



コラム

「柏原延行」の Market View

#46 タフで粘り強い交渉

皆さま こんにちは。

アセットマネジメントOneで調査グループ長を務めます柏原延行です。

中国の外貨準備が3兆ドルを割り込んだとのニュースは、皆さまにも強い印象を与えたのではないかと考えます（人民元自体は横這い推移です）。外貨準備が減少している理由としては、民間部門で人民元を米ドルなどの外貨（以下、米ドルと表記）に交換しようとする動きが活発で、これを放置すると人民元売りにより、人民元が安くなってしまうため、政府部門（中央銀行を含む）が、反対取引である「人民元買い（米ドル売り）」を行っているためと思われます。外貨準備は政府部門が有する外貨ですから、政府部門が米ドルを売ると外貨準備が減少する訳です。

とすれば、中国は、少なくとも現時点では人民元安を望んでいないと解釈できそうです。

そして、米国は、（米国の）貿易赤字の要因のひとつとして「貿易相手国が（人民元などの）自国通貨を安く操作しているからだ」との認識を示しているのですから、人民元高（米ドル安）は双方にとって、「幸せな結論」であるように思われます。

しかし、そう物事は簡単ではありません。

まず、人民元の動きを確認してみましょう（図表1）。人民元（対米ドル）は、2015年の半ば頃から、人民元安方向に動いてきており、これだけを見るとトランプ政権の主張することにも一理あるようにも思えます。



本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

中国政府が人民元安を望む理由として、「通貨安により（中国の）輸出を活性化させようとしている」と考える方もいますが、足元の中国景気は相当程度好調であり、私は中国の政府部門が輸出活性化のために、人民元安を望むとは考えていません。

むしろ、「人民元売り・米ドル買いなどの取引を制限するための窓口規制の強化（例：外貨への両替に資金使途などを記載した書類が必要など）」などが報道されていることからわかるように、中国政府は資金流出や将来の人民元安観測に歯止めを掛けようとしていると私は推測しています（将来の人民元安観測は早めに人民元売りを行いたいとの思惑に繋がり、更なる人民元安、資金流出を引き起こす可能性があります）。

加えて、中国は人民元の国際化、すなわち人民元で決済する貿易圏などの拡大を望んでいると思われ、この観点からも人民元安は好ましくありません。したがって、中国政府としては、現段階で人民元安よりは人民元高を志向していると私は考えています。

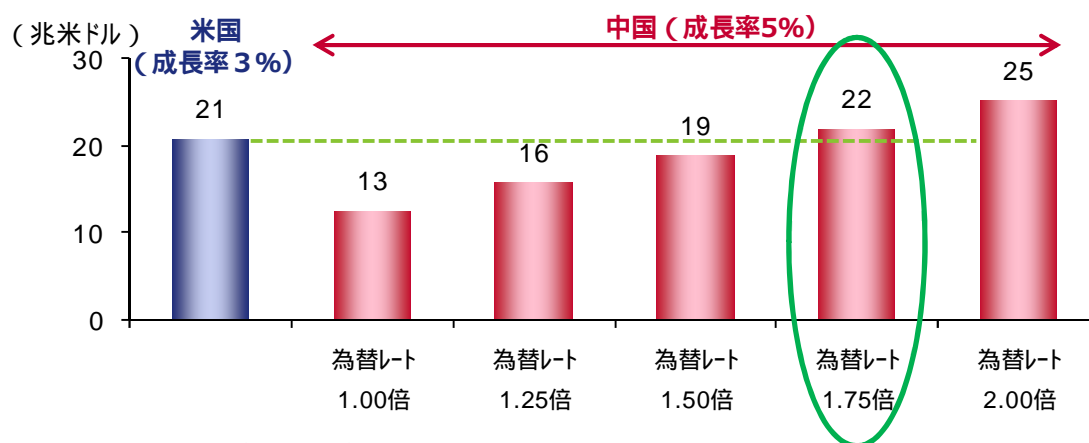
次に、米国の立場で考えてみましょう。米国の貿易赤字（対中国）の原因が、人民元安（米ドル高）にあるのであれば、日本との間のプラザ合意時と同様に、米国は大幅な人民元高を望むのでしょうか？プラザ合意の際には、1984年末からの約5年間で円の価値（対米ドルで）は、約1.75倍となり、日本が経済大国の仲間入りすることに大きく貢献しました。

そこで、幾通りかの通貨の変化（現状のままから、2倍まで）を仮定して、米国と中国の2020年の名目GDPを推計してみましょう。

まず、（現状の成長率から考えると米国に有利で、中国に不利な）「米国が3%、中国が5%との名目GDPの成長率と2015年の実績名目GDP」から、2020年の各自国通貨建ての名目GDPを計算します。

その上で、中国の人民元建ての名目GDPを米ドルに換算し、米国と中国の名目GDP（米ドル建て）を比較します。この推計からは、人民元が対米ドルで、1.75倍になれば、2020年の中国の名目GDPは米国を抜くことが分かります（図表2）。

図表2：2020年の米国と中国の名目GDP（米ドル建て）のシミュレーション（筆者推計）



出所：外務省およびブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成。

米国は2015年の名目GDPの値が毎年3%で成長したと仮定した場合の2020年の推計値。

中国は2015年の名目GDPの値が毎年5%で成長したと仮定した場合の2020年の推計値を基に、為替レート（対米ドル）が変化したケースをそれぞれ算出。

基準となる為替レートは2017年1月26日時点の値。

本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

仮に、日米間のプラザ合意時のように、通貨の調整によって、通商問題が下火に向かう可能性があったとしても、中国の（米ドル建て）名目GDPが米国を抜くような大幅な通貨調整を起こすことは、「偉大な米国」との発想からはありえないと私は考えています。

したがって、米国と中国が合意して、プラザ合意のような大幅な通貨調整（人民元高・米ドル安）を起こす可能性は低く、あったとしても通貨調整は緩やかなものに留まると考えます。

とすれば、「貿易不均衡の是正は段階的なものに留まる」か、「他の解決方法（例：関税、中国の輸出制限、中国の輸入増など）」に依存せざるを得ないと考えます。

そして、他の解決方法のためには、タフで粘り強い交渉が必要と思われ、これまでのトランプ政権の言動から考えるに、（少なくとも）交渉の出発点としては、思い切った政策が提示される可能性があり、米国と中国の通商問題の行方には、まだ、一混乱も二混乱もあることを想定しておくべきと考えます。

国際比較の中での強い経済は、強い自国通貨によってもたらされます。

我々は、円高があたかも悪いもののように捉えがちですが、図表2のような推計をみると、強い自国通貨は国益でもあることが改めて確認できると考えます。

米中の通商問題も含め、引き続き積極的な情報発信に努めたいと考えます。

是非、弊社のホームページ等をご覧いただければと考えます。

なお、コラムの過去分に関しては、以下をご参照ください。

・2016年10月以降

<http://www.am-one.co.jp/report/marketreport/3/>

・上記以前

<http://www.mizuho-am.co.jp/report/column-list/ctg/041>

（2017年2月17日 9:00執筆）

【当資料で使用している指数について】

ございません。

本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限4.104%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限 年率2.6824%（税込）

上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

■ その他費用・手数料

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となる場合があります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
 1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
 2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
 3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。