

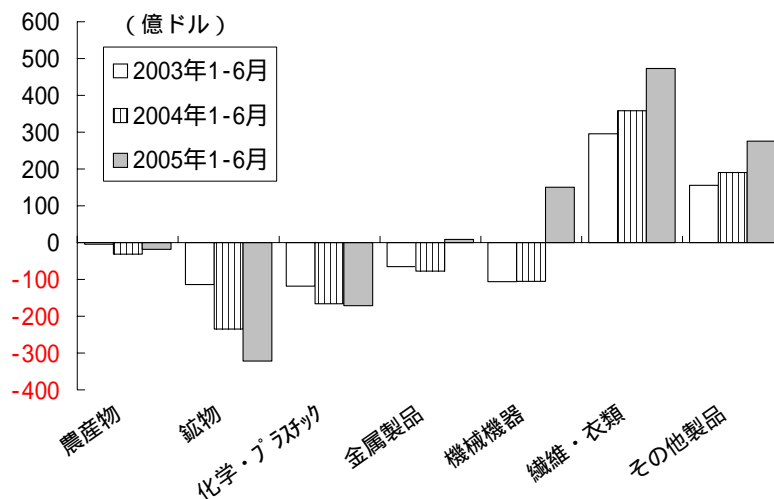
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

中国の貿易黒字と人民元相場の行方

- ・ 今年上半期の中国の貿易黒字急増は、国内投資の減速、生産能力の増強、多国間繊維協定の完全撤廃などで機械機器と金属製品の収支が黒字転化し、労働集約的製品の黒字が拡大したことによる。下半期は在庫調整進展、輸出数量規制、人民元切り上げなどの影響が加わるが、黒字減少は小幅に留まり、米国からの人民元切り上げ要求は続くだろう。
- ・ 高水準の貿易黒字、直接投資の流入に加え、追加切り上げ期待からくる資本流入も続くことで、外貨準備高がさらに積み上がる可能性も高い。政策当局は、為替相場の安定と金融政策の独立性確保のジレンマにも悩まされ続けるだろう。
- ・ 中国は7月21日の為替相場制度改革後、為替リスクヘッジ手段の拡充、市場における相場形成メカニズム改善措置を打ち出すことで、改革に継続的に取り組む姿勢を示しているが、これだけでは米国の不満と投機的な資本流入の圧力を緩和することは容易ではないと思われる。

貿易黒字急増の要因分解



(資料) 中国海関統計

主任研究員 伊藤 さゆり (いとう さゆり) (03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北4-1-7 3F

ホームページアドレス: <http://www.nli-research.co.jp/>

＜ 中国の貿易黒字と人民元相場の行方 ＞

人民元の追加調整圧力の指標として注目される貿易黒字と外貨準備の動向

中国の貿易黒字と外貨準備高の急増は、固定為替相場制度の下で人民元が割安な水準に据え置かれてきたことを示す材料とされてきた。7月21日に人民元は切り上げられたものの、わずか2.1%という幅に留まり、その後もドルの前日比の変動幅は上限（上下0.3%）よりもはるかに小さいものに抑えられている（図表1）。今後の貿易黒字と外貨準備高の動向は、為替相場調整の効果と、追加調整の圧力を判断する材料として注目される。



貿易不均衡の是正はマイルドなペースに留まる見込み

（ 上半期の貿易収支は機械機器・金属製品の黒字転化と労働集約的製品の黒字拡大 ）

中国の貿易黒字（通関ベース）は1～7月期で499.8億ドルと昨年1年間の実績（321億ドル）をすでに大きく上回り、過去最高に達した98年の434.8億ドルを上回ることが確実な情勢となっている。

貿易収支は、昨年1～4月期に赤字となったが、その後、大幅な黒字を計上するようになった。その原因としては、引締め強化による国内投資の減速、中国国内での生産能力増強による輸入代替の進展や輸出余力の拡大、多国間繊維協定(MFA)の完全撤廃などが指摘されている。

今年上半期の品目別に見た貿易収支を前年同期と比較して見ると、貿易黒字の拡大に最も大きく貢献したのは機械機器収支の黒字転化であり、次いで労働集約的製品（繊維・衣類、その他製品）の貿易黒字の拡大、金属製品収支の黒字転化が寄与したことが分かる（表紙図表参照）。

（ 機械機器の収支改善は電気機械の貿易黒字拡大が主因 ）

機械機器の貿易は、域内外との分業の発展とともに双方向の貿易が膨らんだため、中国の貿易総額（輸出＋輸入）のおよそ半分を占める構造となっている。

機械機器は、統計上、電気機械、輸送機械、光学機械に3分類されているが、中国ではパソコンとその周辺機器、携帯電話、民生用電気機器製品・部品などの電気機械が、機械機器貿易の8割、貿易総額の4割というように極めて高いシェアを占めている。

2003年まで機械機器の貿易特化係数^(注1)は0に近い水準ながらマイナス、すなわち収支は赤字であったが、2004年には電機機械、輸送機械の係数はプラスに転化、貿易黒字を計上するよう

になった（図表2）。

中国を巡る電気機器貿易の流れは、集積回路、半導体デバイスなどの部品類を日本や台湾、韓国など主としてアジア域内から調達し、パソコンや周辺機器、携帯電話などの完成品を欧米向けに輸出する構造になっている。このため、従来、輸出入の間には連動性が見られたが、今年上半期には輸出は30.2%増加する一方、輸入は13.4%と前年同期の39.1%から大きく減速、輸出入伸び率の乖離が広がり、黒字幅が拡大した。こうした乖離は、設備投資関連の輸入鈍化（前記要因）に加え、部品輸入の伸びが在庫の調整と輸入代替の進展（同）という構造変化によって鈍化したことが影響したものと考えられる。

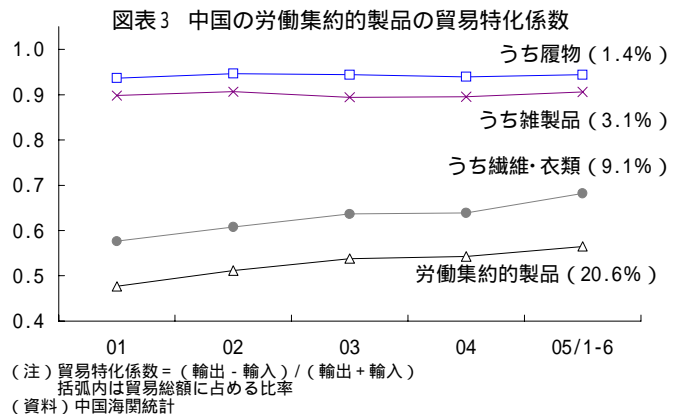
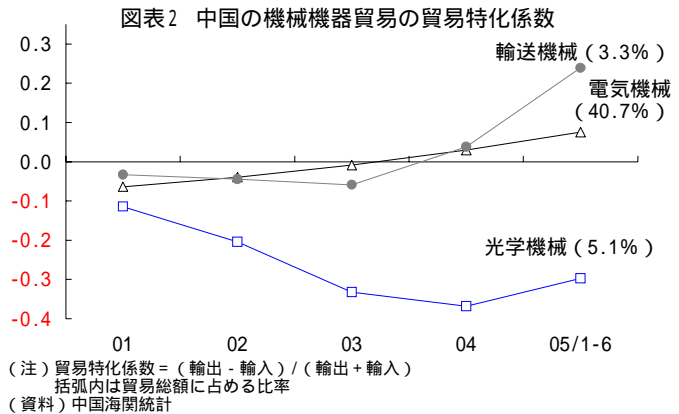
輸送機械の収支も、引締め強化を受けた2004年半ばからの自動車生産・販売の鈍化（同）の一方、集中的な設備投資による生産能力増強で部品の輸入代替、さらに輸出能力が拡大したこと（同）などから黒字に転化した。2001年のWTO加盟後の段階的な関税引き下げも刺激となり、国内外のメーカーの生産能力増強が進み、自動車産業は急成長を遂げている。ただし、完成車の輸出も行なわれるようになってきているとはいえ、国際的な競争力は、品質とコストの両面で未だ脆弱である。輸送機器が貿易総額に占めるウェイトも今年上半期の段階で3.3%と小さく、米国や欧州に対する貿易不均衡の要因としてはまだ限界的である。

機械機器のうち、光学機械についても輸出の加速と輸入の鈍化という乖離が見られたが、収支は98.5億ドルと高水準の赤字となっている。この分野での主たる輸入品目である液晶デバイスについては、需要を満たすだけの輸入代替が進展していないことが窺われる。

下半期には、在庫調整の進展で輸出入の伸びの乖離が縮まる可能性がある。人民元切り上げは輸入部品の調達コストの割安化をもたらすが、小幅な切り上げが、設備投資の立ち上がりによる輸入代替の進展という構造的変化に及ぼす影響は限られ、黒字基調は定着するものと思われる。

（労働集約的製品は貿易黒字の源泉、上半期は繊維・衣類を中心に黒字が拡大）

繊維・衣類などの労働集約的製品が貿易総額に占めるシェアはおよそ2割であり、分業による双方向の貿易が活発な機械機器に比べて相対的に低く、そのシェアは低下傾向にある。しかし、履物や雑製品（家具、玩具等）では貿易特化係数が0.9を超えるなど、労働集約的製品は輸出特化の度合いが高く（図表3）、低廉かつ大量の労



働力という中国の比較優位を映じて貿易黒字の源泉となっている。

この分野での今年上半期の貿易黒字の拡大は、多国間繊維協定（MFA）の完全撤廃（前記要因の ）による欧米などへの繊維・衣類輸出の加速が大きく貢献したものである。しかし、上半期の輸出急増で欧米との貿易摩擦が激化、下半期には、米国のセーフガード発動やEUとの輸出数量抑制の合意の影響もあり、黒字拡大の勢いは鈍る見込みである（注2）。

人民元切り上げは、「輸入素原材料への依存度が低い輸出産業」という特性から、理論的には負の影響が大きいと考えられる。しかし、競争が激しい分野であるだけに小幅な調整であれば企業が輸出価格への転嫁を手控えることで、輸出市場におけるシェアの低下が抑えられる可能性も高い。労働集約的製品の貿易黒字構造に大きな変化が生じることは考え難い。

（ 鉄鋼・同製品の収支も黒字転化 ）

金属製品の収支の黒字転化も、鉄鋼・同製品の貿易収支が、輸出の加速と輸入の減速によって改善したことが寄与したものであり、国内投資の減速（前記要因の ）と生産能力の増強による輸入代替の進展、輸出余力の拡大（同 ）が反映されたものである。

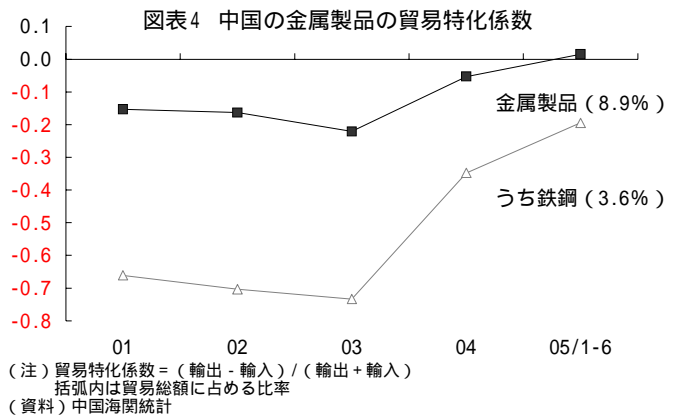
人民元切り上げは、輸出製品の価格競争力を減殺し、輸入製品を割安化するため、収支の悪化をもたらす可能性がある。

しかし、切り上げ幅の小ささから影響は限られると見られる上に、投資抑制策の継続で内需が抑制されること、国内における生産能力の増強で輸出ドライブが掛かり易くなっていることから、収支が大きく悪化に転じることはないと思われる。

（ 貿易黒字の縮小は小幅、米国からの人民元の切り上げ要求は続く ）

下半期の中国の貿易黒字は、在庫調整の進展、輸出数量規制、人民元切り上げの影響などが縮小要因となるが、設備投資ラッシュで生産能力が増強される一方、投資抑制策の継続で素材等の国内における需要の伸びが抑えられることから、輸入の伸びは抑制、輸出ドライブが掛かりやすくなっており、黒字の減少は小幅に留まると予想される。

人民元問題に最も強硬な立場をとってきた米国では、貿易赤字が過去最高に膨れ上がる中、1～6月期の対中貿易赤字（通関ベース）も前年比 31.6%増の 900.9 億ドルと過去最高に達した。下半期には繊維・衣類の対中輸入数量の制限もあり、貿易不均衡拡大の勢いは幾分鈍るとされるものの、通年の赤字が前年を上回することは避けられそうもない。米国は人民元の調整幅が不均衡改善に効果的な幅となるよう、継続的な圧力をかけるものと思われる。



資本流入面からの圧力も持続

(外貨準備は貿易黒字の拡大、高水準の直接投資、投資資金の流入により急増)

中国の外貨準備は、元の為替相場を安定維持するために巨額のドル買い介入を行なった結果、2004年中に2067億ドル増加、今年1～6月期にはさらに1010億ドルが積み上がり、6月末には7110億ドルに達した。

外貨準備高の増減は、国際収支統計の構成上、「経常収支+資本収支+誤差・脱漏」と等しくなる。中国の国際収支統計によれば、2004年の外貨準備の増加のうち、貿易黒字(599億ドル)と直接投資(531億ドル)で説明されるのは約半分、残り半分は、その他の形態の資本流入によるものであった。現在の中国の資本取引規制体系では、対内証券投資や短期資本取引は原則として禁止されているが、人民元切り上げ期待を背景に規制をかいくぐって投機資金が流入、270億ドルにのぼる誤差・脱漏はこれらを反映したものとされている。

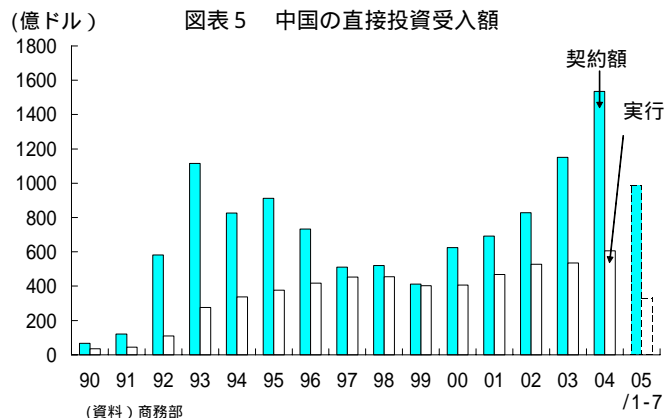
(外貨準備は為替相場の安定と金融政策の独立性とのジレンマを示す指標)

中国人民銀行は、ドル買い介入による市場への人民元の供給がインフレに結びつくことを抑制するために不胎化介入(元売りドル買い介入によって市中に出回る元を公開市場操作により吸収する政策)を行ってきたが、投資抑制策の継続にも関わらず、マネーサプライ(M2)は6月15.7%、7月16.3%と、人民銀行の目標である15%以内を2カ月連続で上回り、限界に達しつつある。金融政策面での自由度の低下は、貿易摩擦とともに7月の制度改革決定の重要な要因となったものと思われるが、今後も為替相場の安定か、金融政策の独立性確保かというジレンマの大きさを示すものとして外貨準備の動向に注目して行く必要がある。

(貿易黒字と直接投資とも高水準)

主要な外貨獲得経路のうち、貿易黒字は、既述のとおり前年を大きく上回る推移が続き、今後の黒字減少ペースも緩やかと見込まれる。一方の直接投資は、契約額が1～7月期で前年同期比19.2%の増加(986.4億ドル)となったが、実行額は330.91億ドルで同3.42%減少した。実行額は前年同期を下回ったとはいえ、昨年の実行額は過去最高額で、上半期に集中していたことから、高水準の流入が続いていると評価できよう(図表5)。

近年、実行額と契約額との乖離は拡大しているものの、先行指標である契約額が伸びていることや、WTO加盟後の市場開放が段階的に進展しつつあることから、今後も相対的に高い水準の直接投資の流入は続くものと思われる。人民元切り上げは、中国国内での生産コストの割高化につながることから、「コスト削減を目的とする輸出指向の高い直接投資」には負の影響を及ぼす



と考えられるが、購買力の増強に資することから、「市場確保型の直接投資」を刺激する効果があり、質的变化を促す要因と考えることができる。

(資本流入面からの圧力も持続)

中国人民銀行では、7月21日の切り上げ後、「2.1%の切り上げは制度改革の開始にあたっての調整」であり、「人民元の相場形成メカニズムの改革の第一歩であって、相場自体の調整の第一歩ではない」と繰り返し強調し、追加調整の可能性を否定している。しかし、人民元の切り上げ幅が小幅に留まったこと、米国との貿易不均衡の早期解消が難しいと見られる中、人民元NDF(差額決済型先物)相場は追加で3.5%の切り上げを織り込むなど(2ページ、図表1参照)、市場における追加切り上げ観測は根強い。

高水準の貿易黒字、直接投資の流入に加え、切り上げ期待からくる資本流入が続く一方、資本流出には、相対的に厳しい規制が残存することで、その他の資本収支の黒字基調も続くであろう。外貨準備は、今後も、さらに積み上がる可能性は高く、為替相場の安定を重視する政策によって金融政策の自由度が制限される状況も続くものと思われる。

当局は人民元改革の加速で人民元高圧力に対応する構え

中国は7月21日の改革後、為替相場の変動自体は抑制しているが、為替相場の弾力化の大きな障害としてきた為替リスクヘッジ手段の拡充、市場における合理的な相場形成のための市場参加者の拡大と監視強化といった改革を打ち出している(図表6)

図表6 7月21日以後の人民元制度改革を巡る動き

月日	内容
7月21日	人民元の対ドル相場の2.1%切り上げ、通貨バスケットを参照する管理フロート制に移行
7月26日	中国人民銀行、追加切り上げの可能性を否定
8月9日	対顧客向け人民元の為替先物取引の外資系銀行への開放、通貨スワップ取引の解禁を発表
8月10日	銀行間為替先物取引の認可、外国為替市場の参加機関を拡大を通達 通貨バスケットの構成通貨を公表
8月15日	銀行間為替先物取引開始

(資料) 中国人民銀行プレスリリースほか

一連の制度改革には、為替相場の柔軟性拡大に向けた環境整備という本来の狙いとともに、間を置かず追加策を打ち出すことで、米国の不満と投機的な資本流入の圧力を緩和する狙いもあると思われる。しかし、国際収支面での圧力の大きさを考えると、現状の相場水準と資本取引体系の下で、中国が為替相場の安定と金融政策の自由度の確保を両立することは容易ではなからう。

(注1) (輸出+輸入)/(輸出+輸入) 0から1までの品目は比較優位、0からマイナス1までは比較劣位となり、1ないしマイナス1に近いほど優位、ないし劣位の度合いが高いことを示す指数

(注2) 繊維・衣類貿易を巡る欧米との貿易摩擦については、Weeklyエコノミストレーター2005.7.22号「対中貿易摩擦と人民元切り上げに対する欧米のスタンス」をご参照下さい。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)