

## 通貨ニュース(2016 年 7 月 15 日)

## 中国人民銀行は人民元安志向を強める

## 中国人民銀行(PBoC)は 2015 年より人民元安政策を進める

PBoC は、6 月 23 日の英国国民投票において、EU 離脱 (Brexit) 派が勝利した後、通貨安志向を強めている。PBoC は輸出の落ち込みを背景に、2015 年 8 月にドル/人民元を人民元安方向に大きく切り下げ、通貨安方向へ為替政策を転換した。しかしながら、突然の大幅切り下げは、中国経済の先行き懸念にも繋がり、資本流出圧力を高める結果となった。

国際為替部

マーケット・エコノミスト

佐々木 貴彦

03-3242-7065

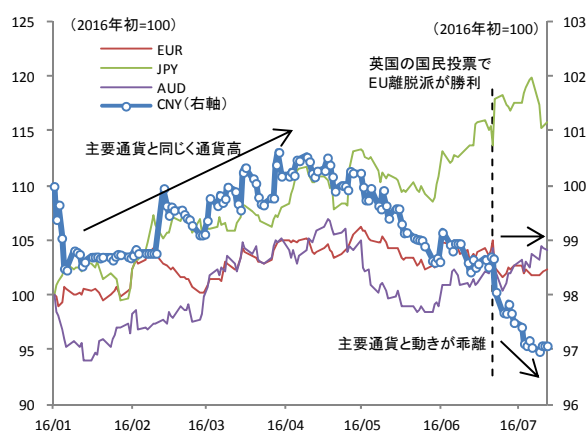
takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp

そのため、PBoC は 2015 年 12 月に為替政策の対象として対ドルのレートだけではなく、対円や対ユーロなども考慮した通貨バスケット、すなわち人民元の名目実効為替レート(以下、NEER)をより重視すると発表した。また、2016 年初に再びドル/人民元を人民元安方向に切り下げてから英国の国民投票までは、ドルインデックスの動きに合わせて、ドル/人民元を推移させた。その結果、市場の人民元急落懸念は後退し、資本流出額も縮小した。

## 英国の国民投票後は、人民元の NEER 下落を最優先に

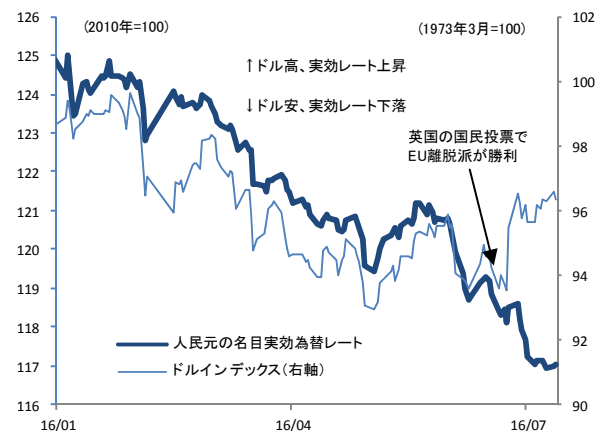
但し、PBoC は、他の主要通貨に比べて、ドル/人民元の値動きを緩やかにすることを志向した。そのため、年初からドル安時には、他の主要通貨が対ドルで上昇する速度に対し、人民元の対ドル上昇速度は緩やかとなり、結果的に NEER が下落し、輸出の持ち直しや景況感の改善が実現していた。

図表 1: 主要通貨と人民元の年初来騰落率推移 (対ドル)



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: ドルインデックスと人民元の名目実効為替レート



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

(注) 名目実効レートは、BIS 方式に基づいた筆者計算値

この政策はドル安時には、ドル/人民元の安定と NEER 下落を両立することが出来る一方、ドル高時には、他の主要通貨が対ドルで下落する速度に対し、人民元の対ドル下落速度は緩やかとなるため、NEER が上昇し、輸出や景況感を下押しするという欠点があった。実際、PBoC は、ドル高時の NEER 上昇を許容し、ドル/人民元が安定することを英国の国民投票までは優先していた。

ところが、英国の国民投票以後は、ドル高が進む中、ドル/人民元を大きく人民元安方向に推移させた。その後ドル高が一服する状況においても、更に人民元安方向に誘導した。明らかにドル/人民元の安定よりも、NEER の下落を優先させており、PBoC が通貨安政策を強めたことを示唆している。

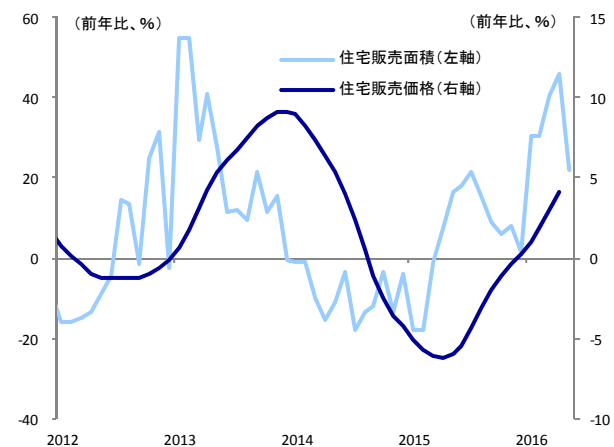
### 政策変更の背景に輸出の先行き懸念か

PBoC が人民元安志向を強めた背景には、中国経済の変化がある。年初から NEER が下落したことで、景況感は持ち直し、輸出の基調も低迷から横這いへと改善した。一方で、低迷する外需に代わり、経済を支えてきた内需の勢いに陰りが見え始めている。特に固定資産投資を支えてきた不動産市況については、先行指標である新築不動産販売面積が、年初からの加速が止まり、不動産価格の減速リスクが高まっている。そのため、外需の回復が GDP 成長目標の達成に向けて重要となるも、Brexit は欧州向けの輸出を下押しする可能性が高い。今回の政策変更の背景には、輸出が再び減速傾向になることを防ぎたいとの PBoC の意図があったと推測される。

### 主要通貨の動きを無視した人民元の動きは長続きできない

問題は、PBoC が主要通貨とドル/人民元の動きを乖離させてまで、人民元の NEER を下落させ続けられるか否かである。PBoC は、主要中央銀行が目標とする、物価の安定維持や雇用促進だけでなく、国際収支の均衡及び金融市場

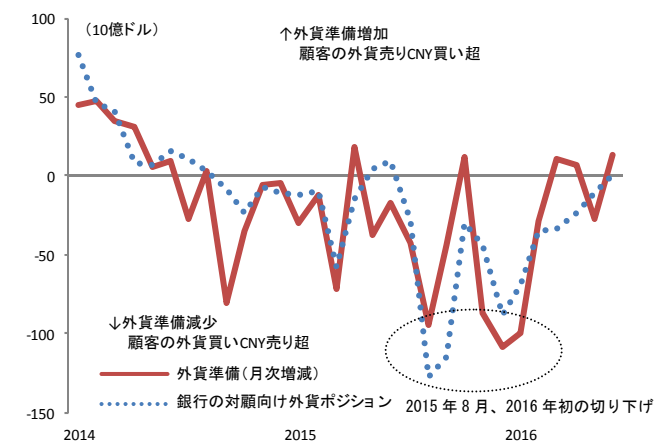
図表 3：住宅販売面積と販売価格



(資料)CEIC、みずほ銀行

(注)住宅販売価格は2016年4月が最新データ

図表 4：外貨準備増減と銀行の対願向けポジション



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

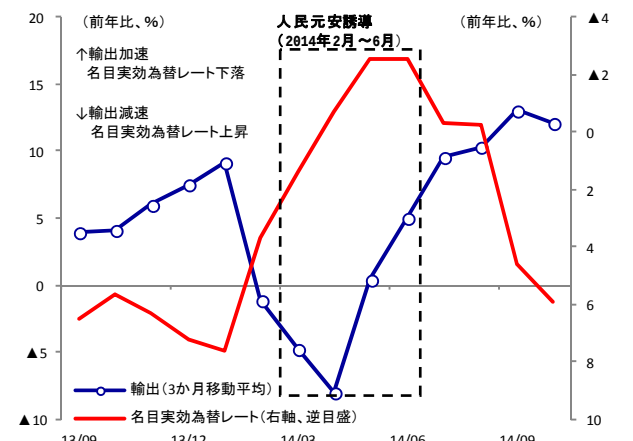
の改革と開放までが政策目標に入っている。そのため、明らかな人民元安政策は、人民元安期待の高まりを背景に資本流出を加速させ、国際収支の均衡を損なう可能性が高いため、継続が難しい。実際、2015 年 8 月と 2016 年初に大きく人民元安方向に切り下げた時は、資本流出が加速したため、PBoC はしばらく人民元安を止め、ドル/人民元の安定を優先させている。

以上の制約条件を考えると、PBoC はドル/人民元と主要通貨の動きを乖離させ続けることはできず、再びドル高・ドル安の動きに合わせると予想する。しかしながら、通貨安志向を強めているため、今後についてはドル高が進むと対ドルで従来よりも大幅な人民元安を容認する一方、ドル安が進んだ場合は、従来よりも対ドルで見た人民元高の速度を抑制すると予想する。そして、人民元安が加速する場合は、2015 年 8 月や 2016 年初のようにドル売り介入や取引規制強化で、押さえ込む可能性が高い。あくまで、資本流出圧力を高めない範囲で、緩やかに人民元の NEER を下落させることを志向するだろう。

### PBoC の通貨安政策を少なくとも 2016 年一杯は続けると予想

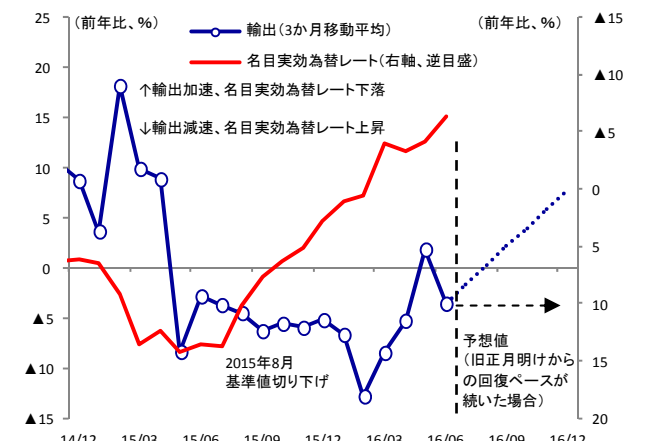
PBoC が通貨安政策をいつまで続けるかは、輸出の持ち直しに依るところが大きいと考える。前回(2014 年 2 月)に人民元安政策を導入した時は、輸出が上昇基調を取り戻し、前年比の伸びが減速前の水準に戻すまで NEER の下落が続いた。今回については、輸出が旧正月明けから減速基調から抜け出したものの、回復ペースは緩やかになっている。そのため、現状の回復ペースが続くとすれば、減速前の水準に戻るには少なくとも年末付近までかかる見込みである。PBoC が前回と同様に行動するとすれば、NEER の下落を今年一杯は志向し続け、輸出の回復を後押しすると予想する。

図表 5：人民元の名目実効為替レートと輸出（前回）



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6：人民元の名目実効為替レートと輸出（今回）



(資料)ブルームバーグ、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。