

みずほマーケット・トピック(2015年8月13日)

## 人民元切り下げとそれに付随する論点～その②～

人民元切り下げ騒動を受けて、通貨戦争や通貨危機といった大仰な表現も散見されている。もちろん、今後、応戦するように自国通貨の低め誘導を試みる国(中央銀行)が出てくる可能性はあるが、現時点で、「戦争」というほど、通貨安に執着する国が蔓延しているようには感じられない。また、望まざる通貨安によって危機に陥る(要するに通貨危機)の可能性に関して、外貨準備や経常収支の状況に照らせば、多くのアジア諸国は安全域にある。だが、一部新興国においては経常収支状況に不安が残されており、注意を要する通貨(インドネシア、ブラジル、トルコ、南アフリカ等)が存在するのも事実。もちろん、新興国通貨に関しては、当該国の政治情勢も大いに関わってくる側面が強そうだが、混沌とした局面だからこそ、「対外経済部門が健全な国の通貨が優位に立つ」という「基本中の基本」に返ることも推奨したい。

### ～ユーロ上昇は資源国通貨下落の裏返しか～

昨日の為替相場はユーロ全面高の展開で対ドルでは 1.1215、対円では 138.86 円まで上昇している。人民元切り下げの影響を受けてドル相場の騰勢が続くかと思われたが、過度な元安回避を企図した中国人民銀行によるドル売り・元買い介入や日経平均株価の大幅下落を受けた円ショートの巻き戻しなどが相俟って、125 円超から 123 円台まで急落している。ユーロ上昇の背景としては、従前までユーロキャリー取引によるユーロ下落が持て囃されていたことを踏まえれば、投資対象通貨と思しき豪ドルや NZ ドル等の資源国通貨からユーロへ資金が逆流した可能性は考えられる。

### ～通貨安戦争と言うが・・・～

昨日の本欄でも議論した通り、今回の人民元切り下げ騒動を受けて、通貨戦争や通貨危機といった大仰な表現も散見されている。もちろん、今後、応戦するように自国通貨の低め誘導を試みる国(中央銀行)が出てくる可能性はある。経済構造上、通貨安への執着が強く、インフレ率が 2% 近傍で安定している韓国などは相対的な競争力低下を懸念し、通貨安誘導の度を強めるかもしれない。

(2010年平均=100) 人民元実効相場の推移(名目・実質)



(資料)BIS、※Broadベース

だが、新興・資源国通貨(以下単に新興国通貨)の全てが一方的な通貨安を望んでいるわけではない。ブラジルやロシア、そしてアジアにおいてはインドネシアのようにインフレ率の上振れを問題

意識として抱く国も少なくない(ゆえに通貨安は望まない)。そもそも実効ベースの人民元相場(前頁図)がこれまで著しく上昇してきたことを踏まえれば、一昨日から足許までの2~3%程度の切り下げをもって大幅に競争力が劣化する国が現れるとは考え難い。今後の人民元相場次第ではあるものの、今のところ、「戦争」というほど、通貨安に執着する国が蔓延しているようには感じられない。

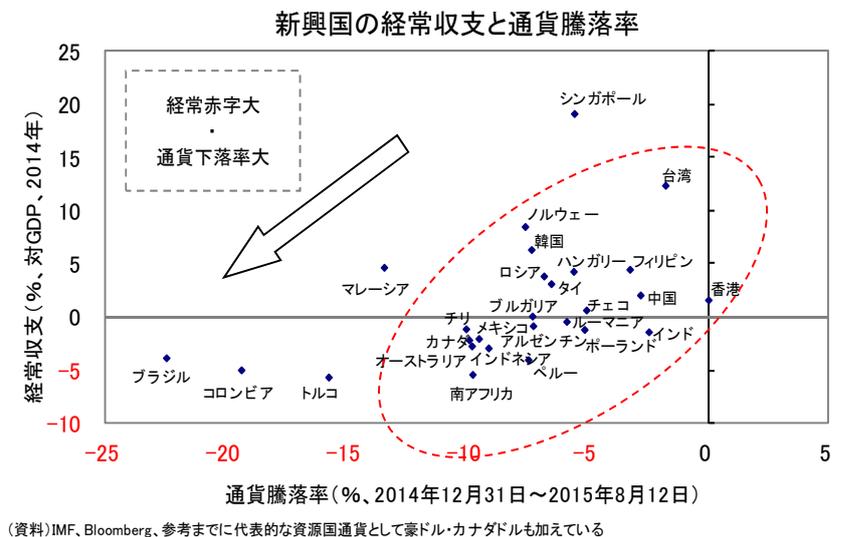
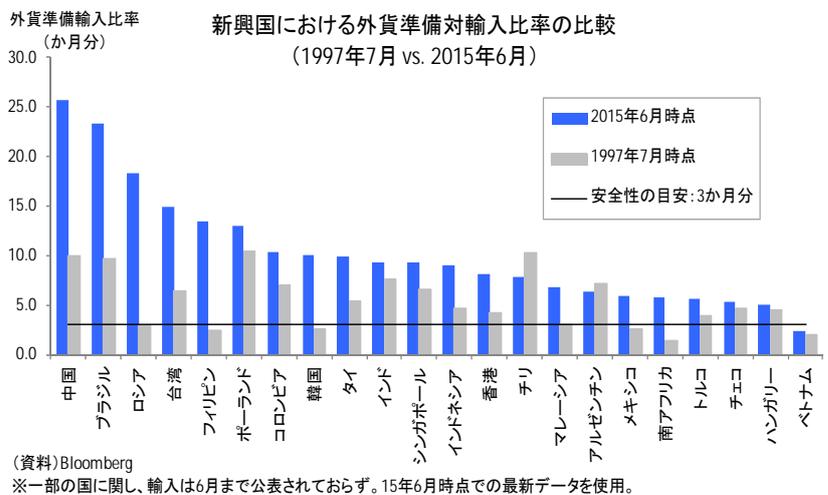
なお、2013年5月にバーナンキ元FRB議長が tapering を示唆して以来、人民元相場は実質、名目共に約+12%上昇している。今回の切り下げに関し、一部で「▲10%が目安」という声が出ているのは、その帳消しを期待する向きも入っているのかもしれない(なお、▲10%は8月10日の基準値6.1162を起点とすれば6.73程度までの切り下げを意味する)。

～「基本中の基本」から見る通貨危機の芽～

意図的な通貨安戦争を仕掛ける展開よりも、望まざる通貨安によって危機に陥る展開(要するに通貨危機)の方が恐ろしい。公的な株価下支えや通貨切り下げまでを必要とする中国経済の動揺が露わになったことを受けて新興国通貨は逆風に晒されている。元より商品価格が下がっていた状況で中国経済が急減速し、その上で米国が利上げを敢行するという三重苦とも言うべき最中であって

新興国通貨からの資金流出はある種、必然とも言える状況にある。当面、浮上のきっかけを掴むのは難しいと言わざるを得ない。昨日の本欄で述べたように、多くの新興・資源国は潤沢な外貨準備を保有しており、基本的に危機へ発展するような事態は想定していない。この点、1997年当時とほぼ変わらない外貨準備状況<sup>1</sup>(図)にあるベトナムドンが、昨日、取引バンドの拡大に

追いやられたのは必然とも言える。また、通貨の耐性を推し量る上では、外貨準備に加え經常収支も重要な計数となる。図を見る限り、やはり經常収支(%、対GDP)の状況が良好な通貨ほど、下落



<sup>1</sup> 図示されるように 97年7月時点でベトナムの外貨準備は輸入2.0か月分であったのに対し15年6月時点では2.3か月分と殆ど変わっていない。その他のアジア諸国は劇的に外貨準備を増やしており、例えば懸案のマレーシアやインドネシアではそれぞれ3.1か月から6.8か月、4.7か月から9.1か月へと積み上げが進んでいる。

率も押さえられている印象はある。アジアにおいてはインドネシアやインドを除けば經常収支が健全な状況に保たれている国が多く、上述の外貨準備状況と合わせ見れば「97年の再来」は考え難い。裏を返せば、足許で外貨準備の目減りが指摘され、新興国・資源国双方の顔を持つインドネシアルピアの置かれた状況は一段苦しいものになりそうである。同様の観点からブラジル、トルコ、南アフリカなども当面は下値リスクが大きいように思われる<sup>2</sup>。特に、トルコに関しては經常赤字の規模が大きめであることに加え、外貨準備に関しても、(安全性の基準を満たしてはいるが)他の新興国に比べて手薄な印象があり、とりわけ注意が必要な通貨に思われる。

もちろん、新興国通貨の先行きに関しては、当該国の政治情勢も大いに関わってくる側面が強くファンダメンタルズだけで割り切れるものではない。だが、混沌とした局面だからこそ、「対外経済部門が健全な国の通貨が優位に立つ」という「基本中の基本」に返ることを推奨したい。

以上

国際為替部  
チーフマーケット・エコノミスト  
唐鎌 大輔 (TEL:03-3242-7065)  
[daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp](mailto:daisuke.karakama@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。

---

<sup>2</sup> なお、新興国・資源国双方の顔を持つという意味ではマレーシアも同様だが、同国は經常黒字国通貨であるため、「下値リスクが大きい通貨」からは敢えて外して記述した。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuho.com/jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年8月12日	人民元切り下げとそれに付随する論点
2015年8月11日	2015年上半期における円相場基礎的需給環境
2015年8月10日	2016年日銀金融政策決定会合日程を受けて
2015年8月7日	週末版
2015年7月31日	週末版
2015年7月30日	FOMCを終えて～吹けば飛ぶような利上げ期待～
2015年7月29日	内閣支持率低下とドル/円相場
2015年7月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年6月分)
2015年7月27日	第三次金融支援でギリシャは幸せになれるのか
2015年7月24日	週末版(NZドルの現状や展望について～購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)からの評価～)
2015年7月23日	ユーロキャリー取引の妥当性を考える
2015年7月17日	週末版(ECB理事会を終えて～見直されるLLR機能～)
2015年7月16日	日銀金融政策決定会合を受けて
2015年7月15日	GPIF運用状況(15年3月末)から試算する円売り余力
2015年7月14日	ギリシャ第三次金融支援会意について
2015年7月13日	ユーロ圏、72時間以内の緊縮可決を要求
2015年7月10日	週末版(本当に本当の最後の会合～不安な「ギリシャ後の展開」～)
2015年7月9日	不運が続く円安シナリオ
2015年7月6日	ギリシャ国民投票を受けて～勝負の2週間～
2015年7月3日	週末版(拡大資産購入プログラム(APP)の現状と展望について～ギリシャ情勢を受けて問われる運営方針～)
2015年7月2日	外貨準備構成通貨の内訳(15年3月末時点)
2015年7月1日	ギリシャ返済遅延と離脱に係る損失試算について
2015年6月29日	一連のギリシャ動向について～デフォルトはメインシナリオへ～
2015年6月26日	週末版(2015年上半期を終えて～素直な政策金利相場だった上半期～)
2015年6月25日	約18年半ぶりの株高を受けて～実感はあるか?～
2015年6月24日	ユーロ圏、ギリシャ以外の年内の火種は?
2015年6月23日	何故ユーロ相場は底堅いか?
2015年6月22日	ギリシャ向けエクスポージャーの現状把握
2015年6月19日	週末版(ユーロ圏財務相会合を終えて～舞台は首脳級へ引き継ぎ～)
2015年6月18日	FOMC及びSEPを受けて(6月16～17日開催分)
2015年6月16日	米4月対内・対外証券投資(TIC)レポートについて
2015年6月15日	当面のギリシャ情勢～考え得るシナリオや離脱後の相場～
2015年6月12日	週末版(黒田総裁発言の解釈～実質実効為替相場を考える～)
2015年6月10日	ユーロ圏1～3月期GDP(2次推計値)について
2015年6月9日	基礎的需給環境の確認～4月国際収支統計を受けて～
2015年6月8日	本当にFRBの早期利上げは可能になったのか?
2015年6月5日	週末版(ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退:その②～)
2015年6月4日	ECB理事会を終えて～ボラティリティ許容発言の意図～
2015年6月3日	2年ぶりの実質賃金上昇～忍び寄る交易損失～
2015年6月2日	ECB理事会プレビュー～「完全なる実施」の強調～
2015年6月1日	G7を終えて～ドル高、交差する三種の思惑～
2015年5月29日	週末版
2015年5月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年4月分)
2015年5月27日	「7年10か月ぶりの円安・ドル高」を受けて
2015年5月26日	ドル/円上昇をもたらした2つの要因～従前の想定は変わらず～
2015年5月25日	ECB理事会議事要旨(4月15～16日開催分)について
2015年5月22日	週末版(ユーロ圏に戻るリアルマネー～証券投資動向から占うユーロ相場～)
2015年5月21日	クレー発言の真意とQEの実施状況について
2015年5月20日	本邦1～3月期GDPについて～消費 & 在庫が下支え～
2015年5月19日	足許のギリシャ情勢について～6月返済も危ういか～
2015年5月18日	ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退～
2015年5月15日	当面のギリシャ情勢の整理～何度目かの佳境～
2015年5月14日	ユーロ圏1～3月期GDP(1次推計値)について
2015年5月13日	本邦3月国際収支統計と円相場見通しについて
2015年5月12日	本邦の雇用・賃金情勢について～完全雇用到達後の世界～
2015年5月11日	英国総選挙と今後についての論点整理
2015年5月8日	QQEの効果検証～「金利への回帰」の布石か～
2015年5月7日	欧州委員会春季経済予測について
2015年5月1日	週末版(日銀政策決定会合を終えて～勝負の秋～)
2015年4月30日	米1～3月期GDP及びFOMCについて
2015年4月28日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか?
2015年4月27日	最近のギリシャ情勢に関する整理
2015年4月24日	週末版(日銀政策決定会合プレビューその②～参院財政金融委員会での総裁発言を受けて～)
2015年4月23日	日銀政策決定会合プレビュー
2015年4月22日	本邦3月貿易統計～黒字転化をどう評価するか～
2015年4月20日	重要な論点は「いつやるか」から「何回できるか」
2015年4月17日	週末版(ECB、PSPFの残高状況に関して～「12%」から何を読み取るか?～)
2015年4月16日	ECB理事会を終えて～与信改善を強調～
2015年4月15日	通貨政策の変節と日銀～浜田参与発言を受けて～
2015年4月14日	ECB理事会プレビュー～早くも聞こえ始めたtapering～
2015年4月13日	米為替政策報告書について～ドル高容認の継続?～
2015年4月10日	週末版
2015年4月7日	量的・質的金融緩和(QQE)導入から2年を受けて
2015年4月6日	米3月雇用統計～6月利上げの芽は潰れたか～
2015年4月3日	週末版(ECB理事会議事要旨(3月5日開催分)～“prudent optimism(節度ある楽観)”の先行きは～)
2015年4月2日	日銀短観3月調査～「需要不足」から「供給不足」へ～
2015年4月1日	外貨準備構成通貨の内訳(14年12月末時点)
2015年3月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年2月分)
2015年3月27日	週末版
2015年3月26日	本邦対内・対外証券投資の動向について
2015年3月25日	本邦家計部門の金融資産の現状について
2015年3月24日	円相場の基礎的需給環境の整理
2015年3月23日	ユーロ圏1月国際収支統計～対内証券投資が回復～
2015年3月20日	週末版(第3回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)を終えて～ユーロ圏の与信機能に復活の兆し?～)
2015年3月19日	FOMCを終えて(3月17～18日開催分)
2015年3月18日	ECB、量的緩和政策(QE)に係るQ&A
2015年3月17日	ECBの国債・政府機関債購入額(第1週目)を受けて
2015年3月16日	ユーロ相場の水準感～佳境を迎えるユーロ売り～
2015年3月13日	週末版(米国はどこまでユーロ安を許容するのか～試される「強いドルは国益」～)
2015年3月12日	日銀の追加緩和はあるのか～払拭しきれない可能性～
2015年3月11日	3月レバトリ円高説について
2015年3月10日	なぜ為替と株価の相関が低下しているのか?