

2016年2月12日 全6頁

人民元を起点とした連鎖的な通貨安のリスク

下落しやすい通貨はタイバーツとベトナムドン？

経済調査部
エコノミスト 新田 堯之

[要約]

- 人民元の独歩安が進む場合、中国製品に自国製品がシェアを奪われる形で ASEAN 経済も悪影響を受ける公算が大きい。特に、タイとベトナムは中国と輸出品目の類似度が相対的に高いため、こうした悪影響が表面化し易いとみられる。
- 輸出以外では、中国の生産拠点を ASEAN 諸国等に移転させるいわゆる「チャイナ・プラスワン」の動きがスローダウンする可能性もある。この場合、チャイナ・プラスワンの候補として高く評価されるベトナムが経済的なダメージを受け易い。
- これらの点を勘案すると、今後人民元の独歩安がある程度進行した際、ASEAN 主要国ではタイとベトナムを中心に為替当局が経済への悪影響を防ぐべく、自国通貨を安値に誘導するケースが考えられる。ただ、今度はタイ・ベトナムなどと輸出品目が類似する国々が自国通貨を安値に誘導する事態が発生し得る。こうした人民元を起点とする各国通貨の連鎖的な下落が起きうる可能性には十分に注意を払う必要がある。

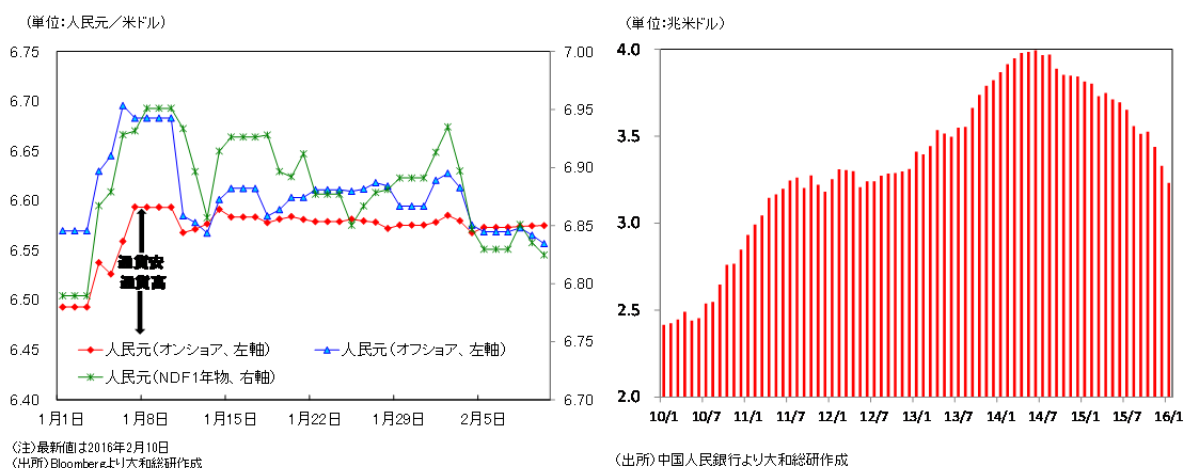
台頭する人民元の先安感

2016年の人民元相場は波乱の幕開けであった。上海総合指数が急落した影響などを受け、中国当局の規制下に置かれる中国本土（オンショア）市場の人民元の対米ドルレートは1月初めから1週間ほどで1米ドル＝約6.5元から約6.6元、中国当局の規制が及ばない香港のオフショア人民元に至っては同期間で1米ドル＝約6.55元から約6.7元まで急落した。ただし、これ以降、双方の為替レートは落ち着きを取り戻している。オンショア人民元は6.6元手前でほぼ横ばいの展開となり、香港のオフショア人民元も1月11日に急上昇した後は概ね6.6元前後で推移している。これらの動きの背後には当局の人民元買い介入が深く関わった模様である。

しかし、人民元の先安観は依然として根強い。例えば、2016年2月10日における1年物のノンデリバラブル・フォワード（Non-Deliverable Forward, 略称：NDF）の価格からは、人民元の対米ドルレートが1年後に約6.8元まで下落するとの市場予想が見て取れる。先安観が台頭したきっかけは、米国の金融政策転換期待や中国経済の先行き懸念などが引き起こした資本流出である。中国当局がこの資本流出に対して人民元買い・外貨売りの為替介入を実施した結果、同国が保有する外貨準備高は2014年6月をピークに急減した。この減少ペースに今のところ衰える兆しは見えない。2015年12月に前月比ペースで過去最大となる1,079億米ドルの減少を記録し、続く2016年1月も前月比で995億米ドルに及ぶ大幅な減少に至った。

ここで問題となるのは、外貨準備高の減少自体がさらなる資本流出圧力を生み出しかねない点である。通貨当局が人民元レートを維持すべく、外貨準備を費消して大規模な介入を繰り返すこと自体が資本流出圧力と化し、それが更なる外貨準備減少に繋がり得る。こうした負のスパイラルに嵌らないようにすべく、当局がある程度の元安を容認すると市場が予想するのも無理はない。

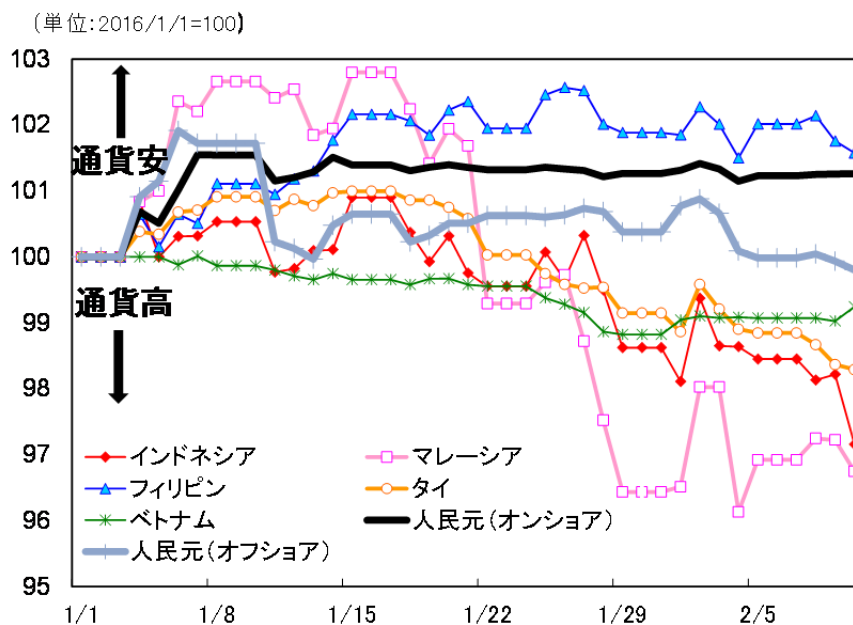
図表1：人民元の対米ドルレートの推移（左図）、中国が保有する外貨準備高（右図）



2016年1月以降の傾向を観察すると、フィリピン以外のASEAN主要国の通貨は人民元と反対に上昇基調である。今後もこうした人民元の独歩安が進めばASEAN経済は様々な悪影響を受ける可能性が高い。特に、輸出に関しては、①中国向け輸出が減速する、②人民元安で価格競争

力をつけた中国製品に自国製品がシェアを奪われる、という 2 つの経路を通じて下押し圧力が生じるリスクがある。

図表 2：各国の対米ドルレート推移



(注)最新値は2016年2月10日
(出所) Bloombergより大和総研作成

中国と輸出品目が類似する国はタイとベトナム

以下では、人民元の独歩安が進行すると仮定し、その場合に発生し得る上記②の効果¹を詳しく検証する。ここでは、中国と ASEAN 主要国の輸出がどの程度競合しているのかを計測するため、Export Similarity Index (輸出品目類似度、以下 ESI と表記) と呼ばれる指標を傍証として使用する。

ESI は複数国間の輸出品目の類似性を示す指標である。計算手順は、①：A 国と B 国で輸出総額に占める各輸出品目のシェアを計算する、②：品目ごとに低い方のシェアの数値を抽出する、③：②で抽出した数値を合計する、である (図表 3 に具体例を示した)。ESI は 0 に近いほど類似性が低く、1 (100%) に近いほど類似性が高いことを意味する。ただし、ESI は貿易品目の分類 (例えば、HS コード、SITC コード、BEC コード) 間で数字が大きいこともあり、絶対の評価基準はない。またハイエンド製品とローエンド製品の双方が同じ輸出品目に含まれる点にも十分な注意を払う必要がある。

¹ ①の効果については新田堯之[2015]「ASEAN5 カ国の経済見通し (2015 年 12 月)」大和総研レポート (2015 年 12 月 15 日) (URL:http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/asean/20151215_010439.pdf) を参照

図表 3 : 輸出品目類似度の概念図

事例1			事例2		
品目名	A国の輸出シェア	B国の輸出シェア	品目名	A国の輸出シェア	C国の輸出シェア
コメ	15%	30%	コメ	15%	20%
自動車	45%	10%	自動車	45%	50%
鉄鋼	25%	15%	鉄鋼	25%	20%
原油	5%	55%	原油	5%	10%

$$ESI=15\%+10\%+15\%+5\%=45\%$$

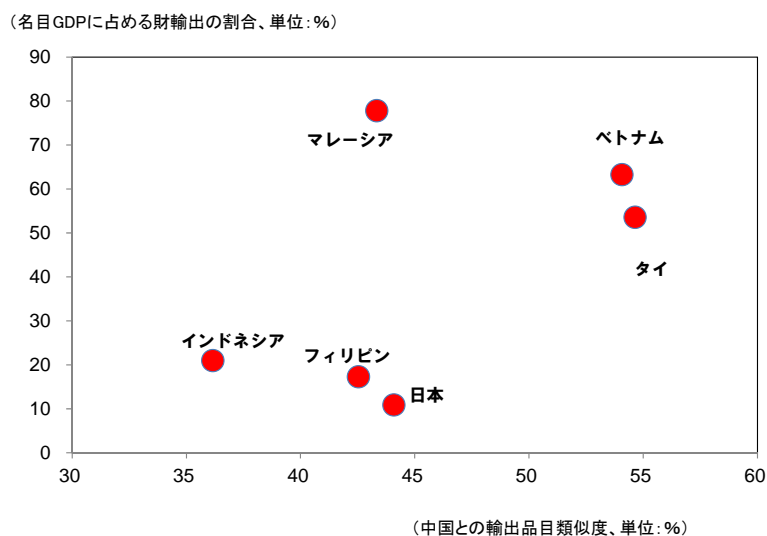
$$ESI=15\%+45\%+20\%+5\%=85\%$$

各品目で抽出した値を合計

(出所)大和総研作成

UNCTAD が公表するデータで中国と ASEAN 主要国間の ESI を求めた結果、タイとベトナムの数値が相対的に高かった。ASEAN 主要国の中でも工業化の発展度合が中国に比較的近いタイは自動車データ処理機械を初めとする機械や半導体などが ESI を高めた。ベトナムでは伝統的な主要輸出品目である衣類・履物に加え、近年サムスン電子を筆頭とする外資系企業が生産量を急拡大させたスマートフォン（通信機器）などが ESI を押し上げた。

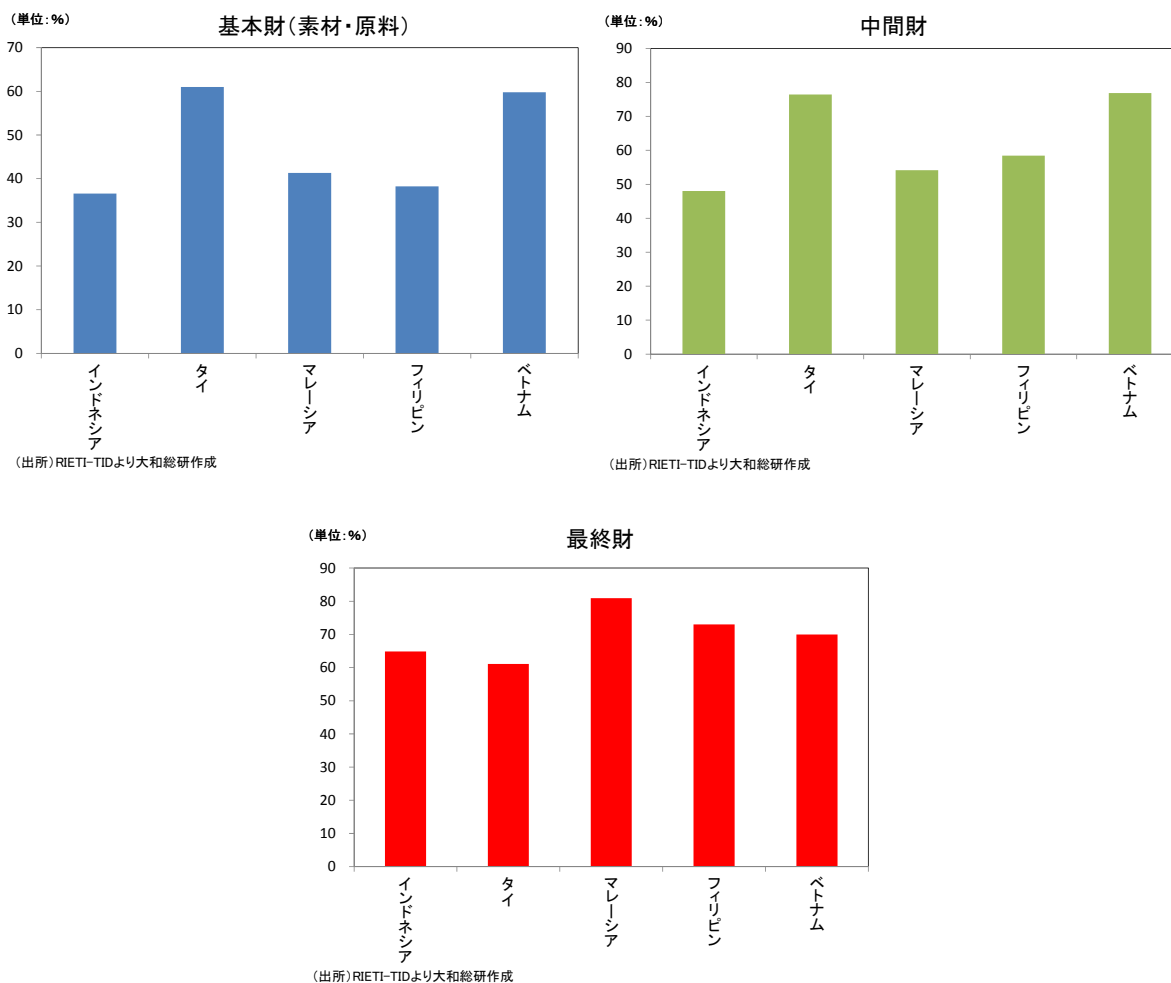
図表 4 : 各国の輸出品目類似度（2014 年）



(出所)UNCTAD、世界銀行より大和総研作成

加えて、RIETI-TID が発表するデータに基づき、サプライチェーンごとの ESI を見た場合、基本財と中間財において、タイとベトナムは中国と輸出品目が比較的類似しているとの結果が得られた。このため、両国の上流・中流産業は今後輸出に下押し圧力が掛かり易くなるとみられる。

図表 5 : サプライチェーン別の輸出品目類似度 (2013 年)



人民元を起点とした連鎖的な通貨安のリスクも

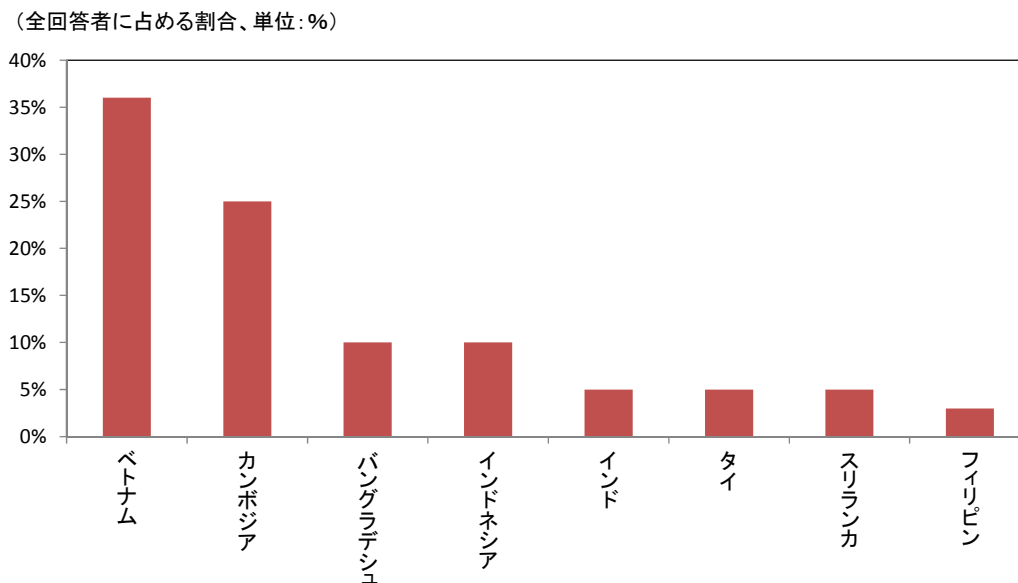
総じて、人民元の独歩安が進行した場合、中国と輸出品目が似通っているタイとベトナムは輸出の下振れリスクが比較的高まり易い。加えて両国は名目 GDP に占める財輸出の割合は相当高い(タイ: 55.5%、ベトナム: 77.2%、(参考) 日本: 15.2%、すべて2014年の数値)ため、輸出が落ち込んだ際の経済へのインパクトも大きい。

輸出以外では、中国の生産拠点を ASEAN 諸国等に移転させる「チャイナ・プラスワン」の動きがスローダウンする可能性もある。この場合、チャイナ・プラスワンの候補として高く評価されることが多い国であればあるほどマイナスの影響を受け易くなる。スタンダードチャータード銀行が2015年2月から3月にかけて香港および台湾を拠点とする製造業企業を対象に実施した調査によれば、「中国から生産拠点を他国に移転させる場合、どの国を選択するか?」といった質問に対し、ベトナムは36%でトップに立つ(なお、2位はカンボジアの25%、3位はバングラデシュとインドネシアの10%)。この点を踏まえると、人民元の独歩安がチャイナ・プラスワンの動きを停滞させた場合、特にベトナムでは対内直接投資が減少する上に、中長期的にも国内産業の発展が遅れてしまうリスクが高まると思われる。

これらの点を勘案すると、今後人民元の独歩安がある程度進行した際、ASEAN 主要国ではタイとベトナムを中心に為替当局が経済への悪影響を防ぐべく、自国通貨を安値に誘導するケースが考えられる。ただ、今度はタイ・ベトナムなどと輸出品目が類似する国々が自国通貨を安値に誘導する事態が発生し得る。こうした人民元を起点とする各国通貨の連鎖的な下落が起きうる可能性には十分に注意を払う必要がある。

以上

図表 6：チャイナ・プラスワンとして好まれる国



(注) 棒グラフは「中国から生産拠点を他国に移転させる場合、どの国を選択するか?」という質問に対して回答された割合を示す

(出所) Standard Chartered[2015]“PRD’s pain, China and ASEAN’s gain”(2015年5月5日)

(URL:<https://www.sc.com/BeyondBorders/wp-content/uploads/2015/05/2015-05-11-BeyondBorders-Report-PRDs-pain-China-and-ASEANs-gain.pdf>)より大和総研作成