みずほマーケット・トピック（2019 年 6 月 6 日）

次のカタリストとしての中国の外貨準備

金融市場では急変動を誘発する取引材料をカタリスト（Catalyst：触媒）と表現することがある。現状を踏まえる限り、カタリストの筆頭は「FRB の利下げ」だろうが、人民元相場の変動とこれに伴う中国の外貨準備の動向もその候補になり得る。目下、「1 ドル=7.0 元」を巡る攻防が耳目を集めるが、これは人民元が下落した時に歯止めをかける「弾薬」である外貨準備の残高に不安があるということの裏返しであろう。近年、IMF は外貨準備適正評価（ARA）と題し、「輸入 3 か月分」などの伝統的な基準に捉われない総合的な判断基準を新興国に対しては設けている。IMF によれば、ARA は GDP 対比で 100～150%が推奨されるレンジだが、現状で中国の ARA は 80%台と余裕はない状況。現状の米中対立が続けば必然的に「米国による関税賦課→元安→元買い介入→外貨準備減少→市場が注目」との流れが極まることが予想され、2015 年 8 月の経験も相まって市場に大きな変動をもたらす恐れは否めず。

～次のカタリストはどこに？～

日々の顧客往訪や講演会後の質疑において、現在最も受ける質問の 1 つが「急変動のきっかけは何か」を問うものである。金融市場では市場の急変動を誘発する取引材料をカタリスト（Catalyst：触媒）と表現することがあるが、近年動かない相場が続いていることもあって、市場参加者のカタリスト探しには自然と熱が入る。米中貿易戦争の激化や英国の EU 離脱（ブレグジット）はその筆頭となるはずであったが、もはや完全解決が期待されずカタリストとしての迫力を失っている感が否めない。

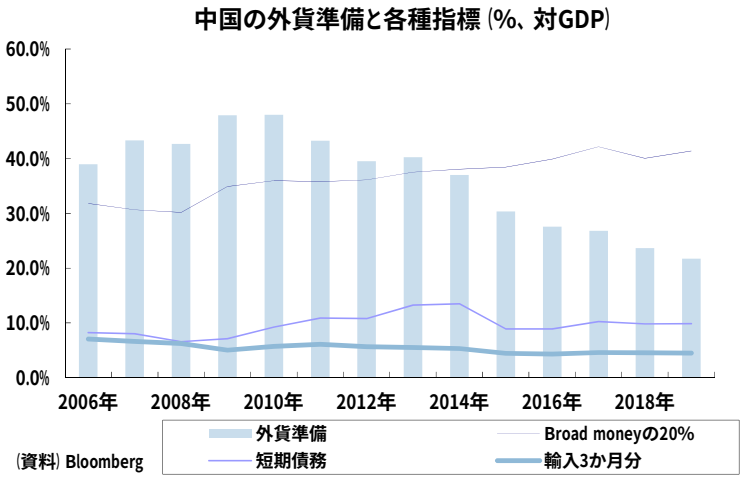
現状を踏まえる限り、カタリストの筆頭は「FRB の利下げ」だと思われ、FF 金利先物市場だけではなく FOMC 声明文においてその可能性が示唆されることなどがトリガーになってきそうである。過去 2 年、本欄の基本認識は「積年のドル高が修正されるにははっきりとした米金利低下が必要」というものであり、具体的には米 10 年金利の 2%割れ定着などがドル/円相場を 105 円以下に連れて行く条件になるのではないかと考えている。FRB の正副議長が利下げの可能性を示唆している今、そのような動きは決して非現実的なものではあるまい。

そうした「FRB の利下げが視界に入ること」以外で筆者がカタリストとして注視しているのは、本欄でも繰り返し論じている人民元相場の変動である。「1 ドル=7.0 元」を巡る攻防については何度か議論しているが、こうした「下落する人民元」と「それに歯止めをかけたい中国政府」という構図が注目される背景には「政策的に努力しなければ制御できない元安に陥る」という恐れがあるからにほかならない。いざとなっても力業で押え込めるという余裕があれば、攻防戦の行方に注目する必要はない。中国政府は 2015 年 8 月、制御不能な資本流出とこれに伴う人民元（や元建て資産）の下落、そしてこれを発端とする国際金融市場の混乱（いわゆるチャイナショック）を経験した。この再来を防止したいというのが中国政府の最大の意向との理解は多い。それは自国を震源地とする国際金融市場の混乱が「恥」だという面も当然あろうが、次は確実に防ぎ切れる確信がないという論点が意識

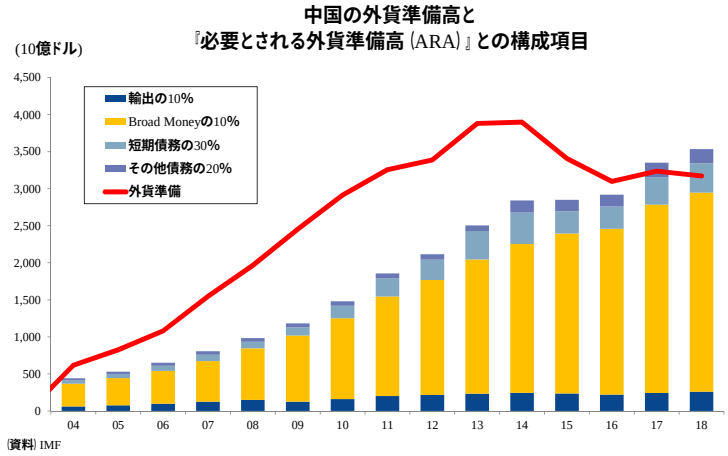
されているのだと思われる。それは即ち、人民元が下落した時に歯止めをかける弾薬である外貨準備の残高に不安を抱えるという実情があるという話でもある。

～IMF 基準で「不十分」な中国の外貨準備～

2019 年 4 月末時点で中国の外貨準備は約 3 兆ドル存在する。伝統的に外貨準備の適正水準の尺度（rule of thumb）としては「輸入 3 か月分」や「短期債務」、「マネーサプライの 20%」などが用いられ、これを上回ることが 1 つの目安となってきた。こうした基準に照らせば、現状の 3 兆ドルという水準には安心感もあるが、異なる見方もある。右図は中国の外貨準備、短期債務、輸入 3 か月分、広義流動性の 20%について対名目 GDP 比で単位を揃え、その推移を見たものである。一瞥して分かるように、大きく目減りした現状の外貨準備水準であっても「輸入 3 か月分」や「短期債務」という尺度は十二分にクリアしている。しかしながら、マネーサプライ（ここでは広義流動性）に照らすと不安が浮き彫りになる状況だ。



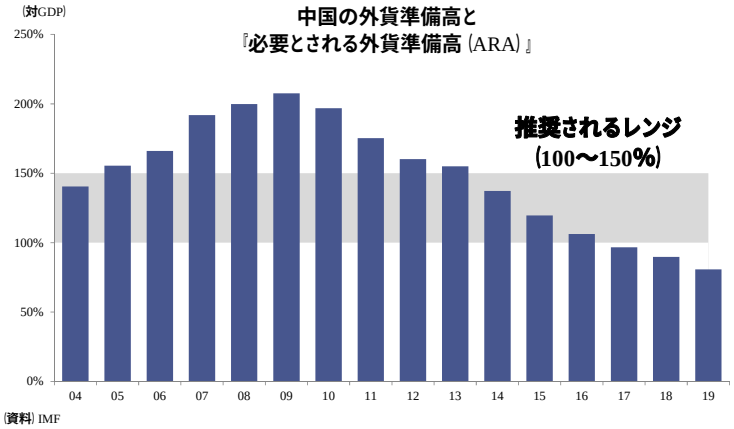
近年、IMF は外貨準備適正評価（ARA：Assessing Reserve Adequacy）と題し、そうした伝統的な基準を組み込んだ上で、新興国の外貨準備にとってより総合的な判断基準を設けている。具体的には①輸出額、②短期債務、③マネーサプライ（広義流動性、Broad money）、④その他債務を構成項目とする判断基準である。右図がその推移を見たものだが、①から④にかかるウェイトは固定相場制と変動相場制で異なり、IMF は中国については固定相場制の係数を採用している[1]。



各項目は①は海外需要の急減リスク、②は短期的な債務返済能力に係るリスク、③は資本逃避（capital flight）に係るリスク、④は対内証券投資などの逃避に係るリスクの代理変数であり、これらを総合した基準が ARA と呼ばれる。なお、①に関し、なぜ輸入ではなく輸出なのかと言えば、「輸出による収益は海外需要の減退や交易条件のショックなどから生じる潜在的な損失にさらされている。とりわけ多くの新興国がこのリスクに当て嵌まる」というのが IMF の説明である。その上で輸入は海外需要の減退リスクを捕捉できないうえ、不況期には国内要因から落ち込みを伴って国際収支の改善をもたらすという意味で問題含みだとの指摘もある。

[1] 図示されるように ARA の算出にあたっては、固定相場制の場合、「輸出×10%+マネーサプライ×10%+短期債務×30%+その他債務×30%」となる。一方、変動相場制の場合、「輸出×5%+マネーサプライ×5%+短期債務×30%+その他債務×15%」となり、やや要求される ARA が下がる。

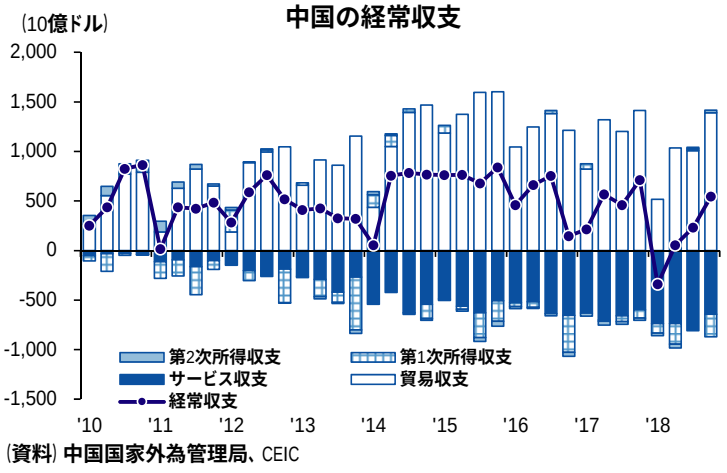
前頁図に示されるように、中国の外貨準備と ARA の関係を考察する上で重要となるのは③である。2015 年のチャイナショックにより約 1 兆ドル減少した外貨準備は 2016 年以降、その水準を安定させているものの国内のマネーサプライが増加を続ける中、言い換えれば③に係る資本逃避リスクが高まる中、2017 年以降は遂に ARA を満たせない状況に陥っている。マネーサプライが資本逃避リスクの代理変数となる背景には「危機時に売却され、外貨建て資産に転換され得る流動的な国内資産の残高を示すため」というのが IMF の説明になる。要するに、国内の貨幣供給量が増加するに伴ってそれらが海外に投資されるリスクも高まるため、これが勢いづいた時に為替市場を混乱させないだけのブレーキを持っているかどうかという視点である。現状の中国の外貨準備はこの点を背景として不十分だと指摘される状況になっている。IMF によれば、ARA は GDP 対比で 100～150%が推奨されるレンジだが（過度に外貨準備を積み上げる行為自体にも機会損失が伴うため上限はある）、現状で中国の ARA は 80%台まで落ち込んでいる（図）。



かかる状況下、上述したように、「人民元が下落した時に歯止めをかけるだけの弾薬である外貨準備高に不安を抱える」という懸念はやはりあるのだと推測される。もっとも、中国に関しては形振り構わない資本規制の厳格化によって資本逃避リスクを抑制しにいくことが予想されるため、ARA の水準だけをもって不安を煽ることも適切ではないという論点はあるかもしれない。だが、その場合は国外からの対中投資意欲の減退という副作用も受け入れることになる。

～暗雲垂れ込め始めた米金利～

過去の本欄でも論じているが、「1 ドル=7.0 元」という水準を守る行為は中国政府の面子を立てる以外の大きな意味はない。市場の意思に反する価格形成を強要するほど、必要となるドル売りの規模は大きくなり、外貨準備を失うことになるだろう。中国の経常収支がかつてのように巨額ではなくなっている以上[2]（図）、需給の緩みに応じた元安はごく自然なものであり、一定のフリーフォールは許容されるべきである。この「一定の」は「緩やか」にとも読み替えられるが、確かにその際のドル売り（外貨準備の減少）は必要になろう。しかし、意地になって 7.0 に拘泥するよりは浅い傷で済むはずだ。



[2] 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。

問題は、ここにきて米商務省が「追加関税を相殺するための通貨安には追加関税で対抗する」という姿勢を示し始めていることである3。具体的には、政府の補助金を受けて不当に安く輸出されている（米国から見れば輸入されている）製品に課される補助金相殺関税（CVD：Countervailing Duty）の運用に関し、政府からの補助程度を計算するアプローチにおいて通貨切り下げの影響も検討する方針を示している。トランプ大統領が対中輸入 2000 億ドル分について 10%から 25%へ関税を引き上げる方針を表明した 5 月 5 日以降、人民元相場が下落基調にあり、今回の商務省声明はこれに応じた動きとの見方は根強い。その主張も分からなくはないが、その傍らで「一方的な元安は全く望んでいない」という中国の思惑もあり、しかもその思惑は上述した外貨準備の現状を踏まえれば相応に切迫したものである可能性も秘めているように思われる。

米国が中国に対して追加関税をかければかけるほど、中国がこれを相殺するために必要とする元安度合いは強くなるので、「1 ドル=7.0 元」攻防戦は熱を帯び、市場の注目を集め易くなる。市場の注目が集まるほど、7.0 が突破されたときのボラティリティは大きくなると考えるのが自然だろう。現状の米中対立が続く限り、必然的に「米国による関税賦課→元安→元買い介入→外貨準備減少→市場が注目」という流れが極まることが予想され、2015 年 8 月の経験も相まって市場に大きな変動をもたらすリスクが孕んでいるように思える。

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に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。

3 “The Department of Commerce Amends Countervailing Duty Process”

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6月5日	虚しい「フォワードルッキングな政策運営」
2019年6月4日	ECB政策理事会プレビュー～TLTRO3詳細発表へ～
2019年6月3日	「利下げタイミングを当てるゲーム」が始まりそう
2019年5月31日	週末版
2019年5月29日	米為替政策報告書を受けて～ドル高への不満も～
2019年5月28日	円安リスクの点検～円高リスク高まった5月～
2019年5月27日	ECB政策理事会議事要旨～衰える基本シナリオの信認～
2019年5月24日	週末版
2019年5月23日	ブレグジットQ&A～メイ辞任、再国民投票、勝負の6月～
2019年5月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2019年4月分）
2019年5月21日	ユーロ相場の需給と「ドルしか買えない」状況
2019年5月20日	「1ドル=7.00」の攻防再び
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/円相場は新常態にあるのか？
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	バイト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～正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、世界経済の勘所～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