

足元の人民元安の影響と今後の展望

Topics

- ▶ 中国景気減速と米中金融政策の方向性のかい離が続く中、人民元は約2年ぶりに1ドル=7元を超えて元安に。今年2月以降、投資資金の流出も続く
- ▶ 元安により、外貨建て債務を抱える企業にとっては返済と利払いコストの増加につながる恐れも
- ▶ 生産コストの上昇や、中国製ハイテク製品への懸念などから、長期的に中国の輸出が減少する可能性があると考えられる。また、欧米による対中強硬姿勢から、中国への投資を巡る環境も変化する可能性があるだろう。こうした中、長期的に元安圧力が続く可能性があると考える

エコノミスト 須賀田 進成

景気減速の中で人民元は1ドル=7元超え

中国本土で取引されるオンショア人民元の対ドル為替レートが、2020年7月以来、約2年ぶりに1ドル=7元を超えて下落しました(図表1)。1ドル=7元の水準は、一般に心理的な節目として意識されています。ここ数年で同水準を超えて元安が進展した局面は、米中貿易摩擦で対中制裁関税第4弾の導入が懸念されていた2019年夏から秋口、そしてコロナ禍初期の2020年が挙げられます。いずれも、中国景気を巡る不透明感が意識されていた時期でした。

今次局面においては、人民元安が進んでいる要因として、米中金融政策の方向性の相違と、中国景気及び地政学リスクを巡る懸念の2点があると考えられます。

まず、米中金融政策の方向性の相違ですが、米国が経済活動の正常化と高インフレへの対応として金融引き締め動く一方で、中国は景気の減速に際して景気下支えに向けて金融緩和を行っています。こうした方向性の相違を受け、米中の2年国債の金利差(中国-米国)はマイナス幅を拡大させており、金利面を見た中国資産の魅力度の低下から、人民元安の一要因となっているとみられます(図表1)。

また、中国景気の先行きについては、不動産規制を受けた関連投資の減少長期化とゼロコロナ政策による悪影響から、今年は低成長に陥ると予想されています。こうした状況下、足元では欧米による対中制裁法案やロシアやイランとの関係性を巡る不信感なども加わり、中国の資産に対する投資家のセンチメントを低下させている可能性があると考えます。

こうした中、中国の資本・金融収支は今年2月以降マイナスが続き、投資資金の流出が続いています(図表2)。

当局は急速な元安進展を警戒か

こうした中、当局は元安けん制姿勢を示しています。中国人民銀行は、日次で公表する人民元基準値を前日の終値対比で元高方向に設定しているほか、商業銀行の外貨預金準備率も引き下げ、元売りを抑制しています。

もっとも、1ドル=7元の節目に対して当局は強い防衛姿勢を示しませんでした。当局は引き続き元安と資本流出を警戒するとみられるものの、元安が過度に急速なペースで進まない限り、ある程度の元安を容認する可能性があると考えられます。

本稿では、足元で進む元安の悪影響に加え、米利上げ一服後の人民元の動向を考察します。

次ページへ続く

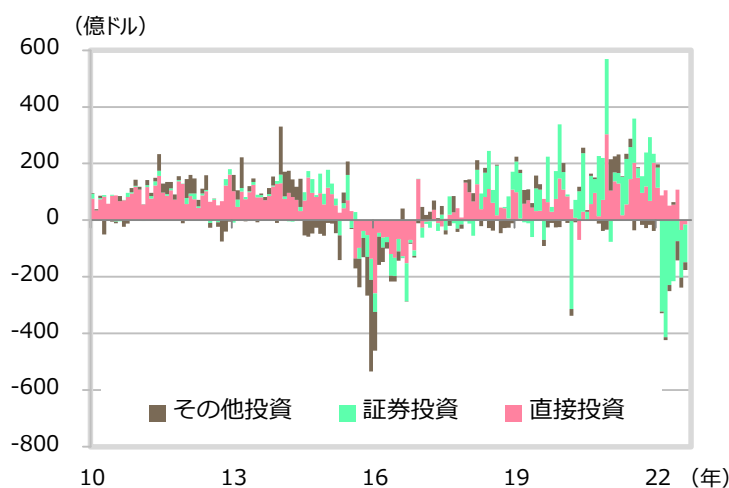
※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表1 人民元(対ドル)と米中2年金利差の推移



図表2 中国の資本・金融収支の推移



中国企業の対外債務問題に波及も

中国の対外債務残高は約2.7兆ドルに達しています（図表3）。これらのうち、約1.8兆ドルが商業銀行およびその他セクターによるものです。中国企業の対外債務は、2021年12月に不動産デベロッパー大手恒大集団の外貨建て債務がデフォルトして以来、同業他社でも同様のケースが相次ぎ、注目が集まっています。

外貨建て債務のうち、企業によるものの大半はドル建てとみられ、企業にとって元安はこうした債務の利払いと返済時のコスト増加を意味します。従って、外貨建て債務を抱える企業にとっては、元安の進展が資金繰りに波及する可能性が出てきます。

過去には資金繰りのために、不動産デベロッパーを中心に多くの企業が外貨建て債の発行を通じて資金調達を行いました。足元でのドル調達コストの増加の影響は、そうした資金繰り難を抱えていた企業に重くのしかかり、今後のデフォルトの増加や企業活動の縮小につながる懸念があります。

企業のデフォルトが頻発するような軟調な中国景気や、中国に対する欧米の強硬姿勢が短期的に改善するとは考えにくく、筆者は米利上げが一服したとしても、人民元の下押し圧力が強い環境が当面は続くと考えています。

人民元の実質実効為替レートと輸出競争力

内外物価変動を加味し、貿易額で加重平均をとった実質実効為替レートベースでは、人民元は過去対比さほど元安となっている訳ではなく、むしろ元高基調で推移しています（図表4）。これは、ドル以外の通貨対比では、人民元はおおむね通貨高となった可能性を示唆しています。

実質実効為替レートの増価は、その国での生産コスト上昇を意味するため、通常は輸出競争力の低下と輸出の減少を招きます。こうした状況下においても、中国は貿易黒字を積み上げてきました。これは電子機器を中心とした高付加価値品の生産・輸出を増やすなど、生産性を改善することでコスト上昇の悪影響を相殺していたことが一因にあると考えられます。その他にも、足元ではマスクやPCといったコロナ禍で特需品目となった財の生産地が集積していたことなども輸出が増加した背景として考えられます。

ただし、中長期的には、経済成長率の低下が続くと見込まれるなか、これまでのような高い生産性の上昇率を維持できるかは不透明です。この場合、低付加価値品については、生産コストの安い他国へ生産拠点を移転させる動きが加速すると考えられます。また、中国産技術に対する不信任感から、高付加価値で輸出競争力の高い中国製ハイテク製品については欧米向け輸出が減少する可能性があります。

巨額の貿易黒字は、短期的に人民元を支える要因となると考えます。しかし中長期的には、低付加価値製品の生産拠点の移転と、高付加価値な中国製ハイテク製品への需要減から、貿易黒字は縮小する可能性があると考えます。

長期的には地政学リスクが左右か

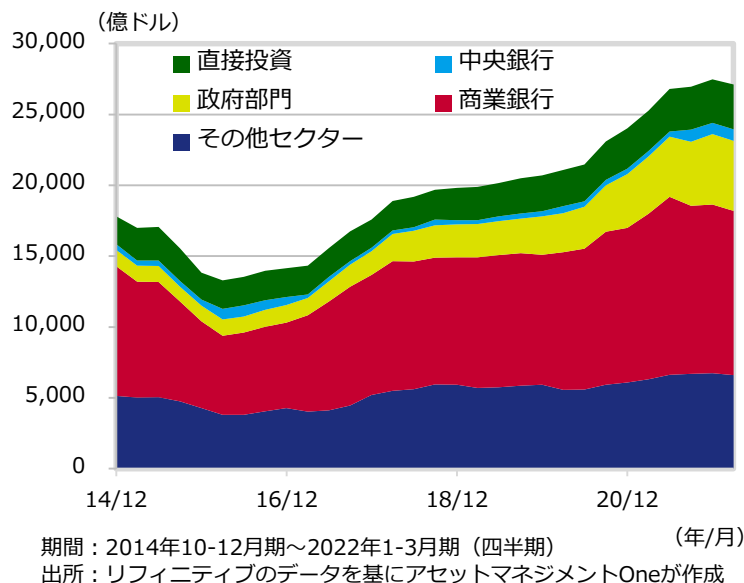
現在、中国当局は人民元の国際化を進めています。国際化が達成され、ドルとユーロに変わる基軸通貨としての地位を獲得できれば、上述したようなリスクを抱えつつも、人民元需要を高め、為替レートの安定推移に寄与する可能性があります。

9月中旬にウズベキスタンで開催された上海協力機構サミットには、中国を始め、ロシア、イラン、中央アジア諸国とインドなどから首脳陣が参加し、中国の影響力の拡大が示唆されました。（図表4下に続く）

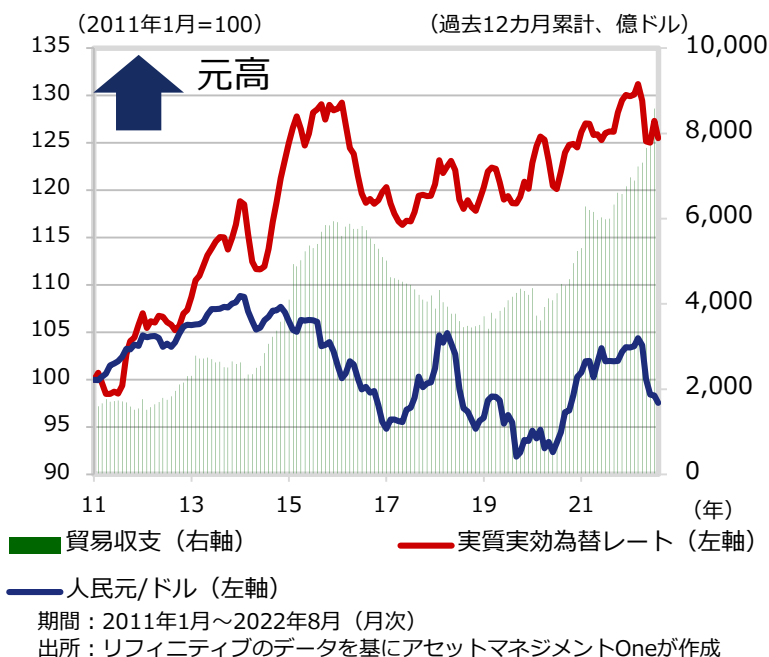
※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表3 対外債務残高の推移



図表4 中国実質実効為替レートと貿易収支の推移



こうした動きを受けて、欧米による対中強硬姿勢が強まり、それに対抗して中国が他国との結束をさらに強めるという、いわゆるトウキディデスの罠のような状態に陥る可能性があるのではないかと筆者は考えています。こうした国際関係の変化の中で、親中国国家間で人民元決済が増える可能性は否定できません。

長期的な人民元の需給は、①元の国際化の進捗、②中国を巡る地政学リスクの動向、③中国経済の成長経路、④貿易収支および経常収支の動向、といった要素に左右されるでしょう。

筆者としては、人民元の国際化がある程度進んだとしても、地政学的なリスクと経済成長の鈍化から人民元への下押し圧力が掛かる可能性の方が高いと考えています。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。

● 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。

● 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

● 投資信託は、

1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。