

2019年4月12日

Asia
Research
Center

Asia Talk

“プロ”に聞く！

中国 人民元と長期金利について

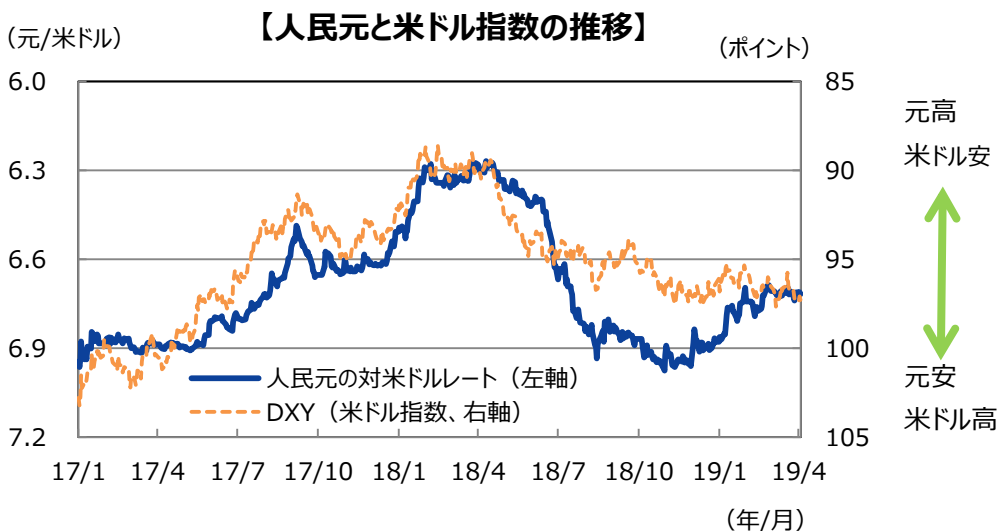
※当資料は「アジアリサーチセンター」のレポートを基に作成しています。

「人民元レートはどうなる？」

人民元の対米ドルレートには上昇余地がありそうです。

- 2018年後半に米中貿易摩擦の過熱や中国景気の下振れリスクなどを受けて、人民元の対米ドルレートは1米ドル＝7元台へ下落すると観測が高まりました。しかし、実際には、**足元の人民元の対米ドルレートは6.7元台と、2018年末から2%以上上昇**しています。
- 中国人民銀行の易綱総裁は、2018年に人民元レートが米ドルに対して下落した理由として、米利上げによる米ドルの上昇を指摘しました。2018年には米国の政策金利であるFFレートの4回引き上げられ、金利差の観点から米ドル高要因になりました。市場参加者の間では、米国の金融政策について、2019～2020年の追加利上げ観測が一部に残っていますが、当社は利上げは既に打ち止めと予想しています。米国の経済成長率の鈍化予想と併せて考えれば、**米ドルは今後下落しやすくなる可能性があり、人民元の対米ドルレートには上昇余地がある**と判断しています。
- 2015年8月のいわゆる人民元ショック後、元安観測の高まりと資本流出ペースの加速という悪循環に悩まされた経験から、中国政府は元安政策に対しては否定的な考えを持っているとみています。米中貿易協定でも中国政府が元安政策を採用しないように米国政府がけん制していることも考え併せると、**中国政府が元安政策をとる可能性は非常に低い**と思われます。

グラフで詳しく！



(注1) データは2017年1月2日～2019年4月4日。逆目盛。

(注2) DXYは主要国通貨に対する米ドルの総合的な価値を指数化したもの。

(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

「中国の国債利回り(長期金利)はどうなる？」

名目GDP成長率が鈍化すると観点からは、国債利回り(長期金利)に低下(債券価格は上昇)余地があると判断します。

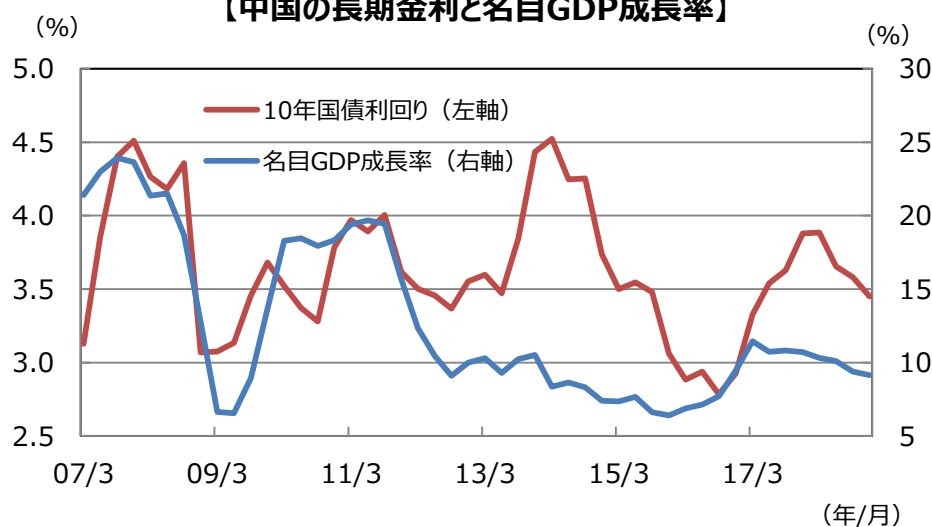
- 一般に、長期金利(長期国債利回り)は、次の式で定義されます。

長期金利 = 実質金利 + 期待インフレ率 + リスクプレミアム

- ここで、「実質金利 + 期待インフレ率」≒名目GDP成長率であることから、**長期金利は名目GDP成長率と比較的高い相関性がある**と言えます。名目GDP成長率は、経済成長率(実質GDP成長率) + インフレ率(GDPデフレーター)で表されます。例えば、経済成長率が低下するときには、需要後退からインフレ率も低下しやすく、名目GDP成長率や長期金利も低下しやすくなります。
- 中国政府は、現状の経済成長率が高成長から中成長へ鈍化する過程にあると認識しています。中国ではすでに労働人口が低下し始めているため、潜在成長率は過去に比べ低下する傾向にあると考えられるからです。実際に、**中国政府は3月に行われた全国人民代表大会(全人大)で、2019年の経済成長率目標を2018年の6.5%前後から6.0~6.5%へ引き下げました**。今後の経済成長率は緩やかに鈍化していく見通しです。
- **中長期的に名目GDP成長率の低下が見込まれる状況の下で、長期金利には低下(債券価格は上昇)余地がある**と判断しています。

グラフで詳しく!

【中国の長期金利と名目GDP成長率】



(注1) データは2007年1-3月~2018年10-12月。四半期データ。

(注2) 10年国債利回りは期間平均値、名目GDP成長率は前年同期比。

(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

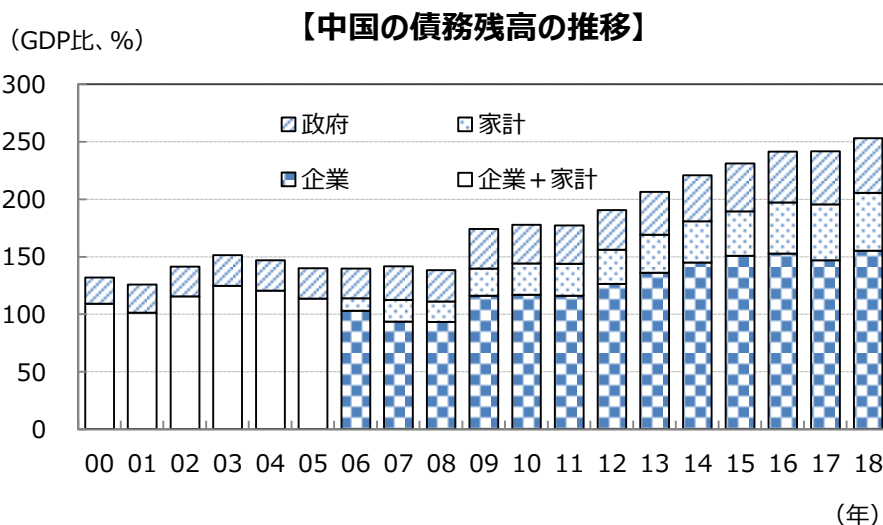
「金利のリスクプレミアムはどうなる？」

政府が供給側改革を進めることで、中長期的に金利のリスクプレミアムを抑制できるとみています。

*リスクプレミアムとは、信用リスク(財政リスク)や将来の不確実性などを反映する上乗せ金利部分を言います。

- 前述の通り、長期金利は、大まかに名目GDP成長率とリスクプレミアムの合計で推計されます。長期金利の予測には、名目GDP成長率だけではなく、**リスクプレミアムにも注意を払う必要があります**。
- 現状の中国経済にとって重要な課題は過剰な企業債務です。このためリスクプレミアムは企業債務の行方に依存していると考えられます。つまり、**中国政府が企業債務の返済が進みやすい環境を整えられれば、銀行の不良債権は増加せず、リスクプレミアムは低下しやすくなる**でしょう。逆に失敗すればリスクプレミアムは上昇しやすくなるでしょう。
- 一般論で言えば、債務問題の程度はインフレによって軽減されますが、デフレによって深刻になります。すでに大きな企業債務を抱えてしまった中国経済にとっては、デフレを回避することがリスクプレミアムを抑制する重要な要素になります。
- 中国政府は供給側改革を今後も続ける意思を明確にしています。供給側改革は生産能力（供給量）を削減することになりますが、経済対策により適度に景気を支えながら、同時に産業の高度化を推進することで、デフレを回避することができると考えられます。**緩やかなインフレ環境を醸成し、企業が価格転嫁できる環境を維持出来れば、企業の売上高の下振れを抑制することになります**。これは**企業債務の劣化を防ぐことになり、中長期的にはリスクプレミアムを抑制する**と考えられます。
- 仮に企業債務の劣化により銀行の不良債権問題が深刻化した場合でも、中国政府は必要と判断すれば公的資本注入を決断すると思われる。

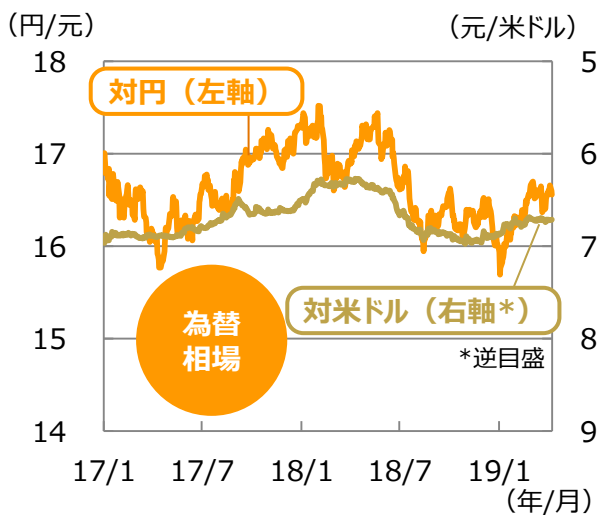
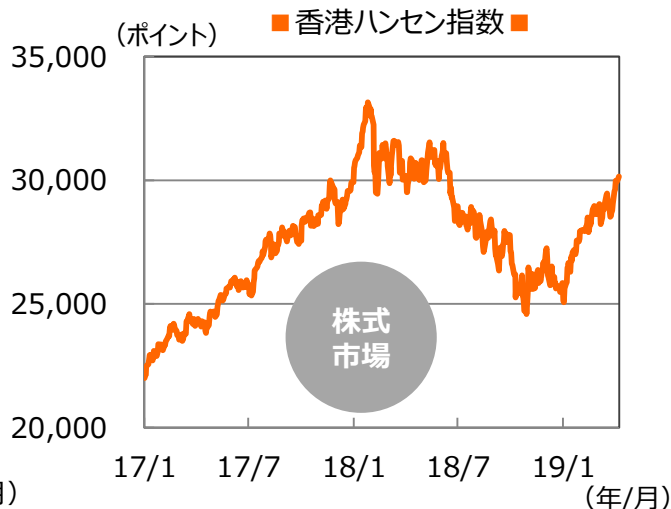
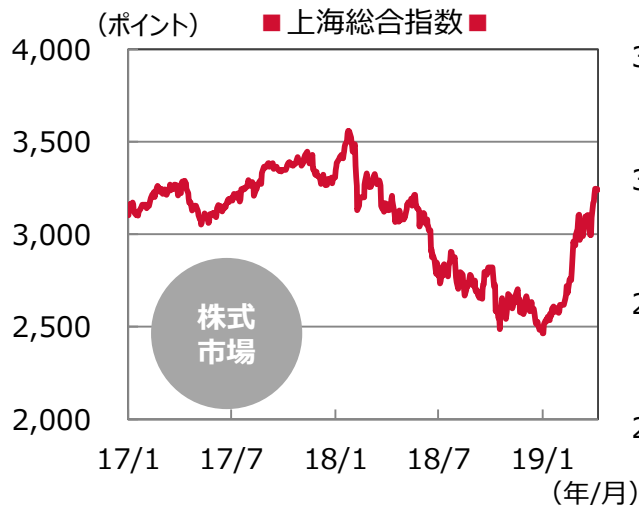
グラフで詳しく！



(注) データ期間は2000年～2018年。ただし、2018年は6月末時点。企業は非金融部門。
(出所) BISのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

グラフで詳しく！

中国金融市場の動き (2017年1月2日～2019年4月9日)



(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【重要な注意事項】

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績および将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき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。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。