

みずほマーケット・トピック(2021 年 2 月 8 日)

試される「双循環」～人民元の上昇は容認されるか～

2021 年の為替相場に関しては、ドル/人民元の動きからドル相場の潮流を捉え、ドル/円相場への影響を議論する視点が重要と考えている。2020 年、ドル安の小さくない部分は元高に起因していた。2020 年の人民元上昇の背景としては①潤沢な経常・貿易黒字(需給)、②拡大した米中金利差(金利)のほか、③バイデン政権の誕生(政治)によって中国を取り巻く政治的環境が改善するとの期待もあった。しかし、これらは全て 2021 年を通じて剥落していく可能性が高い。とりわけ、①は過去 1 年の元高の影響もあって今後は縮小してくる可能性が高い。昨年 10 月、中国は「双循環」を掛け声に外需に加え、内需にも依存した成長モデルへの転換を謳い上げた。だが、「双循環」が本当に問われるのは元高で輸出が目に見えて減速し始めた時であろう。経験則に倣えば過去 1 年の元高はこれから輸出抑制に効いてくる可能性が見込まれる。そのような動きを目の当たりにしても「これからは内需主導に切り替える」という大義と共に元高を容認できるか。筆者は一朝一夕にそのような体質変化は起きないと考えている。

～剥落する元高要因～

ドル/円相場が上昇基調にある。様々な角度から理由を解説できるが、筆者はやはりドル/人民元の動きからドル相場の潮流を捉え、ドル/円相場への影響を議論することが重要と考えている。2020 年、ドルは名目実効為替相場(NEER)ベースで▲4.1%下落したが、そのうち▲1.6%ポイントが人民元上昇によるものであった。円も▲0.4%ポイントと小さくない寄与度ではあるが、やはり人民元やユーロの寄与度からすると差はある。とりわけ中国に関しては米国の政権交代初年度においてやはり外交姿勢の在り方が否応なしに注目を集めるだろう。北京冬季五輪の開催可否も既に話題であり、今年も中国の一手一投足が金融市場でも注目されるはずである。

ドルNEERの年初来変化率と寄与度

国名	シェア (%)	年初来のドル vs. 各通貨 (%)	寄与度(%pts)
中国	23.3	6.7	-1.6
ユーロ圏	17.0	8.9	-1.5
メキシコ	13.3	-5.0	0.7
カナダ	11.7	2.1	-0.2
日本	7.1	5.2	-0.4
韓国	3.8	6.4	-0.2
台湾	2.2	6.1	-0.1
スイス	1.7	9.2	-0.2
英国	3.2	3.1	-0.1
ロシア	0.6	-16.7	0.1
南アフリカ	0.4	-4.7	0.0
トルコ	0.5	-20.0	0.1
アルゼンチン	0.3	-28.9	0.1
その他(残差)	15.0	-	-0.7
20年1～12月の NEER	-	-4.1	-4.1

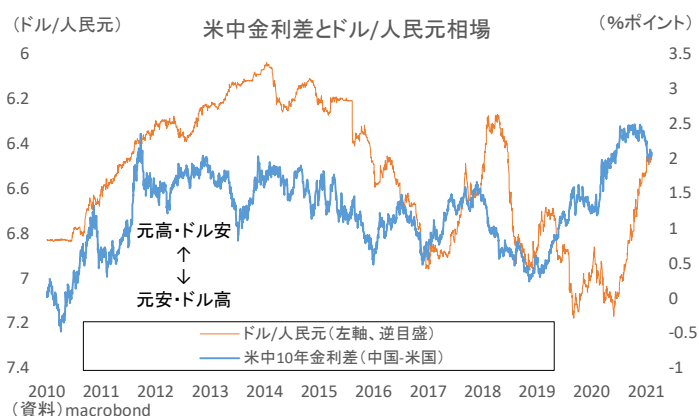
(資料) BIS、Bloomberg。NEERはBroadベース。
通貨変化率は19年12月31日～20年12月31日

過去の本欄でも議論したように、2020 年の人民元上昇の背景としては①潤沢な経常・貿易黒字(需給)、②拡大した米中金利差(金利)のほか、③バイデン政権の誕生(政治)によって中国を取り巻く政治的環境が改善するとの期待もあったと言われる。こうした需給・金利・政治といった 3 つの側面から人民元が買われる理由があったというのが筆者の基本認識である。だが、2021 年はこれら 3 つの要因が変わってくると考えている。まず、③については今後、期待の剥落は不可避と思われる。トランプ政権ほど先鋭化したものではないにせよ、米国の対中政策が明確に軟化する可能性は

高くない。2月4日、バイデン大統領は就任後初めて外交政策について国務省で演説し、米国の国益に資する分野では中国と協力すると述べつつ、「最も重大な競争相手」と呼んで対抗姿勢も強調している。演説では「中国は米国と競う野心を抱き、ロシアは我が国の民主主義に打撃を与えようとする強い意思を有する。権威主義の高まりに立ち向かわなければならない」と述べ、ロシアと横並びで名指ししている。講演では、中国への厳しい姿勢は人権や領土に係る問題のほか、知的財産権侵害を通じて「米国の繁栄や安全保障、民主的価値観に挑戦している」ことに由来するものと言及され、それゆえに、「我が国は直接的に対抗する」とまで言い切っている。

米国の対中姿勢が軟化するという期待が

昨年の元高にどの程度寄与したのかという定量化は難しいが、あったとしても今後は徐々に剥落するだろう。次に②の金利については2021年、米国を中心として先進国経済が復調するに伴い名目金利が浮揚してくるというシナリオは巷説で指摘されている通りであり、筆者も同意見だ。既に米中10年金利差は昨年9月に250bpsまで広がっていたものが、足許では200bps前後まで



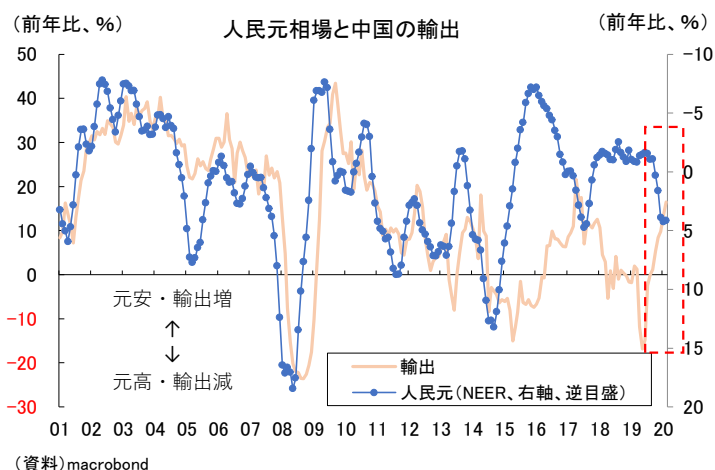
縮小しており、金利面で人民元がドルよりも優位に立つという姿は薄れている。こうした構図は2021年を通じて一段と明らかになってくると考えたい。これも元高を抑制するだろう。

～試される「双循環」～

最後に①の実需要因に基づく元高も、②や③と同様、2021年は薄れていくと考えている。昨年10月、中国共産党の重要会議である第十九期中央委員会第五回全体会議(五中全会)では、内需主導型発展モデルへの転換を目指す新政策「双循環(デュアル・サーキュレーション)」が全面に押し出され、「百年に一度の大変革期」が謳われた。「双循環」の「双」は内需と外需を指しており、互いを好循環させて高成長に繋げる政策思想だとされる。この思想の発端は米中貿易摩擦を経て輸出主導型の成長モデルが危うくなったからだと言われているが、その本気度は元高に対する政策当局の動きで判断することになる。従前以上に内需を尊重するのであれば国内の購買力向上を企図して元高容認(というよりも元高への誘導)に舵を切るだろう。

この点、昨年からの人民元の騰勢を見る限り、その変革が進められているように見える。しかし、内需主導を念頭に置いた「双循環」が本当に問われるのは元高で輸出が目に見えて減速し始めた時である。今のところ、元高によって外需が毀損する兆候は見られていない。2020年の中国の貿易黒字は5350億ドルと過去2番目の大きさを記録しており、輸出に至っては前年比+3.6%の2兆5906億ドルと過去最高だった。過去1年で元高の痛みを感じるには全く至っていないのが実情であらう。だが、これは新型コロナウイルス感染拡大が陰に陽に中国輸出への需要を高めた結果であり、一言で言えば特需の結果であった。マスクや防護服など感染拡大と直接的な因果のある財はもちろん、ノートパソコンなど在宅勤務関連の電子端末も多くは中国産であり、こうした特需の存在がトランプ前政権に課された制裁関税を相殺したとされる(そもそも医療品は制裁関税の適用外だ)。

また、こうした品目別の議論は別にしても、新型コロナウイルスにいち早く倒れ、いち早く回復したという中国の立ち位置を踏まえ、世界経済が停滞する中、中国からの輸出に依存せざるを得なかったという事情もあった。こうした一種の代替需要も特需を構成するものだったと言える。だが、今後はこうした特需が剥落してくる可能性が高いのではないかと。なにより、元高が輸出に全く影響しないとは思えない。図示されるように、中国の輸出は元相場の動きに半



年から 1 年程度遅れる格好で反応する傾向にある。経験則に倣えば、過去 1 年の元高はこれから輸出抑制に効いてくる可能性が見込まれる。そのような動きを目の当たりにしても「これからは内需主導に切り替える」という大義と共に元高を容認できるかどうかが目点となる。

～一朝一夕に内需主導型には変わらない～

筆者は「双循環」はあくまで外需と内需の双方が重要という話であり、過度な通貨高はやはり容認されないのではないかと考えている。もちろん、時間をかけて通貨高を受け入れられる体質に変わっていくことは十分考えられる。だが、昨年 10 月に内需主導の成長を謳ったからと言って、一朝一夕に構造転換が図れるものだろうか。昨年 10 月というタイミングでは中国人民銀行 (PBoC) は人民元売りに対する規制を 2 年ぶりに撤廃し、日中基準値の設定に関しても逆周期因子 (元安を抑止する運用措置) の見直しも発表されている。元高を全く気にしないのであればこのような政策を取る必要はないはずである (最もこの動きは五中全会以前の話であったが)。

慢性的な円高に苦しんできた日本でも「これからは内需主導だ」という掛け声が繰り返されてきた。しかし、既に円安が輸出数量を増やさなくなった今でも円高恐怖症は拭えていない。トップダウンで為政者の意向を初志貫徹させやすい中国と日本を比べることには慎重さも必要だが、元高容認にも限度はあるはずである。上述したように、米中対立がバイデン政権の下でもクローズアップされるような時間帯が増え、統計上、輸出の減速が確認されるようになれば、やはり人民元の上昇はけん制され、それ自体がドル高への巻き戻しを招く可能性があるのではないかと筆者は考えている。

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
2021年2月5日	週末版(なぜユーロ圏消費者物価指数(HICP)は急騰したのか?～過性のまやかし～)
2021年2月4日	最悪の落ち込みとなった2020年のユーロ圏経済
2021年2月2日	イスラエルリスクをどう考えるか～世界の実験室～
2021年1月29日	週末版(マイナス金利深掘りを示唆し始めたECB～その理由はどこに?～)
2021年1月27日	米10年金利はどこまで上がりそうか?
2021年1月25日	最悪となった2020年のユーロ圏物価情勢
2021年1月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「次の一手」はYCC?～)
2021年1月20日	「強いドル」とは言わなかったイエレン新財務長官
2021年1月19日	直接投資減少で緩むドル/円相場の「地盤」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年12月分)
2021年1月18日	金融市場はバイデン新政権をどう見ているのか?
2021年1月15日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ラガルド流が試されるのは昨年よりも今年～)
2021年1月13日	実質金利の上昇はどこまで容認されそうか?
2021年1月12日	米12月雇用統計の読み方～ヘッドラインに引きずられずに～
2021年1月8日	週末版(早速乱れ始めたFRBのフォワードガイダンス～いつも通りの済し崩し～)
2021年1月7日	緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義
2021年1月5日	遂に2%に到達した米国のインフレ期待
2021年1月4日	低金利が招く格差拡大・為替の静寂・株の喧騒
2020年12月28日	英EU「新たな関係」合意を巡るQ&A
2020年12月25日	週末版
2020年12月24日	やっぱり狭かったドル/円の値幅～3つの背景～
2020年12月23日	期待指数に薄日も差し込んできた米消費者マインド
2020年12月21日	2021年も続く「金融市場と実体経済の乖離」
2020年12月18日	週末版(為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～)
2020年12月17日	FOMCを終えて～約束された「金利差なき世界」～
2020年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年11月分)
2020年12月15日	イエレンダッシュボードで見る米雇用の現状
2020年12月14日	ドル安の裏側には何があるのか?～元、ユーロの存在～
2020年12月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「中途半端」でユーロ高抑制できず～)
2020年12月10日	「イエレン次期財務長官と為替」というテーマ
2020年12月8日	前門のブレグジット、後門の次年度予算
2020年12月7日	米労働市場の抱える怖さ～長期失業者の増加～
2020年12月4日	週末版(FRBが直面するインフレ期待上昇～2021年の政策運営に影響必至か?～)
2020年12月2日	過去に類例のない物価低迷に直面するユーロ圏
2020年12月1日	実質金利とドル/円相場にまつわる議論について
2020年11月27日	週末版(緩和の「收穫減」に触れたECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～)
2020年11月25日	拡大し続ける実体経済と金融市場の距離感
2020年11月24日	ECBの振りかざす「2段階アプローチ」とは
2020年11月20日	週末版(「円高ではなくドル安」という葛藤～日本の政治・経済にとってのリスク～)
2020年11月18日	側近退場後のジョンソン政権とブレグジット交渉の行方
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年10月分)
2020年11月17日	日米欧三極の成長率～急落と急騰の先にあるもの～
2020年11月16日	ワクチン報道はゲームチェンジャーになったのか?
2020年11月13日	週末版
2020年11月12日	結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～
2020年11月11日	円高・ドル安予想を修正する必要があるのか?
2020年11月10日	アフターコロナ&アフタートランプに沸く金融市場の整理
2020年11月6日	週末版
2020年10月30日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ラガルド就任、1周年～)
2020年10月29日	ECB政策理事会プレビュー～求められる緩和と仕事～
2020年10月27日	中銀は環境に貢献すべきか?～ESG全盛の中で～
2020年10月26日	軽せないバイデントレード～米金利とドルの逆相関～
2020年10月23日	週末版(2020年、どのような通貨が評価されているのか?～年初来の対ドル変化率を振り返って～)
2020年10月22日	続・ブレグジット Q&A～首脳会議で深まった「溝」～
2020年10月20日	IMF秋季世界経済見通し改定の見るリスクシナリオ
2020年10月19日	過去最悪の米財政赤字とIMF「財政報告」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年9月分)
2020年10月16日	週末版(この状況でも底堅いユーロ相場～IMF最新見通しでも欧米成長率格差は過去最大～)
2020年10月15日	「ミニ合意」騒動とEU首脳会議の行方
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～
2020年10月13日	米大統領選挙に対する市場忌感はどう整理すべきか?
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～)