

通貨ニュース(2015 年 3 月 3 日)

追加利下げと人民元相場見通し～年後半の反発は変わらず～

- 2月28日、中国人民銀行(中央銀行、PBoC)は貸出基準金利および預金基準金利を25bp引き下げると発表したが、利下げは時間の問題と広く考えられていたため利下げ自体にサプライズはない。
- 利下げと同時に預金金利の上限を1.2倍から1.3倍に引き上げており、金利自由化が一段と推進されている。
- 実質金利の上昇が利下げのトリガーとなったが、こうした状況は当面変わらないことから追加利下げが予想される。また、中国から資本流出が起っており、預金準備率(RRR)引き下げによって流動性供給を行うだろう。
- 先行き数か月間は PBoC の金融緩和観測などを背景に中国からの資本流出が継続し、オンショア人民元(CNY)相場も軟調な時間帯が続くとみられる。しかし、2015 年後半に住宅市場の持ち直しを受けて資本流出が止まり、CNY が反発に向かうとの見通しを維持する。

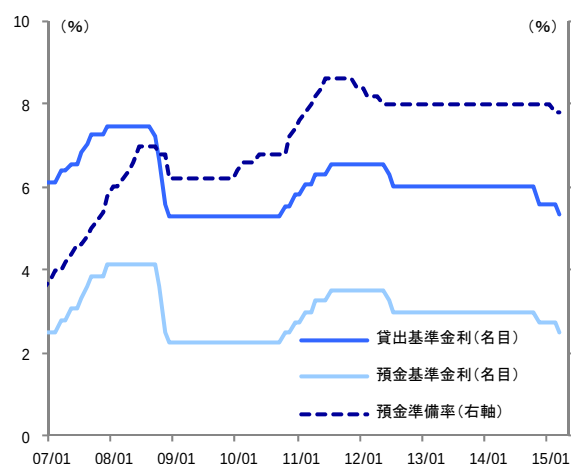
国際為替部
多田出 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

追加利下げの効果は限定的

2月28日、PBoCは貸出基準金利および預金基準金利を25bp引き下げると発表した。これにより、1年物貸出基準金利は5.35%、1年物預金基準金利は2.50%となり、3月1日より適用されている(図表1)。PBoCは2014年11月21日に2年4か月ぶりの利下げに踏み切り、今年2月4日にはRRRを引き下げていた。今回の利下げは3月5日から開催される全国人民代表大会(全人代)の直前に発表されたためタイミング的にはやや意外感があったものの、利下げは時間の問題と広く考えられていたため利下げ自体にサプライズはない。また、PBoCは利下げと同時に預金金利の上限を基準値の1.2倍から1.3倍に引き上げており、金利自由化が一段と推進されている。前回利下げの際にも預金金利の上限はそれまでの1.1倍から1.2倍へと引き上げられたが、結果として預金金利上限は3.30%に据え置かれた(利下げ前の1年物預金金利の上限は $3.00\% \times 1.1$ 倍で3.30%、利下げ後は $2.75\% \times 1.2$ 倍で3.30%)。今回も預金金利上限は3.30%から3.25%($2.50\% \times 1.3$ 倍)に下がったにすぎず、ほとんど据え置きと言ってよい。

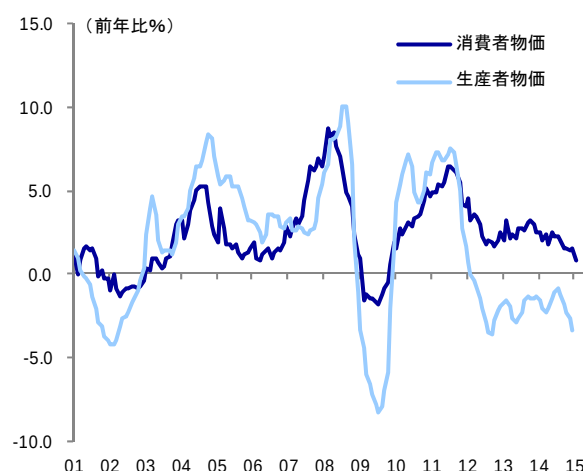
利下げの景気下支え効果については不透明性がある。上述したように、預金金利上限はほとんど引き下げられておらず、マネー・マーケット・ファンドや理財商品などとの資金獲得競争に晒される銀行が預金金利を十分に引き下げられない可能性がある。仮に、預金による調達コストが変わらなければ、銀行は利鞘の確保を図るため、貸出金利の引き下げには消極的になる公算が大きい。また、国内の企業は過剰設備を抱えており、設備投資資金の需要は乏しい。個人の住宅投資などは利下げの効果があるかもしれないが、経済全体への影響は限られよう。

図表 1: 政策金利および預金準備率の推移



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 中国の消費者物価指数と生産者物価指数



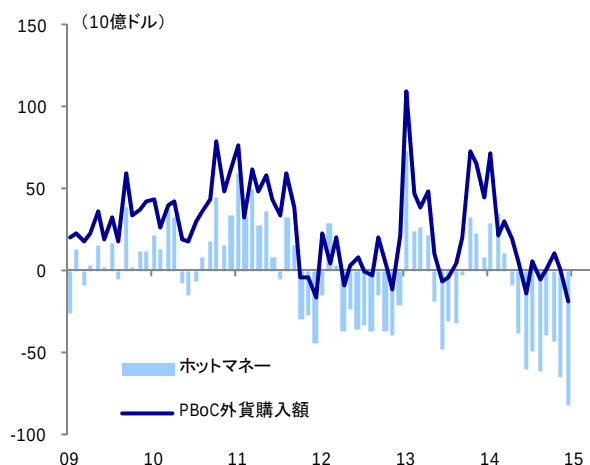
(資料) 中国国家統計局、CEIC、みずほ銀行

PBoC は声明で今回の利下げの重点が「実質金利を経済成長、物価、雇用の基調的トレンドに見合う水準に維持すること」とし、「金融政策の方向性の変更を意味しない」と表明している。インフレ圧力の低下による実質金利の上昇を回避するために利下げを実施するとの論理は前回と同じであり、利下げを実施しながら中立的な政策スタンスを強調する点も変わっていない。国内の過剰生産能力の問題や原油安などを踏まえるとインフレ圧力の低下は当面続くことが予想される（図表 2）。また、PBoC は政府が実施している構造改革の効果が実体経済に現れるまで、金融政策がその間の景気下支え役を担っていると思われ、一段の金融緩和を実施する可能性が高いだろう。

更なる流動性供給も必要か

中国では、住宅価格の下落や昨年の後半から続くドル高の流れ、そして PBoC による金融緩和を受けて資本流出が起こっており、流動性環境が引き締まっている。これまでは、貿易取引や対内直接投資に加え、そのほかの資本流入（いわゆるホットマネー）によって CNY に上昇圧力が掛かり、CNY を取引バンド内に収めるため PBoC が外貨を買い入れる結果、国内に流動性が供給されてきた。しかし、ホットマネーが流出し始めたことに伴い、CNY の需給は実需とホットマネーでバランスし、PBoC による外貨購入額は縮小、もしくは売却に転じている（図表 3）。つまり、これまでの構造とは逆のことが起きており、外貨購入額の減少が国内の流動性供給の縮小を招いているのが現状と推察される。PBoC にとって悩ましいのは、RRR 引き下げなど追加金融緩和に踏み込むほど国内からの資本流出を招く点であり、緩和と資本流出がスパイラル的に起こるリスクがあることであろう。こうした状況下、筆者は、日々設定する CNY の日中取引基準値を安定的に推移させるなどして過度の通貨安期待を牽制しつつ、PBoC が 2015 年前半に更にあと 2 回 RRR を引き下げるとみている。RRR の引き下げには貨幣乗数を高め、マネーサプライや社会融資総量の伸びを支える効果もある。マネーサプライの増加が物価上昇に波及すれば、PBoC が利下げを決定するトリガーとなった実質金利上昇を回避するのに繋がるだろう。

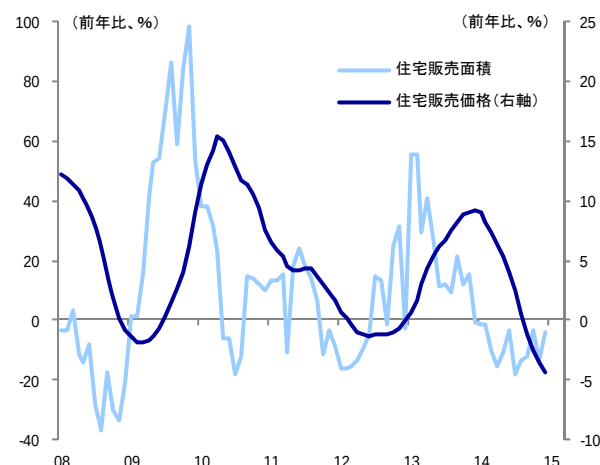
図表 3: 政策金利および預金準備率の推移



(注) ホットマネー = PBoC の外貨購入額 - 貿易収支 - 対内直接投資。

(資料) ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 中国新築住宅販売面積と価格の推移



(資料) 中国国家统计局、CEIC、みずほ銀行

住宅市場の回復とともに CNY は年後半に反発

FRB が出口戦略を進める中、為替市場ではドル高地合いが続いている。中国の金融緩和期待も相俟って短期的には CNY の売り圧力が強まりやすいだろう。市場では PBoC の利下げ発表を受けて、CNY 相場の見通しを下方修正する動きも目立っている印象である。だが、中国の経常収支と直接投資収支 (= 基礎収支) の黒字は継続しており、需給環境は基本的には CNY 上昇圧力が掛かりやすい状況に変わりはない。昨年来の CNY 安はホットマネーの流出が強く作用しており、その動きは住宅価格の下落が大きく影響しているのではないかと筆者は考えている。

中国住宅市場の過去の変動パターンに基づく、住宅販売面積が 9～12 か月程度住宅販売価格に先行する傾向が認められる (図表 4)。在庫水準が既にピークアウトする中、昨年後半から販売面積は減少幅が縮小しつつある。過去のサイクルを踏襲するのであれば、今後住宅価格も徐々に下落幅を縮小し、上昇に転じて行くとみられる。

住宅価格の調整に目途がついてくれば、中国からの資本流出は収まってくるだろう。そうであれば、今起こっているようなホットマネーの流出が主導する CNY の下押し圧力は緩和されるとみる。繰り返しになるが、先行き数か月間は PBoC の金融緩和観測などを背景に中国からの資本流出が継続し、CNY 相場も軟調な時間帯が続くとみられる。しかし、住宅市場の持ち直しを受けて資本流出が止まれば需給は CNY 高を支持することになる。筆者は引き続き 2015 年後半に CNY が反発に向かうとの見通しを維持する。

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。