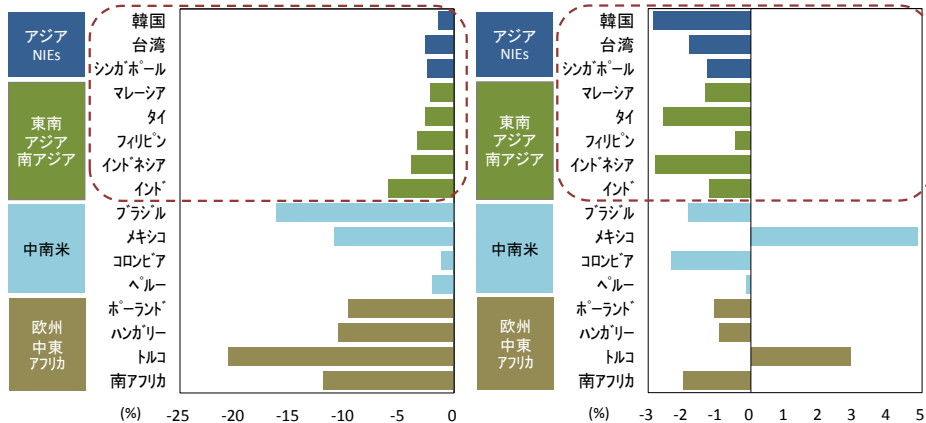


## アジア通貨：米中貿易摩擦懸念と人民元安に伴って最弱通貨圏に転落か

【図1】打たれ強かったアジア通貨(左)も、足元で最弱通貨圏に(右)

主要新興国通貨の対米ドル相場騰落率  
(2018年1月31日～6月14日)

主要新興国通貨の対米ドル相場騰落率  
(2018年6月14日～6月29日)



出所) Bloomberg

アジア通貨が軟調です。6月14日から先週29日にかけての対米ドル騰落率は、中国:▲3.3%、韓国:▲2.9%、インドネシア:▲2.8%、タイ:▲2.7%、となり、堅調であったメキシコ(+4.9%)やトルコ(+2.9%)などと明暗を分けました(図1右)。米中貿易摩擦の激化に伴う国際貿易や世界景気の低迷の懸念、中国景気の鈍化の兆し、同国による金融緩和の見通しと人民元相場の下落等がアジア通貨の重しとなっている模様です。

足元で軟調なアジア通貨も、6月中旬までは他の新興国通貨より底堅く推移していました。今年2月初より米長期金利が上昇し4月下旬より米ドルの実効相場が上昇する中で、6月半ばにかけて新興国から資本が流出し新興国通貨安が進行。1月末から6月14日にかけては、トルコ(▲20.6%)、ブラジル(▲16.3%)、南アフリカ(▲11.9%)等に比べ、韓国(▲1.4%)、中国(▲1.8%)、マレーシア(▲2.2%)等の通貨が堅調でした(図1左)。当時は、米長期金利と米ドルの上昇に伴って新興国の債券市場からの資本流出が加速しており、アジア以外の地域に多い経常赤字高金利国の通貨の低迷が目立ちました。

【図2】中国の投資は鈍化し(左)、人民元相場下落が加速(右)

(%) 中国:都市部固定資産投資の前年比

(ポイント) 中国:人民元の為替相場 (元/米ドル)



出所) 中国国家统计局(NBS)、中国人民銀行(PBoC)、CEIC、Bloomberg

安定的であったアジア通貨が軟調になったのは6月半ば以降です。6月15日には米政権が対中関税の適用を宣言し中国も対米報復関税の適用方針を公表。また、6月14日に公表された中国の5月の月次統計(都市部固定資本投資:図2左や小売売上高)が市場予想を下回り、同国景気の減速が懸念されました。6月15日以降は、中国人民元が対ドルで下落(図2右)。対米報復措置としての元安誘導という憶測すら一部で浮上りました。

6月半ばまでにアジア通貨を支えていたのは、(a)経常黒字の存在(図3左)と証券投資資本への依存度の低さ(経常赤字国のインド、インドネシア、フィリピンは除く)、(b)堅調な米中景気と世界的な工業製品輸出の伸び、(c)安定的な人民元相場などでした。しかし、6月半ば以降の動きは上記(b)と(c)の前提を揺るがしました。市場は、貿易摩擦の激化による世界景気と貿易量の下押しを警戒。欧州政治の混乱も懸念され米長期金利が低下するとともに高金利国通貨が安定した一方、貿易依存度が高く中国経済との結びつきの強いアジア通貨が売られやすい環境が生まれたと考えられます(図3右)。

## ● 中国の当局は今後は景気支援モードに転換の見込み

今後アジア通貨が安定化するには、(a)米中貿易摩擦の沈静化、(b)中国景気の回復、(c)人民元相場の安定化が必要です。(a)が実現するかは不透明。今週6日以降に340億ドル相当の輸入に相互に25%の制裁関税を適用したとしても、その後の追加制裁に踏まなければ事態は沈静化に向かうでしょう。(b)は、中国政府の対応次第。過去の例を見る限り、政府は景気減速局面では景気の底割れを防ぐために景気支援策を導入してきました。ノンバンク融資の落込みやインフラ投資の急減速を見る限り、景気鈍化の原因は政府による金融規制の強化や企業債務削減の取組みです。当局は預金準備率(RRR)の引下げているものの、今後は銀行に対する貸付増加の要請、企業債務の削減や金融規制強化の取組みの先送りなど様々な措置を導入すると予想されます。

(c)の人民元相場に関しても、2015年8月以降の同相場下落に伴って資本流出が加速した苦い経験があり、当局はその安定化に取り組むでしょう。同相場の基準値は日々減価しており、「当局が元安に誘導している」という印象が強いのは事実です。しかし、基準値は前日の対ドル相場終値と名目実効相場を元に算出されており、市場相場が下落したために翌朝公表される基準値が前日より低くなっている面が強いとみられます。

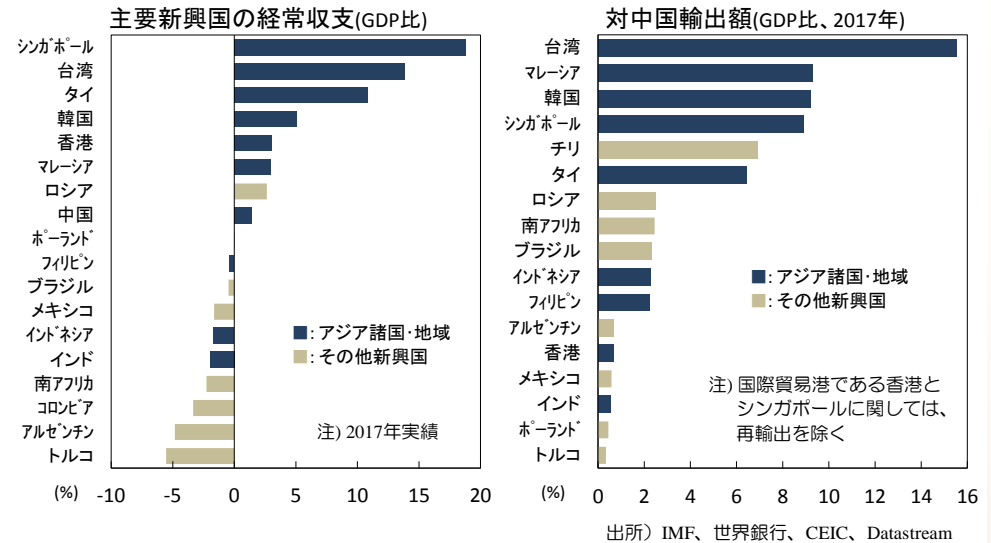
## ● 人民元安定化に向けた当局対応がアジア通貨動向を左右か

当局は、先週29日まで9日連続で同基準値を前日終値よりやや元高に設定。適用を停止したはずの「反循環要因<sup>(注)</sup>」を密かに復活させ、相場の安定化を図っている可能性が高いと思われます。また、一部の市場参加者によれば、当局の代理とみられる国有商業銀行によるドル売りも目立つ模様。今月9日公表の6月末の外貨準備残高が減少していれば、元相場の下落を抑えるためのドル売り介入の実施が確認できるでしょう。

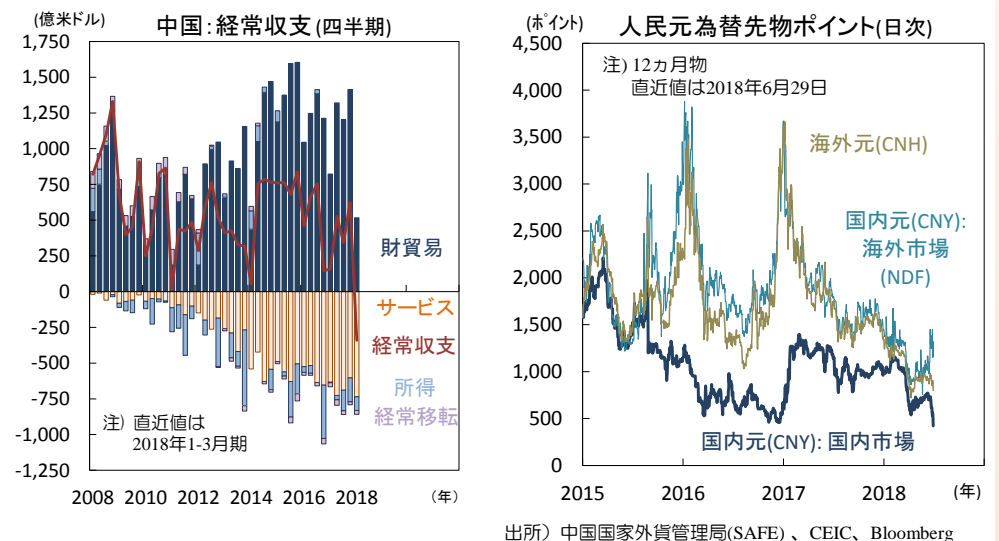
前述のとおり、相場下落圧力に晒され易いアジア通貨は、インド等の経常赤字国通貨から韓国や台湾など対中貿易依存度の高い経常黒字国通貨にシフトした模様です。米中貿易摩擦は容易には解消せず、中国の当局が景気支援策を導入したとしてもこれが景気の回復を促すには時間がかかることを考えると、上記の通貨への下押し圧力は当面続くと思われます。人民元相場の安定化に関して、経常収支の緩やかな悪化(図4左)や証券市場の自由化に伴う資本流入の増加によって当局のコントロールが難しくなっているのは事実。しかし、金融市場の安定性を重視する当局は、必要があれば資本取引規制などの強硬な措置の導入もためらわないでしょう。足元で軟調なアジア通貨は安定化に向かうのか、当面の人民元相場の動向に注目が集まります。(入村)

注) 本レポート2018年1月15日号を参照。

【図3】アジア諸国の強みは経常黒字(左)、弱みは対中依存度(右)



【図4】外国人による人民元先物売り圧力は過去のピーク以下(右)



### ・本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料は、投資環境等に関する情報提供のために三菱UFJ国際投信が作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成したものではありません。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 本資料は信頼できる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・完全性等を保証するものではありません。
- 各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況または作成時点での見通し・分析であり、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また、税金・手数料等を考慮しておりません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の三菱UFJ国際投信戦略運用部経済調査室の見解です。また、三菱UFJ国際投信が設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。



三菱UFJ国際投信

三菱UFJ国際投信株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404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