

中国の構造転換と人民元

＜副題＞人民元の方角を左右する「1つの戦略と3つの戦術」



経済調査部門 首席主任研究員 三尾 幸吉郎

mio@nli-research.co.jp

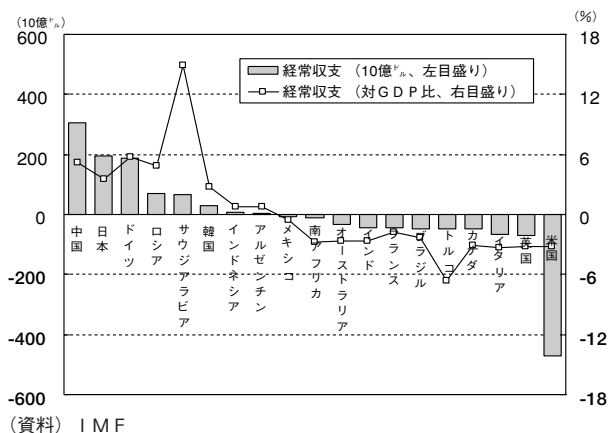
1—人民元の上昇を許容してきた中国

世界最大の経常黒字国である中国の通貨（人民元）は国際会議の度に切り上げの圧力を受けている。昨年11月3－4日にフランスのカヌで開催されたG20でも、首脳宣言に「大きな経常収支黒字を有する諸国は為替レートの柔軟性を拡大」との文言が盛り込まれた。中国の対GDP比でみた経常黒字はドイツやロシアとほぼ同水準にあるにも拘らず（図表－1）、中国の人民元に対する国際社会の切り上げ期待は特に強いようだ。

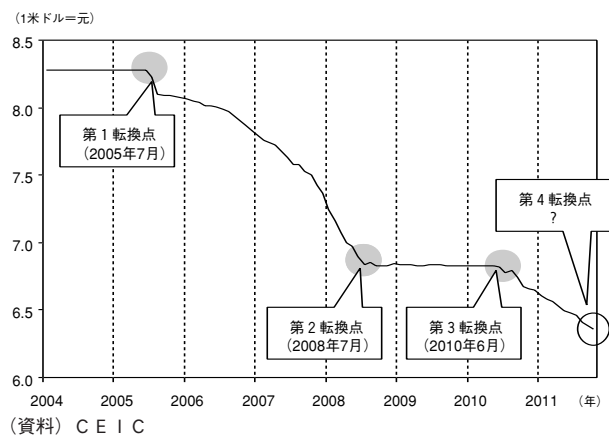
米国ドルに対する人民元レートの推移をみると（図表－2）、長らく1米国ドル＝8.28元前後で固定されていた人民元は、2005年7月に2%切り上げるとともに緩やかに上昇し始め（第1転換点）、その後は徐々に上昇ピッチを加速していった。2008年7月には再び1米国ドル＝6.83元前後で固定化したものの（第2転換点）、2010年6月には緩やかな上昇を再開している（第3転換点）。この間に人民元は、一時停止を含むスピード調整はあったものの、大きく下落することなく約3割上昇した。

それでは、中国は国際協調のため止むを得ず人民元の上昇を許容しているのだろうか。確かに国際協調は重要な判断要素だろう。しかし、中国が国益を疎かにしてまで国際協調を重視するとは思えない。そこで、人民元（基準値）の決定に至る意思決定プロセスを探ってみた。

〔図表－1〕 G20の経常収支（2010年）



〔図表－2〕 対米国ドル人民元の推移



2—人民元の行方を左右する様々な要因

1 | 人民元は本当に割安か

その国の通貨でどれだけの物やサービスが購入できるかをみる購買力平価を基準に、現在の人民元を評価してみると4割程度の割安となっており、これが人民元は割安と指摘される背景にある。但し、購買力平価基準で見れば、殆どの新興国通貨が割安であり、人民元だけが割安な訳ではない(図表-3)。

割安な新興国通貨は、経済発展に連れて上昇、割安が修正されて徐々に適正水準に近付くことが多い。図表-4は経済発展度と通貨の割高割安度との関係をみたものだが、経済発展度を示す一人あたりGDP(国際ドルベース)が高い国ほど通貨が割高で、低い国ほど通貨が割安な傾向があり、この関係を直線で示す近似線は右肩上がりとなっている。

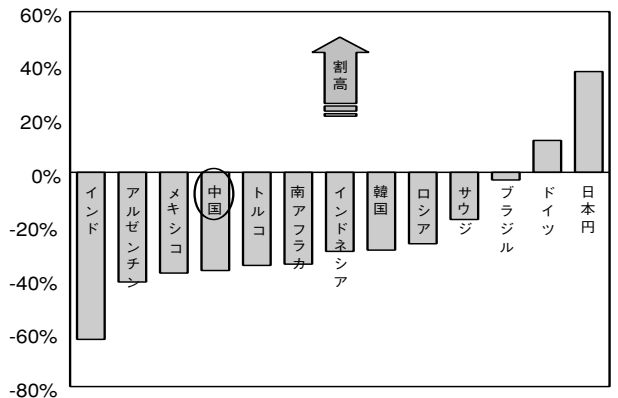
2011年11月末時点の人民元は近似線のやや上に位置しており、経済発展度との関係という相対的な観点で見ると、人民元はやや割高となっている。(以下では、人民元が近似線よりも上にある時は「相対割高」、下にある時は「相対割安」と略称する)

2 | 相対割安時には上昇、相対割高時には停止

人民元の動きを他の新興国通貨の動きと重ね合わせてみると(図表-5)、第一に人民元の値動きが小さいこと、第二に他の新興国通貨が上昇する時には人民元も上昇する傾向があること、第三に人民元の上昇幅は2005年の第1転換点以降の通計で見ると、他の新興国通貨に遜色ない(あるいは上回る)上昇となっていることの3点が指摘できる。

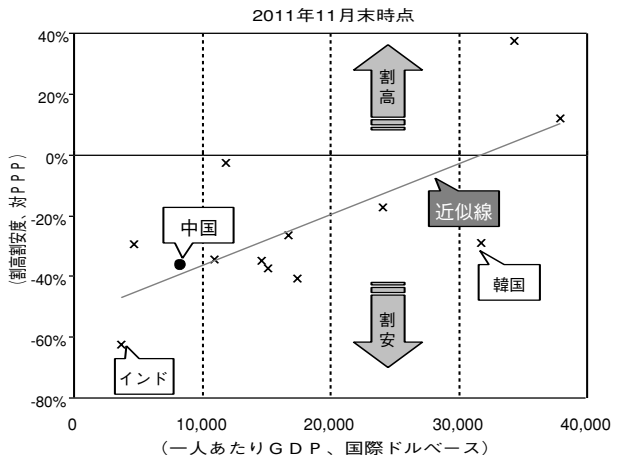
また、経済発展度との関係でみた相対割高・割安をみると、人民元は近似線から大きく乖離することなく推移している。例えば、2005-08年に他の新興国通貨が上昇した時期には、値動きの鈍い人民元は相対割安となっていたが、中国政府が人民元の上昇ピッチを加速させたため過度な相対割

[図表-3] 主要国通貨の割高割安度



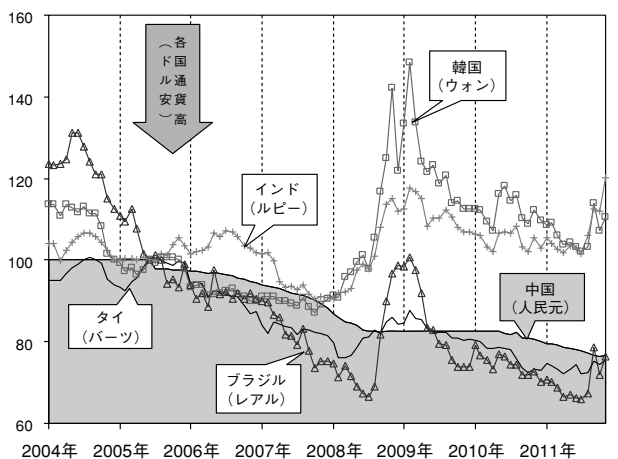
(資料) IMF、Datastreamのデータからデータ基礎研究所で作成

[図表-4] 相対割高割安度 (その1)



(資料) IMF、Datastreamのデータからデータ基礎研究所で作成

[図表-5] 対米国ドル新興国通貨の推移



(注) 2005年6月末=100として指数化

(資料) Datastreamのデータを元にデータ基礎研究所で作成

安にはならなかった。一方、リーマンショック後の2009年2月頃には、他の新興国通貨が軒並み急落したのを受けて人民元は相対割高となっていたが、中国政府が人民元の上昇を停止したため、過度な相対割高にはならなかった（図表-6）。

このように中国政府が過度な相対割高や相対割安を避ける背景は、過度な相対割高の場合は海外市場での価格競争力低下による輸出企業への打撃、国内市場で輸入製品が割安化することによる国内産業への打撃、投資の魅力低下による外資参入の減少などの問題があり、過度な相対割安の場合には貿易摩擦が高まり過ぎて国際的に孤立するリスクがあるためと思われる。

以上を総合的に勘案すると、中国政府は人民元の値動きを小幅に抑制しているものの、他の新興国通貨の動きを良く観察しており、特に経済発展度との関係でみた相対割高・割安の状況を意識しながら人民元をコントロールしていると考えられる。

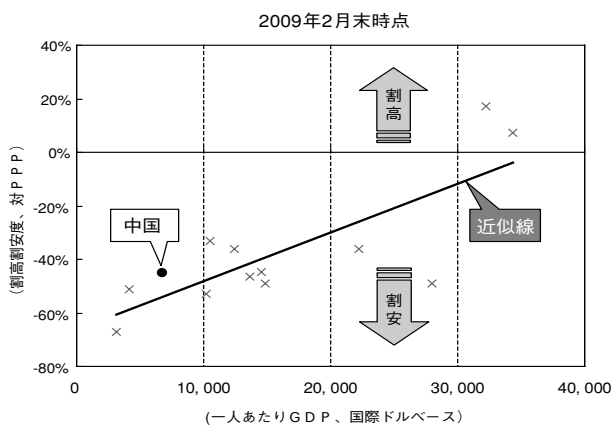
3 | 金融引締め局面では上昇することが多い

また、金融引締め局面では人民元が上昇することが多い点も指摘できる（図表-7、8）。

景気過熱などでインフレ懸念が高まると、中国人民銀行は貸出金利や預金金利を引き上げるなどの手段を用いて金融引き締めを図る。一般に金利引き上げは海外からの資本流入を促すため、金利引き上げが人民元高の原因との見方もできる。しかし、資本の流出入を厳しく制限する中国では、受け皿となる金融商品も少なく、金利引き上げが人民元高に直結しない。

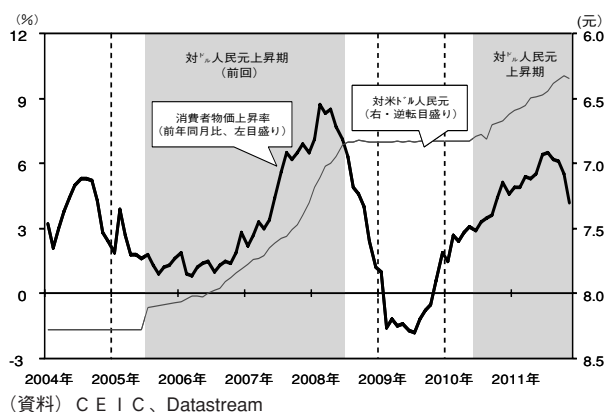
但し、金融引締め局面では、輸入物価抑制効果が期待できる人民元の上昇は、ひとつの有効な金融引締め手段ともなるため、中国の国益と人民元高が合致する局面でもある。従って、金融引締め局面で人民元の上昇は、中国の国益と合致するため、中国がより積極的に人民元の上昇を許容した結果であると考えられる。

[図表-6] 相対割高割安度（その2）



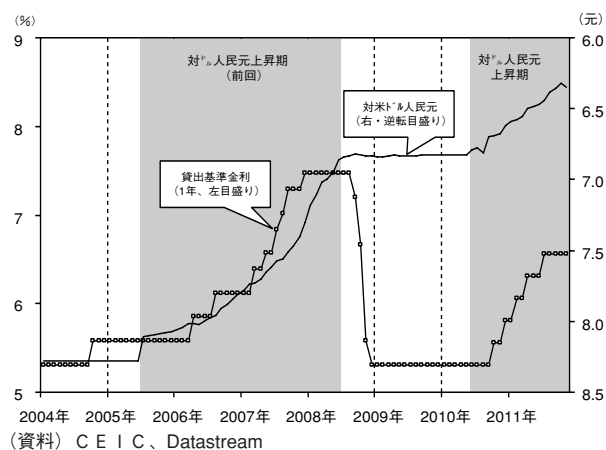
(資料) IMF、Datastreamのデータからニッセイ基礎研究所で作成

[図表-7] インフレ率と人民元



(資料) CEIC、Datastream

[図表-8] 貸出基準金利と人民元



(資料) CEIC、Datastream

3—構造転換と人民元

1 | 構造転換で中国が目指すもの

中国では、昨年3月開催の全国人民代表大会で第12次5ヵ年計画（2011—15年）が採決された。第11次5ヵ年計画期の実績を高く評価するとともに、「同時に、わが国の発展における不均衡、不調和、持続不能問題が依然として際立っている」と問題点を指摘、「経済発展パターンの転換加速」を主軸として、「小康（わりあいゆとりのある）社会」を全面的に建設するための基礎を築くとしている。

それでは、経済発展パターンをどう転換させるというのだろうか。1978年の改革開放以降、中国は年平均10%超の高成長に成功してきた。この高成長は「安価で豊富な労働力」を武器として、特区設置や税制優遇で外資による投資拡大を図り、外資系企業などによる生産拡大、耐久消費財や軽工業品の輸出で外貨を稼ぎ、それを元手にインフラを充実して更なる成長を図るといったパターンで「世界の工場」に発展した。

ところが、この発展パターンにも陰りがみえ始めた。先進国市場を席捲した衣料品の分野ではバングラデシュやベトナムなどが強敵に育ちつつあり、中国に匹敵する人口大国のインドも外資導入を積極化するなど後発新興国が中国を猛追している。中国国内でも、経済発展に伴って賃金水準が上昇、教育水準が高まって大卒者が急増、都市では大卒労働力の供給過剰が常態化し、大卒者に相応しい雇用の創出が急務となっている（図表-9）。

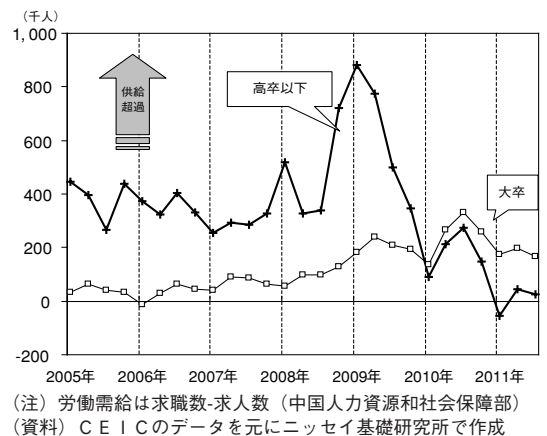
内外の環境変化で必要となったのが「経済発展パターンの転換加速」である。「安価で豊富な労働力」を「旺盛な消費需要を抱える中間所得層」と捉え直すことにより外需主導から内需主導への転換を図る、いわば賃金上昇を逆手に取るような成長戦略の転換である。この転換は生産面・投資面でも「外需をあてにした」生産・投資から「国内消費をあてにした」生産・投資への転換を促すことになる。

また、世界第2位の「経済大国」となった中国は「経済強国」への転換も進めている。消耗戦となり始めた後発新興国とのコスト競争から脱却するため、研究開発を積極化して知的財産権を持つコア技術を増やすとともに、メイド・イン・チャイナのブランド力を高めようとしている。これは供給過剰となった大卒者に新たな雇用機会を提供することにもつながる。

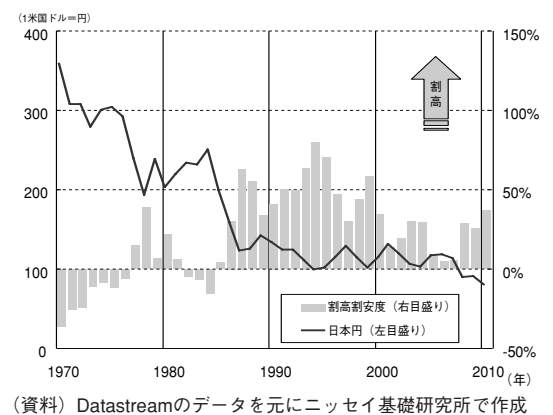
2 | 「経済強国」への道標となる日本の円高

日本円も1970年頃には購買力平価基準で4割弱の割安水準にあった。これは現在の人民元とほぼ同レベルである。その後の日本円は急速な割安修正期を迎え、1980年代前半には一時割安に戻るものの、1985年のプラザ合意以降はほぼ恒常的に割高水準で推移している（図表-10）。

[図表-9] 都市の労働需給の推移



[図表-10] 対米国ドル日本円の推移



日本の円高の場合には、石油危機とのダブルパンチとなったこともあり、短期的には深刻な打撃となったが、長期的には「経済強国」へのカタリスト（触媒）ともなった。日本の製造業は、省エネなどのコスト削減や技術革新を成し遂げたため、国際競争力を失うことはなく、貿易収支が悪化して日本円が急落するような事態には至らなかった。むしろ、もし円高がなければ、痛みを伴うコスト削減や努力の積み重ねから生まれる技術革新は成し遂げられず、メイド・イン・ジャパンを「廉価品」から「高品質品」へとブランドを昇華させるチャンスを失った可能性すらある。従って、日本の場合は円高が「経済強国」へのカタリストとなったといえるだろう。但し、もしコスト削減や技術革新に失敗していれば、経済成長が失速していた可能性もあり、リスクの高いチャレンジだったと思われる。

円高が日本経済に与えた影響を研究している中国は、このような自国通貨高のメリットやリスクを十分認識しているとみられ、ひとつの道標として人民元のコントロールに生かしていると思われる。

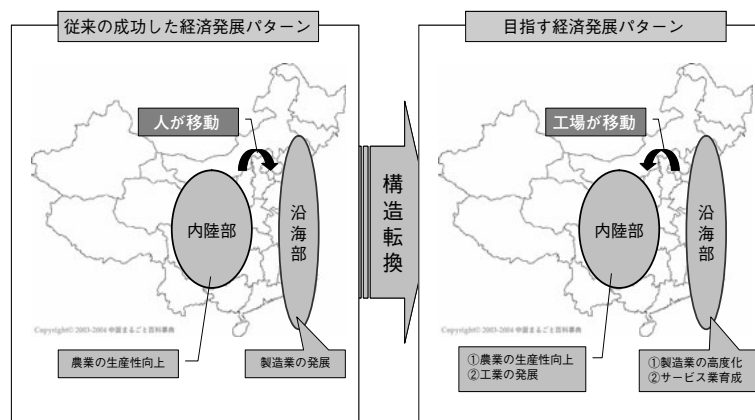
3 | 急激な人民元高を望まない背景

「経済強国」を目指す中国が、日本の円高のような人民元高を躊躇する背景は3点あるとみている。

第一に、日本の急激な円高は製造業に高度化を促すカタリストとなったが、中国では製造業が適切に動かないリスクが挙げられる。仮に製造業のコスト削減や技術革新のスピードが遅ければ、国際競争力を失い経済成長が鈍化するリスクがある。共産党による事実上の独裁を続ける中国では、成長鈍化は民主化要求の高まりを誘発しかねないだけに、リスクの高い選択肢は採用しづらい。

第二に、沿海部と内陸部で大きな賃金格差がある中国では、沿海部の製造業を高度化するとともに内陸部の賃金水準も同時に引き上げる必要がある点である。仮に急激な人民元高が沿海部の製造業を高度化しても、既存の製造業が後発新興国に流出してしまうと、内陸部の農業生産性向上で生じる余剰労働力は吸収できず、内陸部の成長が停滞するリスクがある。このリスクを

〔図表-11〕



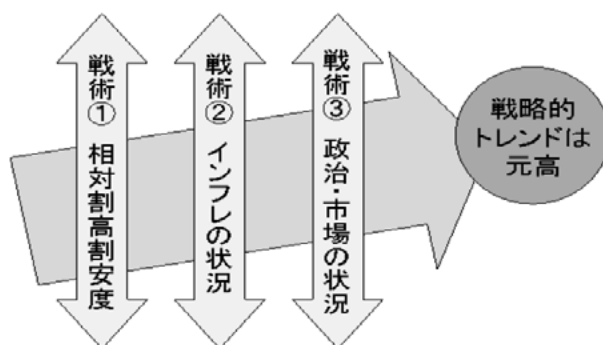
回避するには、内陸部のインフラ整備や沿海部と結ぶ物流網整備を進めるとともに、沿海部にある既存の製造業を内陸部へ円滑に誘導する必要がある（図表-11）。この時間がかかる移転作業は、現在軌道に乗るのを見極める時期にあり、確信が持てるまでは急激な人民元高を許容しづらい面がある。

第三に、製造業に高度化を促すには、日本のように急激な自国通貨高にしなくても、政府が不退転の決意を行動で示せば十分と考えている面もありそうだ。新興国通貨が軒並み急落したリーマンショック後、人民元は大幅な相対割高となったため、輸出企業は悲鳴を上げたが、政府は人民元の下落を許容しなかった。ひとたび下落を許容すれば、割安な通貨に頼る経営が復活して、痛みを伴うコスト削減や努力の積み重ねから生まれる技術革新は停滞、構造転換が頓挫すると考えたものと思われる。

4—人民元の行方を左右する「1つの戦略と3つの戦術」

以上の分析を整理すると、対米ドル人民元レート（基準値）の意思決定プロセスは「1つの戦略と3つの戦術」で構成される枠組みに整理できると考えられる。「1つの戦略」とは構造転換を促すために人民元の上昇を許容するという長期戦略であり、「3つの戦術」とは①相対割高割安度、②インフレの状況、③政治・市場の状況の3つの観点から環境をチェックし、必要に応じて長期戦略を調整するものである（図表-12）。

[図表-12]



例えば、第一の相対割高割安度では、ライバルである他の新興国通貨の動向をモニタリングして過度な相対割高や相対割安を戦術的に回避することである。第二のインフレの状況では、原油や食糧など国際商品の上昇や国内でインフレ懸念が高まった場合には対米ドル人民元レートの上昇ピッチを戦術的に調整することである。第三の政治・市場の状況では、米国など有力貿易相手先の政治状況や国際会議での議論への影響、人民元高が経営を圧迫する国内中小企業の不満への配慮、市場メカニズムで動く投機的資金の流出入や先物価格の動きを勘案して上昇ピッチを戦術的に調整することである。

中国は、このような「1つの戦略」と「3つの戦術」のバランス、換言すれば構造転換という長期的な国益とその時の環境に応じた短期的な国益のバランスをみながら、大局的にみた国益の最大化を目指して人民元をコントロールしているものと思われる。

この枠組みを用いて今後を展望すると、第一戦術の相対割高割安度では、現在は欧州危機を受けてインドのルピーや韓国のウォンが急落したため人民元は相対割高となっており、人民元を上昇させる意義は低下した。第二戦術のインフレの状況についても、欧米景気の低迷を受けて国際商品は弱含み、国内でも消費者物価は落ち着きを取り戻したことから、人民元高による輸入物価抑制のメリットは減少している。第三の政治・市場の状況では、国際的には米国上院が10月11日に事実上の対中制裁法案を可決するなど国際緊張を高める動きがあるものの、米国下院やオバマ大統領が当該法案を慎重に取り扱う姿勢をみせるなど過度な緊張には至らず、国内的には人民元高が経営を圧迫する中小企業の不満がやや高まってきた。また、NDF（ノンデリバラブル・フォーワード、1年先渡し）の市場価格は基準値よりも下で推移、基準値の上下0.5%に値幅が制限される現物市場も下限に達することが頻繁となり、10月には外国為替資金残高が約4年ぶりに減少するなど投機的資金には流出の兆しもでているため、政治・市場の面からも人民元引き上げの必要性は低下している。このように「3つの戦術」は揃って人民元引き上げの必要性が低下したことを示している。

従って、現在は2010年6月から約1年半に渡り続いてきた人民元の上昇局面が終了する「第4転換点」に位置するとみられ、今後は一定のボックス圏内での推移に移行すると思われる。但し、構造転換を促すための人民元高という長期トレンドは続くと思われることから、他の新興国通貨が急落して人民元が過度に相対割高にならない限り、人民元が大幅下落する可能性も低いと予想している。