

中国人民元と米中摩擦の「ざっくり解説」

昨年(2018年)の春先からいわゆる「米中摩擦」が金融市場のリスク要因として意識され始めるようになって以来、かなりの時間が経過しましたが、9月相場を迎えようとする今でもなお、その不安は燻り続けています。

長引く米中摩擦

当初は通商問題としての認識が強かった米中摩擦ですが、実際には知的財産権の保護をはじめ、ハイテク産業の覇権争いや中国におけるビジネス環境の不備、そして安全保障へと争点の対象範囲は幅広く、また、最近では香港のデモ活動を背景に、中国当局の対応次第によっては政治・イデオロギー的な要素も巻き込む可能性も出てきました。

「米中両国とも最悪の事態は避けたいはずだから、どこかで折り合いをつけるだろう」という見通し自体は継続しているものの、複数回にわたる制裁関税の応酬や、中国企業の華為技術(ファーウェイ)への取引制限など、これまでの具体的な出来事を積み上げてみれば、状況は着実に悪化しています。

世界の二大強国である米中両国間のこうした対立構造の拡大・長期化は、国内外の経済や企業業績への悪影響は避けられず、もとより減速傾向にあった中国景気の動向だけでなく、これまで堅調に推移していた米国景気のピークアウトについても懸念されつつあります。

最近の国内市場は2段階で動く？

ご存知の通り、国内株市場の取引は9時に始まります。取引開始の相場は、前晩の米国株市場や日経平均先物取引の影響を色濃く受けるわけですが、最近では10時台の動きも注目されるようになってきました。というのも、10時15分ごろに中国人民銀行が当日の人民元の基準レートを公表し、10時30分には中国上海株市場がオープンする時間だからです。

例えば、8月最終週となる26日(月)の取引では、前週末の米NYダウが650ドル安となり、日経平均先物市場でも節目の2万台割れが警戒される水準まで下落していたこともあり、この日の日経平均は大きく下落してスタートしましたが、その後しばらくもみ合いが続きました。

そして10時台を迎え、人民元の基準レートが元高に設定され、上海総合指数の下落も限定的にとどまったことで、日経平均はその下げ幅を縮小させ、同時に為替市場でも円高から円安へと向きを変えました。このように、米中関係で何か動きがあると、国内株市場は前晩の米国市場の影響を受ける9時の取引開始と、中国市場の動向を見極める10時台の2段階で相場が動く場面が増えています。

人民元レートには2種類ある

ここで、中国の為替レートについて整理してみます。中国の通貨である人民元は、2005年から「管理変動相場制」というのを採用しています。毎営業日の10時15分に、中国の中央銀行にあたる人民銀行が当日の基準レートを公表し、その日の人民元の取引は、基準レートから上下2%の範囲内での変動が許容されるという仕組みになっています。これにより、中国当局の意向を為替レートに反映させ、人民元の価値をある程度コントロールすることを可能にしています。

しかし、この管理変動相場制は、米ドルやユーロ、日本円のように自由に取引できない「不便な通貨」であることも意味しています。さらに、人民元の取引には管理変動相場制以外にも色々と制約が課され、中国経済の成長と規模拡大に比べると、人民元取引の流通量は国際金融市場において乏しいという状況が長く続いていました。

そこで、中国当局は金融市場の開放を進め、2010年7月に香港において新たな人民元の取引市場を立ち上げ、これまでの市場はオンショア市場(CNY)、新しい市場はオフショア市場(CNH)と呼ばれるようになりました。そのため、人民元は2つの市場が併存する格好になっています。

CNYとCNHの関係

前者であるオンショア市場(CNY)は、中国本土の住居者や、貿易など実需に基づく取引に限られ、後者のオフショア市場(CNH)は中国本土外の参加者が比較的自由的なルールで取引できる市場という違いがあり、当然ながら、現在市場規模を拡大させているのはCNHの方です。多くのFX業者が取り扱っている人民元取引もCNHです。

2つの人民元市場はそれぞれ取引ルールや市場参加者が異なるため、基本的に為替レートは異なるものとなりますが、取引対象の人民元そのものは同じです。10時15分公表の基準値に基づいて取引が行われるのはCNYのルールですが、その動きはCNH市場にも影響を与えます。その結果、値動きはお互いに似たようなものになることが多いです。

■ 図:米ドル/人民元のCNYとCNHの為替レートの推移 (Bloombergデータを元に筆者作成)



実際に、過去数年の動きを辿ってみると、両者とも大体同じような方向性で動いていることが判ります。もちろん、ところどころで価格差が生じていますし、また、規制の多い CNY に比べて、取引の自由度が高く、取引参加者の多い CNH の方が市場の思惑が反映され、トレンドが発生する際には CNH レートの方が先行して動きやすい傾向があります。

また、CNH 市場での取引は中国当局による規制の範囲外ではあるものの、まったく無関係というわけでもありません。中国国内にて規制や制度の変更があった場合、当然 CNH 市場にも影響が及ぶ可能性がありますし、中国当局による為替介入の影響も受けることがあります。

例えば、2015 年 8 月のいわゆる「チャイナ・ショック」以降の人民元安局面では、さらなる人民元安をねらって仕掛ける投機筋の動きを牽制するため、中国人民銀行は香港の CNH 市場において、中国国有銀行を通じた「人民元買い・外貨売り」の為替介入を断続的に実施していたとされています。

最近の人民元安が意味するもの

足元の人民元は約 11 年半ぶりの安値を連日で更新するなど、元安が話題になっています。11 年半前といえば 2008 年の 2 月頃ですので、リーマン・ショック以前の時期です。ちなみに、8 月 27 日の人民元の基準値は 1 米ドル＝7.081 元でした。

元安の進行は 8 月に入って加速しました。1 日にトランプ大統領が対中国の追加制裁関税「第 4 弾」を実施すると発表し、さらに、5 日には米財務省が中国を「為替操作国」に認定するなど、米国の中国に対する圧力が強まったことがきっかけです。「中国は国際貿易において、競争の優位性を保つために通貨を安くしている」というのが米国側の認識になります。

これに対し、中国側は「元安の阻止に努めてはいるが、経済減速や貿易戦争の激化など市場環境の悪化が元安につながっている」と反論してはいたものの、8 日に中国人民銀行が人民元の基準値を 1 ドル＝7 元台に設定したことで、市場からは「中国は米国の圧力に対抗するために元安を容認したのではないかと受け止められることとなります。1 ドル＝7 元台は市場参加者が長らく「防衛ライン」とされていた水準だったのですが、このラインを中国当局の意思で越えてきたからです。

人民元安の誘導は「諸刃の剣」

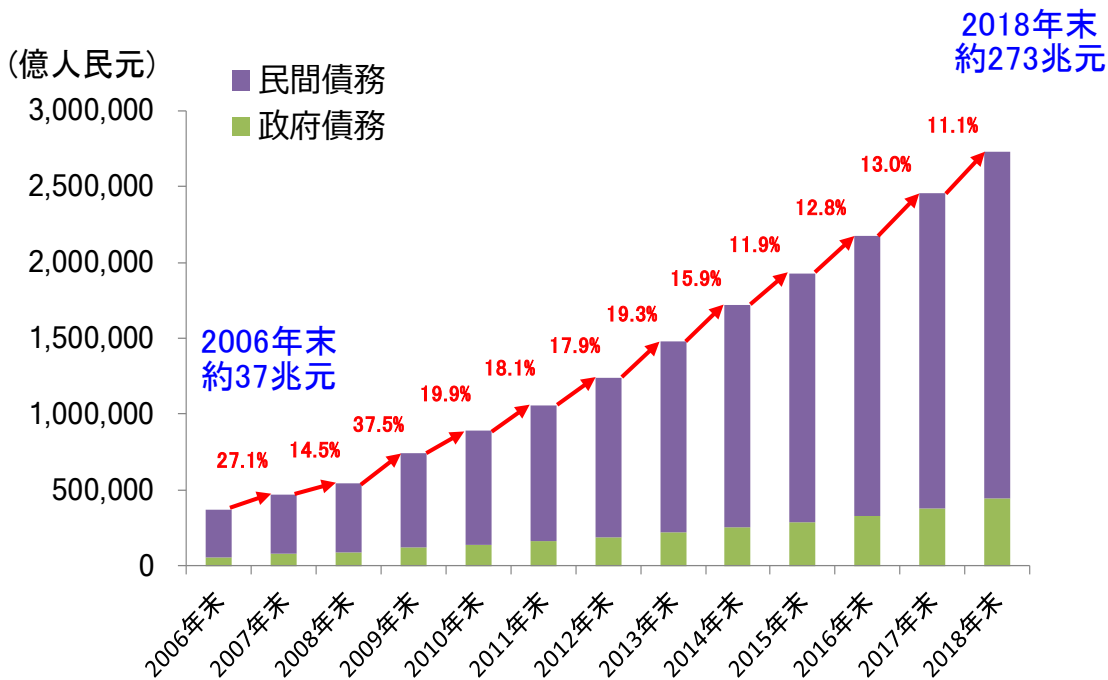
確かに、元安への誘導は中国の輸出企業や景気を支える側面があり、米中摩擦対策として有効な手段のひとつではありますが、その一方で、中国の債務負担を増やし、資本流出につながりかねないリスクを抱える「諸刃の剣」でもあります。

とりわけ、中国の債務問題を懸念する声が多くあります。

図にもあるように、中国の債務残高は毎年二桁ペースの勢いで増加しており、債務残高全体（家計や企業、政府部門の合計）は、対 GDP 比で 300%を超えたとも言われています。定義はまちまちですが、世界全体の債務の約 15%に相当する規模という見方もあります。

債務残高の規模が大きくても、返済の見込みとその能力に対する信頼が保たれているあいだは問題視されることはありませんが、いざ疑問の声が高まり、金融市場が債務不安を織り込むようになった際の影響は深刻なものになると考えられます。

■ 図: 中国の債務残高の状況 (BIS の「total credit 統計」を元に筆者作成)



そのため、中国はある程度の緩やかな元安を容認しつつ、リスクを顕在化させる急速な元安進行は阻止しなければならないという難しい対応が求められていると言えます。中国は金融面でのコントロールの力量が試されているわけです。別の見方をすれば、急激な元安の進行は中国当局がコントロールを失ったことを意味するため、危険なサインと見做されます。

「チャイナ・ショック」~かつての苦い記憶

かつて、中国にはそのコントロールに失敗した苦い経験があります。2015年の8月に中国人民銀行が突然基準値を切り下げたことで始まった「チャイナ・ショック」です。

当時の中国経済も減速傾向の兆候が見られていました。中国当局は人民元の切り下げ(元安の誘導)によって輸出を刺激して景気を浮揚させようとしていました。ところがこれが裏目に出ます。

この時期の中国に対するイメージは、「確かに経済は減速気味だが、成長自体は続けていこう(高いポテンシャル・需要増の期待)」、「それに伴って人民元も上昇していこう(海外からの資金流入期待)」、「もしもの時は当局が何とかしてくれるだろう(いざとなったら政策期待)」というものでした。

ところが、上昇していくと思われていた人民元が当局の意思によって突然切り下げられ、その後の株価急落に対する当局の対応も後手に回ったことで急激に不安が高まり、その影響は海外にも広がっていきました。

結局、人民元の切り下げによって輸出を刺激するメリットよりも、人民元の上昇を当て込んで外貨で資金を借り入れていた中国企業の債務負担が増えたり、資金流出が加速するなどのデメリットが大きいことが判明し、中国当局はその後介入によって人民元を買い支えていくこととなります。

先ほども触れた 1 ドル=7 元が「防衛ライン」として意識されるようになったのも、このチャイナ・ショック以降の元安局面で越えなかった水準だからです。

難しい舵取りが続く

また、中国は「2020 年の GDP を 2010 年時から倍増させる」という経済目標を立てています。その達成には年平均で 6.2%以上の成長が必要とされていますが、7 月 15 日(月)に発表された中国 4-6 月期 GDP の結果は前年同期比 6.2%で、必要最低条件を何とか維持している状況です。中国は目標を死守するために、今後も続々と経済政策を打ち出してくると思われそうですが、すでに補助金支給や減税、金融緩和など、数多くの政策を実行しています。

そのことを踏まえると、中国は海外からより多くの投資を呼び込み、資金を調達する必要があるほか、先ほどの債務問題も考慮すると、本来の中国は元安よりも元高を志向するのが自然なのですが、それを難しくしているのが米中摩擦の影響による足元の経済減速という構図になっています。

冒頭でも触れた通り、現時点での米中摩擦は長期化の見通しが強くなっています。「長期戦となれば、米国よりも強力な政治基盤を持つ中国側が有利」とされていましたが、債務問題への圧力や中国経済の耐久性という視点で捉えると、一般的に認識されているほど中国には余裕がないのかもしれない。

その一方で、李克強首相が外資の出資規制を緩和する方針を打ち出すなど、財政出動だけでなく経済改革に着手していく動きも一部で見られ始めていることは明るい材料です。対外的な市場の開放やビジネス環境の整備は米国が中国に求めているものでもありますので、こうした政策が増えてくれば米中摩擦の改善のきっかけにもなります。

中国の市場改革の拡大とスピードが、今後の人民元の行方を見ていく上で焦点になると言えます。

■本資料は、楽天証券(以下当社)が情報提供の為に作成したものであり、外国為替証拠金取引、及び有価証券の取引その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。本資料及び資料にある情報をいかなる目的で使用される場合におきましても、お客様の判断と責任において使用されるものであり、本資料及び資料にある情報の使用による結果について、当社は何らの責任を負うものではありませんのでご了解ください。

記載しております価格、数値、金利等は概算値または予測値であり、諸情勢により変化し、実際とは異なる場合がございます。また、本資料は将来の結果をお約束するものではありません。尚、お取引を締結する際に実際に用いられる価格または数値を表すものでもございませんので、予めご了承くださいませ。様お願い申し上げます。

商号等: 楽天証券株式会社 / 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 195 号、商品先物取引業者加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会