

みずほマーケット・トピック(2019 年 8 月 14 日)

中国の「次の一手」として米国債売却はあるのか？

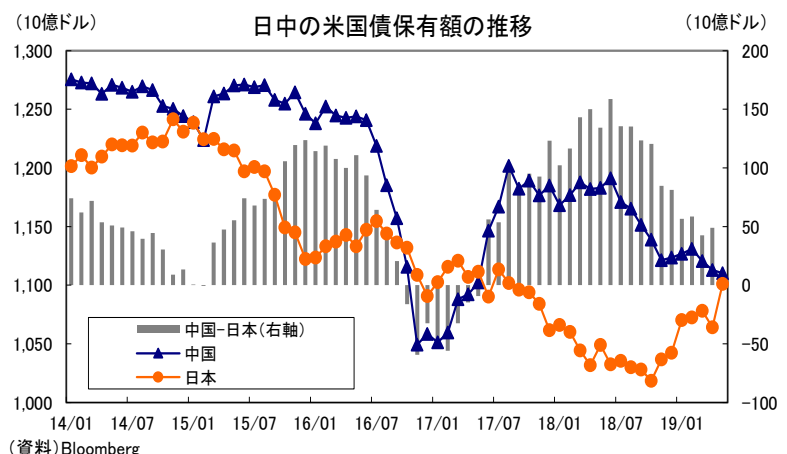
通貨安に続く中国の「次の一手」として米国債の売却を懸念する声は常にある。昨年来、中国保有の米国債残高が減少傾向にあることもそうした思惑を焚き付けている模様。現状の米中間の緊張関係を踏まえれば、そのようなヘッドラインはいつ浮上しても不思議ではない。だが、冷静に考えるほどその可能性は低い。そう考える主な理由としては①そもそも効果が見込めないこと、②中国にとって外貨準備減少は避けたいこと、③米国債売却による「返り血」が小さくないこと、④米国債以外の代替資産はそもそも存在しないことなどが挙げられる。米国債売却があるとした場合、その最大の目的は「不本意な金利上昇で米国経済を痛めつけること」だろう。しかし、世界で最も深く、広い金融市場である米国債市場では、いくら中国といえども単独の取引で流れを作ることはできない。事実、中国が米国債保有を減少させる最中でも米金利ははっきりと下がってきた。リスクオフ局面では中国以外の国が米国債を求めるためである。

～結局、残されたのは不透明感～

昨日、トランプ米大統領は9月1日に発動が予定されていた中国製品に対する10%の追加関税についてノートパソコンや携帯電話など一部製品は12月15日まで発動を延期すると発表した。クリスマス商戦の最中、消費者に影響が及ばないようにする配慮だという。これを金融市場は好感しており、NYダウ平均株価は前日比+372.54ドル上昇、ドル/円相場も106.98円まで値を戻している。発動延期は朗報ではあるものの、過去1年、金融市場はこうした光景を何度も目にしている。結局のところ、残されたのは「何が起ころるか分からない」という不透明感であり、「貿易政策を巡る不透明感」こそがFRB利下げの理由だったことを思い返せば、米金利の先安観は依然拭いがたいものがある。ドル/円相場の上昇については戻り売りで構えたいところである。

～「次の一手」としての米国債売却～

8月に入ってから市場を騒がせている元安はトランプ政権の追加関税に対抗する手段だという見方がもつぱらだが、通貨安政策や各種許認可の操作以外で中国が採り得る対抗措置として米国債の売却を懸念する声はある。中国による米国債売却に関しては2018年1月に中国の外貨準備に関する定期的な運用方針見直しにおいて「米国債が他の資産



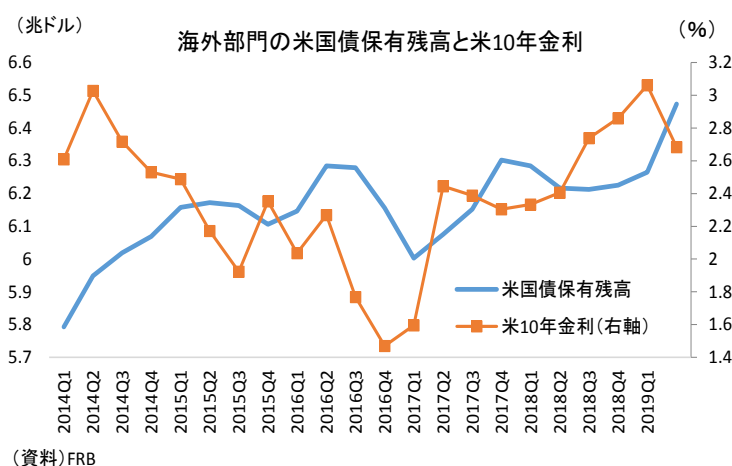
と比較して魅力が低くなったこと」および「対米貿易関係に緊張があること(trade tensions with the U.S)」を理由として米国債購入を減速(slow)または停止(stop)させることが勧告されたと報じられ話題になった。また、今年に入ってからはその漸減傾向が貿易戦争最中の対抗措置と絡めて注目されることが増えている。中国の米国債保有残高は昨年 8 月から今年 5 月までの 10 か月連続で前年比で減少しており(前頁図)、こうした動きに報復的な意図を見出そうとする向きは少なくない。もちろん、過去 1 年でたびたび「1 ドル=7.0 元」の攻防戦が話題になっていることから分かるように、元売り・ドル買い介入の原資として消費された部分が大きいのと思われるが、米中両国の緊張感が続く中で市場は常に新しい材料を探し続ける。ヘッドラインが耳目を集めやすいだけに「中国の米国債売却」は今後—それが出所不明の情報であっても—市場を揺るがす可能性はある。

～米国債売却が考えにくい 4 つの理由～

現状の米中間の緊張関係を踏まえれば、中国の米国債売却を示唆するヘッドラインはいつ浮上しても不思議ではないが、冷静に考えるほど、その可能性は低いとしか思えない。そう考える主な理由としては①そもそも効果が見込めないこと、②中国にとって外貨準備減少は避けたいこと、③米国債売却による「返り血」が小さくないこと、④米国債以外の代替資産はそもそも存在しないことなどが挙げられる。他にも理由は考えられるが、主なところではこうした論点だろう。

最も根本的な問題として①がある。昨

年来、中国は確かに米国債保有を減らしてきたが、そうした中でも米金利は低下してきた。これは中国がドル売り・元買い介入を行うような元安局面はリスクオフ局面であることが多く、リスクオフ局面では中国以外の国が米国債を求めやすいという背景があると推測される。例えば、前頁図は日本と中国の米国債保有残高の推移を比較しているが、前年比で見れば中国は▲730 億ドルの米



国債保有を減らしているが、日本は+520 億ドルも増やしている。これは日本に限ったことではない。図示されるように非居住者(海外部門)の米国債保有残高は金利低下局面と概ね一致している。非居住者全体で見れば、米国債保有残高は昨年 10～12 月期以降で増加しており、今年に入ってからその動きは加速している。中国単独で売却に動いたところでそれを吸収するだけの地合いが存在しているのである。米国債売却の狙いは「意図せざる米金利上昇」によって米経済を痛めつけることにあるとすれば、その効果は薄いという話になる。

～外貨準備はそもそも減らしたくないはず～

また、②の論点も重要である。本欄では執拗に論じているため詳しい説明は割愛するが、往時ほど経常黒字に恵まれていない中国はむしろ需給面では元売りに晒されやすいという実情があり、無為に外貨準備を減らしたくないという思いもあるだろう。中国政府が 7.0 の防衛に拘泥してきたのは

これを超えた場合、2015 年 8 月のような制御の難しい資本流出に見舞われ、大量の外貨準備を投じて元安を止める必要性が出てくるからである。3 兆ドルや 4 兆ドルという分厚い弾薬があれば投機筋の(人民元)売り意欲も生じにくいかもしれないが、2 兆ドルを割り込んだ場合、その限りではないかもしれない。3 兆ドルの現状でさえ、IMF の試算する外貨準備適正評価 (ARA: Assessing Reserve Adequacy) では不十分と言われていることを思えば¹、自らこれを減らすような真似は考えづらいのではないか。もちろん、米国債を売却してそれ以外の外貨建て資産に配分する選択肢もあるが、④で言及したように、流動性・安全性・収益性という観点に照らした場合、現時点で米国債を代替する(しかも外貨準備として相応しい)金融資産は存在しない。

次に、中国の米国債売却に絡めて最も指摘される論点が③だろう。ピークから減少したとは言っても今年 5 月時点では約 1.1 兆ドルの残高がある。大量に売却した場合、米金利上昇と引き換えに中国が被る米国債の評価損(「返り血」)も軽視できないものがある。また、評価損益との関連で言えば、FRB が利下げ局面に足を踏み入れた以上、先行きの米金利は恐らく下方リスクの方が大きいと考えられる。外貨準備残高を減らしたくない中国からすれば、むしろ保有し続けた方が米国債価格の上昇が見込める局面ではないか。なお、実体経済への影響も免れないだろう。大量の米国債を売却して元高・ドル安に動いた場合、既存の追加関税の重しとダブルで自国の輸出に効いてくる話になる。減速傾向にある中国としては避けたい話ではないか。

～「焼け石に水」の割に中国が失うものは大きい～

以上のような事情を勘案すれば、米国債売却は今後も報じられる可能性があるものの、中国にとって失うものが大きいように思えてならない。①で指摘したように、最大の目的である「不本意な金利上昇で米国経済を痛めつけること」は恐らく中国以外の米国債購入によって阻まれる公算が大きい。世界で最も深く、広い金融市場である米国債市場では、いくら中国といえども単独の取引で流れを作ることはできず、折角の売却もむしろ「焼け石に水」で終わってしまう可能性がある。そうした限定的な効果にも拘らず、自身の外貨準備は相応に失うことになる。

さらに言えば、仮に「不本意な金利上昇で米国経済を痛めつける」という目的が叶ったとして、それが中国にとって何か得があるのかという本質的な問題意識もある。中国の世界向け輸出の 2 割程度を占める米国市場を痛めつければ中国経済への悪影響も避けられない。もはや損得を超えた経済合理性以前の争いになっているという見方も当然あるが、得失で考えた場合、中国側が失うものがあまりにも大きく、現実的な一手として検討されるとは考えにくい。

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。

¹ 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。

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13日	ドル高止まりによる引き締め効果～利上げ17回分？～
2019年8月9日	週末版
2019年8月6日	遂に突破した「1ドル=7.0円」～対抗措置としての元安～
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政策理事会プレビュー～「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プレビュー～サプライズがあるとすれば・・・～)
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・資金情勢～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	次のカタ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	プレジデント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	プレジデント情勢を巡る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(プレジデント交渉、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	プレジデント、「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～)