

BTMU CHINA WEEKLY

■ TOPICS

➢ 今後の経済方針は「供給側改革」へと傾くか～過剰生産能力の削減などに着眼

■ WEEKLY DIGEST

【経 済】

➢ 中央経済工作会议開催 2016 年は供給側の構造改革を強化

➢ 2016 年の中国 GDP 成長率 6.8%前後の予測

【産 業】

➢ 11 月 70 大中都市の住宅価格指数 33 都市で前月上昇

【貿易・投資】

➢ 11 月 対内直接投資 前年同月比+1.9%

【金融・為替】

➢ 11 月 クロスボーダー人民元決済額

➢ 11 月 人民元新規貸出 7,089 億元 M2 は前年比+13.7%

➢ 11 月 外国為替資金残高 前月比 2,213 億元減少

➢ 人民元の新為替レート指数発表開始 市場動向をより正確に反映

■ RMB REVIEW

➢ 思惑主導で元安基調が続く

本邦におけるご照会先:

三菱東京 UFJ 銀行国際業務部 東京:03-6259-6695 (代表) 大阪:06-6206-8434 (代表) 名古屋:052-211-0544 (代表)

- ・本資料は情報提供を唯一の目的としたものであり、金融商品の売買や投資などの勧誘を目的としたものではありません。本資料の中に銀行取引や同取引に関連する記載がある場合、弊行がそれらの取引を応諾したこと、またそれらの取引の実行を推奨することを意味するものではなく、それらの取引の妥当性や、適法性等について保証するものでもありません。
- ・本資料の記述は弊行内で作成したものを含め弊行の統一された考えを表明したものではありません。
- ・本資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、その正確性、信頼性、完全性を保証するものではありません。最終判断はご自身で行っていただきますようお願いいたします。本資料に基づく投資決定、経営上の判断、その他全ての行為によって如何なる損害を受けた場合にも、弊行ならびに原資料提供者は一切の責任を負いません。実際の適用につきましては、別途、公認会計士、税理士、弁護士にご確認いただきますようお願いいたします。
- ・本資料の知的財産権は全て原資料提供者または株式会社三菱東京 UFJ 銀行に帰属します。本資料の本文の一部または全部について、第三者への開示および、複製、販売、その他如何なる方法においても、第三者への提供を禁じます。
- ・本資料の内容は予告なく変更される場合があります。

CHINA WEEKLY

TOPICS

今後の経済方針は「供給側改革」へと傾くか ～過剰生産能力の削減などに着眼～

11月10日に行われた中央財經小組會議で習近平総書記は今後の経済政策について、「総需要を適切に拡大するとともに、供給側の構造改革を推進し、供給システムの効率向上に注力する」と述べ、中央政府レベルで初めて「供給側改革」の方針を打出した。その後の1週間で習近平総書記はAPEC首脳会議において、李克強総理は第13次5カ年計画策定会議においてこのことに言及し、供給側改革は一躍最もホットな話題となった。本稿では、その経緯、および今後の取組みについて考えてみたい。

I. サプライサイド経済学と有効需要

➤ 供給側改革とは

供給側改革の発想はサプライサイド経済学(Supply-side economics)によるものと思われる。サプライサイド経済学はマクロ経済学にある1つの学派¹であり、そのポイントは名前の通り、供給側の活動に着目し供給力を向上することで経済成長を促すことである。サプライサイド経済学のこの考えは、供給が自ら需要を作り出すという「セイの法則」を前提としており、すなわち、彼らは市場が自己調整能力を持っているため、わざわざ刺激策などで総需要を拡大する必要はないと考えている²。サプライサイドの主要な経済政策として、減税、行政関与の削減、イノベーションなどが挙げられる。

これと対照的なのはケインズにより提唱された有効需要という概念である。ケインズは価格メカニズムが働かない短期においては、総供給と国民所得を決定するのは総需要の大きさであり、大恐慌により縮小した民間部門の需要を政府が補うべきであると主張した³。具体的には、財政支出の拡大、金融緩和などがそうである。

➤ 両者の区別

1. サプライサイド経済学的前提である「セイの法則」に関する意見の相違
サプライサイド経済学は、商品価格が敏感で柔軟に変化することができ、需給のバランスを短期間で調整することができるとした一方、ケインズ経済学は商品価格は柔軟ではなく短期間で調整することができず、需要不足という状況が生じかねないと考えた。
2. 刺激策が必要かという政策理念の相違
ケインズ経済学は、需要不足が総生産の低下をもたらし、経済成長を促すためには財政・金融刺激策で総生産を潜在レベルまで上げる必要があると考える一方、サプライサイド経済学は市場が自主的に調整する力を持つことから、総生産がいずれ潜在レベルに戻るため、経済成長を加速するには、供給力の拡大で潜在総生産を引き上げれば良いと考えている⁴。

ただ、両者は経済成長に対する観念こそ異なるが、完全に対立するものではない。目下、各国の経済政策

1 サプライサイド経済学は経済学と言えるかどうか議論が多いが、少なくともケインズ政策への過度な依存の弊害が明らかとなった1980年代の米国・英国の下では、一定の存在根拠があったと見られる。

2 なお、セイの法則が成り立つかに対して、大部分の経済学者から理論の正当性などに強い疑問が呈されている。

3 その理由として主に、①大恐慌という背景の下では市場メカニズムが働かず、低迷を抜け出すには政府による外部からの介入が不可欠であること、②高所得者層の限界消費性向が低く、それによる貨幣流通速度の低下は経済成長にマイナス影響を与える、の2つが挙げられる。

4 フリードマンをはじめとする経済学者は、刺激で総需要を拡大する政策は経済成長を促進できないだけでなく、経済変動の幅を拡張させるとみている。

CHINA WEEKLY

においても、需要・供給の両面を考慮して政策を策定することが一般的となっている。

➤ サプライサイド経済学における主要な措置

1. 関連改革などを通じ全要素生産力の向上を図ること:
具体的には、行政手続の簡素化、金融改革、国有企業改革、イノベーションの推進といった方策がこれに分類できる。
2. 構造調整:
製品価格と要素価格がスムーズに調整できるような外部環境を構築し、資本と労働力が異なる部門間での再配置を誘導する。
3. 労働力の質的向上と人口構造の改善:
労働力の質的向上は生産力向上に寄与し、全人口に占める労働力人口比率の上昇も一人当たり総生産の向上につながる。

➤ 総需要管理の実例

総需要管理の典型例としてルーズベルト大統領のニューディール政策が挙げられる。ニューディール政策はそれまでの古典的な自由主義経済政策と異なり、政府が市場経済に積極的に関与すべきことを強調した。これに基づき、米国政府は財政支出の拡大による公共事業や雇用政策を発動し、さらに第二次世界大戦による軍事的な需要もあり、米国経済は苦境から脱出することに成功した。ニューディール政策は世界で初めてケインズ理論を応用したと言われており、第二次世界大戦後の資本主義国の経済政策に大きな影響を与えた⁵。

しかし、70年代になると、刺激策に対する過剰な依存により米国はスタグフレーションという状況に陥り、旧来の総需要管理はこれに対し無力であった。こういった状況に対し、レーガン大統領はレーガノミクスと言われる一連の自由主義経済政策を打ち出した。レーガノミクスの主軸は、社会保障支出と軍事支出の拡大により強いアメリカを復活させるとともに、減税や規制緩和などで企業の生産力を高め、さらに金融政策によりマネーサプライの伸びを抑制し、インフレ率を低下させることであった。実際の経緯は省略するが、1980年代半ばから社会保障・軍事支出の拡大と減税による消費の拡大で景気が徐々に回復し、さらにドル高により経常赤字が拡大し、それに原油価格の大幅下落という要因も加わり、インフレも安定的に維持することに成功した⁶。

Ⅱ. 中国における総需要管理

過去10数年間の中国経済を振り返ってみると、経済政策における総需要管理が圧倒的に多かった。最も典型的なのは、世界金融危機後の2009年における「4兆元政策」であり、大規模な刺激策により中国は金融危機からいち早く脱出することができた。

しかし、近年では、総需要管理の効果は薄まりつつある。それどころか、刺激策のマイナス効果として生産能力の過剰化、銀行不良債権の増加、地方政府債務の拡大等がもたらされている。また、2010年10月から刺激策で過熱となった経済を引締め策で抑えたところ、融資コストの高騰、中小企業の倒産、株式市場の暴落といった後遺症が残った。総需要管理は短期的な景気の持ち直しに着眼するものであり、刺激策の連発は経済の構造転換を多少なりとも妨げていることは否定できない。

5 ニューディール政策について、フリードマンは1929～1933年と1933～1941年の期間を区別して考えるべきだと主張した。すなわち、大恐慌ではなく大収縮を終わらせたのは銀行の与信拡大、金本位制からの離脱、金・銀の購入計画など一連の金融政策であったのは間違いないが、実際に大恐慌を終わらせたのは第二次世界大戦と軍事支出であると指摘した。

6 レーガノミクスは反ケインズ主義の思想に立ちながらも、大幅減税と軍事費の増大といったケインズ的な需要刺激策を採ったとも言われている。また、現在では、当時の米国経済の回復はケインズ的な減税とマネタリスト的な金融緩和によるポリシーミックス政策による消費の拡大が要因であり、レーガノミクスの成果ではなかったとの見方もある。

CHINA WEEKLY

総需要管理が主張する財政・金融刺激は短期的に景気の持ち直しに効果があることは否めないが、しかし、その効果は長期間維持することができず、金融緩和策、あるいは積極的な財政政策で刺激された総需要はいずれ元通りに戻ってしまうものであり、同様に総需要を人為的に抑えようにも、近い将来爆発的に反動するかもしれない。このように、総需要管理が投資、消費を速めるにしても、遅らせるにしても、潜在的な経済成長率には影響を及ぼすことはない。

そもそも総需要管理は短期的な景気変動に対応するためのものであり、ケインズに至っても、総需要管理が長期的な経済成長には適さないと見ていた。多くの学者が10年後の中国経済を議論するときに悲観的な見方を示したのも、こういった短期的な総需要のフレームワークから長期的経済成長を分析しているからであろう。

ここで、実際に不動産の例を見てみよう。国民所得が安定的に上昇し、土地供給に構造的問題を抱え、農村人口の都市化が進展するという背景の中で、中国の不動産価格は年々上昇していた。2010年以降、当局は高騰した不動産価格を抑えようとするため、購入制限など一連の抑制策を打ち出し、中・小都市の不動産価格はそれによって何とか下落へ向かったが、需要の大きい大都市ではその効果はかなり薄かった。その原因の1つとして、当局が需要の抑制ばかりに力を入れ、供給の拡大に気を配らなかったことが挙げられる。事実上、不動産購入の目的が入居であれ、投資または投機であれ、不動産需要を一時的に抑えたとしても、その需要がなくなったわけではなく、その後激しく反発するという繰り返しであった。この点から考えると、供給側から着手し住宅用地供給の拡大、保障性住宅建設の加速など不動産の供給状況を改善することは、不動産価格の高騰を根本的に解決する良策かもしれない。

米国はルーズベルト時代から70年代までケインズの総需要管理に依存し、財政、金融刺激策を過剰に採った結果、米国経済がスタグフレーションという状況に陥ってしまった。それと同様に中国も過去十数年間内需・輸出の拡大に取り組んできており、更なる刺激策を行おうとしても、コストが上昇する一方、効果は限定的であると思われる。

目下の中国におけるファンダメンタルズ面を見てみると、マネーサプライが毎年高水準を維持した後、銀行の不良債権比率は大きく上昇し、経済減速局面で金融機関が与信拡大をするインセンティブが低下している。財政政策についても、「4兆元政策」の後も政府の刺激策は絶えることがないため、これ以上の財政支出は地方政府の重荷になりかねない。

国内需要を見ると、民間投資の有効活用は期待されているものの経済の下ぶれ傾向において有望投資先が限られており、独占産業への参入制限の緩和など制度面から解決策を探っていかなければならない。これは消費においても同様であり、国民所得の大幅な増加、社会保障制度の改善が望めない中、民間消費を拡大させるには減税を行わざるを得ない。独占・寡占産業の削減、減税といった措置はまさに供給側管理である。

Ⅲ. 供給側改革の方向と具体的な取組み

目下、中国の供給側には多くの問題が存在している。例えば、既存供給システムが消費構造の変化、消費ニーズの多様化・個性化に対応できていないことや、生産能力過剰、企業の生産・経営コストの急騰などがその典型例である。一般国民としても同様に供給側の問題が感じられる。例えば、国内需要が低迷する一方、海外で中国観光客が「爆買い」することは、国内の需要が足りないわけではなく、企業の供給がそのニーズに対応できていないことを意味するだろう。

供給側改革はこういった問題を解決しようとするために取り上げられた方策であり、習近平総書記、李克強総理の発言を踏まえ、今後の供給側改革のポイントとして以下の4つが考えられる。

➤ 過剰生産能力の削減

習近平総書記は共産党中央財經小組会議で、過剰生産能力を削減し、業界の再編を加速する方針を示した。過剰生産能力は大量の資源を占有し、このことが労働力、資金、土地コストが高騰する一因であり、中国経済の構造転換にとって大きな負担となっている。今後の過剰生産能力の削減において、

CHINA WEEKLY

①企業間の合併・買収を加速し、業界の集約度を向上させること、②「一帯一路」戦略などで新しい海外市場を開拓すること、および③生産工場の海外移転により供給側から過剰な生産能力を削減することなどが主な手段として考えられる。

➤ サービス業の発展に注力

中国経済に占めるサービス業の割合は毎年上昇しているが、供給の単一化、質の低化といった問題も顕在化しつつあり、サービス業の更なる成長を妨げるネックとなっている。目下、教育、医療、金融、旅行といった分野でなかなか消費者が満足できるサービスを提供することができず、大量の消費が国外へ流れてしまっている。サービス業は経済成長の維持に寄与できるほか、雇用を創出する点から社会の安定にもプラスであり、今後、政策的なサポートを受けることも予想される。

➤ 経済の構造改革

中央財經小組会議から見て、中国経済の構造改革には、①過剰生産能力を削減し、業界の再編を加速する、②企業コストを引下げ、企業の競争力を向上させる、③不動産在庫の解消で、不動産業の持続可能な成長を促す、④機能が改善され、監督・管理が有効である株式市場を構築するという4つのポイントがある。経済の構造改革を通じ、企業の合併・買収、国有企業所有制度改革、減税、不動産企業の業務転換、「インターネット+」関連企業の発展などが促進され、経済活性化に入れることが期待されている。

➤ 政府の行政改革

レーガノミクス推進において、レーガン大統領は「この危機において、政府は問題の解決手段ではなく、問題そのものである」と語った。このように政府の過剰な市場介入は経済システムに歪みをもたらすもので、経済問題を解決するにはまず政府の市場介入を抑えなければならない。この観点から、供給側改革は市場メカニズムによる調整をベースとする必要があり、もし供給側改革が依然として政府主導、政府管理という理念の下で行われるのなら、改革がより硬直した計画経済に変化する可能性もなしとしない。その意味から、供給側改革の中核は政府の行政改革であり、権力をどれほど開放するかということは、改革の成敗を左右する要となるかもしれない。

具体的措置については明らかにされていないが、短期的には、減税、独占産業の参入基準緩和、行政手続の簡素化といった措置から着手すれば、短い期間で経済の促進効果を上げることができ、また構造転換を進めながらも経済成長への影響を最小限に抑えられることから、最も望ましいと思われる措置だと考えられる。長期的には、中国経済は労働力、金融システム、資源の配分、技術力とイノベーションなど様々な側面で供給を抑制する要因が存在しており、1人っ子政策の緩和、戸籍制度の見直し、資本・金融規制の削減、国有企業改革、とくに「ゾンビ企業」の淘汰といった制度的問題の解決が不可欠である。産業の面では、供給制限が多い不動産、医療、教育、金融システムといった分野を切り口とする可能性が高い。

ただ、供給側改革は大きく議論されているが、これは今後の中国における経済政策が総需要管理と無関係になるということを意味するわけではない。総需要と総供給はコインの表裏のような関係であり、適切な総需要拡大政策がなければ、新たな供給力を十分に開放させることはできないし、また供給側改革がなければ拡大した需要も長続きはしない。構造転換がスムーズに進行し、持続可能な経済成長を実現するには、需給両面から経済政策の策定に取り組む必要がある。

三菱東京UFJ銀行(中国)
中国トランザクションバンキング部
ビジネスソリューショングループ
中国調査チーム 余興

CHINA WEEKLY

WEEKLY DIGEST

【経済】

◆中央経済工作会议開催 2016 年は供給側の構造改革の強化

2016 年の経済運営方針を決める中央経済工作会议が 18 日から 21 日にかけて北京で開催された。

2016 年の経済運営方針については、経済の「新常态」に適応するため、総需要を適度に拡大すると同時に、供給側の構造改革をより一層重視する方針を決めた。具体的には、生産過剰の解消、企業経営コストの軽減、不動産在庫の解消、有効供給の拡大、金融リスクの防止・解消の 5 つの任務に取り組むことを明確にした。

また、引き続き対外開放を堅持することも強調。具体的には、中国の製造能力を活かせる国際協力の強化、他国・地域との自由貿易協定締結の交渉加速、外資企業の合法権益保護の重視、「一帯一路」関連プロジェクトの確実な実行等を挙げた。

◆2016 年の中国 GDP 成長率 6.8%前後の予測

2016 年の中国経済の見通しについて、国内の研究機関が相次いでレポートを発表した。

中国人民銀行研究局は 16 日に発表した「2016 年中国マクロ経済予測」で、2016 年の GDP 成長率は 6.8%との予測を示した。過剰生産、製造業の収益低下、銀行の不良債権比率の上昇等が引き続き景気下振れのリスク要因となる一方、不動産市場の回復と政府の景気入れ策の効果が徐々に現れてきていることに加え、外需の改善が期待できることから、今後、成長の下支え要因が増すとの見方を示した。なお、2015 年通年の成長率は 6.9%と見ている。

中国政府系シンクタンクである社会科学院が 16 日に発表した「2016 年経済青書」では、中国経済の現状について、「新常态」に入り、構造調整の加速に伴い、潜在的な成長率が低下傾向にあること、外需の低迷が続き国際貿易が低成長にとどまること、国内投資の伸びが平常のペースに戻りつつあること、消費が安定的成長を維持すること等を特徴として挙げ、2016 年の GDP 成長率は 6.6%～6.8%との予測を示した。なお、2015 年通年の GDP 成長率予測は政府目標と同じく 7.0%前後とした。

＜主要経済指標予測＞

(前年比%)

項目	2014年 (実績)	人民銀行研究局		社会科学院	
		2015年 (予測)	2016年 (予測)	2015年 (予測)	2016年 (予測)
実質国内総生産(GDP)	7.4	6.9	6.8	7.0	6.6~6.8
固定資産投資	15.7	10.3	10.8	-	9.7
社会消費財小売総額	12.0	10.8	11.1	-	10.1
輸出	6.1	▲ 2.9	3.1	-	▲ 0.3
輸入	0.5	▲ 14.8	2.3	-	▲ 3.0
消費者物価指数(CPI)	2.0	1.5	1.7	-	2.1
生産者物価指数(PPI)	▲ 1.9	▲ 5.2	▲ 1.8	-	-

(出所) 中国人民銀行論文「2016年中国マクロ経済予測」

中国社会科学院「2016年経済青書」

【産業】

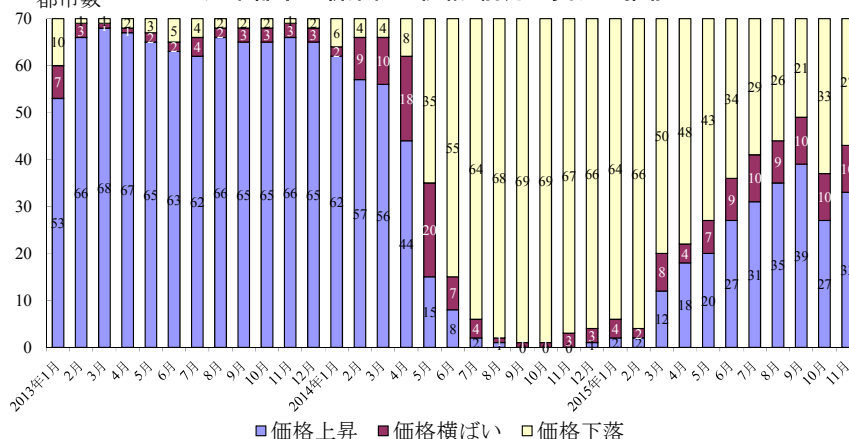
◆11 月 70 大都市の住宅価格指数 33 都市で前月比上昇

国家統計局は 18 日、11 月の 70 大都市の住宅価格指数を発表した。

新築商品住宅価格について、前月比上昇した都市数は前月より 6 都市増加して 33 都市、前月比下落した都市数は前月より 6 都市減少して 27 都市と、前月に比べやや持ち直した。

具体的には、深圳市が前月比+2.9%、上海市が同+1.9%、南京市が同+1.4%と上昇幅が大きく、錦州市(遼寧省)が同▲0.4%、三亜市(海南省)が同▲0.3%と下落幅が大きかった。

＜70大都市の新築住宅価格:前月比変化の推移＞



CHINA WEEKLY

一方、対前年同月比では、価格が上昇した都市数は前月より 5 都市増加の 21 都市、下落した都市数は前月より 5 都市減少の 49 都市となった。

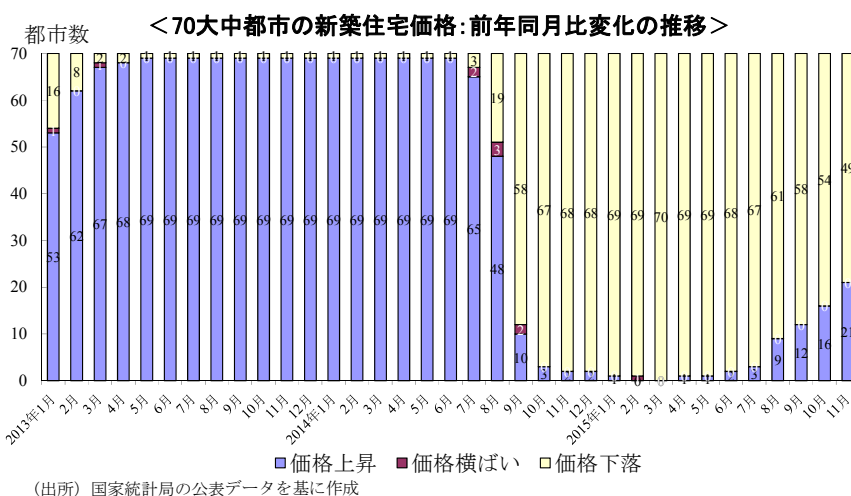
具体的には、深圳市が前年同月比+44.6%、上海市が同+15.4%、北京市が同+9.6%、広州市が同+8.2%と上昇幅が大きく、湛江市（広東省）が同▲5.6%、錦州市（遼寧省）が同▲5.3%、丹東市（遼寧省）が同▲5.0%、岳陽市（湖南省）が同▲4.7%となった。

同局は、前月比では一、二線都市^(注)の価格上昇幅が拡大し、三線都市^(注)の価格が下落から横ばいに転じ、前年比では一線都市の価格上昇幅が拡大、二、三線都市の価格下落幅が縮小していると指摘した。

(注)一線都市:北京、上海、広州、深圳の 4 都市。

二線都市:省都、副省都都市を含めた 31 都市。

三線都市:70 都市から上記一線・二線都市を除いた 35 都市。



【貿易・投資】

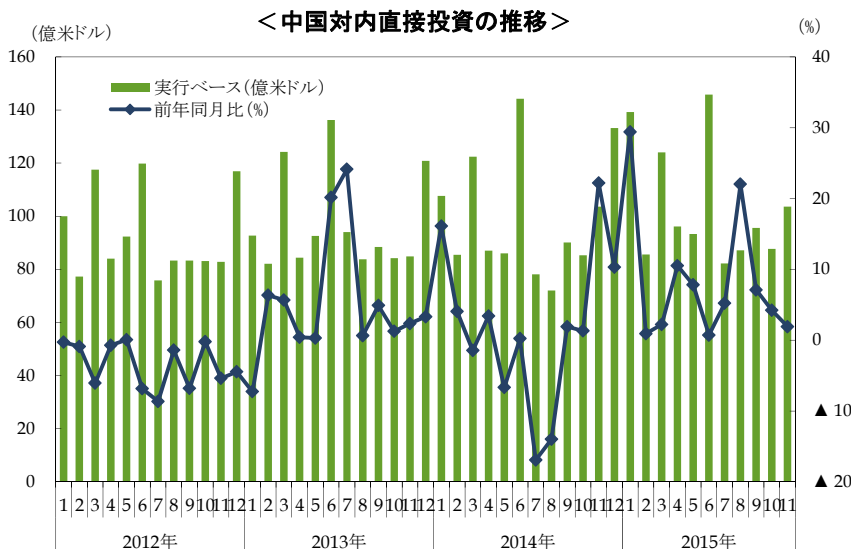
◆11 月 対内直接投資 前年同月比+1.9%

商務部の 17 日の発表によると、11 月の新規設立の外資企業数は前年同月比+27.7%の 2,626 社、対内直接投資額(実行ベース)は同+1.9%の 103.6 億米ドルとなった。1-11 月累計では、新規設立の外資企業数は前年同期比+11.0%の 23,648 社、対内直接投資額(実行ベース)は同+7.9%の 1,140.4 億米ドルとなった。

国別では、1-11 月の日本からの直接投資額は前年同期比▲25.3%と減少幅は 1-10 月の▲25.1%から拡大。台湾からは同▲18.2%、米国からは同▲2.2%と何れも前年を下回った。一方、マカオからは同+55.0%、ASEAN からは同+13.1%、香港からは同+11.1%、EU からは同+6.9%とプラスの伸びを示した。

産業別では、1-11 月のサービス業への投資額は前年同期比+18.8%の 695.8 億米ドルと、全体の 61.0%を占めたのに対し、製造業への投資額は同▲0.2%の 358.4 億米ドルで、全体の 31.4%を占めた。

なお、1-11 月の対外直接投資については、前年同期比+16.0%の 1,041.3 億米ドルとなった。

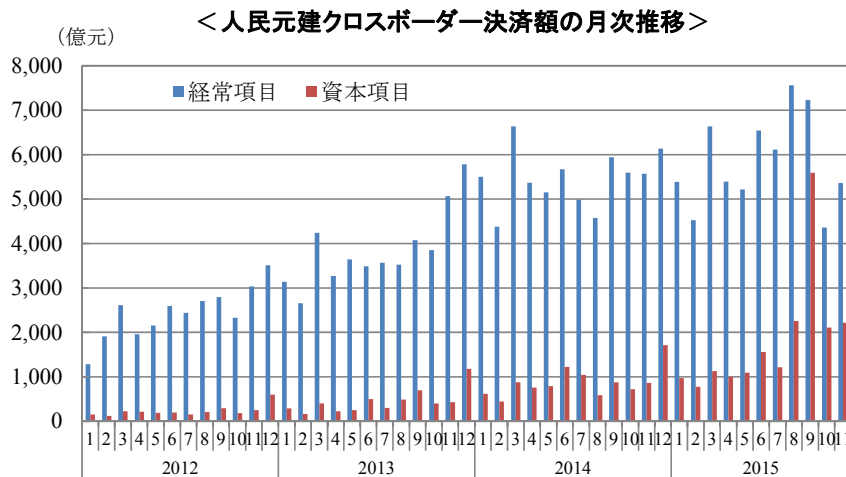


CHINA WEEKLY

【金融・為替】

◆11月 クロスボーダー人民元決済額

中国人民銀行の11日の発表によると、11月のクロスボーダー人民元決済は、経常項目が5,358億元、うち、貨物貿易が4,529億元、サービス貿易が829億元。資本項目は2,219億元、うち、対内直接投資が1,542億元、対外直接投資が677億元となった。



(出所) 中国人民銀行の公表データを基に作成

◆11月 人民元新規貸出 7,089 億元 M2 は前年比+13.7%

中国人民銀行の11日の発表によると、11月の人民元新規貸出額は7,089億元と、前月比で+1,953億元、前年同月比で▲2,347億元となった。11月の社会融資総量^(注)の純増額は1兆200億元と、前月比で+4,878億元、前年同月比で▲1,089億元となった。

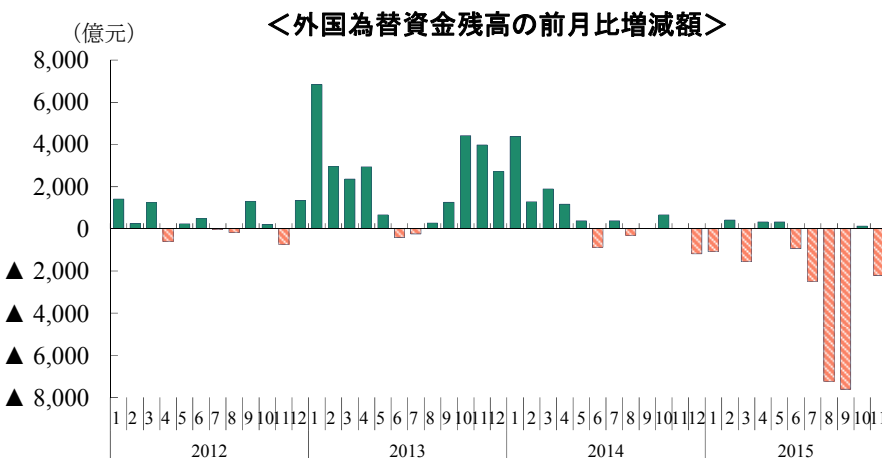
11月末のマネーサプライ(M2)は前年同月比+13.7%の137兆4,000億元と伸び幅は前月より0.2ポイント拡大し、5ヶ月連続で政府の通年目標の12.0%を上回った。

(注) 社会融資総量＝人民元貸出+外貨貸出+委託貸出+信託貸出+銀行引受手形+企業債券+非金融企業株式融資+保険会社賠償+投資用不動産+その他

◆11月外国為替資金残高 前月比 2,213 億元減少

中国人民銀行の15日の発表によると、11月末の外国為替資金残高は前月より2,213億元減少して27兆2,148億元と、10月の僅かな増加を除き、6月以降減少が続いている。同残高は人民元に両替された外貨量を示すもので、残高の減少は海外への資金流出の増加を意味する。

米利上げ観測、中国経済減速に伴う資金流出圧力の増大や人民元先安観の下での企業や個人による人民元売り・外貨買いの増加が11月の減少要因と見られている。



(出所) 中国人民銀行「Summary of Sources And Uses of Credit Funds of Financial Institutions(RMB)」を基に作成

CHINA WEEKLY

◆人民元の新為替レート指数発表開始 市場動向をより正確に反映

中国外貨取引センター(China Foreign Exchange Trade System/略称 CFETS)は 11 日、「CFETS 人民元為替レート指数」の発表を開始した。同指数は 13 通貨^(注)で構成されるバスケット通貨を参考にした為替レート指数。中国人民銀行は、人民元為替レートは米ドルのみを参考とした場合ゆがみが生じやすいが、バスケット通貨を参考とすることにより、人民元の価値や市場動向をより正確に反映できるため、同指数の発表は人民元為替レートの合理的な水準での安定維持に役立つとしている。

(注) 13 通貨には米ドル(約 26%)、ユーロ(約 21%)、日本円(約 15%)、香港ドル、豪ドル、マレーシアリングギット、ロシアルーブル、英ポンド、シンガポールドル、タイバーツ、カナダドル、スイスフラン、ニュージーランドドルを含む。

RMB REVIEW

◆思惑主導で元安基調が続く

今週の人民元相場は、オンショア(中国国内市場、CNY)、オフショア(中国国外市場、CNH)共に、週を通して軟調に推移した。CNY は週初、6.4610 で寄り付いた後、一時 6.4545(12/15)の週間高値を記録するも、元安容認への思惑が強まると反落。FOMC 後のドル高地合も相俟って、週後半には、2011 年 6 月以来となる安値 6.4836(12/17)を示現した。CNH も同様に、週初 6.5295 で寄り付いた後、介入警戒感を背景に、一時 6.5132(12/16)の週間高値を記録した。しかし、潜在的な元売り圧力、FOMC 後のドル高の流れが重石となると、週末にかけて反落。本年 8/12 以来となる安値、6.5738(12/18)を記録している。

SDR への採用決定以降、人民元相場の下落が続いている。中国の鉱工業生産、固定資産投資、小売売上高はすべて市場予想を上回る好結果となったものの、人民元相場に下げ止まりの兆しは見られていない。こうした背景には、①人民元自由化に向けた規制緩和への連想(資本開放)、②介入姿勢が変化するとの思惑(元安容認)等が考えられるが、足許では、とりわけ上記②の影響が大きいように感じる。実際、市場ではこれまで、当局が 6.40 を防衛しているとの見方が強かったが、先週以降、当局は対ドル基準値を段階的に元安方向にシフト。直近分では、2011 年 6 月以来となる元安水準(6.4810)に設定されるなど、当局が介入スタンスを緩和し、暗に元安を容認しているとの見方が強まっている。

加えて、足許では CFETS(中国外国為替取引システム)が発表した 13 通貨で構成される「人民元指数(実効相場)」に注目が集まっている。当局はこの発表を受けて、「ドル/元相場だけではなく、通貨バスケットも考慮に入れるべき」と発言。市場では、当局が「バスケットを安定させる目的で、他通貨に対して進んだ人民元高の帳尻を、対ドルでの人民元安で合わせる」との思惑が強まり、人民元相場はその後、下げ足を速めている。

無論、当局は元安容認スタンスを否定しており、SDR への採用決定後の声明においても「人民元の下落が続く根拠はない」「人民元切り下げを懸念する必要はない」「人民元の変動が一定範囲を超えれば市場介入を行う」と発表している。とは言え、それ以降、目立った介入観測等は見られておらず、市場では一段と人民元の先安観が強まっている。事実、オンショアとオフショアの価格差は足許で急拡大。本稿執筆時点では 800 ポイント程度のスプレッドとなっている。以上を踏まえ、人民元相場は引き続き軟調に推移すると予想する。但し、来週はクリスマス休暇で市場参加者の減少が見込まれることから、やや動意に乏しい展開も想定されよう。

(12 月 18 日作成) グローバルマーケットリサーチ

CHINA WEEKLY

日付	USD				JPY(100JPY)		HKD		EUR		金利 (1wk)	上海A株 指数	
	Open	Range	Close	前日比	Close	前日比	Close	前日比	Close	前日比		指数	前日比
2015.12.14	6.4623	6.4525~ 6.4665	6.4591	0.0038	5.3235	0.0316	0.83337	0.0005	7.0806	0.0097	2.4300	3686.40	89.81
2015.12.15	6.4640	6.4564~ 6.4698	6.4610	0.0019	5.3468	0.0233	0.83390	0.0005	7.1298	0.0492	1.9000	3675.54	-10.86
2015.12.16	6.4650	6.4582~ 6.4733	6.4733	0.0123	5.3091	-0.0377	0.83514	0.0012	7.0773	-0.0525	2.4200	3681.90	6.36
2015.12.17	6.4818	6.4773~ 6.4842	6.4837	0.0104	5.3003	-0.0088	0.83639	0.0012	7.0453	-0.0320	2.5000	3748.50	66.60
2015.12.18	6.4870	6.4774~ 6.4880	6.4815	-0.0022	5.3204	0.0201	0.83603	-0.0004	7.0114	-0.0339	2.4500	3747.30	-1.20

(資料) 中国外貨取引センター、中国人民銀行、上海証券取引所資料より三菱東京 UFJ 銀行国際業務部作成

～アンケート実施中～

(回答時間:10 秒。回答期限:2016 年 1 月 24 日)

<https://s.bk.mufig.jp/cgi-bin/5/5.pl?uri=M6AnfD>