

通貨ニュース(2016年12月6日)

緩和余地を失いつつある中国人民銀行

CNY が急落する中、中国当局が資本取引規制の強化を検討と報じられる

米大統領選後、トランプ次期大統領が掲げる財政政策への期待を背景にドル高が進行すると、CNY は売り優勢となり、大統領選直前の 6.75 台から 11 月 24 日には 6.92 台へと 2008 年 6 月以来の低水準まで急落した。足許はドル高の勢いが鈍ったことで、6.86 近辺まで買い戻されるも安値圏での推移が続いている。

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

こうした状況下、中国当局は資本取引規制の強化に乗り出しているとの観測が報じられている。11 月 30 日、香港のエコノミック・ジャーナル誌は、中国企業による 5 百万ドルを超える対外直接投資について、外貨管理局(SAFE)の許可が今後は必要になる可能性を報じた。また、2 日には香港のサウスチャイナ・モーニングポスト紙において、買収資金だけではなく、国外企業への人民元建ローンも SAFE の許可が必要となり、貸出額についても上限が設けられると報道されている。

規制強化が実行されるなら、背景は資本流出の抑制か

今後、中国人民銀行(PBoC)ないしは SAFE から公式に資本取引にかかる規制が発表されても何の驚きもない。PBoC は 2015 年 8 月 11 日に基準値を CNY 安方向に大きく切り下げた後、すぐさま同月 31 日に外貨予約(外貨買い・人民元売り予約サイドのみ)に対して外貨リスク準備金の積み立てを義務付けることで、国内の CNY 売り圧力を後退させた前例がある。

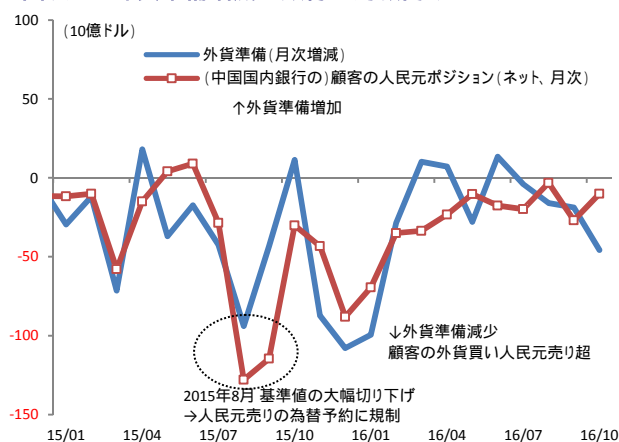
図表 1: USD/CNY 動向



(注) 国慶節が明けた 10 月 10 日以降の値動き、日付は中国時間

(資料) ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 外貨準備増減と銀行の対顧客向けポジション



(資料) ブルームバーグ、CIEC、みずほ銀行

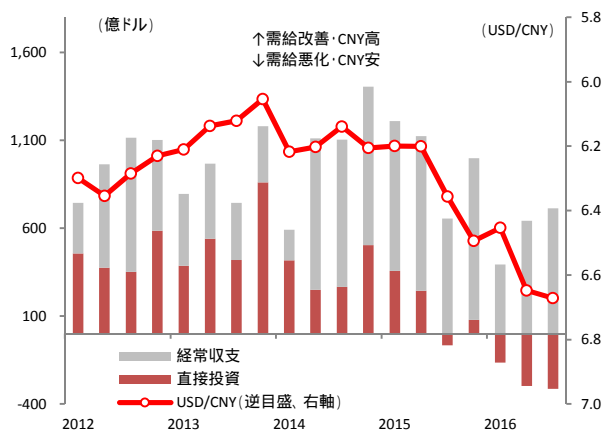
今回報道されている資本規制が 2015 年 8 月と異なる点は、買収にかかる資金や、買収後の資金手当てとして使用される海外向け人民元建てローンなど、対外直接投資に関するフローが焦点になっていることだろう。背景には、中国への海外企業の進出が少なくなる中、中国企業による海外企業買収が活発化したことで直接投資が大きくマイナスに傾いていることが挙げられる。PBoC としては対外直接投資を通じた資金流出を抑えれば、需給環境の改善を背景に CNY が下げ止まることで、更なる資本流出を防ぐことが出来ると考えている模様だ。実際、CNY の需給を示す基礎収支（経常収支+直接投資）は 2015 年以降に悪化しているが、主因は直接投資が黒字から赤字に転じたためである。

資本流出を懸念するのは、流動性の減少から国内金利が上昇するため

PBoC が資本流出の抑制に固執するのは、「国際収支の均衡」が政策目標になっていること、及び資本流出が流動性の減少を引き起こし、国内金利上昇を通じて経済に悪影響を及ぼすためと考えられる。実際、CNY が急落し始めた 10 月から上海銀行間貸出金利（Shibor、期間 3 か月）は 2.80% 近辺から足許は 3.06% 近辺へと、2016 年 2 月以来の高水準まで急上昇した。

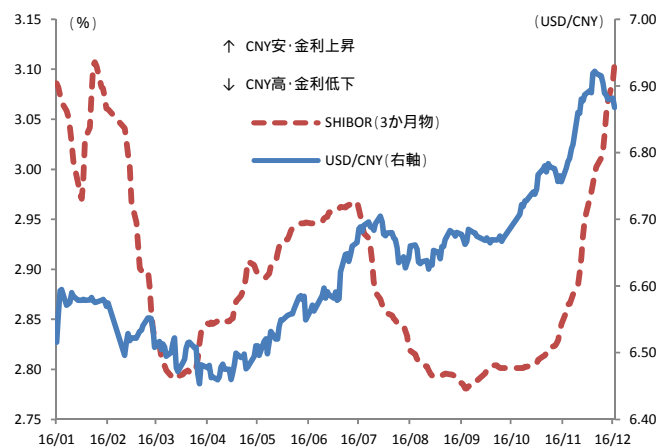
基準金利の引き下げや公開市場操作を通じて流動性供給を増やすという手段も考えられるが、今の PBoC には金融緩和をできる余地が残されていない。緩和すれば、CNY 売り圧力が増大するほか、不動産価格の高騰を助長してしまうためだ。不動産価格は 2015 年 12 月に前年比プラス（+0.24%）に転じると、2016 年 10 月は同+10.11%まで加速し、前回にバブルが懸念された 2013 年末の伸び率を超えてしまった。こうした状況を受けて、北京や上海など各主要都市は不動産投資規制を強めている。PBoC が積極的な流動性供給に踏み切ると規制の効果を弱め、不動産価格の更なる加速を招きかねない。そのため、PBoC は金利上昇を容認せざるをえない状況に追い込まれている。

図表 3：USD/CNY と基礎収支（経常収支+直接投資）



（資料）ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 4：USD/CNY と SHIBOR(3 か月物)



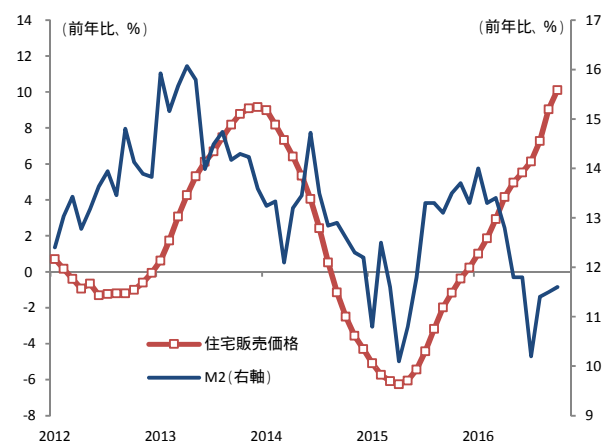
（資料）ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

2017 年の成長目標は引き下がる公算が大きい

2016 年 4～6 月期からの中国 GDP は、設備投資など総資本形成が伸び悩む中、自動車減税を背景とした最終消費支出の伸びと純輸出の改善で政策目標に沿った+6.7%の成長率を維持してきた。しかしながら、減税終了後に最終消費支出は伸び悩む可能性が高く、純輸出にしてもトランプ次期大統領が保護主義的な通商政策を掲げていることを背景に、先行き不透明感は強い。斯かる状況下、FRB による連続的な利上げへの期待も相俟って、CNY は 2017 年も下落し続ける可能性が高い。それは、資本流出を背景に国内金利は上昇基調が続き、不動産投資などが減速することで、中国経済への下押し圧力が高まることを意味する。

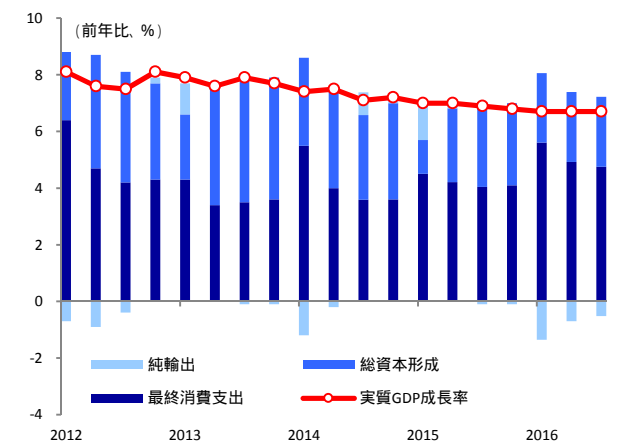
こうした情勢下、11 月 30 日に PBoC の黄益平・貨幣政策委員は「2017 年の成長目標は、2016 年の+6.5%～+7.0%から+6.0%～+7.0%にすべき」と述べるなど、PBoC 高官からも減速の許容を求めるような発言が出されている。2017 年の全人代まで正式な成長率の目標値は発表されないが、現在の経済情勢に鑑みれば、2017 年の目標値は 2016 年より引き下がる公算が大きいと考えている。

図表 5：不動産価格とマネーサプライ（M2）



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 6：中国 実質 GDP



(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。