

経済・金融 フラッシュ

最近の人民元と今後の展開 (2013年2月号)

経済調査部門 上席主任研究員 三尾 幸吉郎

TEL:03-3512-1834 E-mail: mio@nli-research.co.jp

- 1月の人民元は基準値・現物実勢・NDFとも米国ドルに対して小幅上昇した。基準値を中心に「NDFが大幅元安、現物が大幅元高」の状況は若干緩和したものの1月も継続した。また、新興国通貨の動きはまちまちなのに加え、日本円が4ヵ月連続で下落したことも中国当局が人民元の上昇許容を躊躇させる要因として浮上、少なくとも2月中に上昇を許容することはないだろう。
- 2月の展開としては、基準値が一定のボックス圏内(6.2~6.4元)で推移するとの見方に変更はない。また、現物実勢は投機的マネーが中国本土に流入し6.2元をトライする可能性はあるものの、中国景気は依然勢いに欠けることから、現物実勢が過度に上昇するようなら中国当局は介入すると見ている。但し、中国当局が人民元の上昇を許容するXデイは着実に近づいている。

[前月の動き]

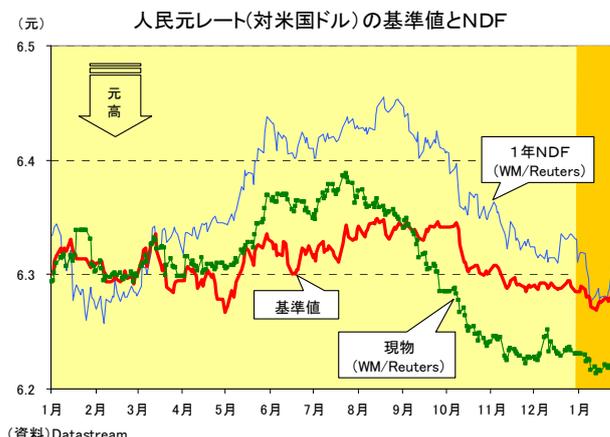
1月の人民元は基準値・現物実勢・NDFとも米国ドルに対して小幅上昇した。基準値(対米国ドル)は、当月安値の6.2897元(1/4)で始まった後、中旬には当月高値の6.2691元(1/15)を付け、1月末には前月末よりやや元高・ドル安の6.2795元で終えた(図表-1)。また、現物実勢は許容変動幅の上限(基準値+1%)に張り付く形で推移、1月末は前月末よりやや元高・ドル安の6.2190元(スポット・オフター、中国外国為替貿易センター)。他方、1年先の相場を予測して動くNDF(ハンデリバブル・フォワード、1年先渡し)は、一時急伸して基準値を上回る場面も見られたが、下旬には再び下落、1月末は前月末比0.4%元安・ドル高の6.3070元(WM/Reuters)となり、基準値を中心に「NDFが大幅元安、現物が大幅元高」の状況は若干緩和したものの1月も継続した(図表-2)。

(図表-1)

	対USD人民元		備考
	(基準値)	前日比	
12月末	6.2855	-	
1月4日	6.2897	▲0.0042	当月安値
1月7日	6.2872	▲0.0025	
1月8日	6.2804	▲0.0068	
1月9日	6.2814	▲0.0010	
1月10日	6.2793	▲0.0021	
1月11日	6.2712	▲0.0081	
1月14日	6.2695	▲0.0017	当月高値
1月15日	6.2691	▲0.0004	
1月16日	6.2745	▲0.0054	
1月17日	6.2767	▲0.0022	
1月18日	6.2752	▲0.0015	
1月21日	6.2790	▲0.0038	
1月22日	6.2796	▲0.0006	
1月23日	6.2762	▲0.0034	
1月24日	6.2783	▲0.0021	
1月25日	6.2805	▲0.0022	
1月28日	6.2818	▲0.0013	
1月29日	6.2851	▲0.0033	
1月30日	6.2806	▲0.0045	
1月31日	6.2795	▲0.0011	
前月末比(%)		▲0.0060	
		-0.1%	

(資料)CEIC

(図表-2)



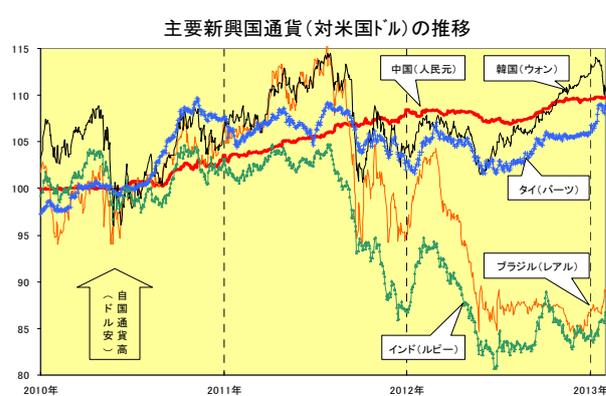
一方、周辺新興国通貨の動きをみると（図表-3）、インドルピー、ブラジルレアル、タイバーツなどが米国ドルに対して3%前後上昇したものの、インドネシアルピア、韓国ウォン、マレーシアリンギットなどは米国ドルに対して1%超下落するなど、値動きはまちまちで、今のところ新興国通貨が一斉に買われるような地合いとはなっていない。また、前回中国当局が人民元の上昇を許容し始めた2010年6月を基準にしてその後の推移をみると（図表-4）、韓国ウォンは既に人民元より割高なレベルまで上昇しており、タイバーツも1月の急伸で人民元の水準に近づいたことから、周辺新興国通貨との関係から見れば、中国当局が2010年6月のように人民元の上昇を許容する環境は整いつつあり、そのXデイは一步一步と近づいていると考えられる。

(図表-3)



(資料)Datastreamのデータを元にニッセイ基礎研究所で作成

(図表-4)



(資料)Datastream
(注)2010年6月18日を100として指数化

他方、主要通貨の動きを見ると、欧州で信用不安が後退したことを受けてユーロが米国ドルに対して上昇、逆に安全通貨として買われてきた日本円は下落した（図表-5）。この動きは人民元を取り巻く環境にも影響、人民元は日本円に対して大きく上昇した（図表-6）。リーマンショック後の円高で、中国企業は日本企業との競争上優位な立場に置かれてきたが、その優位性は失われ始めており、中国当局にとっては新たな懸念材料である。中国企業への影響の多寡は、今後徐々に明らかになることから、少なくとも2月中に中国当局が人民元の上昇を許容することはないだろう。

(図表-5)



(資料)Datastream
(注)2008年9月15日を100として指数化

(図表-6)



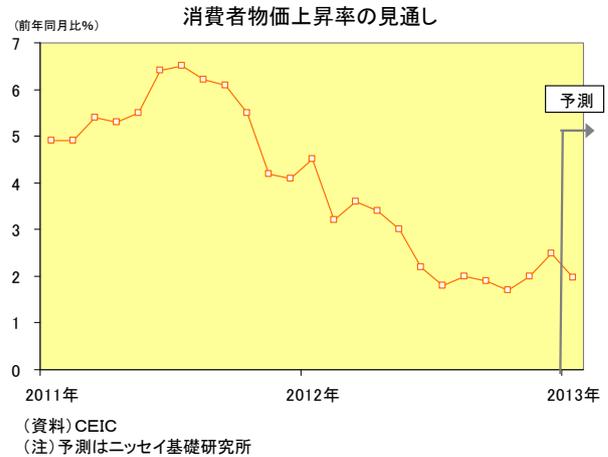
(資料)Datastream

[今後の展開]

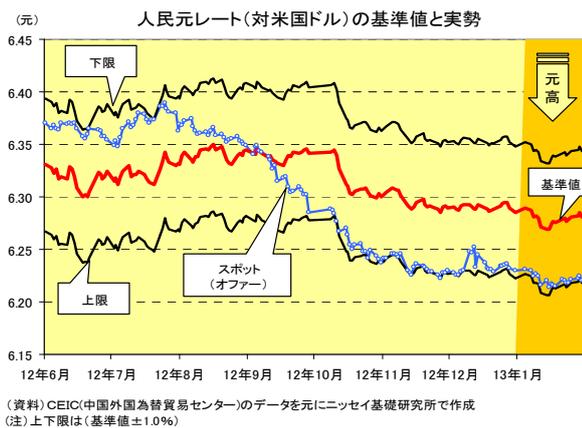
さて、2月の展開だが、中国の消費者物価は前年同月比2%台で推移、今月発表の1月のCPIは一旦下落しそうであり（図表-7）、インフレ懸念はまだ小さい。また、景気は回復傾向を示しているものの力強さには欠けており、政策の重点は引き続きインフレ抑制よりも景気刺激にあると思われる。また、周辺新興国通貨と比べた人民元の割高感も小さく、NDFが基準値より元安で推移するなど市場の元高期待も低い。従って、「1つの戦略と3つの戦術」^(注)の観点で見ると、“長期的には構造転換を促すための人民元高トレンドにあるが、現在は人民元切り上げ再開の必要性が低いことから、一定のボックス圏内（6.2～6.4元）で推移する”との基本的な見方に変更はない。

一方、現物市場の実勢価格は、許容変動幅の上限（基準値+1%）にほぼ張り付く状況で推移しているため（図表-8）、現物実勢が6.2元をトライする可能性は十分ある。日米欧の量的緩和策で溢れ出た投機的マネーは、既に香港の株式市場に流入、香港ハンセン指数が上昇に転じてから数ヶ月を経た昨年12月には相対的に割安となった中国本土の上海総合指数も上昇に転じており、前月も香港ハンセン指数の上昇が続くなど両者に鞘寄せする気配がまだ見られないことから（図表-9）、当面は香港経由で中国本土に流入する資金の動きは続くと考えている。

(図表-7)



(図表-8)



(図表-9)



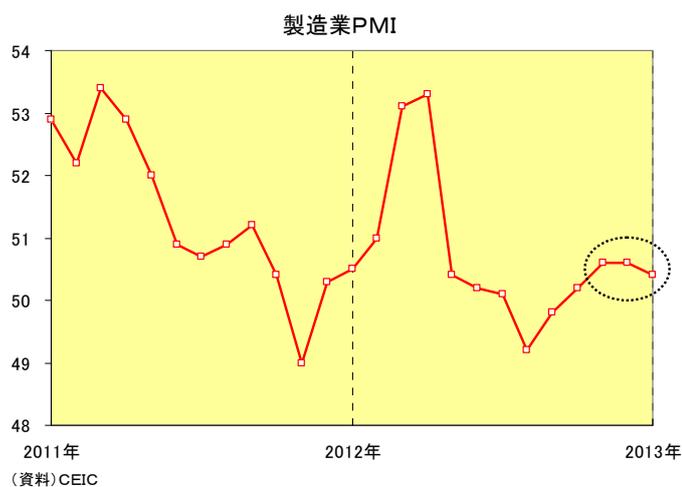
但し、中国経済は回復し始めたばかりである。企業マインドを示す製造業PMIは50を少し超えたところで足踏みするなど依然として勢いに欠けており（図表-10）、現時点で現物実勢が大幅に上昇すれば回復の芽を摘むことにもなり兼ねない。また、前述のとおり国際的に見ても人民元の割

(注) [「中国の構造転換と人民元-人民元の行方を左右する「1つの戦略と3つの戦術」](#)、ニッセイ基礎研 REPORT（冊子版）2012年2月号

高感は小さく、NDFも依然として基準値より割安で推移していることから、現物実勢が過度に上昇ピッチを上げるようなら、中国当局は基準値を1米国ドル=6.3元前後にコントロールし、許容変動幅の上限ではドル買い介入に踏み切る可能性が高いだろう。従って、現物実勢は1米国ドル=6.2元をトライすることはあっても、定着はしないと見ている。

但し、景気回復が続き、インフレ懸念が高まり、周辺新興国通貨がさらに上昇し、NDFが基準値を上回るようになれば、「1つの戦略と3つの戦術」の観点で見ると、中国当局が人民元の上昇を許容する条件が整う。現時点では、そのXデイは今年4-6月期に訪れると予想している。

(図表-10)



(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。