

みずほマーケット・トピック(2018年8月7日)

中国の米国債売却はあり得るのか？

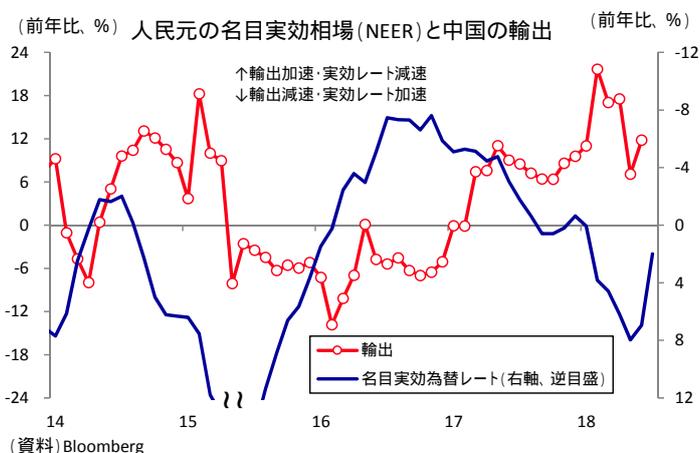
先週3日、中国人民銀行(PBoC)は外貨買い・人民元売りの予約取引を成約した際に必要とされる外貨リスク準備金を再導入し、元安抑制に踏み切った。ドル/人民元がチャイナ・ショック以降の最安値(6.9649)を臨む展開に陥っており、際限のない下落もPBoC(ひいては中国政府)の望むところではないという意味が示された格好。6月半ば以降の人民元下落はトランプ米政権の保護主義志向に対する意趣返しという要素を多分に含んでいる疑いがあるが、それだけに依存する訳にもいかないという難しさが見て取れる。とはいえ、通貨安政策を温存するからといって、相次いで繰り出されるトランプ政権による追加関税に対して中国が無抵抗を貫くということも考えにくいだろう。緊張が極まってきた場合、一時期報じられた米国債売却などが蒸し返されるのだろうか。究極の一手として可能性がないわけでもないが、やはり現実的とは思えない。今後、ヘッドラインとして浮上することも考えられることから、これに係る論点整理をしておきたい。

～自らの過ちを直視しない英国～

昨日の為替相場ではポンド相場の軟化が目立った。フォックス国際貿易相が英紙サンデー・タイムズとのインタビューで「合意なき離脱(いわゆるクリフエッジ)の確率が60%ある」と述べ、欧州委員会の厳格性を批判したことが嫌気されている。どう考えても英政局の流動化とそれに伴う中途半端な交渉方針(良いところ取りの要求)が交渉難航の元凶であり、その証拠に昨日はメイ英首相の離脱交渉を「評価する」と回答した有権者割合が22%と過去最低を更新したというニュースも出ている。政権が自らの過ちを直視しようとしないうちに問題の根深さを感じざるを得ない。

～人民元売り抑制に動いたPBoC～

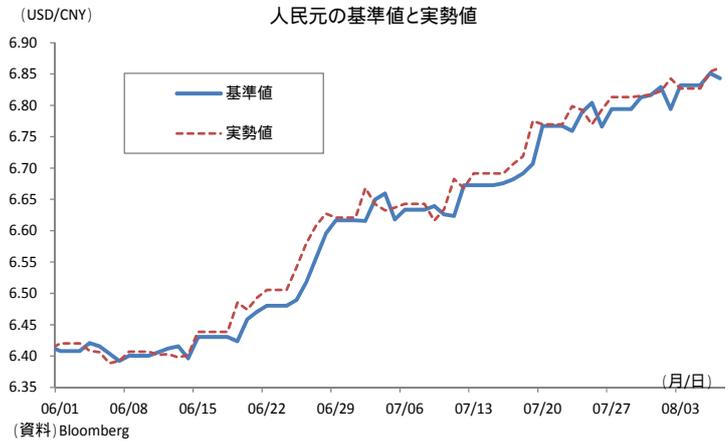
ところで先週3日、中国人民銀行(PBoC)は外貨買い・人民元売りの予約取引を成約した際に必要とされる外貨リスク準備金を再導入した¹。同措置はチャイナ・ショック直後の2015年8月31日に導入され、企業や金融機関による人民元売り抑制の一助となった経緯がある。その後、人民元相場の復調を受けて2017年9月11日に制度は実質的に停止されていたが、ここに



¹ 同準備金は無利子の上、1年間の預け入れ義務があるため、金融機関が人民元売り予約を顧客と成約するインセンティブを削ぐ効果があるとされていた。詳しくは2018年8月6日発行通貨ニュース『中国人民銀行(PBoC)は外貨リスク準備金を再導入』をご参照下さい。

きて復活した格好である。ドル/人民元相場がチャイナ・ショック以降の最安値(6.9649)を臨む展開に陥っており、当時同様のパニック売りを惹起するのではないかと懸念が PBoC にあったとされる。また、一連の急落を経て人民元の名目実効為替相場(NEER)がいよいよ前年比で概ね横ばい、もう一押しで下落という水準まで視野に入ってきたことも契機となった可能性が指摘される。ここまで来れば輸出の持ち直しも期待できるとの思惑が PBoC の今回の決断に繋がったとの見方は相応に説得力があるものと考えられる(前頁図)。

また、本欄では繰り返し議論している点だが、6 月半ば以降の人民元相場の下落はトランプ米政権の保護主義志向に対する意趣返しという要素を多分に含んでいる疑いがある。だが一方、そもそもドル/人民元の実勢値がファンダメンタルズの軟化に応じて下落しており、基準値はこれを尊重し追随してきただけという見方も存在する(図)。事実として中国の主要経済指標が GDP を筆頭として春先から弱含んでいるという事実を踏まえれば、そのような見方も一理あるだろう。とすれば、際限のない人民元相場の下落も PBoC(ひいては中国政府)の望むところではないという話になり、外貨リスク準備金の復活という今回の判断も首肯できるものがある。



～ 米国債売却が無理筋な一手である理由 ～

とはいえ、相次いで繰り出されるトランプ政権による追加関税に対して中国が無抵抗を貫くということも考えにくいだろう。元安誘導に加え対中投資規制の厳格化も対抗措置として注目されているが、追加関税の対象が米国の対中輸入全額(約 5000 億ドル)に及ぶと言われている状況下、どうしても物足りなさは残る。とすると、緊張が極まってきた場合、一時期報じられた米国債売却などが蒸し返されるのだろうか。究極の一手として可能性がないわけでもないが、やはり現実的とは思えない。直感的に 人民元の上昇を招くこと、米国は金利上昇に対処する方法があること、米経済の後退は世界経済の後退ひいては自身の輸出低迷に繋がることといった問題点が考えられるため、総じて中国にとって「返り血」が大き過ぎる一手になると想像する。換言すればリスク・リターンがあまり見合っていない印象であり、悪手といわざるを得ない。

上述の3つの問題点に関して言えば、が真っ先に障害になるはずである。人民元相場の急落は避けたいという PBoC の意向はあるにせよ、だからと言って上昇させたいわけではあるまい。そもそも貿易戦争が本当に「戦い」であるならば、通貨安は立派な「武器」であり、敢えて通貨高に誘導する自国通貨買い・ドル売り介入はあり得ない。人民元安を「抑制」する売り予約抑制と人民元高を「促進」する米国債売却はその経済的かつ政治的な影響の大きさに照らして次元の違う話である。

また、の論点も留意されるべきである。中国の保有する大量の米国債を売却し、米金利上昇を促した場合、確かにそれは米経済にとって痛手となる。たださえ住宅市場を中心として金利感応度の高い消費・投資の減速が懸念されているのだから、有効打になるだろう。しかし、FRB は正常

化プロセスを邁進中の中央銀行であることを忘れてはならない。過去5年間、金融市場では様々な出来事があったが、基本的には「FRBが正常化に向かう」という絶対的なルールの中で諸々の取引が行われていただけとも言える。仮に中国の米国債売却で一時的に米金利が押し上げられるにせよ、この絶対的なルールの方向感をパウエルFRB議長が180度転換させれば、金利抑制は造作も無いことである。2015年12月以降、7回の利上げを成功させた結果、相応の糊代もある。糊代を使い切らせるほど米国債の売却を進めることも不可能ではないだろうが、その際には人民元相場の騰勢は相当なペースに至っている可能性が高い。で述べるように、それは本意ではあるまい。

なにより、の論点が本質的だろう。米金利の急騰を誘発し米景気の腰折れを図り、それが奏功したところで中国に何が残るのか。最大の貿易相手国における需要をわざわざ削り落としたところで溜飲は下がるかもしれないが、結局は中国経済の下押し要因として回帰してくるのは明白である。

～外貨準備は「持たされた」資産である～

そもそも論になるが、長年、人民元相場の低め誘導を図った副産物として巨額の外貨準備を保有しているのであり、主体的にそれを蓄積したわけではないという経緯を思い返したい。日本やその他アジア諸国も同様だが、変動為替相場制度において基軸通貨であるドルが大幅下落する際、そのショック(自国通貨高)を干涉するために自国通貨売り介入に追い込まれ、結果的に外貨準備(米国債)を「持たされた」というのが実態に近いはずであり、機動的に売買可能な性質の資産とは言えない。まして、以上で見たように、対米貿易戦争における有効な「武器」として使うにはその威力はあまりにも広範に及ぶため、アナウンスした際の話題性はあるにしても、実行に移すには無理筋な一手と考えられる。

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、确实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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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8月6日	ソフトデータが暗示する世界経済失速
2018年8月3日	週末版(BOE利上げの正しい読み方～市場の本音は「理解に苦しむ」～)
2018年8月2日	FOMCを終えて～肅々とオーバーキルを予想～
2018年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～いつまでもチャンスは無い～
2018年7月30日	メインシナリオへのリスク点検～いよいよ「伝家の宝刀」?～
2018年7月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～金利ガイダンスの正しい読み方～)
2018年7月26日	日銀正常化観測と日米貿易協議(FFR)の関係性
2018年7月20日	週末版(「グレートモデレーション」再来を疑う時～「保険の売り」は慢心の表れ～)
2018年7月19日	危うい理由なきドル/円上昇～金利・物価情勢は支持せず～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年6月分)
2018年7月17日	貿易戦争懸念と為替市場の現状～一部市場に異変も～
2018年7月13日	週末版(新興国市場の混乱と「炭鉱のカナリア」～米国のクレジットスプレッドは着実に拡大中～)
2018年7月12日	ドイツ住宅市場の現状と展望～見過ごされる「バブルの芽」～
2018年7月10日	混迷を深めてきた英国のEU離脱プロセス～論点整理～
2018年7月9日	米中間戦の時～欧州も巻き込み貿易大戦の様相か?～
2018年7月6日	週末版
2018年7月5日	ECBを待ち受ける険路～「試験の秋」～
2018年7月4日	EUを迎える新たな危機～債務危機から難民危機へ
2018年7月3日	米中貿易摩擦の読み方～「返り血」は避けたい米国～
2018年7月2日	2018年上半期を終えて～予測の王道は変わらず～
2018年6月29日	週末版
2018年6月27日	メインシナリオへのリスク点検～再び先鋭化した保護主義～
2018年6月26日	またも生き残ったメイ英首相～EU離脱法案の成立～
2018年6月22日	週末版
2018年6月21日	ユーロ圏共通予算を阻むメルケル政権の危機
2018年6月20日	「ユーロ危機2.0」への警告～米国とイタリアの挟撃～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年5月分)
2018年6月19日	改めて整理する「中立金利との距離感」～分水嶺～
2018年6月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「APPはタカ派」、「利上げはハト派」の折衷案～)
2018年6月14日	FOMCを終えて～「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～
2018年6月13日	米朝首脳会談～市場の関心は「非核化完了」or「協議決裂」～
2018年6月12日	アベノミクス高値「125.86円」から3周年
2018年6月11日	FOMCプレビュー～テーマは「中立金利との距離感」～
2018年6月8日	週末版(外国人労働者の受け入れ拡大について～成長を望むなら～)
2018年6月7日	主要な景気先行指標の現状～世界経済の失速は露わに～
2018年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～イタリア危機を越えて～
2018年6月5日	イタリア危機は去ったのか?～このままでは済まず～
2018年6月4日	鮮明になった「G6+1」の構図
2018年6月1日	週末版(イタリア、スペイン懸念は波及するのか～イタリア発スペイン経由南米行き?～)
2018年5月30日	17年末の本邦対外資産・負債状況～安全通貨「円」の本領～
2018年5月29日	続・イタリア政局の現状と展望～ECBが被る誤算～
2018年5月25日	週末版
2018年5月23日	イタリア政局の現状と展望～論点整理～
2018年5月22日	「双子の赤字」と整合的なドル安予想 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年4月分)
2018年5月21日	上がらない米インフレ期待から何を讀むべきか?
2018年5月18日	週末版(続・米金利上昇の余波を受ける新興国について～金融市場は「我慢比べ」の段階に～)
2018年5月17日	軟化するユーロ相場の現状と展望について
2018年5月16日	次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について
2018年5月15日	APPの総括と今後の展望～仏中銀総裁講演を受けて～
2018年5月14日	米金利上昇の「負の側面」～家計・企業・海外～
2018年5月11日	週末版
2018年5月10日	最近のユーロ圏経済の失速について
2018年5月9日	海外企業買収と円相場について
2018年5月8日	米金利上昇の余波を受ける新興国について
2018年5月2日	メインシナリオへのリスク点検～通商政策リスクは顕在～
2018年5月1日	日銀金融政策決定会合～市場は「誤解」してきたのか?～
2018年4月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げはユーロ高との戦いに～)
2018年4月26日	米10年金利「3%」をどう解釈するか
2018年4月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～微修正の決断はまだ先～
2018年4月24日	ECB政策理事会プレビュー～重要決定前の露払い～
2018年4月23日	節目を迎える投機ポジション～短期目線に振られるべからず～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年3月分)
2018年4月20日	週末版(日米首脳会談を終えて～「古くて新しい問題」とライトハイザー対策～)
2018年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～強まった警戒色～
2018年4月17日	日米首脳会談プレビュー～見るべきポイント～
2018年4月16日	為替政策報告書の正しい読み方～論点の整理～
2018年4月13日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明確なユーロ高懸念～)
2018年4月12日	続・残業代規制の影響～閣議決定を受けて～
2018年4月11日	ユーロ/ドル相場の値動き分析～金利差の観点から～
2018年4月10日	為替政策報告書プレビュー～中長期的に咀嚼すべき～
2018年4月9日	円相場の基礎的需給環境～米金利上昇に頼れず～
2018年4月6日	週末版(保護主義とドル安の関係性～日本に求められる交渉戦略～)
2018年4月5日	ドイツに非はないのか～貿易戦争で考える立ち位置～
2018年4月4日	想定為替レートと実勢相場の関係について
2018年4月3日	クラウドファンディング・アウトとLIBOR-OISスプレッド～新たな懸念～
2018年4月2日	外貨準備構成通貨の現状(17年12月末)～第二次多様化～
2018年3月30日	週末版(日米金利差「3%」はトリガーなのか～3つの注意点～)
2018年3月27日	ユーロ圏経済は本当に磐石なのか?
2018年3月26日	メインシナリオへのリスク点検～安直な円安予想の終わり～
2018年3月23日	週末版(FOMCを終えて～名実共に「引き締め」局面へ～)
2018年3月20日	ECBは来年、利上げするのか?～関係筋発言を受けて～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年2月分)
2018年3月16日	週末版(実質実効為替相場で見る各国通貨の現状～気まずい「円」の立ち位置～)
2018年3月15日	第4次メルケル政権発足を受けて～ポスト・メルケル時代～
2018年3月13日	ドイツバブルを警戒すべきか?
2018年3月12日	経験則からイメージするドル/円相場の「波」
2018年3月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～現状追認とポスト・ドラギの胎動～)
2018年3月8日	通貨安競争でドルに勝てる者なし～標的になりやすい円～
2018年3月7日	ECB政策理事会プレビュー～APP「規模」拡大を排除か?～
2018年3月6日	「製造業の採算レート」から何を讀み取るか?