

みずほマーケット・トピック(2019年5月14日)

関税引き上げと通貨安～元安対抗にも限界あり～

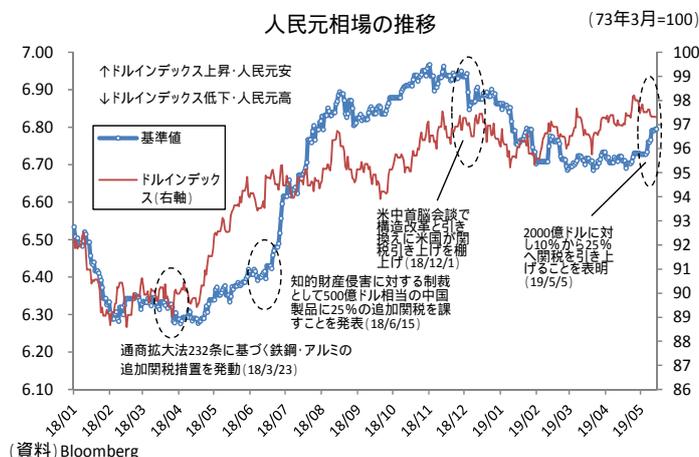
中国政府は、600億ドル分の米国製品について、6月1日から最大25%へ引き上げる報復措置を発表。こうした制裁の応酬が続くと仮定した場合、同額同率の関税を掛け合えば対米輸入額の少ない中国が先に弾切れになるため、中国は通貨政策や各種許認可など貿易以外の論点を視野に入れてくるだろう。市場で注目されるのは元相場の動向である。実際、5月に入ってから人民元は下げ足を早めている。過去1年を振り返っても、米中協議に緊張感が高まったタイミングで人民元がまとまった幅で下落してきた。こうした動き全てを当局による意思と整理するのは乱暴だが、10%の関税引き上げは10%の通貨安で相殺することが可能である。「対米輸入への課税」という手段が限られている中国からすれば、「既に課された関税を消す」という発想は戦術として自然。しかし、経常収支の悪化する状況ではこのような一手にも限界はある。

～弱体化する「リスク回避の円買い」～

昨日は米中間における報復合戦が激化する中、株式市場を中心に動揺が広がっている。昨晚、中国国務院(政府)は、現在は5～10%の追加関税が課されている600億ドル分の米国製品について、6月1日から最大25%へ引き上げる方針を発表した。先週10日、2000億ドル分の対中輸入について10%から25%へ追加関税を引き上げたトランプ米政権への報復措置である。なお、その直後、トランプ政権は、かねてより宣言している約3000億ドル分の対中輸入に対し最大25%の追加関税を課す計画を正式に表明している。いよいよiPhoneを含む携帯電話やノートPCなどいわゆる極力回避してきた消費財も直撃することになる。かかる状況下、NYダウ平均株価は617.38ドルと大幅下落し、本日の日経平均株価も21000円を断続的に割り込んでいる。だが、ドル/円相場に関しては109円が硬く、むしろ反発地合いである。本欄¹では繰り返し議論している論点だが、やはり「リスク回避の円買い」が対外経済部門の構造変化により弱体化しているように思える。

～関税引き上げと元安～

こうした制裁の応酬が続くと仮定した場合、同額同率の関税を掛け合えば対米輸入額の少ない中国が先に弾切れになるため、中国は通貨政策や各種許認可など貿易以外の論点を視野に入れてくるだろう。市場で注目されやすいのは人民元相場の動向である。5月に入ってから主要通貨の対ドル変化率(4月30日～5



¹ 例えば本欄2019年2月12日『変わりそうにない対外直接投資の潮流』をご参照下さい。

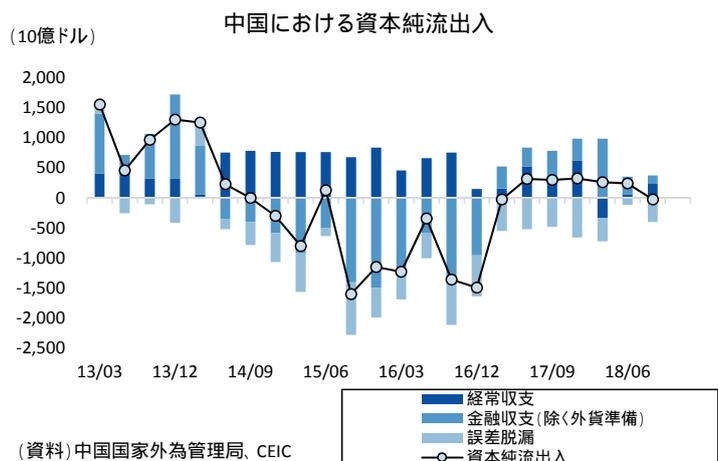
月 13 日)に着目すると、最も上昇している通貨は円(+1.94%)、最も下落している通貨は人民元(-2.09%)である。トランプ大統領が 2000 億ドルの対中輸入に関し 10%から 25%へ引き上げることが表明したのは 5 月 5 日だが、やはりその時点から人民元は下げ足を早めている。昨日は一時 6.8752 と、約 4 か月ぶりの安値をつけた。過去 1 年を振り返ってみても、米中貿易協議において緊張感が高まったタイミングで人民元がまとまった幅で下落したことが注目されてきた(前頁図)。一方、昨年 12 月 1 日の米中首脳会談で協議延長に伴う追加関税の引き上げ先送り(3 月末までの 90 日間)が決まった際、人民元は騰勢を強め、その後も合意近しとの報道を意識し堅調に推移してきた。

こうした人民元相場の動き全てを当局による意思と整理するのは乱暴だろう。だが、10%の関税引き上げは 10%の通貨安で相殺することが可能である。「対米輸入への課税」という手段が限られている中国からすれば、「既に課された関税を消す」という発想は戦術として自然であり、そのための最も手っ取り早い方法が自国通貨安となる。国有企業への産業補助金などもそれに類する一手だが、まさにその点を巡って協議が拗れている現状を踏まえれば、表立っては取りづらいただろう。

~しかし、「元安で相殺」にも限界~

しかし、ややこしいことに、2015 年 8 月(チャイナショック)の一件もあり、中国が元安を追求するにも限度はある。通貨の先安観が強まり、資本流出が制御不能な状態にまで強まった場合、株を中心として国内の資産価格が激しい調整を迫られる恐れがある。そういった経緯もあり、昨年 11 月には「1 ドル=7.00 元」の攻防が話題となったのである²。「1 ドル=7.00 元」に経済的な意味は全くないが、これを超えれば市場が騒ぎ、チャイナショックの再来、結果的には外貨準備を大幅に費消することに繋がりがねない恐れは確かにあった。本来、為替レートの変動は、需給が「主」で、レートは「従」である。しかし、人民元の場合、政府の恣意性も影響する分、レート(ここで言えば元安)が「主」となり、資本流出を引き起こすこともある。この時は需給が「従」となる。そして、資本流出(需給)自体は当然、「主」ともなり、元安という「従」も引き起こす。一旦、この循環に入ると実弾(外貨準備)を通じた決済ルート、流動性の引き締めを通じた金利ルートなど、あらゆるアプローチが必要になる。

さらに心配なことは、過去の本欄³でも取り上げたように、現状では中国の経常黒字減少、見通せる将来における赤字化という論点も浮上している(今年 4 月の IMF 世界経済見通しは 2022 年の赤字化を予想)。つまり、為替レートを本来規定し「主」となり得る需給が元売り超過になりつつある。このような状況で政策的に人民元を押し下げるにもやはり限度は出てくる。昨年の中国における資本純流出入の状況(図)を見ても、当局が余裕で構えているほど、安定した資本流入が確保されているわけではない。



² 本欄 2018 年 11 月 8 日号『メンツを賭けた「7.0 防衛」の危うさ~外準減少を受けて~』をご参照下さい。

³ 本欄 2019 年 4 月 18 日号『ドル高を容認できない中国の経常収支』をご参照下さい。

このような状況を踏まえると、「米国による制裁関税 元安で相殺」という対応は有益ながらも、使用限度はあると考えられる。この点、中国にとっての救いはトランプ大統領自身がFRBに緩和圧力をかけており、(その圧力が効いたのか定かではないが)実際にハト派傾斜を強めていることだろう。米金利は緩やかに低下しており、ドル相場が上昇しそうな雰囲気はない。米金利の上昇(とドル高)が抑制されていれば、ある程度は元安を展望することも可能になる。この点、FRBがハト派傾斜を強めている背景にはトランプ大統領の主導する保護主義があることは滑稽である。結局、中国への強硬策を採るほど、(米金利が低下するので)中国は元安へ誘導しやすくなり、追加関税の影響を相殺しやすくなるという見方もできる。不毛と言わざるを得ない状況だが、家計や企業といった民間部門にとって見れば「何が起きるか分からない」状況が半永久的に続く中で、リスク回避姿勢を強めざるを得ないことは間違いない。トランプ大統領は溜飲が下がるかもしれないが、結局、保護主義を追求するほど実体経済が割を食う実情は否めない。

なお、これらとは全く別の論点にはなるが、そもそも米中協議の過程において人民元相場の安定を巡っては合意が成立しているとの報道は多く、例えば3月10日には中国人民銀行の易綱総裁が記者会見で「為替を巡って多くの重要な問題を議論し、双方は多くの重要な問題で認識が一致した」などと述べていた。そう考えると、人民安が進むこと自体が協議の争点と化し、事態の混迷を招く可能性は否めない。一度もつれにもつれてしまった糸を戻すのは容易ではない。

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。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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2019年5月13日	米中協議は実質決裂へ～舞台は大阪G20へ?～
2019年5月10日	週末版(「中央銀行の独立性」とトランプの口先介入～「失言」と割り切って良いのか?～)
2019年5月9日	「相応の理由」なき投機のドル買いはいつまで続くか
2019年5月7日	追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～
2019年4月26日	週末版
2019年4月24日	薄氷のドル高相場～賭けるべき「次の一手」は～
2019年4月23日	10連休を契機に考える休日増加の功罪 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分)
2019年4月22日	円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～
2019年4月19日	週末版(ユーロ圏PMIを受けて～「底打ち」しても正常化は別の話～)
2019年4月18日	ドル高を容認できない中国の経常収支
2019年4月17日	相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント
2019年4月16日	「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なピーク～
2019年4月15日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月12日	週末版(やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～)
2019年4月10日	IMF世界経済見通し～「副題」で見る世界経済の変遷～
2019年4月9日	円相場の基礎的需給環境～「均衡」がもたらすレンジ～
2019年4月8日	ブレグジット情勢を巡るQ&A～臨時首脳会議を前に～
2019年4月5日	週末版(ドイツがけん引するユーロ圏の減速～大崩れしたドイツ製造業受注～)
2019年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(18年12月末)
2019年4月3日	ECBはマイナス金利を階層化するのか?
2019年4月2日	円高を阻む経常収支構造の変化
2019年4月1日	「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査
2019年3月29日	週末版
2019年3月26日	円安リスクの点検～敢えて考える円安リスク～
2019年3月25日	「自分の尾を追う犬」となったFRBと景気後退の考え方
2019年3月22日	週末版(コミュニケーションが荒れ始めたFRB～本末転倒感の拭えないドットチャート～)
2019年3月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年2月分)
2019年3月18日	「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方
2019年3月15日	週末版(ブレグジット交渉、当面の読み方～人質戦略は奏功するのか?～)
2019年3月14日	「地方の南欧化」を想起させる業種別一律最低賃金
2019年3月13日	ブレグジット、「2度目の否決」と「新たな期限」
2019年3月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年1月分) 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年12月分)
2019年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ドラギ総裁は1度も利上げで退任へ～)
2019年3月5日	米金利上昇&ドル高を阻む「ドル化した世界」
2019年3月4日	大統領のドル高けん制～不安な「相手国が悪い」という理屈～
2019年3月1日	週末版(金融政策格差に落ち着いた年初の2か月間～互いに「住む世界が違う」様相～)
2019年2月27日	米中貿易協議再延期を受けて～現状と展望の整理～
2019年2月25日	円安リスクの点検～想定外の米経済堅調が招く円安～
2019年2月22日	週末版
2019年2月21日	FOMC議事要旨～「patient」の舞台裏～
2019年2月20日	自動車関税を前に考える日欧の立ち位置
2019年2月18日	停滞する日米欧中銀への期待と為替相場
2019年2月15日	週末版(米小売売上高ショックをどう読むか?～懸念される逆資産効果～)
2019年2月14日	看過できない伊仏関係の悪化～大戦以来の大使召還～
2019年2月13日	ドル/円相場は新常态にあるのか?
2019年2月12日	変わりそうにない対外直接投資の潮流
2019年2月8日	週末版(2018年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～)
2019年2月7日	次期ECB総裁レースの現状整理
2019年2月6日	バイマン独連銀総裁も認める景気減速の現状
2019年2月5日	ブレグジット交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～
2019年2月1日	週末版
2019年1月31日	FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～
2019年1月29日	「株価ファースト」という誤解を招きかねないB/S縮小戦略
2019年1月28日	円安リスクの点検～円高のメインシナリオを揺るがすもの～
2019年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「年内利上げ無し」を暗に認めたドラギ総裁～)
2019年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～「願望」すら難しい状況に～
2019年1月22日	堅調なユーロ相場の背景にある欧州の減速
2019年1月21日	対米貿易赤字ゼロ計画について～マッチポンプは終わらず～
2019年1月18日	週末版(正常化どころではないECBを取り巻く近況～市場のメインシナリオは転換済み～)
2019年1月17日	英国情勢の論点整理～「壮大な茶番劇」に終わるか～
2019年1月11日	週末版
2019年1月8日	財界トップの相場観と静か過ぎる「波」
2019年1月7日	「バブルは崩れてからがバブル」という考え方について
2019年1月4日	波乱の幕開けの読み方～猪突猛進の円高スタート～
2018年12月27日	3つの論点で要約する19年見通し
2018年12月25日	FRB議長解任騒動について～真正銘のリスクオフを前に～
2018年12月21日	週末版(FOMCを終えて～新局面への第一歩、為替への影響は～)
2018年12月19日	FOMCを前に読みたい白川元日銀総裁インタビュー 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年11月分)
2018年12月17日	2019年、日米欧のテールリスクはどこにあるのか?
2018年12月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「高まる警戒」と「続く自信」～)
2018年12月12日	2019年、世界経済の動所～利上げの真価が現れる年～
2018年12月11日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年12月10日	動き出した「メルケル後」のドイツそしてEU
2018年12月7日	週末版
2018年12月5日	遂に発生した逆イールド～金利に追いつく株価～
2018年12月4日	ババ暴動の読み方～2つの懸念～
2018年12月3日	米中首脳会談～2020年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～
2018年11月30日	週末版
2018年11月28日	メインシナリオへのリスク点検～FRBは来年こそ変わる～
2018年11月27日	続・「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年11月26日	ECB政策理事会議事要旨～TLTRO3の行方～
2018年11月22日	週末版(制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアにとっては辛いポリシーミックス～)
2018年11月21日	ノーディールを視野に入れ始めたボンド相場
2018年11月20日	ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について
2018年11月19日	イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分)
2018年11月16日	週末版
2018年11月15日	メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～