

通貨ニュース(2015 年 8 月 17 日)

中国人民幣: 来年も燦り続ける人民幣元安リスク

中国人民銀行が人民幣切り下げに走った苦しい懷事情

11 日に中国人民銀行 (PBoC) は、突如として人民幣の基準値を 6.2298 (10 日 6.1162) と前日比 ▲1.9% の大幅な人民幣元安方向に設定。その後も断続的に引き下げ、11~14 日にかけて対ドルで約 ▲4.5% の切り下げを実行した。一連のレート設定に関して、PBoC は市場実勢レートをより適切に反映するために、一度限りの補正を行ったと説明しており、今次補正はむしろ「為替レートの自由化」の一環とも述べた。

国際為替部

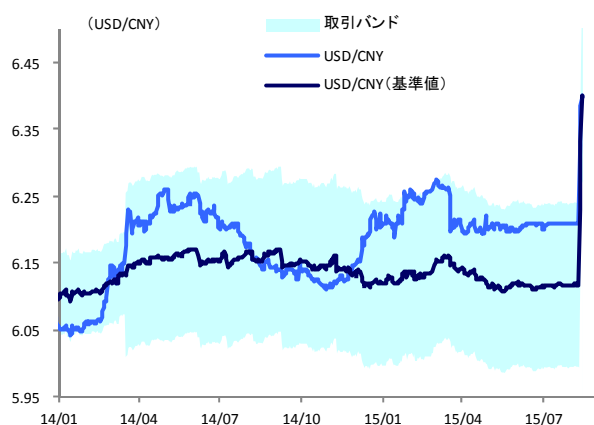
佐々木 貴彦

03-3242-7065

Takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp

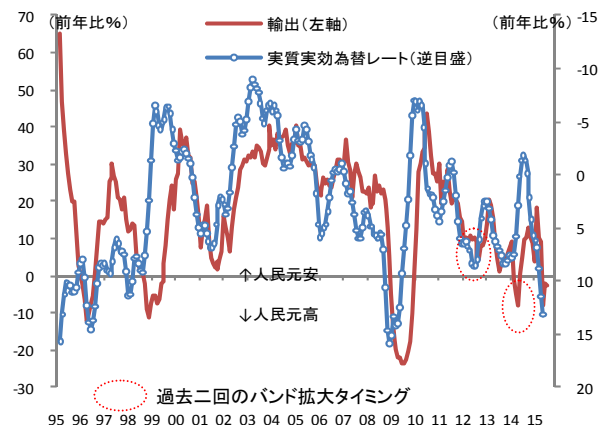
但し、額面通り市場自由化の流れの中で今回の決定がなされたと見る市場参加者は少ない。むしろ、前週末 8 日に発表された中国 7 月貿易黒字が 430.3 億ドルと、市場予想 (532.5 億ドル) を大きく下回る結果となり、輸出が前年比 ▲8.3% と 4 か月ぶりの大幅な減少となったことを受けて、輸出振興のために CNY 安政策を実施したとの解釈が妥当だろう。実際、7 月 24 日に国務院が輸出入の安定成長を促すために、CNY の日次変動幅 (バンド) 拡大を検討する旨の政策意見を公表しており、輸出振興のための為替政策が事前に検討されていたとみられる。来年に IMF 特別引き出し権 (SDR) 構成通貨への採用の是非を控える中で、バンド拡大等の制度変更を伴う政策は実質的な「介入」と受け止められかねない。中国政府がそうした為替政策は SDR 採用の阻害要因になると判断し、為替市場の「自由化」とも主張できる「基準値を市場実勢値に近付ける政策」を取ったと考えられる。尚、過去 2012 年、2014 年も同様に輸出伸び率 (前年比) が落ち込むと、PBoC は人民幣元安誘導→日次変動バンド拡大を実行しており、今回が三度目になる。

図表 1: USD/CNY と基準仲値 (14 年初来~)



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 中国 実質実効為替レートと輸出



(資料)CEIC、みずほ銀行

実効為替レートと輸出の相関関係は、人民元安一服を示唆

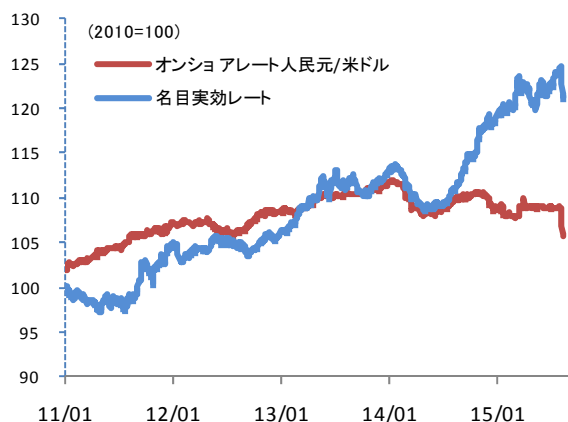
今後も PBoC が人民元安を志向するかどうかは、対ドルレートよりも実効為替レートを見る必要がある。実効為替レートとは、貿易相手国通貨との為替レートと貿易シェアを加味した通貨の総合的な強弱を示す指標である。今回のように輸出振興が焦点にあたる場合には、輸出競争力をより適切に反映する同レートを PBoC は参照していると思われる。足許の同レートの動向を確認してみると、2014 年下旬以降急激に上昇している。これは人民元要因というよりも、ユーロがギリシャ債務懸念を背景に大崩れし、対ユーロで人民元の価値が大幅に上昇したことが主な理由である。こうして主要貿易相手地域であるユーロ圏との貿易で為替レートの面から苦境に立たされる中、2015 年に入り今度はアジア通貨安が大幅に進行。人民元はいつのまにか他通貨(除く対ドル)対比独歩高となり、遂に輸出が伸び悩む結果となった。こうした状況を打破すべく、今回の大幅な人民元切り下げが実行されたと考えられる。

では、どこまで人民元安が必要なのだろうか。実効為替レートの前年比と輸出前年比伸び率を見ると、概ね実効為替レートに 2～3 か月遅れて、輸出伸び率が上下しているのがわかる。この傾向に照らし合わせれば、現水準(対ドル 6.40 近辺)でも、輸出の持ち直しを期待できるレベルに既に来ている。だからこそ、13 日に張 PBoC 総裁助理(副総裁)から「乖離の是正は基本的に終えた」との発言が聞かれ、14 日の基準値は大幅切り下げ開始以降初めて、前日比人民元高方向に設定されたと推測される。

後は米ドルに合わせて微調整

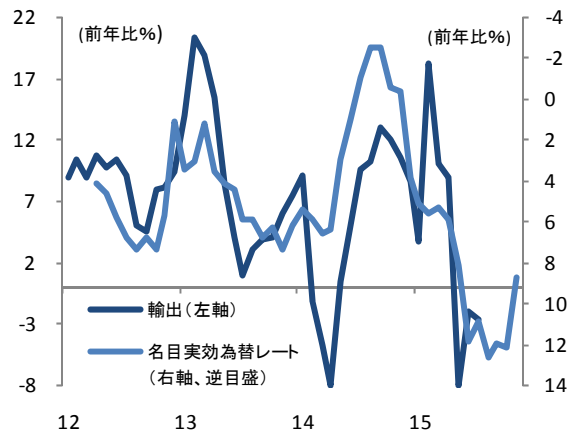
以上の事実を照らし合わせれば、PBoC がより大幅な人民元安を志向しているとは考え難い。後は、FRB による利上げ時期が近づき、他アジア通貨が対ドル安になる中、平仄を合わせて緩やかな人民元安を目指すと考えている。一部には、実効レートを 2014 年上半の状態に戻すために更なる大幅な人民元安を志向するとの指摘もあるが、現状では人民元が対ドル大幅安となれば、つられて他アジア通貨安となるため、結局、思った以上の実効レートの変化は起きないと思

図表 3：14 年より実効為替レートは急上昇



(資料) BIS、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4：名目実効為替レートは輸出の持ち直しを示唆



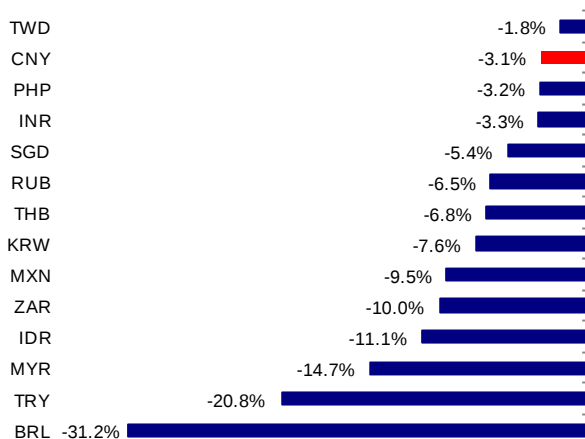
(資料) CEIC、みずほ銀行 (注) 名目実効レートは 3 か月先ずらし

われる。むしろ追加切り下げは、大幅な人民元安懸念を膨らませ、資本流出を加速させるだけでなく、来年 9 月に予定されている IMF 特別引き出し権 (SDR) バスケット構成通貨への人民元採用にも多大なる悪影響を与えるだろう。こうした環境に照らし合わせれば、年内は様子見、刺激が必要であれば為替ではなく金利引き下げ等金融政策で実行してくると予想している。尚、PBoC が様子見を続けているかどうかは、昨年の約 4 兆ドルをピークに減り続けている外貨準備の残高推移にて確認していきたい。(ドル売り介入の影響で 2014 年 6 月末時点の 4 兆ドルから 2015 年 7 月末時点で 3.65 兆ドルまで減少している。)

2016 年の人民元動向は全人代の成長目標次第

2016 年以降の人民元については、例年 3 月に開催される全国人民代表大会 (以下、全人代) において、GDP 目標 (現在、7%) が引き下げられるか否かにかかってくると考えている。本年に関していえば、中国政府は「一帯一路」構想を起爆剤に株式への投資活発化させることで、金融業や個人消費の活性化し、成長目標を達成しようと試みたものの、結果は見てのとおり資本市場をコントロールする難しさを改めて思い知ることとなった。こうした反省から、来年はより持続性に焦点をあて、成長目標を下げると見ている。そうなれば、今年のように輸出を伸ばすために、人民元安方向を維持するプレッシャーも後退すると考えている。逆説的にいえば、来年も中国政府が現目標に固執するようであれば、2016 年の人民元は大幅安のリスクを抱えることとなる。PBoC は、過度にレートを安定させてから、大きく動かす傾向にあることから、レート安定推移後にくる大幅安には今後も注意が必要となる。

図表 5：新興国通貨別騰落率 (2015 年初来、対ドル)



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行 (注)8 月 13 日引け時点

図表 6：CNY 見通しレンジ

2015 年	1～7 月(実績)	8～9 月期	10～12 月期
	6.1818 ～ 6.2779 (6.2097)	6.32 ～ 6.52 (6.40)	6.37 ～ 6.57 (6.45)
2016 年	1～3 月期	4～6 月期	7～9 月期
	6.33 ～ 6.50 (6.40)	6.29 ～ 6.46 (6.36)	6.23 ～ 6.37 (6.30)

(注) 1. 実績の欄は 7 月 31 日までで、カッコ内は 7 月 31 日のクローズ。
2. 実績値はブルームバーグの値などを参照。
3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。

(資料) CEIC、みずほ銀行

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。