

通貨ニュース(2016年6月17日)

下落し続ける人民元の実効レートと今後について

対ドルでも実効レートでも下がり続けた人民元

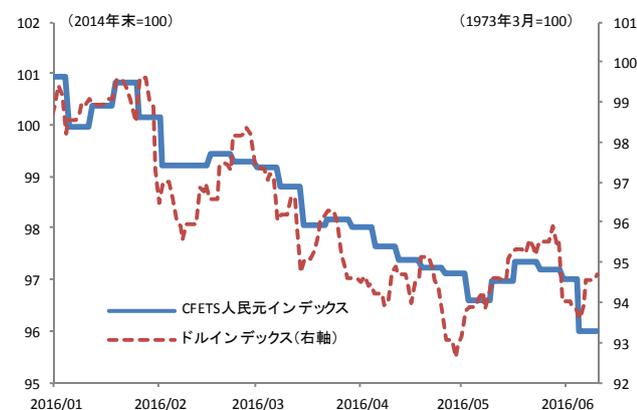
5月におけるドル高の動きを受けて、ドル/人民元(CNY)は6.45近辺から6.60近辺まで売り進められた。米国の利上げ姿勢の後退を受けて、更なる下落こそ避けられているものの、英国のEU離脱(Brexit)に対する懸念の高まりを背景に安値圏での推移が続いている。また、対ドルもさることながら、名目実効為替レート(NEER)で見た人民元も下落している。中国人民銀行(PBoC)が人民元のNEERとして参照しているCFETS人民元インデックス(CFETSインデックス)は、年初こそ101近辺で推移するも、徐々に下落し、10日発表時点では96.01まで下落した。

もともと、PBoCが押し下げたというよりは、NEERの下落を積極的に容認したと見ている。NEER算出時に使用する貿易ウェイトに基づけば、ドルよりも、ユーロや円を始めとしたドル以外の通貨の値動きがNEERに大きな影響を与える。そのため、ドル安の流れを受けて円高やユーロ高になれば、人民元のNEERは自ずと下がりやすくなる。逆もまた然りで、ドル高となれば、円安やユーロ安などを通じてNEERは上昇しやすくなる。実際、ドル安の局面でCFETS人民元インデックスが下がり、ドル高の局面で上がっているのは、PBoCの市場操作ではなく、ドル安・ドル高の流れに沿ってNEERが推移していることを示唆している。

「高すぎる人民元」が輸出の重荷に

PBoCが人民元のNEER下落を容認している背景には、同レートが高すぎて輸出

図表1：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、CEIC、みずほ銀行
(注)CFETS人民元インデックスは週次データ

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2：交易条件と実質実効為替レート

2010年から2016年4月までの変化率(%)

	交易条件	実質実効為替レート
ドイツ	+8	▲8
日本	+10	▲22
韓国	+2	+9
台湾	+7	▲0
タイ(注)	+11	▲1
中国(注)	+2	+25

(資料)世界銀行、各国中央銀行、世銀、みずほ銀行
(注)2010年は2010年の月次平均、タイは2016年3月までの変化率、中国はデータの制約上、2014年までの変化率

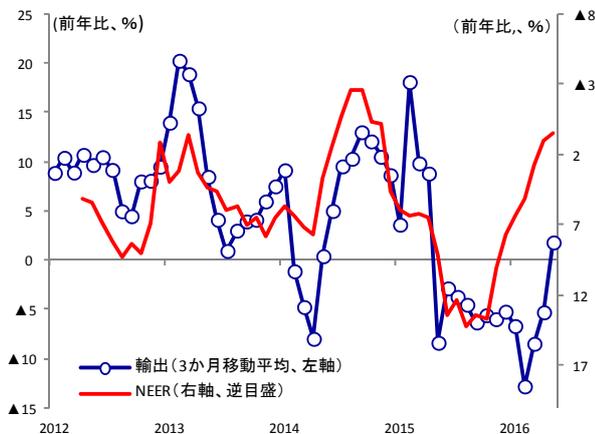
産業の不振に繋がっているという認識があると推測される。PBoC は 2012 年、2014 年にも人民元安誘導を実施したが、いずれの場合も前後して輸出の落ち込みが見られている。今回も、2014 年後半から NEER が上昇し、輸出の落ち込みが激しくなった 2015 年 8 月に基準値を大幅な CNY 安方向に設定している。過去の例に従えば、本格的に輸出が持ち直すまで、PBoC は NEER 下落を志向するだろう。理論的に見ても人民元が過度に高い状態であることを、交易条件(※)と実質実効為替レート(REER、NEER にインフレ率を加味した実効レート)が示している。輸出が経済の中で重要な役割を果たすと考えられている、日本、ドイツ、韓国、台湾、タイ、中国について、交易条件と REER の動きを比較すると、中国だけが交易条件の改善幅に対し、REER の上昇幅が大きくなっている。これは、人民元が高くなり過ぎており、輸出に悪影響が懸念される水準にあることを示している。

※理論的に交易条件指数は、貿易取引を通じて均衡すべき実質実効為替レートの水準を示すと考えられている。

実効レートの下落は輸出の回復に繋がりは始める

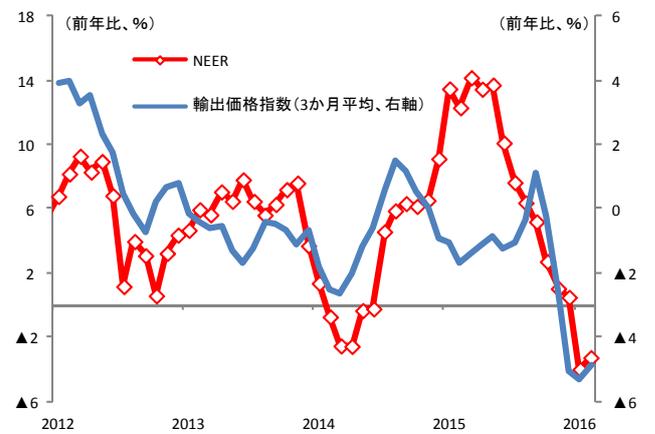
なお、ここもとの NEER の下落は、過去に比べると大分遅れたものの、輸出の持ち直しに寄与し始めている。2015 年から 2016 年初までは、低下基調が続いていたが、春節以降の輸出は単月で前年比プラスを記録するなど減速傾向から抜け出しつつある。また、変化は輸出価格にも見られる。2015 年後半から NEER は下落基調となるも、輸出価格は前年を上回り続けていた。背景には、2014 年からの急な NEER の上昇にも拘わらず、輸出価格を据え置かれたことで利益が圧縮されていた分、中国の輸出企業が価格を低下させる余力がなくなっていたと推測される。実際、統計局が発表する中国一般企業総利益を見ると、2015 年は 10 か月中 8 か月で前年比マイナスとなっている(年初 2 か月については数値が公表されない)。しかしながら、2016 年に入ると企業総利益は前年比プラスに転じ、NEER と輸出価格

図表 3 : 人民元の NEER と輸出



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行
 (注)名目実効為替レートは輸出に 3 か月先行させている。

図表 4 : 人民元の NEER と輸出価格



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行
 (注)NEER については、BIS 方式を採用。BIS 公式実効為替レートは、翌月公表されるため、貿易シェアが 0.1%を超える主要貿易相手国のみ計算に入れて速報値を筆者が算出。

の相関が再び強くなった。これは、中国企業が価格を引き下げる余裕が生まれたことを示唆している。今後は、NEER の下落と共に輸出価格の低下が見込まれることから、中国の国際競争力が回復するだろう。過去の人民元安局面と比較すれば、効果の顕在化に時間がかかったものの、PBoC が進めてきた通貨安政策が結実し始めていると言えよう。

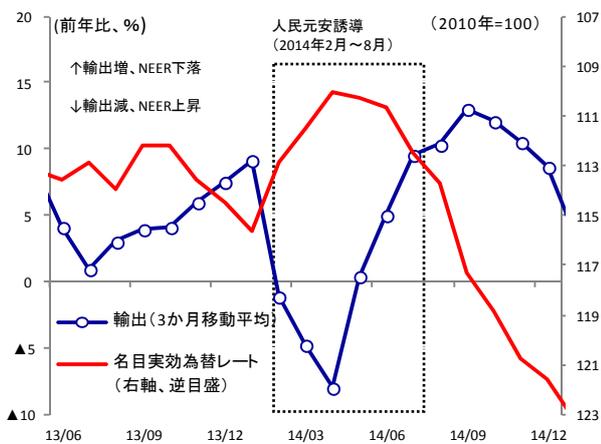
人民元の NEER は少なくとも 2016 年一杯は下がり続けると予想

焦点は、PBoC が人民元の実効レート下落をどこまで容認し続けるかである。前回（2014 年）に人民元安政策を導入した時は、輸出が上昇基調を取り戻し、前年比の伸びが減速前の水準に戻すまで NEER の下落が続いた。今回については、輸出が旧正月明けから改善しつつあり、今のペースを保ち続けられれば、半年ほどで減速前の水準に戻ることが出来る。PBoC が前回と同様に行動するとすれば、NEER の下落を今年一杯は志向し続け、輸出の回復を後押しすると考える。

ドル高局面が長引けば CNY 急落リスクが大きくなる

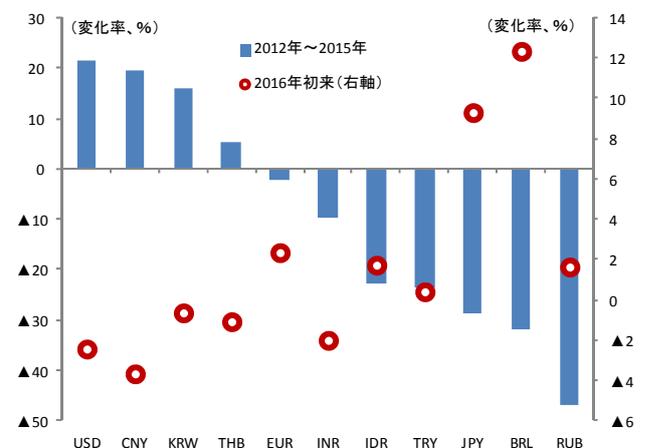
PBoC は、人民元の NEER 下落を志向する一方で、資本流出の加速を避けるために CNY の急落も回避したいという意向を持っている。その PBoC にとって、対処が難しいのはドル高の動きである。足許は過去のドル高・人民元高の動きが反転し、ドル安・人民元安となった結果、CNY は底割れすることなく推移しているが、ドル高となれば CNY は急落リスクに晒される。短期間のドル高基調であれば、PBoC は介入や資本規制の強化などで CNY の下落速度を緩やかにすることができるだろう。しかしながら、ドル高の進展が長期に亘ると、人民元の NEER は上昇してしまうため、PBoC としても放置するわけにはいかず、やがて耐えきれずに昨年 8 月や年初のような大幅切り下げが行われるリスクが高いと考えている。

図表 5：2014 年の人民元安誘導時における NEER と輸出



(資料) BIS、ブルームバーグ、みずほ銀行
 (注) NEER については、BIS 方式を採用。BIS 公式実効為替レートは、翌月公表されるため、貿易シェアが 0.1% を超える主要貿易相手国のみ計算に入れて速報値を筆者が算出。

図表 6：NEER 変化率（ドル、ユーロ、円・新興国通貨）



(資料) ブルームバーグ、BIS、みずほ銀行
 (注) 棒グラフは 2012 年初から 2015 年末までの NEER 変化率、各点は 2016 年初から 4 月までの各通貨の NEER 変化率を示す

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。