



ALLIANCEBERNSTEIN®

知の広場
Knowledge Forum

貿易摩擦が激化する中、人民元が市場混乱の震源となるか？



2018年8月29日



モウ・ジ

アライアンス・バーンスタイン・香港・リミテッド
中国担当チーフ・エコノミスト

米国と中国の貿易戦争の本格化を受け、人民元相場が不安定化している。対立がさらに激化すれば、中国は人民元のさらなる下落を容認する可能性がある。投資家にとって、それは一段のボラティリティ上昇と金融環境のひっ迫につながる恐れがある。

トランプ米国大統領が年間4,500億米ドルに上る中国からの輸入品事実上すべてに関税を課す案を発表したことから、人民元の対米ドル相場は6月に急落した。直近では、トランプ大統領は中国が一定の譲歩を示さない場合、対象品目の半分近くについて関税をさらに引き上げると警告した。

中国の成長は鈍化

もちろん、人民元相場を圧迫しているのは貿易戦争ばかりではない。次ページの図表が示すように、人民元は過去2年余りにわたっておおむね米ドルと同じような値動きを示し、世界の為替市場に安定をもたらす役割を果たしてきた。

しかし、その関係は、関税措置が発表される前、年初頃

からすでに変わり始めていた。当時、中国経済の見通しには影が差し始める一方で、米国経済は好調に推移していた。米中の金利格差も米ドルのプラス要因となったため、この時点での人民元の対米ドルの動きにはファンダメンタルズに基づく理由があったように見える。

しかし、米ドルが他通貨に対し上昇した場面でも人民元は米ドルとの連動性をそこそこ維持してきた。4-5月には、新興国通貨が下落する一方で米ドルがさらに上昇したため、人民元はさらなる困難な環境に直面することになったが、それでも人民元相場はさほど反応しなかった。

こうしたファンダメンタルな要因は、それだけで6月の人民元の下落を説明する十分な理由となる。米国が中国からの輸入品に対する関税を発表しなかったとしても、人民元の下落はマクロ経済の現実に「追いつく」動きと受け止められたに違いない。

しかし、結果として米国の関税措置は人民元の下落に拍車をかける要因となった。貿易が落ち込めば中国の経済成長が鈍化するからだ。通商問題に関する駆け引

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。

<https://blog.alliancebernstein.com/library/will-chinese-renminbi-destabilize-markets-as-trade-wars-escalate.htm>

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスの過去のパフォーマンスは将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2018年8月15日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタインおよびABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

【図表】 人民元と米ドルの動向にかい離
米ドル／人民元相場と米ドル指数



過去の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
2018年8月6日まで
*中国本土市場で取引される人民元相場
出所:ブルームバーグ

きと中国の経済ファンダメンタルズがいかに相互に影響を及ぼし合っているかを理解することが重要なのはこのためである。この関係性は中国の政策に大きな影響をもたらす可能性がある。

企業業績にも悪影響

例えば、正常な市場環境においては、中国人民銀行は人民元に対する漸進的なアプローチでファンダメンタルな変化に対応する。人民元を比較的安定的に保ちながら、経済見通しに応じて緩やかな人民元安を容認するだろう。

だが今は、貿易摩擦がさらに激化し、ファンダメンタルズがさらに悪化しそうなになれば、人民銀行はより急ピッチの人民元安を容認する可能性が十分ある。このリスクは、当然6月時点でも検討し始めていたと思われる。

そうした中、企業業績の動向に注視する必要がある。来年は中国経済が困難に直面する見込みで、ファンダメンタルズ面だけを取ってみても人民元の見通しは明るくない。貿易戦争がファンダメンタルズのさらなる悪化を招けば、企業業績も悪影響を受けることはほぼ間違いない。

その場合、人民銀行は人民元相場だけでなく、幅広い政策を通じた対応を余儀なくされる。

迫りくる人民元の臨界点

それは投資家にどんな影響を及ぼすのだろうか？ 米国は4,500億米ドルに上る中国からの輸入品を関税の対象としているが、今のところ発動されているのは500億米ドル分で、9月に2,000億米ドル相当の製品に関税を追加発動する計画だ。また、残りの2,000億米ドル

については中国の対応にかかっている。

ファンダメンタルズ要因だけでも、人民元の対米ドル相場は中期的に1米ドル＝7.00元に向けて下落すると予想される。米国が9月に関税の対象を拡大すれば、人民元はその水準を超えてさらに下落する可能性がある。

一方、米連邦準備制度理事会 (FRB) をはじめとする一部の中央銀行が金融システムから過剰流動性を吸収し始めているため、人民元安と同時に米ドル高が進行する公算が高い。それは世界の金融環境に大きな影響をもたらす可能性がある(以前の記事『[Midyear Outlook: What a Trade War Could Mean for the Bond Markets, and More](#)』(英語)ご参照)。人民元の下落と米ドルの上昇は、他の新興国通貨にとってさらなる圧迫要因となる見通しで、それはまた各国の債券市場に悪影響を与える可能性がある。

財政措置や資本規制を含む幅広い政策の選択肢があることを踏まえれば、人民元相場を管理する人民銀行の能力に疑問が持たれる状況ではないが、米国の貿易政策が中国の通貨や経済に与える影響を見極める必要があるため、当局の課題は一段と複雑なものとなっている。

おそらく、人民元を管理する中国の政策当局者にとって今のところ最大の変化は、少し前までは人民元をグローバルな通貨にするため努力していたのに対し、今は守りの姿勢に入っていることだ。

グローバルな投資家も、自分たちが守りの姿勢を取らざるを得ないと感じているかもしれない。ABも、年内はボラティリティがさらに高まる局面が到来する可能性が高いと見ており、為替相場の動向には注視が必要だと考えている。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】 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／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<http://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

＋ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

＋ お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- ＋ 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.24%(税抜3.00%)です。
- ＋ 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- ＋ 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.0304%(税抜1.8800%)です。

その他費用…上記以外に保有期間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)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

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、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全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。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。