

通貨ニュース(2016 年 3 月 25 日)

人民元:全人代、FOMC 後の中国為替政策を占う

輸出回復を狙うも、失敗に終わりつつある通貨安政策

3 月 5～16 日に亘って開催された全国人民代表者大会(以下、全人代)について分析する前に、昨年 8 月の基準値大幅切り下げから始まる中国人民銀行(PBoC)の為替政策について総括したい。CNY の日次変動幅を拡大し、為替レートの柔軟性を高め始めた 2012 年以降、PBoC が CNY 安方向に基準値を切り下げる前には、輸出の低下基調が見られた。こうした事実から察するに、2012 年や 2014 年の基準値切り下げは輸出の持ち直しを主眼としたものであり、2015 年 8 月の大幅切り下げ時も、減速しつつあった輸出を回復させる狙いがあったと見られる。しかし、その後も輸出は回復せず、むしろ資本流出の加速という、通貨安政策の負の面が目立つ結果となった。以前と比べると、米国の輸入量が減少するなど外部環境が厳しさを増していたほか、CNY 安方向の調整幅が過去対比であまりにも大きかったため、市場参加者の不安が高まり、CNY 売り需要を大きく喚起してしまったことが主因とみられる。

国際為替部

マーケット・エコノミスト

佐々木 貴彦

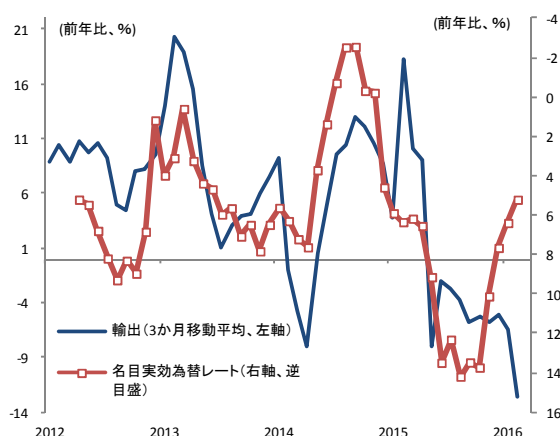
03-3242-7065

takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp

輸出動向が中国為替政策に与える影響度が下がる

こうした対外情勢の変化に鑑みてか、全人代においては、2016 年の各種目標値から貿易量目標は外れることとなった。輸出動向は、GDP の約 4 割を占める製造業の動向に影響を与えるため引き続き重要ではあるものの、政策目標から外れたことで、昨年と比べて為替政策に与える重要度という意味では低くなったと言える。なお、消費者物価指数の目標値が据え置かれる中、マネーサプライM2の目標

図表 1: 輸出と名目実効為替レート (NEER)



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

(注)NEER は BIS 2010-2013 の貿易量を基準に筆者が計算

図表 2: 全人代 各種目標値

	前年目標値	今年目標値
実質GDP (前年比)	+7.0%前後	+6.5%～+7.0%
財政収支 (対GDP比)	▲2.3%	▲3.0%
消費者物価指数 (前年比)	+3.0%前後	+3.0%前後
マネーサプライM2 (前年比)	+12.0%前後	+13.0%前後
貿易量 (前年比)	+6.0%前後	廃止

(資料)各種報道、みずほ銀行

値が引き上がったことは、緩和的な金融政策が今年も続くことを示唆している。しかし、CNY 安に繋がりがやすい基準金利引き下げは避けられ、預金準備率の引き下げが選好されると予想する。

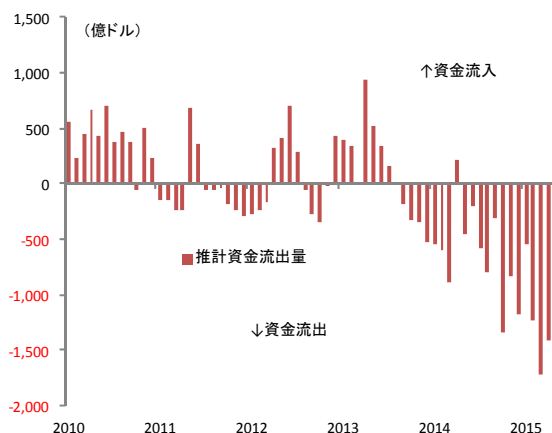
周 PBoC 総裁は輸出低迷よりも資本流出圧力の高まりを懸念

輸出が為替政策に与える重要度が低くなってきていることは、12 日に周 PBoC 総裁が、「為替相場によって競争力を調整する必要はない」と発言し、21 日に李首相が「CNY 安を通じて輸出を刺激することはない」と発言をしていることから窺える。また、周総裁は「資本流出は平静を取り戻し、正常な水準になりつつある」とも発言し、CNY の安定に安堵を見せた。発言前の 7 日に発表された中国 2 月外貨準備が 3 兆 203 億ドルとなり、1 月（3 兆 2309 億ドル）からの減少額は約▲280 億ドルと、前月に見られた約▲1000 億ドルの減少と比較すると、資本流出圧力が後退したことが今回の総裁発言に繋がったと見られる。周総裁は、CNY 安基調が加速し出した昨年 11 月や 2 月に過度な CNY 安をけん制する発言をしており、昨年 8 月の切り下げ以降、資本流出を注視している様子が窺える。

FOMC 前後の動きは、ドル高・安の流れに沿う基準値設定が当面続くことを示唆

PBoC は「通貨バスケットで見た CNY を重視している」と昨年末に発表、為替市場全体の動きと CNY の連動を高めることを示唆した。実際、先週の FOMC 前にドル高に切り返す局面では、基準値は CNY 安方向に設定され、FOMC において政策金利見通しが引き下げられたことでドル安の流れになると、CNY 高方向に設定された。昨年からの切り下げが輸出の回復に繋がらないまま、資本流出圧力を拡大させてしまった反省から、為替市場全体の動きから乖離した基準値の設定は避けられ、当面はドル高・安の流れに沿った設定が続くだろう。また、ドル高が進展し続けない限り、今後の大幅切り下げには相当慎重になると予想する。

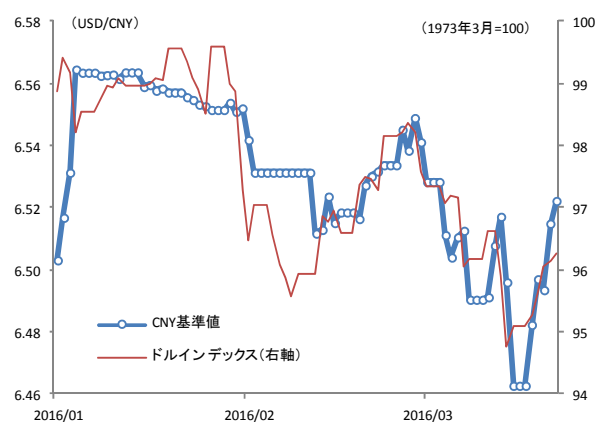
図表 3：推計資本流出量



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

(注)2016 年 1 月が最新データ、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

図表 4：基準値とドルインデックス（年初来）



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

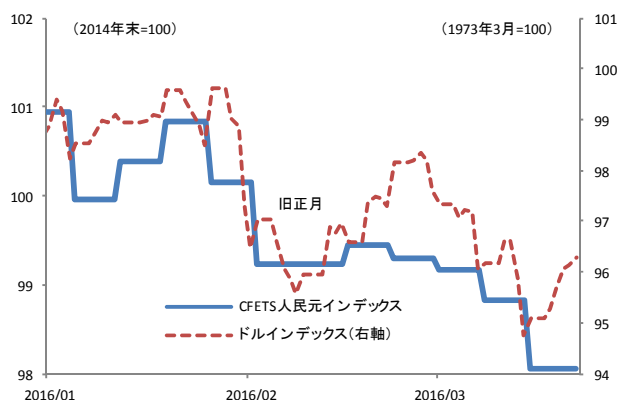
通貨バスケットで見た CNY は若干低下、PBoC の本音は CNY 安にあるか

しかしながら、PBoC が通貨バスケットとして参照していると言われる中国外貨取引センター (CFETS) 発表の CFETS 人民元インデックスベースで見ると、緩やかに CNY 安が進んでいる。詳細な動きを見ると、ドル高の時はインデックスベースでほぼ横ばいになるよう基準値を設定し、一方でドル安の時は、インデックスベースで CNY 安になるよう基準値を設定している。基準値の方向感ドル高・ドル安の流れに従うものの、通貨バスケットで見た水準は徐々に CNY 安方向に誘導したいという PBoC の意図があると考えられる。なお、ドル安時に水準を下げていいるのは、市場に混乱をきたすのを避けるためだろう。今後 FRB が米利上げペースを鈍化させるに伴い、ドル安の動きが見られたとしても、他の主要通貨が対ドルで上昇する速度に比べて、CNY の対ドルでの上昇速度は緩やかになる可能性があると言えよう。

リスクは引き続き CNY 安方向に存在、不動産市場の失速などが懸念される

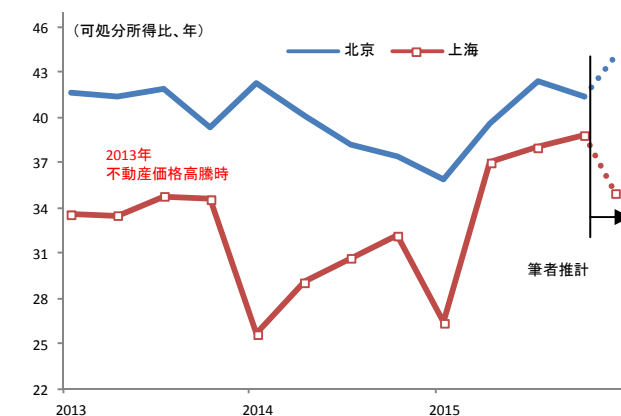
なお、リスクは引き続き CNY 安方向に存在する。ドル高トレンドが予想以上に長引いてしまった場合、ドル売り介入の原資であり、CNY 相場安定の源であった外貨準備の減少が懸念される。また、不動産市場の失速も不安材料だろう。不動産価格の上昇をけん引してきた、北京・上海の不動産価格を一人当たりの可処分所得比で見ると、前回に不動産価格が高騰した 2013 年の水準に達しており、過熱圏に差し掛かっていることを示唆している。それでも不動産販売が好調なのは、PBoC による基準金利引き下げや預金準備率引き下げを受けた流動性の改善と、各都市で相次いだ頭金の引き下げなどが背景にあると推測される。流動性について、政策目標であるマネーサプライ M2 で見ると、2 月時点で前年比+13.3%と目標値 (同+13%) 近辺まで既に上昇しており、今以上の流動性供給は見込みがたい。リーマンショック後、2 回も不動産価格の急騰と急低下に見舞われた経験もあることから、今後の不動産市況の動向に注意が必要となる。

図表 5：CFETS 人民元インデックスとドルインデックス



(資料) ブルームバーグ、みずほ銀行
(注) 表示期間は年初来。CFETS 人民元インデックスは週次データのため、3 月 18 日が最新データ

図表 6：北京・上海の不動産価格 (対可処分所得比)



(資料) CEIC、みずほ銀行
(注) 90 m²の不動産を仮定。2016 年 2 月末については、不動産価格指数から価格を推計し、可処分所得は 2015 年 12 月末の数値を使用。

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。