

Economic Monitor

人民元相場下落の背景にあるファンダメンタルズの悪化

人民元の対ドル相場は6月中旬以降、急落した。きっかけは米中貿易摩擦への懸念であるが、背景には対外収支の悪化や米中金利差縮小というファンダメンタルズの変化もある。対外収支は今後も悪化が続き、米中金利差も縮小傾向が見込まれるため、引き続き人民元相場は軟調推移となるが、下落が加速する場合は再び資本規制が強化される可能性も。

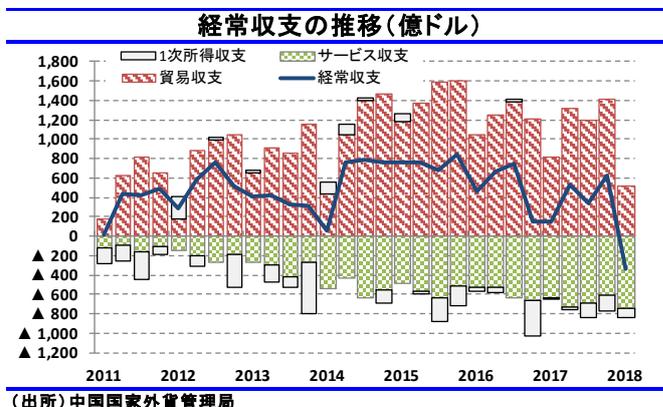
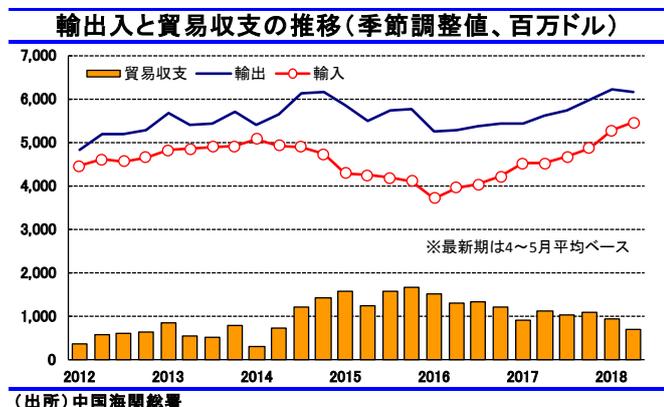
人民元の対ドル相場は大幅下落

米国が中国に対する制裁関税の発動を決め、中国の報復関税導入が不可避になったわりには、今のところ金融市場は総じて安定している。とはいえ、人民元の対ドル相場は、6月中旬までの1ドル=6.4元前後から7月初には一時6.7元台まで下落、ここ数日は人民銀行幹部の口先介入ともとれる発言を受けて下落に歯止めが掛かってはいるものの、6.6元台の年初来安値圏内で推移している。この間の下落率は約4%にもなり、わずか半月の変化としては極めて大きい。

こうした人民元急落のきっかけとなったのが、冒頭で触れた米中間の貿易摩擦への懸念であることは言うまでもないが、その根底には、以下に見る通り対外収支の悪化や米中金利差縮小といったファンダメンタルズの変化も影響している点に留意しておく必要がある。

貿易黒字が縮小し経常収支は赤字へ

中国の貿易黒字は、2015年の6,017億ドルをピークに縮小傾向にあり、2016年は5,471億ドル、2017年は4,380億ドル、2018年には5月までの累計で1,024億ドル、年間ベースでは3,380億ドル¹となる水準まで落ち込んでいる。貿易黒字縮小の背景は、輸出の拡大ペースが輸入に比べて緩やかであり、かつ足元で頭打ちしている一方で、輸入は原油など資源価格の上昇を背景にむしろ増勢を強めていることである。



¹ 当研究所試算の季節調整値による。

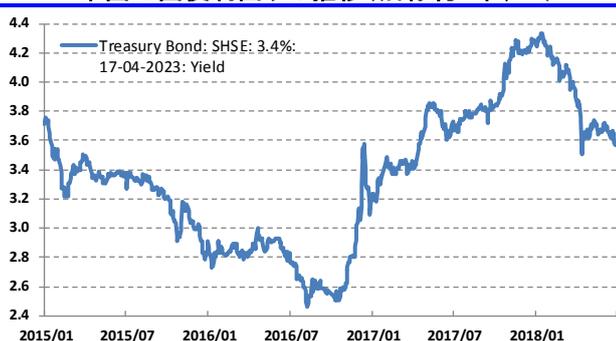
経常収支の悪化は、より顕著である。2018年1～3月期の経常収支は、上記の通り貿易黒字が縮小したことに加え、旅行収支の赤字拡大を主因にサービス収支の赤字が拡大したため、341億ドルの赤字に転じた。経常収支の赤字は2001年4～6月期（▲90億ドル）以来、約18年ぶりのことである。中国の経常収支は、季節的な要因から1～3月期に黒字が縮小する傾向にあるため、4～6月期には黒字に復する可能性が高いものの、2017年通年の黒字額1,649億ドルを大きく下回るペースであることは間違いない。

米中金利差は縮小傾向が続く

中国と米国間の金利差も縮小している。米国の長期金利は、5月中旬に付けた直近ピーク、国債10年物利回りで3.1%台、5年物で2.9%台から、足元ではそれぞれ2.8%台、2.7%台へ低下してはいるが、年初の2.4%台、2.2%台に比べれば、まだ高い水準にある。一方、中国の残存期間約5年の国債利回りは、年初の4.3%程度から足元では3.6%程度まで低下しており、同じ期間5年で比べると、米中金利差（中国－米国）は年初の2.1%Pt程度から足元では0.9%Ptまで縮小している。

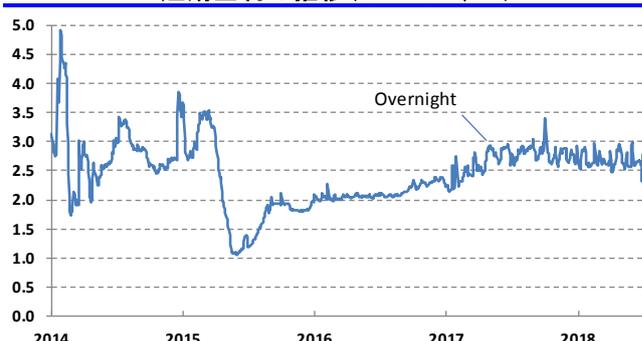
さらに、今後の両国における金融政策の方向性を展望すると、米国では少なくとも来年にかけて利上げが続けられる見通しであり、長期金利にも上昇の余地がある。一方の中国においては、政策金利とされる貸出1年物金利、預金1年物金利とも、それぞれ4.35%、1.50%で据え置かれたままであるが、同じく金融政策の変数である預金準備率（大手銀行）は、4月25日に17.0%から16.0%へ、7月5日には更に15.5%まで引き下げられた。人民銀行は金融機関に対して、準備率引き下げによって確保される資金を、4月は主に中期貸出ファシリティー²の返済へ、7月は企業債務の株式化へ充てるよう求めたことをもって、金融緩和ではないとしているが、銀行間市場の翌日物金利が4月下旬の2.9%台から2.3%前後まで低下していることを踏まえると、一定の緩和効果はあったと言える。人民銀行は、引き続き過剰債務の是正などの金融改革が景気に与える悪影響を緩和するため、また、最近の景気拡大ペースの鈍化に対応するため、金融政策を緩和的なスタンスを維持する可能性が高い。そのため、中国の金利は低下余地を残しており、米中金利差は今後一段と縮小、場合によっては逆転する可能性もあるとみられ、引き続き人民元相場の下押し圧力となろう。

中国の国債利回りの推移（残存約5年、%）



(出所)CEIG DATA

短期金利の推移（CHIBOR、%）



(出所)CEIG DATA

今後も人民元相場は軟調推移

貿易収支についても、原油価格はイランやリビアなど供給面の懸念材料が相次いでおり、輸入の増加による黒字の更なる縮小が見込まれる状況にある。さらに、米中の貿易摩擦問題がトランプの思惑通りとなれば、貿易黒字は一段と縮小することになり、いずれにしても中国の対外収支は今後も人民元相場の下落要因となり続ける可能性が高い。

² 市中銀行が人民銀行（中央銀行）から資金を調達する仕組みの一つ。

もちろん、現在の人民元の対ドル相場の水準は、2017年後半頃と同程度であり、一時1ドル=7元に迫った（2016年12月頃）ことを思えば、まだ懸念する水準ではないという見方もある。また、政府にとっては、陰りの見える景気をテコ入れするため、輸出の拡大を後押しする人民元安は歓迎すべきことでもあろう。人民元安の弊害の一つは輸入物価の上昇に伴う物価上昇であるが、消費者物価上昇率は5月で前年同月比+1.8%と落ち着いており、今のところインフレ懸念は小さい。貿易摩擦問題に絡んで米国から人民元の割安さを指摘された場合のバッファを確保するという意味でも、現状程度の人民元安であれば十分に許容範囲だと考えられる。

ただ、人民元の大幅な下落が続けば、2015年から2016年にかけて強まった中国からの資本流出を誘発しやすいことも事実である。最近の急速な人民元の下落を見ると、既にそうした動きが出始めている可能性も否定はできない。政府が口先介入に踏み切ったのは、資金流出を念頭に置いた「早過ぎる下落」への警戒感が背景にあったとみて良いだろう。そうであれば、政府・人民銀行は、今後もファンダメンタルズの悪化に伴う人民元相場の軟調推移が見込まれる中で、基本的には口先介入によって下落スピードを抑制、必要に応じて実際にドル売り人民元買い介入を実施するが、それでも歯止めが掛からない場合は、再び資本規制を強化することも考えられる。中国政府にとっては、人民元相場の「緩やかな下落」が最も望ましいシナリオであろう。