

みずほマーケット・トピック(2020 年 6 月 8 日)

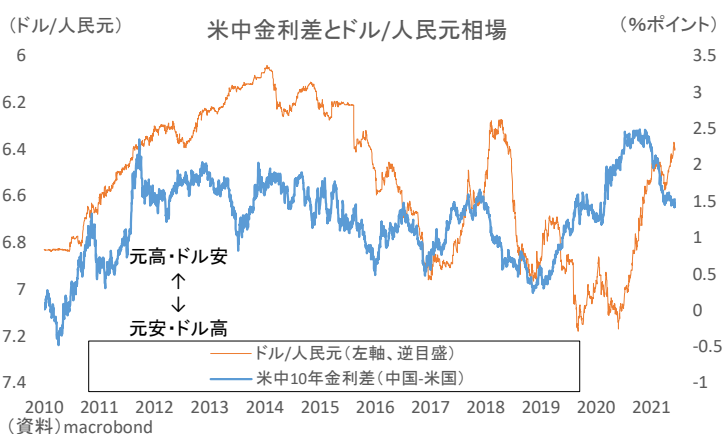
試され始めた「双循環」～元高容認に変調～

ここもとのドル安には、昨年来続く元高が寄与してきた部分が小さくない。年明け後も対ドルで上昇を続けてきた人民元は 5 月 26 日時点で 3 年ぶりの元高・ドル安水準をつけており、中国人民銀行(PBoC)も直後からこれを追認するような日中基準値の設定を行ってきた。しかし、5 月 31 日、PBoC は日中基準値を市場予想よりも元安水準に設定、同日には、市中銀行の外貨預金準備率を 2%ポイント引き上げ 7%にすると発表した。6 月に入ってから日中基準値は安値方向への設定が続いている。1 年にわたって続く元高・ドル安傾向だが、3 年ぶりの高値に達したところで、政府・中銀の通貨政策への姿勢にやや変化が生じ始めている様子。筆者は 2021 年にドル高が実現するとすれば、FRB の政策運営が第一に重要なが、2020 年にドル安の原動力となった元高のピークアウトも重要な材料になると考えてきた。過去 1 年で人民元は対ドルで+10%以上も上昇したが、これは双循環政策ゆえに容認された部分もあるだろう。しかし、双循環政策の下では輸出も依然重要のはず。同政策が本当に試されるのはこれからだろう。

～元高容認に変調の兆し～

為替市場はドル相場の軟化が続いている。とりわけ対ドルでの上昇が目立つのは人民元とカナダドルであり、ドル名目実効為替相場下落はほぼこの 2 通貨によって引き起こされている。6 月 5 日時点で 1 回でもワクチン接種を済ました人口の比率はカナダに関して 61.09%と既に英国や米国を抜いている。年初を振り返れば、G7 において日本の次にワクチン接種が遅れていたのがカナダだったので、両国の差は半年間でとてつもなく開いた格好である。

このようにカナダドルに関してはワクチン接種を背景とする経済・金融情勢の好転、これに伴う金融政策の修正(既にテーパリングは着手済み)というステップを踏んでおり、ここもとの上昇に関しては比較的分かりやすい解説が可能である。片や、もう 1 つのドル安要因である人民元上昇はどうか。既報の通り、人民元は昨年を通じた上昇の勢いが衰えておらず、今年に入ってから騰勢が続いている。年



明け後も対ドルで上昇を続けてきた人民元は 5 月 26 日時点で 3 年ぶりの元高・ドル安水準をつけており、中国人民銀行(PBoC)も直後からこれを追認するような日中基準値の設定を行ってきた。しかし、5 月 31 日、PBoC は日中基準値を市場予想よりも元安水準に設定、同日には、市中銀行の外貨預金準備率を 2%ポイント引き上げ 7%にすると発表した。外貨預金準備率の引き上げは

2007 年以來である。その後、6 月に入ってから日中基準値は安値方向への設定が続いている。

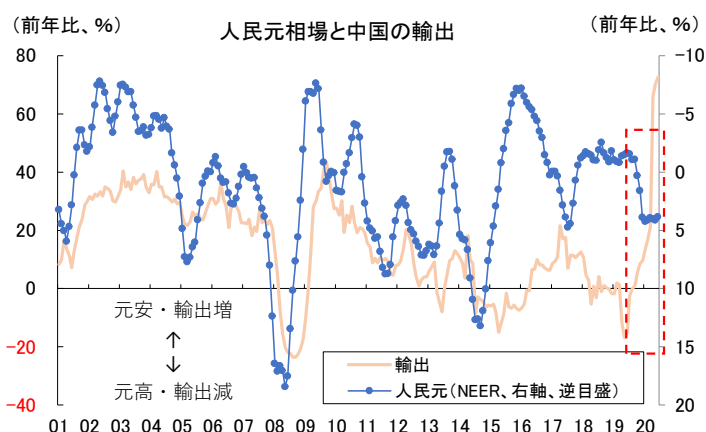
また、5 月 30 日には元 PBoC 幹部(調査統計局長)による「短期的な投機を反映したもので恐らく長続きしない」といった元高を諫めるような発言も報じられている。元高・ドル安はちょうど 1 年前からの動きだが、3 年ぶりの高値に達したところで、政府・中銀の通貨政策への姿勢にやや変化が生じ始めていることは間違いない。また、昨年来の元高・ドル安は米中 10 年金利差に対応した動きであったが、4 月以降は金利差とは無関係に元の騰勢が際立っている印象もある(前頁図)。

～輸出はまだ元気だが・・・～

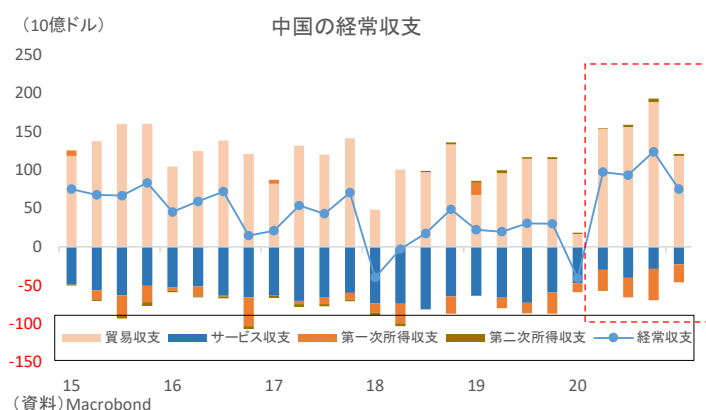
筆者は 2021 年にドル高が実現するとすれば、FRB の政策運営が第一に重要なが、2020 年にドル安の原動力となった元高のピークアウトも重要な材料になると考えてきた。ここきて中国の姿勢に変化が見られている事実は、筆者の基本認識は補強するものである。本欄 2021 年 2 月 8 日号『試される「双循環」～人民元の上昇は容認されるか～』では内需主導型発展モデルへの転換を目指す新政策「双循環(デュアル・サーキュレーション)」に対する考え方を議論した。双循環の思想を額面通り受け止めれば、従前のような外需依存の成長を志向するとは限らず、人民元高もある程度は容認される可能性を説いた。事実、過去 1 年間で元は対ドルで+10%以上も上昇しているため、この見立ては正しかったようにも感じられる。

片や、双循環はあくまで内需と外需の併存を企図するものでもあり、輸出動向も依然として重要な判断材料になるはずだと考えてきた。具体的には NEER に半年から 1 年程度のラグを伴って影響を受ける中国の輸出が揺らげば PBoC もある程度は安値誘導に動かざるを得ないと考え、それ自体が間接的なドル高圧力になる可能性を検討してきた。この点、過去 1 年間の元高・ドル安にもかかわらず、まだ中国の輸出は勢いは衰えていない。それどころか年明け以降、加速している。昨日(6 月 7 日)に発表された中国 5 月貿易統計によると、輸出は前年同月比+27.9%、輸入は同+51.1%と資源高を受けた輸入増加が貿易黒字の減少を招く構図が確認された。しかし、黒字が失われているわけではないし、何よりこれほどの元高が進んでも 1～5 月計の輸出は前年同期比+40.2%という仕

上がりである。マスクや医療用防護服など昨年の輸出をけん引したコロナ関連特需は収束しつつあるが、ワクチン接種を背景としてアフターコロナが視野に入る欧米向け輸出が堅調である。昨年の輸出をけん引したコロナ特需は剥落したものの、それに代わって今年はペントアップ需要が元高



(資料)macrobond



(資料)Macrobond

という重荷を感じさせないほどの追い風になっている。世界的に商品市況が騰勢を強めている中で輸入も増えているが輸出の加速もそれ以上であり、中国の貿易黒字は確実に積み上がり、それ自体が元高を呼び起こす一因になっているように見受けられる。

しかし、繰り返しになるが、NEER が輸出に影響を与えるまでに 1 年程度の年月がかかる。上述したような特殊な事情もあって輸出の伸びはまだ衰えていないが、中国内外の情勢が平時に向かうほど NEER の重さは影響力を持ってくる懸念は残る。双循環の本気度が試されるのはこれからという見方もできるし、事実、PBoC がしびれを切らし始めている兆候はある。

～残されるのはより直接的な手段～

基準値を元安方向にしたり、外貨預金準備比率を引き上げたりするアプローチは、数ある元高抑制策の中でも比較的緩いものである。これらに加え昨年 10 月には、市中銀行が人民元の先物売り（外貨買い）予約の際に預ける危険準備金を撤廃している。それまで元売り・外貨買いの為替予約には「残高の 20%」を強制的に PBoC に預ける必要があったが、これが完全に撤廃されている。これによる元売りのコストが減少した格好だが、それでも元高は続いてきた。昨今の中国の基本姿勢を踏まえれば、PBoC の本音は「騰勢は押さえたいが、市場実勢からの極端な乖離も避けたい」というものであろうから、まずは 5 月末以降の一連の措置で元高が抑制されるか様子見に入るだろう。足許の商品高が輸入金額を押し上げ始めていることも、極端な元安誘導を躊躇させるはずである。

その上で今後さらなる元高抑制策があるとすれば、より直接的なものになってくる可能性がある。例えば資本流出の促進ないし資本流入の抑制（またはその両方）である。中国国外への有価証券投資を奨励するような措置は元高抑制に寄与するものだ。もちろん、元売り・ドル買い為替介入が効果的な手段として考えられるものの、ただでさえ米中関係がぎくしゃくしている時に、為替介入は文字通り「最後の手段」として温存したいものと推測する。年内を見通せば、放っておけば FRB の正常化プロセスは徐々にしかし確実に進展しそうな状況にあり、米金利上昇に応じたドル相場の復調は期待できる。輸出減速が実体経済減速に結びつくような状況がより鮮明にならない限り、実弾を使った為替介入は避けたいだろう。

いずれにせよ常に「相手のある話」である為替市場において、元相場の挙動は陰に陽にドル相場の趨勢に影響を与える。ドルの NEER 変化率を見れば、年初来のドル安の半分程度は元高に起因している。だとすれば、今後、中国が双循環政策の下で元高をある程度は容認し続けるのか、それとも想定以上の輸出減速に応じて元安に舵を切るのかはドル相場、ひいては為替市場全体にとって重要な論点となる。筆者は現在の PBoC の挙動や夏場以降の FRB の政策運営を前提とすれば、元高は徐々に修正に向かい、多少なりともドル高に寄与してくると引き続き予想している。

市場営業部兼金融市場部
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6月4日	米5月雇用統計を前に～どうあれドル/円相場の行く先は変わらず～
2021年6月3日	「蚊帳の外」感の強まる円相場～細る取引高～
2021年6月2日	着実に進むユーロ圏の日本化とユーロの堅調
2021年6月1日	米インフレ基調の現状と正常化プロセスへの考察
2021年5月28日	週末版(BOE早期利上げ観測の傍らで浮上する英国リスク～試されるワクチンの力～)
2021年5月26日	30年連続「世界最大の対外純資産国」の背後にドイツあり
2021年5月25日	「量」を意に介さないユーロ相場の騰勢
2021年5月24日	「コロナの終わり」で再認識する暗号資産の虚栄
2021年5月21日	週末版
2021年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年4月分) FOMC議事要旨～テーバリングが必要なのは財政政策？～
2021年5月19日	ECBのテーバリングはあるのか？
2021年5月18日	鮮明になる円に対する低い関心
2021年5月17日	円相場の基礎的需給環境～Q1を終えて～
2021年5月14日	週末版
2021年5月13日	インフレ懸念で米金融政策は動きそうか？
2021年5月12日	連動が戻り始めた米株価と米消費者心理
2021年5月11日	スコットランド独立を巡るQ&A～現状と展望～
2021年5月10日	最近の為替市場に見る「正常化の胎動」
2021年5月7日	週末版(FRBの対話を阻害してしまいうイエレン長官の存在～避けたい「院政」状態～)
2021年5月6日	明暗が鮮明になった「米国 vs. ユーロ圏&日本」
2021年4月30日	週末版
2021年4月27日	「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるか？
2021年4月26日	年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」
2021年4月23日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月、テーバリングと曲解されるリスクを警戒～)
2021年4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～
2021年4月20日	調整色が強まってもワクチン相場の核心は変わらず
2021年4月19日	為替政策報告の読みから～イエレン長官の思惑は～
2021年4月16日	週末版(長きにわたる正常化プロセスの始まりか～まずはパウエルショックの回避が至上命題～)
2021年4月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年3月分)
2021年4月14日	多様化が進む世界の外貨準備～ドル離れが顕著に～
2021年4月13日	ユーロ相場の展望～盤石の需給が支えに～
2021年4月12日	近年の「年間値幅」をこなしたドル/円相場の今後
2021年4月9日	週末版(GFSRも懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に拡がる「金利の無い世界」のフロンティア～)
2021年4月7日	IMF世界経済見通しが示す新興国の憂鬱
2021年4月6日	暗雲垂れ込めるアフターメルケルのドイツ政治
2021年4月5日	米3月雇用統計の読み方～長期失業者割合は上昇～
2021年4月2日	週末版(欧州で台頭するワクチン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクチン戦争～)
2021年4月1日	ラガルドECB総裁、「挑発」の真意はどこに？
2021年3月29日	リスクシナリオの点検～上下のリスクを検討する～
2021年3月26日	週末版(現状を理解するための3つのテーマ「金利」・「コロナ抑制状況」・「原油」～「需給」は小休止～)
2021年3月25日	ドイツ州議会選挙に見る「移民から環境へ」のシフト
2021年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年2月分)
2021年3月19日	週末版(「実質金利ゼロ」が次の節目？～ハイライトは4～6月期か？～)
2021年3月18日	FOMCレビュー～現状維持に見る強気の足音～
2021年3月16日	FOMCレビュー～ドットチャート&議長会見～
2021年3月15日	期待の米国、不安の日本～コロナ対応の明暗～
2021年3月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～significantly higher paceの解釈～)
2021年3月11日	ECB政策理事会レビュー～PEPPの加速を示唆～
2021年3月9日	年初来の為替市場から見える「今年のテーマ」
2021年3月8日	好調な米2月雇用統計にも見逃せない危うさ
2021年3月5日	週末版
2021年3月4日	英ポンド急騰の背景～経済対策、ワクチン、成長率～
2021年3月3日	米金利に連れたユーロ圏金利～ECBは容認できず～
2021年3月2日	「鏡に映った自分」に惑うFRB～前提が変わった2か月間～
2021年2月26日	週末版(米10年金利の1.60%台到達を受けて～パウエルショック～)
2021年2月25日	マネーサプライを見てインフレ語れず～パウエル公聴会～
2021年2月22日	「民間部門の貯蓄過剰」は今後の「マグマ」なのか？
2021年2月19日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明記された「ユーロ高反転」～)
2021年2月18日	動き始めた米実質金利への懸念～10年1.3%到達を受けて～
2021年2月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年1月分) アフターコロナを予感させる米国のインフレ論争
2021年2月15日	ドラギ新首相誕生について～「拳国一致」と「寄せ集め」の狭間～
2021年2月12日	週末版(下らない実質金利とイールドスプレッドの現状～やはり気になる「米10年金利1.5%」という節目～)
2021年2月9日	円相場の需給環境～貿易均衡国という新常态～
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」