

## 通貨ニュース(2016 年 2 月 2 日)

## 人民元:介入による CNY 安定はいつまで続けられるのか？

## CNY 切り下げに見る現為替政策の限界

年初から CNY の動向は新興国通貨市場に不安を拡げている。1 月 4 日から 7 日まで中国人民銀行 (PBoC) は、突如として基準値を大幅に CNY 安方向に設定し続けた。金融市場の混乱を受けて 8 日から基準値を据え置く政策に転じたことで、一旦は落ち着いたように見える CNY 相場だが、不安要素は尽きない。実際、7 日に発表された 2015 年 12 月時点の外貨準備高は、約 3.33 兆ドルと 11 月から約 1,080 億ドル減少しており、統計開始以来で月間としては最大の減少額となった。資本移動の自由を認めつつ (現在は部分的に留まる)、中銀による金融政策の独立性を保持し、更に為替相場の安定を保つことは、外貨準備の費消によってのみ持続可能であって、永続できるものではないという国際金融のトリレンマを改めて証明する結果となった (※)。

※みずほマーケット・トピック 2016 年 1 月 8 日号「中国の外貨準備の正しい読み方〜トリレンマの総取りはいつまでもできない〜」をご参照。

国際為替部

マーケット・エコノミスト

佐々木 貴彦

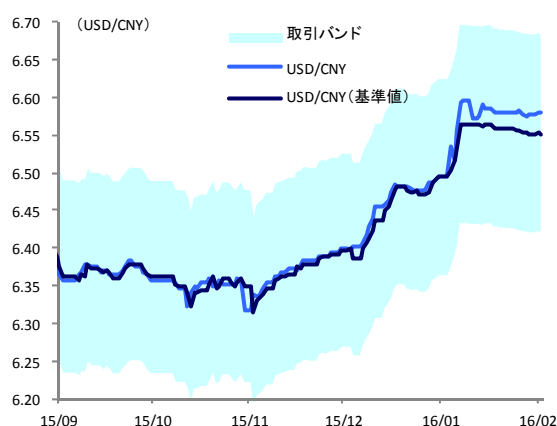
03-3242-7065

takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp

## 圧倒的な中国の外貨準備が通貨危機への危機感を薄らげている

しかしながら、切迫した危機感が市場に漂っていないのは、中国の圧倒的な外貨準備があるためと考えられる。確かに、2015 年 8 月～12 月のドル売り介入で費やした外貨準備の月次平均額 (643 億ドル) を基に試算すると、外貨準備 (12 月末: 約 3.33 兆ドル) を完全に費消するには約 6 年かかる計算になる。また、2 兆ドルを下回るのは 2017 年 9 月となり、1 兆ドルを下回るのは 2019 年 1 月といった試算となる。

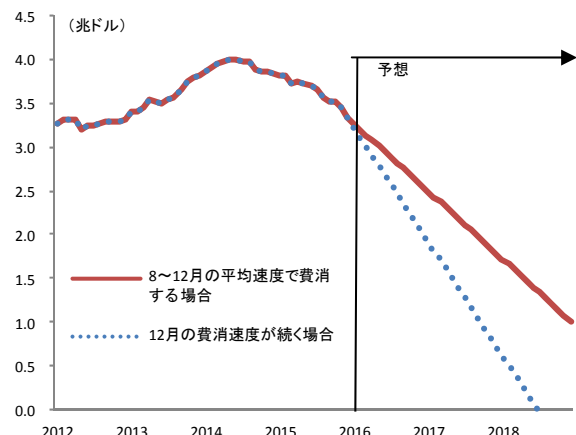
図表 1: USD/CNY 及び中国人民銀行基準値



(資料) ブルームバーグ、みずほ銀行

(注) 2 月 2 日 15 時 10 分迄のデータ

図表 2: 中国 外貨準備 (現状及び予想)



(資料) ブルームバーグ、みずほ銀行

(注) 2016 年以降は筆者推計値

こうした見込みに基づけば、中国が通貨危機に陥るリスクが意識される水準まで外貨準備が減るのは相当先であり、市場参加者が考える通り、当分は現状の為替政策が維持可能とも見ることができる。

### アジア通貨危機の経験は中国の外貨準備の急速な減少を示唆

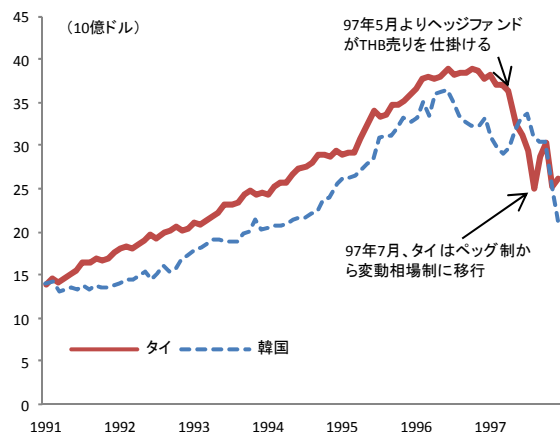
但し、こうした見方は非常に楽観的だと考える。市場で危機に陥るリスクが意識され始めると、加速度的に通貨売り圧力が高まり、中銀といえども対抗することは難しい、というのが過去のアジア通貨危機でタイや韓国などアジア諸国が得た教訓である。アジア通貨危機では、ヘッジファンドによるアジア通貨売りをきっかけに、実需も巻き込んで売りが売りを呼ぶ展開となった。その当時のタイや韓国も、十分な外貨準備を積んでいたものの、外貨準備の減少スピードがあまりにも急だったため、自国通貨を防衛することが出来ず、実質的にドル・ペッグ制だった為替政策を放棄し、変動相場制に移行している。

### 中国国内参加者の動向が危機の引き金となる可能性

中国の場合は資本規制が残っており、アジア通貨危機のようにファンドが売り仕掛けをする素地はない。しかしながら、国内勢（除く銀行）からの CNY 売り圧力が高まりつつあることには留意が必要だ。中国の外貨準備増減と顧客の CNY 買い月次ネットポジションを比較すると、両者の動きはほとんど一致しており、国内勢からの CNY 売り圧力が外貨準備の費消要因となっていることが分かる。2015 年 10 月には予約を用いた CNY 売りに規制がかかったことがあり、国内勢からの CNY 売り圧力は一時減退したものの、足許再び増大基調にある。

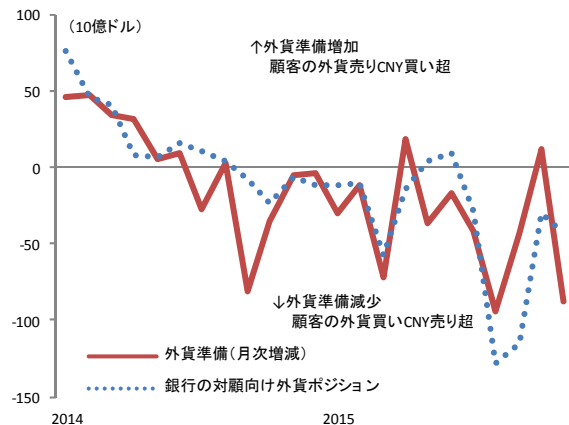
国内勢による CNY 売り需要の今後を占う上で、上海株式における中国の施策と結果が参考になる。2015 年中旬より急落し始めた株式を支えるため、中国政府は様々な売買規制を導入して食い止めようとした。しかしながら、

図表 3：タイ 韓国 アジア通貨危機前後の外貨準備



（資料）ブルームバーグ、IMF、みずほ銀行

図表 4：中国 外貨準備増減 銀行の対顧客向けポジション



（資料）ブルームバーグ、みずほ銀行

（注）銀行の対顧客向けポジションは、2015 年 11 月が最新データ

規制を強めれば強めるほど、個人投資家を中心に早く売り抜けようという意欲が高まり、逆に売り圧力を増大させる結果となってしまった。結局、守ろうとしていた3000の水準を下割れし、今日に至っている。

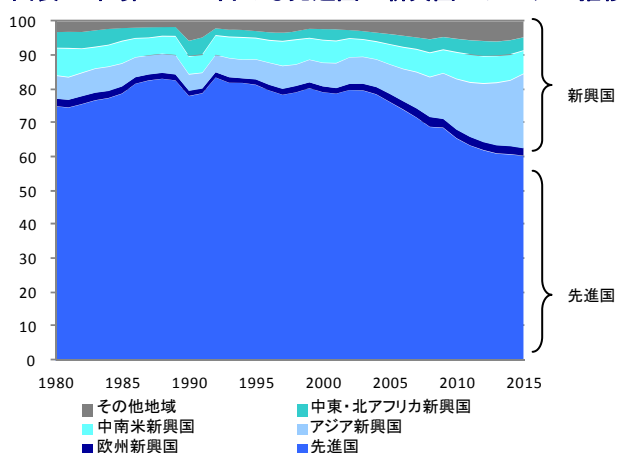
CNYについても同様に、規制でCNY売り圧力を抑えているが、抑えれば抑えるほどCNYを早く売ろうという意欲を逆に高めてしまっている。株で犯してしまったミスが為替相場でも犯し始めていると言えよう。とすれば、CNY売り圧力は今後も増大し、2015年12月に見られたような大規模な外貨準備の減少が今後も見られる可能性が高い。仮に12月のペースで減少が続くとすれば、2017年1月に外貨準備は2兆ドルを下回り、2017年10月には約1兆ドルとなり、1年以内の外貨準備枯渇が視野に入る水準まで低下する。当然ながら、外貨準備が減るほど、市場の不安は高まりCNY売りを更に加速させる。そう考えると、外貨準備の余裕を保持したまま政策転換できるのは早ければ2017年9月が限界になる。

### CNY急落によるショックが一時的となるかは米国次第

仮にPBoCが政策転換し、CNY急落を容認するとどのような事態が発生するのだろうか。過去のメキシコ通貨危機（1994年）、アジア通貨危機（1997年）、ロシア通貨危機（1998年）など1990年代に相次いで発生した新興国通貨危機時とは違い、現在は新興国が世界経済に占める影響力は大きなものになっている。ゆえにCNYの急落を認めれば、世界経済の一時的な後退は避けられないだろう。その際に重要となるのは米国の反応である。

アジア通貨危機時では、FRBは直前の1997年3月に利上げを実行したものの、1998年9月から3会合連続で利下げを行った。結果、1998年1月には前年比+2.8%だった米國小売上高が、1年後の1999年1月には同+6.6%と大きく加速。旺盛な内需は、経常赤字増加につながり、通貨安により輸出価

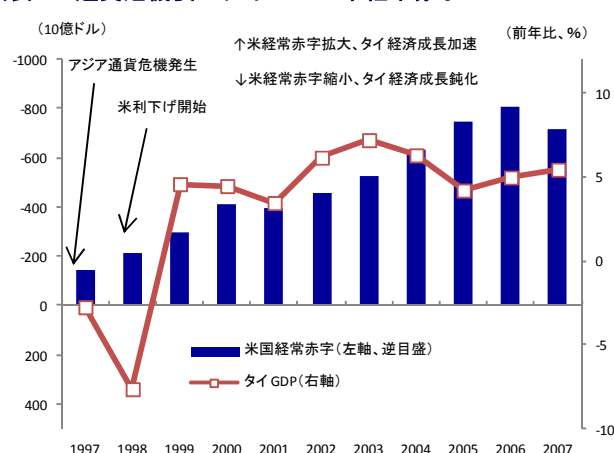
図表5：世界GDPに占める先進国と新興国のシェアの推移



（資料）IMF、みずほ銀行

（注）USD建てGDP名目値、2015年はIMF推計値

図表6：通貨危機後のタイGDPと米経常赤字



（資料）IMF、みずほ銀行

格（ドル建て）が低下していたアジア諸国は輸出を増加させることにより、通貨危機の痛手からすぐに立ち直ることができた。今回についても、米国が利上げサイクルを速やかに諦めることが、CNY 急落のショックを和らげる上で不可欠となる。CNY 急落による輸出価格（ドル建て）の低下と米国内需の拡大を背景に、中国経済が輸出の回復とともに持ち直してくれば、商品価格も値上がりし、資源国も深刻な成長鈍化から抜け出せると考える。そうすれば、ショックは一時的に留まり、世界経済の成長は加速に向かうだろう。

但し、上記はあくまで中国の外貨準備に余裕があるうちに、CNY 急落を容認した場合のシナリオである。中国の対外短期債務は外貨準備の僅か 16%（2013 年時点、世界銀行）に留まっており、現時点であれば CNY 急落による対外債務の支払い負担増が、深刻な景気低迷を引き起こす可能性は低い。しかしながら、外貨準備が 1 兆ドルまで落ち込むと対外短期債務（対外貨準備比率）は 62%まで上昇する。これは通貨危機発生年のタイ（140%）には及ばないものの、だからといって安心とは言い切れない。外貨準備が 1 兆ドルを切って、CNY 安定政策が保てないと市場参加者が判断すれば、CNY 売りは加速し外貨準備の減少も続くだろう。外貨準備が 5000 億ドルまで減少すれば、同比率は約 120%となりアジア通貨危機時のタイの水準近くまで上昇、通貨危機発生が現実味を帯びてくる。

アジア通貨危機時は、危機に陥ったアジア新興国が世界 GDP に占める割合は僅か 6.3%だった。現在の中国経済が世界 GDP に占める割合は 15.5%となっている。ここまで世界経済に占める割合が高い地域が通貨危機に陥った場合、米国の政策変更だけで悪影響を吸収しきれず、世界経済は景気後退の波に晒されるだろう。

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。