

2019年8月7日

通貨ニュース

中国:7.0 超えで居所探る CNY

人民元の対ドルレートは5日、2008年以来となる7.0を超える水準へと人民元安が進んだ。オンショア人民元(CNY)は、アジア市場で7.03台、欧米市場では7.05台まで上昇。オフショア人民元(CNH)は、アジア市場で一時7.11台へ上昇し、欧米市場でも7.10前後で推移した。前週末段階では、それぞれ6.94台と6.97台で取引を終えていた。6日引け時点でも7.0台を維持した。

中国人民銀行(PBoC)は人民元の下落について、米国による対中追加関税の実施方針が影響したという認識を明らかにした。トランプ米大統領は1日、3000億ドル相当の中国からの輸入品に対する10%の追加関税賦課(追加関税第4弾)を表明。追加関税率については米中協議の進捗次第では25%超もありうるとしていた。追加関税やサプライチェーン見直しによる中国景気への逆風が人民元に重しとなっている、というのがPBoCの説明だ。

他方、市場にはより踏み込んだ解釈も散見される。米国から強まる経済的圧力を和らげるべく、PBoCは人民元安を誘導する、もしくは容認するという見方がそれである。通貨安で関税負担を軽減しようという試みに違和感はなく、中国の輸出産業もそれを期待しているという理解が背景にある。また、6月のメディアとのインタビューで、PBoCの易総裁は人民元相場にいわゆるレッドラインはない旨の発言を残していた。具体的には、人民元安の背景には「米国の膨大な圧力」があり、それ次第でCNYの7.0超えはありうることを示唆した。

どちらの要因が今回のCNYの7.0超えをもたらしたのか、いくつかの市場データから判断してみたい。まず、PBoCの説明するように、米国の追加関税による中国景気への逆風を市場が織り込むかたちで人民元安が急速に進んだとすれば、値幅制限のあるCNYよりもオフショア市場で取引されるCNHの値動きが大きくなると考えられる。実際のところ、CNHとCNYの差異は8月1日以降の3営業日平均で464pips(0.0464)と高水準となった。7月の平均が40pipsであったから大きな変化が生じたことになる(図表1)。

また、CNYとPBoCが提示する基準値(fixing rate)からの乖離にも注目したい。CNYの値幅は基準値から上下2%に制限されている。通常、この乖離は小幅であり、7月の平均は+0.05%であった。CNYが7.0超えとなった5日にはこれが1.85%まで拡大した。これほどの乖離は、2015年8月のチャイナショックまで遡らないと見当たらない(図表2)。

ちなみに、CNYの基準値は、①前日の値動き、②通貨バスケットの値動き、③「逆周期因子(Countercyclical Factor、以下CCF)」の3点をベースにPBoCが算出、提示する。①と②については実勢がベースとなるため市場である程度推計が可能といえる一方、③については詳細がブラックボックス化されている。つまり、CNYの基準値には当局の裁量が入る余地があるといえる。

市場営業部
マーケット・エコノミスト
堀内 隆文
03-3242-7065
takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

それゆえ、CCFの水準や方向感(プラスかマイナスか)はPBoCのCNY相場の管理方針を探る手掛かりになる。上述の①と②から推計される水準と実際の基準値の差異をCCFとみなすと、5日のCCFは大幅なマイナスであった(図表3)。これは、PBoCが基準値を実勢よりも抑制(人民元高方向)に設定したことを意味する。5月後半以降に米中の緊張感が高まるなか、PBoCはCCFを大きくマイナスに傾けるかたちで人民元安を抑制し、米国を刺激することを回避していたとみられるが、5日もまた似たスタンスで基準値を設定した可能性がある。

5日の基準値が6.9225と昨年12月以来の水準となったことが市場で注目され、PBoCがCNYの7.0超えを誘導したとの思惑を市場で高めた。しかし、CNYとの乖離が+1.1%以下に抑えられれば、CNYは7.0を超えることはなかったともいえる。そして、2019年に入り+1.1%超えとなったのは、米中が双方に追加措置を打ち出した5月13日の+1.2%位であり、まれな水準であった。これらを考え合わせると、PBoCが7.0超えを意図したかは疑わしい部分が残る。

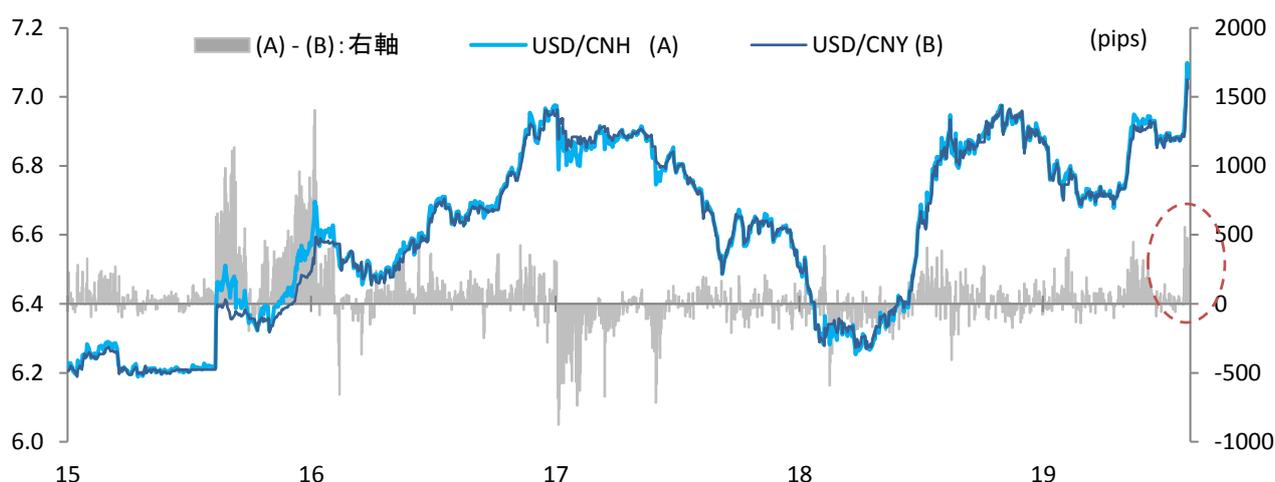
以上を踏まえると、今回のCNYの7.0超えの要因は、PBoCの意図が反映されたというよりは、中国景気の逆風が強まることを市場が急速に織り込みにいった面が強いと考える。その意味で、米中の対抗措置の応酬、過熱は懸念材料だ。中国は米国からの農産物輸入の停止、米国は中国を為替操作国に認定した。金融市場にはリスクオフムードが高まっており、中国景気懸念と重なるかたちで、市場における人民元安圧力はしばらく続こう。

市場に人民元安圧力が残る中で、PBoCはどこまでのCNY下落を容認するのか。米国からの圧力にさらされる中国にとって、人民元安は輸出産業を支援する一方、市場で燻る資本流出懸念は抑制する必要がある。その均衡点を導くのは現状で困難である。また、米中協議が楽観と悲観を繰り返してきたことを考えると、現状水準は一旦修正(CNY高)されることもありそうだ。

2015年のチャイナショック局面では、およそ1年半をかけて基準値が6.1台から7.0近くまで変化した。仮に、米中対立が同じような変化をもたらすならば、米中対立の影響が目立ち始めた2018年4月の6.3弱から2019年末にかけて7.2近くまで変化することになる。もっとも、足許でCNHとCNYの乖離が高水準で続いているわけではなく、2015年8月のような人民元切り下げの再来を議論するのは時期尚早だろう。一方で、過度な通貨安に歯止めを掛ける際に必要な外貨準備が必ずしも十分とはいえない状況もIMFで指摘されている点には注意したい。

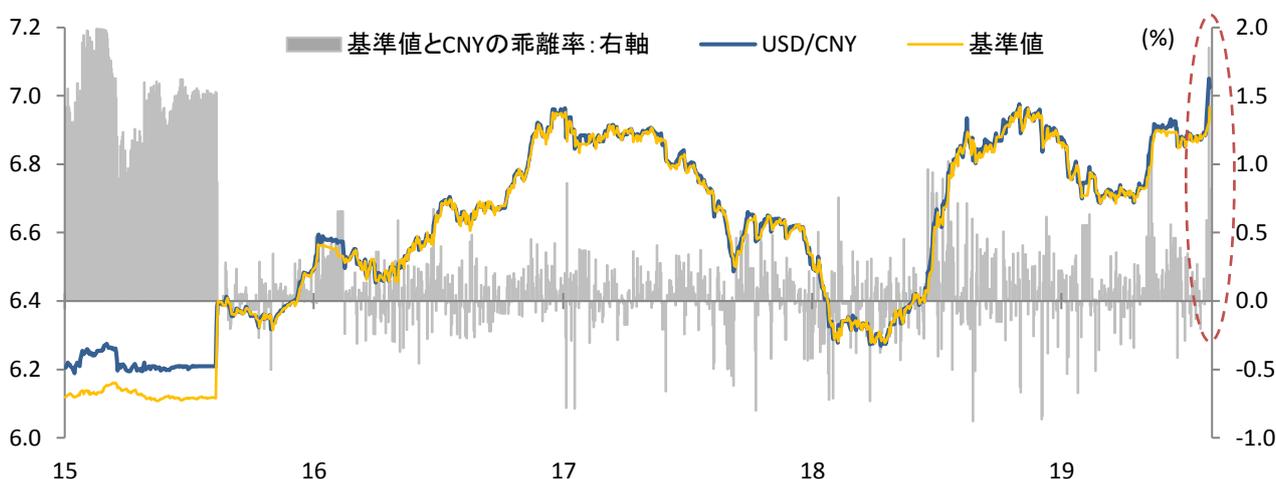
いずれにせよ、PBoCとしては、CNYの下落ペースを出来る限り緩やかなものにし、CNYが安定的に推移できる水準を新たに模索することになる。具体的には、CCFを活用してCNY基準値を実勢よりも抑制された水準で設定することや、そのほかのツール(規制や流動性吸収等)を用いた急速なCNY下落の牽制が続くとみられる。この姿勢に変化がない限り、PBoC主導でCNY下落が加速するリスクは限定的と考える。今後1年間については、CNYで6.90~7.20のレンジ推移を想定する。

図表 1: USD/CNH と USD/CNY のスプレッド(pips)



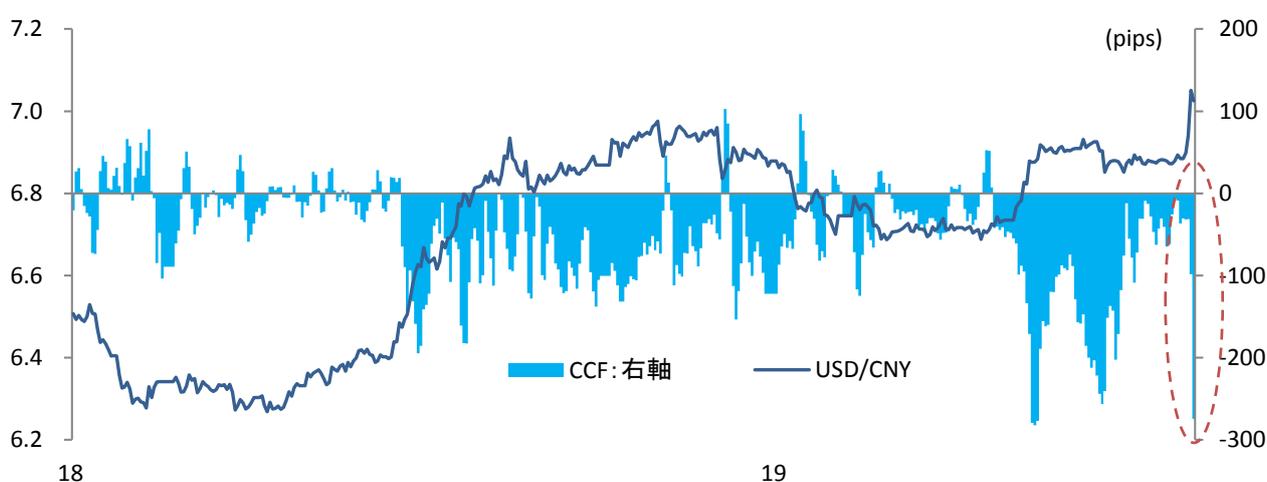
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: USD/CNY と基準値(fixing rate)との乖離率(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: 逆周期因子 Countercyclical Factor (CCF、pips)



(注) CCF は 3 日移動平均値

出所: ブルームバーグ、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。