

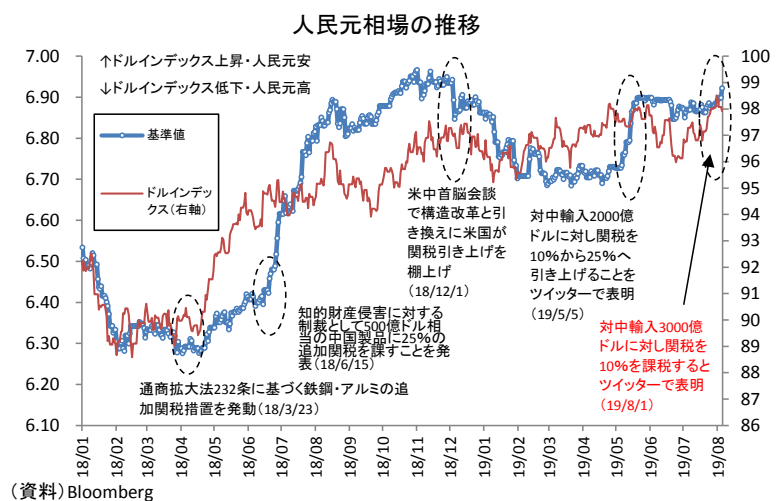
みずほマーケット・トピック(2019 年 8 月 6 日)

遂に突破した「1ドル=7.0 元」～対抗措置としての元安～

ドル/人民元が遂に 1ドル=7.0 元の節目を突破した。米中貿易戦争の最中、中国政府が「1ドル=7.0 元」を防衛できるかどうかのカタリストになりかねないという議論を本欄では断続的に行ってきたが、案の定、7.0 突破を契機として株価は下落、為替市場では円相場が騰勢を強めており、ドル/円相場は 1 月 3 日以来の 105 円台をつけている。対米輸入額が限定される中国政府からすれば追加関税を通貨安で相殺しようとする行為は極めて真つ当な基本戦術である。とはいえ、これまでも両国の緊張激化と元安には安定した関係があったものの、今回の下落はこれまでにない性急なものであり、対抗措置としての色合いを強く感じる。なお、チャイナショックの記憶もあり、中国政府は一方的な元安を望んでいるわけではないはずだが、追加関税の手前、ある程度の容認は必要悪という事情も。問題はこうした元相場に対する中国政府の複雑な胸中をトランプ政権が正しく理解していないことだろう。米商務省の新方針に要警戒。

～遂に 7.0 突破。対抗措置としての色合い強し～

昨日、ドル/人民元が遂に 1ドル=7.0 元の節目を突破した。直近 1 年間では昨年 11 月、今年 5 月に続く 3 度目のトライで遂に節目を捉えた格好である。オンショア人民元(CNY)としては 2008 年 5 月以来、11 年ぶりの安値、オフショア人民元(CNH)としては過去最安値となる。米中貿易戦争の最中、中国政府が「1ドル=7.0 元」を防衛できるかどうかのカタリストになりかねないという議論を本欄では断



続的に行ってきた¹。案の定、7.0 突破を契機として株価は下落、為替市場では円相場が騰勢を強めており、ドル/円相場は 1 月 3 日以来の 105 円台をつけ、本稿執筆時点では 105 円台半ばで膠着している。2015 年 8 月 11 日の「チャイナショック 2.0」を想起する向きも多いと思われ、昨日の NY ダウ平均株価は一時▲960 ドルとパニック状態に陥った。人民元の急落を捉えて即座に為替操作国認定を発表したことがリスクオフムードに拍車をかけている。チャイナショックから丸 4 年。これまで軽々に使われてきた通貨安戦争というフレーズがかつてないほど現実味を帯び始めている。

今回の動きは 8 月 1 日にトランプ政権から発表された対中輸入 3000 億ドルに対する追加関税

¹ 直近ではみずほマーケット・トピック 2019 年 5 月 20 日号『「1ドル=7.00」の攻防再び』や本欄 2019 年 6 月 6 日号『次のカタリストとしての中国の外貨準備』をご参照下さい。

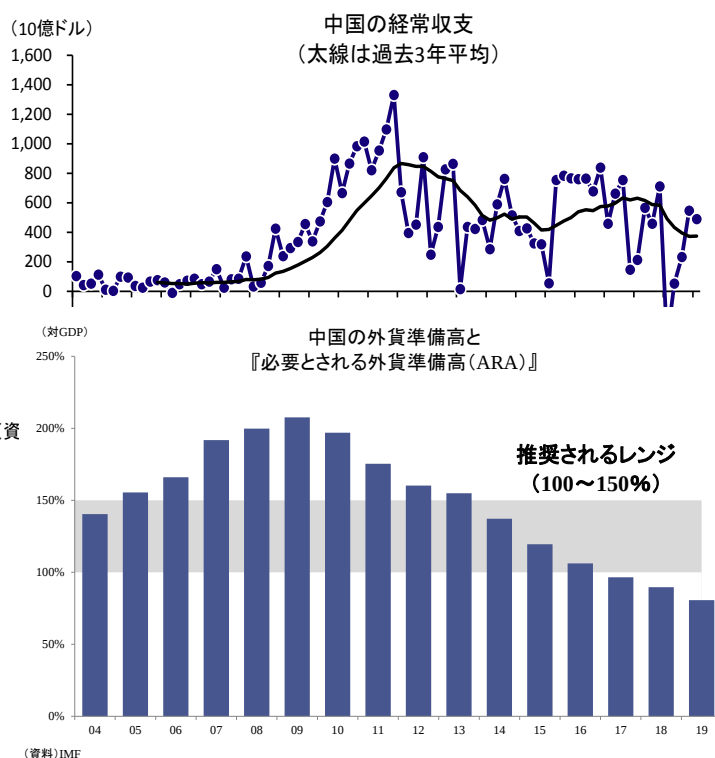
への意趣返しだと解釈する向きが殆どである。今回に限らず、中国の対米輸入額の方が米国の対中輸入額よりも圧倒的に少ない以上、中国政府は「輸入品に課税する」という武器だけでは貿易戦争を戦えない。理論的には 10%の追加関税は 10%の通貨安で相殺することが可能である以上、米国が中国に追加関税を課すたびに対ドルで人民元が下落する筋合いが出てくる。資本流出のリスクにさえ配慮できれば、通貨安は中国政府からすれば極めて真つ当な基本戦術と言える。昨年以降のドル/人民元相場の動きを振り返ってみても、そうした通商交渉と元相場の関係性は浮かび上がる(前頁図)。とはいえ、これまでも両国の緊張激化と元安には安定した関係があったものの、今回の下落はこれまでにない性急なものであり、対抗措置としての色合いを強く感じる。

ちなみに、こうした値動きに至る気配がないわけではなかった。6月7日、ブルームバーグとのインタビューで易・中国人民銀行総裁は「特定の数字が他の数字よりも重要だとは思わない」と7.0元台への下落を容認するような姿勢を示唆している。同じインタビューの中で易総裁は「貿易戦争と人民元の動きに関連が明らかにある」、「米国からの膨大な圧力によって最近では若干下げている」などと述べていたことから、米国の行動に応じて7.0台を容認するとの方針はあったのかもしれない。

片や、こうした元安に対して米商務省が静観するのかは定かではない。5月23日、商務省は政府の補助を受けて不当に安く輸入された製品に課す「補助金相殺関税」の計算手法を見直す方針を発表している。この際、「どの程度の補助を受けているか」という論点が重要になるわけだが、当該国政府による通貨の低め誘導も考慮するとしている。これは事実上、「通貨安で追加関税を相殺」という対抗措置を無効化する動きであり、5月中にはっきりと下落していた人民元相場を意識した動きと考えられた。今回はトランプ大統領のツイートからわずか2営業日後の出来事だけに、その因果関係を指差して、何らかの踏み込んだ決断をしてくる可能性が警戒される。為替操作国認定が下された以上、商務省からより制裁色が強い一手が出てきても不思議ではない。

～元々、軟化しやすい人民元相場～

本欄でも繰り返し論じている点だが、もはや中国の経常黒字国として地位は磐石ではなく、金融危機後、旅行収支赤字に引きずられる格好で徐々にその水準を切り下げてきたという現実がある(右図・上)。今年4月のIMF世界経済見通しでは2022年には経常赤字国へ転落するとの見通しが示されている。こうした中、中国政府としての警戒はチャイナショック2.0のような制御の難しい状態に直面し、外貨準備をまとめた幅で費消してしまうことに主眼が置かれていると思われ、制御不能の資本流出を促しかねない大幅な元安を欲しているわけではないと推測される。既にIMFからは中国の外



貨準備水準を不十分と評価する尺度も示されており(前頁図・下)、今以上に外貨準備を使わされる展開は中国政府にとって脅威である。しかし、矢継ぎ早に米国から追加関税を課される中では「基本戦術としての元安」がある程度、必要になってしまう。

問題はこうした元相場に対する中国政府の複雑な胸中をトランプ政権が正しく理解していないことだろう。無理筋な要求を突きつけながら追加関税を打ち込むトランプ政権のアプローチが続く限り、中国はある程度の元安を容認せざるを得ない事情があるだろう。上で紹介したような商務省の新方針に倣い、今回の元安相場を理由にした追加関税が検討される恐れすらある。巷で評論される通り、両国対立の源泉が次世代技術やこれに伴う軍事上の覇権争いにあるとした場合、経済合理性を超えた次元で摩擦はまだ激化するかもしれない。結果として「追加関税⇄元安」という負の循環において元相場が新安値を断続的に更新し、そのたびにリスク回避ムードが強まって円高が進む可能性はある。元より米国の経済・金融情勢が弱気に振れることを背景にドル全面安が進み、その結果として円高が進むと考えてきた本欄のメインシナリオにとっては、その確度を強める材料が中国側から出てきたというのが今回の動きに対する筆者の基本認識である。

市場営業部
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8月5日	米7月雇用統計を受けて～趨勢的な鈍化は明らか～
2019年8月2日	週末版(何の意味もなかったパウエル議長の失言～トランプ関税とインフレ停滞も利下げの理由に～)
2019年8月1日	FOMCを終えて～「1歩譲れば100歩求める」～
2019年7月31日	日銀金融政策決定会合～流行りの「予防的緩和」～
2019年7月30日	円安リスクの点検～英の再国民投票復活などがリスク～
2019年7月29日	ECB政策理事会レビュー～見どころの整理～
2019年7月26日	週末版
2019年7月25日	リブラと金融政策～新興国と信用創造に対する影響～
2019年7月24日	「利下げに囲まれる日銀」と「通貨政策化が進む世界」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年6月分)
2019年7月22日	ECB政策理事会レビュー～「目標見直し」は大事業～
2019年7月19日	週末版(実質実効為替相場の現状と展望～「ドルは過大評価」とのIMF評価を受けて～)
2019年7月18日	本邦家計部門の金融リテラシーは低いのか？
2019年7月17日	欧米貿易摩擦こそ正当な貿易摩擦という考え方
2019年7月16日	株価を見なくなったドル/円相場と追い込まれる日銀
2019年7月12日	週末版
2019年7月5日	週末版
2019年7月3日	ラガルドECB総裁就任の読み方
2019年7月2日	日銀短観の読み方～「底入れ」は確認できず～
2019年7月1日	大阪G20を終えて～円相場を駆動するのは株価ではなく金利～
2019年6月28日	週末版
2019年6月26日	円安リスクの点検～大統領選前にトランプは動くか～
2019年6月25日	対外資産・負債残高の近況～令和で経験する大きな変化～
2019年6月24日	利下げ期待とドル/円相場の関係～「98年型利下げ」としても～
2019年6月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「ドル高の修正」という大きな潮流～)
2019年6月20日	FOMCを終えて～「鏡に映った自分」に怒り続ける大統領～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年5月分)
2019年6月19日	為替市場と金利市場の期待格差について
2019年6月14日	週末版(日銀金融政策決定会合レビュー～サプライズがあるとするならば・・・～)
2019年6月13日	厳しい緩和競争が予想される日欧中銀
2019年6月12日	FRBと金融市場の「接待関係」は持続可能なのか？
2019年6月11日	ユーロ高を警戒し始めたECB～通貨安欲しさに利下げ？～
2019年6月10日	利下げを促す米雇用・賃金情勢～6月利下げも？～
2019年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～シントラから2年で振り出しに戻ったECB～)
2019年6月6日	次のカリストとしての中国の外貨準備
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～循環的なブーーム～
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4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