

みずほマーケット・トピック(2015 年 8 月 12 日)

人民元切り下げとそれに付随する論点

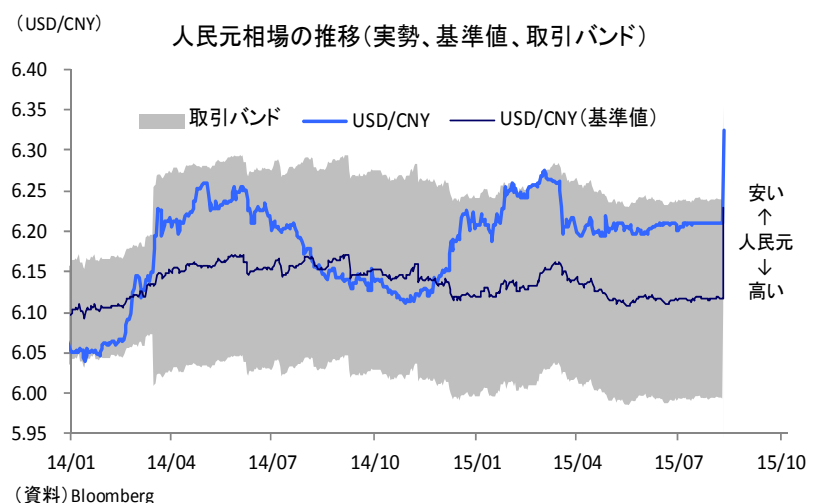
昨日、中国人民銀行は市場実勢をより適切に反映するためとして、実質的に人民元相場の切り下げを行った。人民銀は「一度限り」と説明しているものの、一旦落ち着きどころを見るまで人民元相場の急落を看過する(市場実勢が下がった水準で基準値を設定し続ける)可能性もある。9 月下旬に米中首脳会談を控える状況での通貨切り下げは切迫感の表れであり、今後も裁量的なマクロ経済政策は総動員されたい。97 年危機の再来を懸念する声もあるが、新興国の外貨準備は当時とは比較にならないほど潤沢であり、杞憂。だが、今回の一手を受けて、多くの新興國中銀が通貨安誘導に意欲を示す可能性が高まったのは事実であり、それは裏を返せば、ドル高シナリオの延命である。FRB にとっては不愉快な動きだろう。下半期の相場の主役は FRB 利上げの一点張りという状況かと思われたが、人民元の先行きが主要通貨動向を規定するというあまり経験のない局面も想定する必要がある。資源国通貨にとっては逆風の局面が続く。

～落ち着きを見るまで急落を看過するか?～

昨日、中国人民銀行は市場実勢をより適切に反映するためとして、対ドルでの人民元基準値の計算方法を変更すると発表した。これにより 11 日の基準値は前日の 1 ドル 6.1162 から▲1.86%となる 6.2298 と 2 年 4 か月ぶりの安値水準に設定され、実勢相場(オフショア人民元)も海外時間には 6.40 台と 3 年半ぶりの安値へ誘導されている。人民銀行は今回の切り下げに関し「一度限り」と説明しているが、今後

は市場実勢を参照にしながら基準値を決めることも示唆しており、一旦落ち着きどころを見るまで人民元相場の急落を看過する(市場実勢が下がった水準で基準値を設定し続ける)可能性もある。

先月 24 日、中国国務院は公表した輸出促進策において、人民元の変動幅を一段と拡大する方針を表明しており、これを切り下げの兆候として指摘する向きがないわけではなかった。また、今年 5 月 26 日の対中年次報告書において IMF が人民元相場に関し、「もはや過小評価ではない水準に達した」と評価していたことも、切り下げの政治的難易度を下げた可能性はある。だが、それにしても 9 月下旬に米中首脳会談を控える状況での通貨切り下げはサプライズである。米国は、未だに半期に一度の為替政策報告書において通貨安誘導批判を欠かさず展開しており、まして米国自



身がドル高へ神経質になっている現状を踏まえれば、尚のこと今回の決定は快く思わないはずである。既に米財務省当局者の「市場原理に基づく相場への改革に逆行する措置は問題となる(11日、ロイター)」といったコメントが見られている(後述するように、中国からすれば「市場原理に基づいて切り下げた」というのが基本的立場だが、米国にそのような建前は通用しまい)。

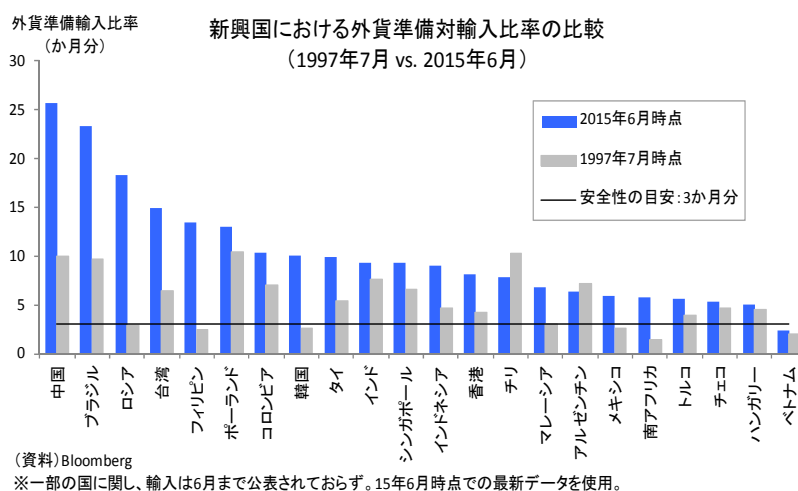
～切り下げの理由～

切り下げの理由に関し、人民銀行は基準値と実勢相場の乖離が続き、基準値の形骸化に対応する必要があったこと、米利上げによってドル高が進むことで通貨バスケット制を採用している人民元の下落が予想されたことなどを指摘している。事実、ドル/人民元相場の基準値は実勢相場からの上方乖離が常態化しており(前頁図)、中国政府が望む将来的な IMF の特別引き出し権(SDR)構成通貨への採用に照らせば、「市場の役割を軽視しているの見送り」との判断を受ける筋合いにもあった。この点、今回の切り下げは、立派な「自由化アピール」として用いられたとの見方もある。

但し、改めて指摘するまでもなく、景気減速が明確化する状況にあって、今回の措置が景気対策の一環であったことに異論は少ない。そもそも公然と政府が株価を下支えする国において、実勢以上の通貨高水準を政策当局が設定し続ける状況が歪(いびつ)である。その意味では、後講釈ではあるが、「起こるべくして起こった」感は否めない。先週 8 日に公表された中国 8 月輸出が市場予想を大幅に割り込む結果(「予想:前年比▲0.3%」に対し「実績:同▲8.3%」)となったことが切り下げに踏み切る決定打となった可能性は高い。なお、このほか直近では 9 日公表の中国 7 月生産者物価指数も同▲5.4%とこちらも予想(同▲5.0%)を上回る落ち込みとなり、経済の上流段階においてスラックが拡大している様子も確認されている。株価下支えの際に見られたように、現状の中国は「使えるものは全て使う」という意気込みで景気を下支えようとしており、今後、1 日の許容変動幅を 2%以上に拡大することも考えられよう。また、通貨安で不十分と感じられた場合、財政面からの刺激も選択肢として用いられる可能性がある。裁量的なマクロ経済政策は総動員されると考えた方が良い。

～通貨危機の連想は行き過ぎ～

なお、今回の切り下げを 1997 年 7 月 2 日に行われたタイバーツ切り下げに重ね合わせ、通貨危機への発展を懸念する声も見受けられるが、現段階では杞憂と考える。切り下げ発表後、マレーシアリングやインドネシアルピアなど、過去 1 年で外貨準備を減らしている国の通貨が大きく下落しており、この背景に 1997 年の悪夢を想起する向きがあった可能性はある。だが、図示されるように、ベトナムなど一部の国を除けば、アジアに限らず殆どの新興国は 1997 年とは比較



にならないほど潤沢な外貨準備を有している(それは通貨安により外需主導の経済成長を追求した結果でもあり、必ずしも喜ばしいことではないが)。今後、人民元の切り下げ行為がどの程度続くのかに依存するが、現段階で通貨危機の再来を囁し立てるのは尚早である。

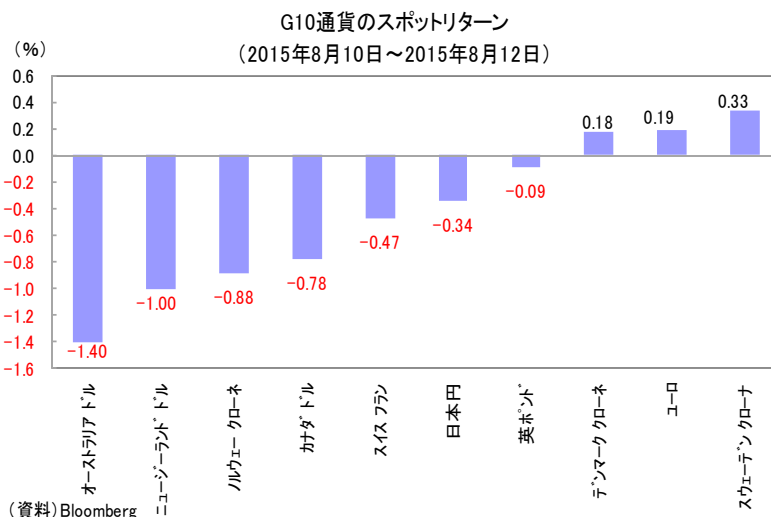
しかし、今回の一手を受けて、多くの新興国ないし資源国の中央銀行が通貨安誘導に意欲を示す可能性が高まったのは事実だろう。それは裏を返せば、ドル高シナリオの延命であり、最近になってようやくドル上昇が一服し、落ち着いて利上げに臨めそうになっていた FRB にとっては不愉快な事態になったと推測される。とはいえ、昨年初頭と比較すれば、例えばマレーシアリングは▲13%超、インドネシアルピアは▲6%超等、多くのアジア通貨は人民元(オンショア)に対して下落している。そのため現状程度の切り下げで済むのであれば、中国に対し著しく競争力を劣化させる国は現れないと思われる。また、中国国内銀の背負う対外債務を膨張させないためにも今後の切り下げは限定的と見る向きもある。

～「切り下げするほど困っている」と受け止めた市場～

今、認識すべきは通貨危機や通貨戦争のような大仰な展開よりも、今回の切り下げが中国経済失速に関する当局からのシグナルであるという事実だろう。切り下げを受けて主要株価指数が大幅下落したのは、「切り下げによる景気下支え」よりも「切り下げするほど困っている」という事実を直視したからである。9 月下旬の米中首脳会談を待たずして切り下げに踏み切った背景に関し、中国経済のハードランディングを避けたい思いは米国も同じであるため、「実は調整済みであった」という邪推も出来なくはない。そもそも FRB の政策正常化にとって中国経済のソフトランディングは絶対に必要な条件である。しかし、そうではないのだとすれば、自国経済の状況に関し、中国政府は相当切羽詰まっているという見方もできる。米国の人民元相場へのスタンスは周知の事実であり、両国首脳が顔を合わせる直前に敢えて切り下げるとするのは、ここに至るまでの中国の人民元相場に対する配慮(重要政治日程前には相場を切り上げる等)を踏まえれば、やはり異例である。

中国経済の失速はそのまま商品価格下押しに直結するため、これと相関の高い通貨は当面逆風に晒されることになるだろう。切り下げを挟んだ週初からの G10 通貨のスポットリターン(対ドル)を見ても、下落上位 4 通貨は全て資源国通貨である(G10 から拡大して見た場合、ロシアルーブルが 2%超下落しているのが最も大きい)。また、商品価格の軟化は日米欧の金融政策の「次の一手」にも大きな影響を与える。特に、「インフレ率の低下は一時的な

ものなので利上げ路線に影響なし」とのスタンスをとる FRB への影響は注視される。下半期の相場の主役は FRB 利上げの一点張りという状況かと思われたが、人民元の先行きが主要通貨動向を規



定するというあまり経験のない局面も想定する必要があるそうである。

以 上

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

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。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年8月11日	2015年上半期における円相場の基礎的需給環境
2015年8月10日	2016年日銀金融政策決定会合日程を受けて
2015年8月7日	週末版
2015年7月31日	週末版
2015年7月30日	FOMCを終えて～吹けば飛ぶような利上げ期待～
2015年7月29日	内閣支持率低下とドル/円相場
2015年7月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年6月分)
2015年7月27日	第三次金融支援でギリシャは幸せになれるのか
2015年7月24日	週末版(NZドルの現状や展望について～購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)からの評価～)
2015年7月23日	ユーロキャリー取引の妥当性を考える
2015年7月17日	週末版(ECB理事会を終えて～見直されるLLR機能～)
2015年7月16日	日銀金融政策決定会合を受けて
2015年7月15日	GPIF運用状況(15年3月末)から試算する円売り余力
2015年7月14日	ギリシャ第三次金融支援合意について
2015年7月13日	ユーロ圏、72時間以内の緊縮可決を要求
2015年7月10日	週末版(本当に本当の最後の会合～不安な「ギリシャ後の展開」～)
2015年7月9日	不運が続く円安シナリオ
2015年7月6日	ギリシャ国民投票を受けて～勝負の2週間～
2015年7月3日	週末版(拡大資産購入プログラム(APP)の現状と展望について～ギリシャ情勢を受けて問われる運営方針～)
2015年7月2日	外貨準備構成通貨の内訳(15年3月末時点)
2015年7月1日	ギリシャ返済遅延と離脱に係る損失試算について
2015年6月29日	一連のギリシャ動向について～デフォルトはメインシナリオへ～
2015年6月26日	週末版(2015年上半期を終えて～素直な政策金利相場だった上半期～)
2015年6月25日	約18年半ぶりの株高を受けて～実感はあるか？～
2015年6月24日	ユーロ圏、ギリシャ以外の年内の火種は？
2015年6月23日	何故ユーロ相場は底堅いか？
2015年6月22日	ギリシャ向けエクスポージャーの現状把握
2015年6月19日	週末版(ユーロ圏財務相会合を終えて～舞台は首脳級へ引き継ぎ～)
2015年6月18日	FOMC及びSEPを受けて(6月16～17日開催分)
2015年6月16日	米4月対内・対外証券投資(TIC)レポートについて
2015年6月15日	当面のギリシャ情勢～考え得るシナリオや離脱後の相場～
2015年6月12日	週末版(黒田総裁発言の解釈～実質実効為替相場を考える～)
2015年6月10日	ユーロ圏1～3月期GDP(2次推計値)について
2015年6月9日	基礎的需給環境の確認～4月国際収支統計を受けて～
2015年6月8日	本当にFRBの早期利上げは可能になったのか？
2015年6月5日	週末版(ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退:その②～)
2015年6月4日	ECB理事会を終えて～ボラティリティ許容発言の意図～
2015年6月3日	2年ぶりの実質賃金上昇～忍び寄る交易損失～
2015年6月2日	ECB理事会プレビュー～「完全なる実施」の強調～
2015年6月1日	G7を終えて～ドル高、交差する三極の思惑～
2015年5月29日	週末版
2015年5月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年4月分)
2015年5月27日	「7年10か月ぶりの円安・ドル高」を受けて
2015年5月26日	ドル/円上昇をもたらした2つの要因～従前の想定は変わらず～
2015年5月25日	ECB理事会議事要旨(4月15～16日開催分)について
2015年5月22日	週末版(ユーロ圏に戻るリアルマネー～証券投資動向から占うユーロ相場～)
2015年5月21日	クーレ発言の真意とQEの実施状況について
2015年5月20日	本邦1～3月期GDPについて～消費&在庫が下支え～
2015年5月19日	足許のギリシャ情勢について～6月返済も危ういか？
2015年5月18日	ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退～
2015年5月15日	当面のギリシャ情勢の整理～何度目かの佳境～
2015年5月14日	ユーロ圏1～3月期GDP(一次推計値)について
2015年5月13日	本邦3月国際収支統計と円相場見通しについて
2015年5月12日	本邦の雇用・賃金情勢について～完全雇用到達後の世界～
2015年5月11日	英国総選挙と今後についての論点整理
2015年5月8日	QQEの効果検証～「金利への回帰」の布石か～
2015年5月7日	欧州委員会春季経済予測について
2015年5月1日	週末版(日銀政策決定会合を終えて～勝負の秋～)
2015年4月30日	米1～3月期GDP及びFOMCについて
2015年4月28日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？
2015年4月27日	最近のギリシャ情勢に関する整理
2015年4月24日	週末版(日銀政策決定会合プレビューその②～参院財政金融委員会での総裁発言を受けて～)
2015年4月23日	日銀政策決定会合プレビュー
2015年4月22日	本邦3月貿易統計～黒字転化をどう評価するか～
2015年4月20日	重要な論点は「いつやるか」から「何回できるか」
2015年4月17日	週末版(ECB、PSPPの残高状況に関して～「12%」から何を読み取るか？～)
2015年4月16日	ECB理事会を終えて～与信改善を強調～
2015年4月15日	通貨政策の変節と日銀～浜田参与発言を受けて～
2015年4月14日	ECB理事会プレビュー～早くも聞こえ始めたtapering～
2015年4月13日	米為替政策報告書について～ドル高容認の継続？～
2015年4月10日	週末版
2015年4月7日	量的・質的金融緩和(QQE)導入から2年を受けて
2015年4月6日	米3月雇用統計～6月利上げの芽は潰れたか～
2015年4月3日	週末版(ECB理事会議事要旨(3月5日開催分)～「prudent optimism(節度ある楽観)」の先行きは～)
2015年4月2日	日銀短観3月調査～「需要不足」から「供給不足」へ～
2015年4月1日	外貨準備構成通貨の内訳(14年12月末時点)
2015年3月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年2月分)
2015年3月27日	週末版
2015年3月26日	本邦対内・対外証券投資の動向について
2015年3月25日	本邦家計部門の金融資産の現状について
2015年3月24日	円相場の基礎的需給環境の整理
2015年3月23日	ユーロ圏1月国際収支統計～対内証券投資が回復～
2015年3月20日	週末版(第3回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)を終えて～ユーロ圏の与信機能に復活の兆し？～)
2015年3月19日	FOMCを終えて(3月17～18日開催分)
2015年3月18日	ECB、量的緩和政策(QE)に係るQ&A
2015年3月17日	ECBの国債・政府機関債購入額(第1週目)を受けて
2015年3月16日	ユーロ相場の水準感～佳境を迎えるユーロ売り～
2015年3月13日	週末版(米国はどこまでユーロ安を許容するのか～試される「強いドルは国益」～)
2015年3月12日	日銀の追加緩和はあるのか～払拭しきれない可能性～
2015年3月11日	3月レバトリ円高説について
2015年3月10日	なぜ為替と株価の相関が低下しているのか？
2015年3月9日	ECB理事会を終えて～後ろめたさを見せたドラギ総裁～