

2017 年 7 月 19 日

通貨ニュース

中国：通貨安定策の背後で増大する景気減速リスク

- ・ 流動性引き締めのみならず基準値の変更に踏み切るなど、中国人民銀行（PBoC）は通貨安定策を強化している。
- ・ 但し、通貨安定策は輸出の減速に繋がる可能性が高い。内需が弱含んでいる現状に鑑みれば、景気減速ペースを加速させるだろう。
- ・ そのため、輸出の減速傾向が明らかになるに連れ、PBoC は通貨安定から通貨安方向に政策転換すると考える。
- ・ なお、銀行のバランスシートおよび収益が悪化していることに鑑みれば、景気減速は金融システム不安を強める恐れがある。

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

PBoC は通貨安定策を強化

近年、PBoC は大規模な資本流出を抑制するため、人民元安圧力が強まる度にドル売り人民元買い介入や資本取引規制を導入してきた。直近 1 年では流動性を引き締めることにより短期金利を急騰させ、人民元売りポジションの維持を困難にするという方法も用いている。そして 5 月 26 日には、基準値の算出に際し前日のオンショア人民元（CNY）の終値、人民元の通貨バスケットの変動に加え、「逆周期因子」を導入するとした。

声明文では、中国経済が堅調となる中、ドル安が進行しているにも拘らず基準値は対ドルで横ばい基調になっていると疑問を呈した。たしかに年初からドルインデックスが下落する中、横ばいとなっていた基準値だが、6 月以降はドルインデックスと連動し人民元高方向に大きく設定されている（図表 1）。「逆周期因子」の内容は明らかにされていないものの、一連の動きから過度な人民元安を阻止し、市場の人民元安期待の後退を狙いとした政策と見られる。

流動性引き締めだけでなく、基準値の算出方法変更にまで踏み込んだことに鑑みれば、PBoC が人民元の安定にかける意志は以前より強いと言える。背景には、国内外の政治情勢がある模様だ。ミサイル発射実験を繰り返す北朝鮮への対応策を巡り米国との軋轢が増す中、人民元安が進むとさらにトランプ政権の不興を買う恐れがある。また、秋には最重要人事を決定する党大会を控えており、それまでは金融市場の不安定化を避けたいとの思惑もあったと考える。

通貨安定策は景気減速ペースを速める

だが、中国の経済情勢を踏まえれば通貨安定策の持続性には疑問が抱かれる。年初の自動車取得税の減税幅縮小（税率 5.0%→7.5%）を背景とした自動車販売の低迷を受け、小売売上高の回復ペースは鈍化している（図表 2）。来年は自動車取得税の税率がさらに上がる（7.5%→10.0%）予定であり、自動車販売の低調な伸びを背景に小売売上高は伸び悩む公算が大きい。また、ここもとの固定資産投資は減速傾向にある。インフラ投資の減速が主因であるものの、中国政府が過剰生産設備・債務に対して強い懸念を示す中、再び積極的

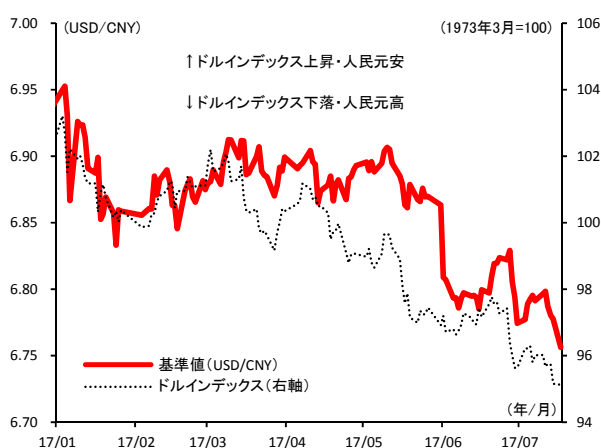
な投資が行われるとは考えがたい。固定資産投資の伸びが 1～6 月期で前年同期比+8.6%と政府目標(+9.0%)近辺にあることも考慮すれば、政府による下支えは一層期待できない状況にある。さらに不動産取引規制の強化や金融引き締め策を受けて新築住宅販売面積は減速基調となるなど、不動産投資も低迷の様相を強めており、固定資産投資は軟化し続ける可能性が高い。

しかし、内需が冴えない一方、輸出は増勢を維持しているため、経済全体としては底堅さを保っている。輸出好調の理由としては世界経済の回復もさることながら、過去の通貨安政策による下支え効果もあると考えられる。実際、輸出数量は 2015 年 8 月および 2016 年 1 月の人民元の大幅切り下げ(チャイナショック)を経て実効レートが下落した後は減少が止まり、2017 年からは持ち直している(図表 3)。通貨安定策が維持されれば、実効レートは下落から横ばいに基調が変わり、輸出数量の押し上げ効果が薄れることから、今後の輸出は伸び悩む公算が大きい。内需が軟化する中、輸出の伸びが鈍化すれば景気減速ペースは速まると想定されるため、PBoC は通貨安政策への転換を余儀なくされるだろう。

景気減速は金融システム不安に繋がる恐れも

なお、現在の中国は景気減速が金融不安定化リスク増大に繋がりやすい状況にある。PBoC の大手銀行に対するストレステスト結果(2015 年末基準)によれば、成長率が 6.0%に低下すると大手銀行 31 行中 3 行が自己資本不足に陥る。成長率が 5.0%に低下すると資本不足になる銀行数は 9 行になり、4.0%に大きく低下すると 15 行と全体の半数まで増加するという結果になった(図表 4)。また、貸倒引当金の不良債権に対する比率(貸倒引当金カバー率)は、2013 年 4～6 月期(292%)を境に低下を続け、2017 年 1～3 月期は 179%と政府の要求水準である 150%に近づいている(図表 5)。さらに、銀行の収益状況が芳しくない点も気がかりだ。昨年 10～12 月期からの金融引き締め策により調達金利は上昇したが、貸出金利への転嫁は一向に進んでいない。そのため、ただでさえ縮小傾向にあった金利鞘は大きく縮小し、収益性を示す総資産利益率(ROA)などの指標は低迷している(図表 6)。一連の状況は、景気減速時に銀行の収益が悪化する上、自己資本や引当金不足に陥る銀行が現れ、金融システムに対する不安が高まる可能性を示唆している。

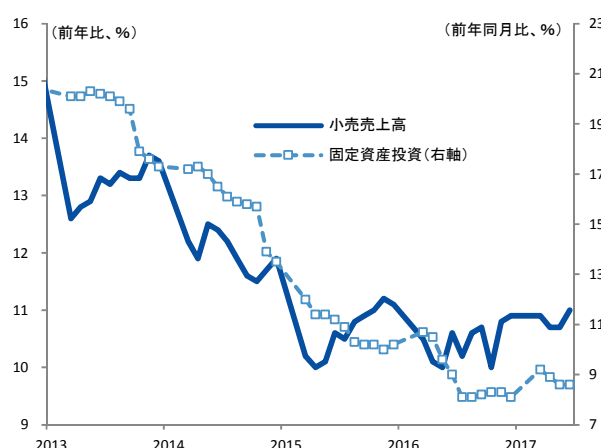
図表 1: 基準値とドルインデックス



注: 7 月 18 日までのデータ

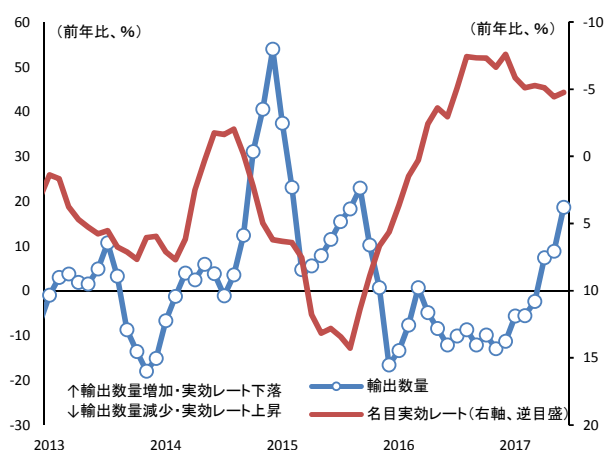
出所: 中国人民銀行、ICE、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 小売売上高と固定資産投資



出所: 中国国家统计局、ブルームバーグ、みずほ銀行

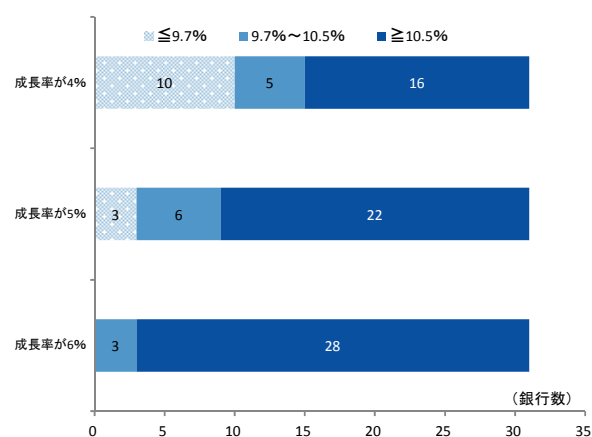
図表 3: 輸出数量と名目実効為替レート



注: 輸出数量は 3 か月移動平均。

出所: 中国国家统计局、BIS、ブルームバーグ、みずほ銀行

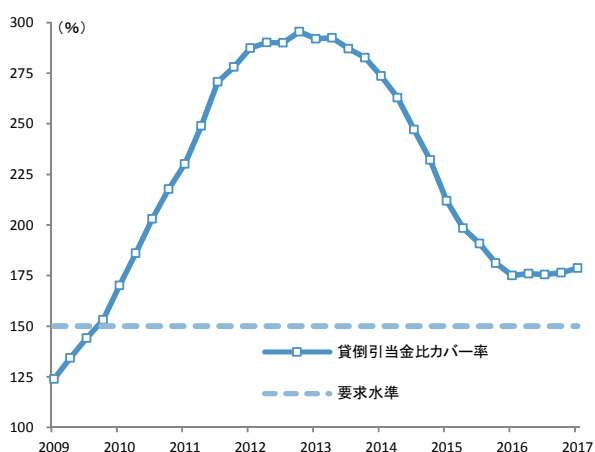
図表 4: 大手 31 行に関するストレステスト結果



注: 自己資本比率の最低所要水準は 2016 年末が 9.7%、2018 年末までに 10.5%に引き上がる予定

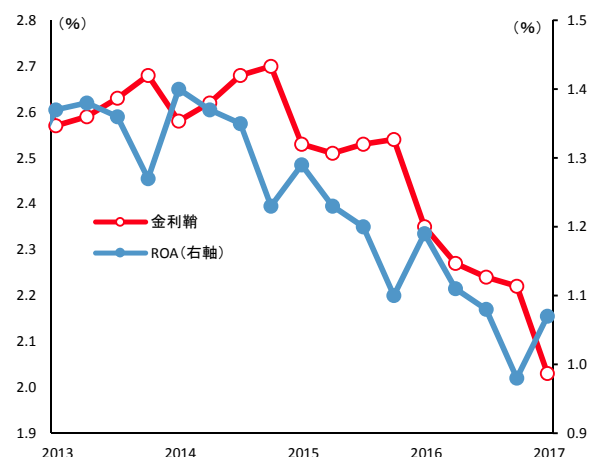
出所: 中国人民銀行、中国金融稳定報告(2016)、みずほ銀行

図表 5: 銀行の貸倒引当金カバー率



出所: 中国銀行業監督管理委員会、CEIC、みずほ銀行

図表 6: 銀行の金利鞘と総資産利益率(ROA)



出所: 中国銀行業監督管理委員会、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。