

みずほマーケット・トピック(2016 年 1 月 18 日)

「あく抜け」に求められるもの～人民元の完全フロート化～

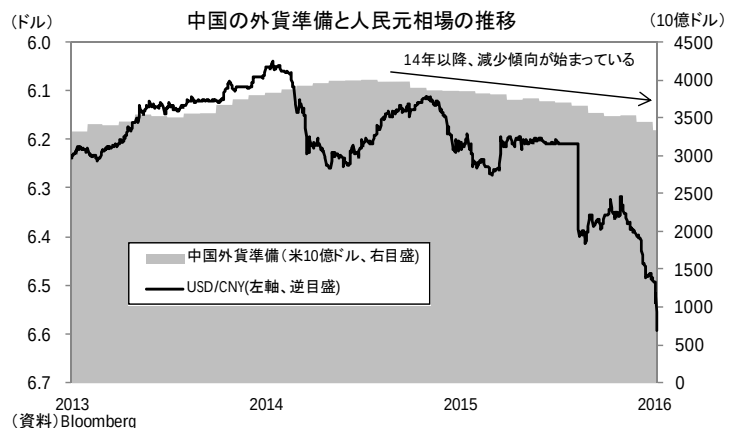
改めて足許の悲観ムードの源泉となっているものを確認すれば、やはり断続的な人民元安誘導やその原因となっている中国経済の減速懸念が挙げられる。しかし、本欄では何度も論じているように、中国経済の実態やそれに対する市場の眼差しと真摯に向き合うのであれば断続的な人民元安誘導やこれをフォローするかのような微妙な人民元高修正は悪手と考えられる。非連続な人民元安誘導やおっかなびっくりの人民元高修正の下で市場が「あく抜け感」を覚えることはない。十分な通貨防衛力を備えている今こそ、フロート化と共に人民元相場を大幅に急落させる好機と考えられなくもない。一度、下げたいところまで下げさせれば、痛みは急性的且つ一時的なもので済む可能性もあるだろう。思い返すべきは 1992 年 9 月の英ポンド危機。当時の英国を中国に、ドイツを米国に、そして ERM 変動幅「 $\pm 2.25\%$ 」を人民元の対ドル基準値変動幅「 $\pm 2.0\%$ 」と読み替えると、現状の人民元相場の置かれた危うさが見えてくるのではないか。

～遂に「8・24 ショック」の安値を割ったドル/円～

引き続き金融市場の動揺が止まらない状況にある。先週 15 日に公表された米 12 月小売売上高は前月比▲0.1%と減速し、しかも 2015 年通年では前年比+2.1%と 2009 年以来の低い伸び率にとどまった。こうした米経済に対する暗雲に加え、元より漂う中国経済への不安も手伝い、同日の NY ダウ平均は前日比▲390.97 ドル(▲2.4%)下落し、15988.08 ドルと昨年 9 月末以来の安値をつけている。こうした状況下、ドル/円相場も一時 116.51 円と昨年の「8・24 ショック」時につけた安値を更新している。本日こそ 117 円台に戻しているものの、日経平均株価が続落する中で本格的に値を戻すには至っていない。為替及び株共に昨年安値(115.86 円/16592.57 円)を守れるかどうか来週の日銀金融政策決定会合を読む上で決定的に重要になってくるだろう。

～投機的なアタックを招く中国の悪手～

改めて足許の悲観ムードの源泉となっているものを確認すれば、やはり断続的な人民元安誘導やその原因となっている中国経済の減速懸念が挙げられる。「悲観の極み」とも言えるムードの中、毎日午前 10 時 15 分に発表される対ドルの人民元基準値が前日比横ばいもしくは高値に設定される時は相場心理が改善する傾向が見られる。しかし、本欄では何度も論じているように、中国経済の実態やそれに対する市場の眼差しと真摯に向き合うのであれば断続的な



人民元安誘導やこれをフォローするかのような微妙な人民元高修正は悪手だと考えられる。非連続な人民元安誘導やおっかなびつくりの人民元高修正の下で市場が「あく抜け感」を覚えることはないだろう。そうした中途半端な政策対応にも拘わらず、市場心理に歯向かうような為替誘導の代償として外貨準備は徐々にしかし確実に費消している(前頁図)。昨年 12 月末時点で中国の外貨準備は約 3.3 兆ドルと依然潤沢であり、市場に立ち向かい続ける弾薬としては相当な余裕がある。しかし、これが 3 兆ドルを割り込み、さらに 2 兆ドルそして 1 兆ドルを割れて・・・といった展開になった場合、手薄になった通貨防衛力を前に投機的なアタックが一気呵成に勢いづく可能性も懸念される。

そういった悲観シナリオを見越した場合、十分な防衛力を備えている今こそ、フロート化と共に人民元相場を大幅に急落させる好機と考えられなくもない。後述するように、国際金融大国を志向する以上、追い込まれてフロート化させられるパターンだけは中国としても避けたいはずである。一度、下げたいところまで下げさせれば、痛みは急性的且つ一時的なもので済む可能性がある。

～英ポンド危機から見る現状:最適通貨圏の議論～

かつて通貨危機と呼ばれた事象を振り返れば、今の人民元相場に投機的なアタックを懸念することはむしろ自然である。中国は 2005 年 7 月に人民元相場のドルペッグ(米ドルとの交換レート of 固定)を見直し、現行の管理変動相場制に移行したが、その後もドルペッグの色合いを残してきた。毎日公表される基準値が当局の手に委ねられている以上、人民元相場がフリーフォール状態になることはないし、逆に際限のない騰勢に悩まされることもない。よって市場の下げたい水準ないし上げたい水準まで為替相場が変動することはない。管理相場は両通貨圏の実体経済に大きな乖離がない場合は問題にならないが、片方が通貨安を欲する不況で、もう片方が通貨高でも構わない好況となった場合などには問題が表面化する。

これは、通貨統合の是非を考察する際の定番理論「最適通貨圏(OCA: Optimum Currency Area)」の議論である。OCA を形成するための条件は論者によって多岐にわたるが、労働や資本などの生産要素に関し移動の自由が確保されていること、相互の貿易依存度が高いこと、インフレ率が収斂していること、景気循環が似ていることなどが一般的に指摘される。こうした条件を満たせなかったがゆえに起きた混乱の最たるものが欧州債務危機だが、人民元相場の現状と展望を語る上では 1992 年 9 月の ERM 危機(別名:ポンド危機)を思い返すことが手助けになるだろう。

英国は 1990 年 10 月、域内通貨間の為替レートを事実上固定する ERM(欧州為替相場メカニズム)への介入を表明する。ERM 加盟国通貨は各国通貨間で設定される中心相場¹から「±2.25%」の変動幅に抑制することが求められたが、当時の英国とドイツの景気循環の乖離がこの維持を難しくした。同じ 1990 年 10 月にはドイツにおいて東西統一がなされ、それ以降旧西ドイツから旧東ドイツへの公共投資が急拡大し、これがインフレ率の上振れを招く状況に陥っていた。これに対し、独連銀(ブンデスバンク)は利上げで対抗することになるが、ここで当時不況に陥っていた英国の金融政策との齟齬が生まれる。ラフに言えば、英国は国内景気に配慮し利下げが必要な状況であったが、対独マルク相場を ERM の変動幅に収めるためには利上げが必要な状況に立たされた。欧州全体で統合に向けた機運が盛り上がっていた中、英国は ERM への追随、つまり「望まぬ通貨高」と

¹ ECU (欧州通貨単位) から計算される。

いう道を歩んだが、結局これが投機筋につけ込まれる原因となった。

そして1992年9月15日、当時の英ポンド相場が半ば無理やり高値維持されていることを見透かしていたジョージ・ソロスのクオンタムファンドは大量の英ポンド売りを浴びせ、翌16日、イングランド銀行のポンド買い介入も空しく、英国は押し退けられるように「±2.25%」の変動幅から離脱（つまりERMからの離脱）を余儀なくされた。これが後にブラックウェンズデーと呼ばれる英ポンド危機の大まかな顛末である。

ここで英国を中国に、ドイツを米国に、そしてERM変動幅「±2.25%」を人民元の対ドル基準値変動幅「±2.0%」と読み替えると、現状の人民元相場の置かれた危うさが見えてくるのではないかな。現状では対ドル基準値が人民元高方向に設定されることを歓迎するムードが強いが、それは短期的な市場心理の改善に寄与するものであって、悲観ムードの根源をなしている中国経済の改善にはむしろ逆効果であるように思われる。

～通貨高への痩せ我慢は続かない～

なお、ブラックウェンズデーには続きがある。ERMから離脱し、変動幅を維持する義務がなくなった英国では通貨ポンドが当然下落し、金利も低下した。これに応じて輸出の持ち直しなども進み、実体経済の改善も進展した。景気回復の要因はそれだけではないだろうが、ERM離脱が英経済の立ち上がりに寄与したとの評論は多く、1992年9月15日をむしろホワイトウェンズデーないしゴールデンウェンズデーと呼ぶ声すらある。近年、ユーロ崩壊を推奨する論陣の多くはこの英国の経験を理由にすることも多い²。

ポンド危機の教訓は地力にそぐわない通貨高を人為的に保とうとする行為は最終的に大混乱と共に修正を迫られるという事実に他ならない。本ケースに限らず、嫌々ながらも通貨高に対し「痩せ我慢」し続けるケースでは、何らかの大義が幅を利かせていることが目立つ。それは当時の英国や今のユーロ圏にとっては「欧州の統合・深化」という理想であり、中国にとっては近年腐心している「国際金融大国としての地位向上」といったところだろうか。なお、昨今のFRBによる利上げも「危機対応からの脱却」という大義に執着した結果であり、「望まぬ通貨高」に繋がっている。

そうした大義は具体的な形を伴わないが、当該国にとっては崇高なものであるため、プライドが邪魔をして正確な判断を狂わせる恐れがある。アジアインフラ投資銀行(AIIB)設立やSDR(特別引き出し権)構成通貨への組み入れなど、大義の実現に向けて象徴的な出来事が相次ぐ中、中国が自国通貨の暴落を敢えて容認する完全フロート化という決断をするのは容易ではないだろう。だが、どこかで売り一巡感(いわゆるセリングクライマックス)を経て、市場に「あく抜け感」を持たせない限り、無為に外貨準備を費消させ、将来的な通貨危機の確率を高めるだけにも思われる。

～FRBの挫折が世界を救うのか～

なお、中国人民銀行(PBoC)が現状の政策運営(断続的な人民元安誘導+微妙な人民元高誘導)を続けてもクラッシュしないという可能性もある。それはFRBが正常化プロセスを諦めるという展開である。FRBが「危機対応からの脱却」という大義から一旦離れ、ドル高是正という現実的な対応にシフトした場合、中国と米国の間の実体経済の乖離はこれ以上拡大することがなくなり、ドルペッグの色

² 『欧州解体: ドイツ一極支配の恐怖』 ロジャー・ブートル、東洋経済新報社

合いを残すことも(程度問題ではあるが)可能になる。そうなれば無理に外貨準備を使って人民元安を止めなければならないほどの状況も変わるかもしれない。既に米製造業部門の景況感が不況入りを示唆している現状を見る限り、実はこの展開が一番有り得るのかもしれない。そもそも、中国がこのような現状であることも、FRB が利上げを諦める理由足り得るだろう。「FRB の挫折」が中国の通貨危機から連なる世界同時不況を救うという構図になるのは何とも皮肉なことである。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年1月15日	週末版(ECB理事会議事要旨について～ドラギマジック、「初の黒星」の舞台裏～)
2016年1月14日	厳しくなってきたFRBの「痩せ我慢」
2016年1月13日	本邦11月国際収支統計と円相場の需給について
2016年1月12日	Game changer!になれなかった米12月雇用統計
2016年1月8日	週末版(中国外貨準備減少の正しい読み方～トリレンマの「総取り」はいつまでも出来ない～)
2016年1月7日	FOMC議事要旨～「ハト派なタカ派」を再確認～
2016年1月5日	119円台前半の意味～想定為替レートとの対比～
2016年1月4日	2016年の為替見通しポイント～過去2年との違い～
2015年12月28日	2015年の為替相場総括～為替従属強まる日米欧中銀～
2015年12月25日	週末版(【暫定版】中期為替相場見通し～ユーロ相場～)
2015年12月24日	【暫定版】中期為替相場見通し～ドル/円相場～
2015年12月22日	完全雇用の背後にあるもの～景気と雇用のズレ～
2015年12月21日	日銀金融政策決定会合～QQE2.5の読み方～
2015年12月18日	週末版
2015年12月17日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2015年12月16日	日米金利差から見る現状のドル/円相場
2015年12月14日	日銀短観12月調査～後がない想定為替レート～
2015年12月11日	週末版(ECBのバランスシート拡大について～「2016年6月」に向けての進捗状況～原油価格下落のG3通貨への含意)
2015年12月9日	原油価格下落のG3通貨への含意
2015年12月8日	本邦10月国際収支統計と円相場の需給について
2015年12月7日	ECBはどうしたら踏み込むのか？今後のユーロ相場は？
2015年12月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「故意的な失望」は転ばぬ先の杖か～)
2015年12月3日	イエレン講演と限界に迫るドル買い相場
2015年12月2日	実質実効為替相場(REER)で見る、ドル相場・円相場
2015年12月1日	ECB理事会プレビューの補足～超日銀化現象～
2015年11月27日	週末版
2015年11月26日	追加緩和後のユーロ相場～また、「下落の時代」？～
2015年11月25日	ECB理事会プレビュー(12月3日開催分)～3つの緩和メニュー～
2015年11月24日	ECB理事会議事要旨～「未知の領域」への不安も～
2015年11月20日	週末版
2015年11月17日	本邦7～9月期GDPを受けて～最近のULC動向～
2015年11月16日	仏同時多発テロを受けて～政治統合か、瓦解か～
2015年11月13日	週末版(ドル調達コストの急騰について～「割に合わない」ムードが強まる対外証券投資～)
2015年11月12日	12月ECB緩和を阻むもの～戻ってしまったインフレ期待～
2015年11月11日	米輸入物価下落が示す「不況の輸入」
2015年11月10日	本邦9月国際収支統計と円相場の需給について
2015年11月9日	米10月雇用統計を受けて～問題は「何回できるか」～
2015年11月6日	週末版(ECBの「次の一手」を考える～預金ファシリティ金利のマイナス幅はどこまでいくのか～)
2015年11月4日	3度目の正直に挑む、ドル/円相場の年間値幅
2015年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～幻滅リスク回避も・・・～
2015年10月30日	週末版
2015年10月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年9月分)
2015年10月28日	FOMC声明文のプレビュー～注目すべき3点～
2015年10月27日	振り出しに戻った投機筋の円売り～2つの理由～
2015年10月26日	ECB緩和予告は日銀を追い詰めたと言えるのか？
2015年10月23日	週末版(ECB理事会を終えて～止まりそうにない金融政策の通貨政策化～)
2015年10月21日	米為替政策報告書について～我慢の限界は近い？～
2015年10月20日	日銀金融政策決定会合プレビュー(10月30日開催分)
2015年10月19日	ECB理事会プレビュー(10月22日開催分)
2015年10月16日	週末版(ユーロ相場の乱高下を受けて～迫るHICPのマイナス常態化と追加緩和～)
2015年10月15日	米利上げを再検討すべき時期に
2015年10月14日	ドイツ経済に見られ始めた失速の兆候
2015年10月13日	正当性を増すブレイナードFRB理事のスタンス
2015年10月9日	週末版(ECB理事会議事要旨(9月2～3日開催分)～崩れるインフレ期待？～)
2015年10月8日	本邦8月国際収支統計と円相場の需給について
2015年10月7日	IMF秋季世界経済見通し～利上げ不安は高まるばかり～
2015年10月6日	「利上げの好機」を逸したか～待ちくたびる雇用回復～
2015年10月5日	米9月雇用統計～皮肉な円安シナリオの延命も？～
2015年10月2日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳(15年6月末時点)～中国報告開始の影響を考える～)
2015年10月1日	日銀短観9月調査～追加緩和の行方は？～
2015年9月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年8月分)
2015年9月28日	物価測度に照らしたドル/円相場の現状と展望
2015年9月25日	週末版(名目GDP600兆円への道～新「3本の矢」が目指すところ～)
2015年9月24日	欧州難民危機は統合深化の試金石に
2015年9月18日	週末版(FOMCを終えて(9月16～17日開催分)～糊代論への未練がましい執着～)
2015年9月17日	日銀4～6月期資金循環統計について
2015年9月16日	判断を迫られる通貨・金融政策～株価が実質賃金か～
2015年9月15日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？～その②～
2015年9月14日	ポスト債務危機の様相を呈してきた欧州難民危機
2015年9月11日	週末版(ドル/円相場の水準感～上値と下値の目途の考え方～)
2015年9月10日	ユーロ圏経済の現状と展望及びユーロ相場について
2015年9月8日	本邦7月国際収支統計と円相場の需給について
2015年9月7日	アンカラG20を終えて～分があるのはどちらの主張か～
2015年9月4日	週末版(ECB理事会を終えて～FOMCに先手を打ったECB～)
2015年9月3日	ECB理事会プレビュー～APP延長示唆か？～
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
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年上半期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～