-4.23497	
EM	5% level	-3.54033	-4.87731
	10% level	-3.20245	
	1% level	-2.63269	
FC	5% level	-1.95069	-2.16784
	10% level	-1.61106	

全ての変数に対して、5%有意水準の下で非定常であることが分かった、しかも一階差分して得られた系列は定常となり、四半期データはすべてI(1)である。

2、共和分検定

共和分検定は、2つまたは2つ以上のデータが長期的な関係があるかどうかを分析する方法であり、そのような関係があるならば、あるデータへの調整をすることによってもうひとつのデータをコントロールすることができる。この理念の下で、共和分検定を行う。

理論では、ある変数 y (I(1))、 x (I(1)) とすれば、回帰分析の下で、回帰残差が I(0) であれば、 y と x の間に共和分関係があるという。

まず、人民元の対米ドル為替レートとGDPを分析すると、回帰方程式は、

$$FC_t = 844.1990 - 0.0000839GDP_t - 1.021195t \\ (170.0570) (-1.337746) (-4.434258)$$

括弧中の数字は t 値である。得られた回帰残差を単位根テストしたところ、結果は単位根を持ち、非定常である。すなわち、回帰残差は I (0) ではない。それゆえ人民元為替レートと GDP の間に共和分関係がないことを証明された。

同様に、人民元の対米ドル為替レートと貿易黒字 (EI) を分析した結果、

$$FC_t = 840.4825 - 0.031960EI_t - 0.595812t \\ (273.3778) (-6.785497) (-3.714455)$$

得られた回帰残差を単位根検定すると、I (0) であるので、人民元為替レートと貿易黒字の間に共和分関係があることが示されている。

人民元の対米ドル為替レートと外貨準備 (EM) を計算した結果は、

$$FC_t = 833.9188 - 0.009538EM_t + 1.271859t \\ (368.2613) (-11.39023) (5.403422)$$

得られた回帰残差を単位根検定した結果はやはり I (0) であって、人民元の対米ドル為替レートと外貨準備の間にも共和分関係があることが表されている。

以下の表は得られた各回帰残差の単位根検定を表している。

回帰残差	有意水準	臨界値	t-値
	1% level	-4.29673	
FC_GDP	5% level	-3.56838	-3.23696
	10% level	-3.21838	
	1% level	-2.62724	
FC_EI	5% level	-1.94986	-2.80718
	10% level	-1.61147	
	1% level	-3.66166	
FC_EM	5% level	-2.96041	-3.85223
	10% level	-2.61916	

次に、上証指数と人民元対米ドル為替レートの日次データを用いて単位根検定を行う。

	有意水準	臨界値	t-値
	1% level	-3.97483	
SH	5% level	-3.41801	-1.26795
	10% level	-3.13147	
	1% level	-2.5692	
RE	5% level	-1.9414	-6.74577
	10% level	-1.61631	

結果では上証指数は非定常であるが、一階の差分をとれば定常となる。あるいは I (1) である。人民元為替レートは定常であり、すなわち I (0) である。そのため、二変数の間に共和分関係があるかどうかという問題を解決できないので、以降の分析はひとまず断念することとした。

3、granger因果関係テスト

granger因果関係とは、時系列である変数 y が他の変数 x に影響を及ぼすか否か、また、ほかの条件を一定として y の過去の値が x の変動について説明力を持つか否かを検定する方法である。

ここでは、一階差分した四半期データの各変数を用いて、granger因果関係検定を行う。その結果は以下の表に示している。

	F-値	P-値
EI→FC	3.89432	0.02031
FC→EI	2.88482	0.05336
EM→FC	13.9338	1.90E-05
FC→EM	3.72603	0.01538

表を見てみると (P-値は0.05より小さければよいと認められ、最大のラグ数は8である)、EI→FCへの因果性があるが、逆にFC→EIの因果性はない。また、EM→FC、FC→EMには両方向での因果性があることが示されている。

日次データについては、SHは非定常であり、しかもREは定常であるから、これらのgranger因果性を検定できないので、ここでは省略することにする。

4、実証分析の結論

人民元の対米ドル為替レートに影響する要素の実証分析を行った結果、共和分検定の結果から見

れば、人民元対米ドル為替レートとGDP（四半期データ）の間に共和分関係がない。というのは、為替相場制度改革によって、人民元は2005年7月21日に固定相場制度から管理変動為替相場制度へ移行し、為替レートが3パーミルの範囲内で浮動することができることとなった。それゆえ、両者の間に共和分関係を検出することができないのかもしれない。

また、人民元対米ドル為替レート（日次データ）は2005年7月21日から浮動し始めるので、上海証券指数（日次データ）も2005年7月21日からの日次データを用いて、比較的短い期間内での実証分析である。二変数の間に共和分関係があるかどうかという問題を解決できないので、ここではあきらめることにした。しかし、両方の関係に次の分析を通じて説明を行う。

granger因果関係テスト（四半期データ）の結果から見れば、貿易黒字（EI）から人民元対米ドル為替レート（FC）への因果性、すなわちEI→FCへの因果性があり、国際収支状況の変化が確かに人民元対米ドル為替レートの変動に対して影響を及ぼすことが説明できる。また、外貨準備（EM）から人民元対米ドル為替レート（FC）への因果性、すなわちEM→FCへの因果性があり、外貨準備（EM）の変化が確かに人民元対米ドル為替レートの変動に対して影響を及ぼすことが説明できる。ここに、後述の政策提案に向けて頑丈で信頼できる実証の根拠を得ることができた。

第三章、人民元切り上げによる証券市場への影響

1、人民元切り上げによる証券市場への全体的な影響

株主権の改革、人民元の切り上げ、及び持続的経済成長という3つの重要な要素が中国の資本市場を発展させてきた。大量の国際的投機資本は正規と非正規の両手段を使って、中国証券市場に入ってくる。人民元の切り上げによって、人民元で計算する中国のA株式の国際価額は大幅に上昇した。2005年10月末の上海証券指数（以下では“上証指数”と呼ぶ）は1100点に達しておらず、2カ所の市場の総市場価額はただ3万亿元に過ぎなかった。しかし、2年後の2007年9月末時点で中国

証券市場の市場価額はすでに25万亿元に達し、中国の資本市場は新興市場の第4位から第1位となり、世界全体でも第4位にまで規模を拡大している。

人民元切り上げは、主に三つの方式を通じて証券市場へ影響を与える。第1に、上場会社に対する影響を通して、第2に、短期の国際資本が流れ込むことによって、第3には、中国国内の大量な資金が証券市場に入ることによってである。

(1) 人民元切り上げは、主に上場会社の業績に影響することによって、証券市場に影響を与える。上場会社に対する効果は主に輸出入というルートを通じて伝わるので、輸出入に依存度の高い上場会社が人民元為替レートの変化に対してもっとも敏感であるが、為替レートの変動によって生じる収益はそれぞれ異なり、業種により証券市場へ与える影響も異なる。

(2) 人民元切り上げは、短期国際資本の中国証券市場への流入をもたらすことにより、この資金が取引を活性化することによって証券市場へ好影響を与える。国際資本の中国市場への投資には、主に中国証券市場向けと不動産市場向けの2つがあり、ここから二重の利益を獲得することができる。すなわち資産価格の上昇による利益と、人民元の切り上げによる利益である。

中国証券市場において株券（株式）を選択する際には、主に銀行株のように流通量が大きく収益が高い株券（権証券）に投資するのが通常である。この銀行株式は中国のA株証券市場に属し、占有する比重が大きいので、資金を出入りさせるのに便利である。それゆえ、短期の国際資本にとって第一の選択になりやすく、中国のA株証券市場に直接の影響を与える。

(3) 人民元切り上げは、中国証券市場に短期国際資本の流入をもたらすことで、証券指数を上昇させ、“金を儲ける効果”を生んできた。現在の中国の実効金利はマイナスで、1年間の貯蓄を例にとると、インフレ率は銀行の利子率を上回る。また、ここ2年来、中国の証

券指数の上昇にしたがって、証券市場での収益が銀行の利息収益より格段に大きいため、中国国内のいくつかの基金会社や個人の資金が大量に証券市場へ引きつけられ、証券市場に多大の影響をもたらした。

2、人民元切り上げによるA株、B株、H株への影響

A株：すなわち人民元の普通の株券。

中国大陸で登録し、中国大陸で上場する普通の株券である。

人民元で引き受けて取引する。株式の取引主体は、中国大陸の住民である。

B株：人民元の特殊株券。

中国大陸で登録し、中国大陸で上場する特殊株券である。

人民元で額面を明示して、外貨で引き受けて取引することしかできない。

B株市場は上海市場と深圳市場に分けられる。

上海のB株は、上海証券取引所で上場するB株で、ドルで引き受けて取引し、深圳のB株は、深圳取引所で上場するB株で、香港ドルで引き受けて取引する。

株式の取引主体は、外国人と中国大陸の住民である。

H株：中国大陸で登録し、香港（HongKong）で上場する外資の株券である。

株式の取引主体は香港の住民などで、中国大陸の住民はまだ取引に参加することができない。

市場	上海・深圳		香港
種類	A株	B株	H株
銘柄数	上海：約850 深圳：約650	上海・深圳ともに 約50	約140
取引主体	中国人のみ	中国人／外国人	外国人のみ
取引通貨	人民元	上海：米ドル 深圳：香港ドル	香港ドル

(1) A株証券市場

人民元切り上げによって、大量な外国の資金が中国人代理人を通じて証券市場へ投資され、市場全体の資本量が拡大し、市場規模と信託を増大するであろうから、中長期的に見れば明らかに有利な市場である。同時に、直接投資を推進することによって、直接それぞれの業界に参入し、資本の投入、資本の買収合併と資本の再統合などを促進し、A株式の上昇をもたらす別の重要なルートとなっている。特に、引き続き人民元切り上げの予想は、証券市場の上昇する作用をもたらす。

一方、人民元切り上げによって、資金の流動性が過剰になる傾向が強くなった。中国の外国為替管理制度では、銀行が外貨を取り込むと、同時にそれに相当する貨幣価値の人民元を放出しなければならない。このようにして、資金総量を迅速に膨張させるので、過剰な状態になる。それゆえ、人民元切り上げはすでにA株証券市場で急騰をもたらす基礎を提供している。他方で、人民元切り上げは人民元での資産価値、特に不動産株式、金融株式などを高騰させる要因にもなっている。そのうち銀行株式がいつそう注目されるようになってきた。これは、銀行株式が、A株証券市場の中で比重が大きく、権証券に属しているの、いつそう注目を集めるからであり、さらに考え難いほどの衝撃力で上証指数を強く押し進めることとなるだろう。

2008年の初頭、中国証券市場で、株価指数の先物取引を開始する。こうして中国証券市場でも株券など実体のない株価指数の先物を売買することによって、リスクの相殺・分散を実行することができるようになる。投機者はA株証券市場の「言葉権力」を勝ち取るために権証券を大量に買い入れ、それによって株価指数を上昇させ、2007年10月16日には上証指数が6124点という史上最高値をつけた。これが原因となってA株式価格に影響することがありうる。

(2) H株証券市場

H株は、香港ドルで値をつけた人民元資産で、人民元の切り上げはH株式の上昇を意味する。しかも人民元が潜在的な収益を持つことは、H株の取引を活性化し株価を刺激しうる。現在のH株が資産は優良で、経営が安定し、業績は比較的に高

めであるのに対して、A株式の株価水準は相対的に低いことから、H株価が上昇すると予想される。特に、2007年8月20日中国政府は、突如「中国の内地住民が香港証券へ投資することを許可する」と公表し、H株は急騰した。

中国政府が香港証券への投資許可やQDIIなどの政策を実行する主要な目的は、これらの政策を実施することによって、中国の資本項目の開放速度を促進し、中国の国際収支上の輸出超過と人民元切り上げ圧力を軽減するためである。一方で、国内投資家が海外の比較的成熟した証券市場へ進出することを通じて、さらに冷静で合理的な投資理念を持つことを目指している。その公表によって、内地資金が大量に市場に流れ込んだため、近年の香港株は現地の経済的要素ではなく、中国内地資金の予想如何によって市場が主導されるようになり、2カ月の間にH株式と「紅籌指数」はそれぞれ67%、80%上昇した。また、香港株は一日の取引量が1000億香港ドル水準から2000億香港ドルまで拡大し、香港株式はA株式からの影響によって、その株価がさらに高まるであろう。このように香港市場が“成熟”していく過程は、その特徴を変えながら徐々にすすんでいる。

最近では、香港で発売するH株券が、中国国内の株式市場まで戻って取引することができるようになったため、A株、H株の両者を有する会社の株価は高くなる傾向にある。2007年10月初め、建設銀行、中国華神、中石油の3つの大きな上場会社のH株券がA株証券市場まで戻って取引を開始し、株価が急騰した。中国石化を例にすると、10月12日、中国石化のA株、H株はそれぞれ強くなり、A株式の終値は21.75円で、10.2%上昇して史上最高を記録した。H株式の株価も同様に11.34元に達し、11.39%の上昇で同じく史上最高を記録、取引額も57億香港ドルに達した。中国石化などはA株、H株の双方を有するため、買い戻しを通じて鞘（さや）取引を行うことができる。Hの株式を買い戻して鞘取引をするためには、まずA株、H株を持っている上場会社がすでに香港市場に上場しているHの株式の証券を買うのであるが、これは株式による調達を帳消しにすることを意味する。それと同時に、別に中国証券管理委員会部門に申請して、Aの証券市場に数量に相当する証券を発行し、境界線の外の低価格から境界内

の高価格への転換を実現する。

(3) 深圳、上海のB株市場

人民元切り上げによって深圳、上海にあるB株の上場会社の資産も上昇している。しかし、深圳、上海のB株市場への影響は少々異なる。深圳にある証券取引所は香港ドルで計算し、上海にある証券取引所は米ドルで計算するので、米ドルが弱くなれば、上海の証券取引所においてはB株の市場価値が下がることになる。2001年2月、B株が中国の内地住民に開放されて以降、中国国内の投資家は徐々にB株市場の主要な投資主体となってきたが、人民元の切り上げが予想される場合、多数の投資家は人民元を米ドルに両替してB株へ投資しようとはしない。人民元切り上げによって、自分の外国為替資産が損失を受けるのを避けるためである。

実際2005年7月21日以前には、人民元が変動為替相場制度へ移行するとニュースが伝わると人民元切り上げ（米ドル切り下げ）の不安から、米ドル建ての上海株式指数が大幅に下落した。その後は、A株の上昇につれて回復基調にあり、2005年7月21日の51.3点から2007年10月31日には380点に達し、約7倍に成長している。

一方の深圳市場は、香港ドル建てで取引されているため、2005年の為替不安からもほとんど影響を受けなかった。また、深圳証券取引所B株市場は香港の隣に位置し資金供給が豊富にあるため、深圳B株の株価指数は2005年7月21日の203.13点から2007年10月31日の793.84点まで上がり、約4倍に成長した。なお、この間の成長率で比較すれば、上海市場の成長率のほうが高くなっているが、これは為替不安による2005年の株価下落の影響であり、上海B株市場の規模は依然として深圳B株市場に遠く及ばない。

3、人民元切り上げによる主要な上場会社業績への影響

人民元切り上げは二つのルートを通して、様々な業界に影響を与える。第1は、人民元切り上げによって資本コストと収入に変化が生じ、長期的に中国経済に構造変化をもたらすルートである。ここで再び、業界によって成長速度が異なるとともに、企業自体にも分化が見られる。第2に、人

民元切り上げによる業界内の企業の資産、負債、収入、コストなどの帳簿上の価値は、為替レートの変化によって経営上、業績に大きな影響を受ける。言い換えれば、人民元切り上げは、輸入の比重が高く、大規模な外貨建て流動債務を持ち、巨額的な人民元資産を持つ業界に長期的な利益をもたらす。一方で、輸出業界、外貨建て資産が多く、またその生産物価格に国際価格があるような業界の損害は比較的大きい。その他への影響は比較的小さい。

人民元切り上げは、企業が輸出から利潤を生む余地を狭め、世界市場での競争力を弱めることになるが、いくつかの企業にとっては、人民元切り上げが輸出に与えるマイナス面は、企業の危機意識を生み、技術革新を通じて競争力を高める動機を与える。

一方、人民元の切り上げは輸入する商品のコスト低下を意味し、原料が輸入に依存するいくつかの上場会社は低コストからの収益を受けて利潤が増加し、全体から見れば明らかに有利であるといえる。

人民元切り上げは中国の輸出と輸入の状況を変えていて、輸出と輸入に依存する程度が高い上場会社の業績に多大な影響を与えている。多年の発展を通して、中国の経済構造はさらに高度化を実現しているが、依然として輸出する生産物中で労働集約型の製品が主要な地位を占めており、現在は価格上の優位があったとしても、人民元の値段上の優越が存在しなくなれば、輸出はある程度の影響を受けるであろう。現在約1500社の上場会社で輸出と輸入に直接関係がある会社の株式は、主に紡織、機械電力などの企業である。2007年10月27日に中国商務部が公表した《中国対外貿易情勢報告》によると、2007年以降、中国の対外貿易は成長態勢を保持し、前3四半期の貿易総量は15708.3億ドルに達しており、前年同期比で23.5%成長した。中国から輸出される商品の構成は高度化を続けているが、特に機械電力設備と高度先端技術を含む生産物は猛烈な勢いで輸出を伸ばし、服装、紡織など労働集約型の生産物の輸出はゆっくりとしたスピードで成長している。中国機械電力設備と高度先端技術生産物は比較的速く成長し、そのうち機械電力設備生産物は4972.3億ドルを輸出し、同期比で28.0%の成長率を示した。高

度先端技術製品は2442.8億ドルを輸出し、同期比で24.8%成長した。服装は855.7億ドルを輸出して同期比で23.0%成長し、紡織物は410.9億ドルを輸出し同期比で14.2%の成長した。

ハイテク製品も人民元切り上げから利益を享受している。これらの業界の主要な設備はすべて輸入に依存し、人民元切り上げによって、これらの会社の単位生産コストは明らかに低下して、利潤は上昇している。

(1) 土地建物業

人民元切り上げは一般的に中国の国内経済全体が向上していることを意味し、投資機会が多く、さらにその収益は高い。それゆえ大量の外資がさまざまな手段で中国市場へ入ってくる。土地建物市場は比較的流動性が高いため、大量の外資が集中する場所であり、これが原因となって土地建物の価格上昇をもたらした。このような現象は80年代後期の日本や台湾とほぼ同じである。

統計数字によると、2007年第3四半期の不動産業界業績の増加率は101%である。2007年9月中国の家屋景気指数と70個の大中都市の家屋売買価格指数は2年来の最高記録である。新築分譲住宅の住宅売買価格の同期比は約10.0%上昇し、非住宅分譲住宅の売買価格の同期比は7.0%上昇した。

A株市場において、土地建物株は非常に人気がある。深圳取引所の不動産株券の価格指数を例にとると、2005年10月31日の310.78点から2007年10月31日の3173.59点まで、2年間で10倍に上昇した。

(2) 銀行業

マクロ的には、ここ数年、中国のGDP年平均成長率は10%を上回り、世界のGDPの中で中国のGDPが占める割合は日々上昇し、経済的な規模は世界第4位に位置している。

相対的な高成長率、良好な経済情勢と安定した金融体系は、銀行業の良好な運営と発展にとって信頼に足る状況を提供し、同時に銀行株式の上昇に対しても良好な環境をもたらしている。

ミクロ的には、中国经济の高度成長を背景に、銀行業は預金と貸し付けの金利差拡大によって、利潤の高い水準を維持している。1年間の預金と貸し付けを例にとれば、現在、中国の1年間の預

金と貸し付けの金利差は3.42%で、ここ20年間で最大の金利差となっている。現実には、預金と貸し付けの金利差拡大に加えて、銀行ローンの持続的急増が貸付けによる利潤率を高め、銀行へ利益をもたらしている。銀行株式上昇の一つの原因である。

統計数字によると、2007年の前3四半期で、中国A株上場会社における純利益の順位表の中で、中国工商銀行が第1位、建設銀行、中国銀行、招商銀行も上位10位内に入っており、他の銀行株式も同様に優位を保っている。

客観的には、銀行業は通貨と資本業務を営む資本集約型の業界であり、収益が高く、良好な信用変換能力と流動性を持っている。中国の比較的高金利、人民元の切り上げ及び将来の切り上げ予想のため、大量の国際資本が中国市場に引きつけられてきた。しかも銀行株式を買うなどの方式を通じて、その資産の値上がりを実現している。資金増加がさらなる推進力となって、銀行株式上昇のもう一つの原因となっている。

2007年以降、米国の2度の金利引き下げによって、中米間の金利差が迅速に狭くなった。中米間の金利差の縮小と、国際資本が中国に入る際のコスト低下は、資金流入の誘引を高める。現在、人民元は米ドルに対して年に5%程度上昇しており、5%から1.03%を引くと金利差は約4%になる。すなわち、国際資本は中米間の金利差を除いて、中国で少なくとも年率約4%の収益を得ることができる。実際には2007年の現在まで、人民元切り上げの幅はすでに5%を超えており、中国では米国においてよりもっと大きな収益を獲得することができる。

そのため、国際資本は人民元の価値が上昇することで中国株式市場に入り、特に銀行株と不動産の株式に資金投入し、銀行株の株価上昇を招いていると言える。

(3) 航空業

人民元の切り上げは外貨建ての負債を持つ業界に明らかに利益をもたらすが、この中に含まれる業界としては主に航空、海運、貿易などの業界がある。これらの業界には多額の外貨建て負債があるため（特に米ドル建て負債）、それゆえ人民元切り上げによりこれらの業界に為替差益が生じ

る。特に航空会社のように、普通巨額の米ドル負債がある場合には、明らかに有利である。

人民元の切り上げは、外貨建て負債水準の高い業界会社が比較的少ない人民元を支払うことで、当初の額の債務を完済できる状況をもたらす。中国の南方航空公司を（以下では“南方航空”と略称する）例とすれば、資産の負債率は約70%であり、その通貨構成では78%前後が米ドル建て債務で20%は日本円建て債務、また総債務のうち政府借入のほとんどは米ドル建てで銀行借入れの54%は米ドル建て債務である。このとき、米ドルと日本円に対する人民元の為替レートがそれぞれ1%切り上がると、為替差益はそれぞれ0.98億元、0.18億元になる。

さらに、人民元の切り上げは、航空株式に以下のような反応を生じる。第1は、1回限りの帳簿為替損益である。第2に、長期的な航空油のコスト、経営性租借などへの支出が低下し、航空会社の粗利益率が上昇する。これを推測すると、仮に人民元が1%切り上がると、航空会社の粗利益率は0.5%上昇する。上海航空、南方航空、東方航空に人民元の1%切り上げによって生じた為替収益は、それぞれ一株あたり約0.035元、0.026元、0.021元である。第3に、人民元切り上げは、航空会社を利用する旅行業の利用を促進し、航空株式の収益を増やすことになる。

(4) 鋼鉄業

人民元切り上げが鋼鉄業界にもたらす最大のメリットは、コストを削減することである。鋼材コストの30%~40%は主原料としての鉄鉱石が占めているが、現在はそのうち約40%を輸入に依存している。利益を受けた主要な上場会社は、中国の宝鋼、武鋼、馬鋼、濟鋼、南鋼などの鉄鉱石を主要な原料とする輸入に依存する会社である。これらの会社では外国から購入した鉄鉱石と国内で購入した鉄鉱石の比が7:3である。その他例えば鞍鋼、新鋼のような会社は自分の鉱山を持つので、為替レートの影響は比較的小さい。

人民元切り上げによる影響には、鋼鉄業界にとってマイナスとなる面もある。主に鋼材の輸入量を拡大し、同時に輸出量を減らすことによるが、そのマイナスな面は長期にわたる。ただし、中国鋼鉄業界の上場会社では、輸出比率が非常に小さ

いため、したがって、具体的に会社に与える影響は非常に小さい。

(5) 石化業界

中国石化業界の輸出入パターンは資源と技術・資金を交換するというものである。石化業界の輸出は主に基礎化学工業の原料であり、製品の付加価値は比較的低い。例えば、尿素、純炭酸ソーダ、苛性ソーダ、磷酸肥料、硫酸マグネシウム、炭酸ナトリウムなど、化学工業の基本的な生産物である。輸入は主に技術と資本集約型の生産物に集中している。中国石化のように産業ラインを完備した会社は、全体としては人民元切り上げから利益を受けている。

石油化学工業界は、石油石化と化学工業部分の両部分を含んでいる。2006年、業界全体としては順調に成長を維持し、石油石化業界では2006年より成長の態勢を崩していない。ただし、そのうち石油精製はその価格変化の影響を受けて、損失が発生している。この点から見れば、中国の経済が国際化する特徴は一層明らかになった。しかし、主要な化学工業生産物において、苛性ソーダ、純炭酸ソーダの出来高はそれぞれ19.4%と11.4%成長した。化学肥料、農薬出来高はそれぞれ12.6%と21.5%成長した。統計数字によると、2006年の中国石化業界は急速な成長を実現し、4377億元の利潤をあげ、18.3%成長した。2007年、前3四半期の中国石化業界は純利益486.83億元を実現し、同期比で43.65%成長した。

(6) 紡織業界

ある研究によると、人民元が1%切り上がると、紡織業界の利潤は2%～6%下がる。人民元の切り上げ幅が5%～10%とすると、紡織業界の利潤率は10%～60%下がる。特に、輸出依存度が比較的高い服装業界は、比較的大きな損失を受ける。上場会社の中で先進的な企業はその利潤率が比較的高いので、利潤率を下げる割合は比較的に小さい。ただし、もし人民元がさらに切り上がると、その限界的なマイナス効果は一層拡大する。輸出する生産物の利潤率の下落は、必然的に“外転内”を引き起こすであろう。

中国税関総署が公表した数字によると、2007年の1～5月、中国織物服装の累計輸出は同期比で

15.6%成長した。2007年、中国織物は輸出増加率12%前後を達成することが見込まれているが、2006年の25%の増加率より大幅に低下する。その原因について説明すると、最も重要な要素は、人民元切り上げにより中国織物服装の輸出価格の優位性が弱まったことにある。人民元が切り上がるにつれて中国の紡織服装業が、いっそう大きな国際的圧力に直面することになることは間違いない。

4、人民元の今後の動向及び証券市場への影響

(1) 人民元の今後の動向

2005年7月、中国が人民元の為替レート制度を改革して以降、人民元は米ドルに対して切り上がり続け、切り上げ幅も次第に加速している。2005年には人民元は対米ドル為替レートを2.56%切り上げ、2006年には3.35%切り上げ、2007年以降の切り上げ幅は5.5%を超えている。

特に、2007年9月以降、米国の2度の金利引き下げによって、米ドルはさらに弱くなり、人民元切り上げの圧力は米ドルの脆弱さのためにますます増大している。また、国際資本が中国市場を含むアジア新興市場に大量に流れ込み、中国資産の価格上昇を推進する原動力となっている。前述のように、人民元為替レートは依然として米ドルを主要な通貨として参照しており、通貨バスケットを参考にしていない。中米、中欧間の貿易摩擦などの要素を考慮に入れ、さらに米ドルが弱い現状では、人民元の切り上げが一層加速すると考えるのが自然である。

2007年の中国のマクロ経済から分析すると、各種の要素の影響を受けているため、人民元切り上げが加速するとの予想が一層強まるだろうと考えられる。2007年末に、人民元の為替レートは1ドル：7.3500円を突破し、2008年末には、1ドル＝6.9000円を突破すると予想されている。

ドルの切り下げは続き、人民元はさらに切り上げられている。現在、他の国の通貨も米ドルに対して上昇している。米ドルが弱くなり始めると、将来さらに弱くなる可能性が大きくなる。人民元は他国の投資家にとって、引き続き良好な投資局面にあることに変わりはなく、人民元が切り上がる速度がさらに上昇するという傾向は続くものと

思われる。

(2) 証券市場への影響

近未来から(短期的に)見れば、人民元切り上げのスピードが加速することは、輸出入に依存度の高い上場会社に比較的大きい影響を与える。人民元の切り上げは、上場会社の業績に変化をもたらす証券市場に影響している。同時に、人民元切り上げが短期国際資本を中国証券市場に引き続き流入させ、その資金が推進力となって証券市場へインパクトを与え、そこで指数をかなり高い水準に維持している。

中長期的に見れば、中国政府は人民元為替レートに主導性、コントロール性と漸進性を堅持するとの原則を大きく変えるとは思えないため、相応なマクロ経済政策の実施を通じて、人民元為替レートの上昇スピードを一定の範囲内に制御するであろう。それゆえ、証券市場の中の上場会社の業績変化は次第に穏やかになり、短期国際資本も鞘取引の後は徐々に市場から撤退して、中国証券市場は理性的な状態に戻ると考えられる。

第四章、政策提案

人民元の価値が上昇するという予想のもとに、大量の資金が中国に流入し、一部分の資金は国内の証券市場での取引に活発に参加している。中国資本の閉鎖性および今の段階の人民元資本では外貨との両替は自由ではないが、国際資本が流動しようとする方向と目的は一致しているため、その帰結は国際資本と同様かもしれない。

国際資本の流入は、3つの短期効果を生じると考えられる。第1に、大量の国際資本が流入して人民元の切り上げを激化する。第2に、国際資本が証券市場と不動産市場への投機に向かい、株価と不動産価格の上昇を加速する。そして、第3に、国際資本流入が中国の国内通貨供給量を増加させ、経済的なインフレを引き起こす。

そのため、人民元切り上げが激しくなると、投機資金は人民元切り上げによって得られる利益を回収してすぐに中国から立ち去るであろう。撤退する際には、保有する大量の人民元資産を投げ売りし、証券、株価指数の先物、商品先物などを含んで、鞘取引に走る。投機家の投げ売りの結果は、

直ちに中国の国内市場株価、土地建物価格の大幅な下落を引き起こして、1980年代の日本や台湾のようになることも予想しうる。

1985年の“プラザ合意”の後、10年のうちに日本円は約3倍に切り上がった。1987年から1990年までに、日本の住宅地価格は年平均14.41%上昇し、商業敷地価格は年平均15.6%上昇した。プラザ合意以後の10年間、日本円の貨幣価値は年平均5%以上上昇した。日本に投資した国際資本の行為は、国際資本にとって確実に金を儲けることができ、かつ損をしない保険を獲得することと同じである。仮に、投資した日本円の資産価格が変わらなかつたとしても、為替レートの変動によって年平均5%以上もの収益が獲得されるのである。実際には、日本国内の低金利によって証券市場と不動産市場での取引が刺激され、国際資本は投資した日本の証券市場と不動産市場において二重の収益を挙げることができた。すなわち、資産価格の上昇と日本円の切り上げである。この二重の収益への誘引が、証券と不動産への大量な投機をもたらした。日経平均株価は1985年12月の13113円から1989年12月29日には38915円まで達し、史上最高値を記録した。その後3年のうちに日経平均株価は60%下げ、宅地価格は最高時に比べて52%低下、さらに商業敷地は74%下落した。このバブルの崩壊によって深刻な不良債権問題が発生し、いくつかの大きな銀行は破綻、または再三の統合合併を繰り返し、それ以降日本は10数年の衰退期に入ることになる。

1988年の台湾“央行”(中央銀行)は国際圧力に屈し、緩かに自国通貨を切り上げる政策を実行した。証券市場に投機する大量の国際資本を引きつけて鞘取引が繰り返され、証券市場へ大きな衝撃をもたらした。証券市場の権株価指数は1985年7月の600点から1990年2月には13608点まで上昇したが、その後8カ月のうちに2565点まで落下。下落幅は80%に達し、ほとんど40年の経済成果を失ってしまった。

近年、中国経済は目覚ましい速度で発展しているが、いまだに世界の先進国と同様の基準で比較することはできない。このような現状で中国経済は、上記のような激しい衝撃に耐えることができるだろうか？

まず、1980年代円高期の日本企業に比べて、現在の中国企業が人民元切り上げに対して同様に耐える力を持っているとは思えない。80年代の日本はすでに世界の先進国の一つであり、資本、技術、管理など様々な面において日本の企業は強い国際競争力を持ち、輸出品は主に高付加価値の生産物であった。そのため、プラザ合意以後の長期にわたり、日本の輸出額は成長し続け、貿易輸出超過は500億ドル以上を保持している。今日、中国は経済発展のまだ初期にあり、輸出品は労働集約型の生産物に属する。企業は主に格安の労働力に依存して国際競争力を維持しているが、一旦国際資本が利益を吸収した後に撤退すれば、中国の経済は日本や台湾と同じ道を辿る。(中国経済は日本と台湾の失敗の前例を繰り返すかもしれない。)あるいは、一層厳しい結果が待ち受けている。

人民元為替レートという問題の複雑性に鑑みて、中国政府が研究すべきは、人民元切り上げと国内のインフレ圧力を緩和しながら、短期国際資本移動による中国経済への悪影響を抑える方策である。

(1) 為替相場の管理体制を改善し、管理変動為替相場制度を引き続き実行

中国政府は人民元為替レートの主導性、コントロール性と漸進性の原則を引き続き堅持すべきである。市場需給を基礎として、通貨バスケットを参考にし、管理変動為替相場制度を実行し、米ドル単一通貨へのベッグではなく、真に弾力性を持つ人民元為替レートの体制を形成する。

また、中央銀行は国内外の経済と金融情勢に基づいて、適宜為替レートの浮動区間を調整し、人民元為替レートの正常な浮動を維持しながら、人民元為替レートの合理的範囲内での安定を保持することで、マクロ経済と金融市場の安定を守る。

(2) 経済構造を最適化し、産業構造の高度化と対外貿易バランスの均衡を促進

中国の対外貿易パターンを単純な加工貿易を中心とする低付加価値商品依存型から、ハイテク製品、高付加価値製品の輸出中心へと発展を促進して、いっそう経済構造を最適化する。

貿易相手国と互いに協調し、相手国との貿易摩

擦を減らし、少数の相手国への貿易集中や過大な輸出超過を避け、合理的に輸出を誘導し、中国対外貿易の成長過程に発生した外部矛盾と圧力を軽減しながら、徐々に対外貿易バランスの均衡を実現する。

(3) マクロコントロールを強化して、緊縮的貨幣政策などを引き続き実施

銀行貸付けの急増を抑え、銀行組織に対する管理を引き続き強化し、過剰流動性とインフレ圧力を重視して、資本流動への引導と管理を強め、マイナスの実効金利という状況から脱却して、中国経済を緩やかに発展させる。

また、株価指数先物など金融市場で取引される金融商品の種類を増すことで投資ルートを拡大し、投資の過度な集中から生じる問題を解決し、証券市場と物価への圧力を緩和して、好循環を実現する。

(4) 証券市場と不動産市場を左右する違法行為を打破

証券市場の透明度を高め、不動産市場での法律執行力を強化し、不動産市場へのマクロコントロールを高め、政府の官吏と不動産業者が互いに結託して不動産市場をかき乱すなど、政府腐敗が原因で不動産のコストと価格が高まるような行為を打破する。

市場経済規則の下に資源配分の効率性を高め、不動産税の種類と税率への管理制度を更に改善する。

このようにして、国内の物価安定と、過剰流動性の緩和、証券市場と不動産市場の安定を確保しつつ、短期国際資本が大量に流入する状況を和らげ、短期国際資本が中国から撤退する際にも中国経済への悪影響を可能な限り低減させることで、人民元切り上げの環境のもとで中国国民経済の安定的な発展を実現することができる。

参考文献

- [1] 「中国統計年鑑」「国家統計出版社」
1990—2003年
- [2] 「中国国民经济和社会发展統計公報」「国

家统计出版社 1995—2006年

- [3] 松浦克己 Colin McKenzie 「EViewsによる計量経済分析」東洋経済新報社 2001年
- [4] Dickey, D. and Fuller, W. (1979), "Distribution of the Estimates for Autoregressive Time series with a Unit root", Journal of the American Statistical Association, 74, pp. 427-31
- [5] Granger, Clive, and Paul Newbold (1974), "Spurious Regressions in Econometrics", Journal of Econometrics, 2, pp. 111-120
- [6] IMF: 「世界经济展望」2000年5月, p169、p197
- [7] 陈昌华「港股A股化 A股日本化」「财经」总197期 2007年10月29日
- [8] 潘清「中国石化行业去年盈利增长18.3%」「上海证券报」2007年4月10日
- [9] 周文峰「我国外汇储备超1.4万亿美元」「南方日报」2007年10月13日
- [10] 王欣「三季报收官业绩再度报喜 机构看好金融地产」「深圳特区报」2007年10月31日
- [11] 中国人民银行网 <http://www.pbc.gov.cn> 货币供应量 1997—2007年
- [12] 中国人民银行网 <http://www.pbc.gov.cn> 社会消费品零售总额 1997—2007年
- [13] 中国国家统计局网 <http://www.stats.gov.cn> GDP 1997—2007年
- [14] 中国出口贸易网 <http://www.cnexpnet.com> 「欧盟对中国钢铁发起反倾销案一触即发」2007年10月9日
- [15] 中国商务部网站 <http://www.mofcom.gov.cn> 外贸净出口额 1997—2007年
- [16] 新浪网财经 <http://www.sina.com.cn> 人民币行情 2007年11月7日
- [17] 新浪网财经 <http://www.sina.com.cn> 上证指数 2007年11月7日