

2023年5月23日

## 通貨ニュース

# 中国：対ドルレート 7.0 上抜きの背景整理

### 年初来で初めて対ドルレート 7.0 を上抜け

5月のCNY相場は軟調な推移となっており、先週には遂に対ドルで昨年12月以来となる7.0を上抜け、今週も断続的に年初来安値を更新する地合いある(図表1)。本稿ではかかる値動きに対する要因を整理していきたい。

市場営業部  
マーケット・エコノミスト  
堀 堯大  
03-3242-7065  
[takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp](mailto:takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp)

### 引き金となったのは軟調に終わった4月主要経済指標の結果か

CNYの対ドルでの週次騰落率をみると、第2週と第3週での下落が目立った。これは中国で貿易指標やインフレ関連など主要経済指標が公表された時期であり、これらの結果は軒並み市場予想を下回る結果に終わった(\*)。世界各国でコロナ禍からの景気回復はピークアウトする中で、中国の景気回復動向は今年の世界経済の方向感を占う材料となっているが、4月の中国主要経済指標の結果は市場の期待に反する内容であったと見られる。また、中国人民銀行(PBoC)は22日、かかる状況を受けて1年物ローンプライムレートを9か月連続で3.65%に据え置いている。FRBの利上げ終了を意識した取引の下で米国と中国の金利差は年初来に縮小傾向にあったが、足許においては再度拡大しつつある(図表1)。PBoCはインフレが低位安定している限りにおいては金融緩和を維持する見込みが強く、今後FRBが利上げ終了に至っても現状では両国の金利差は大きく縮小しにくいと考えられる。

### 世界経済の先行き不安の中で貿易黒字を維持できるか

中国の実需環境について見てみると、程度の差はあってもコロナ規制中にいても大きな経常黒字を維持してきた(図表2)。これを下支えしてきたのは巨大な貿易黒字であることは多くの説明を要さない。直近の数字を見てもその規模は拡大基調にある。しかし、内容を子細に確認していくと輸出は回復しているものの、輸入については前年割れの水準を推移しており、これは内需の弱さを反映した内容とも捉えられる(図表4)。この点、今後の結果についても同様の目線で確認をしていく必要がある。また、輸出に関しても比較対象となる22年4月はまさに厳格なコロナ対策が敷かれていた時期であり、この点は割り引いて考えるべきであろう。図表5に示される通り、先進国を中心に輸出新規受注指数は落ち込んでおり、取引量自体も減少している。これを象徴するのが図表3の対米貿易収支の動きである。近年では米中両国の緊張感が高まりと共に貿易面でのデカップリングを指摘する声もあり、広島G7サミット後にも米中関係に関するヘッドラインが交錯したが、22年後半以降の対米黒字縮小については貿易黒字全体の減少を踏まえれば政治的な要因だけでは整理出来ないものがあるように思える。今後も世界的な金融引き締め効果が貿易取引に波及する余地はまだ残っている印象だ。

### 存在感を増すであろうサービス赤字の拡大

国際収支関連指標でもう1つの着目したいのが、サービス赤字の拡大だ。内訳項目の1つである旅行収支については、国内のコロナ規制緩和を皮切りに居住者の

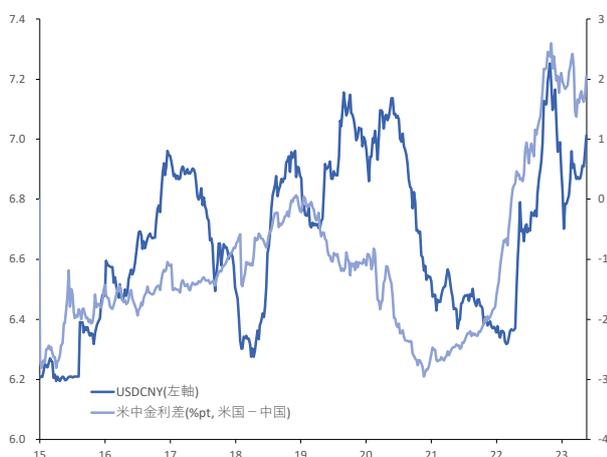
\*詳細については5月16日付通貨ニュース「中国：4月分主要経済指標の読み方」をご覧ください。

海外渡航が活性化したことで、赤字幅を拡大している(図表6)。中国国内、世界経済の景況感の推移を見ても消費の中心は既に財からサービスに消費にシフトしており、今後世界経済の後退が現実となっても、依然として海外渡航は活性化の余地を残していると思われる。23年は世界的にコロナ規制が撤廃されアフターコロナの時代を迎えれば、サービス収支の水準がコロナ前の水準に近づくことも考えられる。貿易収支の論点と合わせて CNY の需給環境にも逆風が吹きつつある状況に差し掛かっているのではないだろうか。

### 西側諸国との衝突を避けて対内投資の勢いは戻るか

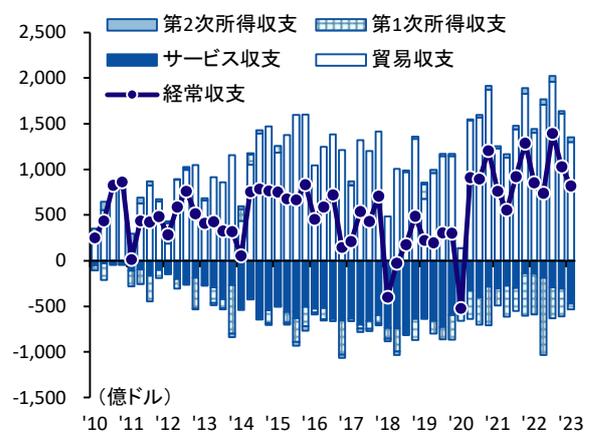
世界各国からの中国投資の活性化は中国経済の正常化の過程で期待したい要素である。22年の動向を確認すると、厳格なコロナ規制の下、海外からの対中投資は大きく減少していた(図表7、8)。直接投資・証券投資とも、ネットでの流出がピークアウトしていることが確認されたが、特に証券投資フローについては直接投資よりも流動性の高いことから、今後の景気動向によって変動が大きくなることが予想される。本欄では足許の経済指標は軟調ながらも習政権が掲げる5%の成長実現に向け段階的な成長を持続していくものと想定しており、これに付随して対中投資は次第に勢いを取り戻すと考えているが、ここで注意したい最悪のシナリオは米国をはじめ西側諸国との関係性悪化に伴って対中投資規制が発動することだ。広島G7サミットでは、ウクライナ危機の長期化に対して支援体制の強化で意見集約しロシアをけん制すると共に、経済安全保障に関する共同文書では中国に対しても強いメッセージが示された。一方で、経済面については「デカップリング」ではなく「デリスキング(de-risking)」に基づいて対処する方針を盛り込んでおり、中国との経済関係解消には踏み切れない実情も窺える。為替見通し上でもかかる政治的なヘッドラインはコロナ禍以上に重要度を増しており、その動向が注目される。

図表 1: 対米金利差と人民元相場



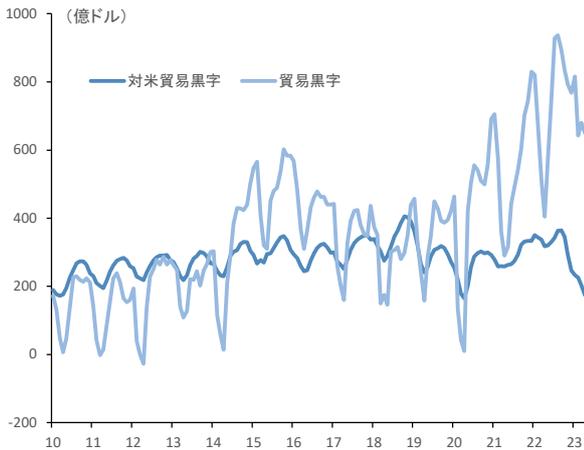
出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 2: 経常収支の推移



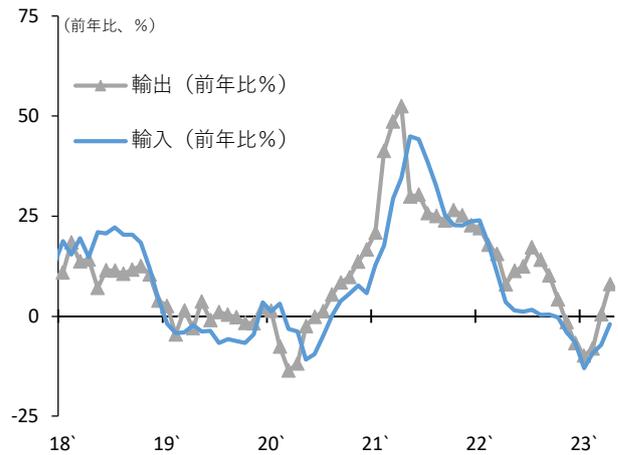
出所: CEIC、みずほ銀行

図表 2: 中国の貿易収支と対米貿易収支



出所: Bloomberg、みずほ銀行 注: 後方3か月移動平均

図表 4: 中国の貿易実績



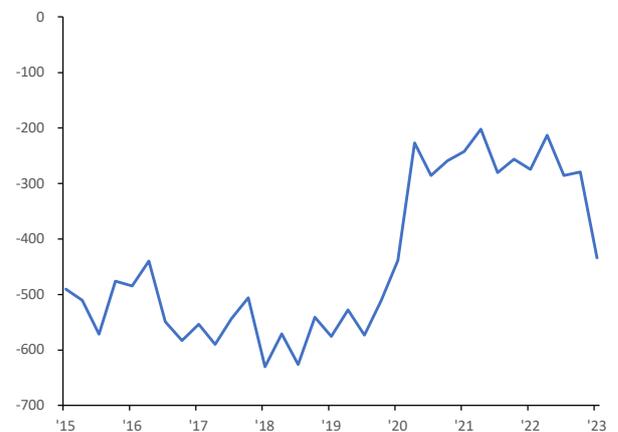
出所: Macrobond、みずほ銀行 注: 後方3か月移動平均

図表 5: 世界貿易取引量と輸出新規受注指数



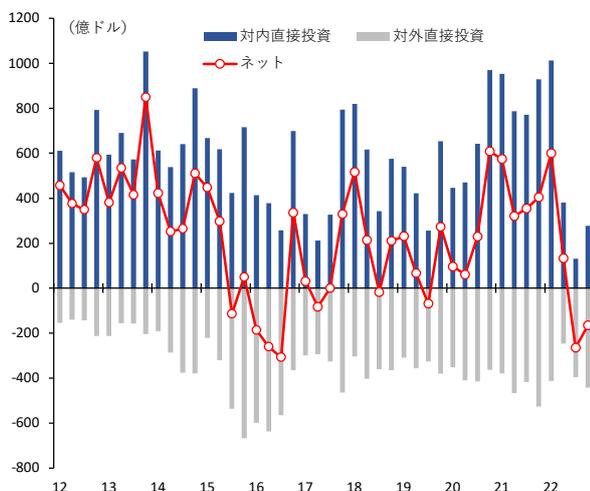
出所: Markit、Bloomberg、みずほ銀行  
注: 貿易量は後方3か月移動平均での比較

図表 6: 中国の旅行収支の動向(億ドル)



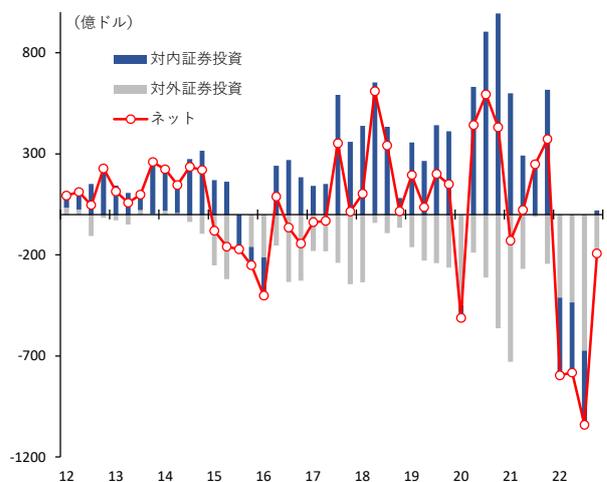
出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 7: 直接投資の動向



出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 8: 証券投資の動向



出所: Bloomberg、みずほ銀行

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。