

緩やかな下落が続く人民元相場

中国当局は安定を損なわない範囲で元安を容認

みずほ総合研究所

調査本部 アジア調査部

03-3591-1385

- 人民元の対米ドルレートは年初来安値を更新。通貨バスケットに対する人民元指数も緩やかな元安が続く。ただし、2015年8月や2016年1月のような動揺は見られず、市場の反応は比較的冷静
- 中国当局は、実質実効ベースでの元高を修正する一方、大幅かつ急激に元安が進行した場合に生じる資金流出や国際的な批判などの悪影響も回避する狙いの下、緩やかな元安を容認する方針
- 元安による輸出促進効果および内需押し上げ効果は限定的。成長確保のためには他の政策手段の併用が必要で、とりわけ財政政策への依存を強める展開が続く見込み

1. 人民元相場の現状

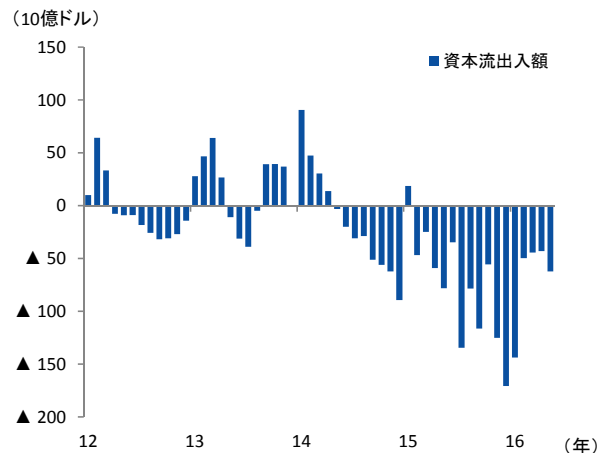
人民元の下落が続いている。7月には対米ドルレートで6.70台まで下落し、2010年9月以来の安値をつけた。人民元の対米ドルでの下落は2014年以降に見られる傾向だが、2016年に入ってから中国外貨取引センター（CFETS）指数（主要13通貨からなる通貨バスケットに対する人民元指数。以下、CFETS指数）も緩やかな元安が続いており、中国当局の通貨スタンスに変化の兆しがみてとれる（図表1）。2015年8月や2016年初に見られた、人民元ショックによる世界的な金融市場不安は記憶に新しいが、足元の人民元下落に対する市場の反応は比較的冷静である。小規模な資本流出は継続しているものの、昨年夏場や年初に見られたような大幅な資本流出は起きていない（図表2）。

図表1 人民元対米ドルレートとCFETS指数



(注) CFETS 指数はみずほ総合研究所による試算値。
 (資料) 中国外国為替取引システム(CFETS)、Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

図表2 資本流出入の推移



(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

2. なぜ金融市場は冷静なのか

人民元安が続いているにもかかわらず、市場はなぜ冷静なのだろうか。この点を明らかにするために、まずは2015年8月の人民元ショック第一弾から振り返ってみよう。

中国人民銀行は、8月11日に人民元の対米ドルレート基準値の算出方法を変更すると発表した。人民元対米ドルレート基準値の市場化を推進するため、具体的には、マーケットメーカーが毎日インターバンク市場で取引を開始する前に、前日終値を参考とし、外貨の需給状況と主要通貨の為替レートの変化を考慮して、CFETSにレートを提示することとした。

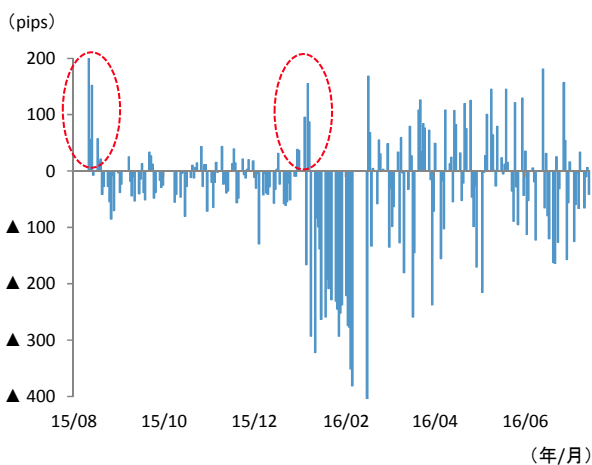
11日に発表された基準値は、前日から1.86%元安の方向に設定され、1日の調整幅としては過去最大となった。人民銀行の声明にもあるように、前日の基準値と終値は1.5%かい離（終値が基準値よりも元安）しており、このかい離を修正した結果である。市場で元安が進み、結果として翌日の基準値が元安方向に設定され、また市場で元安が進むという過程をたどった結果、基準値は11～13日の3日間で4.5%超もの元安となり、金融市場に動揺をもたらした。

年明け1月4日には、人民元ショック第二弾が市場を襲った。4日の基準値は前営業日の12月31日終値から95pips（1pipsは0.0001元）元安方向に設定され、8月11日の201pipsと比較すると半分程度だが、2015年の推移から見れば大幅なかい離であった（図表3）。この基準値設定を受けて人民元不安が高まり、同日発表された2015年12月の中国製造業景況指数（PMI）の悪化も相まって上海総合指数は全営業日比▲7%と急落し、この日に導入されたばかりのサーキットブレーカー（株価急落時の取引中止措置）がさっそく発動される事態となった。中国の金融市場が急激に不安定化し、その動揺は世界中に波及し、中国発の世界同時株安を引き起こした。

このように、2015年8月の人民元ショック第一弾、2016年1月の人民元ショック第二弾は、それぞれ前日までの動向からは想定されない基準値の設定が人民元不安を高めたとみられる。

そうした観点で基準値の動向を確認すると、今年に入ってから人民元対米ドル基準値は前日終値に対して上下双方向にかい離が大きくなっている一方で、人民元安（高）方向に一方向的に設定されているわけではないため、市場が不意打ちを食らうようなショックを与えてはいないと思われる。

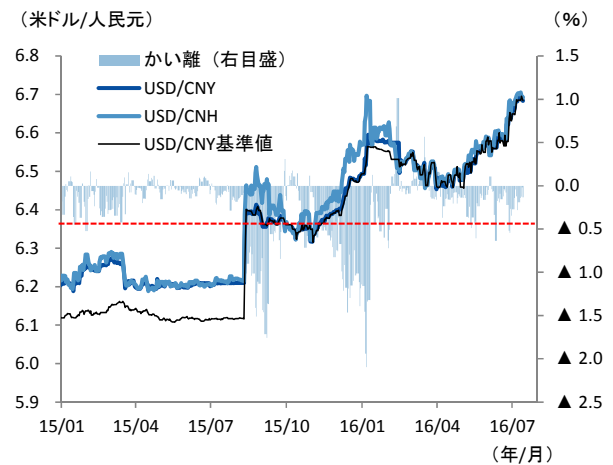
図表3 基準値の前日からのかい離



(注) 1pips は 0.0001 元。

(資料) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

図表4 オンショア・オフショア市場のかい離



(注) かい離はCNHがCNYに対して割高(+)か割安(▲)かを示す。

(資料) 中国人民銀行、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

また、後述するような当局の人民元基準値の決定メカニズムへの理解が浸透してきたほか、自由に売買できるため市場の相場観を反映しやすいオフショア人民元市場に介入するなどして、過度に人民元の先安観が強まることを注意深く抑制していることも見逃せない。2015年8月の基準値切り下げ後は、オフショア人民元（CNH）がオンショア人民元（CNY）に対して▲1.7%となり（人民元先安観の高まりを示す）、2016年1月には一時▲2.1%までかい離が広がった（図表4）。しかし、足元ではかい離が▲0.5%程度まで広がると当局が介入するなどして人民元安期待が強まることをけん制しているとみられる。さらに、これは外的要因ではあるものの、市場の関心が英国のEU離脱問題に移ったことも、人民元に対する市場の反応が抑えられた要因だろう。

3. 人民元相場の行方

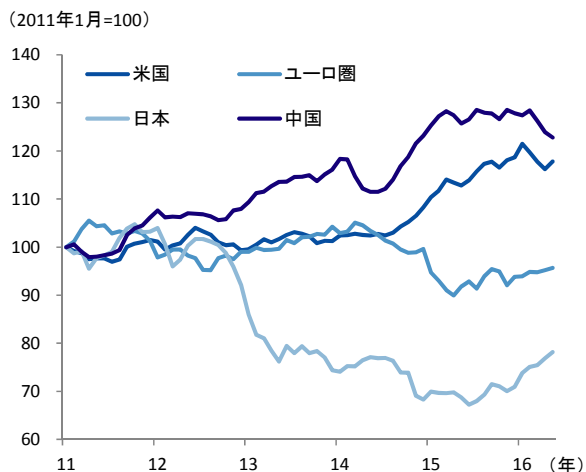
今後の人民元相場の先行きを見通すために、まず中国当局が人民元に対してどのようなスタンスをとっているのかを確認しよう。

CFETSは、2015年12月11日に公表したCFETS指数を、単一通貨に対する人民元の動きよりも重視するとした¹。その際、「通貨バスケットに対する人民元レートを基本的に安定させる」ことが強調された。また、1月11日の人民銀行チーフエコノミストの馬駿氏のコメント²によると、人民元対米ドルレートの基準値は、「前日の終値」と「CFETS指数の変化（具体的には通貨バスケットに対する人民元レートを安定させるような人民元の対米ドルレート）」を考慮して設定されることとなった。

しかし、ここで当局が強調している「安定」が何を意味するのかという点については、必ずしもコンセンサスがとれていない。当初、CFETS指数が2014年12月末の値を基準に100としていることから、100近傍での推移であれば「安定」とするのではという見方が市場で広まった。しかし、CFETS指数が昨年末から足元まで下落し続けていることを考慮すると、「安定」という言葉は一定の水準で推移することを指しているのではなく、ボラティリティの低い状態を指している可能性が高い。

さらに、人民銀行は7月6日のプレスリリースで、CFETS指数の基準となっている2014年12月末の人民元レートについて、「当時の人民元の対米ドルレートの基準値は、2005年の為替レート改革時時点対比で35.2%、B I S実質実効レートも同時点对比で47.6%上昇しており、人民元レートは高水準に

図表5 実質実効為替レート



(資料) BIS (国際決済銀行) より、みずほ総合研究所作成

図表6 資本流出抑制に関する主な政策・報道

狙い	内容
海外送金に対する監視管理強化	<ul style="list-style-type: none"> 海外送金承認手続きの厳格化 2015年に地下銀行による違法外貨取扱案を196件摘発。2016年は銀行・ノンバンクの査察も強化する方針を国家外貨管理局が発表
資本流出に対する新たな規制の設定	<ul style="list-style-type: none"> 2015年10月、銀聯カードを利用した中国国外での現金引き出しに年間上限額(10万元)を設定すると発表
オフショア市場を活用した投機的行為の抑制	<ul style="list-style-type: none"> 2016年1月、オフショア銀行が中国国内に持つオフショア人民元預金に対し、預金準備率の適用を開始 一部の外資系銀行に対し、中国国内市場におけるオフショア顧客の人民元取引のための決済業務を一時停止との報道
資本流出回避のインセンティブ設定	<ul style="list-style-type: none"> 国内の非居住者預金口座の残高を定期預金口座に移すことを許可

(資料) 各種報道より、みずほ総合研究所作成

ある。真の均衡水準を全く反映していないため、一定の調整が起こるのは正常だ」との認識を示している³。また、2015年8月11日に人民銀行が人民元対米ドルレートの基準値を前日の終値を参考に設定すると発表した際にも、「人民元の実質実効レートが相対的に強く、市場の期待に一致していない」ことを為替レート形成メカニズム変更の理由の一つとして挙げていた⁴。実際にB I S発表の実質実効為替レートをみると、米国利上げ観測の高まりと日本・欧州の金融緩和を受けた米ドル高につられる形で人民元も増価していたことが分かる（図表5）。

以上の人民銀行の発言を考慮すると、実質実効ベースでの元高を「緩やか」に修正すること、つまり緩やかな元安を容認するスタンスがみてとれる。他国対比で高すぎる為替レートは、輸出に不利に働く。ただでさえ世界経済が力強さを欠き輸出に下押し圧力がかかる中、為替による悪影響を少しでも抑えたいという意図があるものとみられる。

それでは、なぜ人民銀行は元安を容認しつつも「安定」や「緩やか」にこだわるのだろうか。まず、急激な元安が進行すると、人民元ショックが再発して中国からの資本流出が加速し、金融環境が不安定化することを懸念している可能性がある。さらに、人民元が急激かつ大幅に減価した場合には、「中国が起点となって金融市場が不安定化している」「景気刺激のための元安誘導は近隣窮乏化につながる」などの他国・地域からの批判を受けやすい。特に2016年は中国がG20の議長国を務める年であり、国際的な批判を避けたいという意識が強いとみられる。また、あまりにも元安が進みすぎると人民元の通貨としての魅力が薄れ、人民元国際化を進めるという中国政府の方針と整合的でなくなってしまう可能性もある。

上述のような事態を回避するためにも、当局は大幅な元安ではなく緩やかな元安を容認するスタンスをとっているものと考えられる。こうした当局の姿勢は、元安による過度な資金流出を防ぐため、外貨管理を強化する様々な政策が2015年から出されていることから明らかだ（図表6）。

この方針に基づいて、今後の人民元相場は通貨バスケットに対して緩やかな元安基調で推移するとみられる。2014年後半からの元高を修正するという狙いが当局にあるとすれば、今後通貨バスケット対比でさらに5%程度減価する可能性がある。

4. 元安による景気刺激効果は限定的、財政政策への依存度を高める経済運営が続く

では、当局による緩やかな元安の容認が続き、元安基調での推移が続いた場合、景気にはどのような影響があるのだろうか。

人民元安のメリットは、輸出促進効果と、そこから波及する内需押し上げ効果である。ただし、世界経済が停滞する状況においてはそもそも輸出が伸びにくく、為替による輸出促進効果も限定的なものにとどまるとみられる。内需押し上げ効果についても、中国国内の過剰資本ストック調整圧力が大きく、輸出による投資や生産の押し上げ効果が低下しているため、限定的と考えられる。緩やかな元安容認による景気下支え効果は不十分であり、他の手段、すなわち金融・財政政策を併用して成長を確保することが必要となろう。

2016年4～6月期の実質GDP成長率は前年比+6.7%と、前期から横ばいで推移し、2016年の成長率目標である「+6.5%～7.0%」も一応クリアしている。ただし、過剰投資・債務のデレバレッジが続いているため製造業投資や民間投資の弱含みが顕著で、自律的回復力を欠いている状態だ。インフラ

投資の増加や、小型車減税策などによる個人消費の堅調さが下支え役となっていることに鑑みると、経済政策に依存した成長という構図には変わらない。

今後の金融政策を見通すと、利下げに関しては慎重になる可能性がある。意図せざる元安圧力の高まりや資金流出の加速をまねく恐れがあるためだ。また、資本ストック調整が続いている中で企業の借入需要が弱く、利下げを実施しても景気刺激効果は限定的とみられる。銀行側も収益が低下している状況下、国有大企業に優先的に貸し出す傾向にあり、資金が非効率な投資や債務返済に使用される傾向がみられるため、利下げをすべきでないという声も聞かれる。預金準備率の引き下げ、公開市場操作、民間企業や中小企業を対象を絞った資金供給など他の政策手段によって緩和的な金融環境を維持する可能性はあるが、資金需要自体が弱いため、景気浮揚効果は見込みにくい。

そうなると、やはり財政政策に頼らざるをえない。財政部も5月末以降、予算執行のペースを早めるよう地方政府に求める⁵とともに、「政府は必要に応じてレバレッジを高め、企業のデレバレッジを支えることができる」として財政拡張余地があることを示唆している⁶。

中国政府は「サプライサイドの構造改革」によって経済に活力を与えているが、過剰生産能力の調整やイノベーションの推進によって安定的な成長が確保できるまでには、まだ時間がかかる。その間、しばらくは財政政策への依存度を高めるような経済運営によって、減速ペースを緩やかなものにとどめる展開が続くと考えられる。

¹ 中国外匯交易中心「观察人民币匯率要看一篮子貨币」2015年12月11日。

² 中国人民銀行「馬駿：人民币匯率形成机制將更多地参考一篮子貨币」2016年1月11日。

³ 中国人民銀行「6月份人民币匯率指数小幅贬值」2016年7月6日。

⁴ 中国人民銀行「中国人民银行新聞發言人就完善人民币匯率中間價報價問題答記者問」2015年8月11日。

⁵ 中国財政部「关于采取有效措施进一步加强地方財政庫款管理工作的通知」2016年5月23日。

⁶ 中国財政部「財政部有关負責人就政府債務問題答記者問」2016年5月26日。

[共同執筆者]

アジア調査部主任エコノミスト **多田出健太** kenta.tadaide@mizuho-ri.co.jp
アジア調査部中国室主任エコノミスト **玉井芳野** yoshino.tamai@mizuho-ri.co.jp

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。