

上昇基調の人民元

政策・経済研究部 研究員 伊藤 基

1. 強含む人民元

人民元は、昨年5月に1ドル7.168元を付けた後上昇基調に転じ、1月29日には1ドル6.429元と約2年半ぶりの水準に達した(図表1)。足元では、米金利の上昇などを背景にやや人民元安方向に戻っているが、昨年前半と比べれば大幅な人民元高水準で推移している。

人民元高が進行する中、中国人民銀行は、昨年10月に外貨リスク準備金率の引下げと人民元の基準値算出方法の変更を行った。前者については、銀行はそれまで、元売り・外貨買いの為替予約をする際に、中国人民銀行に取引残高の20%を準備金として預ける必要があったが、これを0%に引き下げた。後者については、基準値を算出する際に使用する算出モデルの中に組み込まれている、カウンターシニカルファクターと呼ばれる調整要素の使用を停止し、レート決定を市場に委ねる姿勢を強めた。元々、この2つの仕組みは人民元の下落に歯止めをかける目的で採用されたものであったが、人民元の上昇を受けて変更が行われたものと推察される。しかし、これらの変更を行ったにもかかわらず、その後も、人民元は上昇を続けた。過度な元高は、これまで中国経済にとってマイナスになると考えられていたが、足元の状況を見ると経済に対して大きな負の影響は出ていないように見える。このため、市場では中国政府が人民元高をある程度容認している、との見方も出てきている。

(図表1) 人民元の対ドルレート

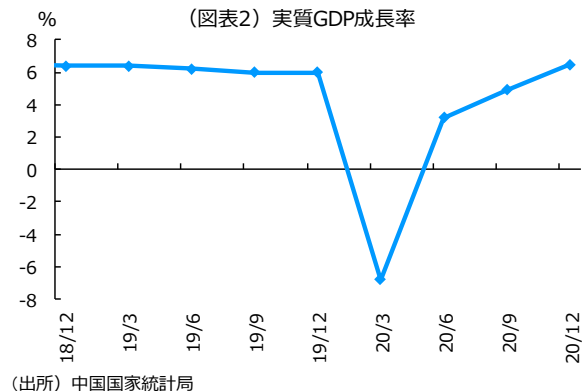


2. いち早く回復した中国経済

人民元上昇の要因としては大きく、中国経済の力強いコロナ禍からの回復、貿易黒字の拡大、中国内外での金利差と中国国債の国債インデックスへの組み入れの3点が挙げられる。

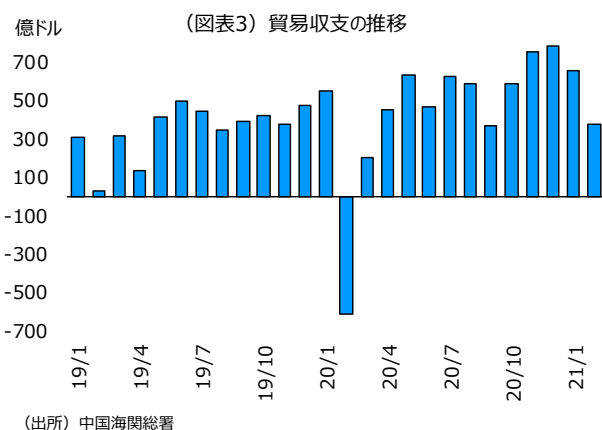
まず、ここまでの中国経済の動向を簡単に振り返ると、2020年1-3月期は、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う大規模ロックダウンの影響から、統計開始以来初めてとなるマイナス成長に陥った(図表2)。ただ、後から見れば迅速な感染封じ込めに成功したことで、4-6月期には早々にプラス成長に回帰、その後も順調な回復を続けた。2020年通年でも、実質GDP成長率は前年比+2.3%と、主要国の中で唯一プラス成長となった。これに対し、欧米を中心とする先進各国は、感染の蔓延に苦しめられ、長期にわたり経済活動が落ち込んだ。このような環境下、人民元に上昇圧力がかかる結果となった。

(図表2) 実質GDP成長率



3. 貿易黒字の拡大

次に、中国の貿易収支をみると、昨年3月以降、黒字額が増加基調で推移し（図表3）、2020年は5,350億ドルと、2015年に次ぐ過去2番目の高水準となった。輸出が前年比+3.6%となったのに対し、輸入は同▲1.1%で、相対的に輸出が堅調だったことが黒字拡大に寄与した。中国海関総署によると、医薬品輸出が1.9%ポイント、在宅関連機器輸出が1.3%ポイントのプラス寄与となるなど、これら2つで前年比増加幅の9割弱を占める形となっている。マスクをはじめとする医療器具や、ノートパソコンなどの在宅関連機器に対する需要が世界的に急拡大したことが、中国の輸出増に貢献した。加えて、新型コロナウイルスによって世界的に生産が停止や縮小に追い込まれる状況で、中国が改めて「世界の工場」としての役割を發揮したことも大きい。コロナ禍の特需という面もあるが、貿易黒字の拡大が実需のドル売り人民元買いに繋がった面がある。

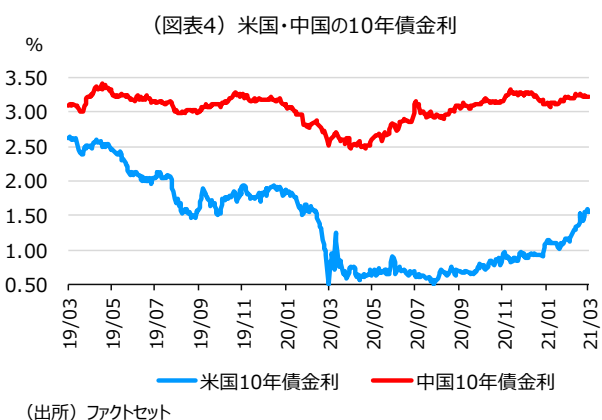


4. 内外の金利差と国債インデックスへの組み入れ

各国中銀が大規模な金融緩和政策を実施したことにより、主要国の金利が大きく下落する中で、中国の長期金利は相対的に高めの水準での推移が続いた（図表4）。海外との金利差が拡大したことで、人民元建て債券の魅力が高まった。また、中国国債は主要国の債券との相関関係が低いことも知られており、分散投資の観点からも投資家に選好されやすかった面がある。

国際的な債券インデックスに中国国債が組み入れられた影響も大きい。2020年2月には、JPモルガン・ガバメント・ボンド・インデックス・エマージング・マーケットに組み入れられたのに続き、2020年9月には、FTSE ラッセル社が、2021年から同社の世界国債イ

ンデックス(WGBI)に中国国債を組入れることを発表した。中国中央国債登記結算(CCDC)によると、2020年9月末時点で、中国国債の外国人保有高は約1.7兆元と過去最高を記録しており、外国から資金が大きく流入していることを裏付けている。世界国債インデックスをトラックしている資産は推定2.5兆ドルとされ、組入れ比率が約5~6%とされることから、この先2年程度で約1,500億ドルの資金が中国国債市場に流入すると指摘されている。こうして、海外から中国国内に多額の資金が流入していることも、人民元が上昇する要因となっている。



5. 中国政府は人民元高を選好する見込み

中国政府が金融市場の開放を加速させる姿勢を見せていることや、中国国債のインデックス組入れなどを背景とした海外からの資金流入が見込まれることにより、今後も人民元に対する上昇圧力は継続するだろう。

もっとも、中国政府も人民元安より人民元高を選好する可能性が高い。昨年10月に行われた五中全会において、「双循環」という考え方が前端的に押し出された。「双循環」とは、これまでの外需主導の経済から、外需とともに内需も拡大することを目標とする考え方である。外需だけを伸ばすのであれば、通貨安の方が有利であるが、内需主導の経済を作るうえでは、輸入品の価格を押し下げ、国内消費を後押しする効果があるという点で通貨高の方が有利である。加えて、近年、中国政府は人民元の国際化に向けた動きを加速させている。国際通貨としての地位を確立するためには、世界から人民元の価値を認められることが重要な要素となるため、中国政府は

中長期的に人民元高を望んでいると推察される。ただ、人民元高が継続した場合、輸出に影響が出ることは必須である。このため、中国政府は、人民元高のスピードに注意を払いつつ、外需と内需及び人民元の国際化政策の間でバランスが取れる水準を模索していくと考える。

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411