

米中摩擦は為替を巻き込む「新たな段階」に

～中国当局は徹底抗戦の構えをみせるが、「防衛力」低下の影響を注視する必要性は高い～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

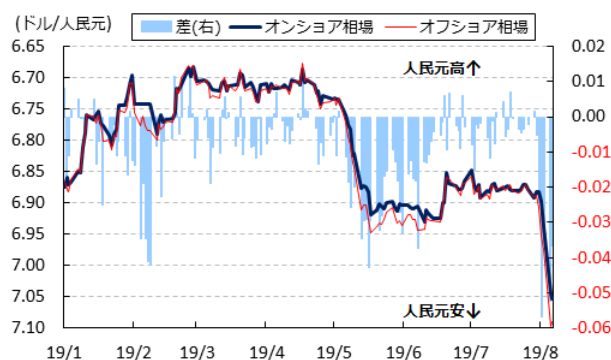
(要旨)

●ここ数ヶ月の国際金融市場は、世界経済の頭打ち懸念にも拘らず、米FRBのハト派転換などを理由に活況を呈する対照的な状況が続いた。しかし、トランプ米大統領による対中制裁「第4弾目」の発動示唆に加え、中国当局の人民元安容認を受けて動揺している。また、中国政府は対抗措置を発表したほか、米国政府も中国を25年ぶりに「為替操作国」に認定するなど、米中摩擦は為替を巻き込む形で新たな段階に入っている。中国政府は徹底抗戦の構えをみせるが、足下の外貨準備は「適正水準」を下回るなど防衛力に乏しい。仮に資金流出が加速すれば、中国国内の過剰債務問題に飛び火して「灰色のサイ」問題が顕在化するリスクがある。中国の民間債務は世界経済の行方にも影響を与え得る規模ゆえに、今後の行方には一段の警戒が必要である。

ここ数ヶ月の国際金融市場を巡っては、昨年来の米中摩擦の激化などに伴う世界経済の頭打ち懸念の高まりにも拘らず、年明け以降の米FRB（連邦準備制度理事会）による『ハト派』姿勢への転換などを理由に米国株は一時最高値を更新したほか、先進国を中心とする長期金利の低下を受けて一部のマネーがより高い利回りを求めて新興国に回帰するなど、実体経済の動きとは対象に比較的活況を呈する展開が続いてきた。しかし、6月末の米中首脳会談を経て米トランプ政権が対中制裁強化の一時猶予の条件とした先月末の米中閣僚級会合では目立った成果は得られず、その直後にトランプ米大統領が自身のSNSに9月1日付で対中貿易制裁『第4弾目』（制裁関税10%）の発動の方針を明らかにしたため、米中摩擦の激化リスクが再燃している。こうした事態を受けて、国際金融市場ではオフショア人民元（CNH）を中心に下落圧力が強まる動きがみられ、5日にはオフショア人民元のみならず事実上当局の管理下にあるオンショア人民元（CNY）の基準値が人民元安方向に設定され、結果的に双方とも『心理的な壁』とみられた「1ドル＝7人民元」の水準を上回り、人民元安をきっかけにした動揺の動きが広がった（詳細は5日付レポート「[「チャイナ・シヨック」、ふたたび？」](#)」をご参照下さい）。なお、

中国人民銀行（中銀）は公表した人民元相場に関する声明において、人民元安を事実上容認する姿勢を示す一方、金融市場に対して投機を背景とする過度な動きを戒めるなど比較的落ち着いた対応を示した。他方、中国政府（商務部）は6日付で公表した声明において、「今月3日以降の米国産農産品の新規輸入に対する追加関税免除措置の打ち切りに合意し、中国国内の関連企業は米国

図1 人民元相場(対ドル)の推移



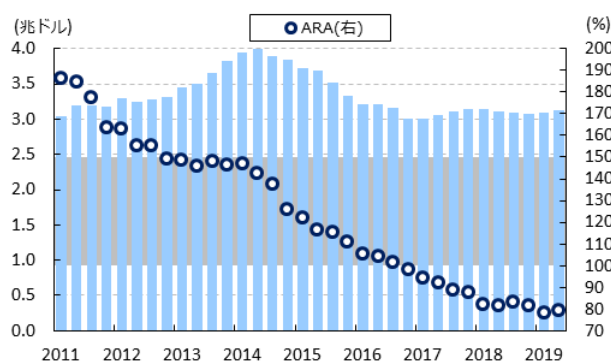
(出所)Refinitivより第一生命経済研究所作成

産農産品の購入を停止した」とするなど、対抗措置を発表した。なお、追加関税免除措置については6月末の米中首脳会談での合意事項としており、トランプ米大統領が対中貿易制裁『第4弾目』の発動を示唆したことが上記の合意を破ったことに当たるとの認識を示している。米中双方が制裁措置の発動を示唆する姿勢をみせたことは、米中摩擦は再び激化に向けて大きく一步踏み出したことを意味しており、今後は来月初めにも予定される次回の閣僚級会合に向けて事務レベルでの協議が続く可能性はあるものの、事態打開は一段と見通しにくくなっている。こうしたなか、米国政府（財務省）は中国に対して「包括通商競争力法」を適用して、「人民元を米ドルに対して安値に誘導することで国際収支バランスの調整の回避、ないし国際貿易上の不公正な競争優位性を得ている」ことを理由に『為替操作国』に認定した旨を公表し、この決定に基づきムニューシン財務長官がIMF（国際通貨基金）とともに中国の足下の行動に伴う不公正な競争優位状態の排除に取り組むとの姿勢を示した。なお、今年5月に公表された「為替報告書」においては、認定基準（①貿易収支の規模、②経常収支の規模、③為替介入の有無）について、為替介入額など定量的な基準を満たさなかったことを理由に認定を見送る一方、『監視対象国』への指定に留めていた。ただし、上述のように足下の人民元相場が下落傾向を強めて約11年ぶりの安値を更新したほか、当局が事実上の人民元安を容認する姿勢を示したことを受けて米国政府は25年ぶりとなる『為替操作国』認定に踏み切り、今後は制裁措置の実施も視野に入れつつ中国政府に対して是正措置を迫る姿勢を示した格好である。

人民元安をきっかけにした国際金融市場の動揺を巡っては、2015年から翌16年初にかけてのいわゆる『チャイナ・ショック』が思い出されるが、当時は中国金融市場からの大量の資金流出を招くとともに、中国政府は防衛に向けて外貨準備高を大幅に減らす事態に追い込まれた。足下の中国の外貨準備は底打ちの動きをみせているが、IMFが示す外貨準備高の適正水準の評価（ARA）に照らし合わせると、適正水準とされる「100～150%」を下回る水準で推移しており、資金流出圧力に対する『防衛力』は低下している。さらに、仮にそうした事態に見舞われれば中国景気に悪影響を与えるほか、国内の過剰債務問題を通じて銀行セクターを中心に金融市場に動揺が広がる可能性もあり、いわゆる『灰色のサイ』問題が噴出するリスクも懸念される。昨年末時点における中国国内の民間部門向け債務は中国のGDP比204.2%、世界GDPの31.5%に達しており、これが動揺する事態に見舞われれば世界経済も無関係ではいられないだけに、新たな段階に入った米中摩擦の行方は世界経済を揺るがしかねない状況を懸念する必要がある。

以上

図2 外貨準備高とARA(試算)の推移



(出所)CEIC, IMF より第一生命経済研究所作成

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。