

PRAEVIDENTIA WEEKLY (3月1日)

人民元の人民銀行による中国人民のための下落

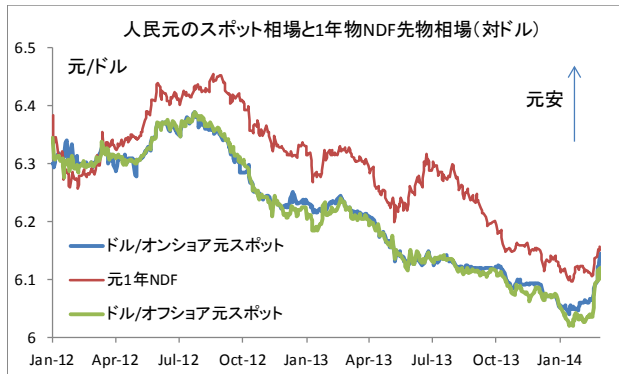
<要約>

2月半ば以降、中国人民元が大きく下落し、一部の市場参加者はこれをリスクオフ・円高材料と受け止めたようだ。もっとも、これは中国当局による、これまで一方向の元高が進んだことで醸成された一方向の元高継続期待を打破するための計算された元安誘導という面が強い。他通貨への影響としては、経済的繋がりと通貨の連動性が高い一部のアジア太平洋通貨に売り圧力がかかるはずだが、そうはなっていない。円についてはそもそも元との相関性が低いため元安・円高という市場の反応はあるとしても長続きしないだろう。むしろ中期的に重要なのは、今後の当局の金融自由化に向けた改革の一環としての変動幅拡大で、これは結果的にアジア太平洋通貨と人民元との連動性を低下させるだろう。

元安は悪材料によるものではなく当局の意図的な誘導

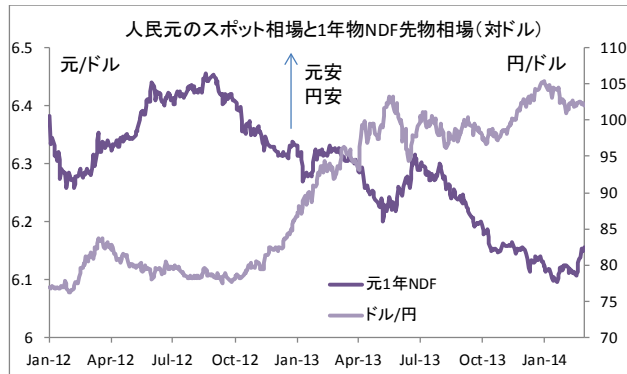
中国人民元の為ドルスポット相場(オンショア、CNY)は、1月14日の6.0393元から2月28日には一時6.1760元へ約2.2%下落し、通常変動率が小さい人民元としては大幅な動きとなった(図表1)。こうした動きが中国の製造業PMIの悪化やシャドーバンキング問題、およびウクライナ情勢の悪化と同時に起きたことから、市場では中国経済の悪化を象徴するものとして、「リスクオフ」の追加要因として受け止めた向きもあったようで、米長期債利回りの低下やドル/円に繋がる局面もみられた。

図表1：人民元の対ドル相場、スポットと1年NDF



(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

図表2：元1年NDFとドル/円：疑似的な逆相関



もっとも、当局の厳格な管理下にある人民元相場のこうした動きは、海外投資家の資金引揚げや国内市場参加者のドル資金手当てに向けたパニック的な動きというより、当局の意図的なドル買い元売り介入によってもたらされた面が強い。当局の元安誘導の最大の理由は、市場での一方向の元高継続期待の強まりを受けて投機的な対中資金流入が増えるリスクが高まっており、実際最近の中国貿易統計における輸出入両サイドでの金額増も、貿易取引を偽装した資本勘定取引も含まれているとの指摘もあるなど、問題が拡大しつつあったことだ。また、他の新興国通貨が下落する一方で元高が進行、アジア通貨対比で人民元の割高感が高まっていたことも考慮されたかもしれない。なお、中国の場合、経常赤字・高インフレ・通貨安といった他の一部新興国が抱える問題がなく、元安誘導の実体経済への悪影響は小さいとみられ、弊害が少ない点も指摘できる。このため、足許の元安は、中国の経済問題悪化を反映したものというよりは、中国経済のリスクが将来的に拡大するのを防ぐための予防策という面が強い。

また、3月5日からの全人代を控えたタイミングで行われており、今後人民元の変動幅拡大の布石と見る向きもある。実際、中国は昨年11月の三中全会(共産党第18期中央委員会第三回全体会議)における改革案で為替、金利を含む金融自由化も盛り込んでおり、変動幅拡大はその一環といえる。Bloomberg調査によれば、変

動幅拡大のタイミングにつき、対象 29 名のうち 4 名が 3 月、20 名が 4-6 月期、残りが年後半と回答したようだ。但し、現在はまだ市場が不安定であり、全人代のタイミングはやや早過ぎるだろう。恐らく当局は、一方向の元高期待の後退がある程度定着するまで待って、変動幅を拡大する可能性が高い。変動幅拡大の程度としては、段階的措置として今回は現在の±1%から±2%への拡大が妥当ではないか。

人民元と他通貨との相関：日中関係は希薄

人民元と他通貨との関係性をみるため、スポット相場よりも将来の人民元相場の方向性に関する期待をより強く反映し易い 1 年物 NDF（ノンデリバラブル先物）相場の対ドル相場と、主要なアジア太平洋通貨との週次変化率の相関係数を計算すると（図表 3）、過去、最も順相関（元が上昇するときに上昇する関係）が強いのはアジア通貨ではマレーシアリングgit、台湾ドルや韓国ウォンで、主要通貨では豪ドル、NZ ドルだ。

マレーシアリングgit、台湾ドル、韓国ウォンや豪ドル、NZ ドルが人民元と順相関が強いのは、中国への輸出依存度が比較的大きく、中国景気加速→中国への輸出増→貿易収支改善→通貨高、という連想が働きやすいためである（逆に中国景気減速であればこれらの通貨安に）。特に韓国や台湾については、経常黒字国という点で中国と共通点があり、グローバルインバランス是正の議論が高まる場合、同じ経常黒字国として、国際社会から内需拡大や通貨高誘導圧力を受け易いということも、連動性を高めている。また、こうした経済的つながりの深さから、規制が多く自由に取引ができない人民元の代理通貨として流動性が高い主要通貨が選ばれて取引される傾向もあり、豪ドルや NZ ドルの順相関性を高めている面もある。

このため、本来は人民元がこれだけ大きく下落した場合、順相関性の高いこれらの通貨も下落してもおかしくなかったが、そうはなっておらず、14 年以降の相関係数は総じて低下している。そもそも、昨年以降の人民元高は中国の景気減速シナリオと異なるものであった。人民元は異質なものとして孤立感を強めているようだ。

この間、ドル/人民元とドル/円の相場は逆相関しているように見えるが（図表 2）、週次変化率の相関係数を算出すると、どの期間をとってもゼロ近傍での推移となっており、相関が殆どないのは注意が必要だ。かつては、日本も中国や韓国と同様に経常黒字国で、自国通貨高圧力を受け易いという点で共通点があり、元と円は順相関する面があった。もっとも、2012 年以降は本邦経常収支が時折赤字化しており、中韓と同様の経常黒字国ではなくなっているため、経常黒字で買われ易い元に対して経常赤字化で売られ易い円というコントラストが出ている面はあるかもしれない。とは言え、元が下落したから円が上昇するという因果関係は見当たらないため、ドル/元の動きを基にドル/円を取引するのは強いロジックがないため危険だ。

図表 3：人民元（1 年 NDF）と主要アジア太平洋通貨との相関係数

	MYR	TWD	KRW	SGD	AUD	NZD	INR	THB	IDR	JPY
09年以降	0.55	0.51	0.47	0.58	0.57	0.49	0.48	0.36	0.20	0.03
11年以降	0.53	0.51	0.48	0.55	0.47	0.40	0.40	0.40	0.15	0.09
13年以降	0.55	0.51	0.50	0.49	0.49	0.47	0.42	0.38	0.15	0.08
14年以降	0.10	0.12	0.55	0.32	0.33	0.41	0.46	0.41	0.24	-0.19

（注）週次変化率を使用して相関係数を算出。13 年以降の計数でソート。

（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成

人民元変動幅拡大の他通貨へのインパクト

もし今後、人民元相場の許容変動幅が拡大される場合、人民元はどのように推移し、他通貨にどのような影響が出るだろうか。まず方向性については、変動幅拡大が一方向の元高期待が後退してから行われるという前提の下では、拡大発表直後には大きく人民元は動かないだろう（そういうタイミングを当局が選ぶ）。もっとも、中国では直接投資や証券投資といった資本収支に関する規制が比較的強い中、相対的に経常収支の影響が大きい相場展開が続くとみられることから、中国の経常黒字体質（特に対米黒字体質）が継続する限り人民元の対

ドルでのじり高傾向が徐々に再開するだろう。その場合、順相関の強い通貨も買われ易くなる。更にこれら順相関が強い通貨の中でも、人民元が1%上昇した際により大きく上昇し易い通貨を選ぶにはベータ値が有用だ（図表4）。これをみると、13年以降ではNZドル、豪ドル、マレーシアリングgitなどが高く、NZドル、韓国ウォン、豪ドルは人民元1年NDFが1%上昇する場合に2-3%程度上昇する傾向があることが示されている。

但し、14年以降では全体的にベータが低下している傾向がみられる。これは中国の成長が減速し、米国の相対的な景気回復に注目がシフトする中で、対中輸出よりも対米輸出との関係が重要視されてきていることを反映しているかもしれない。

尚、円は最もベータ値が低く、かつ13年以降と14年以降で符号が逆になっており、人民元が上昇した際に買すべきなのか、売すべきなのかが安定した関係がないため、人民元との関係では手を出さない方がいいだろう。

図表4：人民元（1年NDF）に対する推計ベータ値

	NZD	AUD	MYR	INR	KRW	THB	SGD	TWD	IDR	JPY
09年以降	2.16	2.31	1.17	1.27	1.55	0.53	1.05	0.67	0.47	0.10
11年以降	1.94	2.15	1.43	1.40	1.44	0.83	1.30	0.75	0.41	0.34
13年以降	3.24	3.03	2.40	2.26	1.99	1.35	1.34	0.93	0.86	0.51
14年以降	2.06	1.72	0.25	1.40	1.82	1.03	0.67	0.10	0.89	-0.53

（注）対ドル人民元1年物NDFが1%上昇した際に何%上昇する傾向があるかを、週次変化率を使用して推計。13年以降の計数でソート。

（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成

より重要な問題として、許容変動幅が拡大される場合、より上下に振れる可能性が高くなり、短期的なトレンドが分かりにくくなるとみられる。その場合、他のアジア太平洋通貨を取引する場合に、よりノイズが大きくなる人民元との連動性で取引するよりも、それぞれの通貨固有の変動要因に注目するという動きが強まり、結果として人民元とアジア太平洋通貨の連動性が低下してゆくだろう。また、変動幅拡大と同時並行的に、金融自由化の一環で中国当局が人民元取引・対内外投資に対する規制を緩和してゆくと、かつて連動性が高かったアジア太平洋通貨を代理通貨として用いる必要性が低下し、人民元を直接取引する動きにシフトするとみられ、この場合も人民元とアジア太平洋通貨の相関性を潜在的に低下させる方向に働く。

ディスクレイマー

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、全てお客様ご自身でご判断下さいませようよろしくお願い申し上げます。

当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。

当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。

プレビデンティア・ストラテジー株式会社
金融商品取引業者（投資助言・代理業）関東財務局長（金商）第2733号
一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号 012-02641