

人民元の短期見通し：当面は安定的に推移



2022年5月2日


ジェンナン・リ

アライアンス・バーンスタイン・香港・リミテッド
中国担当シニア・エコノミスト

ブラッド・ギブソン

アライアンス・バーンスタイン・香港・リミテッド
アジア太平洋債券 共同ヘッド


中国の通貨である人民元は、過去2年間にわたり人民元相場をけん引してきた要因の多くが後退したにもかかわらず、堅調さを維持している。投資家が人民元の短期見通しを理解するためには、足元の人民元相場を動かしている要因を詳細に分析する必要がある。

中国が他国に先駆けて新型コロナウイルス感染症の第1波から抜け出したことや、相対的な成長率の高さと相対的な高金利及び輸出主導の景気回復を背景に、人民元需要は拡大してきた。しかし、人民元高を支えていたこれらの柱が崩れた今、足元の人民元の強さは投資家を困惑させている。

米国国債利回りが上昇し(買い手にとっての魅力が高まり)、中国の債券利回りが低下したことで、米国10年国債と同年限の中国国債の利回り格差が縮小したにもかかわらず、人民元は堅調さを保っている。

例えば米国と中国の10年債の「利回り格差」は、2020年11月につけた2.5%という高水準から、足元ではゼロ近辺まで縮小している。

これによって「キャリー」、つまり中国債券を保有することによって得られる、他の市場の債券を上回る利回りが消滅したことから、人民元が対米ドルで下落するとの見方

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版は[こちら](#)。

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスに関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2022年4月13日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

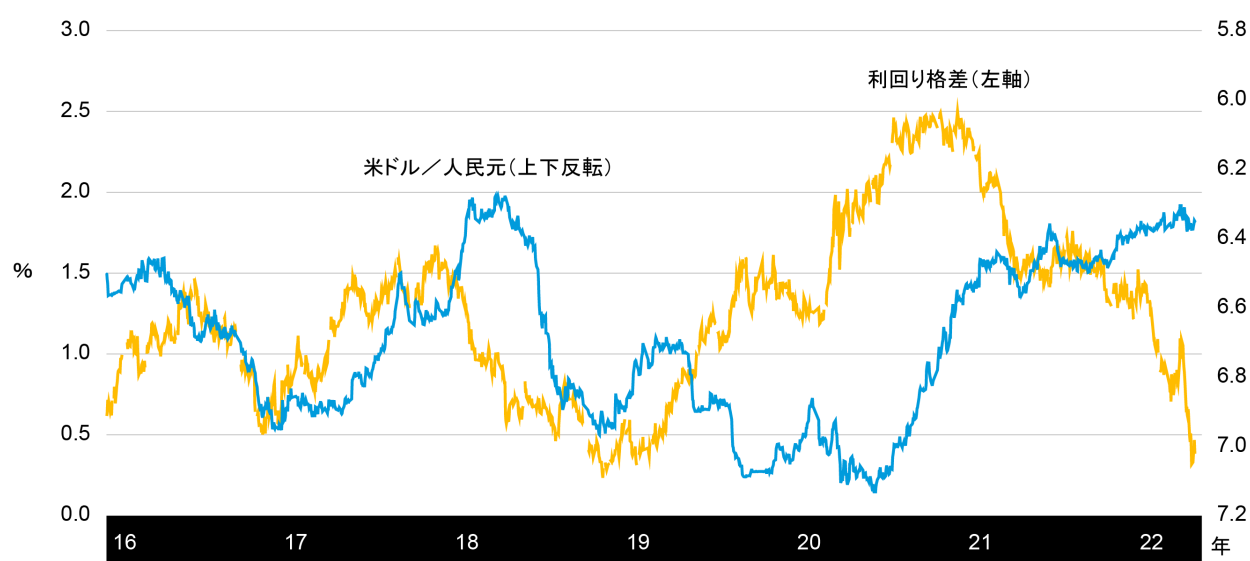
が強まった。中国債券に対する海外投資家からの需要が減少すれば、人民元を下支えする力は弱まるはずである。しかし実際には、人民元は米ドルに対して上昇し、1米ドル＝6.6元から同6.35元まで強含んだ(図表1)。

同じく不可解なのが、人民元は歴史的に米ドルの貿易加重指数と比較的強い相関関係にあったにもかかわらず、このところ同指数との乖離が急激に拡大している

という事実だ。また過去には人民元の上昇または下落を緩和するために介入を行っていた中国人民銀行(PBOC)は、今回、強力な措置を一切講じていない。

人民元の短期見通しを理解するには、これらの謎を解くことがカギになるとアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)では考える。

【図表1】 米国債券利回りの上昇局面でも人民元は高く評価されている
利回り格差(中国10年国債と米国10年国債の差)と為替レート(米ドル／人民元)



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
2022年4月1日まで
出所: ウィンド、AB

金利差の影響は限定的

米中の債券市場の利回り格差で測定した金利差が、米ドル／人民元レートにある程度の影響を及ぼすと考えるのは理に適っている。

しかし米中の利回り格差と米ドル／人民元相場との関係は、歴史的に他の市場ほど強くないことが統計から分かっている。国民1人当たり所得が同程度の他の国々と比べ、中国市場が未だに海外投資家に開放されていないことが一因である。

同様に、中国債券市場に対する海外からの資金流入と利回り格差の間にも明確な関連性はない。2021年の4月から同年末までは、利回り格差の縮小が示すように米国の債券利回りが中国と比較して相対的に上昇した局面でさえ、中国債券への資金流入が拡大基調をたどった(次ページの図表2)。

この期間、利回り格差とは無関係な要因により資金流入があったことは明白である。具体的には、人民元建て

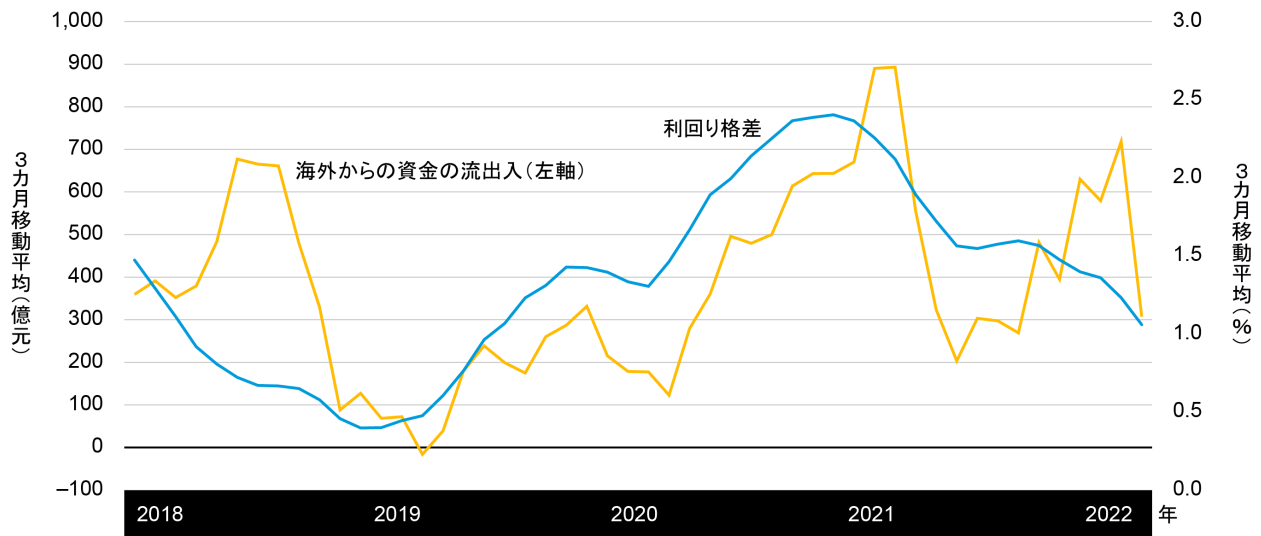
資産へのアロケーションを求める外国人投資家からの構造的需要や、中国国債が2021年11月にFTSE世界国債インデックスに採用されたことに伴う中国国債への需要が挙げられるだろう。

2022年2月以降は海外からの資金流入が大幅に減少している。利回り格差はその原因の1つかもしれないが、中国国債の純供給額の少なさや、ロシア・ウクライナ危機を背景としたグローバル市場の混乱も影響した可能性が高い。

実勢相場が米ドル／人民元の相関を崩す

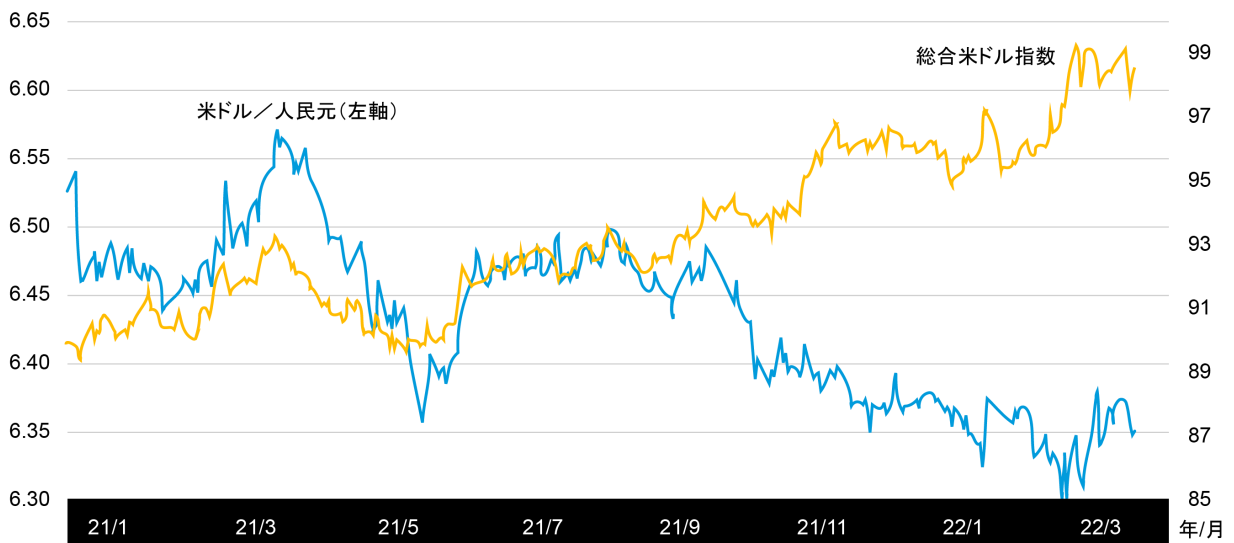
現在、中国が米ドル／人民元相場の日々の「中心レート」を決定しているメカニズムには2つの要素がある。(スポット終値と前日のフィクシング・レートを比較することで測定可能な)実勢相場と、総合米ドル指数または貿易加重米ドル指数である。米ドル／人民元のスポット・レートは、フィクシング・レートの上下2%の範囲内で変動することが可能である。

【図表2】 債券への資金流入を左右する要因は利回りだけではない
中国国債に対する海外からの資金流入と利回り格差
(米国10年国債と同年限の中国国債の利回り格差)



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
2022年2月28日まで
出所:ヘイバー・アナリティクス、ウィンド、AB

【図表3】 人民元と米ドルの「デカップリング」
為替レート(米ドル／人民元)と総合米ドル指数



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
2022年4月1日まで
出所:ウィンド、AB

歴史的に、米ドル／人民元相場の仲値と米ドル指数は密接な相関関係にある。しかし足元では、両者の動きはかい離している(図表3)。

このかい離は、おおむね実勢相場によって引き起こされている。ここ数カ月間、米ドル／人民元の終値が一貫して前日のフィクシング・レートを上回っていたことがそ

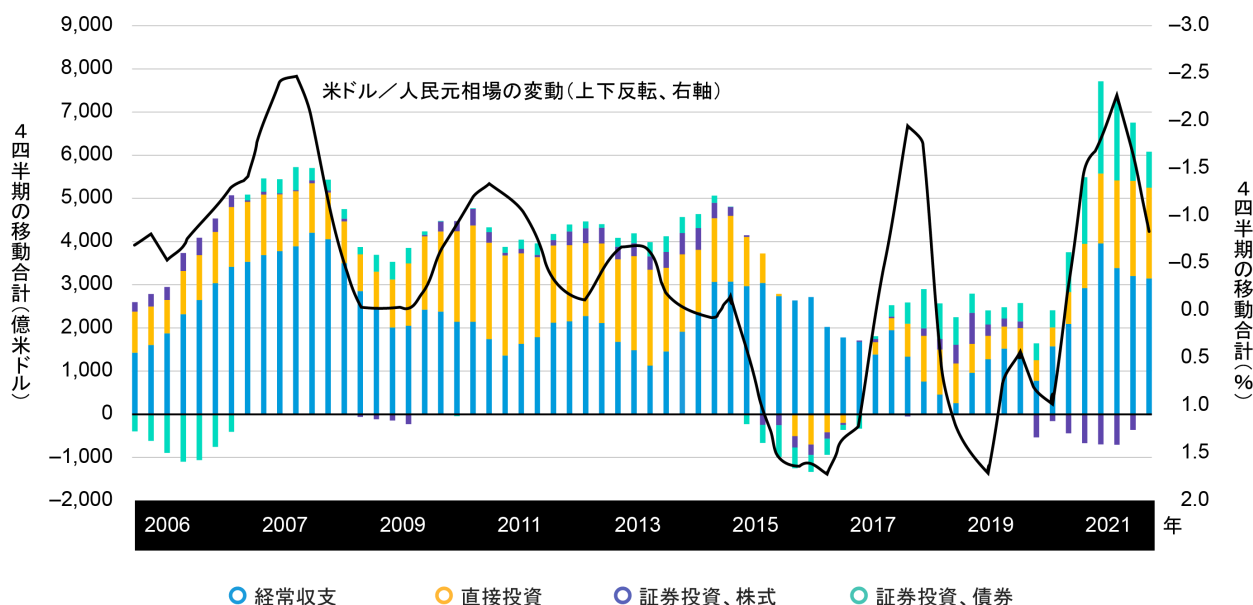
れを反映している。

その背景にある大きな要因としては、大幅な貿易黒字が挙げられる。2021年第4四半期の貿易黒字は月平均840億米ドルとなり、12月には月940億米ドルという記録的な水準に達した。季節調整後ベースで見た貿易収支は、2022年に入ってから大幅な黒字を保っている。

その影響は、経常収支、純直接投資及び純証券投資を含む広義の基礎的収支(BBOP)全体に及んでいる。中国の債券・株式市場が海外投資家に開放されたことで、証券投資による資金流入が拡大したものの、経常収

支と直接投資は依然としてそれ以上に重要である。財の輸出が大幅に拡大し、サービス貿易収支の赤字額が縮小したことを受け、中国の経常黒字は過去2年間で大幅に増加した(図表4)。

【図表4】 国際収支の大幅な拡大が人民元を押し上げた
広義の(純)基礎的収支と為替レートの変動(米ドル／人民元)



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
2021年12月31日まで
出所: ウィンド、AB

つまり、人民元を押し上げた大きな要因はBBOPの大幅な拡大ということだ。

PBOCは柔軟性を選好

PBOCが介入を行わない方針であることは、足元はかなり明確にされている。PBOCが(例えば輸出市場における人民元の競争力を守るために)市場介入的な措置を講じたのは数年前のことであり、再び介入を行う計画はないと明確に否定している。

PBOCは近年、資本の流れがより不安定化したことへの対策として、また金融政策の独立性を高める目的で、人民元の柔軟性を大幅に拡大させてきた。そうした背景もあって、人民元はますます実勢相場に左右されやすくなってきている。

PBOCは米ドル／人民元相場を注視してはいる。だがPBOCは、相場の方向性を変えさせたり、一定の為替レート水準を死守したりするよりも、むしろ景気循環要因と投機的要因が市場で積み重なる(これは、相場の上昇または下落スピードが速すぎる場合に起こりうる)ことを懸念している。

外貨準備高を通じた直接介入は大幅に減少しており、人民元の行きすぎた動きを抑制するための政策手段として、PBOCがマクロプルーデンシャル政策のような間接的な手段を選好していることは重要な点である。

すべてを考慮すると、人民元は安定的に推移する可能性が高い

こうした中、人民元の短期見通しはどうだろうか。

上述の要因はいずれもある程度の影響を及ぼしているが、ABの調査によれば、最も重要な要因はBBOPである。2022年は経常黒字が縮小する可能性が高いとはいえ、引き続き大幅な黒字となることが予想される。外国直接投資(FDI)による資金流入は、2018年－2019年の米中貿易摩擦の際に減速したにもかかわらず、2015年以降、増加基調をたどっており、2022年に入ってからFDIデータと産業界に対する調査は、FDIが今後も安定的に推移することを示唆している。

債券への資金流入は、地政学的な危機や金利差の縮小によって減少圧力にさらされる可能性があるものの、インデックスへの採用による影響や、諸外国の外貨準

備高における中国国債へのアロケーションの拡大が資金流入を下支えする可能性がある。株式への資金流入に関しては、マクロ政策の不透明感を理由に株式市場が売られたことや、3月前半に見られたノースバウンドの株式投資からの大規模な資金流出を踏まえ、中国政府は今や市場との対話や政策調整及び透明性の改善を目標としており、そのことが株式市場の追い風となる可能性がある。

これらの要因と、今後数四半期に予想される景気ファンダメンタルズの改善は、人民元にとってプラスとなるだろう。

利回り格差に関しては、米国10年国債利回りは今後数カ月間でさらに上昇する可能性があるものの、ABは中国の10年国債利回りも上昇すると予想しており、利回り格差が一段と縮小する余地は限定的と見ている。金利差が縮小すれば、人民元にある程度の下押し圧力がかかる可能性があるものの、そのことが相場の方向性を左右する可能性は低いと見ている。

これらすべての要因を踏まえ、ABは、人民元は短期的にはおおむねレンジ内の動きに留まり、米ドルに対して安定的に推移すると予想している。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】 一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

● 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様へ帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

● お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。