

みずほマーケット・トピック(2018 年 1 月 11 日)

中国の米国債購入減速・停止報道の読み方

昨晩は中国の米国債購入減少・停止報道を受けて米国債が急落している。中国の米国債離れからドル需給の緩みを連想する向きが強く、ドル相場も全体的に軟化。日銀のテーパリング騒動で動揺していたドル/円相場は一段安に。報道で米国債購入減少・停止の理由とされている 2 つの論点は至極真っ当なものであり、意外感はない。通貨政策の一環として深読みし、「人民元売り・ドル買い介入を機動的に復帰させ、これによって外貨準備は増えることになるが、その対象として米国債は選びにくくなった」ということだろうか。今回の報道が本格的に延焼すれば FRB の正常化プロセスにも影響するだろうが、可能性は低そう。同報道を受けての注意点は本当に方針が採用されるのかは分からない、米国債を売却するとは言っていない、今後の外貨準備運用の代替方針が示されていないといった論点。特に、米国債の急落は中国にとって元高という「返り血」を浴びる事態に繋がることも忘れてはならない。

～米金利とドル/円相場のデカップリング～

昨日の為替相場ではドルが急落する展開。昨晩、ブルームバーグが事情に詳しい関係者の話として「中国の外貨準備を見直す当局者らが米国債の購入を減少ないし停止させることを勧告した」と報じたことでドルおよび米国債が大きく売られており、米 10 年金利は約 1 年ぶりの 2.6% 目前まで急騰している。金利を重視する相場であればドル全面高となるはずだが、中国の米国債離れからドル需給の緩みを連想する向きの方が強い模様であり、ドル相場は全体的に軟化している。ドル/円相場は(それが言いがかりだったとはいえ)日銀のテーパリング騒動で押し下げられていたところに¹、この中国の報道が重なったことで約 1 か月ぶりの 111 円台まで急落している。元より米金利とドル/円相場の相関は危うくなっていたが、これで完全にデカップリングした格好である。

～米国債購入の減速・停止をどう読むか～

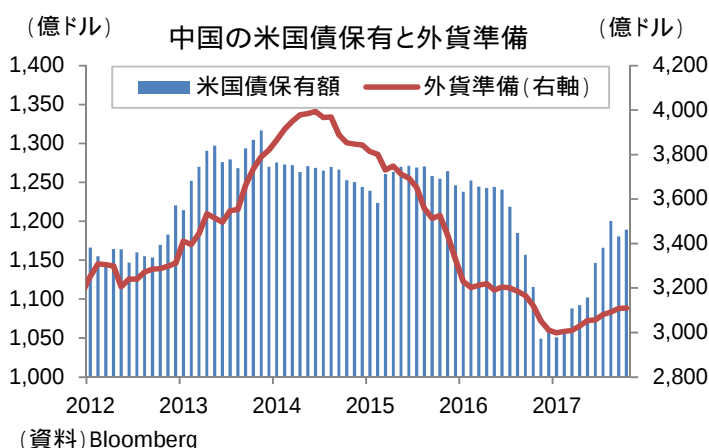
報道によれば中国の外貨準備に関する定期的な運用方針見直しにおいて「米国債が他の資産と比較して魅力が低くなったこと」および「対米貿易関係に緊張があること(trade tensions with the U.S)」を理由として米国債購入を減速(slow)または停止(stop)させることが勧告されたという。これらの理由自体は真っ当なものである。確かに、今後も過去 3 年と同じペースで FRB が正常化を継続するのであれば、米国債の投資妙味は落ちるし、いよいよバランスシート縮小の影響から米国債需給の悪化が見込まれるのだとしたら、尚のことその思いは強まるだろう。また、後者に関しても、こと中国に限らず、外貨準備資産の構成に関し政治的な事情が入り込むのはよくある話である(後述するように過去、それで日本は大変な騒動を起こしたことがある)。トランプ政権発足から 1 年が経過しても米中の通商関係は決して良好ではなく、外準運用に影響が出て不思議ではない。

¹ 詳しくは本欄 2018 年 1 月 10 日号『ステルステーパリングの「お目こぼし」はここまでか?』をご参照下さい。

後者の対米貿易問題に関しては、より踏み込んだ言い方をすれば、今後は「人民元売り・ドル買い介入を機動的に復帰させ、これによって外貨準備は増えることになるが、その対象として米国債は選びにくくなった」と解釈すべきだろうか。言い方を変えれば、「これから通貨安誘導の色合いを強める」という宣言にもなるが、そうだとすると今週 9 日、中国人民銀行(PBoC)が人民元の基準値を決定する際に銀行に求める「反循環的要因(counter-cyclical factor)」の適用停止を公表していたことと歩調が合うようにも思えてくる(同措置を元高誘導の緩和と解釈する向きは多い)。一連の通貨政策の方向感が強められる中で、米国への当てつけという色合いもまぶしたのかもしれない。

～過去 1 年間は熱心な買い手だった中国～

中国は過去 1 年間でかなり熱心な米国債の買い手であったため、今回のニュースが事実だとしたら、やはり相応に大きなニュースになる可能性(あくまで可能性)はある。2015 年 8 月のチャイナショックを境として中国の外貨準備はピーク時の約 4 兆ドル(2014 年 6 月)から約 3 兆ドル(2017 年 1 月)まで急減した。その後、回復基調にあるものの、2017 年 12 月末では前年比約+1300 億ドルの約 3.1 兆ドル、つ



まりピークの 8 割弱までの復元にとどまっている(図)。一方、米国債保有に関しては、最新の 2017 年 10 月末時点で 1 兆 1890 億ドルであり、ピークの 2015 年 8 月末(1 兆 2710 億ドル)の 9 割強まで復元し、2016 年 12 月末から 2017 年 10 月末の増加額は約+1310 億ドルである。つまり、上述の議論をまとめると、米国債保有残高の 2017 年 12 月末時点の数字はまだ明らかになっていないものの、過去 1 年間の中国の外貨準備増加分は全て米国債だったということになる。ここまで一方的な取引を続けた後の今回の勧告という話である。

同報道を受けてマルパス米財務次官からは「米国債市場は世界の中で深く頑強な市場だ。米経済の成長で、今後も深く頑強な市場であり続けるとわれわれは自信を持っている」と不安を一蹴しているものの、FRB と中国が同時に手を引くことによって需給が緩む事実は覆いようが無いだろう。過去、日本の米国債保有に関しても、本邦首脳の発言が米国債需給への不安を呼び、相場が急変動することがあった²。今回の報道が本格的に延焼し、FRB の想定する以上の金利上昇となれば、進行中の正常化プロセスの見通しにも影響は必至である。

～報道を巡る注意点～

しかしながら、同報道を受けての注意点として 本当に方針が採用されるのかは分からない、米国債を売却するとは言っていない、今後の外貨準備運用の代替方針が示されていないといった論点はある。そもそも今回の報道の情報源は明らかにされていないため、今後中国当局から否定

² 1997 年 6 月、米コロンビア大学で行われた講演で橋本龍太郎首相(当時)が「大量の米国債を売却しようとする誘惑にかられたことは幾度かある」と発言し、米株式市場が暴落、日本政府が公式コメントで否定するという騒動があった。

的なコメントが出た場合は取引の巻き戻し(米金利の急低下とドル相場の急騰)という展開が警戒される。また、現時点で報じられているのは購入の「減速」または「停止」であって、保有している国債を「売却」という話ではない。上述したように、仮に今後の中国が通貨政策として人民元の軟化を想定しているのだとした場合、人民元売り介入の相手通貨を全て非ドル通貨でこなすのは無理があるから、実際は購入ペースの「停止」よりも「減速」という話になる可能性がある。その場合、足許の金利の急騰やドルの急落は過剰かもしれない。そもそも自国通貨の低め誘導を図ろうとする時に米国債需給を急に悪化させれば自国通貨高という返り血を浴びることになる。保有を減らすにしても相当な漸進主義に努めるはずである。

さらに言えば、米国債の投資妙味が落ちているからと言って、代替資産があり得るのかという議論もある。世界の外貨準備における構成比率が大きく低下したユーロなどは対象となりやすいかもしれないが、政策金利のプラス圏復帰が 2020 年以降になりそうな通貨がドルの完全代替になるのは難しいだろう。今回の報道が大きな事態に発展する可能性は排除できないものの、米国債がこのまま急落を続け、米 10 年金利が 3% 付近まで到達するという想定などは行き過ぎに感じる。

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.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
2018年1月10日	ステルステーパリングの「お目こぼし」はここまでか？
2018年1月9日	米12月雇用統計～改善が極まりつつある米経済指標～
2018年1月5日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2017年9月末時点)～ユーロ比率は明確に反転～)
2018年1月4日	2018年の勘所～概観、注目イベント、キーワード～
2017年12月27日	ドル調達コストの急騰について
2017年12月26日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月25日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	バフェット指標に見る過熱感～株価vs. 経済成長～
2017年12月20日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて
2017年12月18日	メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いとならず～
2017年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～早くも問われるAPP再延長問題～)
2017年12月14日	FOMCを受けて～パウエル議長を待つ「レールの終点」～
2017年12月13日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月11日	米金利の逆イールドはいつ発生しそうか？～遅くとも19年～
2017年12月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境～「ねじれ」構造は健在～)
2017年12月7日	株高の真因を考える～「付加価値の取り分」という視点～
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月5日	テーパリングが改めて示唆するベースマネーの無意味さ
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版(「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～)
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～
2017年11月24日	週末版(欧米中銀の会合議事要旨について～FRBは自信喪失、ECBは内部分裂～)
2017年11月22日	リバーサル・レート発言から考える「次の一手」や為替への含意 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年10月分)
2017年11月21日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」だった欧州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	本邦7～9月期GDPを受けて～「デフレ脱却宣言」も視野？～
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないボンドの苦境～BOE利上げの読み方～
2017年11月10日	週末版(円相場の基礎的需給環境～気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」～)
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
2017年11月7日	「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状
2017年11月6日	パウエル理事の議長指名を受けて～意識すべき論点～
2017年11月2日	週末版(FOMCを終えて～「危ない橋」を渡り続けるFRB～)
2017年11月1日	日銀金融政策決定会合を受けて～最もビュアな片岡委員～
2017年10月31日	メインシナリオへのリスク点検～日米FTAと欧州政治～
2017年10月30日	ECB政策理事会を終えて～「弱気な強気」の正常化～
2017年10月27日	週末版
2017年10月24日	「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ
2017年10月23日	衆院解散総選挙を受けて～増税可否、日銀人事、政策への影響～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年9月分)
2017年10月20日	週末版
2017年10月19日	為替政策報告書と日米経済対話～忍び寄る日米FTA～
2017年10月18日	ECB政策理事会プレビュー～「腫れ物」を触るかのような正常化～
2017年10月17日	「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク
2017年10月16日	G20財務相・中央銀行総裁会議～最後のショイブレ節～
2017年10月13日	週末版(内部留保課税を巡る論点整理～何が正しくて、間違っているのか～)
2017年10月12日	FOMC議事要旨～危うい法廷弁護士のごとき政策運営～
2017年10月11日	円相場の基礎的需給環境～円高地合い続く～
2017年10月10日	米9月雇用統計を受けて～過信は禁物～
2017年10月6日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月7日開催分)～APPは「小さく減らして長く延長」が有力～)
2017年10月5日	正規雇用の資金は本当に上がるのか？
2017年10月4日	好調過ぎる日銀短観に見る危うさ
2017年10月3日	「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について
2017年10月2日	カタルーニャ混乱と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版
2017年9月27日	次期ECB総裁人事に関する現状整理
2017年9月26日	メインシナリオへのリスク点検～本邦政局リスクは後退～
2017年9月25日	日銀金融政策決定会合を終えて～「寝た子を起こす」反対票～
2017年9月22日	週末版
2017年9月21日	FOMCを終えて～短期は強気、長期は弱気の金利見通し～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年8月分)
2017年9月20日	衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて
2017年9月15日	週末版
2017年9月14日	日銀金融政策決定会合プレビュー～総括的「再」検証も視野に～
2017年9月13日	ユーロ圏金融状況指数(MCI)に見るユーロ高の影響などについて
2017年9月12日	クーレ理事発言の真意～ユーロ高はもう看過できない～
2017年9月11日	円相場の基礎的需給環境～ドルインデックス半値押しで思うこと～
2017年9月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～解せないユーロ買い～)
2017年9月7日	タカ派の劣勢が強まるFOMC～フィッシャー辞任を受けて～
2017年9月6日	追い込まれる日銀～倒錯した政策運営の現状・展望～
2017年9月5日	ECB政策理事会プレビュー～テーパリングまで至るのか？～
2017年9月4日	ユーロ買いに対する現状認識について
2017年9月1日	週末版
2017年8月30日	メインシナリオへのリスク点検～急浮上してきた地政学リスク～
2017年8月29日	北朝鮮ミサイル発射と円急騰を受けて
2017年8月28日	ジャクソンホール講演～イエレン・ドラギ講演のレビュー～
2017年8月25日	週末版
2017年8月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年7月分)
2017年8月18日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(7月20日開催分)～強まる為替への問題意識～)
2017年8月17日	FOMC議事要旨を受けて～疑われるフィリップス曲線～
2017年8月16日	17年上半期の対米証券投資～下半期に向けてのみどころ～
2017年8月15日	米インフレ期待の現状について～NY連銀消費者調査～
2017年8月14日	VIX急騰で断たれるキャリー取引の芽と不安な米株調整
2017年8月10日	週末版
2017年8月9日	2017年上半期の円の基礎的需給環境などについて
2017年8月8日	技術的難しさが極まるECBの量的緩和の現状
2017年8月7日	米7月雇用統計～加速しない賃金と伸び悩む「質」～
2017年8月4日	週末版(ユーロ圏のフィリップス曲線の現状～フラット化して下方シフト～)