

【通貨ニュース】

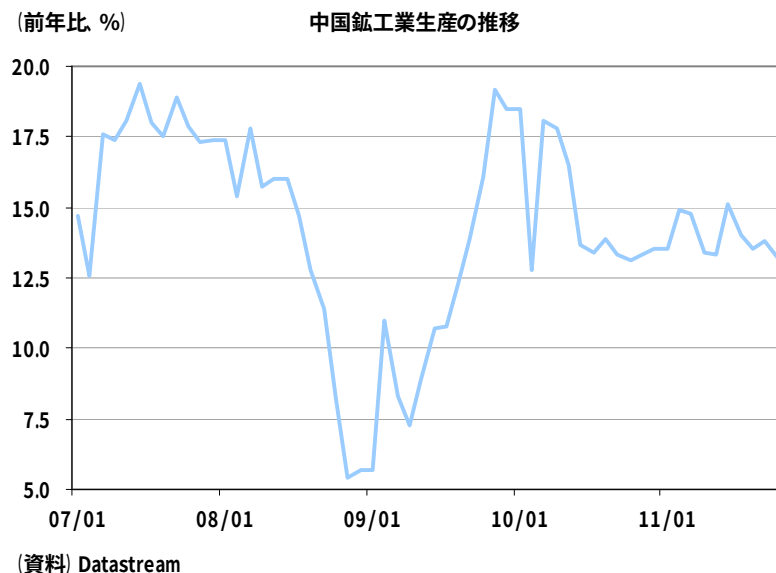
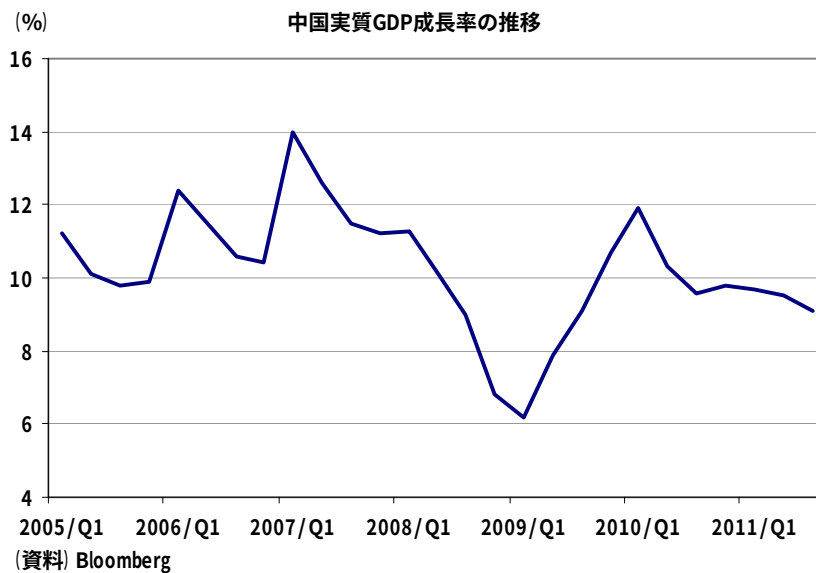
中国人民元を取り巻く状況について － 為替相場の動向と注目材料 －

2011年12月16日

みずほコーポレート銀行
国際為替部

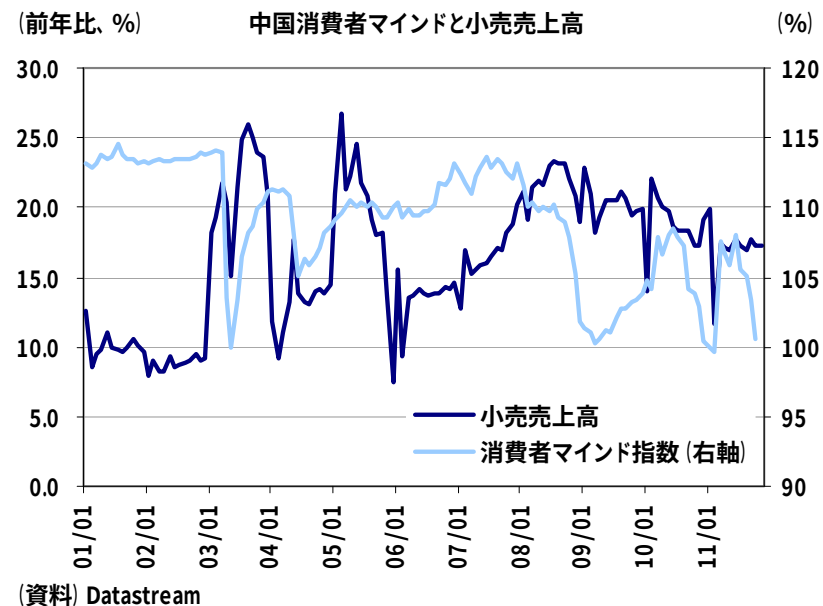
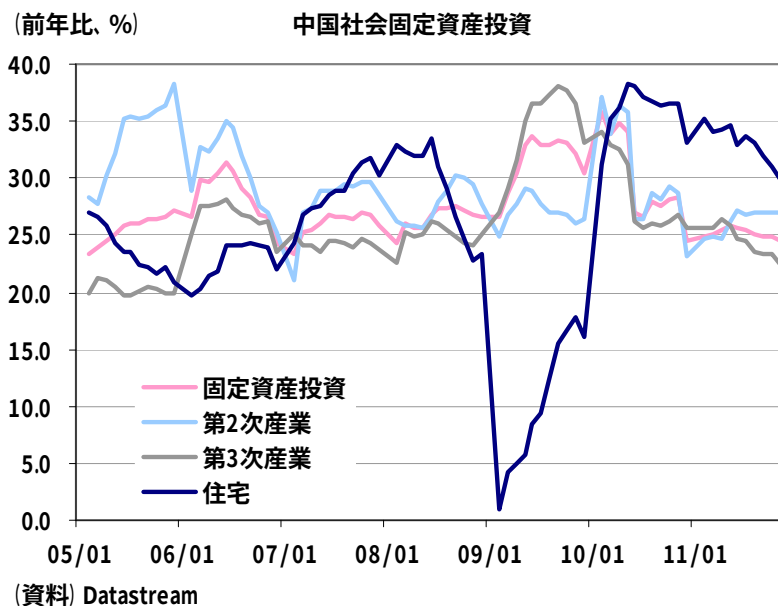
減速が鮮明になってきた中国経済

- インフレ抑制に軸足を置いた政策によって、経済の成長速度は鈍化。
- また、世界経済減速が強まる中で、輸出の伸び悩みも中国経済の重荷に。
- 11月鉱工業生産は前年同月比12.4%増と10月の同13.7%増から一層ペースダウン。
- 来年前半にかけて更なる景気減速は不可避との慎重な見方が広がっている。
- ただし、秋口以降、減税等の財政措置や部分的な金融緩和など景気に配慮する動きが強まっていることなどから、景気が腰折れする可能性は小さいだろう。



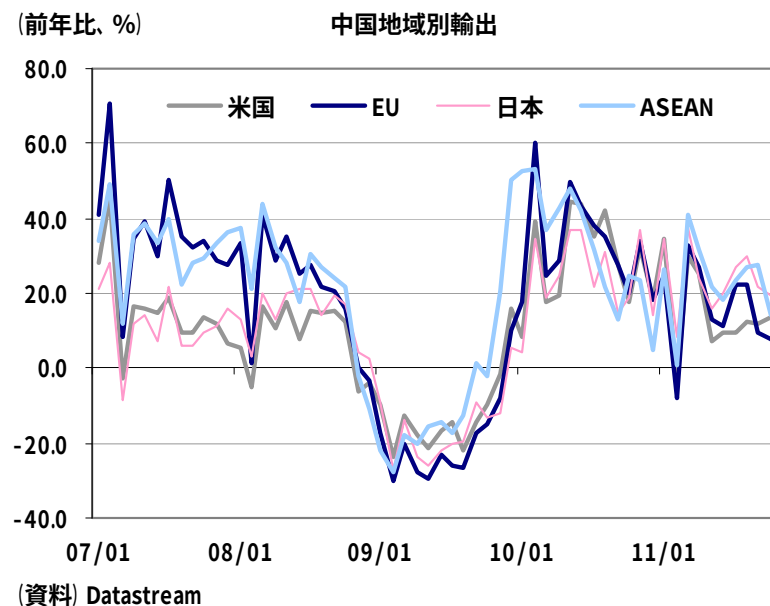
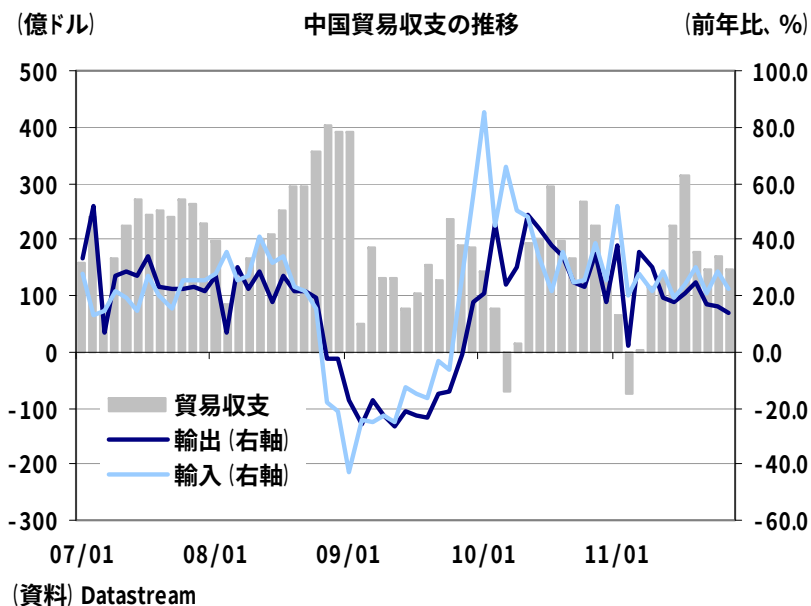
落ち込みが続く投資、消費の下振れ懸念も強い

- 11月の社会固定資産投資累計額は前年同月比24.5%増と、市場予想以上に弱い動き。
 - 特に住宅投資は同29.9%増と10月の同31.1%増から鈍化し、投資全体を押し下げた。
 - 世界経済先行き見通しの悪化や依然高水準の金利を踏まえると、投資は縮小しそうである。
- 11月の社会消費品小売総額は前年同月比17.3%増と10月の同17.2%増から、予想に反して僅かながら加速した。
 - しかし、消費者マインドの悪化に鑑みれば、消費意欲の衰えが警戒される。



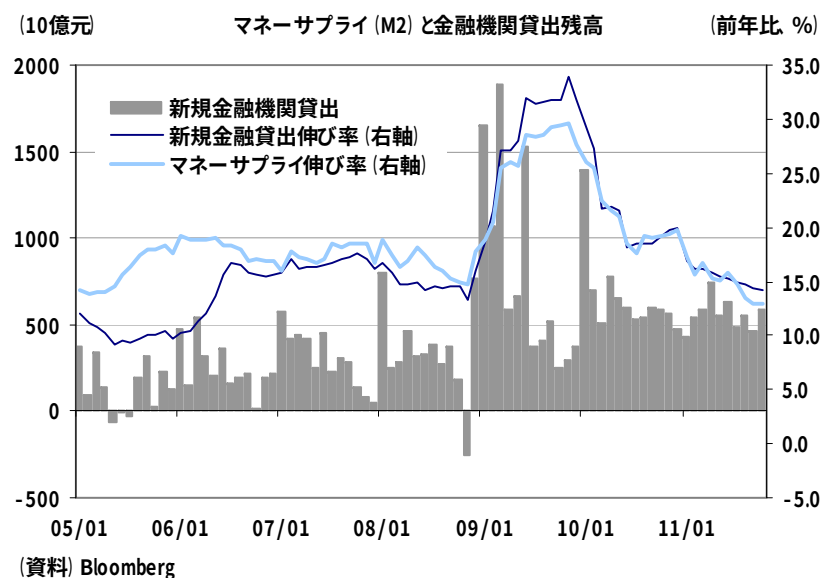
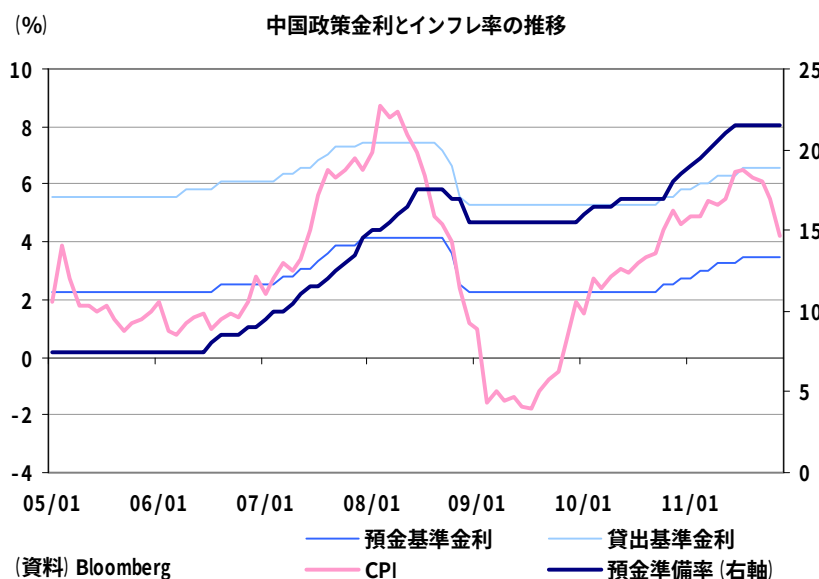
輸出の減速は続く・・・

- 11月輸出は前年同月比13.8%増となり、10月の同15.9%増からペースダウン。
- 国・地域別でみると、EU向け輸出の落ち込みが続いた一方、米国やASEAN諸国向け輸出は反発する動きを見せた。
- 緊縮財政を推し進めるEU向け輸出の鈍化が続きそうであるほか、底堅さを見せる米経済も先行き不透明感が強い。輸出受注PMIは45.6と落ち込みが続いていることから、輸出は減速が続きそう。



情勢の変化に応じてファインチューニング

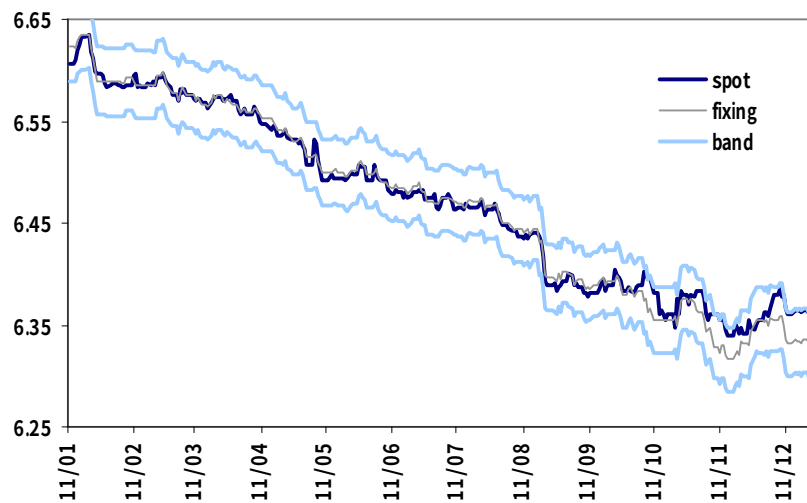
- 中国共産党は2012年の経済政策運営について、昨年の「物価の安定」から「成長の確保」に軸足を移すことを決めた。中央経済工作会議でも「経済運行上のリスクの防止を重要な位置に置く」とした。
- これに先立ち、中国人民銀行は3年ぶりとなる預金準備率引き下げを決定し、「微調整」に動いた。
- 10月のマネーサプライ (M2) は前年比12.9%増と10年ぶりに伸び率が13%を下回った。
- 懸案だったインフレもピークアウトし、景気の腰折れを回避すべく預金準備率の引き下げを継続すると思われる。ただし、物価は依然高水準なため、利下げに関しては今後の経済動向次第だろう。



一方的な人民元上昇に賭ける動きに変化

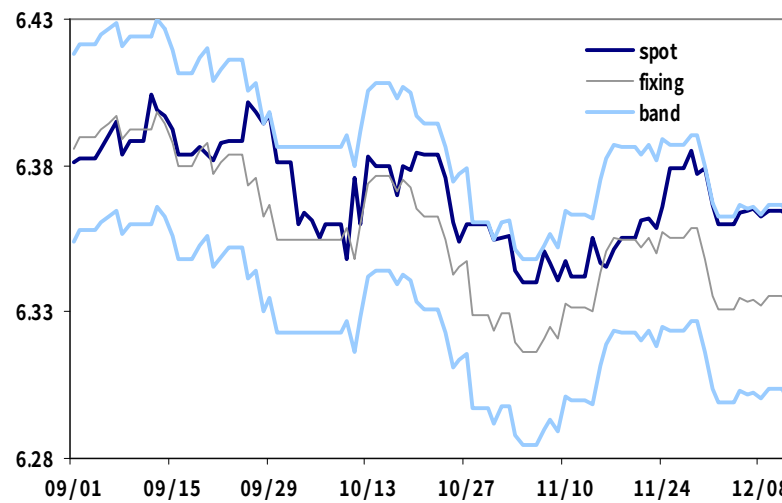
- 人民元の対ドルでのfixingレートは、8月以降に上昇ペースが鈍化。
- 日中取引でもUSD/CNYは許容変動幅上限に張り付く時間帯が目立ち始めた。
 - 欧州債務問題が深刻化し、投資家のリスク許容度低下に伴い中国市場からも資金流出の動きが強まった模様。
 - インフレ率が低下に向かい始め、景気減速感も強まったことで人民元切り上げペースの鈍化 or ストップの思惑から、人民元買い一辺倒ではいかない相場環境に。
 - 日中許容変動幅を現行の仲値 $\pm 0.5\%$ から拡大($\pm 1.0\%$?)の可能性もあって、損失拡大のリスクも意識され始めている可能性がある。

USD/CNYと取引バンドの推移



(資料) Bloomberg

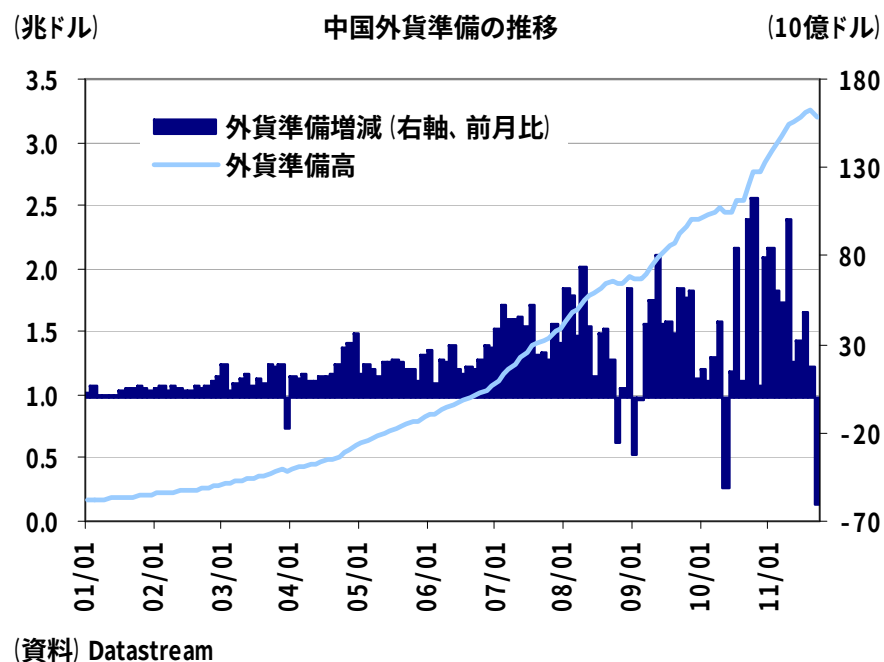
USD/CNYと取引バンドの推移



(資料) Bloomberg

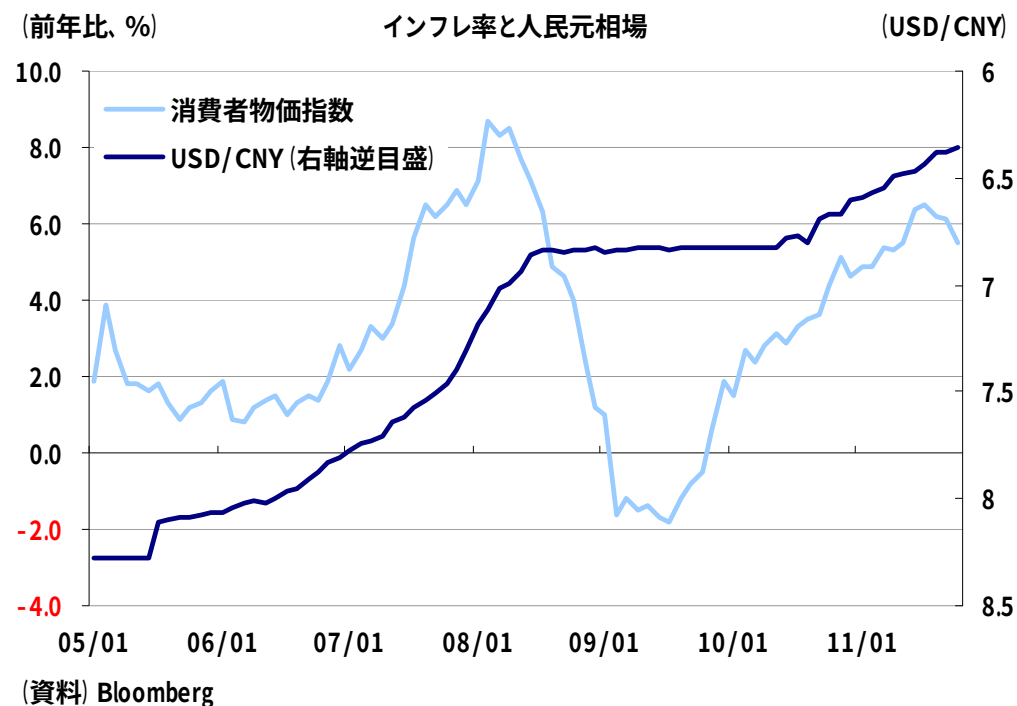
中国から資金流出が起こっている模様

- 貿易収支（経常収支）が黒字の中国で外貨準備が減少することは、中国から資金が流出していることを示唆している。
- 投資家のリスク許容度低下や中国経済の減速に伴い、株式市場では年初来安値を更新している。
- 貿易黒字の縮小及び中国からの資金流出は、人民元高圧力を緩和する。



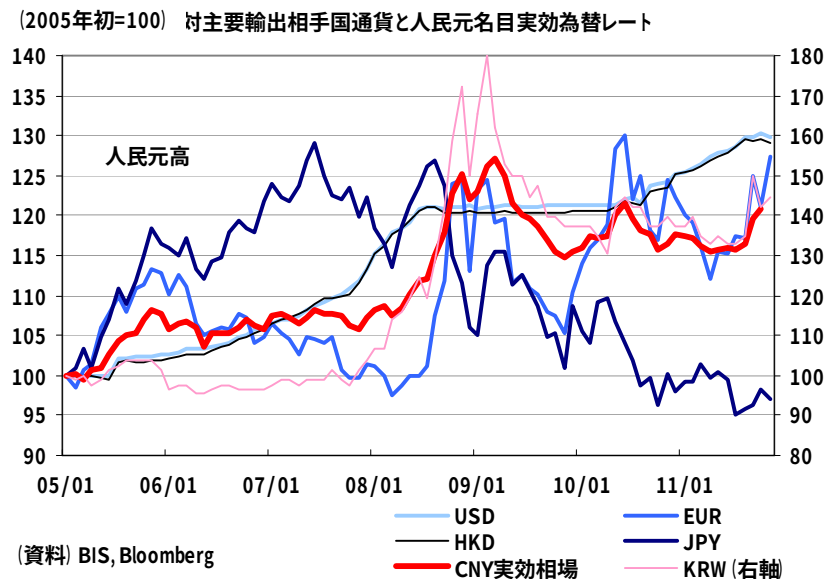
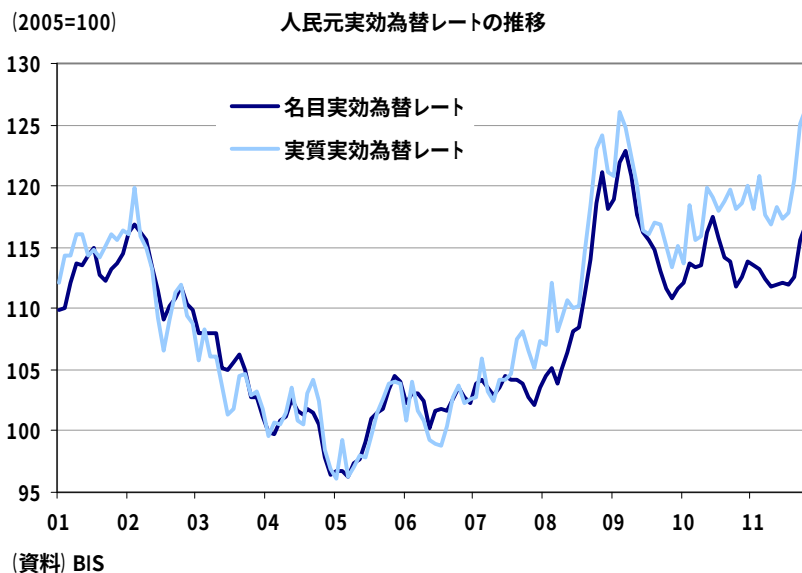
人民元切り上げペースは鈍化...ストップの可能性も

- 中国は対米ドルでの人民元上昇を続ける見込み。
 - インフレは依然高水準で、輸入物価の上昇を抑制する。
 - 米国からの不均衡是正圧力をかわすために、とりあえず人民元切り上げを続けるだろう。
- だが、輸出の落ち込みが顕現化してきたため、切り上げペースを鈍化させる公算が大きい。
- 外部環境が著しく悪化した場合には、横ばい推移となる可能性も出てきた。



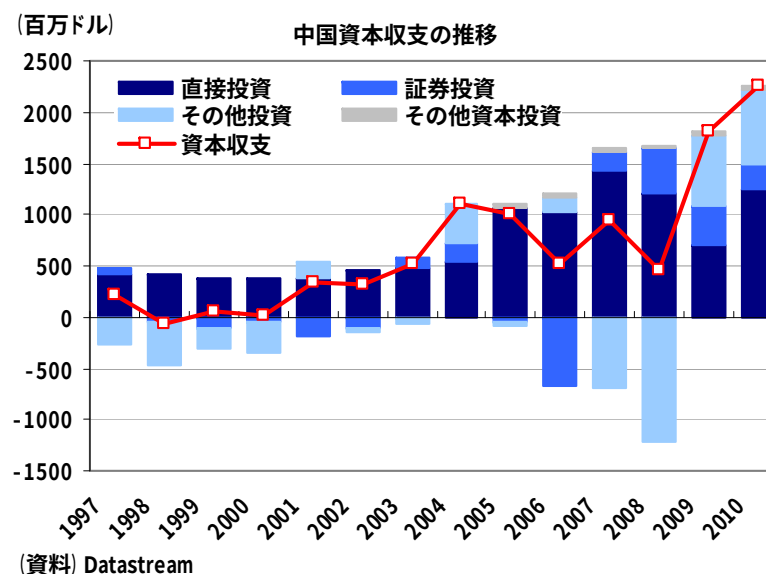
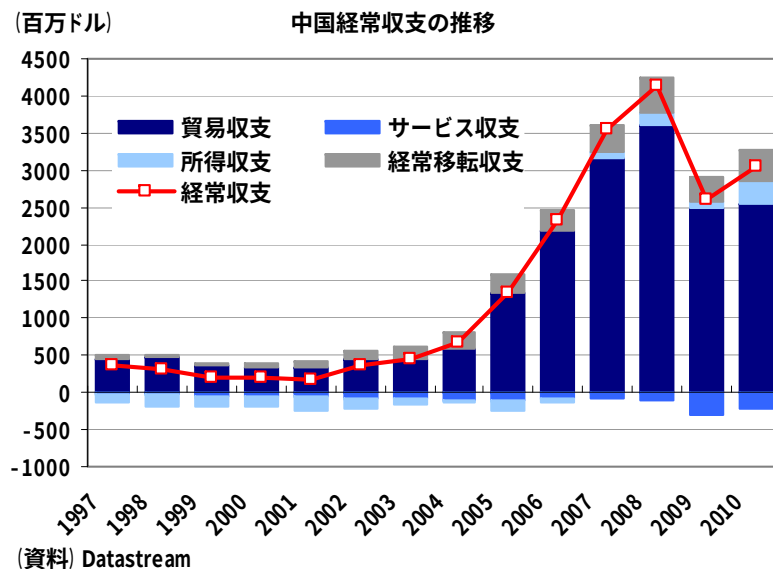
実質実効為替レート過去10年の最高値

- 実質実効為替レート (REER) は急上昇し、過去10年の最高値をマークした。
 - 金融市場の不安定な状態が強まりだした8月以降、REERは急激に上昇。
 - 結果として、輸出は大きく落ち込んでいる。
 - 対ユーロや対ウォンでの人民元高が影響しており、名目実効為替相場で見ても大きく上昇している。
- 11月以降、人民元の日中取引基準値 (対ドル) は元安もしくは横ばい方向に設定されており、人民元切り上げペースを落としたいとの当局の想いが感じられる。



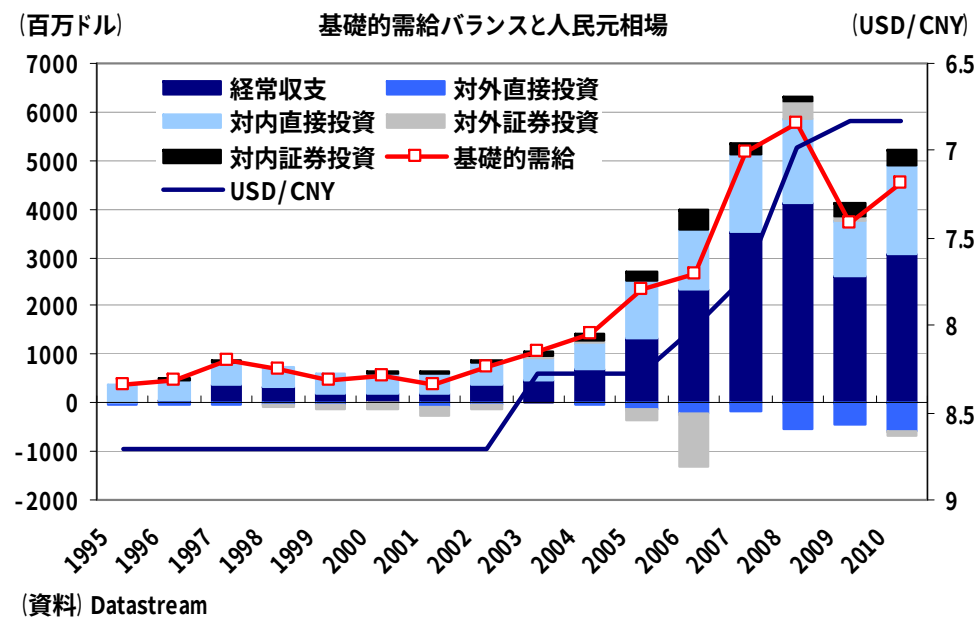
旺盛な資金流入が継続

- 2005年以降に経常黒字が急拡大。
 - 経常黒字の大部分は貿易収支が占める。
 - また、所得収支の黒字が拡大しており、こうした動きは今後も続く予想される。
 - 所得の増加や人民元高を背景にサービス収支の赤字は拡大していくものと思われる。
- 資本収支の流入超も続く。
 - 成長期待から安定的に流入が続く直接投資。その規模は2005年以降に拡大。



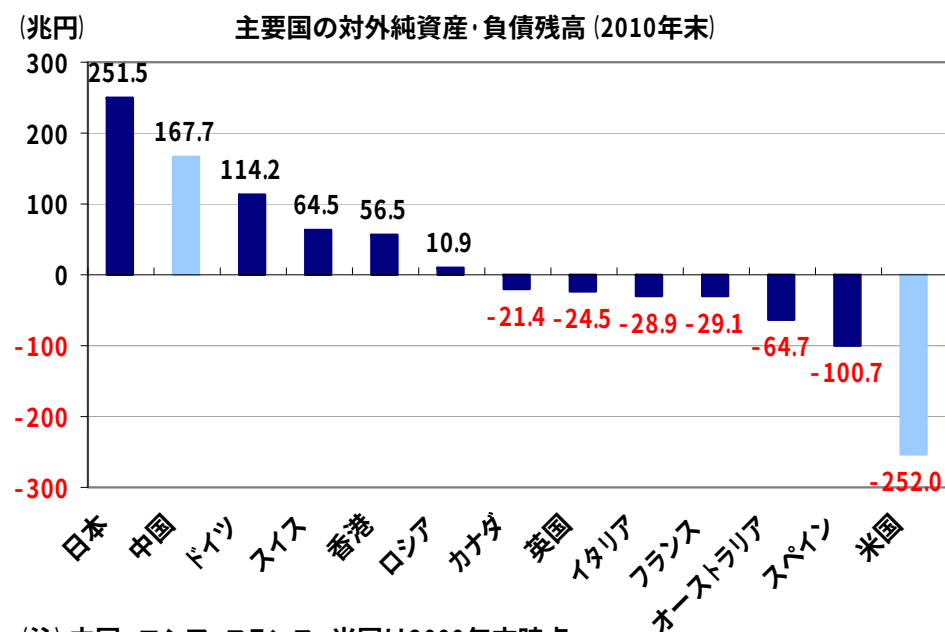
基礎的需給バランス

- 経常収支、直接投資、対外証券投資、対内証券投資を合計した基礎的需給バランスを参考にすると、人民元上昇圧力は強い。
- 経常黒字が安定的に積み上がり、直接投資も安定的な流入超が続く。
- 世界的な景気後退局面では景気下支えのため通貨安を選好し人民元切り上げがストップする可能性があるが、基調的には元高が続きそう。



世界第二位の対外純資産

- 中国は日本に次ぐ世界第二位の対外債権国。
- 対外債権の積み上がりは為替リスクプレミアムの増加をもたらし、外貨資産は将来の値上がりが期待される。
- 故に、現在時点では外国通貨の下落（人民元の上昇）を想定することになる。

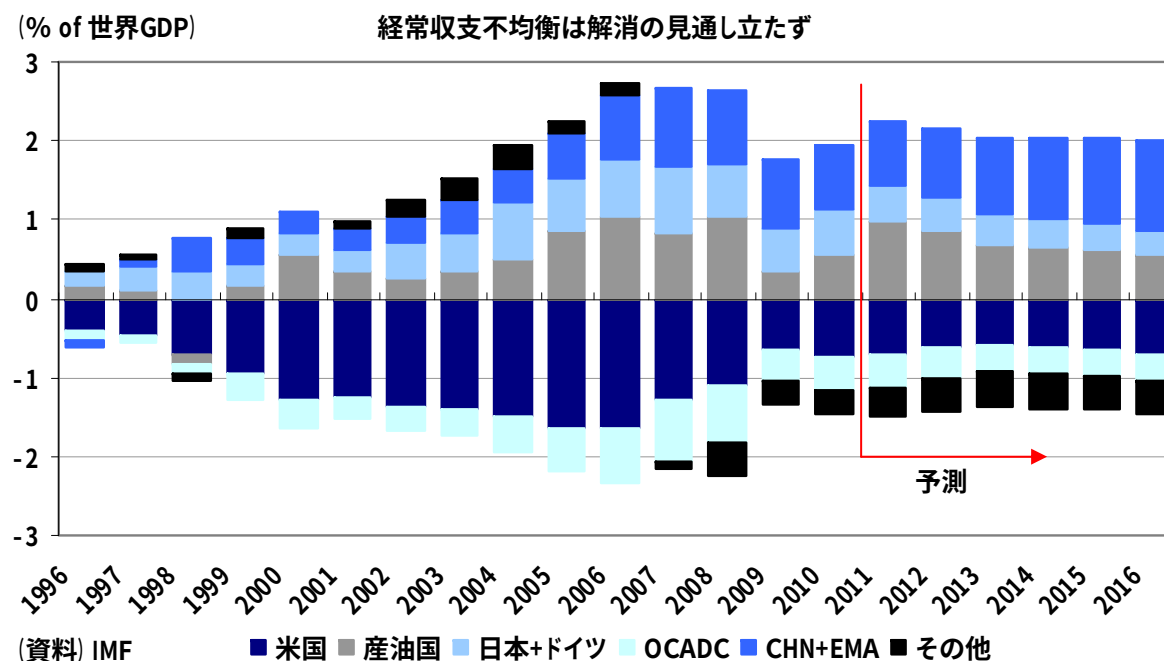


(注) 中国、ロシア、フランス、米国は2009年末時点

(資料) 日本銀行

経常収支不均衡は解消されない見込み

- IMFの予測に経てば、経常収支不均衡は続き見通し。
- 中国を中心にアジア新興国への自国通貨高切り上げを迫る材料とされそう。

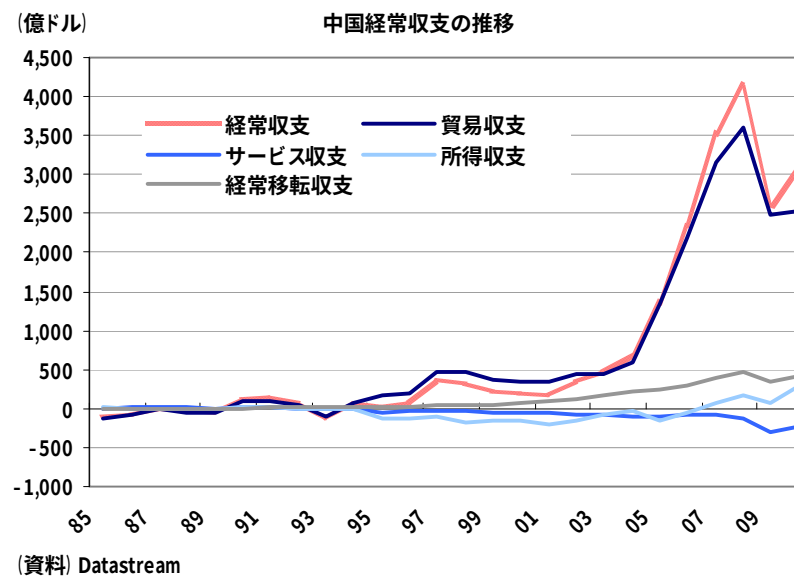
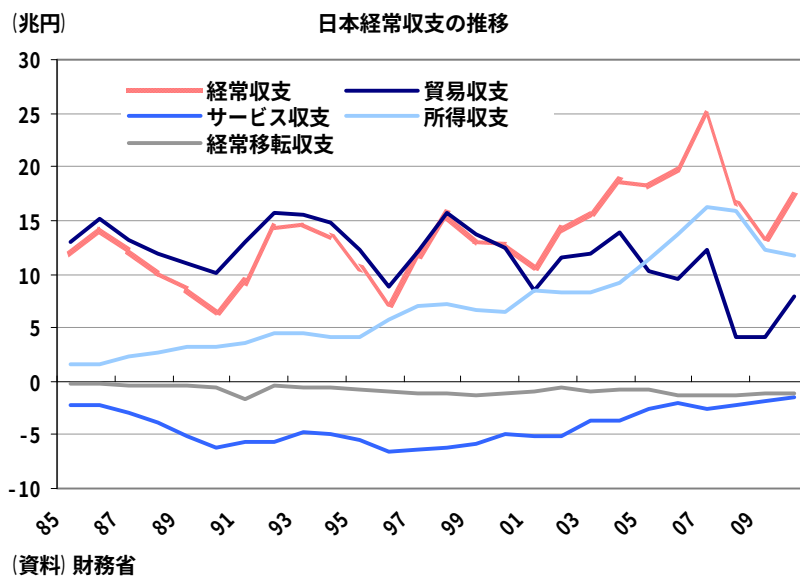


※OCADC: ブルガリア、クロアチア、チェコ、エストニア、ギリシャ、ハンガリー、アイルランド、ラトビア、リトアニア、ポーランド、ポルトガル、ルーマニア、スロバキア、スロベニア、スペイン、トルコ、英国

※CHN+EMA: 中国、香港、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、台湾、タイ

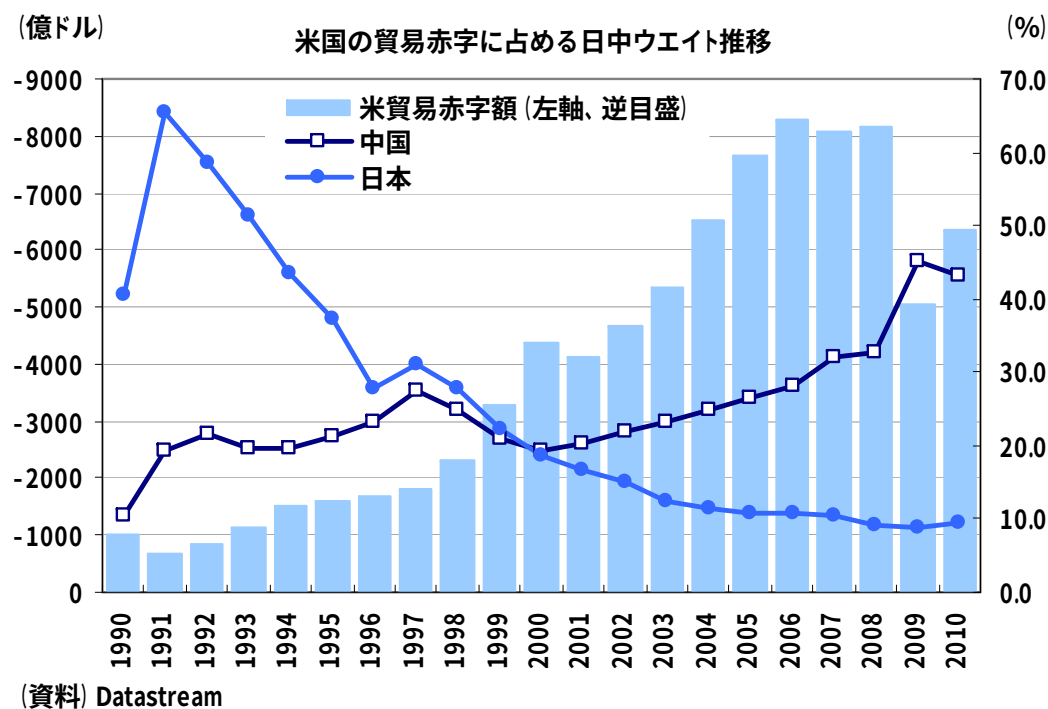
中国は対外不均衡として批判され易い

- 不均衡是正と言った場合、経常収支の大小を指しつつ、議論のターゲットは貿易収支に向かい易い。日本の経常黒字は過去の投資行動の結果である所得収支黒字で規定され始めている。
- 一方で、中国は経常黒字の大半を貿易黒字で稼ぎ出しており、一層批判を受け易いだろう。
- また、対外純資産の積み上がりが早いペースで進む中国は、今後日本と同様に所得収支黒字が拡大する公算が大きく、不均衡是正は永い道のりとなる可能性がある。



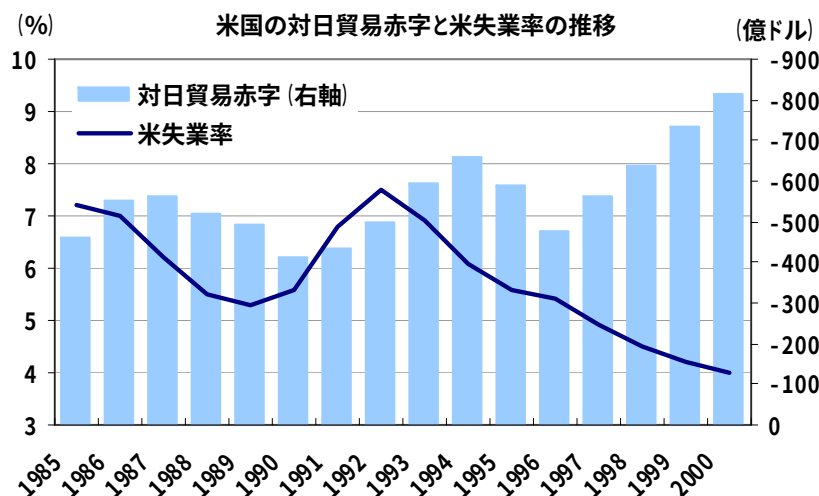
米国の不満の矛先は日本から中国へ

- 米国の貿易赤字に占める日本の割合は1991年をピークに低下する一方、中国の割合が大きく増加し2000年に逆転。
- 貿易摩擦の相手は日本から中国へ。



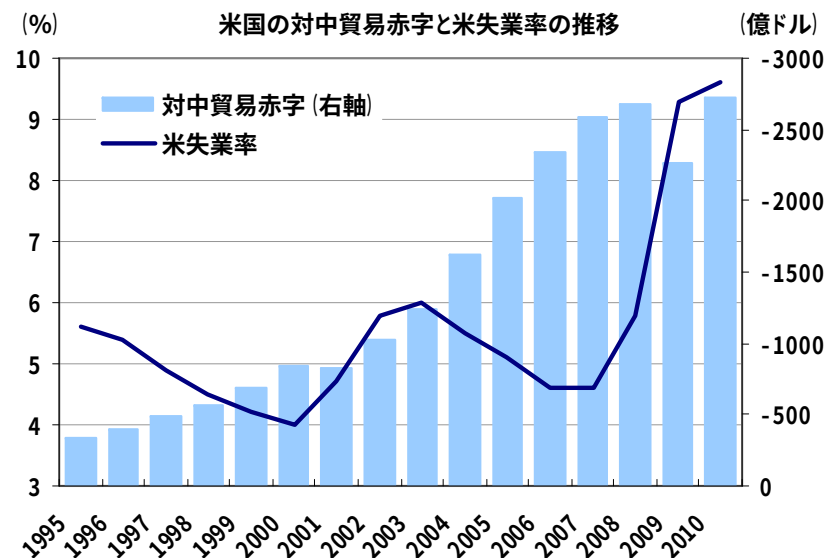
米失業率が高止まりする中では圧力が強まる

- 日米貿易摩擦は本邦対米貿易黒字水準のみならず、米国の景気動向（失業率等）や政治日程なども影響していたと見られる。
- 米失業率が歴史的な高水準で高止まり、2012年秋に大統領選挙を控えて、中国への圧力は強まる可能性がある。



85/1月 MOSS協議開始
 89/9月 構造協議開始
 93/9月 包括協議開始
 (資料) Datastream

(注) MOSS協議=市場分野別個別協議



(資料) Datastream

中国人民元相場の今後の見通し

- 対ドルでの人民元切り上げは続く見通し。だが、ペースダウンorストップの可能性高まる。
 - 対外不均衡是正への圧力が強まる中で、人民元は徐々に切り上がって行く見通しに変化なし。
 - 米失業率が高止まりし、米大統領選挙を2012年秋に控えるなか、米国からの人民元切り上げ圧力は続く公算が大きい。
 - だが、インフレ抑制・景気過熱防止のため引締めスタンスを採ってきた結果、成長が減速。対外情勢が悪化する中で輸出の落ち込みも鮮明となってきたことから人民元切り上げペースを緩和する可能性が高まってきた。
 - 外部環境が著しく悪化した場合には、再び切り上げストップに動くことも想定しておきたい。

	2011年 1～11月(実績)	12月期	2012年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
USD/CNY	6.3781 ～ 6.6350 (6.3781)	6.32 ～ 6.38 (6.33)	6.24 ～ 6.34 (6.28)	6.19 ～ 6.30 (6.22)	6.12 ～ 6.24 (6.15)	6.08 ～ 6.20 (6.10)
USD/JPY	75.32 ～ 85.53 (76.67)	76 ～ 80 (78)	74 ～ 80 (79)	75 ～ 82 (80)	76 ～ 83 (81)	77 ～ 84 (82)
CNY/JPY	11.925 ～ 13.063 (12.012)	12.0 ～ 12.5 (12.3)	11.9 ～ 12.8 (12.6)	12.2 ～ 13.2 (12.9)	12.3 ～ 13.4 (13.2)	12.6 ～ 13.7 (13.4)

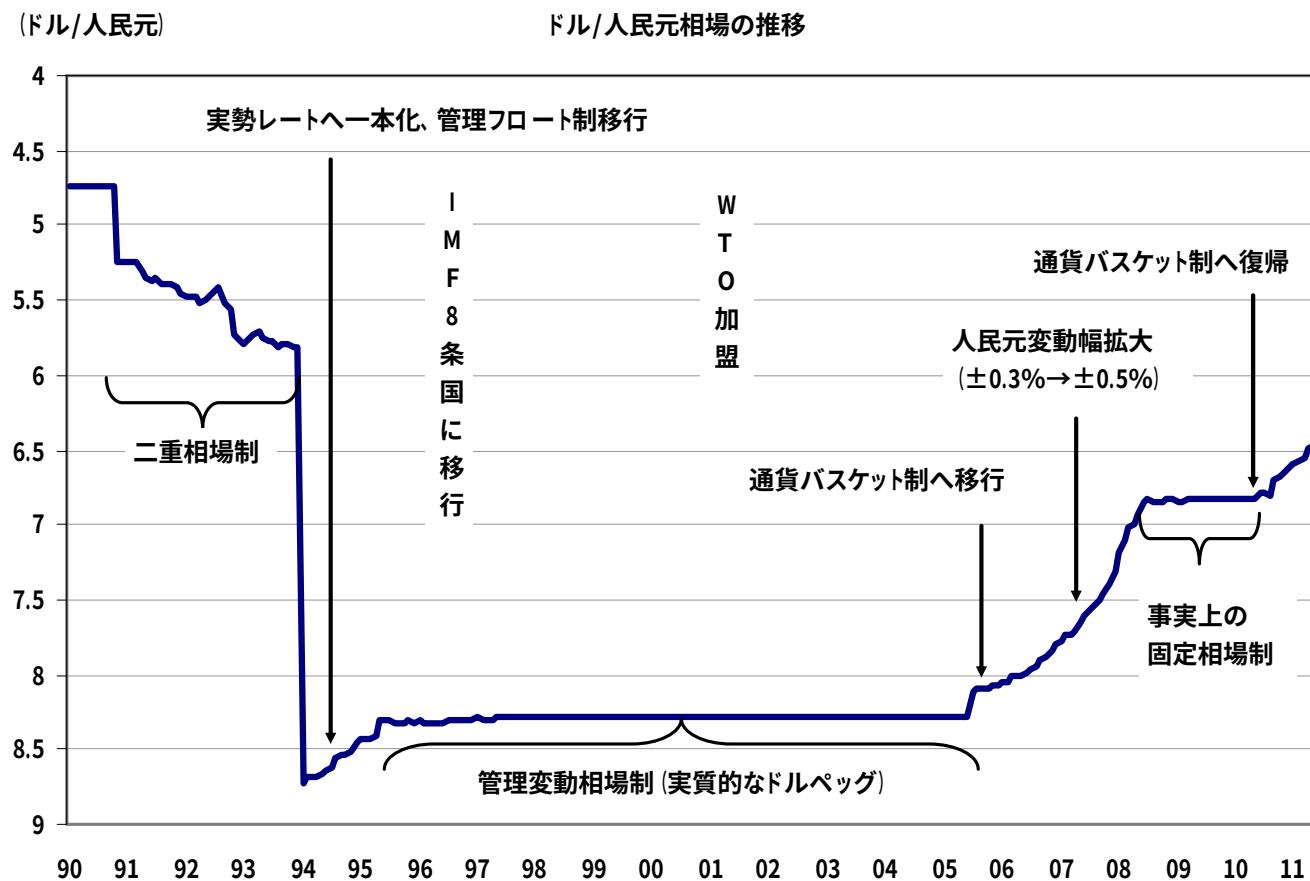
(注) 1. 実績の欄は11月30日までで、カッコ内は11月30日のクローズ。

2. 実績値はブルームバーグの値などを参照。

3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。

(国際為替部 多田出 健太)

(参考) 人民元相場の歴史



(資料) Bloomberg

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、完全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。

当資料は投資判断の参考となる情報の提供を目的として作成したものであり、特定の投資戦略を勧誘するものではありません。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コーポレート銀行に属し、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。