

Global Multi-Asset Viewpoint

# 人民元：不可能の三角形（国際金融のトリレンマ）は終焉するか

ソリューション&マルチ・アセット | グローバル・マルチ・アセット・チーム | マクロ・インサイト | 2018年

人民元は今年3月以降、対ドルで6.6%値下がりしています。これは2014～16年の下落幅のほぼ半分に相当します<sup>1</sup>。人民元は6月後半に下げ足を速めて4.0%下落し、中国株の弱気相場を触発するとともに、世界中のリスク資産に打撃を及ぼしました。この間の下落の様相には、2015年8月から6ヵ月に及ぶリスク資産の弱気相場を彷彿とさせるものがありました。今後12ヵ月間に人民元はさらに5～10%下落すると、我々はみています。そのように考える根拠は、ファンダメンタルズ面での人民元に対する下げ圧力が、2014～16年当時よりも強まっていると考えられるからです。通貨を管理する中国当局の力が幾分衰えていることも、そうした見方を裏付けています。我々是对ドルで人民元をショートしており、本稿ではかかるポジションを構築する理由について、検証していきます。

中国の成長見通しは米国との比較で悪化しています。現時点でのコンセンサス予測は、今後12ヵ月間の中国経済の成長率は、米国の成長率をわずか3.8%凌ぐにすぎないことを示唆しています。米中の成長格差がこれほど縮小するとみられるのは、2004年以降で初めてのことです<sup>2</sup>。米国のGDPは財政刺激策に後押しされて引き続き高い成長を記録すると見込まれますが、対照的に中国では、最近の信用引き締めやシャドーバンキングに対する当局の規制強化が逆風となって、成長は鈍化しています。高い頻度で発表される経済活動に関わる指標や調査も、こうした趨勢を裏付けており、当面この状況が変化するとは思われません。米国の財政刺激策は向こう2年にわたり成長を押し上げる（今年約50bp、2019年約40bp）と推定

筆者



**SERGEI PARMENOV**

ポートフォリオ・マネージャー  
グローバル・マルチ・アセット・チーム  
マネージング・ディレクター

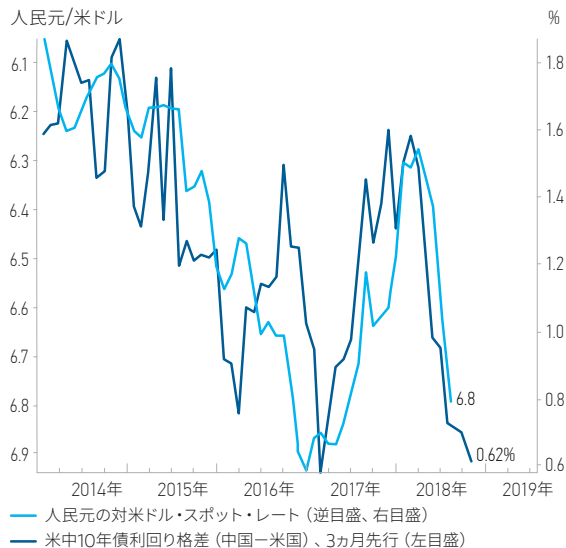


**CYRIL MOULLÉ-BERTEAUX**

ポートフォリオ・マネージャー  
グローバル・マルチ・アセット・チーム責任者  
マネージング・ディレクター

**図表 1**  
厳しさを増す人民元への下げ圧力

人民元vs米ドルと米中10年債利回り格差  
人民元/米ドル



出所：MSIM グローバル・マルチ・アセット・チーム分析、Bloomberg  
2018年7月24日現在

される<sup>3</sup>一方、中国では、当局による引き締めを背景とする最近の信用の伸び悩みを受けて、向こう6～12ヵ月にわたり実質GDP成長率は6.8%から6.2%に60bps減速すると予想されます<sup>4</sup>。

貿易紛争が一段と激化する確率は依然として高く、さらには米国よりも中国に、一層ネガティブな影響を及ぼすと考えられます。米政府では貿易のタカ派が幅を利かせており、中国をターゲットとする保護主義策が議会で超党派の支持を受けているようです。市場アクセスや知的財産権を巡る処理の変更、一部セクターに対する国家的支援の撤廃を含め、米国は今後とも中国に重大な構造的な要求を突きつけるでしょう。かかる要求に関する限り、中国側に交渉の余地があるとは思われません。このような要求が経済成長に及ぼす影響を正確に評価するのは困難ですが、伝統的な分析に基づく、現在提案されている関税がすべて課せられ（自動車に対する関税およびモノに対する3,000億ドル相当の関税を含む）、それに対する相似的な報復関税も発動されると仮定した場合、中国のGDP成長率を0.5%押し下げのに対し、米国については0.2%押し下げにすぎないと試算されます。むしろ、関税以外の措置（企業資産に対する制裁など）が企業の景況感悪化や投資の手控えにつながりかねないことを考えれば、実際の影響はもっと深刻なものになる恐れもあります。但し、これらの点については数値化するのには困難です。

成長見通しに加えて、米中のインフレ見通しも異なっています。米国のインフレ率はほぼ目標に達しており（5月のコアPCEは前年同月比1.95%）、GDPギャップは縮小し、経済は趨勢を凌ぐ成長を記録しています。対する中国では、コアインフレ率は極めて穏やかな水準（5月のコアCPIは前年同月比1.7%）にとどまり、目標の3%を大幅に下回っています。相対的な成長見通しの違いを勘案すれば、中国と米国のインフレの道筋は、今後一段と広がると思われるでしょう。

中国の対米成長格差の縮小、インフレ格差の拡大と歩調を合わせて、米中両国の金融政策も反対方向に動いています。米国では趨勢を上回る成長が続き、インフレ率も一本調子に上昇すると我々の予想が正しければ、米国の政策金利は今年合計4回、来年に3回引き上げられると見込まれます。これに対して中国では、規制強化と信用引き締め、貿易紛争の激化に伴う経済減速に対するクッション役を提供すべく、金融政策は緩和に向けて舵が切られつつあります。中国人民銀行は2度にわたる預金準備率の引下げ（2兆元の流動性放出の効果）に続き、2018年6月20日に開催された第2四半期の会合で、「合理的に安定的な」流動性の提供から「合理的に十分」な流動性の提供へと、スタンスを変更しました。当然ながら、金利市場は予想通りの反応を見せました。3ヵ月物SHIBOR（上海銀行間取引金利）-LIBOR（ロンドン銀行間取引金）スプレッドは年初の311bpから現在は182bpに縮小、10年物国債利回りのスプレッドも年初の145bpから現在はわずか60bpに縮小しています<sup>5</sup>。人民元は完全な変動相場通貨ではないにもかかわらず、人民元/米ドル相場は金利格差と極めて密接に連動します（図表1）。中国と米国の金融政策の乖離が続き、米中（中国-米国）金利格差

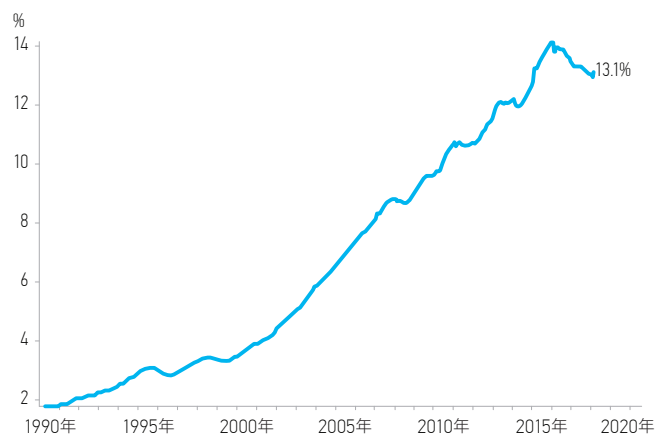
が縮小を続ける限り、人民元に対するファンダメンタルズ面での下げ圧力は一段と強まると、我々はみています。

長期にわたる実質ベース（インフレ率調整後）での改善と急速な賃金上昇を受けて、中国の国際競争力は、生産性の向上にもかかわらず、低下に転じた可能性があります。その結果、急速に拡大していた世界の輸出に占める中国のシェアは、この数年間、低下傾向にあります（図表2）<sup>6</sup>。中国はモノの貿易では引き続き黒字を計上しているものの、GDPに占める比率で見ると、2015年以降は伸び悩んでいます。一方、「サービス」赤字は拡大しています。その結果、1990年代初期以降初めて、今年第1四半期には中国の経常収支は赤字に転落しました。GDPに占める比率で見た米国との格差は2%と、1990年代初期以降の最低を記録しました。

図表 2

### 世界の輸出に占める中国のシェアが低下

世界の輸出に占める中国のシェア（12ヵ月移動平均）



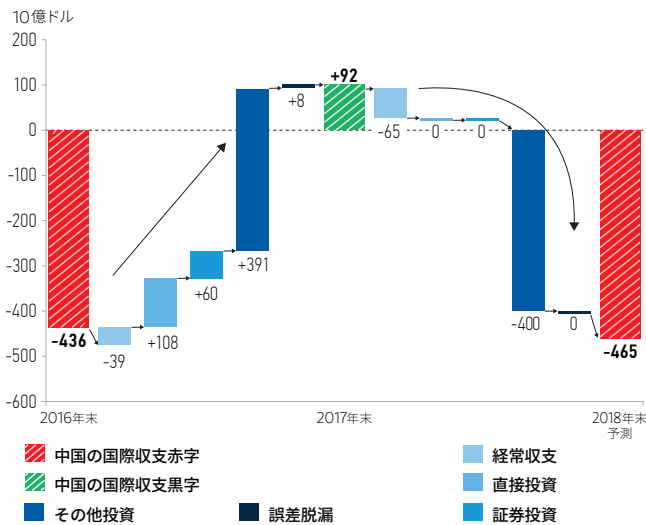
出所：MSIM グローバル・マルチ・アセット・チーム分析、Bloomberg  
データは2018年6月30日現在

中国の金融政策が米国と乖離し、金利格差が縮小するにつれ、経常収支が悪化する文脈の中で、中国が引き続き人民元相場をコントロールできるかどうかは、同国が資本勘定を通じて国際収支をプラスもしくは中立に維持することが可能か否かに大きく依存することになります。しかしながら最近の展開から判断する限り、そうしたことは困難なようです。中国の国際収支における金融収支が、2015～16年当時と比べてより大きな下げ圧力にさらされる公算が大きいからです。

中国の国際収支（外貨準備増減を除き誤差脱漏を含む）は2015年に年間約3,500億ドル、2016年に同4,360億ドル近い赤字となりました。資本流出が年間6,500億ドルに迫ったことが最大の理由です。この間、政策当局は同額の外貨準備高を売却し、通貨の安定を図るべく最終的には資本統制を実施しました。国内資本の流出を食い止めるための資本統制と、海外資本の流入を促し、中国経済の安定を図ることを意図した様々な措置が奏功し、中国

**図表3**  
最近の中国の国際収支改善は反転の公算大

中国：国際収支ダイナミクス



出所：MSIM グローバル・マルチ・アセット・チーム分析、中国国家外貨管理局  
データは2018年6月30日現在  
予測/推定は現在の市場状況に基づくもので、変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。

の国際収支は回復しました。2017年には中国の国際収支（外貨準備増減を除き誤差脱漏を含む）は5,280億ドルもの改善を見せ、920億ドルの黒字となりました（図表3）<sup>7</sup>。

国際収支改善の群を抜いて最大の立役者となったのが「その他投資」で、1年間に3,910億ドル改善しました。「その他投資」は主に貿易信用、銀行貸出、外国および中国国内投資家による預金で構成されています。同カテゴリーは2015年の5,000億ドルの純赤字、2016年の2,670億ドルの純赤字から、2017年には580億ドルの純黒字に改善しました。

海外直接投資も中国の国際収支改善に大きく寄与しました。海外純直接投資は2016年から2017年にかけて1,080億ドル改善しました。この一因は、資本統制により対外直接投資が2016年の2,160億ドルから2017年にはわずか1,020億ドルに半減したことにあります。

純証券投資も中国の国際収支改善に約600億ドル寄与しました。外国人による国内資産の購入は、2016年第1～第2四半期に若干の売り越しとなった後、2018年第1四半期には四半期ベースで300億ドル近い買い越しに転じました。

しかしながら、米中の成長、インフレ、金融政策見通しを勘案すると、今後、国際収支が改めて悪化基調をたどるリスクは高まっていると思われます。

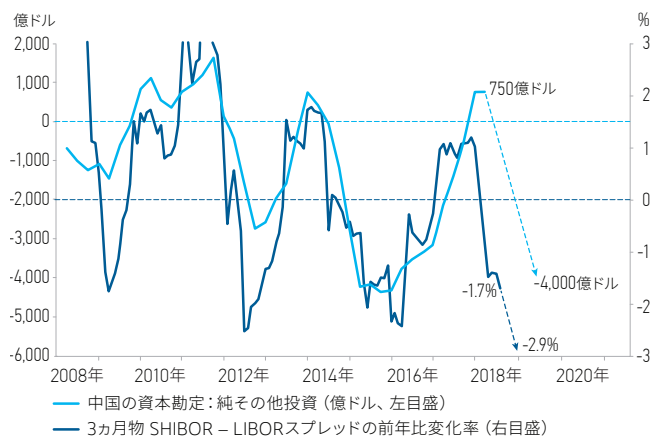
2016～17年に、中国は対外収支の一部の構成要因については管理することができたものの、巨額の資本流出を食い止めることはできませんでした。「サービス」収支の赤字額は2015年および

2016年のそれぞれ約2,180億ドルと2,330億ドルから2017年には2,660億ドルに拡大しました。その大半は海外旅行に関わるもので、このうち大部分は中国国民が年間「通貨持出」枠を利用したことによるものとみられます同様に重要なのは「誤差脱漏」が一貫して資本流出の源泉となっていることです：4年前のわずか670億ドルの資本流出から、過去3年間は年間約2,200億ドルに流出額が拡大しました。昨年はこれらの資本流出額の大半は、およそ4,770億ドルのモノの貿易黒字によって相殺されましたが、今後は通貨下落を誘導して貿易競争力を強化しない限り、十分な黒字を稼ぎ出すことはできないと思われます。この背景には、中国のモノの貿易黒字は2015年に5,800億ドルで天井を打ち、以降一貫して減少が続いていることがあります。

証券投資や「その他投資」のように、最近改善を見せていた国際収支の項目が反転し、再び悪化に転じる公算は十分にあります。このように考える背景には、金利格差が縮小傾向にあることと、人民元の下落が見込まれることがあります。経験的に「その他投資」は3ヵ月 SHIBOR-LIBOR スプレッドの変化に敏感に反応します。最近の同スプレッドの縮小は、2018年には「その他投資」が年間4,000億ドル程度の資本流出につながる公算が大きいことを示唆しています（図表4）。そうなると中国の国際収支は2015～16年の水準に舞い戻ることになります。何らかの方法により、中国の投資家や借り手を対象に海外への資本持出しを規制し、中国の銀行から資金を引出すことができるのは外国人だけに限定し、中国企業の海外からの借入を停止しても、海外資金の流入額は1,500億ドル減少し、経常収支は赤字になってしまいます。

**図表4**  
中国の資本勘定：金利格差を原動力とする純その他投資<sup>†</sup>

中国の資本勘定：  
純その他投資 vs SHIBOR - LIBOR スプレッドの前年比変化率



注：<sup>†</sup> 予測は年内にさらに2回、2019年に3回のFF金利の追加引き上げが行われるとともに、3ヵ月物 SHIBOR が2018年末までに3.3%、2019年末までに2.9%低下すると想定しています。

出所：MSIM グローバル・マルチ・アセット・チーム分析、Haver Analytics、データは2018年6月30日現在

当局は最近、海外証券投資資金を呼び込むべく様々な措置を講じていますが、金利格差の縮小に伴って、こうした努力が機能しない可能性があります。例えば、中国と米国の10年債の利回りスプレッドが昨年末の145 bpから現在の60 bpに縮小するなか、中国債券市場に流入していた海外資本の一部が流出に転じると予想されます。「ボンドコネクト(債券通)」プログラムに後押しされ、中国に対する外国人のエクスポージャーが2017年初期の約1,180億ドルから倍増するに伴い、中国には830億ドル近い海外資本が流入しました。同様に、中国株式市場に流入する外国人投資家の資本流入額も、この18ヵ月間に急増、およそ340億ドルから1,830億ドルに膨らみました。こうした最近の資本流入の一部は、人民元の下落と中国株式市場の動揺により、リスクにさらされています。

当局は最近の市場下落や予想される人民元に対する継続的な圧力に、どのように対処するのでしょうか。すでに当局は様々な発表の中で情勢の「安定化」を強調しています。しかしながらこのことは、金融市場や人民元がさらなる下落に見舞われないことを意味するのでしょうか。政府の積極的な介入により、「国際金融のトリレンマ」が持続するのでしょうか。今回は、このことを達成するのが一層困難になっているだけでなく、2015～16年ほど望ましいものでもなくなっていると思われまます。

第1に、人民元の下落は中国経済を浮揚させるための政策手段となり得ます。歴史的に、人民元下落はインフレと名目GDP、企業の収益成長を押し上げる一助となってきました(図表5)。依然として巨額の負債を抱えている企業部門にとって、2016年～17年当時と同様に、この種のリフレ効果は好ましいものだと思います。第2に、この数年にわたり、中国は金融勘定を管理しようとしてきましたが、同時に、構造的自由化に向けた努力も行ってきました。人民元の一段の国際化が中国当局の戦略的目標であることは変わりません。もし再び厳格な資本統制が導入されれば、近々予定されている主要グローバル株式・債券指数への中国市場の組入れ—MSCI(2018年8月の予定)およびBloomberg Barclays Global

**図表 5**  
**人民元の下落は中国経済を浮揚させる政策手段となり得る**

中国の名目実効為替相場 (NEER) vs 中国の名目 GDP



出所：MSIM グローバル・マルチ・アセット・チーム分析、Haver Analytics、データは2018年6月30日現在

Aggregate (2019年の予定)—が危うくなるでしょう。そしてすでに主張したように、過去数年にわたり海外の預金者や証券投資家が中国の国際収支の改善に重要な役割を果たしていることを踏まえるならば、厳しい資本統制が達成される公算は小さいと思われまます。

当局は「管理された」緩やかな人民元の下落を望んでいる公算が大きく、そして前段で検討した経済ファンダメンタルズに照らせば、そのことが適切であると思われまます。人民元は今後6～9ヵ月以内にも2016年の安値を改めて試した後、さらに下落する、というのが我々の見解です。仮にこうした状況があまりに急激に起きるなら、パニック的な資本流出が起き、2016～17年当時と同様に当局の介入が避けられなくなるでしょう。しかしながらそうした人民元の急落シナリオが実現する確率は依然として小さく、今後も緩やかな下落を続けると我々はみています。

## 注記

- 1 MSIM グローバル・マルチ・アセット・チーム分析、Bloomberg、人民元/米ドル
- 2 MSIM グローバル・マルチ・アセット・チーム分析、コンセンサス予想
- 3 MSIM グローバル・マルチ・アセット・チーム分析、BofAML Research
- 4 MSIM グローバル・マルチ・アセット・チーム推定、NBER
- 5 MSIM グローバル・マルチ・アセット・チーム分析、Bloomberg、2018年7月3日現在
- 6 MSIM グローバル・マルチ・アセット・チーム推定、Haver Analytics
- 7 MSIM グローバル・マルチ・アセット・チーム、中国国家外貨管理局

当資料の複製、公衆への提示・引用および販売用資料への利用はご遠慮ください。当資料はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが海外で発行したレポート（以下、原書）を邦訳したものです。邦訳に際してその解釈や表現に細心の注意を払っておりますが、邦訳による解釈や表現の違いが生じる場合は英文が優先し、当社は一切の責任を負いません。当資料に含まれる情報等の著作権その他のあらゆる知的財産権は当社に帰属します。当社からの事前の書面による承諾なしに、当該情報を商業目的に利用することを禁止します。

当資料の予想や見解は、必ずしもモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの会社としての予想や見解ではありません。また予想や見解が実際に実現するとは限らず、将来のパフォーマンスを示唆するものではないことにご留意ください。当資料の情報はモルガン・スタンレーの金融商品にかかわるものではなく、また商品を推奨するものでもありません。当資料で表明された見解は原書執筆時点の筆者の見解であり、市場や経済、その他の状況による変化を免れません。これらの見解は推奨意見ではなく、広範な経済テーマの説明としてご理解ください。

当資料は情報提供のみを目的としたものであり、金融商品取引法、投資信託及び投資法人に関する法律に基づく開示資料ではありません。また、商品の売買の助言もしくは勧誘または当社が提供するサービスに関する勧誘を意図するものではありません。当資料に含まれる情報は信頼できる公開情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。当資料で表示している過去の実績は、必ずしも将来の結果を保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り原書執筆時点現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り原書執筆時点の見解を示すものです。当資料で表示した分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性があります。

当社およびモルガン・スタンレーは、当資料に含まれる情報を利用し、信頼しまたは利用できなかったことに起因する一切の直接および間接の損害に対する責任を負いません。

#### **お問い合わせ先**

モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント株式会社  
〒100-8109  
東京都千代田区大手町 1-9-7  
大手町フィナンシャルシティ サウスタワー  
tel: 03-6836-5100  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第410号  
加入協会名:一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

ウェブサイトでは様々なレポートを掲載しています  
[www.morganstanley.co.jp/im](http://www.morganstanley.co.jp/im)