

みずほマーケット・トピック(2016 年 2 月 22 日)

中国版プラザ合意へ燦る期待について

年初来の金融市場混乱に対し、今週末 26～27 日に開催される G20 財務相・中銀総裁会議を突破口として期待する向きが出始めている。具体的に期待されているのは中国における「高過ぎる人民元」を是正する中国版プラザ合意。現状を踏まえれば、政策協調の上、「人民元大幅切り下げの軟着陸」を実現させ、中国経済の建て直しを図ろうという試みは相応に合理的なものと考えられる。もちろん、中国版プラザ合意を遂行するには、日銀及び ECB が緩和を諦め、米国は利上げを諦め、中国は国際金融大国への歩みを諦めるということとなり、各々が現状路線と逆走することを求められる。ユーロ圏においては財政出動も必要になるだろう。それゆえ実現可能性は決して高いとは言えない。しかし、中国の停滞に抜本的な対策を打てないまま(＝高過ぎる人民元を放置したまま)、各国が幾ら策を講じて、政策ツールの消耗戦に陥るだけの公算が大きいのが実情。不毛な対症療法からは一旦離れ、根本的な処方箋を検討することが今、求められている。

～円相場は 3 週連続の上昇～

先週 19 日の為替市場では円相場が上昇する展開。19 日に公表された米 1 月消費者物価指数が市場予想を上回る伸び(コアベースでは約 4 年ぶりの伸び幅)を示したものの、円売り・ドル買いの動きは拡がらず、結局円相場は 3 週連続の上昇となっている。3 週連続の上昇は昨年 9 月以来の動きであり、1 月 29 日に導入された日銀のマイナス金利政策は完全にアテが外れた格好である。1 バレル 30 ドル台で安定するかと思われた原油価格も、米国の原油在庫が 1930 年以来、最高水準に達したことなどをを受けて WTI 先物(3 月限)が急落し、再び 20 ドル台へ回帰している。混乱ムードを払拭する突破口が見出せない中、市場の正常化はまだ遠い印象である。

～中国版プラザ合意への期待について～

こうした中、敢えて言えば、今週末 26～27 日に開催される 20 か国・地域(G20)財務相・中銀総裁会議をその突破口として期待する向きはある。G20 というプラットフォームに個別具体的な合意を求めるのは酷と思われるが、もはや国際的な政策協調くらいしか現下の混乱を収める手立てがないとの思惑が強まるほど、手詰まり感が充満しつつあるということなのかもしれない。

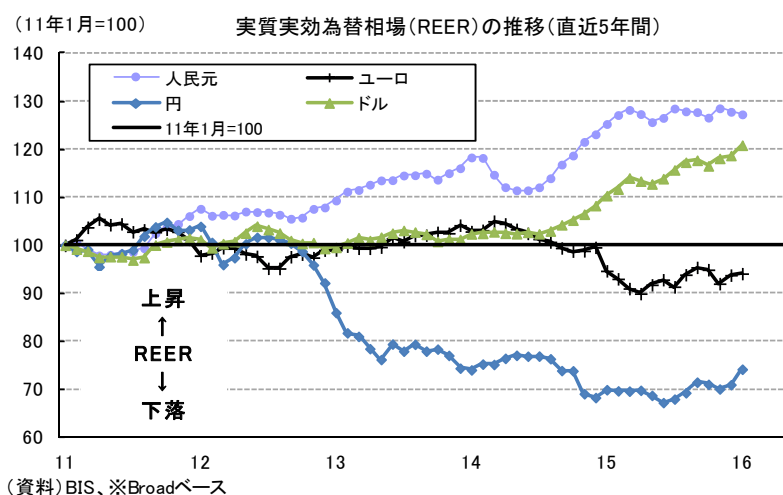
既に一部で囁かれ始めているように、具体的には中国における「高過ぎる人民元」を是正すべく、第二次プラザ合意ないし中国版プラザ合意の必要性を訴える論調が散見され始めている。これは政策協調の上、「人民元大幅切り下げの軟着陸」を実現させようというものである。過剰設備問題を背景として内需に不安を抱える中国経済を建て直すには、本来、「金融緩和→通貨安→輸出拡大」という伝統的な対応が求められるが、実質的なドルペッグを敷く中国ではこれができない。「国際金融のトリレンマ」に嵌まって、窮屈な政策運営を迫られていることは本欄や外部寄稿でも繰り返し議

論してきた通りである¹。年初来の金融市場混乱をもたらした真因が中国経済減速とそれに伴う商品価格急落であったことは多くの説明を要しないが、この背景に分不相応な人民元高が寄与していたことは間違いない。斯かる状況下、実現可能性の問題を脇に置けば、中国版プラザ合意への期待は相応に合理的なものと言える。

もちろん、今まさに国際金融大国の地位を固めようとしている中国が、しかも G20 議長国というタイミングで、自国通貨を故意的に大幅減価させる誘因は大きくない(むしろ小さいと言える)。だが、混乱収束への手がかりが見出せない中、わざわざ主要 20 か国の経済・金融当局のトップが集まって最大公約数的な共同声明を出しても、中国の「高過ぎる人民元」や「過剰な資本ストック」の調整が進むわけでもなく、むしろ逆に政策当局の無為無策を露呈するだけかもしれない。もはや各国レベルの裁量的な金融緩和だけで事態を打開できるステージにはないのだとすれば、中国版プラザ合意の可能性は一考に値する論点と思われる。

～中国版プラザ合意には何が必要になるのか？～

では、中国版プラザ合意とは具体的にどのような協調を期待するものなのか。1985 年 9 月に G5(米国、日本、英国、ドイツ、フランス)より発表されたプラザ合意とは主に「主要非ドル通貨の対ドル・レートのある程度の一層の秩序ある上昇」を目指すものであった。それゆえ、中国版プラザ合意の一義的な目的も「主要非人民元通貨の対人民元レートのある程度の一層の秩序ある上昇」ということになるだろう。



図示されるように、過去 5 年間(2011 年以降)で人民元の実質実効為替相場(REER)は約+30%も上昇している。この間、中国景気が明確に減速し、それに対応して中国人民銀行(PBoC)による断続的な金融緩和が行われてきたことを踏まえれば、この上昇はやはり身の丈にあった動きとは言えないだろう。

人民元の実効レート押し下げを図るのであれば、日米欧三極における通貨安政策(≒金融緩和)は当然選択できないことになる。必然的に先行きマイナス金利幅の拡大を続けていきそうな日銀や ECB は現行路線の一時停止を余儀なくされることになる。年初の人民元大幅切り下げの遠因が昨年 10 月 22 日の ECB 理事会における緩和予告などにあったことを踏まえれば、当然の措置だろう。こうした視点に立てば、先般の日銀によるマイナス金利導入を受けて円高が進んだことは「不幸中の幸い」だったとも言える。

一方、FRB は当面の利上げ措置を一時停止する必要がある。FRB が利上げを続ける限り、中国

¹ 例えば本欄 2016 年 1 月 8 日号『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～』やロイター外国為替フォーラム『ポンド危機に学ぶ人民元ショック療法 (2016 年 1 月 21 日配信)』などをご参照下さい。

は常態的な資金流出圧力に晒され、人民元相場及び株式相場は急落のリスクと背中合わせになる。先述したように、1985 年のプラザ合意に倣うのであれば、中国版プラザ合意で目指すべきはあくまで主要非人民元通貨が対人民元で「秩序ある」上昇を遂げることである。その際、制御の難しい資本流出などは極力避けることが望ましく、政策協調の一環として FRB は利上げの手を休めることが期待されることになる。もちろん、それだけで中国から米国への資本の流れが完全に途切れることはない。それゆえ、国際金融大国を目指す途上にある中国にとっては不幸なことだが、ある程度の資本規制を復活させることも必要になるだろう。1 月のダボス会議において黒田日銀総裁は個人的な見解と断った上で「国内金融政策に関して一貫性があり適切な方法として、資本規制が為替相場の管理に役立つ可能性がある」と述べたが、筆者も同感である。今の中国が抱えている最大の問題は通貨政策が通貨安定(通貨高)を目指す一方で、金融政策が緩和強化を目指すという捻じれ構造にあり、ポリシーミックスの持続可能性に難がある。通貨政策の修正を図るべきだろう。

以上をまとめると、中国版プラザ合意を遂行するには、日銀及び ECB が緩和を諦め、米国は利上げを諦め、中国は国際金融大国への歩みを諦めるということなり、各々が現状路線と逆走することを求められる。冒頭で「実現可能性はかなり低い」と述べたのはこうした事情があるためである。

～中国版プラザ合意で最も変化を迫られるのはユーロ圏～

なお、中国版プラザ合意はそうした為替相場だけの調整に止まらない。通貨安で対外競争力を改善しても、その「受け皿」が弱ければ効果も薄れる。この点、G20 で「経済成長と雇用創出を支えるため、短期的な経済状況を勘案して機動的に財政政策を実施する」と謳われていることを引き継ぎ、財政に余裕のある国では財政出動により内需を刺激することが求められるだろう。言うまでもなく最も指差されるのはドイツを擁するユーロ圏である。本来、世界最大の経常黒字を抱えながら、マイナス金利政策によって為替相手を低めに誘導し、しかも域内財政協定の制約を守ろうとするユーロ圏の経済・金融政策運営は近隣窮乏化策を地で行っており、平時でさえ認められるべきものではない。斯かる状況下、ユーロ圏では、少なくとも一時的には、政府財政に余裕のある加盟国に関しては財政出動を認めた上で、本来のファンダメンタルズ(≡巨大な経常黒字や堅調な実質金利)に応じた通貨高を受け入れる荒療治が必要になるだろう。むろん、ドイツ以外の周縁国にとっては酷な話だが、ドイツと同じ共通通貨圏に属してしまった運命を呪うしかない。

片や、補正予算の繰り返しで財政出動を厭わない日本に関しては、(それが良いことかどうかは別にして)財政政策へのスタンスは大きく変わらないで済むと思われる。敢えて言えば、2017 年 4 月に控えた消費増税などが先送りされる事態には至るのかもしれない。

～実現可能性:「中国のメンツ」問題は?～

しかし、繰り返しになるが、こうした合意が実現する可能性は決して高いとは言えない。既に述べたように、日米欧三極の中央銀行が肝煎りで進めている金融政策の路線を 180 度転換させるのは容易ではない。また、中国においては国際社会に助けを請い、頭を下げて通貨価値を「引き下げさせて貰う」決断になる。メンツを重んじる中国にとってはかなり屈辱的な政策判断になる。

しかし、そもそも ECB や日銀の量的緩和政策やマイナス金利政策は言うほど実体経済に効いていない。効いていないからこそ断続的な緩和に追い込まれているわけである。一部、「やっていな

かつたらもっと円高・株安になっていた」といった論調も見聞きするが、「やっていなかったケース」の検証は誰にもできない(それゆえ、ある政策の正当性を擁護するのはいつだって有利なのである)。上で述べてきたように、今次混乱の原因に「高過ぎる人民元」問題がある以上、明らかに実効ベースの人民元相場押し上げに効く日欧の金融緩和は慎重に判断される必要がある。また、ドル高の自重に苦しみ始め、市場の利上げ期待がかなり剥落している FRB においても、利上げを一時停止すること自体はさほど難しい決断ではないはずだ。そもそも世界全体にとって中国の停滞に抜本的な対策を打てないまま(≡高過ぎる人民元を放置したまま)、各国が幾ら策を講じても、政策ツールの消耗戦に陥るだけの公算が大きい。不毛な対症療法からは一旦離れ、根本的な処方箋を検討することが今、求められているように思われる。

また、しばしば指摘される「中国のメンツ」問題もそれほど高いハードルにはならないかもしれない。既に述べたように、本家本元のプラザ合意において、基軸通貨国たる米国は「主要非ドル通貨の対ドル・レートのある程度の一層の秩序ある上昇」、つまり通貨の大幅切り下げを受け入れた。IMF の特別引き出し権(SDR)構成通貨に採用され、アジアインフラ投資銀行(AIIB)が稼働したばかりのタイミングで通貨切り下げを行う決断が容易ではないのは良く分かる。だが、まずは通貨安を主軸として輸出増加を図らない限り、国内経済のデフレ状況は一向に解消されず、国際金融大国への道のりも険しいままである。米国がそうであったように、通貨を切り下げたとしても、将来的に復権を狙う機会は恐らくやってくる。そう考えれば、現時点での人民元相場切り下げは中国にとって「大事の前の小事」に過ぎないのではないかと。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年2月19日	週末版(ECB理事会議事要旨(1月21日開催分)を受けて～「保険」≡「混乱の種」という皮肉～)
2016年2月16日	マイナス金利で円高は「不幸中の幸い」?
2016年2月12日	週末版(やはり始まった購買力平価への回帰～最終的に報われる為替予測とは～)
2016年2月10日	弱まる「期待への働きかけ」と為替相場の関係
2016年2月9日	円の需給環境の総括と展望～15年国際収支を受けて～
2016年2月8日	米1月雇用統計を受けて～成熟化への不安～
2016年2月5日	週末版(マイナス金利決定から1週間を終えて～早くも心配される「本当のマイナス金利」～)
2016年2月4日	「終わりの始まり」が近づくFRBの正常化プロセス
2016年2月3日	円安ドライバーとしては役不足な日銀マイナス金利
2016年2月2日	日銀の追加緩和が可能だった理由
2016年2月1日	日銀マイナス金利政策導入を受けて～逐次投入体制へ～
2016年1月29日	週末版
2016年1月28日	FOMC(1月26～27日開催分)を受けて
2016年1月27日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年12月分)
2016年1月26日	ドラギ総裁講演について～崩れるインフレ期待の「壁」～
2016年1月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～静観する勇気～
2016年1月22日	週末版(ECB理事会を終えて～2連敗は避けられるか?～)
2016年1月21日	円相場の調整余地を探る～試される日銀～
2016年1月20日	ユーロ相場を巡る最近の証券投資フローについて
2016年1月19日	ECB理事会プレビュー～ECB版の補完措置へ向けて～
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～
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「慢せ我慢」
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にならなかった米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	イエレン講演や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～待ちくたびれる雇用回復～
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～株価か実質賃金か～
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