

みずほマーケット・トピック(2015 年 9 月 2 日)

国際金融のトリレンマから読む中国の外貨準備減少

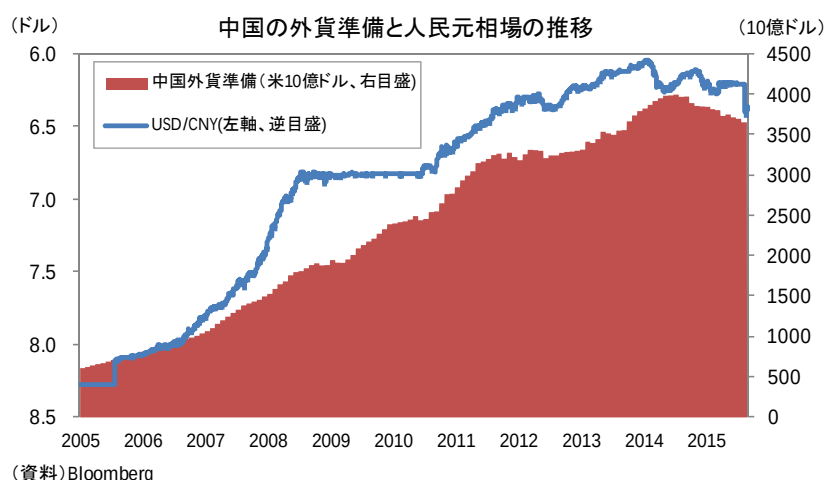
中国の外貨準備減少が話題となっているが、その解釈に関しては玉石混合という印象。人民元相場と PBoC の金融政策運営の関係を読み解く上では「国際金融のトリレンマ」に沿って理解した方が分かりやすい。今後、中国が取る道はラフに言えば 2 つ。(1)金融政策の独立性を放棄した上で為替の安定を守るのか、(2)金融政策の独立性を確保した上で為替の安定を放棄するのか。なお、現状は(1)と(2)の間と評価できる。なお、(3)として資本移動を制限して、金融政策の独立性と為替相場の安定を確保する道もあるが、人民元国際化とは逆行する路線。この点、昨日の資本規制強化は驚きだが、今後、(3)を主軸とする政策展開は真っ当に考えれば可能性は低い。真っ当に考えれば、今後予想される展開は(2)の方向。人民元買い・ドル売り介入等を断続的に実施しつつも方向としては通貨安を睨み、独立した金融政策と資本規制の緩和傾向の下で人民元国際化に望みを繋ぐという展開が考えられる。

～9 月利上げは風前の灯～

昨日の金融市場は大荒れの展開。昨日公表された中国 8 月製造業 PMI は 49.7 と市場予想と合致する結果であったものの、景気拡大・縮小の分かれ目となる 50 を割り込み、3 年ぶりの低水準となった。これを受けて上海総合指数は急落し、日経平均株価も前日比 ▲724.79 円でひけている。その後、米国で発表された米 8 月製造業 PMI も 51.1 と市場予想の中心 (52.5) を下回り、NY ダウ平均は前日比 ▲469.68 ドルと急落、これに応じてドル/円相場も再び 120 円を割り込む展開が見られた。もはや 9 月利上げは風前の灯であり、出口戦略そのものを再検討する必要性があるだろう。

～中国の外貨準備減少をどう読むべきか～

ところで先週末、中国の外貨準備減少が話題となっているが、その解釈に関しては正しいもの、やや疑問に思われるもの、玉石混合という印象を受ける。外貨準備の推移をみると、2014 年 6 月時点の約 4 兆ドルをピークとして徐々に減少傾向にあったが、今年に入ってから是一段加速しており、今年 7 月時点では 3.65 兆ドルまで減少している。8 月時点の



残高は明らかになっていないものの、8 月 11 日の切り下げ後 2 週間で 1000 億ドル超の減少を指

摘する推計も見られている。本日の本欄では中国の外貨準備減少に関し、主要な論点を整理した上で、今後どういった政策運営が予想されるのかも考察してみたい。昨日は中国人民銀行(PBoC)が人民元売りに伴う為替予約について規制を強化したことが話題となった。これらの動きをどう理解すれば良いのかも含めて議論を進めたい。

～「国際金融のトリレンマ」に照らした中国の立ち位置～

言うまでもなく外貨準備減少はPBoCによる人民元買い・ドル売り介入の結果である。正確にはドル売り介入の原資を調達するために米国債が売却され、外貨準備が減少する。だが、単に「過度な人民元安を嫌気し、ドル売り介入を行ったので外貨準備が減少した」という現象面を捉えるだけでは、今後の政策運営を読む手掛かりにはならない。より大所高所に立った理解が必要である。

過去の本欄でも何度か議論しているが、人民元相場とPBoCの金融政策運営の関係を読み解く上では「国際金融のトリレンマ」に沿って、基本に忠実に理解した方が分かりやすい。「国際金融のトリレンマ」とは①「独立した金融政策」、②「自由な資本移動」、③「安定した為替相場」を同時に実現することは

国際金融のトリレンマ

	政策目的	採用国の例		
		日本、米国など	ユーロ圏、香港など	中国など
①	独立した金融政策	○	×	○(※)
②	自由な資本移動	○	○	×
③	安定した為替相場	×	○	○

(資料)筆者作成 ※但し、中国は国務院の指導の下での政策運営となる。

できないという国際金融上の命題である(表)。過去の中国は②「自由な資本移動」を封印した上で、①「独立した金融政策」と③「安定した為替相場」を確保する道を歩んできたが、近年では②「自由な資本移動」を徐々に認めるようになっていた(≒資本規制を緩めつつあった)。その結果、①「独立した金融政策」と③「安定した為替相場」の両立が難しくなり、最終的に8月11日の大幅切り下げ(③の放棄)に至ったのである。中国とてトリレンマからは逃れられない。

最近の中国経済で起きていることをまとめれば、まずPBoCは景気減速を受けて①「独立した金融政策」としての緩和措置を行っている。だが、そうした緩和措置は②「自由な資本移動」を求める以上、資本流出と共に人民元安を招くため、③「安定した為替相場」のためには人民元買い・ドル売り介入が必要となる。この状況は外貨準備が続く限りは有効だが、必ず終わりは来るため、やはり①～③のどれかは諦めなければならない。もちろん、介入の副作用もある。PBoCが流動性供給や預金準備率(RRR)の引き下げを行っているのは国内景気下支えという目的もさることながら、人民元買い介入で引き締まった市中流動性の緩和をするという側面もある。この意味で①「独立した金融政策」に支障を来しているとも考えられる。

～今後予想される展開～

今後、中国が取る道はラフに言えば2つ考えられる。(1)金融政策の独立性を放棄した上で為替の安定を守るのか(トリレンマで言えば③を確保し②も求めつつ①は放棄)、(2)金融政策の独立性を確保した上で為替の安定を放棄するのか(①を確保し②も求めつつ③は放棄)、である。なお、現状は(1)と(2)の間と評価できる。なお、(3)として資本移動を制限して、金融政策の独立性と為替相場の安定を確保する道もある(トリレンマで言えば①と③を確保し②は放棄)。しかし、この期に及

んで資本規制を強化するという事は中国政府が標榜する人民元国際化の流れに逆行するものであり、中国が国際経済のプレイヤーとして一步後退したものと理解されるだろう。しかし、昨日、中国は資本規制強化を発表した。国家の面子を一段と重んじる同国の性質に鑑みればこうした決定は驚きだが、長い年月をかけて人民元国際化を進めてきたことを踏まえれば、このような政策運営(資本規制強化)が今後の主軸になっていくとは考え難い。

真っ当に考えれば、今後予想される展開は(2)の方向である。(1)に関しては、所詮、米国と中国の経済構造や景気循環が異なる以上、金融政策を FRB のそれに合わせ続けるのは中国にとって望ましいとは言えない。その矛盾が噴出したのが 8 月 11 日の切り下げである。とすれば、やはり(2)の蓋然性は大きい。中国経済は明らかに緩和的な金融環境を欲しており、実際に PBoC は金融緩和を行っている。金融緩和のもたらす効用としては金利水準の低下のみならず、通貨安も期待されるわけだが、この点については③「安定した為替相場」に固執する限り、緩和に見合った効果を享受できないことになる。金融緩和によって国内金利水準を下げれば資本流出圧力が強まり元安に振れやすくなるが、上述したように、この動きは PBoC による人民元買い・ドル売り介入で相殺されている。過去の本欄でも述べたように、株価が下がれば公的に買い支えるような政府が、わざわざ身の丈以上の通貨高を演出する構図には無理がある。人民元安に誘導すれば中国国内の資産は海外投資家にとって割安になり、いずれは資本流入が集まる。もちろん、人民元急落は外貨準備通貨としての保有動機を減じるものであり、中国国内においても、特に対外債務を抱える向きから強い反対が予想されるだろう。それゆえ、今行われているような外貨準備を費消しながら急落を押え、為替相場があたかも市場連動しているかのような構図を演出する路線は確かに合理的な政策運営と言える。だが、外貨準備が減っているということは、市場の要求する人民元相場がより下にあるということの証左でもある。市場連動の演出を意識するという方針が続くのであれば、やはり元の先安観は予想して然るべきなのだろう。人民元買い・ドル売り介入等を断続的に実施しつつも方向としては通貨安を睨み、独立した金融政策と資本規制の緩和傾向の下で人民元国際化に望みを繋ぐというのが当面の展開ではないか。完全に為替の乱高下を許すわけではないゆえ完全なる(2)とは言い難いが、政策の方向感としてはそのようなイメージが抱かれる。

～人民元買い・ドル売り介入は米国にとって金融引き締めなのか？～

なお、中国の外貨準備減少が米国ひいては世界の経済にとって引き締めの効果をもたらすという意見が散見される。確かに、PBoC が米国債を売却することによって米金利が上昇し、实体经济への意図しない引き締め効果が生じるという説には一理ある。かつてグリーンズパン元 FRB 議長は連続的な利上げにも拘らず長期金利が低位安定する現象に関し「謎(conundrum)」と呼んだが、今指摘されているのはその逆バージョンであり、本体である FRB が引き締めしていないにも拘らず、金利が上昇圧力に晒されるという現象である。

だが、現実問題として米金利は上昇していない。そのような思惑が正常化を模索中の FRB にとって邪魔であることは違いないにしても、今のところは市場の推測の域を出るものではないだろう。なお、PBoC が売却したドルは金融市場に残留し続けるゆえ、「中国を筆頭とする新興国のドル売り介入が量的引き締めにつながった」という指摘は正しくない。世界中に存在するドルの量(ベースマネー)をコントロールできるのは FRB だけである。周知の通り、FRB は最大の懸案であるバランスシート縮

小(B/S)には言及すらできない状態であり、結果としてドルのベースマネー規模も変わっていない。中国の為替介入政策は米国にとって金利上の引き締め効果をもたらし得るが、量的引き締め効果までを心配するのは誤解であり、無用な不安を煽るだけである。

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

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。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年8月28日	週末版
2015年8月27日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」②
2015年8月26日	混乱を受けたドル/円相場の見直し改定について【暫定】
2015年8月25日	円相場の観点で見つめ直す日経平均株価の水準感
2015年8月24日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」
2015年8月21日	週末版(FOMC議事要旨(7月28～29日開催分))を受けて～「断固たる覚悟」は見えず～
2015年8月19日	本邦7月貿易統計を受けて
2015年8月17日	日米欧4～6月期GDPを受けて
2015年8月14日	週末版(ECB理事会議事要旨(7月15～16日開催分))について～no reason for complacency～
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～
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年上半年における円相場の基礎的需給環境
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ドルの現状と展望について～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合意について
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年上半年を終えて～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、交差する三極の思惑～
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(一次推計値)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月利上げの芽は潰えたか～
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