

みずほマーケット・トピック(2018 年 11 月 8 日)

メンツを賭けた「7.0 防衛」の危うさ～外準減少を受けて～

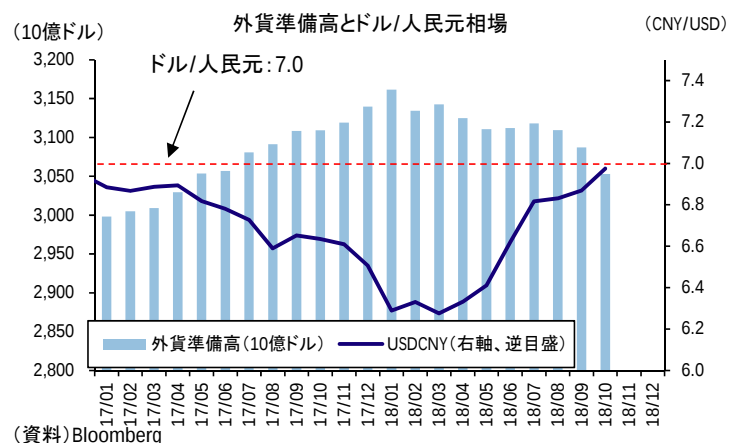
10 月末時点での中国の外貨準備高は 2017 年 4 月以来、1 年半ぶりの低水準を記録。最近の元安相場に対してそれだけ通貨防衛を目的とする元買い・ドル売り為替介入を行っていたことになる。要するに実弾投入が必要なレベルまで資本流出圧力が強まっていることの証拠でもある。現状得られる情報からは「想定を超える資本流出(元売り)が起きているが、ドル/人民元の『7.0』にはこだわりたい」という中国の苦しい台所事情が推測される。だが、為替市場において誰しもが分かる形で防衛線を明示することのリスクは大きいものであり、防衛は往々にして失敗する。メンツを重んじ、理論的な意味の小さい水準の防衛に拘泥し続けると、不均衡の蓄積が進み、後の調整がかなりまとまったものになりかねないだろう。米国の利上げや保護主義は当面続きそうであることを考えれば、現状の「7.0 防衛」は明らかに「ジリ貧」に思えてならない。

～不透明感が後退したとは言えないはず～

米中間選挙というビッグイベントはほぼ市場の想定したメインシナリオ(上院:共和党過半数、下院:民主党過半数)に着地した。不透明感の後退を理由として株が買われており、ドル/円相場もこのムードに乗って上昇しているものの、本当の問題は米金利上昇に米株ひいては米景気が耐えられるのかどうかであり、そのテーマにおいて議会構成の変遷は語る価値が余りない。金融市場にとってトランプ政権がもたらす最大のリスクは貿易戦争だが、大統領権限が及ぶ限りにおいて今後もトラブルを起こす可能性が高そうであることは中間選挙後も変わらない不透明感である。

～顕著に減少した中国の外貨準備～

ところで中間選挙の報道に隠れて注目度が薄れているが、金融市場の先行きにとっては昨日、中国人民銀行(PBoC)から発表された 10 月末時点での外貨準備高の動きの方が気掛かりである。10 月末の中国の外貨準備高は前月比▲339.3 億ドルの 3.05 兆ドルで、予想以上の減少となった。水準としては 2017 年 4 月以来、1 年半ぶりの低水準となる。現在の元安相場に対してそれだけ通貨防衛を目的とする元買い・ドル売り為替介入を行っていたことになる(図)。要するに実弾投入が必要なレベルまで資本流出圧力が強まっていることの証拠でもある。

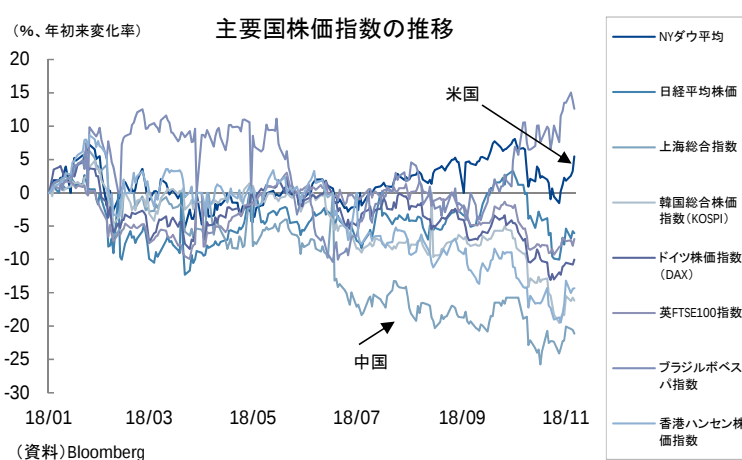


ドル/人民元相場に関しては今年 3 月下旬に元高・ドル安傾向が頭打ちとなり、そこから緩やか

に元安・ドル高方向へ転じた後、6 月半ば以降、急激にその動きが加速して足許の 6.92 付近に至っている。こちらも約 1 年半ぶりの元安水準となる。3 月下旬は鉄鋼・アルミニウムに対する追加関税が、6 月半ばは知的財産権侵害とする追加関税が唱えられ始めたタイミングであるため、現在進行している元安は米中貿易戦争における 1 つの対抗策という理解がもっぱらである。中国の対米輸出に対する 10% の追加関税は 10% の元安・ドル高と基本的には同様の経済効果があるのだから対抗策としては自然である。また、減速する国内経済への刺激策という見方も同様に一般的だろう。要するに、そうした「故意的な元安」という理解が支配的だからこそ、10 月の米為替政策報告書を前にして中国の為替操作国認定がまことしやかに取り沙汰されたという経緯もあった。

～メンツを賭けた「7.0 防衛」の危うさ～

しかし、2015 年 8 月のチャイナショックの経験も踏まえ、人民元の先安観が過度な資本流出を引き起こすことも中国当局の本意ではない。それゆえ、今年 8 月には為替フォワードに対し 20% の準備金を要求することで元売りの抑止を試みたという動きがあった。チャイナショックを受け 1 兆ドルも外貨準備を消費した以上、もはや外貨準備を安易に減らしたくないという胸中は当然である。しかし、そうした中



国当局の胸中にもかかわらず外貨準備が今年 7 月をピークに減少し始め、直近 2 か月で際立って減少している状況からは「想定を超える資本流出(元売り)が起きているが、ドル/人民元の『7.0』にはこだわりたい」という苦しい台所事情が推測される。 想定を超える資本流出が起きていることは主要国株価の中でも上海総合指数が突出して年初来下落している状況が物語っている(図)。

頻繁に指摘されるように、中国当局は 10 年ぶりの元安・ドル高水準となる 7.0 超えを許容していないと考えられ、同水準への接近を意識して実弾が投入されているのは間違いない。人民元安誘導が「諸刃の剣」だと形容されるのは、通貨安による景気刺激効果とそれ自身への観測がもたらす資本流出が相反する効果を持つからである。後者が前者を上回らない限り、人民元安政策が奏功するという話になるが、その分水嶺が「7.0」という位置付けになるのかもしれない。

ちなみに 7.0 防衛は理論的な意味というよりも、「騒がれたくない」という心理的な意味の方が大きいと思われるが、問題は、多くの市場参加者がそれを認識してしまっているという事実だろう。為替市場において誰しもが分かる形で防衛線を明示してしまうことのリスクは周知の通り大きいものであり、防衛は往々にして失敗する。メンツを重んじる中国が同水準を割らせないという意思を持っていることは想像に難くないが、理論的な意味合いの小さい水準の防衛に拘泥し、不均衡を蓄積させてしまうと、後の調整がかなりまとまったものになりかねないというリスクは指摘したいところだ。恐らく当面はトランプ政権による追加関税を筆頭とする対中攻撃姿勢と中国国内経済の減速継続という事実は容易に変わりそうにない。いくら金融緩和をしてもこれに付随する通貨安の恩恵を享受

できなければその景気刺激効果は減殺されてしまう。かかる状況下でメンツを賭けた「7.0 防衛」に拘る意味が大きいとは筆者にはあまり思えないが、敢えて言えば、為替操作国認定を回避できたことが1つのメリットとして挙げられるのかもしれない。しかし、現状は明らかに「ジリ貧」である。米国経済が好調で FRB が利上げをする限りは資本流出圧力が失せることはなく、また、トランプ政権である限り追加関税は矢継ぎ早に課されることだろう。遠くない将来において、中国当局がメンツを捨てて、7.0 超えの動きを許容する可能性が高いと筆者は考える。

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。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11月7日	示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとCII～
2018年11月6日	露わになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの舉動～
2018年11月5日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年11月2日	週末版(ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～)
2018年10月30日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末へ～
2018年10月29日	メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～
2018年10月26日	週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～)
2018年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年10月24日	「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年10月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年9月分)
2018年10月19日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「鏡に映った自分」に踊るFRBの危うさ～)
2018年10月18日	為替政策報告書を受けて～抜きん出た中国の取り扱い～
2018年10月17日	ブレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
2018年10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～底うほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際と信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～)
2018年10月11日	NYダウ平均株価の大幅調整について～起こるべくして・・・
2018年10月10日	ベースス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係
2018年10月9日	米9月雇用統計を受けて～「想定外の加速」は継続中～
2018年10月5日	週末版(ECBが迎える「未知の世界」～緊縮下での金融引き締め～)
2018年10月4日	ドイツ化するユーロ圏～求められる正しい陣頭指揮～
2018年10月3日	イタリア政局の整理～今回ばかりはイタリアに言い分も～
2018年10月2日	外国人労働者受け入れ拡大～昔「円高是正」、今「人手不足」～
2018年10月1日	円高見通しが実現していない理由
2018年9月28日	週末版
2018年9月27日	FOMCを終えて～見えてきた転換点～
2018年9月25日	メインシナリオへのリスク点検～オーバーキルを巡る見解～
2018年9月21日	週末版
2018年9月20日	安倍首相による緩和撤退宣言～言うは易し・・・だが～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年8月分)
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分からないのか？
2018年9月18日	基軸通貨ユーロという「見果てぬ夢」～機能面からの再考～
2018年9月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～)
2018年9月13日	突然の基軸通貨宣言をどう読むか～ユンケル発言について～
2018年9月12日	続・リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月10日	リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月7日	週末版(「次の標的は日本」の本気度～第2回日米貿易協議(FFR)を前に～)
2018年9月6日	軟化を続けるソフトデータ～皮肉な米経済の好調～
2018年9月5日	ECB利上げを巡り政治的な動き？～ECOFINのテーマに～
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～銀寄せは新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか？～BISビューに基づく抑制へ～
2018年8月28日	メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～
2018年8月27日	ECB総裁か欧州委員長か～メルケル独首相の憂心～
2018年8月24日	週末版
2018年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年7月分)
2018年8月17日	週末版(2018年上半期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルディロックス」～)
2018年8月15日	イタリア国債利回りの急騰～もう1つの潜在的危機～
2018年8月14日	第二次資本流出局面が始まったのか？
2018年8月13日	トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	ボンド安が支えるユーロ堅調～元安、トルコリラ安も～
2018年8月8日	2018年上半期の円相場の基礎的需給環境
2018年8月7日	中国の米国債売却はあり得るのか？
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(「ク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」～米国のクレジットブレードは着実に拡大中～)
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を待ち受ける險路～「試練の秋」～
2018年7月4日	EUが迎える新たな危機～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～APPI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～