

## 人民元相場の安定を図る中国

### 【ポイント】

1. 中国政府当局は、景気安定や対米貿易関係の改善を求め、昨年後半以降、資本流出規制に加え、今年 5 月には対ドル基準値の計算方法を変更するなど、人民元安抑制姿勢を強めている。
2. 短期的には、政府当局の人民元安抑制策などにより人民元相場は概ね安定した推移が続くとみられるが、政策だけで人民元安を長期間抑制することは困難である。
3. 中長期的な人民元安圧力の転換には、国内外の投資家の信認を高めるべく、金融市場改革をはじめとした構造改革を着実に進めていくことが重要である。

昨年半ば以降、実体経済が概ね安定して推移する中国において、政府当局の危機意識は金融リスクに向かっている。5 年に一度の最重要会議である共産党大会を控え、政府当局としては金融資本市場に足をすくわれる事態は避けたいところであり、景気に配慮しつつ、人民元相場の安定を図るなど金融リスクの抑制に取り組んでいる。本稿では、足元までの人民元相場の動向を振り返りつつ、今後の行方などについて考えてみたい。

### 1. 人民元相場の動向

人民元相場を振り返ると、2016 年末にかけて 1 ドル 7.0 元に迫る水準までドル高・元安が進行したが、2017 年に入ると元安の動きに歯止めがかかり、5 月下旬までは概ね安定した推移が継続した。

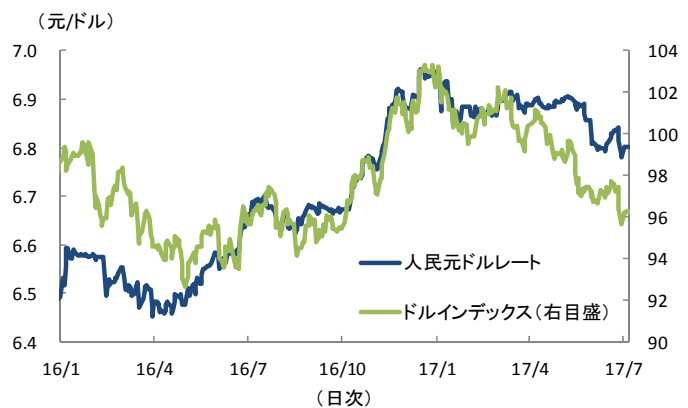
2017 年入り後に人民元相場が安定した背景としては、米大統領選挙以降のドル高基調に歯止めがかかりドルが弱含みで推移したことが挙げられる。

ドルインデックスの推移をみると、昨

年 11 月以降、米新政権による財政政策に対する期待やインフレ懸念の高まりなどを背景にドル高基調となった。しかし、その後は米国の政権運営に対する不透明感が強まったことで、その政策期待が剥落し昨年末のピーク時に 103 台をつけたドルインデックスは足元 96 台まで低下するなど軟調な動きとなった。昨年 11 月以降の人民元の動きをみると、ドルインデックスの動きに概ね追随する形で推移していたことがわかる（図表 1）。

また、政府当局による資本流出規制の強化、米中間の金利差拡大も人民元の安定に寄与したとみられる。政府当局は人民元安圧力が強まった昨年後半以降、海外の不動産購入や株式投資目的の外貨買いを制限したほか、報道ベースによれば、企業においても 100 億ド

図表 1. 人民元相場とドルインデックス

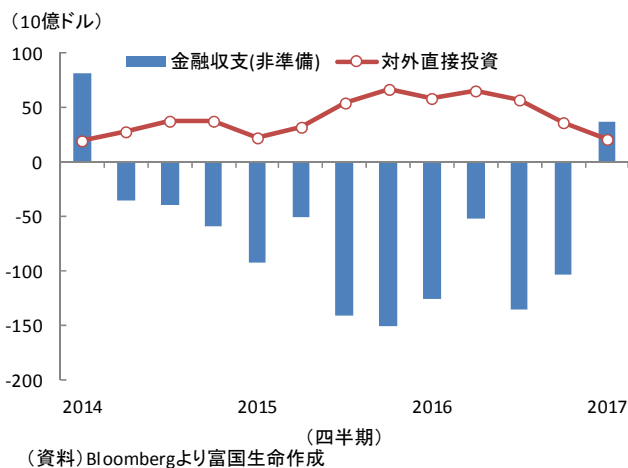


(資料) Bloombergより富国生命作成

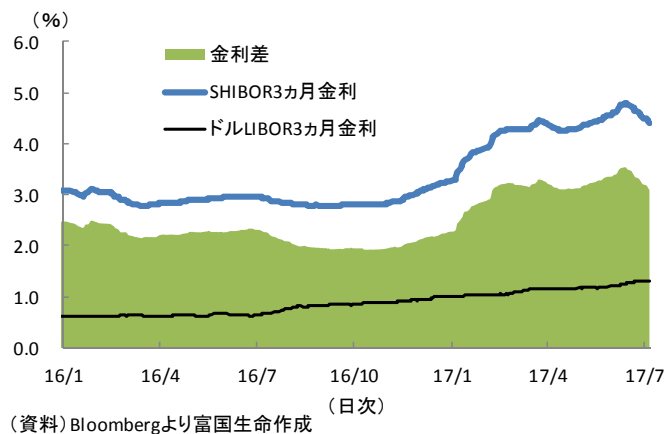
ル以上の投資案件や国有企業による 10 億ドル以上の不動産購入などを原則認めないこととするなど、対外投資にも一定の制限をかけ、資本流出規制を強化した。その結果、資本流出の動向を測る目安の一つとなる金融収支は 2017 年 1～3 月期に流出超から流入超に転じ、また対外直接投資についても、投資額が縮小し足元では前年比マイナスで推移するなど資本流出の動きはここ数ヵ月弱まっており、これにより人民元売り圧力が一定程度緩和されたとみられる（図表 2）。

市場金利の高めの誘導により米中間の金利差が拡大したことも影響しているとみられる。米国では 2015 年 12 月に利上げを開始し、緩やかながら政策金利の引上げを進めている。一方、中国では、金融政策の目標である基準金利は据え置いているが、シャドーバンクの抑制などを狙って市場金利を高めに誘導したことで 2017 年入り後に短期金利は上昇が加速した。その結果、ドル LIBOR 金利と SHIBOR 金利でみると、短期金利の金利差は拡大した（図表 3）。短期的にみると相対的に金利の高い通貨の価値が上昇するという関係からすれば、この金利差拡大も下支えになっているとみられる。

図表 2. 金融収支と中国からの対外直接投資の推移



図表 3. 米中の短期金利差の推移

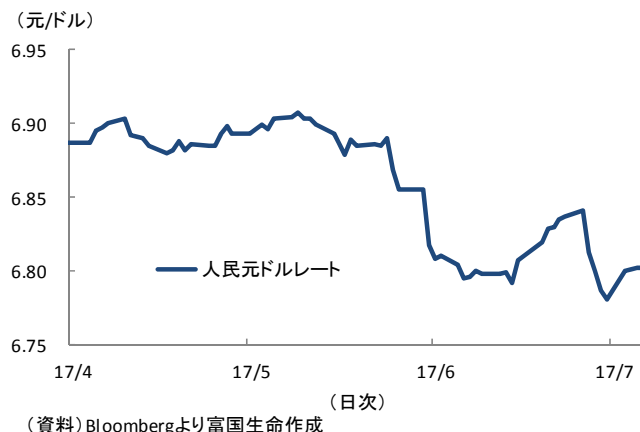


## 2. 人民元安の抑制姿勢を強める中国

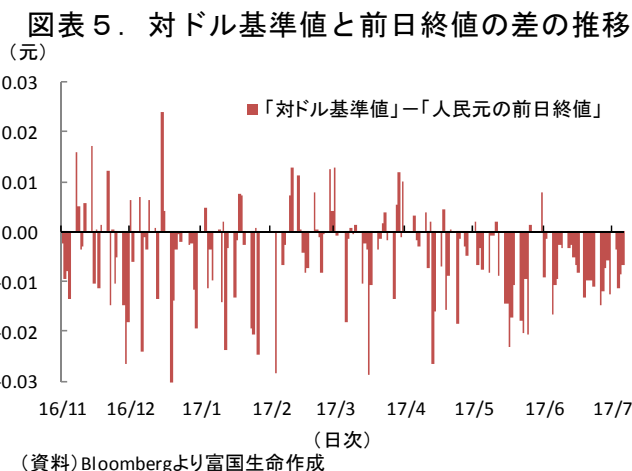
5 月下旬まで概ね 1 ドル 6.9 元前後で概ね安定して推移していた人民元であるが、その後は元高方向に急進した（図表 4）。要因としては図表 1 のドルインデックスが低下傾向となっている通りドル安の影響が大きいですが、政府による為替介入観測に加え、対ドル基準値の計算方法を変更し人民元安を抑制する姿勢を強めたことも影響している。

2015 年 8 月以降に導入された従来の計算方法は、人民元の対ドル基準値は、複数のマーケットメーカーが前日終値と、外貨需給、通貨バスケットの為替レートの変化を踏まえてレートを提示し、中国人民銀行がこれをベースに算出することとなっていたが、5 月 26 日に中国外貨取引センター

図表 4. 人民元相場の推移



(CFETS) が計算方法に「逆周期因子 (反循環的要素)」の導入を検討していることを発表した。CFETS によれば中国の為替市場は非合理的な期待により、非現実的な需給が発生し、オーバーシュートのリスクを抱えているためと説明しており、また、その後の新聞報道によれば、新しい計算方法は、前日の相場が大きく変動した場合の基準値の過度な変動を抑制し、かつ、元安方向への動きを抑制できる仕組みとのことである。現時点において中国人民銀行から正式な発表やコメントはないものの、足元にかけて基準値が元高方向に設定される傾向がみられる (図表 5)。いずれにしても今回の計算方法導入からは当局が人民元の動向に神経質になっていることがうかがえる。



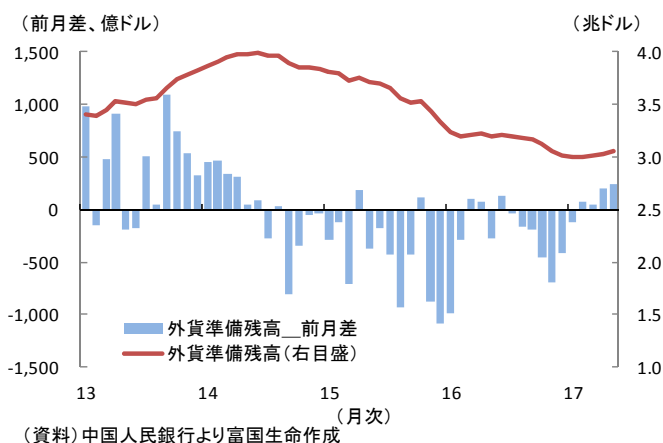
ここもと当局が人民元安の抑制姿勢を強めた背景にはいくつかの要因が考えられる。第一に、米中関係の悪化を防ぐ目的があろう。4月の米中首脳会談で米国の対中貿易赤字削減に向けた「100日計画」を策定することで合意しており、貿易不均衡の是正に加え、人民元安の改善への取り組みを実行することで、米国側からの批判を回避したい思惑があったとみられる。第二に、中国政府は資本流出を規制する一方、資本流入の拡大を図っていることがある。7月にはオフショアの債券投資家が中国のオンショア債券への投資を容易にするため香港と中国本土の債券市場を接続する債券相互取引という枠組みを始動させており、今後これにより外貨の流入拡大が見込まれる。人民元安が続くという見方が強ければ、為替差損が生じることへの警戒から人民元建て債券の需要は高まらない。そのため、人民元安の見方を転換したい思惑があるとみられる。第三に、今秋に開催が予定される5年に一度の最重要会議である共産党大会を控えるなか、金融資本市場の混乱を回避し、景気安定や金融改革の推進につながる実績を示しておきたいとの思惑も働いたとみられる。

### 3. 政策だけで人民元安を長期間抑制するのは困難

足元では政府当局の取り組みが奏功し人民元相場は安定しているものの、政策だけで人民元安を長期間抑制するのは困難である。2016年後半以降、国境を越える資金移動の監視を強化してきたことで、足元では資本流出の動きが和らいでいるものの、その有効性は抜け道の利用により低下する可能性が高く、長期にわたって有効に継続できるものではない。また規制の継続が企業活動など経済に悪影響を及ぼし、海外企業の中国向け投資意欲の減退にもつながる恐れがある。また、これまで当局は人民元安が加速する局面において為替介入によって人民元を買い支えてきたが、外貨準備高にも限りがある。足元では海外への資本流出の動きが弱まったことやドルが軟調に推移していたことなどから、5月の外貨準備高は3兆540億ドルと、前月比では4ヵ月連続の増加となり、減少傾向には歯止めが掛かっている。ただし、外貨準備高は2014年前半のピーク時を9千億ドル程度下回る水準にあり、先行き楽観はできない (図表 6)。対米貿易関係の改善が図られるなかで米国からの輸入が増加すれば、外貨準備高の原資となる経常収支黒字の減少につながる可能性がある。外貨準備高減少によって介入余力がさらに低下すれば、それが人民元売りの材料とな

りうる。さらに、市場金利を高め誘導していることが金融資本市場を不安定化させ、人民元売りにつながる可能性もあろう。その主な目的は、これまで低金利環境下で過度にレバレッジを高めてきた銀行業に対して、金融リスクの防止のためデレバレッジを促すことにあるとみられるが、人民元安を抑制する狙いもあったと考えている。しかし、デレバレッジと金融資本市場の安定を両立することは容易ではなく、市場金利の高めの誘導による銀行のデレバレッジの進展が、株価の下落などを通じて、金融資本市場を不安定化させる可能性もあろう。こうした背景から、政府当局による政策だけで人民元安を長期間抑制し続けることは難しい。

図表 6. 外貨準備高の推移



#### 4. 根本的な人民元安圧力の解消に必要なのは構造改革

中国経済は海外経済の持ち直しによる輸出増、インフラ投資や不動産関連を中心とした固定資産投資の増加がけん引し、2017年1～3月期の実質GDP成長率が前年比+6.9%と2四半期続けて小幅ながら加速した。しかし、足元までの経済指標をみると、1～5月の固定資産投資が前年比8.6%増と前月の8.9%増から伸びが鈍化するなど、景気持ち直しの動きに一服感がみられ、先行きの景気減速懸念が燻っている。一方、緩やかな景気回復を続ける米国が利上げ局面にあることから、ファンダメンタルズから市場参加者による人民元の先安観は根強い。ただ短期的には、秋に共産党大会を控えるなかで景気の安定が重視されることや、米中貿易関係の改善を求める姿勢などから、当面、政府当局のスタンスが大幅に変化するとは考えにくい。対ドル基準値の計算方法変更が変動幅抑制および人民元安抑制に寄与することが見込まれることに加え、資本流出規制や状況に応じた為替介入の実施などにより、人民元相場は当面安定した推移が続くとみている。

もっとも、前述のとおり、資本流出規制などの政策だけで人民元安を長期間抑制するのは困難であり、根底にある人民元安の流れを転換しなければ中長期的に人民元安を食い止めることはできないだろう。人民元安圧力がかかる大きな要因の1つに資本流出の拡大があげられるが、これは短時間で解消することができない構造的な問題であり、市場参加者による根強い人民元の先安観にもつながっている。近年の資本流出拡大の背景としては、長期的に資本取引規制の緩和が進み、多様な形態での対外投資が拡大する一方で、中国国内の金融資本市場の整備が不十分なため投資対象が少ないことに加え、中国経済の減速懸念から海外投資家が資金を引き揚げ、また国内投資家も資本逃避的な動きを強めていることなどが要因として考えられる。景気に配慮しつつ当面は規制を続ける一方で、国内外の投資家の信認を高めるべく、金融市場改革をはじめとする構造改革を着実に進めていくことが重要である。

(財務企画部 大野 俊明)