

人民元を取り巻く諸問題

～欧米の切り上げ強硬論の背景、中国にとっての課題を考察する～

発表日：2010年4月8日（木）

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 副主任エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

(要旨)

- 世界経済は金融危機の影響を払拭しつつあるが、既に中国は高成長に回帰しており存在感が目立つ。中国は金融危機直前から人民元と米ドルの交換レートの固定化を図る実質的な通貨安政策を採ることで、金融危機後も輸出競争力を維持してきた。それは、欧米にとっては中国からの輸入拡大による巨額の貿易赤字の原因と捉えられ、強硬な人民元切り上げ要求に繋がっている。一方、わが国では欧米ほど人民元切り上げ論は台頭していないが、その背景には中国への生産移管が進み、人民元の安定化がコスト安をもたらしていることも挙げられよう。
- 人民元の「安定化」は中国国内にも様々な影響を及ぼしており、過剰流動性の発生要因の一つとなっている。こうした資金は株式や不動産といった資産市場に流入し、資産バブルの発生が懸念されている。折しも今冬は大寒波による食料価格上昇のほか、世界経済の回復による資源価格の高騰など、物価上昇圧力が掛かり易くなっており、内陸部の大規模景気対策による出稼ぎ労働者不足で沿海部の人件費にも上昇圧力が掛かるなど、インフレ懸念が燻っている。人民元の切り上げ容認は、こうした問題解消の鍵となる上、実質購買力増加による個人消費の活性化を促す観点から、中長期的に中国政府の掲げる課題にも合致すると言える。また、世界経済にとって、中国資本が資金の出し手として存在感を高めることにも繋がるであろう。
- 諸外国にとって、人民元切り上げは、中国向け輸出の押し上げが期待され、中国の人件費上昇と相俟ってASEANなどで投資の拡大をもたらすと予想される。人民元切り上げは中国の輸出の押し下げに繋がるが、低廉な労働力に依存した産業構造から脱却し、政府の掲げる「和諧社会」を実現するためにも、市場開放とセットにした人民元改革は不可欠であろう。現状は特異な統治による成長を果たしてきた中国にとって市場経済の深化に向けた過渡期と言え、世界全体で改革に向けた環境作りが求められる。

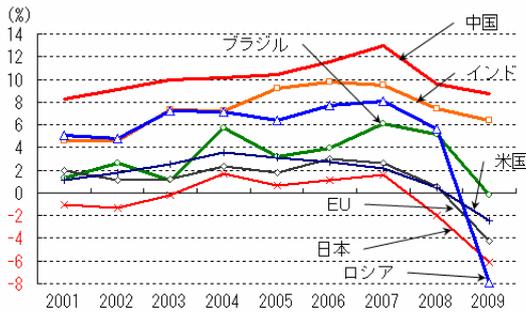
《中国政府による人民元の「安定化」に対する世界の反応》

- 一昨年秋のリーマン・ショックに始まる世界金融危機は、世界的な財政出動や金融緩和という異例の措置が奏功し、多くの国で悪影響を克服しつつある。中でも中国をはじめとする新興国は、元々経済が高成長段階にあったことに加え、大胆な政策対応が内需の活発化を促したほか、先進国の景気低迷で廉価な製品に対する需要が高まったことも外需の押し上げ要因に繋がった。結果、世界金融危機後の新興国の成長率は軒並み先進国を上回り、再び成長軌道に回帰している（[図1](#)）。
- こうした状況下、米国やEUなどは中国政府に人民元の切り上げを強硬に求めている。2005年7月に中国政府は人民元の為替を固定相場から管理変動相場制に移行させ、断続的な人民元高を容認してきた。しかし、サブプライムショック問題が深刻化した2008年7月以降、人民元レートは実質的なペッグ状態とされ（[図2](#)）、為替操作が問題視されている。これは実質ペッグ化された時期が世界的な景気後退局面にあったことから、意図的な自国通貨安により輸出促進を図る策と受け取られている。
- また、米国が人民元の切り上げを強硬に主張するには理由がある。米国は成長戦略として今後5年間で輸出の倍増を図る方針を明らかにしているが、米ドル安を通じて、世界最大の市場になると期待される中国向け輸出の拡大を図ることは重要である。しかし、米国の輸出額に占める中国向けの割合は1割にも満たず（[図3](#)）、これを大幅に増加させても「倍増」という目標には遠い。米国にとってより重要であるのは、中国製品

の輸入増加による貿易赤字にあり、現状では米国の貿易赤字の約半分が中国及び香港に対するものである（[図4](#)）。状況はEU諸国においても同様であり（[図5,6](#)）、EUも米国の姿勢に同調する流れにある。

- 一方、わが国でも人民元の切り上げを求める意見はあるが、産業界からは必ずしも欧米ほどの強硬論は出ていない。わが国にとって中国は昨年末米国を上回る最大の輸出市場となり、輸出額の約4分の1を占めるなど（[図7](#)）、既に輸出先として多くの恩恵は享受している。また、貿易収支も中国（含、香港）向けは赤字基調が続いているが、わが国ではその他地域向けの貿易黒字が大きく、貿易黒字国である点が異なる（[図8](#)）。さらに、わが国の企業の多くは中国に生産拠点を移しており、人民元安は日本への輸出を通じて企業業績の向上に繋がるなどの恩恵をもたらしている。

図1 実質 GDP 成長率の推移 (前年比)



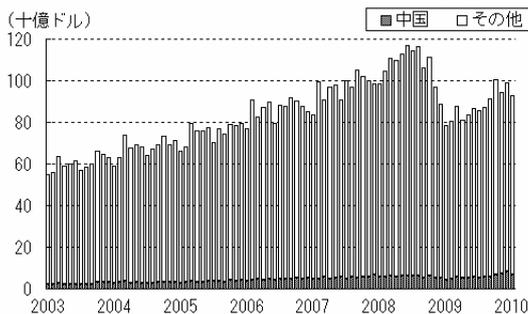
(出所) CEIC

図2 人民元為替相場の推移 (対米ドル)



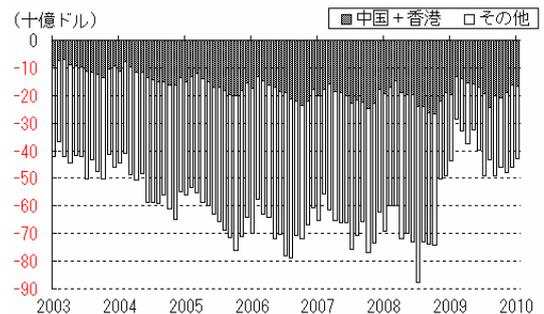
(出所) CEIC

図3 米国の仕向地別輸出額の推移



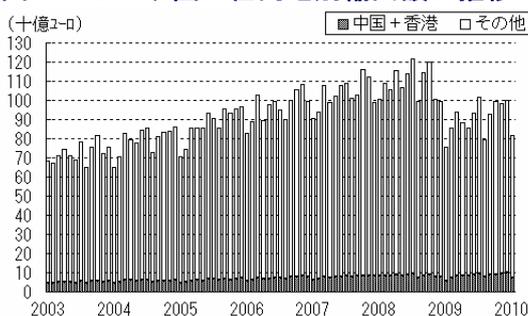
(出所) CEIC

図4 米国の仕向地別貿易赤字額の推移



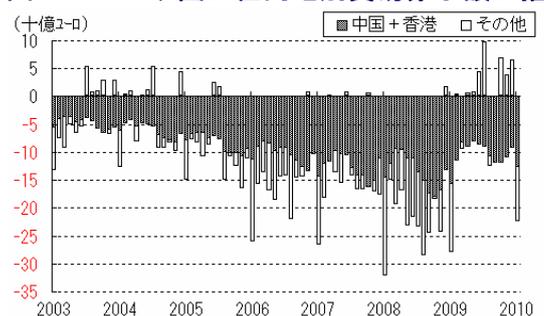
(出所) CEIC

図5 EU27ヶ国の仕向地別輸出額の推移



(出所) CEIC

図6 EU27ヶ国の仕向地別貿易赤字額の推移



(出所) CEIC

図7 日本の仕向地別輸出額の推移

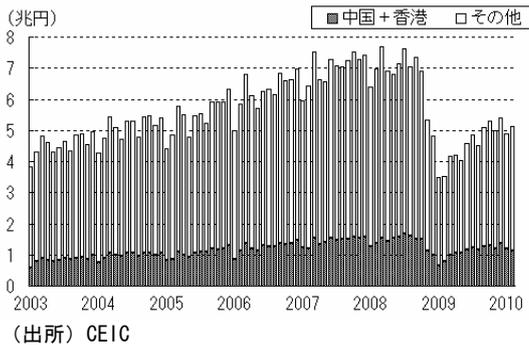
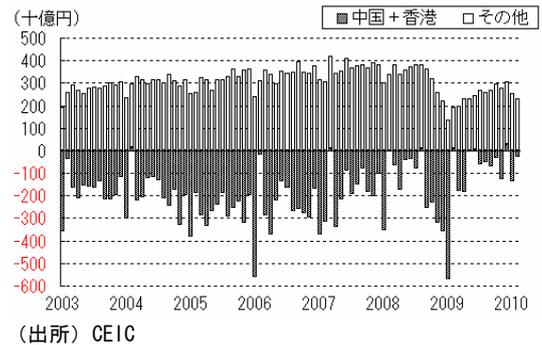


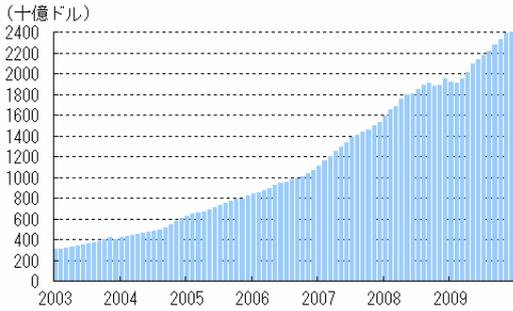
図8 日本の仕向地別貿易赤字額の推移



《懸念される資産バブルやインフレの背景に過剰流動性。人民元切り上げは政府の政策にも合致》

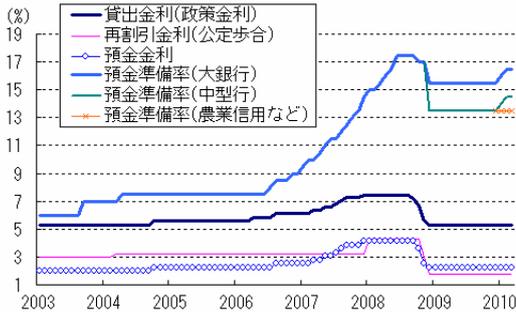
- 人民元の「安定化」が世界経済へ与える影響について、既に中国経済自体に顕著な影響が現れている。通貨の安定化のため金融当局は自国通貨を売買するオペを行う必要があるが、足元の中国は世界的に高成長が期待されるため海外資金が流入し易い。同国の為替相場は政府の厳しい管理下にあり、短期資金の流入は起こりにくいものの、昨年1年間で外貨準備高が約4531億ドル増加していることや(図9)、貿易収支や直接投資の動向から推計すると、1000億ドル超規模の海外資金が流入していることとなる。これだけの資金流入に対応して人民元売りオペを行ったことで、市中の資金供給量は大幅に拡大しており(図10)、過剰流動性の発生が懸念されている。こうした要因によって、当局は昨年後半以降流動性吸収オペを行い、年明け以降は預金準備率を2ヶ月連続で引き上げるなど(図11)、流動性吸収に努めている。
- 政府の大規模景気対策などでマクロの景気は回復しているが、投資偏重型経済は変わらず、鉄鋼など多数の企業が乱立する産業では、過剰生産体質による在庫の積み上がりを警戒し(図12)、国営企業が民間企業を買収して生産設備の統廃合を進めている。企業経営者にとっては一時的に所得を得ることになるが、中国では一般投資家の海外向け投資が規制され、投資機会も国内株式や不動産などに限られており、市中に溢れた資金が資産市場に流入して急激な価格上昇を招き、資産バブルの懸念が高まっている(図13, 14)。さらに今冬は大寒波による食料品価格の急騰もあり一般物価に上昇圧力が掛かっているが(図15)、コア物価は依然落ち着いて推移している。ただし、世界的な景気回復で資源価格が高騰しており、原材料やエネルギー価格の上昇が一般物価の上昇に繋がる懸念もある。また、内陸部での公共事業などにより、沿海部では出稼ぎ労働者の確保が難しく、人件費の上昇を通じてインフレ圧力が高まることも懸念されている。
- 輸出は回復しているが、昨年石炭の純輸入国となるなど、エネルギーの多くを輸入に依存しているため輸入が大きく拡大しており(図16)、政府は3月の貿易収支が6年ぶりに赤字に転落するとみている。これは海外からの人民元切り上げ圧力に対する牽制と思われるが、遠からず切り上げは免れないと予想され、結果として輸出競争力の低下があろう。ただし、人民元の切り上げは輸入物価の引き下げを通じて国内物価を安定させる効果を有するほか、国民の購買力上昇をもたらし、政府が掲げる個人消費と投資とのバランスある経済成長に向けた一歩となる。同国では社会保障制度が不十分なことなどから、都市部の家計貯蓄率は20%を上回る高水準で推移しているが(図17)、消費拡大を通じて生産構造の転換を促すことも期待される。
- 政府は巨額の外貨準備を元にソブリン・ウェルス・ファンドである中国投資有限責任公司(CIC)を設立したほか、世界中で直接投資を進めているが、人民元切り上げによる購買力向上はこうした活動を一段と活発化させることになろう。一部の国では中国資本の進出による軋轢も生じているが、新たな資金の出し手として中国の存在感は高まると思われ、わが国企業の買収といった事例も増えると予想される。

図9 中国 外貨準備高の推移



(出所) CEIC

図11 中国 金融政策の推移



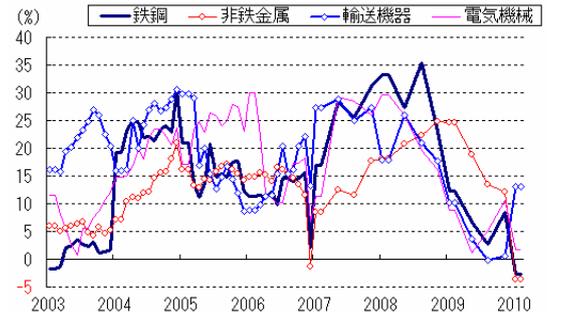
(出所) CEIC

図10 中国 マネーサプライ(M2)の推移



(出所) CEIC

図12 中国 主要産業の在庫動向(前年比)



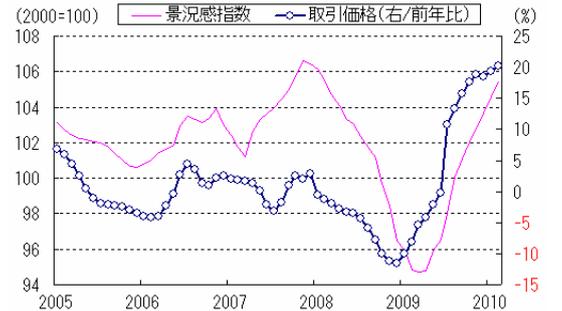
(出所) CEIC

図13 中国 株式相場の推移(上海A株)



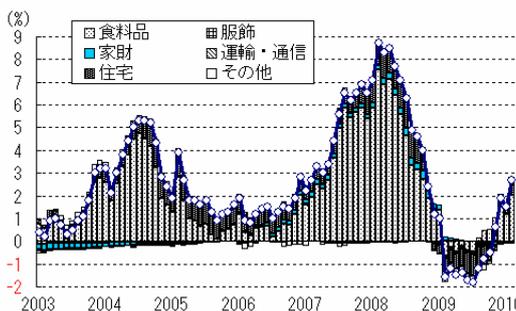
(出所) CEIC

図14 中国 不動産景況感と取引価格の推移



(出所) CEIC

図15 中国 消費者物価の推移(前年比)



(出所) CEIC

図16 中国 輸出入の推移(前年比)



(出所) CEIC

図 17 中国 都市部の家計貯蓄率の推移

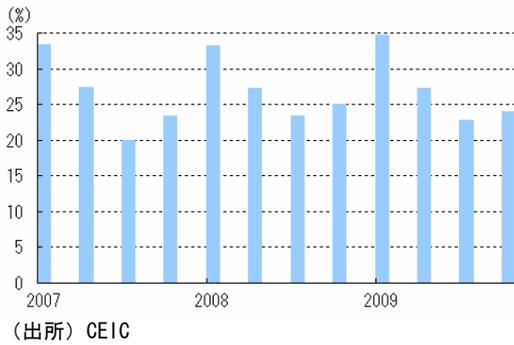
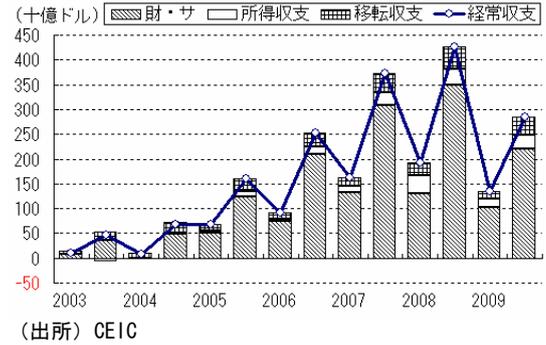


図 18 中国 経常収支の推移



《市場経済化の深化に人民元の調整は不可欠。国内外への波及効果は多岐に亘る》

- 世界経済にとって人民元切り上げは、中国の購買力の向上で、中国向け輸出比率の高いアジア諸国や資源国にとっては輸出の押し上げが期待される。また、人件費の上昇により ASEAN 諸国へ生産拠点をシフトさせる動きも出ているが、人民元切り上げはこうした動きを加速させ、ASEAN 地域の潜在成長率を高めることも期待される。
- 現状の人民元相場について、過度に割安に歪められているのかという議論がある。2005 年以降の切り上げ容認ペースを 2008 年 7 月以降も続けた場合に対して、20%以上割安に置かれているという意見もあるが、世界金融危機後多くの新興国通貨が下落したことから、人民元だけが上昇基調を続けたとする仮定には違和感がある。それでも、足元の水準は海外資金の流入規模などを勘案すれば 10%強程度は割安になっていると思われる。修正を図ることは中国自身にも世界経済にもプラスの効果が期待される。人民元の切り上げは輸出の押し下げ要因になるが、同国は他国に比べて歳出拡大余力があり、今後も持続的な経済成長を目指すには低廉な労働力に依存した産業構造からの脱却は不可欠であると思われる、漸進的な構造改革や市場開放が求められる。
- 中国が人民元切り上げに抵抗する背景には、外圧を嫌う特性のみならず、特に国内世論の動向に注意を払っていることも大きく影響している。しかし、足元の水準で「安定化」を続けることは、国内の過剰流動性を生む大きな要因となっていることから、より早い段階での人民元相場の変動容認が求められる。なお、現状の世界経済において中国の牽引力は重要な役割を果たしており、仮に中国経済の急減速を招くことがあれば、世界経済にとっても望ましい結果をもたらさないとと言える。元々特異な統治方法を採用してきた中国にとっては、足元は市場経済の深化に向けた過渡期にあり、その意味でも着実に変革を促す環境作りをしていく必要がある。

以 上