

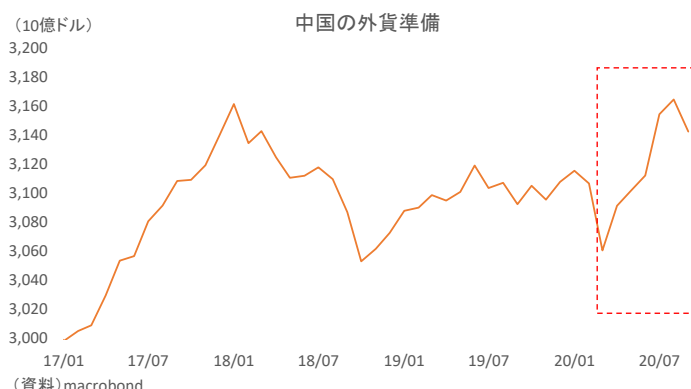
みずほマーケット・トピック(2020 年 10 月 14 日)

元高の背景を整理～バイデントレードに加え金利と需給～

G3 通貨の値動きは引き続き乏しいが、元相場の上昇が目撃されている。その背景を論点整理しておきたい。今年に入ってから中国の外貨準備は増勢基調にあるため、現在目にしている元高・ドル安は当局による介入の結果ではなく、市場実勢を反映した動きと考えて良い(外貨準備の増加は為替差益の結果である)。元よりバイデン大統領誕生への期待が高まっている現状は米中関係の緊張緩和を期待した元買いが入りやすいと考えられてきた。「政治的に見れば元は買い」との判断が幅を利かせているのは間違いないだろう。しかし、金利や需給といった為替変動の基本要因に照らしても元高は正当化できる。例えば米中 10 年金利差ははっきりと元高・ドル安を示唆している。また、足許で中国の経常黒字が拡大していることも見逃せない。経常黒字幅が拡大している背景は 2 つある。1 つはサービス収支赤字の縮小、もう 1 つは輸出の拡大だ。今後は通貨高を通じて「不況を輸入する」という展開を中国の政策当局は警戒してくるだろう。外貨リスク準備金撤廃の動きはその一端を示すものと考えられる。

～「政治的に見れば元は買い」～

為替市場では G3 通貨の値動きこそ引き続き乏しいものの、元相場の上昇が目撃されている。これに係る照会も増えているため、ここで改めて論点を整理する必要がある。国慶節明けとなる先週 9 日には 1 ドル=6.69 元と 1 年 6 か月ぶりの高値をつけたことが話題となっているが、遂に政策当局もこれに反応し始めている。具体的には 10 月 10 日、中国人民銀行(PBoC)は金融機関が為替フォワード



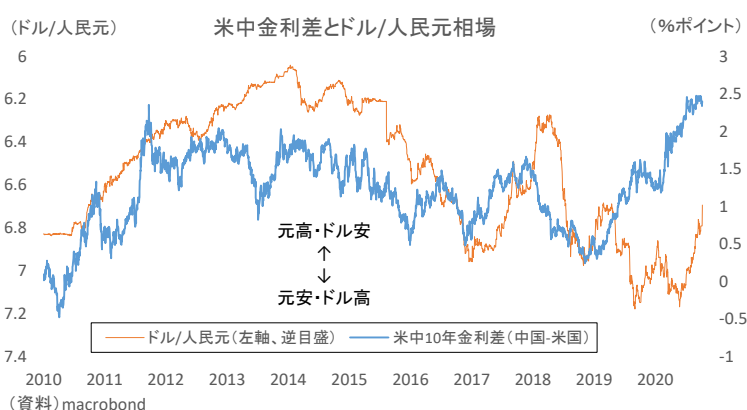
ドを通じた顧客向けの外貨買い(元売り)を行う際に預け入れていた元本 20%相当の外貨リスク準備金を 12 日から撤廃することを表明している。外貨リスク準備金とは要するに「元売りを行う金融機関への罰金」であり、2 年前の元安局面で導入されたが、ここもとの元高をけん制すべく撤廃されたという動きである。後述するように、元高は対米関係の改善や中国経済への前向きな評価を反映した動きと考えられるが、そろそろ許容範囲を超えるという当局の思惑が透けて見える。ちなみに今年に入ってから中国の外貨準備は増勢基調にあるため、現在目にしている元高・ドル安はPBoCの元買い・ドル売り介入の結果ではなく、市場実勢を反映した動きと言える。外貨準備が増えているのは元高・ドル安による為替差益によって膨らんでいるのだろう。

過去の本欄でも議論したように、元よりバイデン大統領誕生への期待が高まっている現状は米中

関係の緊張緩和を期待した元買いが入りやすいと考えられてきた。バイデン候補の副大統領時代、訪中時に対米輸出規制緩和と引き換えに元高を容認したとの過去も頻繁に引き合いに出されており、「政治的に見れば元は買い」との判断が幅を利かせやすい環境がある。実際、バイデン候補の支持率と人民元の上昇が安定した関係にあったことは過去の本欄¹でも見た通りだ。昨年の今頃は米中貿易摩擦を巡る緊張が極まる中、ドル/人民元が大台となる7.0に乗せ、定着していた。この流れが変わった背景に「トランプからバイデンへ」という政治的な読みがあるのは確かだろう。

～金利差に素直に反応した元買いという側面も～

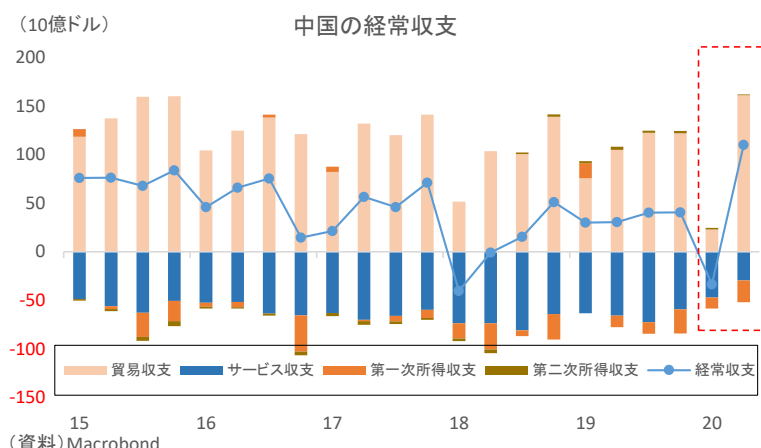
だが、そうした定性的な材料以外にも、堅実で定量的な元買い材料はある。具体的には、金利および需給といった為替変動の基本要因に照らしても元高は正当化される。例えば金利だ。周知の通り、G10 通貨は殆ど通貨がゼロ金利(以下)に集約されており、「金利差なき世界」が定着、結果として2国間の金利差から通貨ペアの動きを議論することの意味が乏しくなっている。



こうした最中、コロナショックからの景気浮上に関しては他国対比で優勢なポジションにある中国の金利は際立って上昇しているのが現状である。図に示すように、米中10年金利差(中国-米国)とドル/人民元は互いに安定した関係にあり、足許の人民元急騰の背景にも米中金利差の拡大が寄与しているだろうことは想像に難くない。これは換言すれば「景況感格差に応じた元買い・ドル売り」という理解にもなるが、そうだとすれば米中経済の立ち位置は今後簡単には変わらないことを踏まえ、当面、元高の持続は期待されるという話になる。

～大幅な黒字が復活している～

また、需給面からも元買いは正当化できる。上述したように中国はコロナショックからの経済活動の正常化について、他国対比で迅速だったことが評価されている。輸出の伸び、ひいては貿易黒字の伸びはその象徴であるが、近年、断続的な赤字に転落していた経常収支で見ても黒字幅が拡大していることは元高を議論する上で特筆すべき動きである。経常黒字幅が拡大している背景は2つ



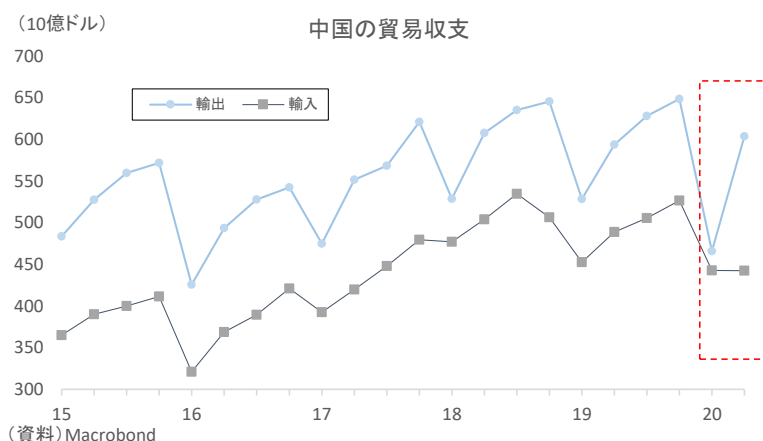
¹ 本欄 2020 年 10 月 5 日号『バイデントレードとは何か？～元買い、ペソ買い、株売り～』をご参照下さい。

ある。1 つはサービス収支赤字の縮小、もう 1 つは輸出の拡大だ。どちらも図を一瞥すれば分かる事実だ。まず前者に着目すると、近年、中国の経常黒字水準が切り下がっていたのは主に中国から海外への旅行客が増加する中、旅行収支赤字によってサービス収支赤字が拡大していたことに起因している。しかし、コロナ禍ではこれも難しくなり、サービス収支赤字は直近 4～6 月期では前年比同期と比較して半減している。もちろん、サービス収支の受取と支払いに関し、後者が大幅に（厳密には約▲30%）減少したことの結果である。

また、貿易黒字に至っては前年同

期比で 3.6 倍となっているが、これは図に示される通り、輸入が横ばいとなる中で輸出が急回復を果たしていることの結果である。世界に先駆けて生産活動を再開した中国の強みがここにはっきりと出ていると言えるだろう。こうして貿易・サービス収支の改善に起因する実需の元買い需要はにわかに高まっていることは明らかであり、先述の政治的要因や金

利要因も相まって買いが買いを誘うような地合いになっているものと推測される。しかし、現在の金利水準にもはっきりと示されるように、中国経済の堅調さは世界でも頭 1 つ抜け出している。とすれば、今後は通貨高を通じて「不況を輸入する」という展開が最も警戒される論点であり、今回の外貨リスク準備金撤廃などはそうした政策当局の警戒の一端を示すものであったと言える。



市場営業部・金融市場部
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10月13日	米大統領選挙に対する市場思惑をどう整理すべきか？
2020年10月9日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月8～9日開催分))～露骨なユーロ高けん制の実情～
2020年10月8日	深刻さを帯びてきたユーロ圏の物価情勢
2020年10月6日	ブレグジットQ&A～現状と展望のための6つの論点～
2020年10月5日	バイデントレードとは何か？～元買い、ペソ買い、株売り～
2020年10月2日	週末版(日銀短観(9月調査))を受けて～業況改善の裏で進む業績悪化と不安な設備投資～
2020年10月1日	米株高と企業収益、そして恒常所得の関係
2020年9月29日	日米欧で最大になったECBバランスシート
2020年9月28日	「民間部門の貯蓄過剰」で低体温化する経済
2020年9月25日	週末版
2020年9月24日	為替市場を規定するユーロの値動き
2020年9月23日	越冬リスクという論点～安全資産「金」の薄さ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年8月分)
2020年9月18日	週末版(通貨高に苦しむECB～通貨政策化する金融政策～)
2020年9月17日	FOMCを終えて～日銀に似てきた情報発信
2020年9月15日	アベノミクスからスガノミクスへ～マクロ政策からミクロ政策へ～
2020年9月14日	マネー急増から何を読むべきか～「インフレの芽」なのか？～
2020年9月11日	週末版(ECB政策理事会について～実感する「ECBの日銀化」と「ユーロの円化」～)
2020年9月9日	過去の後退局面と何が異なるのか？～米雇用の深手～
2020年9月8日	ECB政策理事会プレビュー～ユーロ高けん制に動くか～
2020年9月7日	米8月雇用統計から何を読むか～「宿泊・飲食」の深手～
2020年9月4日	週末版
2020年9月3日	アベノミクス総括その②～なぜ円安になったのかを知るべき～
2020年9月2日	「真のリスクオフ通貨」になれるかの瀬戸際～試されるユーロ～
2020年9月1日	アベノミクス総括～「金融政策の無効性」という「地味な偉業」～
2020年8月28日	週末版(FRB戦略見直しとパウエル講演について～「アベレージ・ターゲット」という現状追認～)
2020年8月26日	腰折れたままの米消費者マインド～株価に連動しない誤算～
2020年8月24日	ECB政策理事会議事要旨～PEPP「全部使う」が公式見解～
2020年8月21日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～ほぼ完全に否定された米国版YCC～)
2020年8月20日	米大統領選挙・議会選挙と為替市場の関係について
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年7月分)
2020年8月18日	「ドル化した世界」におけるドル相場の限界
2020年8月17日	ECBの資産購入運営の現状～PSPPとPEPPの乖離～
2020年8月14日	週末版(ユーロ/ドルは購買力平価(PPP)に向かっているのか？～「1.20」台復帰を目指して～)
2020年8月12日	2020年上半期の円の基礎的需給環境について
2020年8月11日	全てを押し上げているのは実質マイナス金利なのか？
2020年8月7日	週末版
2020年8月4日	米製造業マインドよりも心配な米消費者マインド
2020年8月3日	「ユーロにあって円に無いもの」～基軸通貨性を考える～
2020年7月31日	週末版
2020年7月28日	「ドル売りの受け皿」がテーマ～過去最大の欧米逆転～
2020年7月27日	ユーロ上昇の理由～金利差縮小よりドル過剰感～
2020年7月22日	週末版
2020年7月21日	欧州銀行の貸出態度調査～ロックダウンの深手～
2020年7月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年6月分)
	臨時EU首脳会議で透けて見えた「第三の亀裂」
2020年7月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPは使い切り、「2つの機能」に向けて～)
2020年7月16日	ユーロ相場の近況について～上昇の瀬戸際～
2020年7月15日	臨時EU首脳会議～交錯する「2人の議長」～
2020年7月14日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2020年7月13日	ECBプレビュー～ラガルドインタビューは現状維持を示唆～
2020年7月10日	週末版
2020年7月9日	カレンシーボードに迫る脅威～米国の「諸刃の剣」～
2020年7月8日	増枠分の天井に近づいたECBの拡大資産購入プログラム(APP)
2020年7月7日	対外直接投資はこれからも増えるのか？
2020年7月3日	週末版(明らかに「物価差なき世界」～金利と共に失われる為替の変動要因～)
2020年7月2日	金価格が上がっている理由～リスクオフという方便～
2020年7月1日	円相場の需給環境～ストック円高、フロー円安～
2020年6月26日	週末版(IMF、GFSR改訂を受けて～「実力以上の株価」という必要悪～)
2020年6月25日	ユーロ相場はなぜ堅調なのか？
2020年6月23日	メルケル首相に託されたEU復興基金の先行き
2020年6月22日	ECB、「真のバズーカ」と「影の政策金利」
2020年6月19日	週末版
2020年6月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年5月分)
	香港ドル相場の現状と展望～ベッグ崩壊の現実的な可能性は～
2020年6月17日	二番底はメインシナリオの1つとして見るべきか
2020年6月15日	29年連続「世界最大の対外純資産国」の読み解き方
2020年6月12日	週末版(EU首脳会議プレビュー～メルケル首相への花道論も～)
2020年6月11日	FOMCを終えて～当分失われそうなドル/円のボラティリティ～
2020年6月9日	米国はいずれ通貨政策に訴えかけるのか？～特権の行使～
2020年6月8日	金利上昇を容認したFRBと視野に入るYCC
2020年6月5日	週末版(ECB政策理事会を終えて～2022年末までバランスシート残高は高止まり～)
2020年6月4日	明らかにされたパンデミック緊急購入プログラムの全貌
2020年6月3日	米個人消費・所得、急変動に透けて見える日本化の胎動
2020年5月29日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～PEPPに孕む隠蔽リスク～)
2020年5月27日	最近の元安・ドル高相場の読み方
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～立ちをはかる「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「肉肉な株高」
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買い入れ近況について
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～