

みずほマーケット・トピック(2020年1月14日)

中国の為替操作国認定解除を受けて～ドル売り介入の催促～

米財務省は為替政策報告書を公表し、昨年8月に決定された中国に対する為替操作国認定を解除することを決定した。15日署名予定の第1段階合意では中国の通貨政策に関し透明性を強化する為替条項が盛り込まれることになっており、操作国認定解除はその「ご褒美」といったところだろう。なお、今回の報告書では監視リスト対象国は10か国に及んでおり、リスト導入以降の4年弱で倍になっている。それだけ対米貿易黒字を抱える国が増えたことも意味しており、米国の主張は相応の正当性もある。また、今回の報告書には「自国通貨安(≒ドル高)の場合であっても、自国通貨高(≒ドル安)の場合と同様に、為替介入を対称的に運用するかどうかを米財務省は監視する」という気になる一文があった。これは「米財務省自身が手を動かさず、ドル高で得をしている国が手を動かすべき」というロジックであり、如何にもトランプ政権らしい主張である。昨夏に話題となったドル売り介入の有無が再び注目を浴びるか。

～「ご褒美」としての操作国認定解除～

東京市場休場の為替市場ではドル/円相場が続伸しており、その流れを引き継いだ本日午前中には110円台を回復し、8か月ぶりの高値をつけている。ひとえに米財務省が公表した為替政策報告書で、昨年8月に決定された中国に対する為替操作国認定が解除されたことを好感した動きである。明日15日にも米中貿易交渉の第1段階合意に署名が行われる中での解除であり、本来は

監視リストを巡る三条件の現状(色付きの国は20年1月時点の監視リスト対象国)

	対米貿易黒字 (10億ドル)	経常収支			ドル買い・自国通貨売り 為替介入
		対GDP比 (%)	過去3年間の変化幅 (%pts)	絶対額 (10億ドル)	対GDP比
中国	401	1.2%	-1.2%	166	-0.3%
メキシコ	93	-1.0%	1.7%	-13	0.0%
日本	69	3.4%	-0.2%	168	0.0%
ドイツ	67	7.3%	-1.5%	283	-
アイルランド	50	-0.8%	0.4%	-3	-
ベトナム	47	1.7%	1.2%	4	0.8%
イタリア	33	2.8%	0.7%	56	-
マレーシア	26	3.0%	0.9%	11	-0.3%
スイス	22	10.7%	0.9%	74	0.5%
カナダ	21	-2.2%	1.3%	-37	0.0%
インド	21	-2.0%	-1.3%	-56	-0.6%
韓国	20	4.0%	-3.5%	67	-0.5%
タイ	19	5.3%	-4.4%	27	1.5%
フランス	19	-0.7%	-0.2%	-18	-
台湾	18	11.0%	-2.8%	66	0.1%
英国	-4	-5.0%	0.4%	-141	0.0%
シンガポール	-4	17.9%	0.3%	65	9.0%
ブラジル	-9	-2.4%	-0.8%	-44	-0.5%
ベルギー	-14	-1.3%	-2.2%	-7	-
オランダ	-24	10.3%	2.2%	93	-
ユーロ圏	156	2.7%	-0.4%	362	0.0%

(注) 対米貿易黒字、経常収支、介入額等は「19年6月までの1年間(4四半期)」を対象としている。四半期データが利用できない国は18年の年次データを使用。

客観的な基準に沿って運用されてきたはずの為替政策報告書が非常に政治的な運用をされていることがよくわかる展開である。第 1 段階合意では中国の通貨政策に関し透明性を強化する為替条項が盛り込まれることになっており、操作国認定解除はその「ご褒美」といったところだろう。もっとも、操作国認定を外れても監視リストに戻されただけでもあり、今回は中国、日本、韓国、ドイツ、イタリア、アイルランド、シンガポール、マレーシア、ベトナムといった継続監視の 9 か国に加え、スイスも加わり、計 10 か国が監視対象国となっている。なお、スイスは一旦外れたが復帰した格好である。

ちなみに 2016 年 4 月、オバマ前政権が監視リストを導入した際、監視対象国は 5 か国(中国、日本、韓国、台湾、ドイツ)しかなかった。4 年弱で監視すべき国が倍になったという事実は、対米貿易黒字を抱える国が増えたことも意味する。例えば 2016 年 4 月の報告書で基準値である対米貿易黒字(200 億ドル)を超えていたのは 7 か国(中国、ドイツ、日本、メキシコ、韓国、イタリア、インド)しかなかったが、今回報告書では 12 か国に増えている。ドル高局面の継続がこうした状況を作っているという米財務省の主張には相応の説得力があるだろう。誤解している向きも多いが、監視リストはトランプ政権ではなくオバマ前政権が導入したアプローチである。ドル高の持続や過剰な対米貿易黒字への懸念はトランプ政権以前から存在したことを忘れてはならない。

～ドル売り介入の催促なのか?～

「ご褒美」であることは報告書冒頭の「Executive Summary」に明示されている。重要な部分ゆえ訳文を引用する。というのも「Executive Summary」では以下の記述が 2 回も出てくる(1 回目は通常のサマリーとして、2 回目は小見出し『Treasury Conclusions Related to China』の中で出てくる)：

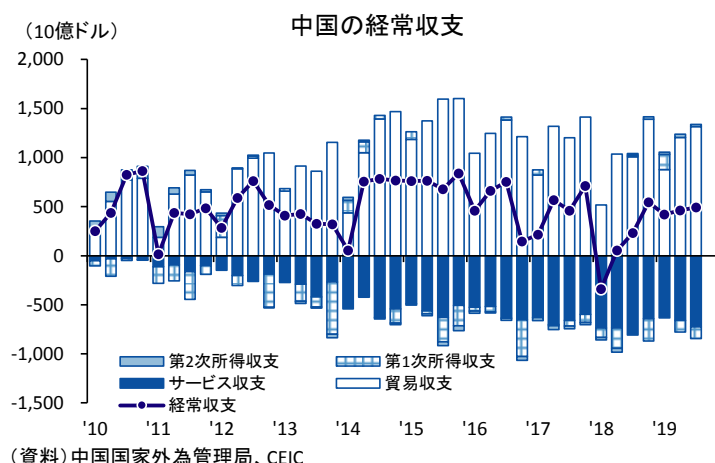
- 過去 2～3 か月間における集中的な貿易・為替交渉の結果、いくつかの重要な分野において中国の経済や貿易体制に対する構造的な改革やその他変化を求める第 1 段階合意に達することができた。この合意において、中国は競争的な通貨切り下げを控え、競争目的で為替レートをターゲットにしないことについて、法的拘束力のある合意(enforceable commitments)を行った。また、中国は為替レートや対外収支に関する情報を発表することについても合意した。
- こうした文脈の下、米財務省は中国はもはや現時点では(at this time)、為替操作国に認定されないと決定した。

端的に言えば、「米中貿易交渉において意図的な元安誘導はしない」と中国側が誓ったので操作国認定を解除したという話であろう。なお、別段落の『Treasury Conclusions Related to China』ではより詳細な記述が見られており、「中国は恒常的な通貨安を避けるため必要な措置を取る必要がある」と念押しされている。例えば、介入実績の公表に関しては圧力が掛けられている(第一段階合意によって公表に至る模様)。元売り・ドル買い介入について報告書は「中国人民銀行(PBoC)による直接的な介入は 2019 年は概ね控えられているものの、国有銀行を通じた間接的な介入はあった」との認識が示されている。米財務省は中国が介入実績を公表しないために PBoC および国有銀行を通じた直接的・間接的な介入の規模を推計していると述べており、第 1 段階合意の中で中国側がこうした透明性向上について誠意を見せるのか否かはやはり強く求められる論点だったこと

が窺える。なお、それ以外にも人民元の対ドル基準値を通じて取引バンドを設定する行為が人民元相場の操作において重要な役割を果たしていることについても不満が表明されており、介入実績の公表と並んで米財務省が狙う人民元相場改革の論点となっているようだ。

とはいえ、海外旅行者の増加に伴うサービス収支赤字によって経常黒字はかなり相殺されている。これは中国の人民元は上昇一辺倒が正当化される通貨

ではなく、時には下落もファンダメンタルズから正当化し得るという側面もあることを意味する。しかし、一連の記述を見る限り、トランプ政権がこれを許容する雰囲気はなく、人民元絡みでは今後一悶着あるかもしれない。



～ドル売り介入の催促と見受けられる部分も～

なお、中国に限らず、今回の報告書冒頭では現在のトランプ政権がドル高を嫌気してる胸中がやや透けて見えたように思えた。冒頭の「Executive Summary」では上述の中国に対する記述に続き、G7/G20 合意を持ち出し、為替操作が禁じられていることを改めて強調する段落もあった。さらに目を引いたのが「近年では殆どの主要な貿易相手国において為替介入の規模や頻度は落ちているが、これは歴史的なドル高が進む中でそうになっている」と皮肉を込めた一文も見受けられた。要するに、ドル高だからこそ介入をやらずに済んでいるのであって、能動的にそれを抑制しているわけではないというのが米財務省の本音ということだろうか。こうした皮肉に続け、報告書では「かかる状況下、自国通貨安(≒ドル高)の場合であっても、自国通貨高(≒ドル安)の場合と同様に、為替介入を対称的に運用するかどうかを米財務省は監視する」という気になる一文が見られている。

こうした一連の記述を総括すると「ドル高局面におけるドル売り介入」を催促しているようにも考えられ、昨夏以降、米財務省が有する為替安定基金を通じた米国のドル売り介入有無が話題になってきたことを思えば、気にしたい論点である。実際、当時(昨年 8 月末)、ムニューシン米財務長官はドル売り介入について「現時点で検討していない」と語りつつ、「将来は状況が変わる可能性がある」と含みを持たせていた経緯がある。対称的な介入運用(自国通貨売り介入と自国通貨買い介入の併用)を催促するかのような一文は、「米財務省自身が手を動かさず、ドル高で得をしている国が手を動かすべき」というロジックであり、如何にもトランプ政権らしい主張である。

ちなみに、「Executive Summary」以外の部分でも、例えば「Foreign Exchange Reserves」と外貨準備だけを扱った欄において「為替政策報告書でカバーしている国は十分な外貨準備を保有している。過度な外貨準備の蓄積は不胎化コストや国内投資抑制というコストを経済に課すことになる」と述べており、暗に自国通貨売り・ドル買い介入を通じた外貨準備の蓄積もけん制されている。こうした記述自体は前回報告書(昨年 5 月)から引き継がれたものだ。

～元々政治的なアピールでしかなかった～

昨年 8 月に見られた人民元相場や操作国認定を巡る騒動に関しては、2019 年 8 月 6 日号『遂に突破した「1ドル=7.0 元」～対抗措置としての元安～』をご参照頂きたいが、わずか 5 か月で操作国認定が解除されたことは、認定自体が直情的な政治アピールでしかなかったことの証左と言える。元々、為替操作国や監視リスト対象国については明確な条件が設けられている。それは貿易収支・経常収支・為替介入に関し、2 つ満たせば監視リスト(つまり操作国リーチ)、3 つ満たせば操作国認定というルールだ。中国は 1 つ(対米貿易黒字)しか満たしていないので本来は監視リスト対象国でしかないのだが、「米国の貿易赤字において巨大且つ不相応なシェアを占めている」ということを理由に監視リストに掲載されてきた。その上で昨年 8 月の操作国認定は同時期に発生した「1ドル=7.0 元」突破にあり、確かにその動きは操作していたと言えるだろうが、上述したように人民元は下落してもさほど不思議な通貨ではない。総じて、報告書は「中国だけは別基準(≡政治的意図)で決める」ということが今後も常態化しそうな雰囲気はある。

～ドル売り介入の有無が再び争点化されるか?～

ほかにも報告書発表のタイミングが本来の 4 月・10 月から完全に外れてしまっていることや、昨年の操作国認定自体が報告書発表とは関係ないタイミングで下された(昨年 8 月に報告書は出ていない)ことなどを見ても分かるように、報告書自体がトランプ政権における「政争の具」と化してしまっていることは否めない。報告書の公表タイミングが半期に 1 度(4 月と 10 月)であること、監視リスト掲載にあたっては①対米貿易黒字(年間 200 億ドル以上)、②経常黒字(GDP 比で+2%以上)、③一方的且つ継続的な外貨買い為替介入(6 か月で GDP の+2%以上)のうち 2 つを満たすことが前提となっていたからこそ、為替市場参加者は報告書の内容に身構え、吟味し、その含意を織り込むというのが通例になっていた。だが、「いつ発表されるか分からず、運用の裁量も大統領次第」となってしまった今、取り扱いの難しい材料となってしまった感はある。ただ、1 つ言えることは上述したように、トランプ政権が大統領選挙を控えてかなりドル高相場に敏感になっているということだろう。とりわけ、ドル売り介入を催促するかのような記述は気掛かりである。昨夏に耳目を集めたドル売り介入に対する懸念は、その主体が米財務省なのか海外金融当局なのかという差異はあれども、これから再び注目を集めてくる可能性がある。

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
2020年1月10日	週末版(「調達通貨は円よりユーロ」の答え合わせ～中東リスクを前に～)
2020年1月9日	予防的利下げの成否～'98年型利下げ」と'99年型利上げ」～
2020年1月8日	軍事衝突と原油高への考え方～円高は不幸中の幸いか？～
2020年1月6日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
2019年12月25日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
2019年12月24日	2020年の想定外はどこにあるのか？～6つの論点～
2019年12月23日	スウェーデン、マイナス金利解除の読み方～2020年への示唆～
2019年12月20日	週末版
2019年12月19日	米大統領選挙の左派リスクは2020年の波乱要因か？ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年11月分)
2019年12月18日	やはり上げを失った債券相場～政治も金融も債券の足枷～
2019年12月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2019年12月16日	英総選挙を終えて～「次の山」は2020年6月末に～
2019年12月13日	週末版(ECB政策理事会を終えて～フクロウ型総裁の「人となり」～)
2019年12月12日	FOMCを終えて～「タカ派的利下げ」から「ハト派的現状維持」～
2019年12月11日	円の基礎的需給環境～基礎収支に映る変化～
2019年12月10日	道標を失った為替市場～マイナス金利解除がキーに？～
2019年12月9日	英国総選挙の論点整理～事実上、「2度目の国民投票」～
2019年12月6日	週末版(2019年の為替市場を概観する～円は結局強かった～)
2019年12月5日	ECB政策理事会プレビュー～デビュー戦、3つの見どころ～
2019年12月3日	ドイツ政局の流動化について～メルケル退任まであと2年～
2019年12月2日	金融政策に環境配慮は必要か？～制御すべきは気候ではなく物価～
2019年11月29日	週末版
2019年11月26日	円安リスクの点検～「ツケ」が怖い2020年～
2019年11月25日	名目実効為替相場(NEER)で読む2019年のドル相場
2019年11月22日	週末版(ドラギ元総裁、最後のECB政策理事会議事要旨～「結束(unity)」と財政政策～)
2019年11月20日	「ドル化した世界」で進む「金融政策の一本化」 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年10月分)
2019年11月19日	ドイツは底打ちしたのか？～リセッション回避も残る不安～
2019年11月18日	「株価の腐」と「予防的緩和」について考える
2019年11月15日	週末版(ラガルド体制の「overhaul」刷新) ミッションの行方～総裁会見と投票方式について～)
2019年11月14日	欧州の「弱さ」源泉～輸出拠点が裏目にたドイツ～
2019年11月13日	円高予想の誤算と「ドル化した世界」という悩み
2019年11月12日	動かない相場の背景にある「円の不人気」
2019年11月11日	「公的デジタル通貨 vs. リブラ」の様相に
2019年11月8日	週末版
2019年11月1日	週末版
2019年10月30日	ラガルド新ECB総裁を巡る3つの論点
2019年10月29日	円安リスクの点検～欧州・中国の復調はあるか？～
2019年10月28日	ドラギ総裁最後のECB理事会～危機の「生き字引」～
2019年10月25日	週末版
2019年10月24日	またも史上最小値幅～体感「5円」以下という異例～
2019年10月23日	「リブラ」阻止で一致するG20～ザッカーバーグ証言を前に～
2019年10月21日	思い出したい「10月31日」の経緯～次に起こることは～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年9月分)
2019年10月18日	週末版(2度目の離脱協定案合意～3つの論点を整理～)
2019年10月16日	FRBのTB購入を受けて～欲しかった「ずる賢さ」～
2019年10月11日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～議論紛糾の読み方、議事要旨としては秀逸～)
2019年10月10日	円相場の需給環境について～縮小均衡～
2019年10月9日	FRBの資産購入再開と懐かしのソロスチャート
2019年10月8日	揺らぐリブラ計画～初のメンバー脱退表明を受けて～
2019年10月7日	米9月雇用統計を受けて～「思ったより悪くない」の危うさ～
2019年10月4日	週末版(製造業から非製造業への波及は始まったのか～ISM景気指数の悪化を受けて～)
2019年10月3日	ユーロ圏の物価情勢の現状と展望～日本化の過渡期？～
2019年10月2日	ISM製造業景気指数の「底」は見えそうか？
2019年9月27日	週末版(三度起こった「ドイツの乱」～ラウテンシュレーガーECB理事辞任の読み方～)
2019年9月26日	円安リスクの点検～財政政策というアップサイドリスク～
2019年9月25日	為替相場の現状を概観する～REERを通して見えること～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年8月分)
2019年9月24日	「羊頭狗肉」化するマイナス金利政策
2019年9月20日	週末版(日米金融政策決定会合を受けて～9月乗り切るも日銀の難局は続く～)
2019年9月17日	「原油高&円安」が重荷になる日本経済
2019年9月13日	週末版(ECB政策理事会レビュー～出尽くし懸念強まるパッケージ緩和～)
2019年9月11日	均衡イメージが変わらない円の基礎的需給環境
2019年9月10日	日銀会合プレビュー～9月の一手と利下げの行方～
2019年9月6日	週末版(ECB政策理事会レビュー～APP再開は困難だが、露払いはいしたいところ～)
2019年9月5日	ブレグジットを巡る論点整理～債券/ドルは1.20割れ定着か～
2019年9月4日	米企業心理とドル相場の関係～ISM悪化を受けて～
2019年9月3日	リブラを全否定したメルシュ講演～不安はどこに～
2019年9月2日	消えない米国のドル売り介入観測について～諸刃の剣～
2019年8月30日	週末版
2019年8月29日	ユーロ圏投資ファンド統計に見るポートフォリオバランス効果
2019年8月27日	円安リスクの点検～警戒すべきトランプ減税第二弾～
2019年8月26日	円高・ドル高という地合い～105円割れを受けて～
2019年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～9月のパッケージ緩和が濃厚に？～)
2019年8月22日	FOMC議事要旨を受けて～「調整」の誘惑、日銀の経験～
2019年8月21日	ドイツのIS/バランスは遂に変わるのか？
2019年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年7月分)
2019年8月19日	YCC、捨てる日銀と拾うECB
2019年8月16日	週末版(2019年上半期の対米証券投資について～下期以降の景色は大きく変わりそう～)
2019年8月15日	ドイツに引きずられるユーロ圏経済
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？
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～