

経営者目線 で読む 景気動向



武藤泰明（むとう やすあき）
1955年生まれ。1980年東京大学大学院修士課程修了。株式会社三菱総合研究所、主席研究員を経て、2006年早稲田大学スポーツ科学学術院教授嘱任。専門はマネジメント。

武藤泰明

中国当局は8月11日からの3日間で人民元売
買の「基準値」を4・5%切り下げた。これを契
機に世界同時株安が進行したのは周知のとおり
である。

私がこの連載で中国をとりあげたのが8月号
だった。原稿は6月に書いていたのだが、読者の

なるのか」を日本の視点から少し詳しく検討して
みたい。

○景気減速を輸出増でカバーする戦略

まずはじめに為替の「基準値」であるが、先進

連載 第8回

チャイナ・ファクター

手元に届いたのは8月上旬である。みごとに「当
たった」のは嬉しいといえば嬉しいのだが、世界
経済のトレンドを追いつ、その延長線上に未来を描
くという筆者の生業（なりわい）からすれば、時
期はともかくとして、起こるべくして起こった事
態であると考ええる。今号では、「中国は何を考え
ているのか」「何が起きているのか」「今後どう

国にはこんなものはない。というより、めったに
見ないものである。為替は市場に委ねられるのが
普通なのだが、中国の場合は為替を管理しようと
していて、基準値を設けている。実勢は基準値ど
おりにはならない。8月上旬には基準値を下回っ
ていた（人民元安である）ので、いうなれば実勢
に近づける形で基準値を引き下げている。またし

○もはや内需では伸びない

実際にはカバーできるかどうかは悩ましいところ
である。中国の輸出は2・3兆ドル強。GDP
（10兆ドル強）の4・5%は4600億ドルなの
で、輸出が現在より2割伸びれば、人民元安をカ
バーできる。ただし、これは輸出の原価に輸入品
が含まれていない場合である。実際には輸出が増

加すると外国からの原材料等の輸入も増え、その
ぶんGDPは押し下げられる。おそらく、輸出が

25ないし30%伸びないと、人民元安をカバーでき
ない。常識的には、無理である。少なくとも短期
間ではどうにもならないといえるだろう。

このように無理であるにもかかわらず中国が
輸出増強を目指すのは、他に方法がないからだ
と云つてよい。中国のGDPの構成要素で最大なのは
固定資本形成、つまり投資なのだが、その投資
が伸びなくなった。もちろん、あまり必要のない
（経済波及効果が見込めない）道路建設や都市開
発をすれば、GDPは成長する。しかし、そのよ
うな方法には、頼らない、頼れないということであ
ろう。

○ドル安と米金利上昇

人民元が切り下げられたことでどのような影
響が出ているのか。現在もっとも直接的なのは、
さらに切り下げられるのではないかとという観測の
下に、人民元が売られることである。そうなる
と、基準値は意味を失う。中国当局は人民元安の
回避と基準値による為替管理の継続を目的とし
て、大量に人民元買い・ドル売りを進めている。
中国の外貨準備は3・9兆ドルで世界1位なの
で、ドルを売るのに困らない。困るのは米国で、
ドルを売るというのは米国の長期債を売ることで
あるため、流通する米国債が増え、長期金利が上
がる。FRB（米国の中央銀行）が独自に金利政
策を立案・管理しにくい状況になっているという
ことである。

○通貨切り下げ競争

つぎに、人民元が下がるということは、中国の
輸入購買力が低下することを意味している。した
がつて、中国に対する輸出で収益を上げている企
業・国にとっては痛手である。この連載の8月号
でも指摘したとおり、日韓、そしてアジア新興国
だけでなく、ブラジル、チリ、オーストラリア、
南アフリカの輸出先第1位がいずれも中国である。
つまり、中国は世界からものを買っている
「輸入大国」である。現在、中国より経済規模が
大きいのは米国だけである。逆に言えば他の国は
小さいので、中国の小さな変動が他の国には大き
な痛手になる。もはや日本とて例外ではないし、
日本の新興国の現地法人が中国に輸出していれ
ば同じ影響を受けることになる。

一方、人民元安の結果として中国の輸出が増え
るなら、この輸出品の原材料・部品等を中国に輸
出している企業や国への影響は軽微なものになる
だろう。ただしこれにも問題が潜んでいる。それ
は、中国の輸出増強による他国との競合である。
典型は鉄鋼で、中国の製鉄会社は、内需が低下し
た分を輸出に振り向けようとする。人民元安も
手伝って低価格で大量に供給されることになる。
他国、典型的には日本の鉄鋼業が大きな痛手を
被ることになる。すでに日本では「鉄冷え」がは
じまっている。

そして、ここから導き出される政策的な結論
は、各国が自国通貨を切り下げたいと考えること
である。通貨切り下げ競争という、勝者と着地点

の见えない抗争が懸念されは始めている。

○振幅が大きくなる

9月初旬にトルコ・アンカラで開催されたG20
財務相・中央銀行総裁会議で、中国人民銀行の総
裁は中国株のバブルを認めている。何しろ上海市
場の株価は2014年6月からの1年間で2・5
倍になった。また同国財政相は、今後5年間は中
国経済にとって構造調整の痛みの時期だと語っ
た。中国を含め、G20各国高官の間では状況認識
は共有されていると云つてよい。
とはいえ、認識が共有されれば事態が安定す
るというわけではない。その意味では、これも8
月号で示した「振幅」、つまり「ぶれ」が、しば
らくの間世界経済のキーワードとして重要になっ
ているのである。

○日本企業の収益低下

振幅とあわせて確実なのは、日本企業の収益
と株価が下がることである。何度も指摘してきた
ように、現在の日本企業の収益の源泉は、海外現
地法人の利益が円安で「かさ上げ」されているこ
とである。中国経済の減速でこれら現法の事業は
縮小が懸念される。そして通貨切り下げ競争の
下ではこれ以上の円安は考えにくい。つまり、海
外現法は日本企業の利益増加に貢献しない、とい
うより、むしろ押し下げ要因になろうとしている
のである。