

人民元の変動幅拡大と日本の利害

発表日：2012年4月17日（火）

～将来、中国が外貨準備のドル偏重を防止する用意～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生（Tel：03-5221-5223）

中国が、人民元の変動幅を1日0.5%から1.0%へと拡大した。かつて、変動幅拡大は人民元上昇を意味していたが、今回は当面人民元安に振れることを容認するものであろう。この見直しは、中期的には中国が外貨準備として過大にドルを抱え込まずに済むことになる。日本企業にとっては、人民元安になると、現地企業が日本からの調達コスト増となる半面、現地企業が日本や第三国への輸出を増やそうとする動きを促すことになる。

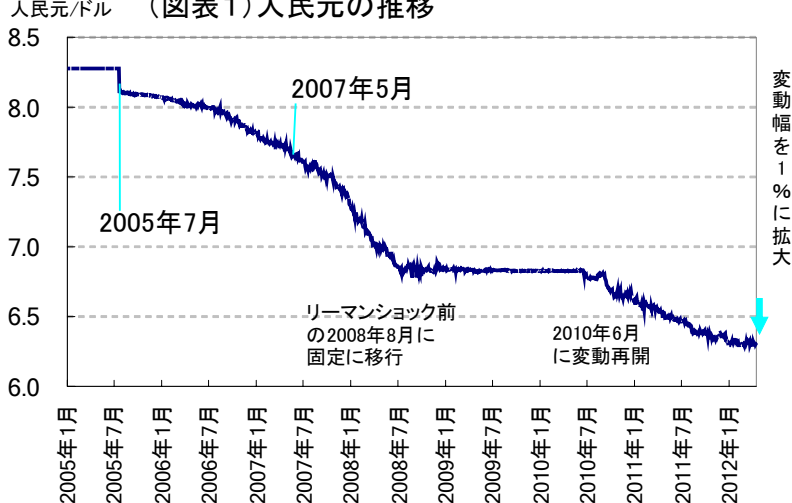
変動幅拡大は、人民元切り上げなのか

中国人民銀行は、4月14日にドルに対する人民元の変動幅の制限を、0.5%から1.0%へと拡大することを発表した（実施は16日から）。過去に行われた2005年7月の人民元の切り上げ（2%切り上げと変動幅0.3%の設定）と、2007年5月の変動幅拡大（0.3%→0.5%）では、人民元は切り上げ方向に動かされたが、今回は少し事情が異なるようだ（図表1）。

すなわち、2012年2月の中国の貿易収支は、▲314.8億ドルと巨大な赤字になっている。必ずしも、最近は自然に外貨準備が積み上がっていくような状況ではない（図表2）。かつてのように、貿易黒字が膨らんでいる状況ならば、人民銀行が人民元を売って、ドル建ての外貨準備を保有しなくては人民元レートを変動幅の範囲内に抑えることができなくなる状況に直面するのだろう。しかし、中国の貿易収支は、2008年のリーマンショック前後から黒字が縮小傾向に向かい、このところは季節的な貿易赤字が目立っているのが実情だ。人民元の先行きを見越した人民元のノンデリバブル・フォワード（NDF、1年先渡し）でも、2011年10月頃から先安方向を示す時期がみられるように変わった。

実体経済面では、中国の実質GDPは1～3月が前年比8.1%へと鈍化しており、中国経済の牽引役である輸出の伸び悩みが懸念される。資源高が輸入金額を押し上げると、中国は貿易黒字が縮小傾向になる。それに応じて、人民元の先高感が解消されてきたように見える。

（図表1）人民元の推移



（図表2）中国の貿易収支の推移



出所：中国海関総署、ジェトロ

この決定を、米政府がかねてから主張していた人民元の切り上げに応じたとみると、中国政府の意図がかえって読みにくくなる。オバマ大統領が秋に大統領選挙を控えて、中国に対する外交圧力を強めてきたことは周知の事実だろう。それが実を結んで、人民元の柔軟化に成功したと捉えると、これから人民元は上昇して、中国は景気減速の方向を後押しすることになる。

ところが、人民銀行は準備預金率を引き下げて、インフレ警戒モードから景気刺激の方向に政策の舵を切っている。2012年秋の習近平体制への移行を控え、景気刺激を念頭に置いていると考える方が妥当であろう。ならば、今回の措置も、人民元が自然に下がっていく流れを促したいと考え方が納得がいく。例えば、2月の貿易赤字のような数字が発表されたとき、人民元の変動幅が0.5%に制約されているよりも、1.0%まで拡大していた方が、自然に任せて人民元下落を促しやすい。文字通り「柔軟性を高める」対応を、中国政府は歓迎していると考えられる。

米国のマネーフローへの影響

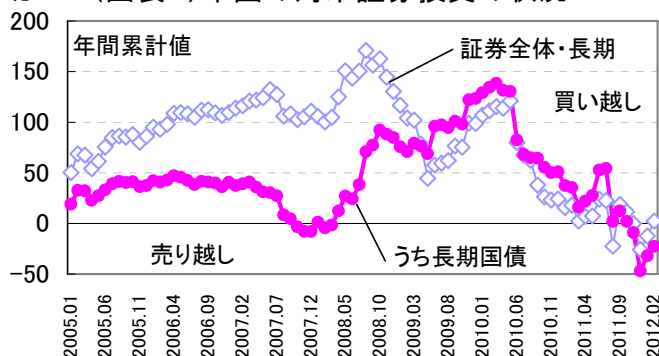
人民元の変動が柔軟性を高めることは、短期的な元安容認という意図で捉えるだけでは不十分であろう。中国は、長期的な視点に立って、再び貿易黒字が増加していったときのことも念頭に置いているはずである。筆者の見方では、黒字基調に戻ったときにも、やはり柔軟性のある為替制度にしておいた方が、外貨準備の分散に役立つと中国が考えているのだと考える。少しわかりにくいので解説すると、これまでのように粘着的な管理通貨制度を採っていると、貿易黒字が増えたときには、実勢の人民元レートが上昇して、柔軟性の低い人民元レートに対して切り上げ圧力を生じさせる。人民銀行は、実勢に対して変動幅が制約されたレートの水準を維持するために、レート変動にブレーキを踏むような平衡操作をせざるを得なくなる。そのことが、実勢以上にドル資産を抱え込み、中国の外貨準備が巨大なドル保有のリスクを蓄積する構造をつくる。

もともと貿易黒字の累増は、中国の対外純資産を増加させ、ドル資産の保有を増やしてきた。中国は、これまでに蓄積したドル資産に対して、減価リスクを感じており、外貨資産を分散したいと考えている。人民元の管理を通貨バスケット方式にしているのも、達観すればドル偏重リスクに対する備えであろう。

従来の人民元の管理は、通貨先高感が強かったこともあり、レートの変動幅を拡大すると、かえって先高感を煽ってしまいかねない可能性があった。その場合、人民元レートを過度に人民元高にしないように、ドルを買うような平衡操作をする必要に迫られる。それが、現在は先高感がなくなっていて、変動幅を拡大させて柔軟性を高めておくような手当てができるチャンスだったという理解もできる。

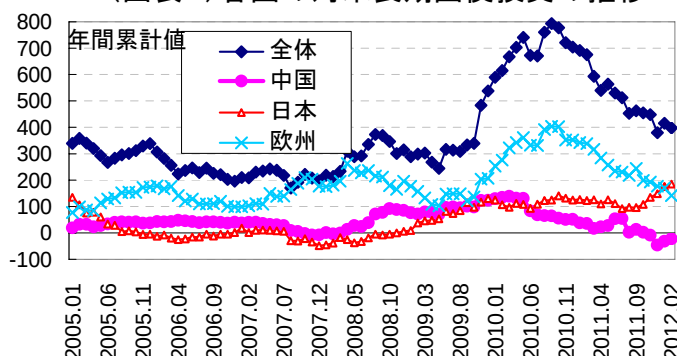
なお、このところのマネーフローを概観すると、中国の米国債（長期）の売買は、売り越しに転じている（図表3）。これは、外貨準備の構成をリバランスして、ドル偏重の弊害を緩和する手当てだったという見方ができる。米長期国債に関しては、中国や欧州がその保有を縮小させる中、もっぱら日本が逆に買い入れを増やす動きになっている（図表4）。直近のソブリン・リスクも各国が米国債の購入ペースを鈍らせる背景になっていると考えられる。

10億ドル（図表3）中国の対米証券投資の状況



出所: 米財務省

10億ドル（図表4）各国の対米長期国債投資の推移



出所: 米財務省

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

日本の現地子会社にとっての人民元変動

日本円と人民元の関係は、このところ円高傾向が一服するような格好になっていた（図表5）。趨勢としての円高からの修正は、ドル円レートが歴史的な円高水準から円安方向に戻ってきていることが原因である。しかし、今後、人民元が切り下がってくると、対人民元での円高が再び進む可能性もある。

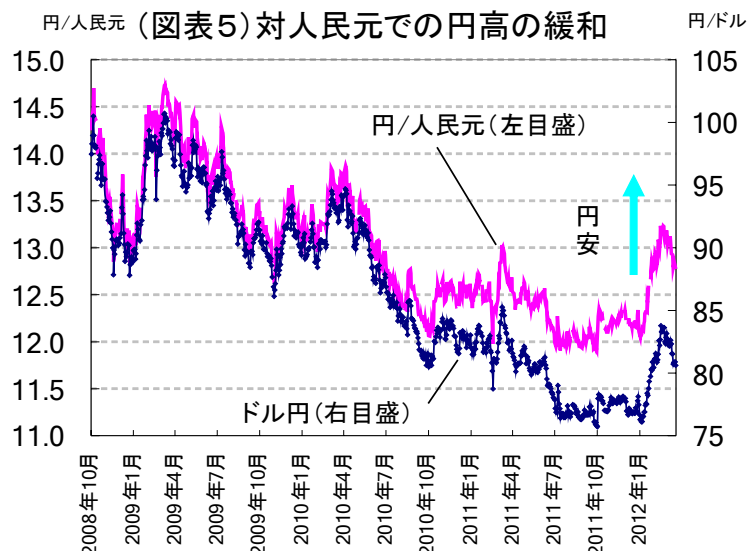
そうすると、日本企業には、どういった影響が及ぶのであろうか。日本企業の海外進出状況をみておくと、経済産業省の「海外事業活動基本調査」（2010年度実績）では、日本企業の現地子会社の売上高183.2兆円のうち、中国（本土）の売上高は26.3兆円、構成比19%となっている。日本企業にとって、中国現地法人の存在感は大きいのである。

その中国現地子会社について対日取引を調べると、2010年度は1.0兆円の輸入超過になっている（図表6）。日本と中国の間では、日本は▲1.7兆円の貿易赤字であるが、日本の企業内取引に限ってみると、日本は黒字なのである。

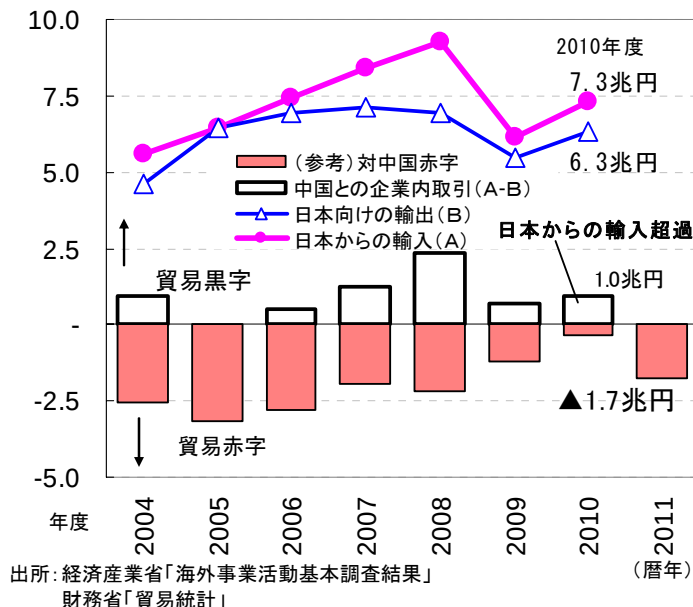
その場合、人民元が対円で下落すると、現地法人が日本から仕入れている金額（輸入額）は増えることになる。これは、現地法人の収益を圧迫する要因である。もしも、中国の現地法人が、人民元安のメリットを追及しようと、日本や第三国への輸出を増やすことになるだろう。

なお、最近の中国への直接投資の動向をみると、リーマンショック以前よりも、最近は直接投資額が増えてはいる（図表7）。ただし、その勢いは、他のアジア地域の方が活発である。これは、現地企業にとって中国の人件費が高くなって、以前に比べると採算性が低下していることがあるのだろう。日本企業は、かつてのように人件費の安さに注目して進出してきた時期があったが、もはやそれだけで中国進出を決めることができなくなっている。対中直接投資の流れは、今後、人民元の動向によって影響を受けることになるだろう。

今後、人民元が安くなっていくことになれば、中国全体の輸出にはプラスとみられることが多いが、日本からの仕入が多い現地企業にとっては必ずしも収益でプラスでない点には留意が必要である。



兆円 (図表6) 中国にある現地企業との貿易取引



億円 (図表7) 日本からの対外直接投資の推移

