

みずほマーケット・トピック(2020年5月27日)

## 最近の元安・ドル高相場の読み方

25日、中国人民銀行(PBoC)は人民元の基準値を約12年3か月ぶりの安値水準に設定。①米中対立の再燃と②中国経済の先行き不透明感が相互連関的に不安を高める中、元安の背中が押されている状況と見受けられる。香港問題との絡みもあり、①を不安視した資本フローの動きが元安に寄与しているという理解は重要。もちろん、PBoCからすれば基準値の安値設定は実勢に「追随」しただけという立場を貫くだろうが、米国からすれば「容認」したという解釈に見えるはず。大統領選挙を控えたトランプ政権にとって利用しやすい材料である。だが、世界経済が芳しくない状況下、元安が中国にとってそれほど旨味がある状況とも言えないだろう。一方、選挙対策の手前、「ドル高よりもドル安」というトランプ政権の立場は理解できるが、これから発行されることになる大量の米国債を念頭に置いた場合、果たして政治的にドル安を助長することが中長期的に見て適切なのかという問題意識も持ちたいところ。

### ～元安をどう解釈すべきか～

25日、中国人民銀行(PBoC)は人民元の基準値を1ドル=7.1209元と2008年2月以来、約12年3か月ぶりの安値水準に設定した。人民元の下落基調は今に始まったことではなく、年初からの傾向であり、新型コロナウイルスの震源地として「売られる通貨」という位置付けが続いてきた。現状、感染は一旦収束しているが、①米中対立の再燃と②中国経済の先行き不透明感が相互連関的に不安を高める中で元安の背中が押されている状況と見受けられる。②に関しては22日に開幕した全国人民代表大会(全人代)において、平時では耳目を集める2020年の目標成長率が示されなかったことが象徴的な出来事である。新型コロナウイルスの感染が世界の経済・金融情勢に与える影響は不連続かつ甚大であるため、IMFですら定例見通しを不完全な形でしか出せていない。ゆえに全人代で目標を示せないこと自体、それほど意外なことではない。だが、面子を重んじる同国の気質に鑑み、これを異常事態と捉える向きは多い(見通し非公開は1990年の開始以降では初)。

片や、近年の経緯を振り返れば、やはり①を不安視した資本フローの動きが元安に寄与しているという理解は重要になる。5月中旬にはウイルス拡大の責任を追及する最中、トランプ米大統領からは中国との国交断絶を示唆する発言まで飛び出した。米中対立の激化が金融市場のリスク許容度を毀損し、資産市場が荒れるという地合いと理解できる。結局、ウイルス拡大を経て米中関係は1月の第1段階合意が忘れ去られ、さらに酷い状況に陥ったように見受けられる。

また、目下、香港問題が相当な臭くなってきている。中国が全人代で香港における反体制活動を統制する「香港国家安全法」を制定する方針を発表したことが契機である。香港が事態の鎮静化に動く前に、中国が自身の法律を持って統制しようとする動きは「一国二制度」の危機であり、社会不安が増大している。周知の通り、米国はこれを批判する立場であるため、香港が混乱するほど米中対立が激化するという状況に至っている。これらは当然、人民元を手放す理由になる。

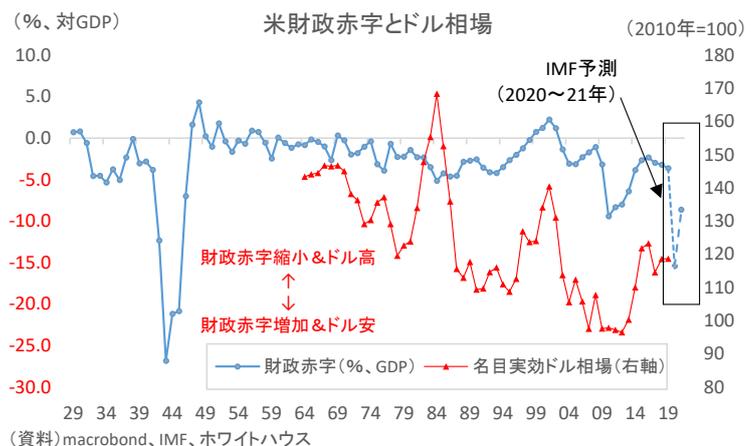
### ～元安は中国にとって実利がある一手なのか？～

市場参加者として関心が高いのは、こうした元安基調をトランプ政権がどのように捉えるかだ。もちろん、PBoC からすれば基準値の安値設定は実勢に「追随」しただけという立場を貫くだろうが、米国からすれば「容認」したという解釈に見えるはずである。現在の人民元制度では実勢「追随」なのか、恣意的な「容認」なのかという解釈が常に議論的になりやすいが、大統領選挙を控えたトランプ政権にとって利用しやすい材料であることは否めない。なお、根本的な論点として、中国にとって通貨安が妙手になるのかどうかも定かではない。人民元の実効相場と輸出動向は安定した関係があることで知られているが、今次局面でも同様の期待を抱くべきか疑問はある。というのも、大恐慌以来と言われる世界経済の状況を踏まえれば、通貨安にしたからといって平時ほどの旨味は得られない可能性は高いからだ。また、通貨安は中国企業の抱える多額のドル建て債務を直撃する（増大させる）という論点もある。結局、総合的に考えると、このまま元安を進めることは米国からの反感を買うだけで、決して実利の大きな一手とは言えないのではないかという疑問がある。

とはいえ、中国側にも元安にせざるを得ない理由はある。トランプ大統領は新型コロナウイルスの感染拡大を理由に多額の賠償金請求や追加関税の導入を示唆している。賠償金請求は非現実的としても（米国に認めれば全世界に認めることになるので）、仮に追加関税が視野に入れば通貨安でその負担を相殺するのが中国の基本戦術とならざるを得ない。しかし、4月以降、米商務省は「追加関税に対して通貨安で相殺した国に対しては追加関税を課す」という新規則を導入している。この規則が実際に運用されたケースはまだないが、大統領選挙を前にトランプ政権が踏み込んでくる可能性は（政権の宣伝もかねて）十二分に考えられる。なお、仮に米国が追加関税が課せられた場合、今年1月の第一段階合意が破棄されたことを意味するため、中国からの資本流出がさらに加速し、元安問題を拗れさせる可能性がある。考えれば考えるほど、トランプ政権による追加関税と元安の関係性は複雑に絡み合っており一筋縄ではいかない。

### ～ドル安それ自体にもリスクはある～

ちなみに、選挙対策の手前、「ドル高よりもドル安を好む」というトランプ政権の志向は理解できるが、今年から来年にかけては膨大に膨らむ米財政赤字との関連を真摯に考える必要がある。これから発行されることになる大量の米国債を念頭に置いた場合、果たして政治的にドル安を助長することが中長期的に見て適切なのかという問題意識は重要である。トランプ大統領はFRBに対して執拗にマイナス金利を求める一方、「強いドルは全体としてとても良いこと」と述べるなど、通貨政策に対して今一つ視点が定まらない印象があるが、就任以来の言動は明らかにドル安に寄り添うものであったことは周知の通りだ。だが、図示されるように、今年から来年にかけてGDP比で▲15%を超える赤字が予想される状況下、



政治的にドル安をけん引しなくてもドル相場は崩れやすいように思えてならない。むしろ、過度な政治介入が米国からの資本流出を後押しし、ドル建て資産の値崩れを招き、制御不能な事態に陥ることがないように警戒が必要という側面もあるだろう。元安・ドル高は「中国による誘導」と「これに怒る米国」という二項対立で議論されやすいものの、今次局面においてはドル安それ自体が米国にとって不測の事態を招来する可能性があることも指摘しておく必要があるように思われる。

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](mailto: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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年5月26日	IMF「国際金融安定報告」続報から読み取れるもの
2020年5月22日	週末版(EU復興基金設立の現状と展望～立ちほだかる「新ハンザ同盟」の壁～)
2020年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年4月分)
	コロナショックは反グローバルの「とどめ」なのか？
2020年5月19日	アフターコロナの世界で定着しそうな「皮肉な株高」
2020年5月15日	週末版(マイナス金利を正当化したECB論文～「次の一手」としての深掘りを予見させるものか？～)
2020年5月14日	不安を吐露したパウエル議長とマイナス金利の足音
2020年5月12日	独憲法裁判所の判断とECB買入れ近況について
2020年5月8日	アフターコロナはインフレか？デフレか？
2020年5月7日	アフターコロナで注目したい世界の「日本化」兆候
2020年5月1日	週末版(ECB政策理事会を終えて～形骸化する政策金利と「次の一手」～)
2020年4月28日	日銀金融政策決定会合を受けて～同調圧力への対応～
2020年4月24日	週末版(原油急落に感じる株・為替市場との差異～原油に「ごまかし」は効かず～)
2020年4月22日	拡張財政と「ドルの信認」～目先の下落は濃厚か？～
2020年4月21日	資本逃避スピードはリーマンショックの倍に～IMF報告～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年3月分)
2020年4月17日	週末版(「The Great Lockdown」で最も傷が深いのは欧州か？～IMF世界経済見通し～)
2020年4月15日	ECBの「次の一手」はYCCも視野に～工夫も必要～
2020年4月14日	「超リスクオフ」から「リスクオフ」へ～改めて米金利を意識へ～
2020年4月10日	週末版(明らかになったECB資産購入の実情～このペースではあと半年が限度～)
2020年4月9日	英国のEU離脱はどこへ～移行期間は延長不可避の情勢～
2020年4月7日	「金利差なき世界」のあるべき視座～big picture～
2020年4月6日	「悲観の極み」の中で「光」をどう見出すべきか
2020年4月3日	週末版(「令和元年度 企業行動に関するアンケート調査」を受けて～かすかに暗雲漂う円相場～)
2020年4月2日	今でも「危機対応のフロントランナー」の日銀
2020年4月1日	過去最大のスタートダッシュを切ったECB
2020年3月30日	ドル高の裏にある新興国通貨安～半分はメキシコ由来～
2020年3月27日	週末版(EUが直面する「第三の危機」～債務、難民そして疫病へ～)
2020年3月26日	EUに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～
2020年3月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年2月分)
	リスクシナリオも繰り返す～日米金利差逆転というリスク～
2020年3月24日	「ドル化する世界」と新興国通貨の選別
2020年3月23日	「08年型のドル高」と円の「2大ステータス」
2020年3月19日	週末版(踏み込んだECB、パンデミック緊急資産購入プログラム～「抜かざるの宝刀」も抜かれるのか？～)
2020年3月18日	FOMCレビュー～「不要不急で自減」は予定通り？～
2020年3月17日	ECB政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～
2020年3月13日	週末版
2020年3月11日	ECB政策理事会レビュー～実質的なデビュウ戦～
2020年3月10日	日銀の「次の一手」を考える～GPIFとの共同戦線は？～
2020年3月9日	ドル安相場の当然の帰結～疫病は契機に過ぎず～
2020年3月6日	週末版
2020年3月5日	欧州難民危機再び？～「見えない脅威」と「見える脅威」～
2020年3月4日	不要不急の利下げで自減したFRB
2020年3月3日	各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて
2020年3月2日	最強通貨に返り咲いた円～年初来変化率がプラスに～
2020年2月28日	週末版(メインシナリオに関するリスク点検～疫病リスク、米利下げ、円高～)
2020年2月27日	健在だった「安全資産としての円買い」と加速する悲観
2020年2月21日	週末版(忌避されるユーロ～通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策～)
2020年2月20日	円急落は「日本売り」の結果なのか？
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年1月分)
2020年2月19日	危機モードが続く為替市場と無国籍通貨「金」の上昇
2020年2月18日	ユーロ圏経済の現状～中国とユーロ圏が風邪を引くと…～
2020年2月14日	週末版
2020年2月13日	それほど信頼できない「3月円高説」の実情
2020年2月12日	流動化し始めたドイツ政局～メルケル退陣まで1年半余り～
2020年2月10日	良好な雇用統計が浮き彫りにした市場の「甘え」
2020年2月7日	週末版(上がりそうにない原油価格～3つの理由と共にドル/円相場への含意を考える～)
2020年2月6日	改善が続く企業マインドをどう読むべきか
2020年2月4日	ポンド相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月3日	プレグジットQ&A～アイルランド問題から漁業権問題へ～
2020年1月31日	週末版
2020年1月30日	FOMCを終えて～新型肺炎リスクと減速軌道の米国～
2020年1月29日	メインシナリオに関するリスク点検
2020年1月28日	デジタル通貨を巡る4大勢力～群雄割拠を読み解く～
2020年1月27日	疫病リスクと金融政策への影響などについて
2020年1月24日	週末版(ECB政策理事会を終えて～やや先走り感のあるラガルド総裁～)
2020年1月22日	日銀金融政策決定会合～「政熱経冷」という運～
2020年1月21日	ECB政策理事会レビュー～底打ち機運に乗り静観～
2020年1月20日	米大統領選挙と為替～潜む一抹の不安～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年12月分)
2020年1月17日	週末版
2020年1月15日	「1998～99年」との違いはどこにあるのか～その②～
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～
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～その②～
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ポンド相場～政治も金融もポンドの足枷～
2019年12月17日	日銀金融政策決定会合レビュー
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」～