

通貨ニュース(2015 年 12 月 10 日)

中国人民元:11 月貿易統計は CNY 安基調の継続を示唆か

11 月貿易統計は予想に反して冴えない内容に

8 日に発表された中国 11 月貿易統計では、輸出が前年比 ▲6.8% (市場予想: 同 ▲5.0%、10 月: 同 ▲6.9%) と市場予想及び前月実績も下回る結果となった。一方で、輸入は前年比 ▲8.7% (市場予想: 同 ▲11.9%、10 月: 同 ▲18.8%) と市場予想及び前月実績を上回った。名目実効為替レート(前年比)の下落に 3 か月程度遅れて輸出が増加する傾向があることから、8 月に行われた CNY の実質的な切り下げ効果が 11 月の貿易統計から本格的に顕在化すると考えていたものの、予想以上に時間がかかっている模様だ。

そもそも自国通貨切り下げ策は、輸出価格を下げる代わりに、数量の伸びによって輸出金額(=価格×数量)を引き上げる政策である。2012 年の CNY 安局面では、輸出価格が下がり、輸出金額は増えるという上述の関係性が見られた。片や CNY 高局面では、通貨高が輸出価格引き上げに繋がるとは限らない。実際、2013 年の CNY 高局面では、輸出価格は上昇せずむしろ低下基調が続いた。これは為替レートの変動分を、輸出価格に上乗せするのが難しい状況になっていることを示唆している。そのため、2014 年に再び CNY 安局面が訪れたものの、今まで圧縮されていた利益を取り戻すために、輸出企業が輸出価格を引き下げるまでには時間がかかっている。2015 年前半においても 2013 年時と比較して CNY 高が進む中、輸出価格を引き下げているため、輸出企業の利益は前回の CNY 高局面以上に圧迫されていたと想定される。ゆえに、8 月の CNY 切り下げが輸出価格引き下げに繋がるのには今まで(3 か月程度)以上に時間かかることが見込まれる。実際、10 月輸出価格指数(2 か月遅れで公表)は、CNY 安基調が続いているにも拘わ

国際為替部

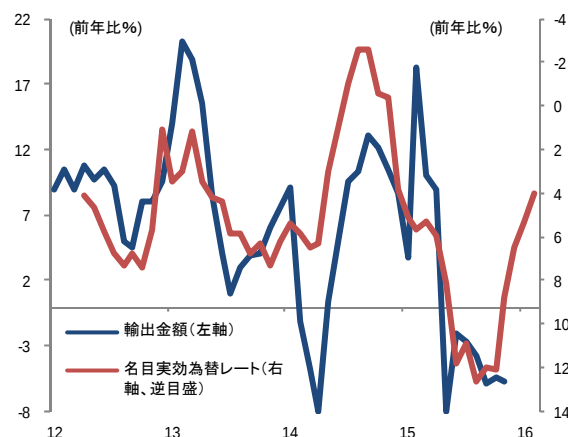
マーケット・エコノミスト

佐々木 貴彦

03-3242-7065

takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp

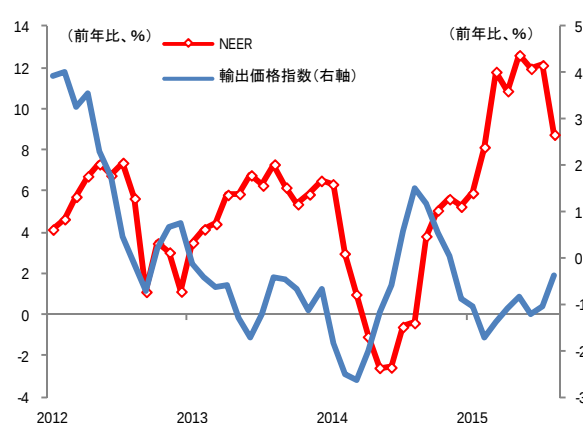
図表 1: NEER (名目実効為替レート) と輸出金額



(資料)CEIC、ブルームバーグ、みずほ銀行

(注)NEER は 3 か月先ずらし、輸出は 3 か月移動平均

図表 2: NEER と輸出価格



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

(注)NEER と輸出ともに 3 か月平均

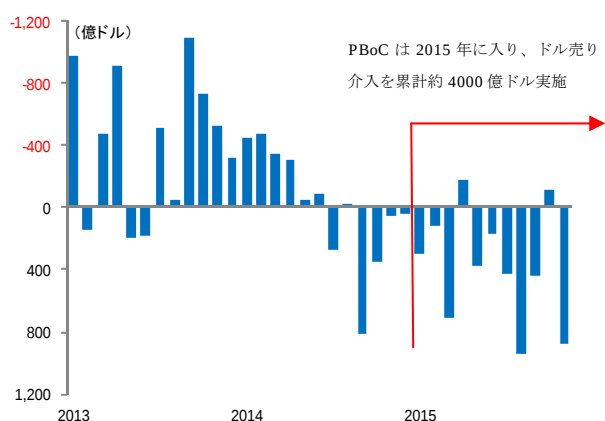
らず、前年比+1.3%と9月(同+1.1%)から小幅ながらも加速しており、CNY 安が輸出価格引き下げに未だ繋がっていないことを示している。

しかし、中国人民銀行(PBoC)はドル売り介入により CNY 安のペースを緩める輸出企業の振興を考えれば、PBoC は積極的に CNY 安を許容しそうだが、実情は異なる。7日に発表された中国11月外貨準備は、3.44兆ドルと10月(3.53兆ドル)から約9000億ドル減少した。これは実質的な CNY 切り下げを行った8月以来の大規模なドル売り介入を11月に行ったことを表わしており、PBoC は為替市場全体でドル高が進む中、急激な CNY 安を阻止しようと動いていたことを示している。PBoC がここまで CNY 安を止めようとしているのは、引き続き資金流出を懸念しているのだろう。外貨預金増減などから推計される9月の資金流出量は1950億ドルとなっており、中国11月貿易収支が541億ドルだったことと比較すると、急速かつ大規模に発生したことがわかる。10月の資金流出量は610億ドルと減少したものの、予約を用いた CNY 売り規制の施行開始などによる一時的な影響と考えられることから、潜在的な流出圧力は残存していると推測される。急速な資金流出を容認すれば、CNY 安が急激に進み、輸入企業や輸入価格上昇を通じた国内消費への悪影響が懸念されるために PBoC は積極的な介入を実行したと推測される。

PBoC にとって最良の策は緩やかな CNY 安基調の継続

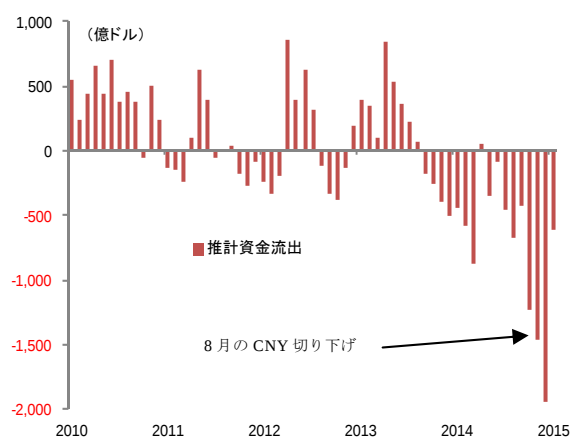
PBoC はドル高が進む中、USD/CNY を無理に安定させれば NEER (名目実効レート) の上昇を招き輸出産業にマイナスの影響が出てしまう一方で、CNY 安の勢いを削がなければ資金流出の勢いが加速し、輸入企業や国内消費に悪影響を及ぼしかねないというジレンマに陥っている。

図表3：中国 外貨準備増減



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行
(注)コメントは筆者追記

図表4：推計資金流出量



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行
(注)推計資金流出量＝
貿易収支-中国国内銀行の外貨売却額-中国国内外貨預金増減

輸出金額が減少傾向にある現状下では、ドル高の流れに合わせて CNY 安を許容するが、CNY 安が加速する場面では随時ドル売り介入を実行し、CNY 安による悪影響を限定的に留めておくのが、PBoCにとって最良の策だと考える。12月15～16日の FOMC において米利上げが実行され、来年初も追加利上げ期待が熾ぶりドル高圧力も残存すると想定される。斯かる状況下、更に輸出回復が遅れることで、2016年初もしばらく CNY 安基調が続く可能性が高くなっていると言えよう。

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。