

中国 弱い貿易統計の背後で人民元相場はどう動くか

～過去最高の貿易黒字にも拘らず、当面は人民元安誘導が強まる可能性～

発表日：2014年12月8日(月)

第一生命経済研究所 経済調査部

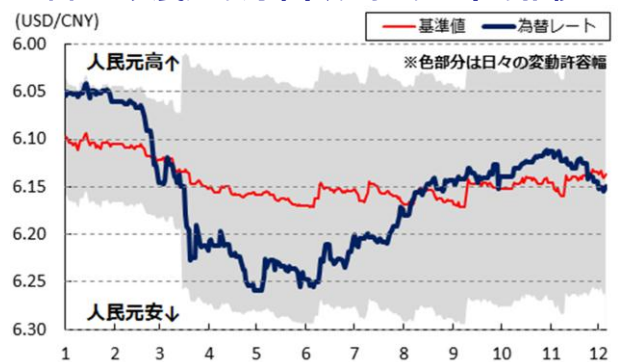
担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 先月に人民銀行は緊急利下げを決定して金融緩和に踏み切った。同国では景気減速や資源価格の調整も相俟ってディスインフレが続くなか、足下では不動産市況の調整による資産デフレを通じてデフレに陥る可能性も懸念されてきた。さらに、欧州景気の足踏みなどで外需を巡る不透明感も高まっており、人民元高容認姿勢の修正を余儀なくされたことも、緊急利下げを大きく後押しする要因になったと考えられる。
- 11月の貿易統計は輸出入ともに弱い内容であり、内需の弱さに加え、外需の鈍化が国内生産の足かせとなる可能性も懸念される。資源価格調整の影響はある一方、輸入量自体も低迷しており、貿易黒字は過去最高を記録している。貿易黒字は理論上人民元高圧力に繋がるものの、人民元相場は閉鎖的で必ずしもそうした意向が反映されるとは限らない。海外からの反発の可能性を勘案すれば急激な人民元安は志向しにくい。国内景気の弱さに配慮する形で当面の人民元相場は緩やかな人民元安姿勢が続くと見込まれる。

- 先月 21 日、中国人民銀行は2年4ヶ月ぶりとなる緊急での利下げを決定し、事実上の金融緩和に踏み切る動きをみせている。国際金融市場においては、米国の堅調な景気回復を背景にF R B（連邦準備制度理事会）による早期の利上げ実施への意識から「ドル高」圧力が強まっており、こうした動きなどに伴って原油をはじめとする商品市況が調整するなか、鉱物資源を輸入に依存する中国にとっては川上部門での物価下落が一段と強まっている。結果、足下のインフレ率は政府目標を大きく下回るディスインフレ基調が続いているが、人民銀行は金融政策の方向性を変更することなく「穏健」な金融政策を維持してきたため、実質金利が上昇して景気の足かせになることが懸念されてきた。一方、同国ではインフラや不動産をはじめとする過剰投資と、その実現に大きく寄与してきた理財商品をはじめとするシャドーバンキングを通じた過剰融資は金融市場のリスク要因としてくすぶっている。同国の不動産投資を巡っては、一部で投機的な資金流入が起こったことで価格が大幅に跳ね上がり、キャピタル・ゲインを求める資金が一段と流入して価格が高止まりする事態に陥ったが、その後は共産党・政府による規制強化や汚職・不正対策などの影響により市況は調整圧力を強めており、不動産や金融関連を中心に資金不足に陥る可能性が懸念されてきた。共産党・政府は金融緩和に踏み切ることで資金が再び不動産市場などに流入して価格上昇を引き起こすことを警戒し、「穏健」な金融政策を維持しつつ日々の公開市場操作などを通じて資金需給に対応してきたが、不動産市況の調整が資産デフレを招き、足下のディスインフレがデフレに転じる懸念が出てきていることは利下げ実施を後押しする一因になったと考えられる。さらに、足下の同国経済は共産党・政府による汚職・不正防止に向けた取り組みは高額品を中心とする消費の足かせとなり、過剰設備や過剰投資が問題となるなかでこれまでのような固定資本投資

図1 人民元の対米ドル為替レートの推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

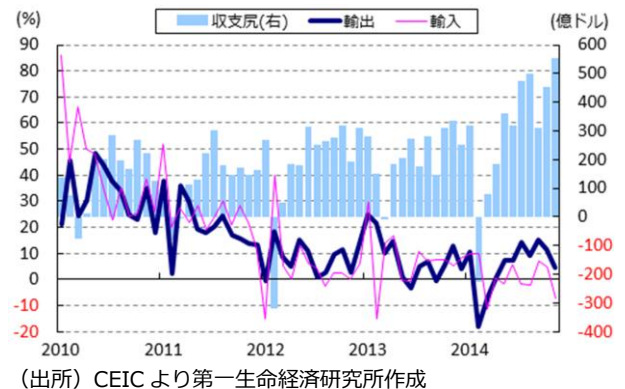
の拡大も期待しにくくなっており、内需には全般的に下押し圧力が掛かりやすい状況が続いている。一方、米国経済の堅調な回復は年明け以降の人民元安による輸出競争力の向上とともに外需の追い風になってきたものの、輸出全体の約2割を占める欧州経済が足踏みしている上、ここ数ヶ月は人民元高を容認する姿勢に転じており、価格競争力が低下していることは外需の下振れに繋がる可能性が懸念されてきた。事実、人民銀による利下げ実施後には人民元の対米ドル為替レートが基準値を下回る人民元安基調に転じるなど、人民元安への誘導が疑われる動きもみられるなど、過去数ヶ月とは異なる状況となっている。こうしたことから、先般の利下げ実施については減速懸念が続いている同国経済の底入れを目指したものと捉えることは可能であり、不動産市況の調整に伴う資金需給のひっ迫懸念への対応と人民元安による外需の押し上げという二つの効果を狙ったものであると考えることが出来よう。

- このように人民銀が政策の舵を大きく切らざるを得なくなったことは、足下の貿易統計の動きからも読み解くことが可能である。11月の輸出額は前年同月比+4.7%となり、3ヶ月ぶりに前年比で二桁%の伸びを下回る水準に鈍化するなど頭打ち感が強まっている。地域別では、足下で堅調な景気拡大が続くASEANなどアジア新興国向けは比較的堅調に推移している一方、米国（前年比+2.6%）やEU（同+4.1%）、日本（同▲5.8%）など先進国向けが軒並み鈍化したことが足かせになっている。さらに、前月まで2ヶ月連続で高い伸びが続いたことで、再び「偽輸出」の問題がクローズアップされた香港など保税地域向けの輸出についても、当局による監視強化の効果で前年比+1.0%と急速に鈍化しており、これも輸出の下押しに繋がった可能性が考えられる。なお、当研究所が試算した季節調整値ベース

の前月比は3ヶ月ぶりに減少に転じており、ここ数ヶ月は関係強化の動きを経て高い伸びをみせてきたロシア向けも鈍化するなど、足下で資源価格の調整が進んでいることも輸出に少なからず影響を与えている。こうしたことも、人民銀による利下げ実施を通じて人民元安誘導を図ることで、輸出の底入れを期待する動きに繋がったと考えることが出来よう。一方の輸入額は前年同月比▲6.7%と3ヶ月ぶりに前年を下回る伸びに転じており、前月比も2ヶ月連続で

減少基調を強めるなど景気の不透明感が下押し圧力に繋がっている。なお、原油などをはじめとする国際的な商品市況の調整は輸入額の下押し要因になっていると考えられるものの、一部の鉱物資源を除いて数量ベースでも大幅な減速が確認されており、国内景気の不透明感は輸入の重石になっている。さらに、輸出向けの消費財などの生産に関わる部材や素材などの輸入額も前年を下回る伸びに留まっており、先進国向け輸出の頭打ち懸念は原材料に対する需要を下押しする悪循環に陥りつつある。足下の製造業の景況感に分かれ目となる50をギリギリ維持する水準に留まるなど、海外経済を巡る不透明感がくすぶるなかで先行きには悪化するリスクも残っており、こうしたことも人民銀による利下げ実施を通じて内需喚起を図るとともに、人民元安を通じた輸出振興を図る流れに繋がったと言えよう。人民元については、近年様々な国・地域との間で貿易決済に利用することが可能になっているほか、直接取引が可能になる国・地域も拡大するなど「国際化」に向けた動きが広がる一方、人民元相場は人民銀の傘下にある外貨取引センターにおいて、会員である金融機関間での取引で決定するなど閉鎖的であり、グローバルなマネー環境が直接的に影響を及ぼす余地は限られている。こうしたことから、11月の貿易黒字額は545億ドルと月次ベースで過去最高を更新しており、資金流入による人民元

図2 貿易動向の推移



高圧力が掛かりやすい状況が想定されるにも拘らず、足下の貿易統計から読み解ける内外需の弱さなどを勘案すれば人民元高を容認するとは考えにくい。金融市場においては先日の利下げ実施を受けて株価が急激に上昇して3年半ぶりの水準に戻すなど活況を呈しており、一定程度景気の押し上げに繋がる可能性は見込まれるものの、依然として不動産市況の低迷が続くなかでは資金需給を通じて経済活動の足かせになる懸念がある上、足下のインフレ率は目標を大きく下回る水準に留まっていることから、追加的な利下げ実施を意識した展開が続くものと予想される。こうしたことから、当面の人民元相場については人民元安基調が続く可能性は高い一方、今年3月以降のような急激な人民元安は海外からの反発を招くことも予想されることから、緩やかな人民元安を図る姿勢を続けると見込まれる。

以 上