

# SCB

SHINKIN  
CENTRAL  
BANK

内外経済・金融動向（月刊）

No. 17-5

(2005. 8. 10)



信金中央金庫

SCB

総合研究所

〒104-0031 東京都中央区京橋 3-8-1  
TEL. 03-3563-7541 FAX. 03-3563-7551  
URL <http://www.scbri.jp>

## 今後の人民元改革のシナリオと日本経済・産業界への影響

～年内にも人民元は再切上げ、産業界は対中戦略の見直しが課題に～

### < 要 旨 >

#### 1. 人民元改革の評価と見通し～年内にも再切上げの可能性

7月21日、中国政府は人民元改革に踏み切った。人民元の対ドル相場は約2%切り上げられ、同時に、事実上の対ドル固定相場制は放棄された。人民元相場は、通貨バスケットの動きと市場の需給動向によって決定されることになったが、これまでのところ、人民元相場は極めて狭いレンジでの取引が続いており、通貨バスケットの動きをほとんど反映していない。新制度の下でも、人民銀行はドル買い介入によって人民元相場の安定を図っており、人民元改革による経済的效果は皆無に等しいとみられる。

夏休み明け後、米国の産業界や議会の対中圧力は、改革への失望感もあり、これまで以上に強まる可能性がある。また、米国からの圧力が強まるにつれ、香港ドル高圧力が高まる事態も予想される。中国政府は、2%切り上げが経済に与える影響が軽微であることを確認した後、早ければ年内にも第2弾の切上げに踏み切る可能性が高い。その後は、通貨バスケットとの連動性を強めることによって、人民元相場の変動幅を拡大していくことになる。

#### 2. 人民元が日本経済・産業界に与える影響～人民元高を前提とした対中戦略を

人民元が年内に合計5～7%程度切り上げられた場合でも、日本のマクロ経済へ与える影響はさほど大きなものにはならない。また、米国の貿易赤字の削減にもほとんど寄与しないとみられる。

ただ、個別産業には様々なかたちで影響を及ぼす。最も恩恵を受けるのは輸出企業であり、すべての業種において輸出拡大効果が期待される。中国進出企業では、海外からの調達比率が高く、かつ輸出比率も高い鉄鋼、非鉄金属などに大きなメリットがある。一方、中国から日用雑貨・衣料品などを輸入する企業にとってはマイナス面が大きい。

日本企業は、中長期的に人民元高基調が続くことを前提として、対中戦略を描いていく必要がある。とりわけ、中国進出企業は中国を従来の生産・輸出基地としてきた方針を転換し、現地生産・現地販売を主体とすべきである。輸入企業は、高付加価値製品の取扱いを拡大するとともに、中国リスクを分散させるため、他のアジア諸国からの調達を徐々に増やしていく必要がある。

#### 3. 人民元と資産運用～中国株への理解を深めることが第一歩

今後、人民元高基調が継続し、中国経済が比較的高い成長を遂げるとすれば、対中証券投資には妙味がある。外貨建ての中国株投資や中国株に集中投資する投資信託が投資対象になるが、投資を実行する際には中国証券市場の現状や中国株の特徴をよく理解するとともに、株式相場を大きく左右する政策動向にも注意する必要がある。

#### キーワード

人民元改革、通貨バスケット、購買力平価、対中戦略、対中証券投資

## 1. 人民元改革の評価と見通し

### (1) 見えない対ドル固定相場制との違い

7月21日夕刻、中国人民銀行（中央銀行）は人民元改革に踏み切った。人民元の対ドル相場は1ドル=8.2765元から8.11元へ約2%切り上げられ、同時に、事実上の対ドル固定相場制は放棄された。

今後、人民元の対ドルレートは、通貨バスケットを参考とする管理フロート制（人民銀行が公表する中心相場を基準に日々上下0.3%の範囲内での変動を許容）の下、より柔軟に変動することになった。

しかし、人民銀行は「実際の変動幅は、ドル、ユーロ、円などの主要通貨で構成される通貨バスケットの動きと市場の需給動向によって決定される」としている（図表1）。つまり、通貨バスケットはあくまでも参考指標であり、人民銀行が恣意的にコントロールできる余地を残している。

#### (図表1) 中国人民銀行による人民元改革に関する声明

- (1) 中国は2005年7月21日以降、市場の需給を基礎とし、通貨バスケット制を参考に調整される管理された変動為替相場制度を実施する。人民元は今後、米ドル単一通貨へのペッグ制を取らず、より弾力性に富む人民元為替レート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対人民元為替レートの終値を公表し、翌営業日の対人民元の取引の中心相場とする。
- (3) 2005年7月21日午後7時、米ドルの対人民元為替レートを1ドル=8.11元とし、翌日の銀行間外国為替市場における外貨取扱指定銀行による取引の中心相場とし、外貨取扱指定銀行は、この時より顧客に公表する為替レートを調整する。
- (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の取引価格の変動幅は、引き続き中国人民銀行が発表する米ドルの取引の中心相場の上下0.3%以内とする。米ドル以外の通貨の対人民元為替レートの変動幅は、中国人民銀行が発表する同通貨の取引の中心相場に対する規定の比率内とする。

中国人民銀行は今後、市場の育成状況や経済・金融情勢に合わせ、レート変動幅を適時に調整する。同時に、中国人民銀行は国内外の経済・金融情勢に合わせて、市場の需給を基礎に、通貨バスケットの為替レートの変動を参考に、人民元為替レートに対する管理と調整を行い、人民元為替レートの正常な変動を守り、人民元為替レートの合理的かつバランスの取れた水準での基本的な安定を守り、国際収支の基本的な均衡を促進し、マクロ経済と金融市場の安定を守っていく。

（備考）「中国人民銀行公告（2005）第16号」により作成

実際、7月22日以降の11営業日の動きをみると、人民元の対ドル相場の変動幅（終値ベース）は1日当たり平均0.02%と許容幅0.3%の15分の1にとどまっている（図表2）。

一方、当研究所の試算によると、この1年間、ドル、円、ユーロなど主要7通貨で構成される通貨バスケットの1日当たり変動幅は平均0.15%と許容幅の半分程度に達している（図表3）。人民銀行が参考とする通貨バスケットの中身がどのようなものかは公表されておらず、今後も公表される公算は低いため、あくまでも推測の域をでないが、いまのところ、人民銀行が通貨バスケットの動きをそのままトレースしようと試みている様子はない。わずかに、通貨バスケットが参考にされていると思われるのは、前日に比べて元高・元安のどちらに動くか、という方向感だけである。

もっとも、人民元が通貨バスケット・ペッグ制へ完全に移行したとしても、1営業日の対ドル相場が値幅上限の0.3%まで上昇し、それが10営業日続いて合計3%切り上がるような事態はほとんど起こり得ない。そのような事態が発生するとすれば、ドルが円やユーロなど主要通貨に対して独歩安で推移する場合だけである。同様に、急激な人民元安という事態も起こりにくいわけである。

実際、図表3の通貨バスケットの例でも、1日の変動幅が0.3%を超えたのは260営業日のうち37営業日しかなく、この結果、通貨バスケットは最大4.6%の上昇、0.4%の下落と比較的狭いレンジでの推移となっている。

新制度の下でも、人民元相場は人民銀行によって厳しく管理されており、対ドル固定相場制との違いはみえてこないのが現状だ。人民銀行は、変動レンジの極めて狭い相場を維持するために、引き続き巨額なドル買い介入を続けている可能性が強い。

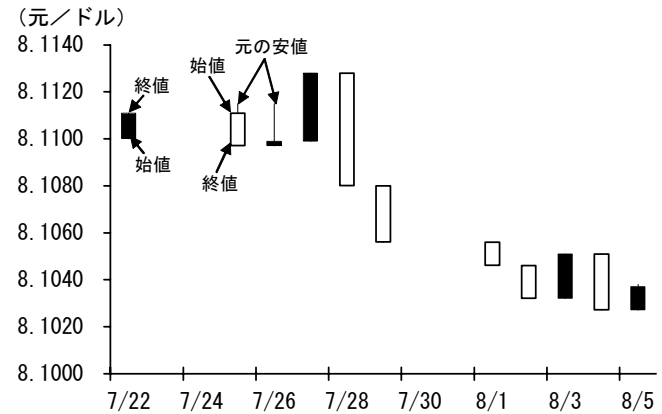
今回の人民元改革は、米国などへの政治的メッセージとしては、賞味期限付きながら、一定の成果を挙げたと言えよう。しかし、巨額な為替介入を継続し、外貨準備を不必要に積み上げ、国内の過剰流動性を増やし続けるならば、経済的な成果は皆無に等しいと言わざるを得ないであろう。

## (2) 中長期的な人民元高は避けられない

今回、人民元切上げが2%にとどまったことを受けて、市場では第2弾の切上げがあるとの期待が強まった。香港の人民元先物相場(NDF)は、人民元切上げ後の7月25日、1ドル=7.735元の史上最高値まで上昇した。

人民銀行は7月26日、市場での過度な期待を鎮静化させるため、異例の声明を発表した。具体的には、「2%の切上げは第一歩ではなく、今後更なる調整があることを意味しない」、「今回の切上げ幅は我が国の貿易黒字と構造調整の必要性、ならびに国内企業の受容能力、構造調整の適応能力を考慮した結果である」というものだ。

(図表2) 人民元の対ドル相場の動き



(備考) ブルームバーグにより作成

(図表3) 人民元の通貨バスケット (主要7通貨を採用した場合) の事例



(備考) 1. 通貨バスケット=exp[Σ通貨の構成比×ln(構成通貨の指数)]  
 2. 構成通貨はユーロ圏(30.8%)、米国(29.5%)、日本(29.2%)、オーストラリア(3.5%)、英国(3.4%)、カナダ(2.7%)、スイス(0.9%)の各通貨(カッコ内は04年の中国の輸出入総額から算出した通貨構成比)  
 3. 信金中央金庫総合研究所試算

この声明発表により、市場では当面、人民元の再切上げが遠のいたとの見方が優勢となり、足元ではNDFも落ち着いた動きとなっている。

しかし、中国が引き続き実質的な対ドル固定相場制を堅持しようとするれば、米国の産業界や議会の中国に対する不満は、改革への失望感もあり、むしろ人民元改革前よりも激しさを増す可能性がある。

7月27日、米下院は対中制裁法案を賛成多数で可決した(図表4)。夏休み明けには、上院でも、同様な法案が可決される可能性が高く、年末にかけて、米国議会による対中圧力は着実に高まってくることが予想される。

ブッシュ政権としても、こうした議会の動きを軽視するわけにはいくまい。7月29日、スノー米財務長官は人民元の動きについて、「市場実勢に合わせて相場の変動幅を拡大しないなら問題だ」、「私は継続的な努力を期待している。為替相場の柔軟性を増すことが重要だ」と述べ、人民元の変動幅をさらに拡大するよう要請した。さらに、8月2日、訪中したゼーリック米国務副長官は、「人々は明らかにそれに続くプロセスを期待している」との表現で、人民元高への誘導を期待する旨の発言をしている。

米国政府としては、対中制裁法案の成立・発動という事態を極力回避したいと考えているとみられるが、中国政府の対応次第では米中貿易摩擦が泥沼化する最悪のシナリオもあり得る。

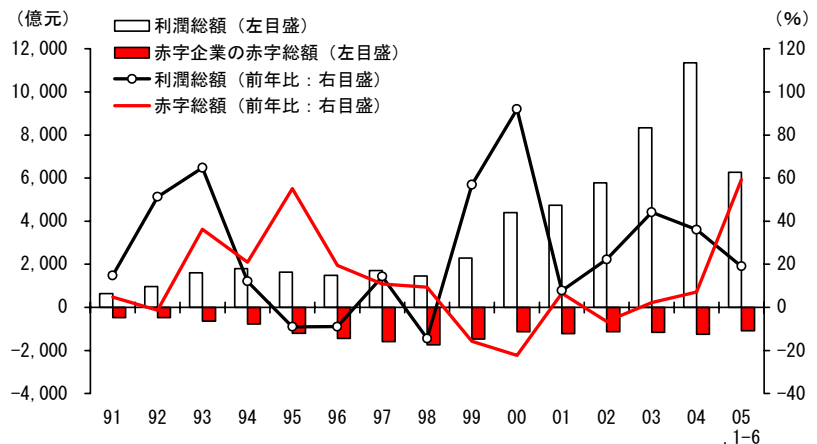
人民銀行が指摘するように、大幅な人民元高は中国の産業界へ打撃を与える懸念があるのも事実である。実際、中国の工業企業の収益は悪化傾向にある。05年1～6月の工業企業の利潤総額(税引後利益)は6,266億元、前年同期比19.1%増となった(図表5)。ただ、業種別にみると、繊維、自動車、建材などが大幅減益となり、石油化学は赤字転

(図表4) 人民元切上げをめぐる日米欧の反応

日付	発言内容
05/7/21	グリーンズパンFRB議長、中国の人民元切上げについて「一段の通貨調整に向けた重要な第一歩だ」と歓迎の意向を表明
05/7/21	ドイツのアイヒェル財務相、「決定を歓迎する。中国の為替柔軟化が独経済にも恩恵を及ぼさだろう」と発言
05/7/21	(人民元関連の対中制裁法案を出している)イングリッシュ下院議員は、「改革に向けた第一歩にすぎない」と述べ、米中小製造業界などが求める切上げ幅に比べて小さすぎることに強い不満を表明
05/7/21	全米製造業者協会(NAM)のイングラ一理事長、「新しい為替制度がうまく機能するのを見極める必要がある」と指摘
05/7/22	谷垣禎一財務相、「速やかで柔軟な為替制度への移行を評価する。2%切上げは初期値であり、まだスタート時点。関心をもって見ていきたい」と発言
05/7/27	米下院、対中制裁法案を255対168の賛成多数で可決。中国製の安価な輸入品に相殺関税を課すとともに、人民元制度の改革が機能するかどうかを監視する条項を盛り込む。人民元の小幅切上げに対する議会の不満を裏付け
05/7/29	スノー米財務長官、「市場実勢に合わせて相場の変動幅を拡大しないなら問題だ」、「私は継続的な努力を期待している。為替相場の柔軟性を増すことが重要だ」と述べ、人民元の変動幅をさらに拡大するよう要請
05/7/29	米大統領経済諮問委員会(CEA)のバーナンキ委員長、「中国の次の動きを注視している」と発言
05/8/2	ゼーリック国務副長官、「人々は明らかにそれに続くプロセスを期待している」との表現で、一段の人民元高に期待を表明

(備考) 新聞報道等により作成

(図表5) 中国の工業企業の収益状況



(備考) 1. 工業企業はすべての国有企業と売上高500万元以上の非国有企業  
2. 国家統計局資料により作成

落している。これは、原油価格の高騰などから生産コストが上昇している反面、内外市場における競争激化によって、コスト上昇分を価格転嫁できないためだ。とりわけ、競争力に乏しい国有企業にとっては厳しい状況が続いている。同期の赤字企業の赤字総額は1,075億元、同59.3%増となったが、そのうち、国有企業の赤字額は543億元、同84.4%増と全体の50.5%を占めた。このほか、米国産の安価な穀物が中国市場へ流入することによって、中西部の貧困農民の生活に追い打ちをかける懸念もある。確かに、中国国内の状況だけをみれば、これ以上の人民元高は回避したいところである。

しかし、中国はすでに世界第7位の経済大国であり、国際的な責務を果たすことを求められている。国際的な責務とは、つまり経済的な痛みを分け合うことである。いつまでも中国の1人勝ちが許されるほど、いまの世界経済に余裕はない。

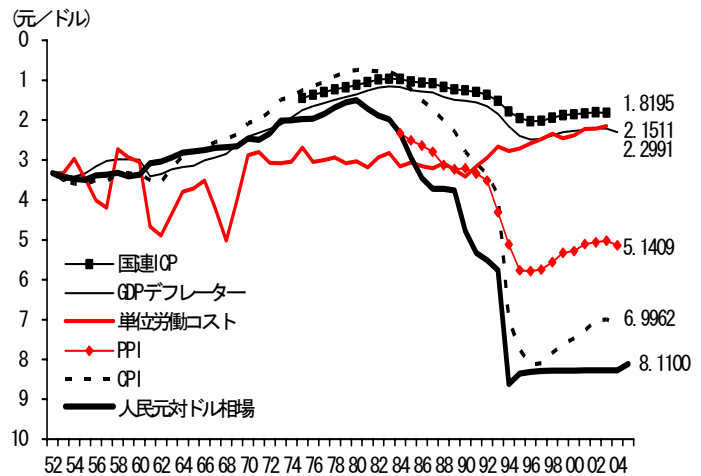
中国経済にとっても、人民元高は悪いことばかりではない。輸入製品の価格低下は国内の購買力拡大に寄与するほか、人民元高というプレッシャーが中国の産業構造の高度化を促すことも考えられる。

いま、中国政府がやるべきことは人民元相場を安易に維持することではなく、国有企業の民営化をより一層推進して産業競争力を高め、活力ある民営企業の発展に力を貸すと同時に、貧困に苦しむ農家には所得の直接補償を増やし、現在、農村地域ではほとんど普及していない社会保障制度を充実させ、地方政府による横暴な農地収用といった行為を止めさせることである。

いまの人民元の対ドル相場は明らかに過小評価されている。米中の消費者物価で算出した購買力平価は1ドル=7元程度、生産者物価では1ドル=5元程度の水準にある(図表6)。

人民元改革は始まったばかりであり、その歩みを止めることは中国にとってマイナスが大きい。さらなる改革を通じて、中長期的には人民元相場を購買力平価の水準に収斂させていくべきである。

(図表6) 人民元の対ドル相場と購買力平価



(備考) 1. 国連ICP=国際比較プログラムは各国通貨の購買力の国際比較統計を作成しており、数値は同組織が作成したGDPベースの購買力平価  
 2. PPI(生産者物価)は1984年基準、GDPデフレーター、CPI(消費者物価)、単位労働コストは1952年基準  
 3. 国連、中国国家統計局、米国労働省資料などにより信金中金総合研究所推計

### (3) 年内にも再切上げの可能性

米国政府は、中国政府に対して「米国産業界を納得させるためには少なくとも10%の切上げが必要」との意思を伝えているとされる。無論、中国政府が米国の言いなりに動くことはあり得ないだろう。しかし、市場がさらなる人民元改革を促すというシナリオがないわけではない。

現在、中国政府は厳しい外貨管理を続けており、人民元相場に切上げプレッシャーを

かけることは難しい。そこで、カギを握るのが香港ドルである。

従来、香港ドルは1ドル=7.8 香港ドルでほぼ固定されていたが、今年5月18日以降は1ドル=7.75~7.85 香港ドルの目標相場圏（ターゲット・ゾーン）内での変動が許容されている（図表7）。

この制度変更は、明らかに人民元改革の準備の一環として実施されたものである。予め香港ドル相場にも柔軟性を持たせることにより、香港ドルも人民元同様、硬直的なドル・

ペッグ制から柔軟な相場に移行したことを印象付ける狙いがあったものとみられる。いまのところ、その狙いは成功しており、香港ドル相場は、若干、香港ドル高に動いているにすぎない。

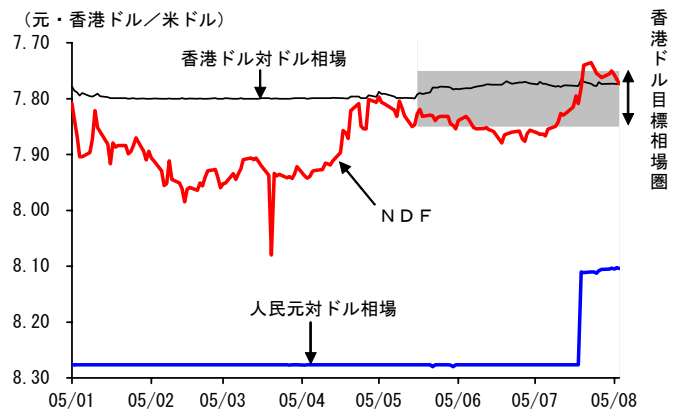
ただ、年末に向けて米国からのプレッシャーが高まるにつれ、中国本土経済と一体化しつつある香港に巨額な投機資金が流入し、香港ドル高圧力が急速に高まるリスクは大きいものと予想される。人民元改革が将来的にも継続されるのであれば、香港ドルも最終的にはフロート制への移行を余儀なくされよう。

その第一歩は、人民元と香港ドルの対ドル相場を統一し、共通の通貨バスケットにペッグする体制へ移行することである。その段階で、人民元の対ドル相場は、香港ドルの対ドル相場へ収斂するために、3~5%程度の再切上げが実施されることになる。

前述のように、現在の制度下では急激な元高も元安もほとんど想定できない。人民銀行が通貨バスケットの動きを無視して意図的に人民元高へ誘導する場合を除けば、短期間に人民元高を演出するには再切上げしか手立てがない。

中国政府は、2%切上げによる経済への悪影響が軽微であることを確認した後、早ければ年内にも第2弾の切上げを実行に移す可能性が高い。その後は、通貨バスケットとの連動性を強めることにより、人民元相場の変動幅を拡大していくことになるろう。

（図表7）人民元、香港ドルの対ドル相場と人民元先物相場の動向



（備考）1. NDF（Non Deliverable Forward）は人民元対米ドル差額決済型フォワードレート（香港オフショア市場の1年物）  
2. ブルームバーグにより作成

## 2. 人民元高が日本経済・産業界に与える影響

### （1）再切上げでも日本のマクロ経済に与える影響は軽微

人民元の対ドル相場が年内に合計5~7%程度切り上げられたとしても、日本のマクロ経済へ与える影響はさほど大きなものにはならないと予想される。

元来、日中経済は相互補完関係にあり、競合分野が少ない。しかも、日中間の製品価格差は、中国の人件費の安さもあり、10%前後の切上げではその価格差は到底埋まらないものである。加えて、日本企業は中国を生産拠点としてだけでなく、有力な市場として重視し、それに伴う日中間の貿易は年々拡大の一途をたどっており、その流れは若干の人民元高で変わるものではない。

図表8は、今年5月、アジア開発銀行（ADB）が人民元切上げによる主要国への影響を試算した結果である。シナリオ1は05年半ばに人民元の対ドル相場が10%切り上げられた場合、シナリオ2は20%切り上げられた場合を想定し、切上げがなかった場合に比べて各国経済にどのような影響をもたらすかをみている。

シナリオ1の場合、中国の実質GDP成長率は05年0.3%、06年1.9%押し下げられる、とされる。今年1～6月の中国の実質GDP成長率は9.5%に達し、7～8%と言われる潜在成長率からみると、依然として過熱感が強い。こうした状況からすれば、10%程度の切上げはむしろ中国経済のソフトランディングに貢献するとみられる。

日本や米国のマクロ経済に与える影響はほとんどない。GDP成長率や物価への影響はゼロと推計されている。06年の効果をもて、日本の貿易黒字は5億ドルの増加、米国の貿易赤字も36億ドルしか改善しない。加えて、ADBは「米国の対中輸入が減っても、その分、他のアジア諸国からの輸入が増えて相殺される可能性がある」と指摘している。

シナリオ2の場合は、中国経済への悪影響が大きい。06年の中国の実質GDP成長率は3.9%押し下げられることになり、貿易黒字も318億ドル減少することになる一方、米国の貿易赤字は79億ドル削減されることになる。この場合でも、日米のマクロ経済にはさほど大きなインパクトを与えないと予想されているが、人民元の比較的大幅な切上げで中国経済が減速すれば、世界経済へのマイナス効果は予想外に大きくなることも考えられる。

ADBの試算結果からみても、当面の人民元切上げ幅は10%以下にとどめるのが妥当であろう。その後は、前述のとおり、通貨バスケットとの連動性を高めることにより、人民元相場をより柔軟に変動させることが重要になってくる。

## （2）輸出企業、中国進出企業には好影響も、輸入企業はやはり厳しい

人民元切上げが日本のマクロ経済へ与える影響は軽微にとどまるとしても、当然のことながら、個別の産業界に与える影響はプラスもマイナスもある。

最も恩恵を享受できるのは、対中輸出のウエイトが大きい企業群である。図表9は、日本の輸出企業の輸出採算レート（対ドルレート）を対人民元レートに換算して示した

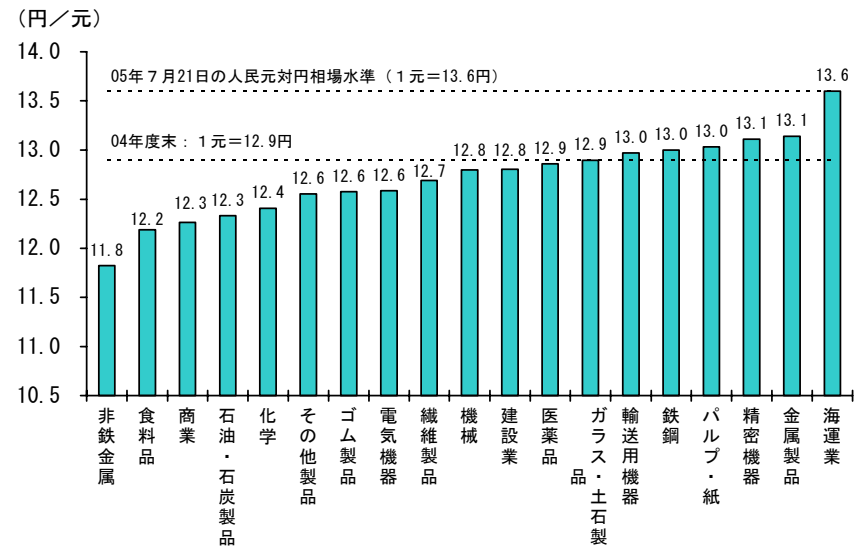
（図表8）人民元切上げによる中国・日本・米国経済への影響

単 位	GDP	投資	消費	インフレ率	貿易収支	経常収支
	%	%	%	%	億ドル	対GDP比、%
（シナリオ1）2005年半ばに人民元が対米ドルで10%切り上げられた場合						
中国	2005	-0.3	-0.1	-0.1	-35.7	-0.3
	2006	-1.9	-1.7	-0.5	-149.7	-0.8
日本	2005	0.0	0.0	0.0	0.96	0.0
	2006	0.0	0.0	0.0	5.0	0.0
米国	2005	0.0	0.0	0.0	2.2	0.0
	2006	0.0	0.0	0.0	36.2	0.0
（シナリオ2）2005年半ばに人民元が対米ドルで20%切り上げられた場合						
中国	2005	-0.6	-0.2	-0.2	-75.8	-0.6
	2006	-3.9	-3.5	-1.0	-317.9	-1.7
日本	2005	0.0	0.0	0.0	2.2	0.0
	2006	0.1	0.1	0.0	12.0	0.1
米国	2005	0.0	0.0	0.0	5.1	0.0
	2006	0.1	0.0	0.0	78.7	0.1

（備考） 1. 数値は人民元切上げがなかった場合（ベースシナリオ）に比べてどの程度の変化がもたらされるかを推計したもの  
2. Cyn-Young Park 『Coping with Global Imbalances and Asian Currencies』ADB、05年5月により作成

ものである。人民元切上げ当日の7月21日の為替レート（1元＝13.6円）を基準にすれば、ほとんどの輸出企業で利益がでる水準にある。業種別には、非鉄金属、食料品、商業、石油・石炭製品、化学などの収益性が高い。また、切上げ前には採算ライン上にあった輸送機器、鉄鋼、紙パ、精密機器などでは、今後、人民元高基調が定

(図表9) 日本の輸出企業の輸出採算レート



(備考) 1. 輸出採算対ドルレートを対元レートに換算（1ドル＝8.11円で計算）  
2. 内閣府『平成16年度企業行動に関するアンケート調査』により作成

着すれば、中国への製品輸出を一段と拡大する余地が生まれてくる。さらに、中国進出企業などが日本からの原材料・部品の調達を増やす動きも期待される。

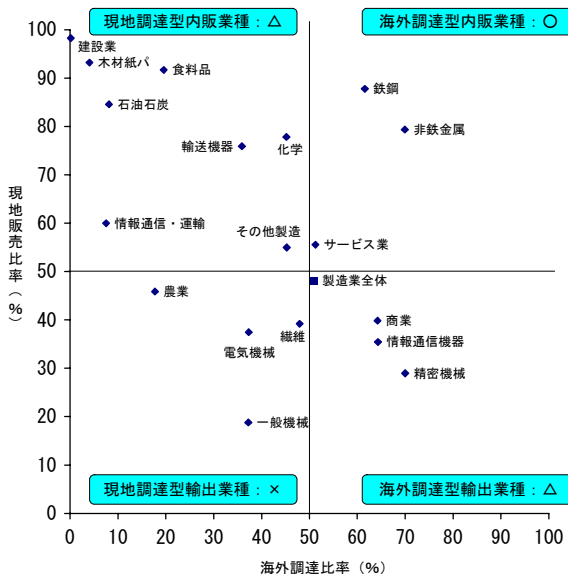
中国進出企業への影響は、形態別にみて、大きく4つに分けて考えることができる。図表10は、95年度と03年度の2時点において、現地販売比率と海外調達比率を判断基準として、産業別の影響をみたものである。

人民元高がプラスに作用するのは、海外からの原材料・部品などの調達比率が高く、中国で製造した製品を主に中国市場で販売している「海外調達型内販業種」である。03年度時点では、鉄鋼、非鉄金属、サービス業がこの分類に属する。

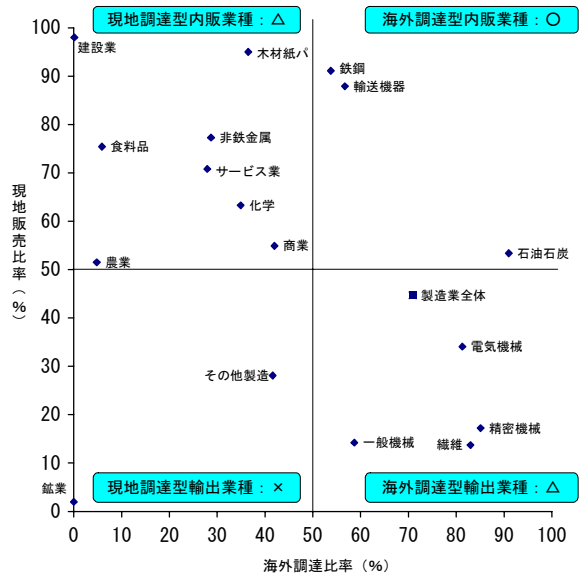
海外からの調達比率が高く、かつ輸出比率も高い「海外調達型輸出業種」においては、人民元高による輸出価格の上昇を輸入原材料・部品のコスト低減によって相殺できるた

(図表10) 中国進出企業の形態別為替リスク

(1) 2003年度時点



(2) 1995年度時点



(備考) 1. ○はプラス、△はややマイナス、×はマイナス、  
2. 経済産業省『我が国企業の海外事業活動』第26回、第33回により作成

め、為替リスクは小さいと考えられる。この分類には、商業、情報通信機器、精密機械が当てはまる。

逆に、現地調達比率が高く、国内販売中心の「現地調達型内販業種」も為替リスクを受けにくいという意味で影響は小さいとみられる。木材紙パ、食料品、輸送機器、化学などがこれに該当する。ただ、今後の人民元の動向次第では、海外製品との競争が激化する可能性もある。

人民元高がマイナスに作用しそうな産業は、原材料や部品を現地調達して、製品の主たる販売先が海外にある「現地調達型輸出業種」である。具体的には、電気機械、繊維、一般機械などである。

95年度時点との比較でみると、輸送機器は、自動車産業の国産化率を重視する中国の政策誘導によって、国内調達比率を急速に高めてきている。電気機械、一般機械などの分野では、一段のコスト削減を図るために、部品産業を担う中小企業が対中進出したことにより、国内調達比率が高まっている。こうした背景から、これら産業では安易に部品等の調達先を見直すことはできにくいものと想像される。

一方、中国製品を輸入する企業にとって、人民元高は死活問題である。特に、100円ショップで販売されているような安価な軽工業品に関して言えば、多少、輸入コストが上昇しても、それを製品価格に転嫁することは容易ではない。

図表 11 は、北京と東京における日用雑貨・衣料品 20 品目の小売価格を比較して、一物一価の購買力平価を計算したものである。このうち、ティッシュからハンドクリームまでの 11 品目の購買力平価は、7 月 21 日時点の為替レート、1 元 = 13.6 円よりも元安・円高水準にある。このうち、コートやビジネスシャツなどにつ

(図表 11) 日中の日用雑貨・衣料品の小売価格と購買力平価

	北京 (元)	東京 (円)	購買力平価 円/元
ティッシュ (100枚 1箱 : S)	12.33	36.00	2.92
歯磨き粉 (120g : S)	18.81	155.25	8.25
フライパン (テフロン加工 : S)	208.00	1,980.00	9.52
トイレットペーパー (2ロール : S)	8.34	79.67	9.55
婦人コート (バーバリータイプ : C)	4,000.00	39,900.00	9.98
洗剤 (3ℓ : S)	264.20	2,657.81	10.06
メンズコート (バーバリータイプ : C)	6,000.00	66,150.00	11.03
石鹸 (100g : S)	10.00	112.59	11.26
ビジネスシャツ (白 : C)	700.00	8,190.00	11.70
子供ジーンズ (C)	340.00	4,095.00	12.04
ハンドクリーム (125ml : S)	28.75	359.24	12.50
シャンプー&リンス (400ml : S)	35.00	532.36	15.21
電球 (60W 2個 : S)	17.50	272.00	15.54
紳士背広上下 (Mサイズ : C)	4,500.00	72,450.00	16.10
紳士ソックス (ウール混紡 : C)	65.00	1,050.00	16.15
婦人シューズ (C)	1,100.00	18,900.00	17.18
子供シューズ (C)	260.00	5,145.00	19.79
紳士ビジネスシューズ (C)	1,000.00	21,000.00	21.00
婦人カーデガン (C)	800.00	25,200.00	31.50
婦人ドレス (C)	1,600.00	71,400.00	44.63
05年7月21日時点の為替レート	-	-	13.60

(備考) 1. Sはスーパーマーケット、Cはチェーンストアの小売価格 (04年)  
2. EIU City Data により作成

いては、中国やアジアの製品が日本の消費市場に深く浸透して、大きく価格破壊が進展した結果と考えられる。逆に言えば、これ以上の人民元高は採算割れに直結する可能性が大きい。日本の消費市場には日用雑貨、衣料品をはじめとして様々な中国製品が出回っていることを考えると、日本経済や日本の消費者にとっても、急激な人民元高は望ましいものではない。

### (3) 最終的な対応策は高付加価値化と中国市場開拓

戦後、日本経済が歩んできた歴史をみても、円相場は日本経済の実力を反映するかたちで上昇基調を続けてきた。いまの中国は高度経済成長期の日本の状況に酷似している。したがって、今後、日本企業は、人民元高基調が続くことを前提として、対中戦略を描いていく必要がある。

前述のように、輸出企業にとっては、人民元高は価格競争力の向上に直結することから特段の対策を必要としない。人民元高を追い風として、中国の消費市場の開拓に邁進するのみである。

中国進出企業にとってはプラス・マイナス両方の側面があるが、基本的な考え方としては、中国を生産・輸出基地としてきた従来の方針を転換し、現地生産・現地販売を主体とすべき時期に差し掛かっている。人民元高基調が輸出の足かせとなるほか、近い将来、中国の外資に的を絞った優遇措置が廃止され、増税によりコストが上昇すれば、輸出基地としての中国のメリットは大きく薄れるからだ。製品の高付加価値化という選択肢もあり得るが、そうした製品群を日本から中国へ生産シフトするメリットはあまり大きくないと思われる。

輸入企業について言えば、人民元はハードカレンシーではないため、海外で為替リスクをヘッジする手段はNDF（人民元差額決済型フォワード取引）に限られており、その利用価値も低い（図表12）。このため、当面の対応策としては高付加価値製品の取扱いを拡大することしかないであろう。さらに、将来的にはベトナムなど中国よりも低コストのアジア諸国からの輸入を増加させる必要もあろう。

今後、日本の中小企業における海外戦略は、チャイナ・プラス・ワン（中国ともう1か国）を念頭に置き、中国リスクを分散する努力が求められることになる。

(図表12) 人民元切上げへの対応策

企業の種類	メリット、デメリット	対応策等
中国へ製品輸出する日本企業	元高は価格競争力の向上に直結	<ul style="list-style-type: none"> <li>・特段の対策は不要</li> <li>・中国市場開拓を一段と強化</li> </ul>
中国へ進出している日本企業	元高により輸出価格は上昇 輸入原材料・部品のコストは低下	<ul style="list-style-type: none"> <li>・人民元と外貨ポジションの調節により、人民元建て資産をネットで拡大（人民元建て負債の圧縮、駐在員の借上げ社宅を自社所有へ転換等）</li> <li>・国有銀行が取り扱う為替先物予約の利用（経常取引に基づくものに限る。最長1年）。NDF取引の利用</li> <li>・海外から中国国内への販売先シフト加速</li> <li>・原材料・部品の海外調達比率の引上げ</li> <li>・製品の高付加価値化</li> </ul>
中国製品を輸入する日本企業	元高により輸入コストが上昇	<ul style="list-style-type: none"> <li>・シンガポール、香港でのNDF取引（人民元差額決済型フォワード取引）はあるが、高プレミアムや低流動性などから利用価値は低い。</li> <li>・為替管理上、人民元建て資産の保有は難しいため、人民元に連動して上昇する可能性が高い香港ドル資産を保有する。</li> <li>・高付加価値製品の輸入・取扱いを拡大</li> <li>・他のアジア諸国からの輸入を拡大</li> </ul>

(備考) 各種資料により信金中金総合研究所作成

## 3. 人民元切上げと資産運用

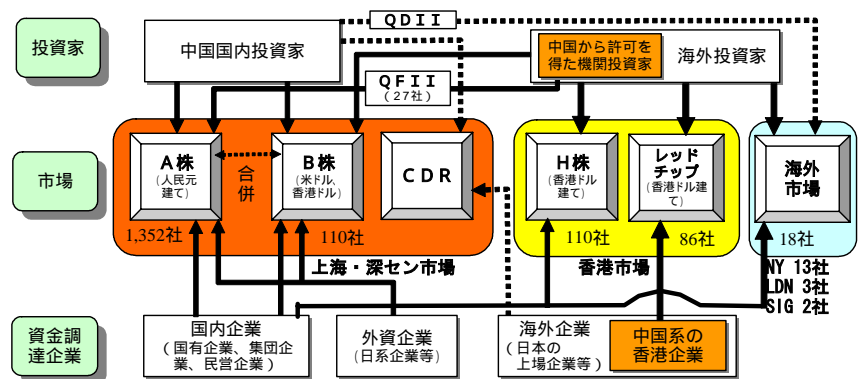
### (1) 対中証券投資のルートは限定的

今後、中長期的に人民元高基調が続き、中国経済も比較的高い成長を遂げるとすれば、対中証券投資には妙味がある。しかし、中国は対外資本取引を厳しく規制しており、非居住者が直接、人民元建て資産を保有することはできない。

現在の投資対象としては、外貨建ての中国株が主体である。具体的には、上海や深センの取引所に上場されている外貨建て中国株（B株：米ドルあるいは香港ドル建て）、

香港に上場されている香港ドル建ての中国株（H株）、ニューヨークやロンドンに上場されている中国株（N株、L株とも呼ばれる）、などである（図表13）。証券会社等が設定している中国ファンド（投資信託）も、主として、これら外貨建て中国株に投資するものである。

（図表13）中国証券市場の全体像



（備考）1. QFII=適格海外機関投資家、QDII=適格国内機関投資家、CDR=中国預託証券  
 2. ……は検討中または将来的な構想。上場会社数は04年末現在  
 3. 中国証券監督管理委員会資料などにより信金中金総合研究所作成

このほか、中国当局は預かり資産の規模や投資業務の経験など一定の条件を満たし、適格と認められる機関投資家（QFII）に対して、中国国内の人民元建て有価証券への投資を解禁している。現在は、日本の大手証券会社など27社がQFIIに指定されている。最近、中国当局はQFIIによる総投資枠を従来の50億ドルから100億ドルへ引き上げており、人民元建て有価証券への投資ルートも中長期的に拡大すると予想される。QFIIの認可を受けている一部の証券会社では、同制度を利用して購入した中国国内株（A株：人民元建て株式）を組み入れた投資信託を日本で販売しているケースもある。

いずれにしても、人民元高は、中国企業の資産が外貨建て評価で増加するため、海外の投資家にとっては歓迎すべきものである。もちろん、人民元高による産業界への影響は様々であり、個別銘柄へ投資する場合は慎重な投資判断が求められることは言うまでもない。

## （2）慎重な銘柄選別が必要

中国の株式市場の最大の特徴は、上場企業の大多数が国有企業であるということである。株式の構成比をみても、国有株の比率は4割以上、国有企業の持合い株である法人株を併せると6割以上は最終的に国家によって保有されている<sup>1</sup>。

つまり、中国証券市場は国有経済を代表する市場であって、工業生産の6割を占め、経済の主角を演じている民営企業や外資企業など非国有経済を代表する市場ではないことに注意する必要がある。

中国政府は、国有株の売却、民営化を考慮しているが、国有株があまりにも膨大であることから、売却計画は慎重かつ小規模に実施されてきている。しかし、潜在的な需給悪化懸念は続いており、中国国内のA株、B株市場は長期的な低迷から脱し切れていない。

<sup>1</sup> 国有株とは、国家が保有している株式のことで、いわゆる日本の政府保有株。法人株とは、国有企業をはじめとする法人もしくは法人資格を有する社会団体などが保有している株式

国内株式市場が長期にわたって低迷している原因は、こうした潜在的株式需給の問題だけではない。上場企業による粉飾決算の多発、インサイダー取引の横行などが嫌気され、中国証券市場は次第に投資家の信頼を失ってしまったのである。

こうした状況を踏まえて、中国の証券監督機関である中国証券監督管理委員会（CSRC）は、将来の証券市場改革としていくつかの構想を明らかにしている（図表14）。

その第1は、不正行為を防止するための法整備を徹底させること、第2は国有株の受け皿として、また安定株主として機関投資家を育成すること、第3は人民元建てのA株市場と外貨建てのB株市場を統合すること、併せて上海市場を東証一部のようなメインボードとし、深セン市場は東証

（図表14）今後の中国資本市場における改革開放

- |   |
|---|
| ①資本市場の発展は、資源配分の効率化、国有経済の構造調整と戦略的再編、非国有経済の発展、直接金融比率の引上げなどにおいて重要な意味を持つ。<br>②「公開・公平・公正」、「法制・監督管理・自律・規範」に基づいた資本市場の改革開放と発展の推進<br>③証券発行・上場認可制度の改善、資本市場の投資リターンの重視、投資信託や保険会社を主体とする機関投資家の育成、証券会社の資金調達ルートの拡大<br>④メイン・ボードの充実、店頭市場の創設など多層型の株式市場体系の構築、 <u>債券市場・先物市場の発展</u><br>⑤上場会社の質的向上、コーポレート・ガバナンスの強化、 <u>市場退出制度の整備</u><br>⑥証券会社、先物業者の市場参入制度の改善、顧客資金の流用禁止、証券会社と先物業者の合併・再編の奨励、証券会社、先物業者の退出制度の整備<br>⑦資本市場の発展と投資家権益保護に関する関連法規の整備、監督管理の効率向上、業界の自主規制と世論によるモニタリング機能の発揮<br>⑧市場リスクの軽減に向けた各関係部門の連携、証券先物市場における違法行為に対する厳格な取締り<br>⑨外国証券会社による証券会社、運用会社への資本参加奨励、 <u>QFII（適格海外機関投資家）の継続発展、海外資本市場の積極利用、対外交渉・協力の推進</u> |
|---|

（備考）中国証券監督管理委員会資料により作成

二部、あるいは店頭市場に特化させ、各市場に特色を持たせること、債券市場、先物市場を育成すること、第4は中国経済の真の主役である外資企業や民営企業の上場を促進すること、第5は中国証券市場の国際化を推進するため、外国企業の上場（CDRの上場）や海外の機関投資家による対内証券投資を容認するQFII制度を一層活用すること、などである。

中国の証券市場は、90年代初頭に取引所が成立したばかりの歴史の浅い市場であり、証券制度の整備、市場関係者の認識、市場参加者の質、など様々な面で改善されるべき点が多いのは事実であり、今後の証券改革の進展が待たれるところである。

海外投資家は中国A株市場へ直接的に投資することはできないが、香港H株やレッドチップ（中国資本の香港企業）に投資する場合も、中国証券市場の現状や中国株式の特徴をよく理解しておく必要がある。また、中国の株式市場では、当局の証券政策の動向が相場の大きな流れを決定する要因になってきた歴史があり、政策動向をきめ細かにウォッチすることも大切である。

有望分野としては、中国のブルーチップ（基幹産業の株式）のほか、いまの中国経済の発展の原動力である外資企業、あるいは外資との提携関係を上手く活用している企業、などが考えられよう。民営企業については、非常に活力のある企業が多く、成長性も極めて高いが、企業規模が総じて小さく、業績の振幅が大きいことが特徴であり、それだけ投資リスクが高いことに注意すべきである。

### （3）中国マネーの動向にも注目

一方、最近では中国企業による対外投資も徐々に拡大している。中国政府も、「走出

去（外に出て行く）」を合言葉に、国家的戦略として対外投資を奨励しており、04年の中国企業による対外直接投資は36億ドル、前年比27%増加した。

中国企業の海外投資は、業種別には製造業や国内需給が逼迫している資源・エネルギー関連、地域別には東南アジアに集中している。先進国のなかでは、米国への投資が最も多く、記憶に新しいところでは、レノボ・グループ（聯想集団）がIBMのパソコン部門を買収した事例が挙げられる。

いまのところ、日本に対する直接投資の事例は少ないが、これは日本のM&Aに関する法整備の遅れや市場の閉鎖性に原因があると思われる。ただ、中国企業にとって魅力ある技術を有する日本企業は多く、日本の法整備が進展すれば、中国資本によるM&Aも今後着実に増加してくるであろう。

このほか、今後は海外への資本還流を目的として中国適格機関投資家（QDII）による対外証券投資も徐々に認められる見通しである。実際、今年2月、国家外貨管理局は大手の平安保険会社に対して17.5億ドルの外貨運用枠をはじめて許可した。

中国機関投資家の資金運用額は03年末で4,662億ドルとほぼ台湾の株式時価総額に匹敵する規模がある（図表15）。例えば、以前、日本の生保業界では外貨建て資産の保有が一般勘定資産の30%以内に規制されていたが、仮に中国でも機関投資家の投資資金の3割が外貨建て資産で運用されるようになれば、その規模は1,400億ドル程度となる。これは、03年の東京株式市場における外人買越し額706億ドルの2倍に相当する。

もちろん、中国マネーがすべて東京市場に流入するわけではないが、今後、中国マネーの存在が国際金融資本市場に大きな影響を与える日も遠くないと予想される。

（図表15）中国機関投資家の投資資金規模（03年末現在）

	金額（億元）	米ドル換算（億ドル）
金融機関の有価証券運用残高	30,259.5	3,656.0
保険会社の有価証券運用残高	3,828.9	462.6
証券会社の自己運用額	673.0	81.3
年金基金の残高	2,206.5	266.6
投資信託の残高	1,614.7	195.1
残高合計	38,582.6	4,661.6

（備考）1. 金融機関には、中国人民銀行、政策銀行、国有商業銀行、その他の国内商業銀行、郵政貯蓄機構、都市合作銀行、農村信用社、都市信用社、外資銀行、信託投資公司、リース会社、財務会社が含まれる。

2. 国家統計局『中国統計年鑑』2004年版等により作成

以上

（黒岩 達也）

本レポートは、標記時点における情報提供を目的としています。したがって投資等についてはご自身の判断によってください。また、本レポート掲載資料は、当研究所が信頼できると考える各種データに基づき作成していますが、当研究所が正確性および完全性を保証するものではありません。  
 なお、記述されている予測または執筆者の見解は、予告なしに変更することがありますのでご注意ください。

<参考文献>

1. Cyn-Young Park「Coping with Global Imbalances and Asian Currencies」ADB（2005年5月）
2. 真家陽一「特集：人民元切り上げと進出企業の対応策－総論－」ジェトロ通商広報（2005年6月10日）
3. 中国日本商会（在中国日本商工会議所）「人民元切り上げの影響に関する緊急アンケート調査」（2005年7月27日）
4. 経済産業省「我が国企業の海外事業活動」第26回、第33回
5. 内閣府『平成16年度企業行動に関するアンケート調査』