

# 今週のトピック – 2015年8月17日

## 【市場を驚かせた発表】

グローバルの金融市場は先週、中国人民銀行(中央銀行、PBoC)による想定外の実質的な通貨切り下げの発表に大きく反応しました。ブルーベイでは市場の反応はやや行き過ぎであったと見していますが、今回の為替レジームの転換が、中国経済の弱含み及び国際通貨基金(IMF)の特別引き出し権(SDR)への人民元の採用を意図した重大な政策転換であると捉えた点は正しいと考えています。世界第2位の経済大国であり、貿易大国である中国は、小さな変更であってもその影響力は大きく、グローバルのマクロ経済の不透明感及び市場ボラティリティに影響を及ぼす要素であるということが浮き彫りとなりました。

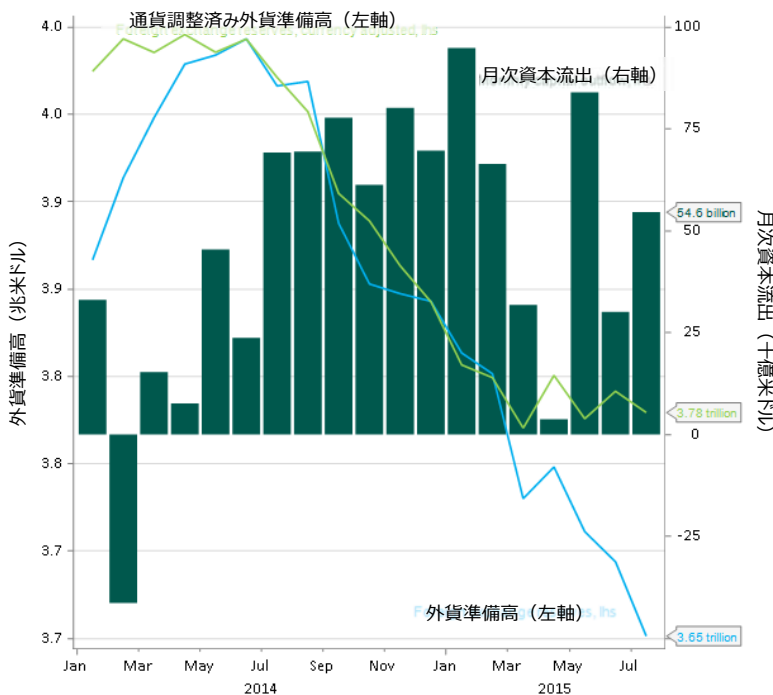


**デビッド・ライリー**  
パートナー兼クレジット戦略ヘッド

## 【外貨準備高の減少】

今週のチャートでは、中国元が弱含んだ最も根本的な要因、すなわち資本流出の増加を示しています。月次資本流出の推定値(緑色の棒グラフ)は、毎月発表される中国の通貨変動を加味した外貨準備高(青色の線グラフ)の変化と月次の貿易収支をもとに算出しています<sup>(1)</sup>。これらの数値は共に大きく誤差が出ることがありますが、過去数年間に於いて、資本流出の増加が中国の外貨準備高の3,000億ドルの減少の大きな要因となっていることがわかります。

図1. 中国からの資本流出



出所: Macrobond, Bloomberg, BlueBay の計算に基づく; 2015年7月

## 【SDR 採用に向けた為替制度改革】

8月11日、中国人民銀行(中央銀行、PBoC)は人民元の対米ドルでの日次基準値(銀行はこの基準値の上下2%以内でしか人民元を売買できない)の算出方法の変更を発表しました。今後は日次基準値の算出にあたり前日の終値を参考にするとともに、為替市場における需給要因や他の主要通貨の変動を勘案するとしました。今回の変更は、日々の人民元の相場決定において市場が果たす役割を拡大させるものであり、SDRへの人民元採用に向けて必要とされる為替制度改革の一環であると見られます<sup>(2)</sup>。

図 2. 為替制度改革：人民元相場



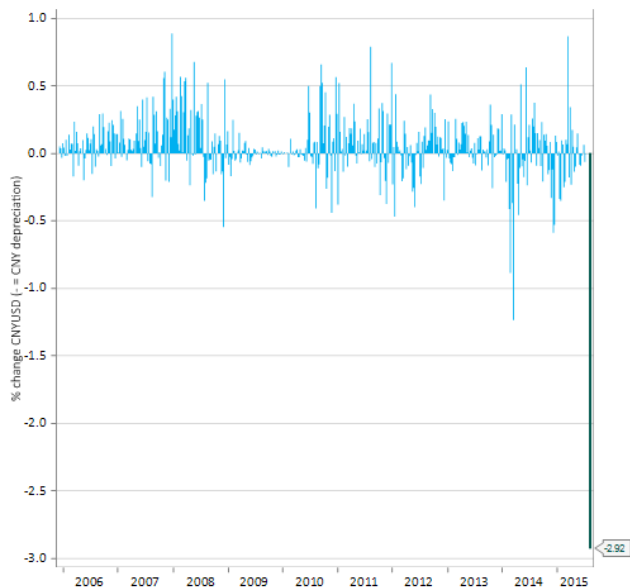
出所: Macrobond; 2015年8月14日

8月11日の基準値の調整幅は、前日から1.9%切り下げられ、人民銀行はスポットレートと10日時点での基準値との差が一度の調整で埋めました。スポットレートでは元安となり、12日には基準値が再び1%切り下げられました。PBoCがその後口先及び実際に市場介入を行ったことにより元相場は安定し、週間では3%の下落に留まりました。ただし週間ベースの下落幅は1994年に市場と公式の為替レートが統合されて以降で最も大きくなりました。

【ブルーベイの評価】

ブルーベイでは今回の、より柔軟性の高い為替レームへの転換は、理にかなった政策であると見ています。またこれにより米ドル相場との相関が低下することも、FRBが今後徐々に金融引き締め動き、ドル高基調につながると見られる中で、マクロ経済政策の観点からも適切であると見ています。今回の変更により、中国がいわゆるグローバルの「通貨安競争」に積極的に参加することを示唆しているとは考えていません。ただし人民元が過去1年間で実質的に10%以上上昇したことによる競争力の低下を踏まえ、中国がこれ以上無知な市場の傍観者であることには耐えられないと考えたことは明確であると見えます。今年末に掛けての米ドルに対する人民元の下落がスムーズなものとなるよう、PBoCは今後も継続的に市場に介入すると予想しています。

図 3. 対米ドルの人民元の週次での動き

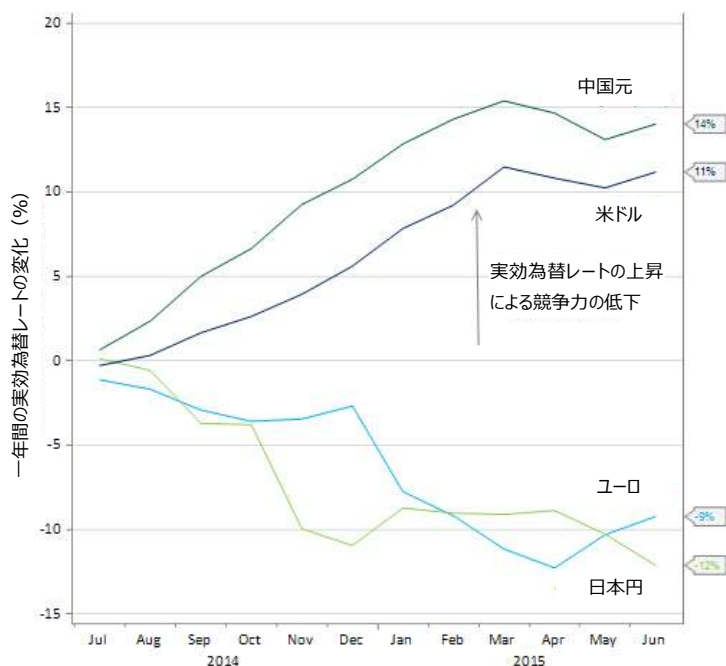


出所: Macrobond, Bloomberg; 2015年8月14日

## 【市場の反応が示すもの】

人民銀行の今回の発表に対するグローバル金融市場の反応の広がり、グローバル経済が中国主導のデフレを伴う景気後退局面に突入することに対する投資家の警戒心の表れであると見ています。直近発表されている経済指標が相次いで中国の鉱工業セクターの停滞を示唆していることから、短期的な中国経済の成長見通しは悪化しています。加えて、内需主導のサービスセクターの堅調な伸びが、直近の中国株式市場の下落によって脅かされることに対する懸念を抱えています<sup>(3)</sup>。中国では今後、政策金利及び預金準備率(RRR)の引き下げや成長を安定させるための財政政策目標の導入を含む追加の緩和策が導入されると予想しています。市場は景気後退のリスクを見極めるため、今後の経済指標及び政策発表に特に神経質になると見ています。

図 4. 中国は通貨安競争における負け組



出所: Macrobond および BIS 公表の実効為替レート; 2015年6月

今回の実質的な通貨切り下げに対するグローバルの金融市場の反応は、中国経済の成長鈍化からの「勝者」と「敗者」を予想する指標になったとも言えます。具体的にはドイツの製造業や高級品メーカー、それにアジアや資源関連通貨及びその結びつきが深い資産は「敗者」になる可能性が高いと言えます。一方で、先進国の国内需要に関連したセクターや主要国国債及び高格付け社債は恩恵を受ける資産になると見られます。ただし、最も明確な「勝者」はボラティリティであると言えるでしょう。

### 注意:

- (1) 中国は外貨準備高の資産と通貨内訳を公表していません。しかし、中国の 3.6 兆米ドルに上る外貨準備高の約 30%は米ドル以外の資産であるとされており、その推定値をブルーベイでの算出に使用しています。
- (2) SDR は現在、ユーロ、日本円、英ポンド、米ドルで構成されており、IMF 加盟国は自由利用可能通貨との交換ができるという点で国際的な準備資産となっています。
- (3) 2015年7月13日の今週のトピックである「中国株式市場の下落が意味すること」をご参照下さい。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド  
 関東財務局長（金商）第 1029 号  
 加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点（2015年8月17日）のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途「契約締結前交付書面」等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。