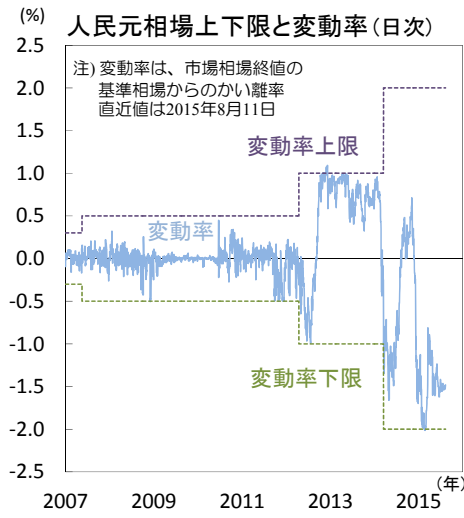
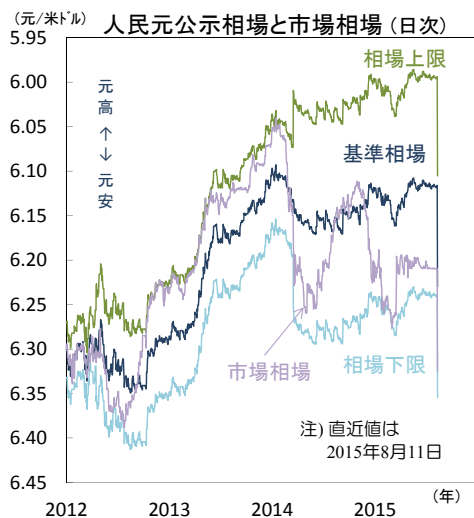


8月11日の中国人民元相場の切下げは、今後の元相場大幅減価への序曲なのか

【図1】 人民元の対ドル基準相場を前日比1.9%切下げ(左)

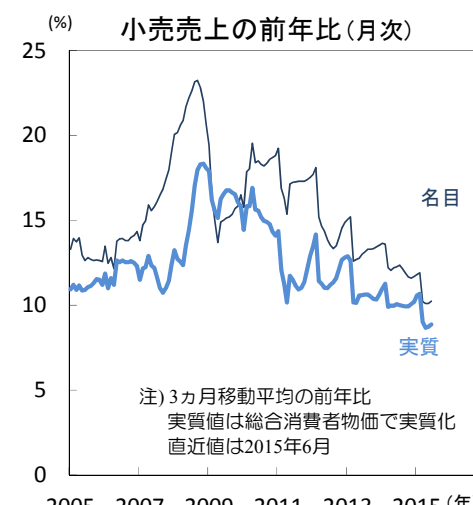
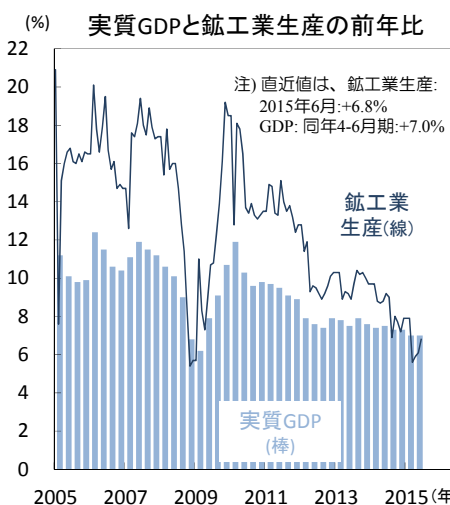


出所) 中国人民銀行、Bloomberg

今週11日、中国人民銀行は、人民元の対米ドル(以下「ドル」)基準相場を前日比1.9%安の1ドル=6.2298に設定(図1左)。事実上の人民元相場切下げで市場を驚かせました。

人民銀行は、今回の相場調整は基準相場を市場実勢に近づけるための1回限りの措置と説明。相場の切下げではなく為替相場形成の改善が目的としました。同国では同行が毎朝基準相場を公表し、市場相場は同相場±2%の範囲で需給を反映して変動します。上記の枠組みは、一見するとバンド付きの変動相場制であり、1日あたり最大で2%、5営業日累計では最大10%の相場変動を許容することになります。しかし、市中銀行からの間取りに基づいて日々公表されるはずの基準相場は、前日の市場相場終値ではなく前日の基準相場に近い水準に設定されてきました。この結果、国際収支黒字局面では、市場相場が基準相場より2%ほど高く、同赤字局面では同2%ほど低いという状態が恒常化(図1右)。市場参加者の多くは、人民銀行が基準相場をほぼ固定することによって、事実上の対ドル固定相場運営を行っていると考えてきました。

【図2】 実質GDP、鉱工業生産、小売売上高の伸びは鈍化



出所) 中国国家统计局、CEIC、Bloomberg

IMFは、今月3日、特別引出権(SDR)の構成通貨見直しに関する中間報告書を発行し、人民元の基準相場は「市場実勢を反映しておらず、2%以内の乖離が生じている」と指摘。今回の措置は、同指摘も踏まえ、基準相場を市場相場の前日終値(1ドル=6.2097)に近い水準に修正するために行われたとも考えられます。人民銀行の声明は、11日以降の基準相場は前日の市場相場終値、市場需給、主要通貨の動き等を反映するとしてしました。

今後の人民元相場動向は不透明です。(1)今回の動きが大幅な通貨切下げ予想を生み資本流出を促すのか、(2)今後の基準相場がどの水準に設定されるのか、(3)人民銀行が積極的な為替介入を行うのかが、今後の相場動向を決めるでしょう。現在、同国は景気の低迷と輸出の不振に見舞われています(図2、図3左)。世界景気の低迷に伴う輸出の鈍化という循環要因に加え、2009年初からの景気刺激策の結果生まれた過剰な不動産ストックや生産設備、現指導部が行う汚職取締りに伴う消費需要の下押しと投資許認可遅延、人口動態の悪化に伴う潜在成長力の低下なども景気の回復を妨げています。

● 当面は人民銀行が設定する基準相場の水準が焦点に

人民元の対ドル相場は昨年半ばよりほぼ横ばいで推移。この間に、近い将来の米利上げ開始の連想などからドルの独歩高が進んだため、人民元の実質実効相場(REER)は近隣諸国通貨に対して大きく上昇しました(図3右)。元高が足元の輸出不振の一因であることは否めません。今回の基準相場の引下げが「景気下支えのための元安誘導の始まり」と解釈され、国内資本の流出を促す可能性は低くないと考えられます。

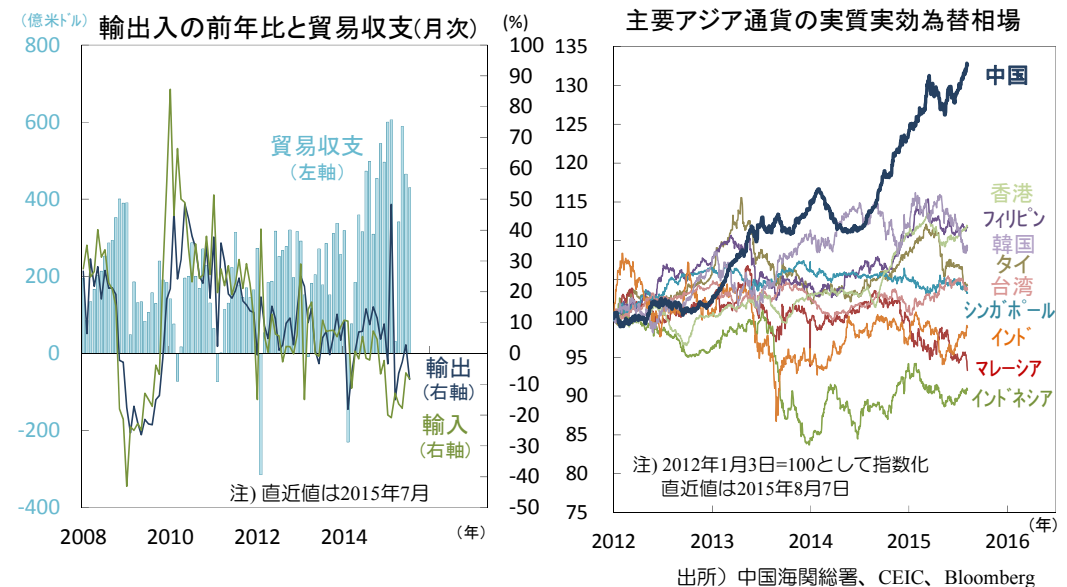
また、今後の基準相場設定も焦点です。11日の市場相場終値は1ドル=6.3250元と基準相場より1.5%安。市場相場は基準相場を最大2%下回ることが可能であり、今後も元安圧力が続けば終値は基準相場を下回り続けるでしょう。もし、人民銀行が今回の声明の通りに市場相場の前日終値に近い基準相場を設定すれば、元相場は日々2%弱ずつ下落。持続的な相場下落見通しが資本流出を加速させる可能性が高いでしょう。国务院は為替相場の両方向の変動性を高める方針を発表、市場の需給を反映し柔軟に変動する為替相場を手に入れることは、当局の中期的な目標です。しかし、現段階で拙速に相場の柔軟性を高めた場合、通貨安が資本流出を招き更なる通貨安を呼ぶ悪循環が生じ、同国の金融システムの安定性を損なうリスクが高まると予想されます。

● 当面、緩やかな元安誘導で輸出と景気を下支えか

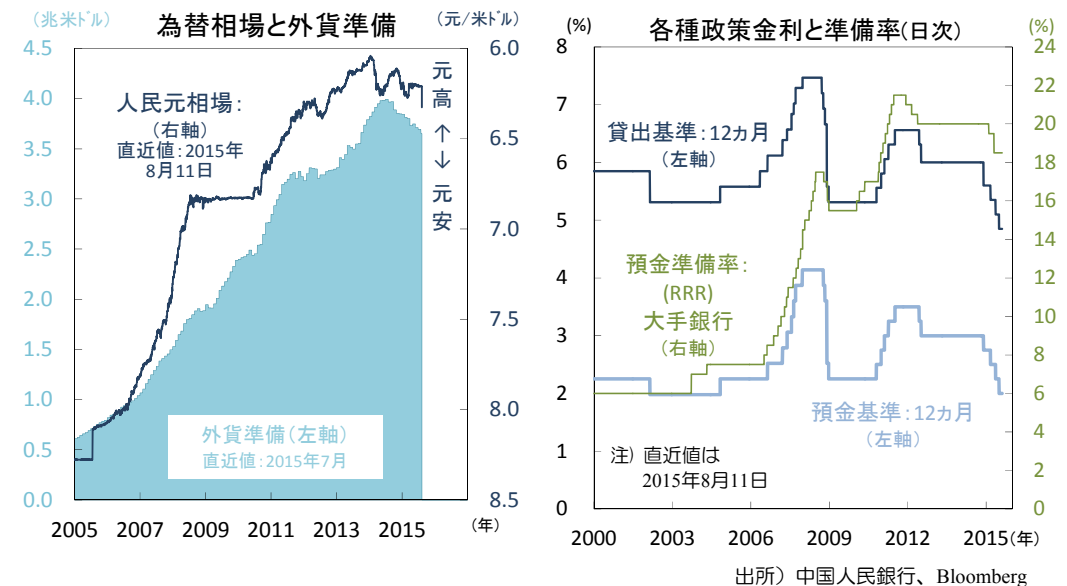
当局にとって現実的な選択肢は、緩やかな元安誘導によって輸出と景気の回復を支えつつ、相場の急落を防止するというものでしょう。今後、日々の基準相場は緩やかに引下げられる可能性が高く、仮に市場相場終値が基準相場を2%下回った場合にも、翌日の基準相場を同水準まで引下げることがはしないと考えられます。こうした相場運営が続いた場合、今回の基準相場の1.9%引下げによって生じた金融市場の動揺は徐々に沈静化し、市場の元相場的大幅下落の懸念は和らぐと予想されます。予想以上の輸出の急減などから通貨安懸念が浮上した場合には、多額の外貨準備(図4左)を用いたドル売り介入が行われ、相場変動の抑制が図られるでしょう。緩やかな資本流出とドル売り介入によって市中の流動性は吸収されるであろうものの、預金準備率(RRR、図4右)の引下げによる流動性の緩和策が行われると予想されます。

11日の元安進行(市場相場終値は前日比1.8%下落)に伴って、同日のシンガポール・ドルと韓国ウォンは対ドルで1.4%と1.3%ずつ下落。元安局面では中国との貿易依存度の高いアジア諸国の通貨も下がりやすい模様です。しかし、今後元相場が安定化すればアジア通貨への下押し圧力は減退すると予想されます。(入村)

【図3】 足元で低迷する輸出(左)、近年上昇が続いた実質実効為替相場(右)



【図4】 外貨準備は国際収支赤字基調受け減少するが未だ多額(左)



本資料に関してご留意頂きたい事項

- 当資料は、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。当資料は投資勧誘を目的とするものではありません。
- 投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。銀行等の登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の補償の対象ではありません。
- 投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。
- 当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。
- 当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。
- 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国際投信経済調査部の見解です。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。
- 投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡しする最新の投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認ください。ご自身でご判断ください。
- クローズド期間のある投資信託は、クローズド期間中は換金の請求を受け付けることができませんのでご注意ください。