

小幅鈍化が見込まれる中国経済

～為替自由化に向けた歩みが再開か～

王 雷軒

要旨

7～8月の経済指標からは、景気実勢はやや鈍い動きになったと見られる。そのため、7～9月期の実質 GDP 成長率は4～6月期から小幅鈍化する可能性が高い。

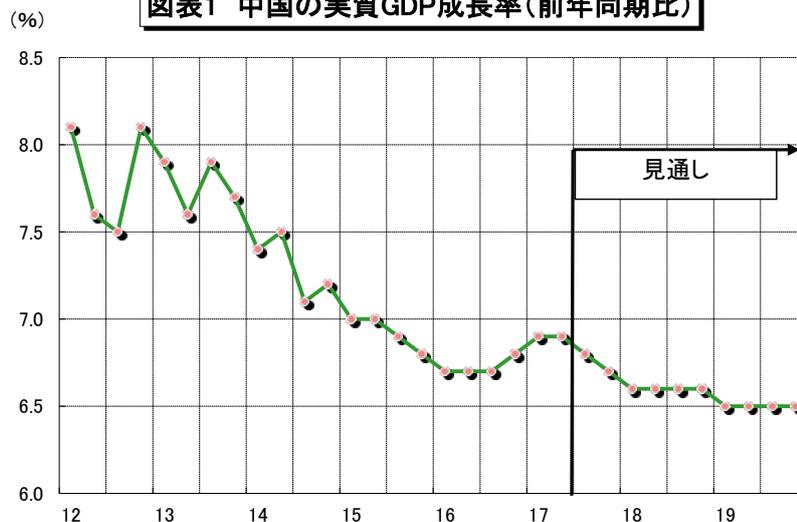
ところで、中国人民銀行が9月8日に「外貨リスク準備金の調整に関する通達」を発表し、事実上、為替先物取引に関する準備金の預け入れ要件を撤廃した。これを受けて元相場は元安に転じたため、当局の元安誘導という見方がある。しかし、為替自由化に向けて不合理な規制を撤廃する必要もあったと見られ、この制度の事実上の撤廃は棚上げされた為替自由化への歩みが再開された兆候ではないかと考えられる。

7～9月期の実質 GDP 成長率は小幅鈍化へ

輸出の持ち直しが進んだほか、個人消費も堅調に推移したことを受けて、17年4～6月期の実質 GDP 成長率は前年比 6.9%と、1～3月期から横ばいであった。16年後半からの成長率回復の動きは一旦止まっている（図表1）。その後も、7月、8月の天候が悪かったほか、環境保全活動への監督検査が強まったことなどを受けて、景気実勢はやや鈍い動きになったと見られる。

こうした状況から、10月19日に発表される7～9月期の実質 GDP 成長率は4～6月期から鈍化する可能性が高い。なお、当総研では、前年比 6.8%と小幅な鈍化に留まると予想している。

図表1 中国の実質GDP成長率(前年同期比)



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成、見通しは当社予想。

党大会は 10 月 18 日に開催

さて、内外で大きく注目される 5 年に 1 回の共産党全国代表大会（以下、党大会と略）は、8 月 31 日の中央政治局会議で 10 月 18 日に開催されることが決まった。これに向け、本格的に政治の季節に移行し、あらゆる事象が党大会を中心に動いていくことが予想される。

なお、この党大会は一週間程度の日程であるが、終了後、すぐに開催される第 1 回中央委員会全体会議（一中全会）で、新しい党指導部メンバーを選出する予定である。

外貨リスク準備金制度を事実上撤廃

さて、17 年 9 月 8 日に中国人民銀行（中央銀行、PBOC）が「外貨リスク準備金の調整に関する通達」（以下、通達）を発表した。この通達により、事実上、為替先物取引に関する準備金の預け入れ要件を撤廃した。

外貨リスク準備金は、PBOC が 15 年 10 月 15 日に導入した制度で、為替先物取引を行う金融機関に対して取引額の 20% を準備金として徴収するものである。この制度により無利息で 1 年間資金が拘束されるため、金融機関にとって為替先物取引のコストの上昇につながるが、PBOC が金融機関の外貨買い・元売りの加速に歯止めをかける目的で設けた制度と考えられている。

撤廃を契機に為替制度改革を再開か

この制度の事実上の撤廃を契機に、ドル高元安に転じた。市場では、5 月以降元が急上昇したことによる輸出への影響など、景気への配慮からの当局の元安誘導であり、元高をけん制する方向での為替政策の大きな軌道修正という見方が多かった。

しかし、為替自由化に向けて不合理な規制を撤廃する必要性もあったと見られ、この制度の事実上の撤廃が棚上げされた為替自由化に向けた歩みが再開された兆候ではないかと考えられる。

以下では、この制度が導入されて以降のドル元レートの推移などを踏まえながら、今回の制度が事実上撤廃された背景を考えてみたい。

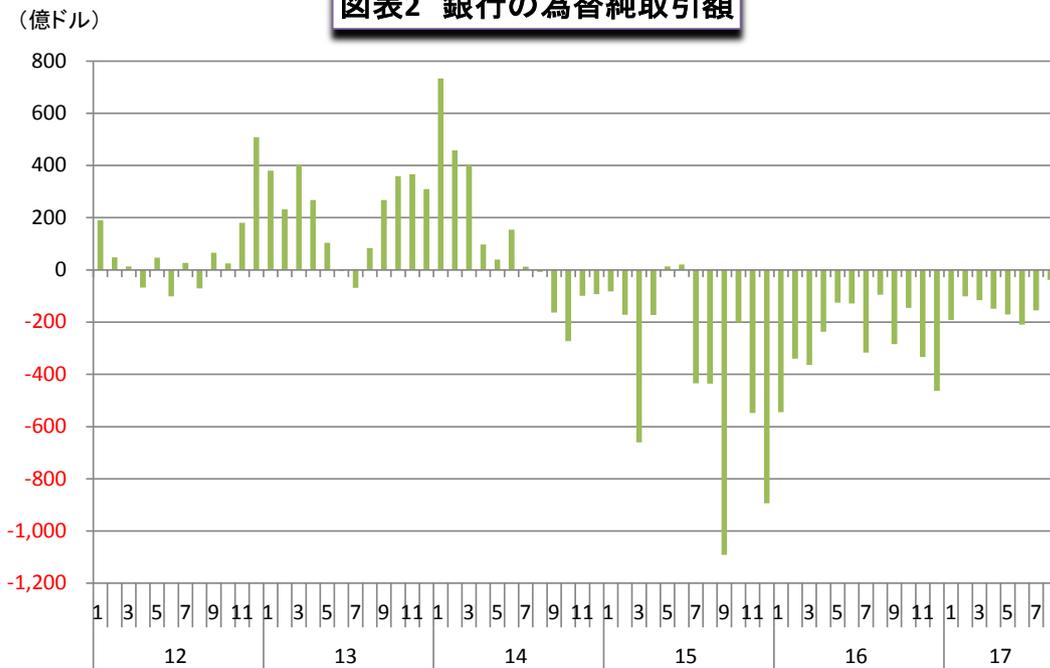
資金流出抑制・元安阻止の目的で導入した制度

PBOC は 15 年 8 月 11 日に前日の終値を参考に元レート中間値を算出する方法の見直しを発表し、これを受けて元安が進行した。しかし、金融当局が市場との対話を十分に実施しなかったこともあり、中国経済が元切り下げが必要なほど大失速しているのではないかとの憶測が広がり、国際金融資本市場に大きな波乱をもたらした。そのため、15 年 9 月の 1 ヶ月で 1,092 億ドル分の元がドルに換金されるなど、ドル買い・元売りの動きは強まった（図表 2）。

こうした事態を受けて、PBOC は元買いの市場介入を行ったほか、

金融機関の為替取引のコストを高め、ドル買い・元売りの動きを抑えるための外貨リスク準備金の徴収制度も導入したと思われる。

図表2 銀行の為替純取引額



(資料) SAFE、CEICデータより作成、直近は17年8月末、(注)プラスが元買超。

この制度は一時的に機能も、結局資金流出抑制・元安阻止できず

しかし、この制度が導入された後の15年10月、11月、12月の為替純取引額はそれぞれ▲201億ドル、▲548億ドル、▲894億ドルだったことから、9月から資金流出の規模が一旦縮小したものの、その後ドル買い・元売りの動きが再び強まったことは明らかである。この動きからは、同制度はドル買いの動きに一時的に歯止めがかかったものの、その後の資金流出対策としての効果は限定的であったと言えよう。

制度導入後のドル元レートを確認しても、一時的に横ばいで推移したものの、さらなる元安傾向が進行したことが見て取れる(図表3)。その背景には一旦減速が止まったと見られた中国経済が15年7~9月期に再び鈍化に転じたことから、景気失速への警戒感が強まったことなどが挙げられる(図表1)。

図表3 ドル・元レートの推移(中間値)



(資料) CEICデータより作成 直近値は17年9月25日。

元レート中間値の算出方法の再見直しを契機に、ようやく元高傾向に

結局、PBOCは1ドル=7元の水準を割り込まないように市場介入(ドル売り・元買い)を行ってきたとみられる。そのため、外貨準備残高は大幅に減少した。あまりの減少を警戒する声も高まるなか、PBOCは17年5月、元レート中間値の算出方法に「反循環的要因」(countercyclical factor、中国語：逆周期因子)を導入した。

「反循環的要因」とは、前日の相場が大きく変動した場合、中心レートの過度な変動を抑制する仕組みとされる。この新たな方法では、元レートのクォートを提示する各金融機関は、前日の午後4時30分時点の終値と通貨バスケットの変動に加えて、この「反循環的要因」を考慮することになる。

この見直しを契機に、ようやく元高傾向に転じ、当局が警戒していた元安懸念を打ち破ることができたと言えよう。

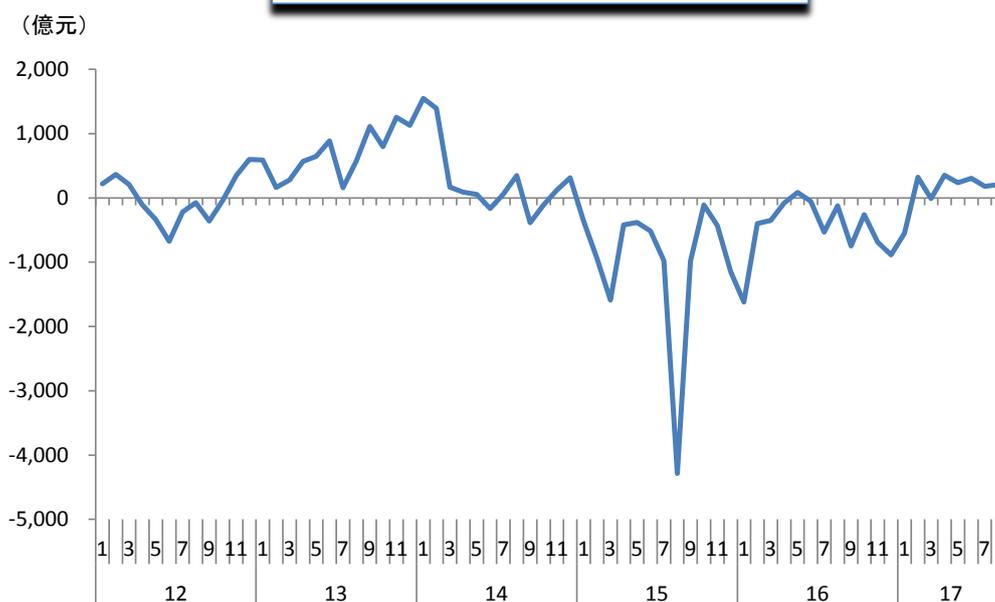
8月の元急上昇の背景

前述の通り、7月17日に発表された4~6月期の実質GDP成長率は前年比6.9%と成長率回復が一旦止まったものの、減速は回避した。また、17年に入ってから外貨使途の記入が要求されるなど、資本規制の強化が図られたことも資金流出ペースを鈍化させたと考えている(図表2)。さらに、過剰な生産能力の削減など、構造調整に向けた取り組みや「一帯一路」の進展などを受けて中国経済の先行きに対する安心感も広がり、元安懸念は大きく後退したと

見られる。

こうしたなか、これまで元安で外貨を元に両替しない銀行・企業は5月の元高進行を受けて、相次ぎ元に両替するようになり、一段の元高進行につれ、元両替意欲がさらに強まったことが8月の元の急上昇につながったと考えられる。最近の銀行の為替先物取引の状況を確認しても、17年に入ってから、外貨売りが優勢となったことが分かる（図表4）。

図表4 銀行の為替先物純取引額



（資料）SAFE、Windより作成、（注）プラスが銀行の外貨買い超過分、契約・月次ベース。

ドル安を反映した 相対的な元高も大 きい

海外に目を転じると、最近の急な元高の背景にはドル安傾向を反映したところも大きい。欧州中銀の緩和縮小や欧州の景気拡大の観測が高まったことなどから、ユーロが対ドルで強含んだことや、トランプ政策に対する不透明感もあり、ドルインデックスが大幅下落した。こうした動きを反映して元も相対的に上昇したわけである（図表5）。

ただし、8月については、元バスケット指数も明らかに上昇したことから、単なるドル安を反映した元高のみならず、中国国内の経済ファンダメンタルズを反映する面が大きくなったと見られる。外貨準備が7ヶ月連続で増加したほか、銀行の為替純取引額も▲38億ドルに、15年9月の▲1,092億ドルから大幅に改善し、資金流出圧力が弱まったことを受けて、外貨需給はほぼ均衡するようになっている（図表2）。

図表5 ドル安につられた元高



(資料) Bloombergより作成、直近は17年9月22日。

当面は 1 ドル = 6.5~6.8 元のレンジで推移

足元では、前述の事実上の制度撤廃を契機とした、急ピッチな上昇の反動もあり、元安傾向で推移している。先行きについては、当面は1ドル=6.5~6.8元のレンジで変動すると予測する。

10月の党大会開催までは、金融当局は元安定を意図した政策運営を続けると見込み、緩やかな元高の流れを想定する。しかし、その後は中国経済の小幅な減速が予想されることから、緩やかな元安の流れに転じる展開も考えられる。

加えて10月に開始する米国のバランスシート縮小や12月の利上げ観測の高まりもあり、ドル高傾向の流れになりやすく、その点で元安傾向につながる可能性もある。

さらなる為替制度改革の進展に期待

15年8月以来過去2年以上、元をめぐる為替制度については、為替自由化への取組みを進めるどころか、元安懸念を打ち消す防衛戦の状態にあった。今日ようやくこの状態から抜け出した模様で、為替自由化に向けた取組みを積極的に進めるべきタイミングである。その意味では、党大会後の為替制度改革の進展に期待したい。

(17.9.25 現在)