

みずほマーケット・トピック(2019年5月20日)

「1ドル=7.00」の攻防再び

中国による「1ドル=7.00元」を巡る攻防が再び話題である。5月に入ってから米中貿易戦争激化に合わせて人民元は対ドルで一方的に値を下げており、そこに追加関税の悪影響を相殺したいという意図を読み取ろうとする向きは多い。なお、7.00を巡る攻防戦は昨年11月にも見られ、相応の実弾(為替介入)まで投じた中国の防衛政策が辛うじて奏功し、ぎりぎりのところで7.00を守り切った。しかし、諸要因を踏まえれば、単純に中国の実体経済が浮揚するために「求めたい元安水準」を考えた場合、当時よりもさらに安いところにある可能性も。しかし、経常赤字化も視野に入る中国が元安誘導をすることに危うさはあり、漏れ伝わってくる当局者のコメントもこれを意識している雰囲気。あくまで「通貨安誘導ができる資格のある国」は需給が黒字の国、言い換えれば「通貨が高くなる筋合いにある国」であり、もはや中国はこれに相当しないという論点は押えておきたい。なお、元安自体が協議を頓挫させるという危うさはやはりある。

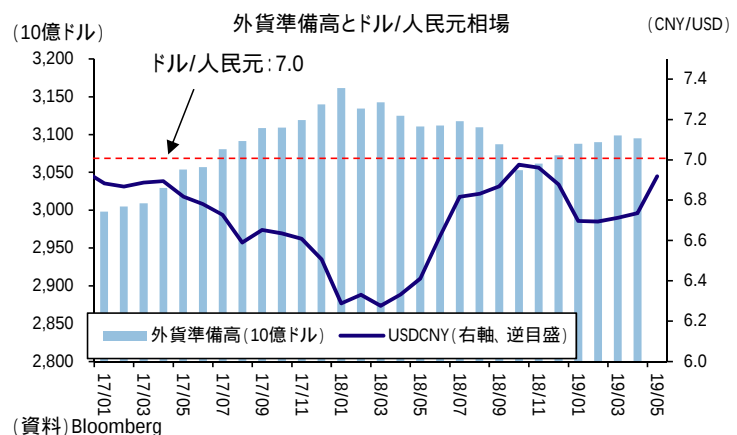
～7.00の攻防、再び～

先週17日のロイターは「中国人民銀、

1ドル=7元を超える元安は容認せず」と題し、人民元相場に関し、中国当局者が「1ドル=7.00元」を絶対防衛ラインと見做しているとの関係筋談話を報じている。過去の本欄でも議論しているように、5月に入ってから米中貿易戦争激化に合わせて人民元は対ドルで一方的に値を下げており、そこに追加関税の悪影響を相殺したいという意図を読み取ろうとする向きは多い。

なお、17日のドル/人民元相場は一時6.9207と約5か月ぶりの安値をつけている。7.00を巡る攻防戦は昨年11月にも見られ、ここでは相応の実弾(為替介入)まで投じた中国の防衛政策が辛うじて奏功し、ぎりぎりのところで7.00を守り切った経緯がある(図)¹。

今回のロイター報道で紹介されている関係筋も為替介入や金融政策手段を通じて1ドル=7元を超える元安を阻止するとの考え方を披露している模様で、具体的には「現時点では、7元を超える元安を容認しないことは確実だと思う」、「7元を超える元安は、関税引き上げの影響を一部相殺できるので、中国にとってメリットはあるが、人民元の信認に悪影響が及び、資金が流出する」といった発言を紹介している。こうした見方は標準的なものだが、既に米国の対中輸入2000億ドルについて25%の関税が発動されていること、残額の約3000億ドルについても25%の課税が検



(資料) Bloomberg

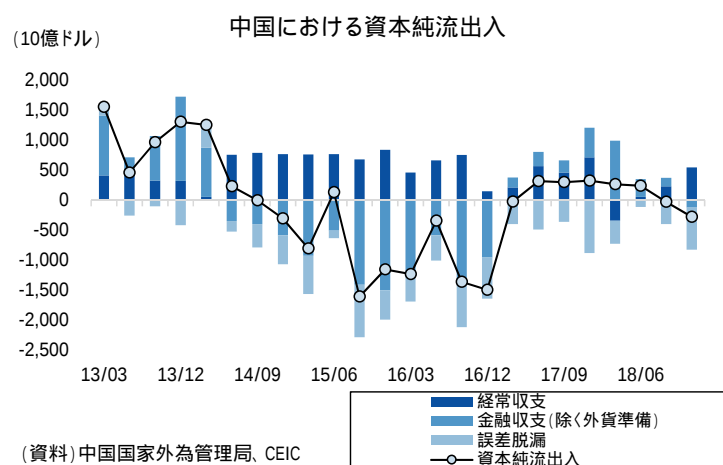
¹ 詳しくは本欄2018年11月8日号『メンツを賭けた「7.0防衛」の危うさ～外準減少を受けて～』

討されていることと思えば、昨年 11 月時点と同程度の (7.00 を超えない) 人民元安が中国経済にとって十分な防波堤になるのかどうかは定かではない。少なくとも昨年 11 月時点ではまだ 25% は 600 億ドル部分のみで、2000 億ドルについては 10%、残額についての課税は議論の俎上にも上っていなかった。しかし、当時よりも中国および世界成長は減速している。単純に中国の実体経済が浮揚するために「求めたい元安水準」を考えた場合、当時よりもさらに安いところにある可能性はある。

なお、上述の発言とは別の関係筋のコメントとして人民銀行は「ファンダメンタルズ要因による 1 ドル = 7 元までの元安であれば問題視しないが、投機的な空売りは防ぐ意向」を抱いているという指摘も紹介されている。しかし、為替に振り回されてきた日本人が痛感するように、自国通貨が政策当局の思い(希望)とは逆に振れる場合、それがファンダメンタルズから見て正しいのか、それとも単に投機的な取引によるミスプライシングなのかは誰も本当の答えなど分らない。為替にはフェアバリューが無く、目の当たりにしている価格に不平不満をぶつけてもどうにもならない。

～安全に通貨安誘導が出来る国と出来ない国～

また、本欄 2019 年 4 月 18 号『ドル高を容認できない中国の経常収支』で詳しく論じたように、今の中国はもはや世界有数の経常黒字国という立ち位置ではない。旅行収支赤字の拡大を背景に経常黒字は激減しており、IMF は 2022 年の赤字転落を予想している。昨年 (2018 年) は 1～3 月期の経常収支が ▲341 億ドルと 2001 年 4～6 月期以来の赤字を記録したことが話題となった。こうした状況下、中国の対外経済部門として



て資本が純流出に転じやすい体質になっていることは間違いなく(図)、「安易に元安にしたい」という当局の思いは理解できる。だが、こうした「需給(経常収支)が元売りに傾斜しているので、安易に元安誘導するのは危うい」という考え方は、言い換えれば「需給が売りに傾斜していても、当局がその気になれば止められる」という前提に基づいているとも言える。換言すれば、「当局が自在に元相場を操縦できる」という前提があるとも言える。だが、「通貨安誘導ができる資格のある国」はあくまで需給が黒字の国、言い換えれば「通貨が高くなる筋合いにある国」だ。この点、中国は経常収支やこれを含めた資本の純流出入面から資格を失いつつある国だろう。であるからこそ、今、通貨防衛に問題意識が向きやすいのである。

～昨年 11 月よりは元安誘導の難易度は下がっている～

とはいえ、昨年 11 月と現在では FRB の政策スタンスも全く異なる。少なくとも当時と比較すれば、中国が元安誘導しやすい環境になったことは間違いない。FRB が連続的な利上げ(とこれに伴うドル高)を容認しているような環境で積極的に元安誘導を示唆すれば、上記の関係筋発言で懸念されるように一気呵成に資本流出が発生する恐れがある。そうなれば 2015 年 8 月のようにまとまった

額の外貨準備を失う可能性が出てくるだろう。しかし、基本的に米金利とドルに下方バイアスが高まっている今ならば漸次的な元安誘導の難易度は下がるし、元に5月に入ってからはそのような地合いが続いている。この点、米中貿易協議において為替相場の安定については合意しているとの報道も目立つことから、元安が進むことについて、経済・金融市場の実態に無理解なトランプ大統領がいきり立つ恐れはある。これはかなり面倒を生むだろう。

上述してきたように、中国が望むのはあくまで緩やかで無理のない元安であって、一方的な動きは望むところではない。また、中国が元安を望む1つの理由が追加関税でもあり、米国の挙動に由来するものだ。しかし、トランプ大統領はそのような思いに至らないであろうし、そもそも「通貨安を止めたい中国」など想像すらしないのではないかと、あくまで「通貨安 貿易黒字 悪」という安直な思いが先行している」とすると、最近の元安傾向自体が貿易協議の妨げになるという懸念がある。

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
2019年5月17日	週末版(円相場の需給環境について～建値通貨別でユーロ建て証券投資が過去最大に～)
2019年5月15日	景気動向指数の「悪化」判断と増税の先行きについて
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～
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度も利上げできずに退任へ～)
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	看過できない仏伊関係の悪化～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	対米貿易黒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～金利に追隨する株価～
2018年12月4日	バリ暴動の読み方～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」が勢いづかない理由
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	ノーテ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～