

中国：為替相場の基準値算出方法の変更は、人民元安誘導の始まりなのか

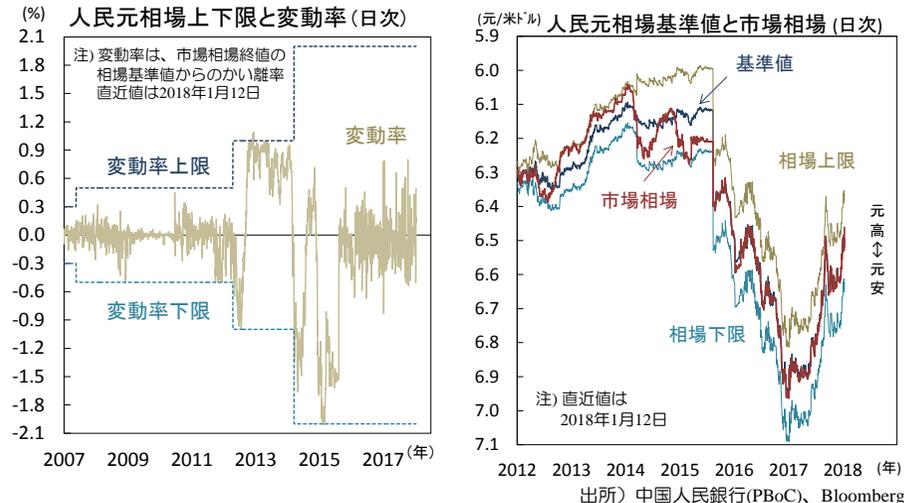
【図1】2015年8月より下落を続けた元相場は昨年5月より上昇(右)



先週9日、中国人民銀行(PBoC)が人民元相場の基準値の算出方法を変更したと通信社(Bloomberg)が報道。市場には元高抑制の動きとの解釈が広まり、内外の元相場が下落、国内元(CNY)と海外元(CNH)は対米ドルで0.5%と0.6%ずつ下落しました。

匿名の関係者発言に基づく同報道によれば、市中銀行がPBoCに提供する為替相場を算出する際に、反循環要因(CCF、原語:逆周期因子)を用いないようPBoCが指導。この結果、(1)前日の国内市場終値、(2)バスケット採用通貨の動き、(3)反循環要因の3つに基づいて算出されていた相場は、(1)と(2)のみに基づいて算出されます。反循環要因が導入されたのは昨年5月26日。元高誘導の動きと解釈され元買いの動きが加速し、CNY相場は上昇に転じました(図1左)。CNYの対ドル相場は、(a)2015年8月11日より2016年末まで10.6%下落し、(b)2017年初より5月下旬までほぼ横ばいで推移し、(c)5月26日から9月7日にかけて対米ドルで5.9%上昇(図1右)。(a)には元安進行懸念による資本流出の加速、(b)では資本流出の一巡、(c)には元高期待による資本流入が見られました。

【図2】日々の対ドル相場の変動を基準値±2%に抑制(左)



PBoCは、CNYの対ドル相場の変動を同行が毎朝公表する基準値±2%に制限(図2左)。変動相場を公称しつつ、基準値の設定や市場介入を通じて相場形成に大きな影響を与えています。2015年8月11日、PBoCは同基準値を前日比1.9%切下げ。同基準値を前日終値と同水準とすることとし、それまで市場相場を事実上無視して横ばいで推移させてきた基準値を引下げました(図2右)。(1)IMFの特別引出権(SDR)への採用を控えてCNYの実勢相場と基準値を一致させる必要性、(2)市場実勢を反映した相場形成への移行、(3)2014年に独歩高となった米ドルに連動したことに伴うCNYの割高感(実効相場の上昇、図1右)の解消のための元相場引下げ等の意図が背景にあったと考えられます。

突然の基準値の引下げは、輸出と景気の低迷に悩む同国による通貨切下げと解釈され、元売りの動きが加速。国内企業は外貨建て借入の繰上げ返済を急ぎ、家計部門も資本逃避の動きを強めました。資本流出が加速した結果、国際収支の赤字が拡大(図3左)。CNY相場下落を抑えるための介入で外貨準備は急減しました(図3右)。

● 元相場の先安感の払拭に成功した人民銀行

下落を続けたCNY相場は、2017年初より安定化。企業による対外債務返済が一巡し、資本取引規制の強化に伴って資本逃避の動きも鈍化しました。2015年8月よりほぼ一貫して減少を続けた外貨準備は2017年2月より12月まで増加を続けるなど(図3右)、国際収支は黒字に転じました。前述の通り、同年5月26日にはCNY基準値の算出に「反循環要因」を導入。米ドル独歩高の局面でもCNYの対ドル相場基準値を引下げずにCNYの緩やかな上昇を促すものと解釈され、元買いの動きが強まりました。当局は、相場形成の透明度の低下という代償を払いつつ、元安期待の払拭に成功しました。

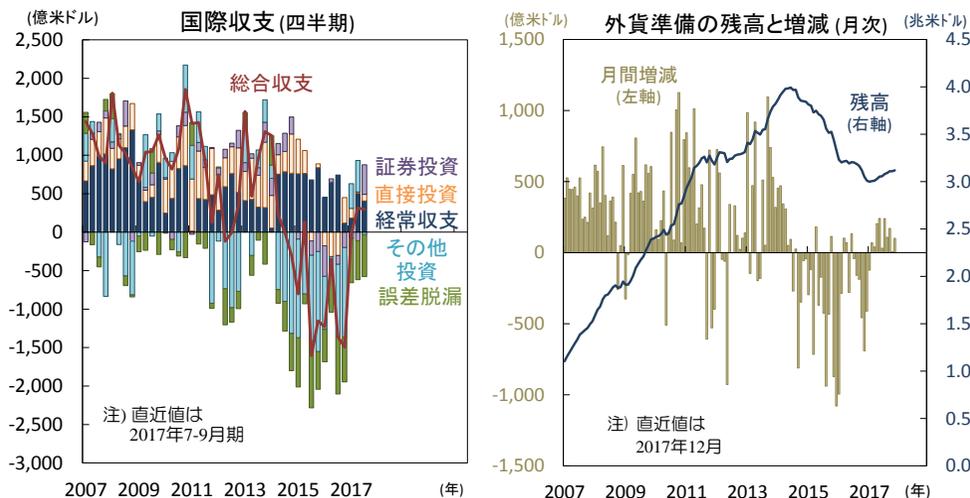
その後、当局はCNYの対ドル相場が持続的に上昇することを警戒し始めました。2017年9月8日、PBoCは先物外貨買いに対する無利子の準備預金率を20%から0%に引下げ。同準備は、元安が進行していた2015年9月に先物外貨買いの動きを抑えるために導入されたものでした。市場は当局による元高抑制の意図を感じ取り、CNYの対ドル相場は同年9月28日にかけて2.6%下落(図1右)。しかし、昨年12月下旬より米ドル安の進展と共に再びCNY相場は上昇し、昨年9月7日の水準(1ドル6.5元弱)に接近。こうした中で、PBoCは今回のCCFの使用停止に踏み切ったとみられます。

● 持続的な元安誘導はなく、今後も元相場は安定推移か

元相場が持続的に下落するとの懸念が払拭され、国際収支の安定化とともに国内市場の外貨流動性が回復したことも、CCFの廃止を後押ししたとみられます。製造業の購買担当者指数(PMI)などを見る限り足元の景気は底堅く(図4)、景気の底割れが懸念された2015年半ばとは状況が異なります。PBoCは、近年、周小川総裁の下で資本取引を自由化し、市場需給を反映した相場形成を目指すために為替相場の柔軟化に着手。しかし、2015年8月以降の資本流出の加速や元相場の不安定化を受けて、資本取引規制を強化しCCFを導入するなど上記の取組みを一時後退させることを余儀なくされました。今回のCCFの使用停止は、市場の安定化を受けた緊急措置の解除とも言えます。

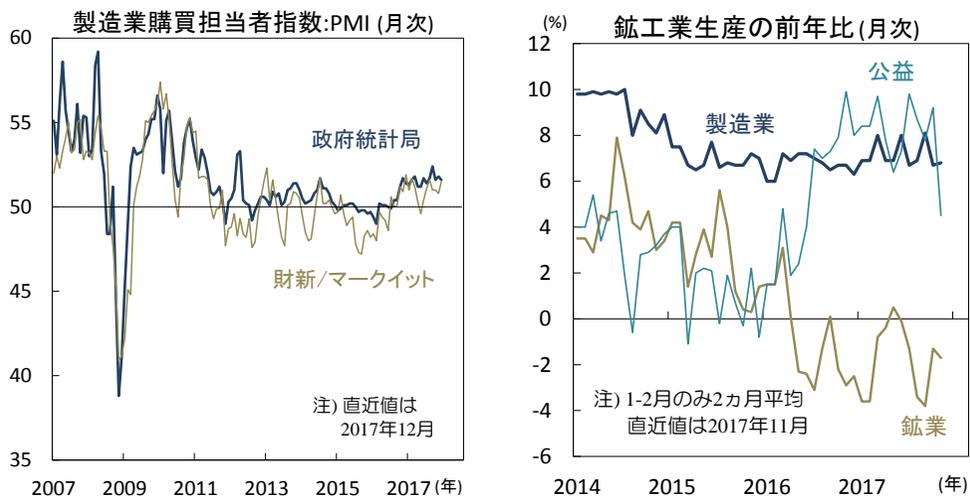
なお、PBoCは資本流出規制を維持。相場変動を高めるであろう持続的な元安は望んでいない模様です。2月中旬の春節にかけては、海外旅行者や銀行による外貨購入(クレジットカード海外使用分の決済資金手当て)等で季節的にドル需要が増加。CNYの対ドル相場は一時的に弱含む可能性が高いとみられます。しかし、その後は債券市場への資本流入や国際収支の安定化などがCNY相場を支えるでしょう。CNYの対ドル相場は日々の変動を徐々に増しつつも安定的に推移すると予想されます。(入村)

【図3】 資本流出が鈍化し大幅な赤字から黒字に転じた国際収支(左)



出所) 中国国家外貨管理局(SAFE)、中国人民銀行(PBoC)、CEIC、Bloomberg

【図4】 製造業の景況感(左)と生産(右)は足元で堅調に推移



出所) 中国国家统计局(NBS)、マーケット、CEIC、Bloomberg

・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。
- Markit Economics Limitedの知的財産権およびその他の一切の権利はMarkit Economics Limitedに帰属します。



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