

今回のテーマ

1米ドル=7人民元割れ、 現時点での捉え方

- ポイント**
- ✓ 1米ドルが7人民元割れとなった理由について、中国国内の議論は、貿易摩擦一色ではない。
 - ✓ 人民元安のプラス・マイナス両面を踏まえながら、当局が今後どのように市場の期待をコントロールするか注目

8月5日に人民元が1米ドル=7人民元の水準を超えて元安方向へ動いたことは、本土市場でも意外に受け止められており、現地大手証券のアナリストも不意を突かれたことを隠さない。他方で、現地での議論は貿易摩擦一色ではなく、日本から聞こえてくる「中国が人民元安カードを切った」「かつてのチャイナショックの記憶があり不安」といった声とは、ややずれもある印象だ。現時点での材料に基づき整理してみたい。

上海総合指数と人民元(対米ドル)の推移
2015年1月初～2019年8月9日



(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

1. 1米ドル=7人民元割れ なぜ割れたのか?

貿易摩擦が直接的な原因であることは間違いない。 他ならぬ中国人民銀行（中央銀行、以下人民銀行）自らが言っているからだ。1米ドル=7人民元の水準を超えた後、直ちに配信されたステートメントでは、その理由を「保護主義と追加関税による影響」とした。しかし、人民銀行の普段の姿勢を考えれば、**それだけではないことは明らかだ。** 同行が長らく目指している人民元の姿は、「合理的な均衡水準で概ね安定していること」。為替の動向を聞かれると毎回判で押したようにこれが繰り返されてきた。ここでいう「合理的な均衡水準」は市場の変動の中で決まるもので、人民銀行が定める特定の水準ではない。

経済成長の減速と共に、中国経済の構造変化も進んでおり、経常黒字の対GDP比率は2007年をピークに緩やかに減速し、2018年には1%を切った。この中では、為替の変動するレンジが元安方向に動いても何ら不思議はない。1米ドル=7人民元という水準自体、守られる保証はないものだった。しかし、ここ数年の動きを見るとわかるように、かつてこれを防衛線として頑張ってしまったので、俄かには動かさなくなってしまった。そこには、米国による通貨切り下げ批判も念頭にあったろう。しかし今回、米国による対中制裁関税第4弾の発動表明を受け、米側への配慮というタガが一つ外れたとみられる。**人民銀行にしてみれば、7人民元の水準を超えるチャンスをつまぐ掴んだ面もあるのではないか。** その意味では、貿易摩擦のみを理由にするステートメント自体が「政治的」だ。ここからは、無制限に人民元安が進まない、という市場の見方はごく自然に聞こえる。なぜなら、**人民銀行には貿易摩擦のため「だけ」に為替の方向性を誘導する気は毛頭ないはずだからだ。**

※グラフ・データは過去のものであり、将来の運用成果などを約束するものではありません。

■当資料は、日興アセットマネジメントが中国の経済や市況などについてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。■なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

1米ドル=7人民元割れ

2. 影響はプラスもマイナスもある

今回の人民元安容認は輸出振興のため、と言われるが、もしそうなら株式市場もこれをプラスに評価してよさそうだ。しかし8月5日以降の市場は2日連続の下げだった。これはなぜなのか？

中国は輸出産業が経済を支えているというイメージがあるから、為替が減価すると株式にプラスのように見えるが、少なくとも過去の歴史を見る限り、どちらかというとなマイナスに働くという分析が多い。それは、為替が減価する局面では確かに家電や繊維といった輸出に依存する産業は恩恵を受けるのだが、上場企業に占める輸出への依存度は、中国経済全体に比べると低い。セクターによっては輸入コストの上昇に見舞われることもあるし、米ドル建て債務を有するセクターにもプレッシャーだ。さらに、**最近、特に意識されるのは市場の需給で、ストックコネクトを通じた海外資金は人民元安となると流出傾向を見せる。**中国は内外資本移動規制が厳しいため、為替が減価しても短期間に急激な資本流出が生じることは考えにくいものの、それでも色々なチャネルを通じて流出がじわじわ効いてくる。ストックコネクトという直接的なチャネルはこれを加速する。このように、**株式市場から見ると、人民元安はあまりありがたい材料ではない。**これは先週の市場の動きによく現れている。

1米ドル=7人民元割れ

3. 変動率も重要

変動の方向だけでなく、その大きさも重要だ。変動率が小さければ、それ以外の要因が市場に与える影響のほうはずっと大きい。例えば2016年～2017年の株価と為替の推移を見ると、人民元は対米ドルで年間上下6～7%程度で変動しているものの、市場のトレンドにはほとんど関係ないように見える。現地の運用者と話をすると、結局は為替の変動率とスピードの問題で、人民元の切り下げが実施された2015年8月のように急激に変わる、或いは大幅に変わるなら要警戒だが、それ以外ならあまり気にしていないようだ。次の人民元の目標水準として1米ドル=7.3人民元という数値も挙げられているが、仮にここまで下げたとしても2018年末比で約6%程度の人民元安。これは、**過去の変動率と比べると小さくはないものの、なおその範囲内に収まるものだ。**

<人民元(対米ドル)と上海総合指数の年次騰落率>

	人民元(対米ドル)	上海総合指数(現地通貨ベース)
2015年	4.6% 人民元安	9.4%
2016年	6.9% 人民元安	-12.3%
2017年	-6.3% 人民元高	6.6%
2018年	5.7% 人民元安	-24.6%
2019年(8月9日まで)	2.7% 人民元安	11.3%
1米ドル=7.3人民元となった場合の2018年末比	6.1% 人民元安	

(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

まとめると、①**人民銀行は、為替の変動を貿易摩擦のせいにしてしているが、本音はそれほど簡単ではない。**②**人民元安には負の側面もあるので、下げたいだけ下げられるというものでもなく、**③**現在予想される変動率は過去と比べ大きいとは言えない、**ということだ。あとは中国政府の意図の通り市場の期待をコントロールできるかだ。ここは、**内外でどうしても見方に差が出るが、株式市場が足元で比較的落ち着きを見せるなど、本土の市場参加者の反応を見る限り、今のところその措置は奏功している**と言えるのではないか。

※データは過去のものであり、将来の運用成果などを約束するものではありません。

PDFファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。また、facebookやツイッターで発行をお知らせいたします。

www.nikkoam.com/products/column/china-insight

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter https://twitter.com/NikkoAM_official

■当資料は、日興アセットマネジメントが中国の経済や市況などについてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。■なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。