

## 通貨ニュース(2014 年 4 月 17 日)

### 米為替政策報告書～中国と韓国についての考察～

米財務省が公表した『為替政策報告書』では経常黒字国の内需拡大と為替レートの柔軟性拡大を含むグローバルな調整過程を前進させる必要性がハイライトされている。公表に先立ち実施された人民元の変動幅拡大に関しては「変動幅拡大に伴い、中国は介入を減らし、為替レートの決定で市場が果たす役割が拡大する機会を得た」と評価。一方で、人民元はなお「著しく過小評価」されているとの判断を維持し、為替相場の調整過程が不完全である幾つかの兆候があり、均衡価格に到達するまでにさらに通貨が上昇する余地があると指摘している。過去最大の経常黒字を積み上げている韓国に対しては、2013 年の成長率の半分を純輸出が占めており、経済が外需と弱い内需に依存した状態が続いているとし、内需の拡大で経常黒字を抑制すべきと記した。中国、韓国共に、国内の構造改革には通貨高がサポートツールになるとも論じている。

#### ～高まるドイツ及びユーロ圏への不満～

米財務省は 4 月 15 日、「Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies」(為替政策報告書)を議会に提出した。為替政策報告書は毎年 2 回、4 月と 10 月の 15 日までに提出されることとなっており、前回 10 月分の報告書は、政府機関の閉鎖に伴い発表が遅れたが、今回は期限通りの提出となった。報告書において注目を集めるのは中国について「為替操作国」認定するかどうかであるが、昨年 10 月 30 日に公表された報告書ではドイツを名指しで批判し、今回はそのトーンを一段と強めた印象となっている。最近の同報告書における大きな変化であるドイツに関しては、2014 年 4 月 16 日号のみずほマーケット・トピック『米為替政策報告書～滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満』に詳述してあるため、ここでは新興国に焦点を当てる。

#### ～調整過程で重要な 2 つの要因～

報告書にも記述されている通り、今回の報告書では以下に引用するように、経常黒字国の内需拡大と為替レートの柔軟性拡大を含むグローバルな調整過程を前進させる必要性がハイライトされた内容となっている。また、為替相場管理の透明性の向上、公的な為替介入の大幅な抑制、現実あるいは口先の介入に対する制限強化の必要性についても強調している。

- ・ グローバルな調整過程において 2 つの重要な要因が欠けている又は不十分である。第一に、(経常)黒字国において GDP 成長を超える内需成長のペースが必要である。例えば、ドイツにおいては内需が GDP を上回ったことは過去 10 年でたった 3 回しかない。その調整の殆どは(経常)赤字国が国内貯蓄を増加させる(≡消費・投資を控える)ことによって賄われ、それがグローバル成長を後退させることで進展してきた。第二に、最終的に市場が決定する為替レートを達成し、為替介入及び過剰な外貨準備蓄積を控えるために、より踏み込んだ進展が必要で

ある。

個別国に対する評価に際しては、上記基準を軸に進められており、以下では中国と韓国について考察を行いたい。

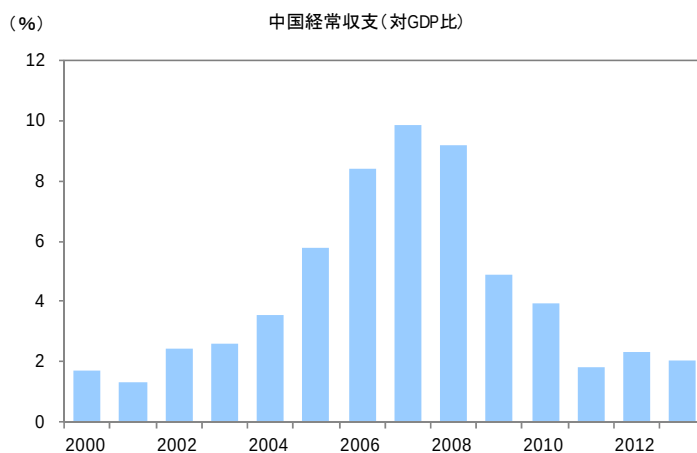
### ～人民元相場は年後半の動きが重要～

昨年 10 月から今回の報告書までの間で変わったことと言えば、中国が 3 月 17 日に約 2 年ぶりに人民元の変動幅拡大を発表したことだろう。これに関し、報告書では「変動幅拡大に伴い、中国は介入を減らし、為替レートの設定で市場が果たす役割が拡大する機会を得た」と評価している。一方、今年に入り人民元が下落していることを挙げ「中国は、3 兆 8000 億ドルもの外貨準備を有するにもかかわらず、今年の第 1 四半期(1～3 月期)に大規模な外貨購入を続けた」とし、「これは市場が(人民元相場を)決定するのを妨げる(当局の)動きが続いたことを示す」と述べている。また、2012 年半ばのように、過去人民元が下落したときには 3 か月間にわたって 1.5% 下落したが、最近の下落ペースとその幅は過去に例がないとしている。

但し、この動きは変動幅を拡大するにあたって取られた措置という特殊な要因がある。仮に、人民元の先高感が強い状況で日中変動幅拡大を発表した場合、人民元相場は一段と元高方向に振れる可能性が高い。それゆえ、中国人民銀行(中央銀行、PBoC)は徐々に人民元安に誘導し、それまで一方的な人民元先高感を抱いていた投資家のポジションをスクエアにさせる意図があったとみられる。

中国当局は「上下双方向」への値動きを望んでおり、前回変動幅が拡大された 2012 年 4 月の経験を踏まえれば、当初は元安方向の値動きを演出し、その後元高に切り返すのではないかと。これによって、前回と併せて 2 連続で変動幅拡大後は双方向に変動したという既成事実を作ることが出来る。さらに、中国当局の意図した結果を得ると同時に、次回の変動幅拡大時にも市場参加者に同じような期待を抱かせることができるとの思惑もあると筆者は考えている。2012 年の変動幅拡大時には 3 か月程度経った 2012 年半ばから後半にかけて元高が進行しており、同様の動きとなれば米国の批判が強まることはないだろう。

それでも米国は、人民元に関しなお「著しく過小評価」されているとの判断を維持し、為替相場の調整過程が不完全である幾つかの兆候があり、均衡価格に到達するまでにさらに通貨が上昇する余地があると指摘している。中国の経常黒字は 2013 年時点で対 GDP 比 2.1%と 2012 年の同 2.3%から縮小した。ピークであった 2007 年には同 10%近い水準にあったことから、それに比べれば大分調整は進んだと言えるが、それでも引き続き大規模な黒字を積み上げている。また、直接投資による資本流入も継続しており、人民元の上昇

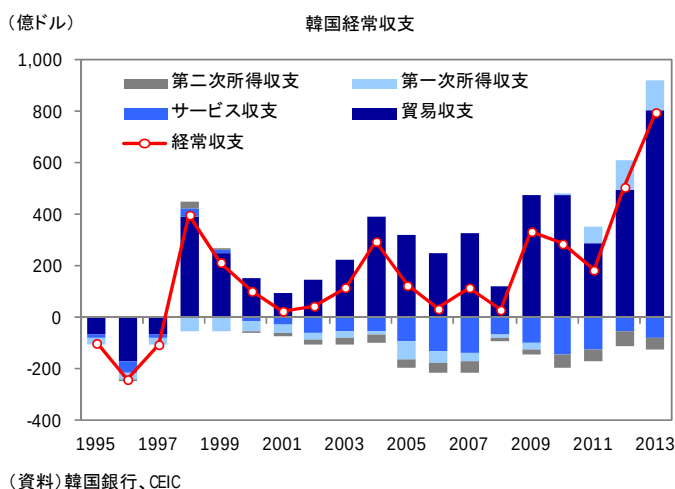


(資料) 中国国家统计局、中国国家外為管理局、CEIC

基調は維持される公算が大きい。

### ～韓国に求められるのはドイツと同じ内需拡大～

近年の為替報告書において筆者が注目しているのは中国よりも韓国である。韓国について論じる項目では、「韓国は公式には市場で決定する為替レートを維持しているが、ウォン相場のボラティリティを抑制する目的として介入している」との書き出しで始まっていることは前回と同様である。また、韓国の経常黒字は2012年の対GDP比4.2%から2013年には同6.1%に増加したことに言及(1999年以来で最大)。2013年の韓国の成長率の半分を純輸出が占めており、経済が外需と弱い内需に依存した状態が続いていることを指摘している。韓国に対するアプローチはドイツと同じであり、要するに多額の経常黒字を内需の拡大で抑制すべきと言うことである。



韓国の朴槿恵大統領は2月25日に経済革新3か年計画を発表している。これは2017年までに潜在成長率4.0%、就業率70%、国民所得40000ドル(現在は24000ドル)を達成するという野心的な目標である。報告書ではこのプランに関し、韓国の輸出依存を低下させ、生産性の成長が輸出産業に遅れをとっているサービス産業をターゲットとしたものと述べられている。通貨高はこの構造変化を達成するためのサポートツールであると指摘しており、投資主導から消費主導の経済へと移行を目指す中国に通貨高の許容を促すのと同様、国内の構造改革には通貨高を受け入れることが適切な政策であるとする論法である。

韓国がどれだけ通貨高を受け入れるかは定かではないが、2014年4月16日号の通貨ニュース『韓国ウォン:韓国中銀は予想通りの現状維持』でも議論したように、過去最大の経常黒字を積み上げるなど需給面では明らかにウォン高を示唆する状況にある。足許、ウォン相場は2008年以来6年ぶりとなる高値水準で推移しており、為替報告書の公表を終えたこともあって介入警戒感から一段のウォン高には慎重になるかもしれない。また、ウクライナ情勢や中国景気減速などへの懸念からリスク回避ムードが強まる局面では一時的にウォン売りが強まることも想定されるが、実需のウォン買いが後ろ盾となることが考えられるため大きく値を崩すことはないだろう。

以上

国際為替部  
多田出 健太(TEL:03-3242-7065)  
[kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp](mailto:kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp)

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。