



人民元安を起因とする「不透明感」の背景とは

～政策を巡る不透明さや市場開放の不備など課題は山積～

発表日：2018年7月20日(金)

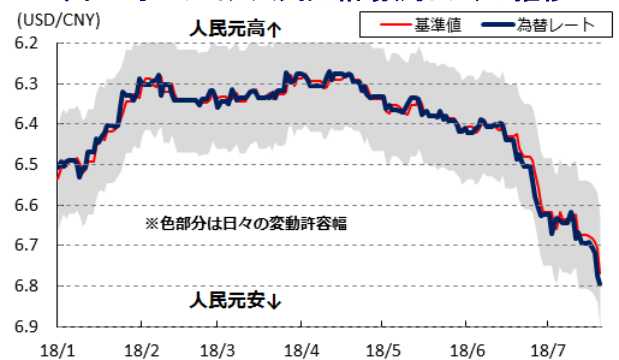
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 米中貿易摩擦を巡っては貿易制裁の応酬に繋がることが懸念されるなか、国際金融市場では中国当局による対抗措置を警戒する向きがある。今年4月以降の人民元の対ドル相場は下落基調に転じ、6月以降は加速感を増している。なお、これは当局の意図以上に国際金融市場の思惑が影響した可能性が高い。ただし、20日に当局が発表した基準値は約1年ぶりの人民元安水準となり、市場に混乱を招いている。年明け以降の株安局面を勘案すれば、資金流出を招き得る人民元安誘導を図る可能性は低いと見込まれる。他方、政策の不透明さや開放途上の金融市場は様々な思惑を惹起しやすく、今後も人民元相場に揺さぶられる展開が続こう。
- 米中貿易摩擦を巡っては、今月6日に米中両国が貿易制裁の一部発動に踏み切ったことで貿易戦争に突入する可能性が高まっている。米トランプ政権は中国に対する貿易制裁の対象拡大を示唆する動きをみせる一方、中国当局も一歩も引かない姿勢をみせるなど、今後は貿易制裁の応酬に繋がることが懸念される。なお、現時点において米中双方が発動している貿易制裁は双方の年間の輸入額に対して数%に留まり、経済指標などに目にみえる形で悪影響が表面化している訳ではない。ただし、米国の対中輸入額と中国の対米輸入額との間には歴然とした差があるなか、国際金融市場においては中国当局の対抗措置が貿易制裁以外の手段に及ぶ可能性を警戒する向きがある（詳細は4日付レポート「[米中貿易摩擦、中国の「対抗措置」はあるのか](#)」をご参照下さい）。こうしたなか、米トランプ政権による対中貿易制裁の概要が発表されて以降、昨年来上昇基調を強めてきた人民元の対ドル為替レートは下落傾向に転じる動きが続いており、先月以降はそのペースが加速するなど人民元相場を取り巻く環境は変化している。なお、この背景には、国際金融市場において中国当局が米国の貿易制裁への対抗措置として人民元安に向けた為替誘導に動くとの見方が強まったことが影響したと考えられる。人民元相場を巡っては、当局が営業日直前に発表する「基準値」を元に、相場を一定の変動幅の間に抑えるクローリング・バンド制が採られているが、昨年に当局が基準値の算出方法を変更したことに伴い恣意性が拡大した結果、実質的に管理変動相場制に近い状態となっている。昨年の基準値の算出方法の変更以降、しばらくは人民元高に向けた動きが続いたものの、年明け以降はそれまでの急激な人民元高に対する当局のけん制姿勢を反映して頭打ちした後、今年4月以降は一転して人民元安方向に基準値が設定されるよ

図1 オンショア人民元相場(対ドル)の推移



(出所) 国家外為管理局, CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 人民元相場(対ドル)の推移



(出所) Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

うになった。しかし、6月以降については外国人投資家を中心に人民元安が進むとの思惑が強まったとみられ、このことは外国人投資家が自由に取引可能なオフショア人民元（CNH）が主導する形で人民元安の動きが加速し、その動きに釣られる形でオンショア人民元（CNY）が下落したことに現われている。さらに、前日のオンショア人民元相場を元に翌日の基準値は算出されるため、自己実現的に人民元安が加速した可能性は高いと見込まれる。なお、今月初めには人民銀が口先介入を実施したほか、大手国有銀行による為替介入実施などを通じて人民元相場は落ち着きを取り戻すかと思われたものの、米中貿易摩擦の出口がみえない状況が続くなかで国際金融市場の思惑はくすぶり続けてきた。こうしたなか、20日に人民銀行は基準値を昨年7月14日以来となる人民元安水準としたことで、オフショア市場とオンショア市場の双方で下落基調が強まる事態を招いている。ここで注目されるのは、中国当局の意図が人民元安誘導にあるかであろう。中国金融市場を巡っては、今年5月に上海と香港の証券取引所間で認められている株式の相互取引売買額が大幅に引き上げられたほか、6月には中国本土で上場する人民元建株式（中国A株）が国際的な株価指数であるMSCI新興国株指数に組み入れられるなど、外国人投資家への門戸が広がることで活況を呈することが期待された。しかし、年明け以降の中国金融市場を巡っては株価の調整局面が続いており、米中貿易摩擦の当事国である中国経済への悪影響も懸念されるなか、資金流出圧力が高まりやすくなっていることが影響している。こうした状況において、仮に中国当局が人民元安を志向する動きを強めれば、

2015年に株安と人民元安が連動することで中国金融市場がパニック状態に陥った二の舞を演じる事態に追い込まれる可能性がある。このように考えると、足下の状況下で中国当局が主導的に人民元安誘導を図るとは見込みにくいものの、中国当局の政策の透明性の低さに起因する予見性の低さが国際金融市場の思惑を惹起していることを勘案すれば、こうした状況が早々に解消されるとは見通しにくく、今後も国際金融市場は人民元相場の動向に一喜一憂させられるリスクはくすぶる。中国経済の規模は日本経済の2.5倍と図体は極めて大きいものの、金融市場の硬直性や当局による不透明な政策運営などの課題を抱えており、米中貿易摩擦などを期に市場開放を進める機運は高まりつつあるが、依然としてスピード感ある動きを伴っていないことを勘案すれば、今後もしばらくは中国の動きに揺さぶられる展開は避けられないと予想される。

図3 中国株(CSI300 指数)の推移



(出所) Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

以 上