

みずほマーケット・トピック(2017年1月11日)

「国際金融のトリレンマ」を通じた日中比較

市場では人民元相場下落や、この対抗措置としての短期金利急騰(流動性の引き揚げ)が注目されている。しかし、国際金融のトリレンマ(独立した金融政策、自由な資本移動、安定した為替相場)に当て嵌めて中国と日本の通貨・金融政策を比較してみると、両国共に希求する思いが先あって、その代償としてを犠牲にするか否かの違いしかない。一般的には中国も日本もは確保されているという理解だが、周知の通り、実際は為替変動を前にして金融政策で調整を図るケースが少なくない。この意味で日中共にやに対する政策スタンスは柔軟性があると考えべきだろう。変動相場制に振り回され続けた日本の歴史を踏まえれば、外貨準備の漸減を交えつつ利上げや資本規制によって「緩やかに通貨価値を落とす」という現在の中国の政策運営はさほど筋の悪いものではない。日本の歩んできた通貨・金融政策運営と全く異なるアプローチで現在の苦境を切り抜けられるのかどうかは非常に興味深い。

～会見後も警戒感が解けることはない～

筆者海外出張中¹の先週末から今週初にかけての為替相場では6日の米12月雇用統計こそ良好な内容となりドル/円相場は一時117円台半ばまで上昇した。しかし、その後は本日に控えたトランプ次期大統領の記者会見を前にポジションを解消する動きが強まっており、昨日から本日にかけては116円付近での推移が続いている。本日の記者会見で為替への言及がなければ、ドル高容認との解釈が市場で支配的となり、ドル/円相場は再び120円を視野に入れて堅調に推移しよう。だが、歴史的な高値圏にあるドル相場をいつまでも上昇させることができないのも事実である。会見後も、「米通貨・金融政策によるドル高けん制を恐れながらドルを買う」という状況が変わることはあるまい。政治姿勢に拘らず、ドル相場の調整は必然の成り行きと考えたい。

～トリレンマに当て嵌める日中比較～

ところで市場では人民元相場下落や、この対抗措置としての短期金利急騰(流動性の引き揚げ)が注目されている。しかし、国際金融のトリレンマ(独立した金融政策、自由な資本移動、安定した為替相場)に当て嵌めて中国と日本の通貨・金融政策を比較してみると、両国

国際金融のトリレンマ

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

(資料)筆者作成 但し、中国は国务院の指導の下での政策運営となる。

¹ 2017年1月9日、ソウルジャパンクラブ(SJC)において実施した講演の様子に関してはNNA ASIA(共同通信のグループ会社)が以下のように報じています。購読の方は以下をご参照ください。『「トランプはドル高容認できず」専門家解説』、<http://www.nna.jp/articles/show/1556605>

共に を希求する思いが先にあって、その代償として を犠牲にするか否かの違いしかないように思われる。一般的には中国も日本も は確保されているという理解だが、周知の通り、実際は為替変動を前にして金融政策で調整を図るケースが少なくない。この意味で日中共に や に対する政策スタンスは柔軟性があると考えべきだろう。もちろん、中国人民銀行(PBoC)は中国政府の政策執行機関という位置付けであり、独立性という論点に関しては日銀と完全に比較することは難しい。だが、議論を単純化すれば、両国共に「為替相場の制御」が優先事項として存在し、これに金融政策(や中国の場合は資本規制)が割り当てられているという現状はある。

～トリレンマで見る中国の現状～

中国に目をやれば、目先では「人民元相場の急落防止」という通貨防衛的な願望がある。自国通貨防衛に際しては(1)利上げ、(2)資本規制、(3)自国通貨買い・ドル売り介入の 3 つの手段が考えられるが、(3)を続けた結果として中国の外貨準備は過去 2 年半で約 1 兆ドルも減少した。ここに来て(1)や(2)の手段を使い始めているのは、(3)の結果として通貨防衛に使用すべき残弾が薄くなってくると投機筋の仕掛けを通じて危機に陥りやすいからだろう。戦術的には(3)を一旦止めた上で(1)や(2)の手段を使うのは聡明と言える。減少したとは言っても、外貨準備はまだ約 3 兆ドルもある。仮に、(3)が尽きてから(1)や(2)の手段に移行せざるを得なくなった場合、往々にしてその国の通貨防衛政策は「詰んでいる」ことが多い。国内経済への悪影響が懸念される(1)や(2)の手段は底が知れているが、約 3 兆ドルの外貨準備を前にした状態では元売りで攻めにくいだろう。

こうした現状をトリレンマによって読み解けば、(1)のために はある程度犠牲になっているし、(2)は を犠牲にする措置である。結果として、人民元相場は急落を回避し、断続的な混乱こそあったものの、2015 年 8 月以降の下落は制御可能な範囲に収まっている(2015 年 8 月と 2016 年 1 月の 2 つの元切り下げ局面を除けば国際金融市場への波及は見られていない)。正確に言えば、現在の中国はトリレンマの 3 条件をある程度確保している(金融政策は独立していて、資本規制も程ほどに緩和されていて、為替相場も制御されている)と言えるが、これは人民元買い介入の結果であり、外貨準備の大幅減少という代償をやはり払っており、ノーコストでトリレンマに矛盾する政策運営が続けられているわけではない。言い換えれば、外貨準備が潤沢な中国だからこそ、一見すればトリレンマに矛盾するような運営が長く続けられているとも言える。

～トリレンマで見る日本の現状～

一方、日本に目をやれば、長年、「円高の抑止」という願望がある。通貨防衛的な志向を持つ中国とは逆方向だが、為替相場を安定させたいという思いは共通している。今さら論じる必要もないが、得てして日銀による金融緩和は円高・株安を抑止するという観点から実施されてきたケースが殆どであり、金融政策が為替の安定に割り当てられてきた印象は非常に強い。現状実施されている長短金利操作付き量的・質的金融緩和(QQE)におけるイールド・カーブ・コントロール(YCC)も、為替市場では「日米金利差の拡大を通じて円安・ドル高を誘発する措置」という解釈が大勢である。だからこそ世界的な金利上昇の下でゼロ%ペッグが難しくなっても、「わざわざ日米金利差縮小を通じて円高を招きかねない利上げは行わない」との観測が根強いのである。

客観的に見ても、11 月以降のトランプラリーにあっても円金利の低位膠着状態は世界的にも異例

であり、これは金融政策の賜物である。そして、その金利における低位膠着が先進国でも突出した円の対ドル下落率を実現しているのである(11月8日~1月11日のG10通貨の対ドル変化率を見れば円が9.2%だが、これに次ぐのがNZドルで5.5%、豪ドルが5.1%である)。

こうした状況をトリレンマによって読み解けば、資本移動こそ自由であるものの、過度な円相場の騰勢については他国に比べて神経質であり、は認めつつも、を確保するためにはを犠牲にする傾向があるように思える。1ページ目の表にも示すように、結局、日本と中国の違いは資本移動に対する規制度合いでしかないのが現状ではないか。

~ 資本移動や為替変動の自由化は「善」なのか? ~

なお、筆者はその国にとって相応しい為替の水準や方向感が決まっているのであれば、これを制御しようとする政策運営が悪いことだとは思わない。例えば、停滞が懸念される中国経済の現状を踏まえれば、人民元に関しては「急落は困るが、緩やかな下落ならば望ましい」というのが本音と推測される(よもや現段階で継続的な上昇を望むということはあるまい)。とすれば、外貨準備の漸減を交えつつ利上げや資本規制によって「緩やかに通貨価値を落とす」という政策運営は筋の悪いものではない。もちろん、それでは市場であく抜け感が出ず、外貨準備は磨り減るだけという考え方もある。ゆえに、筆者は外貨準備が潤沢な今だからこそ、人民元のフリーフォール(フロート化)を実施し、あく抜けを図る価値があるように考えている。これは約3兆ドルもの外貨準備を持つ中国だからこそ可能な政策決定でもある。だが、潤沢な外貨準備があるからこそ「緩やかに通貨価値を落とす」ことに腐心し国内景気の回復を待つということも確かに可能である。国内景気が回復してくれば、資本流出は自然と止まるだろうし、資本規制も為替介入も不要になる。フリーフォールか緩やかな元安誘導か、どちらの選択肢が正しいかは分からないが、現状の中国は後者を選び、一応奏功している。とはいえ、今後FRBの連続的な利上げが可能になった場合、戦況は苦しくなるだろう。

片や、完全変動相場制の下、資本移動を完全に自由化させた日本は結果として慢性的な円高とデフレの歴史に苦しんだ。こうした日本の歴史を見ると、資本移動や為替変動が完全に自由化されていることが「善」で、その逆が「悪」であるという考え方は必ずしも正しくないように思えてくる。実際、日本は円安に執着しており、これを実現するための金融緩和は未踏の領域まで引きずりこまれ、その出口戦略は全く見えなくなった。日本経済にとって円安が必要と割り切るのであれば、中国のように政策を総動員した上で相応しいと考える水準(例えば日銀短観の想定為替レート)などでペッグするという政策も実は検討に値したかもしれない。むしろ、それは変動相場制、資本移動の自由そして金融政策の独立性を放棄することに繋がり、G7の一角として現実的な政策では全くない。しかし、それだけに、そうした政治的制約の無い中国が日本の歩んできた通貨・金融政策運営と全く異なるアプローチで為替の安定を確保し、現在の苦境を切り抜けられるのかどうかは非常に興味深い。

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> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

| 発行年月日 | 過去6か月のタイトル |
|-------------|---|
| 2017年1月6日 | 週末版(外貨準備構成通貨の現状(2016年9月末時点)~ユーロの独り負けだった過去3年~) |
| 2017年1月5日 | FOMC議事要旨(12月13~14日開催分)を受けて |
| 2017年1月4日 | 2017年のドル相場について~空中戦はどこまで続くか~ |
| 2016年12月27日 | 2017年、為替相場の動所~実効ベースで複眼的に~ |
| 2016年12月26日 | 2017年のブラックスワンはどこに現れるのか? |
| 2016年12月22日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年11月分) |
| | 週末版 |
| 2016年12月19日 | メインシナリオのリスク点検~「守りの姿勢」継続を~ |
| 2016年12月16日 | 週末版(メキシコペソはドル高相場を阻むか~避けて通れない政治的通貨~) |
| 2016年12月15日 | FOMC(12月13~14日開催分)を終えて |
| 2016年12月13日 | 米金利高・ドル高の影響~「熟する前に冷やす」怖さ~ |
| 2016年12月12日 | 円相場における実需と投機の現状について |
| 2016年12月9日 | 週末版(ECB理事会を終えて~2016年は「QEの終わり」を告げる年に~) |
| 2016年12月7日 | 日米金利差から見たドル/円相場の水準感などについて |
| 2016年12月6日 | イタリア国民投票レビューとECB理事会プレビュー |
| 2016年12月5日 | トランプ/ミクスのリスクとなる米国の完全雇用状態 |
| 2016年12月2日 | 週末版(トランプ/ミクスを左右する米製造業マインド~通貨政策のパロメーターに~) |
| 2016年12月1日 | イタリア国民投票プレビュー |
| 2016年11月28日 | ユーロ相場の展望~来年底打ちも政治リスクは重荷~ |
| | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年10月分) |
| 2016年11月25日 | 週末版(メインシナリオに対するリスクの整理~円安リスク。「現実味」は帯びたが「現実化」はまだ先~) |
| 2016年11月24日 | 日米金融政策比較と為替への含意~格差は拡大の一途だが~ |
| 2016年11月22日 | 真空地帯に入るドル/円相場~暫定見通し~ |
| 2016年11月21日 | チキンレースと化すドル高相場~レーガノミクスとの比較~ |
| 2016年11月18日 | 週末版 |
| 2016年11月17日 | イタリア国民投票に関するQ&A |
| 2016年11月16日 | 円の基礎的需給環境の現状と展望 |
| 2016年11月15日 | トランプ/ミクスを巡る2つのシナリオ |
| 2016年11月14日 | トランプ/ミクス相場に関するQ&A |
| 2016年11月11日 | 週末版(トランプ次期大統領のボリシーミクス~随所に見られる矛盾をどう捉えるか~) |
| 2016年11月10日 | トランプ大統領誕生と為替相場見通しへの影響 |
| 2016年11月8日 | 実質ドル/円相場の現状~「超異常」から「異常」そして「正常」へ~ |
| 2016年11月7日 | 米10月雇用統計を受けて~「最後の灯火」の可能性も念頭に~ |
| 2016年11月4日 | 週末版(FOMCを終えて~焦点は3回目、4回目の利上げに~) |
| 2016年11月2日 | 日銀金融政策決定会合を終えて~無味無臭の政策運営へ~ |
| 2016年10月28日 | 週末版 |
| 2016年10月27日 | ドル高相場の調整が進まない背景~実効相場の観点から~ |
| 2016年10月26日 | 円高シナリオにまつわるリスクの整理 |
| | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年9月分) |
| 2016年10月25日 | 日銀金融政策決定会合プレビュー~もう表舞台に立ちたくない~ |
| 2016年10月24日 | ECB理事会を終えて~ECB版総括的検証の行方~ |
| 2016年10月21日 | 週末版 |
| 2016年10月20日 | 最近の対内・対外証券投資動向と為替について |
| 2016年10月19日 | 英ポンド急落の読み方~通貨安戦争の勝ち組~ |
| 2016年10月18日 | 英ポンド急落の読み方~通貨安戦争の勝ち組~ |
| 2016年10月17日 | 米為替政策報告書を受けて~ドル高急変変わらず~ |
| 2016年10月14日 | 週末版 |
| 2016年10月7日 | 週末版 |
| 2016年10月5日 | ECBのテーパリング観測~予想すべきは真逆の方向~ |
| 2016年10月4日 | 世界にとつてのテールリスクとなる「欧州の濫竽主義」 |
| 2016年10月3日 | 外貨準備構成通貨の現状(2016年6月末時点) |
| 2016年9月30日 | 週末版 |
| 2016年9月27日 | ユーロ圏の与信、物価、為替に関する状況整理 |
| | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年8月分) |
| 2016年9月26日 | ハードルが上がった日銀の追加緩和 |
| 2016年9月23日 | 週末版(日米金融政策決定会合を終えて~確度が強まる円高見通し~) |
| 2016年9月20日 | 米大統領選挙と為替相場に対する考え方について |
| 2016年9月16日 | 週末版(「日銀相場」の活かし方~断ち切られた株と為替のリンク~) |
| 2016年9月15日 | G4通貨の調整状況~懸念されるドル安不足~ |
| 2016年9月14日 | 日銀会合プレビュー~「量との決別」金利への転進~ |
| 2016年9月13日 | ブレインード講演を終えて~ハト派の矜持~ |
| 2016年9月12日 | 米利上げに怯える株式市場~「ドル高の罟」再び~ |
| 2016年9月9日 | 週末版(ECB理事会を終えて~注目はパラメーター修正の「次の論点」へ~) |
| 2016年9月8日 | 円相場の基礎的需給環境~2016年7月~ |
| 2016年9月6日 | ECB理事会プレビュー~「お茶を濁す」方法~ |
| 2016年9月5日 | 足許の円安の本質~「4か月前の円安」と同質~ |
| 2016年9月2日 | 週末版 |
| 2016年8月30日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年7月分) |
| 2016年8月29日 | イエレン議長講演を受けて~「短期は強気、長期は弱気」~ |
| 2016年8月26日 | 週末版(ドル高相場の読み方、考え方~何を、どう見ておくべきか~) |
| 2016年8月24日 | 最近のユーロ相場の状況について |
| 2016年8月23日 | 黒田日銀総裁インタビューを受けて |
| 2016年8月22日 | ECB理事会議事要旨(7月20~21日開催分) |
| 2016年8月19日 | 週末版(円安・円高の正しい評価とは~交易条件、実質所得、ISバランスなどの観点から~) |
| 2016年8月18日 | FOMC議事要旨(7月26~27日開催分)~自信喪失?~ |
| 2016年8月17日 | 「円買い」ではなく「ドル売り」に主導された円高 |
| 2016年8月16日 | リスクシナリオとしての世界経済の底打ち機運 |
| 2016年8月15日 | 本邦4~6月期GDP~実質所得環境は改善中~ |
| 2016年8月12日 | 週末版(人民元ショックから1年~「国際金融のトリレンマ」に照らしたおさらい) |
| 2016年8月10日 | 円相場の基礎的需給環境~2016年上半期~ |
| 2016年8月5日 | 週末版(総括的検証で問われるべきは「戦術」ではなく「戦略」の妥当性~「失敗の本質」は何か~) |
| 2016年8月4日 | イタリア問題Q&A~Italeaveまで至るか否か~ |
| 2016年8月3日 | 今一度確認しておきたい米利上げとドル高の意味 |
| 2016年8月2日 | 欧州銀行に対するストレステスト~残るイタリアへの不安~ |
| 2016年8月1日 | 日銀金融政策決定会合を終えて(7月28~29日開催分) |
| 2016年7月29日 | 週末版 |
| 2016年7月28日 | FOMCを終えて(7月26~27日開催分) |
| 2016年7月26日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年6月分) |
| 2016年7月22日 | 週末版(ECB理事会を終えて~「嵐」の前の静けさ~) |
| 2016年7月21日 | 日銀金融政策決定会合プレビュー(7月28~29日開催分) |
| 2016年7月20日 | 明らかに開始されたBrexitの下押し圧力について |