

リスクシナリオが顕在化するのか ～人民元の大幅切り下げリスク～

BNPパリバ証券 経済調査本部長・チーフエコノミスト **河野 龍太郎**



河野 龍太郎氏

新年早々、世界経済に暗雲が垂れ込めてきた。いずれも筆者が昨年来、強く懸念し、論じてきた問題で、中国を始めとする新興国・資源国が大きな過剰を抱える中で、FEDの利上げ、あるいは、それがもたらすドル高が事態を深刻化させている。

まず、一つは、ドルに事実上ベッグしている人民元の問題である。中国経済の疲弊にも拘らず、これまでドル高に連動し人民元が上昇を続けてきたため、景気の足を大きく引っ張り、大幅な切り下げが行われるリスクが高まっている。後述する通り、小幅切り下げは、むしろ事態を悪化させている。昨年8月と同様、国際金融市場を大きく動揺させる要因となる。二つ目は新興国・資源国がバブル崩壊で過剰債務、過剰ストックを抱えていることである。FEDの利上げによる資本コストの上昇で、過剰問題の調整が困難になると共に、中国経済の停滞と相俟って、それが一段の資源安をもたらすリスクがある。

三つ目は、FEDの利上げによるドル高によって、米国の製造業そのものが、既にリセッション的な状況に入ってきたことである。新興国・資源国の低迷で、世界経済の成長ペースが鈍化する中、ドル高が米製造業の競争力を大きく削いでいる。問題は、米国の内需が好調であるため、国内均衡の達成を重んじるFEDがグラジュアルな利上げを続けると見られることである。そうなるとこれら三つの問題はさらに深刻化する。

あるいは米国を含めグローバル経済が後退リスクを高めることで、FEDの利上げが中断ないし政策が転換され、ドル高の巻き返しが生じるのだろうか。その場合、日本や欧州の中央銀行は自国通貨高を回避するため、金融緩和で対抗せざるを得なくなる。リーマンショック後のグローバル経済の回復メカニズムは既に破綻し、その調整が始まっている。本稿では、世界経済が直面するリスクを改めて吟味する。

■ I. 人民元問題

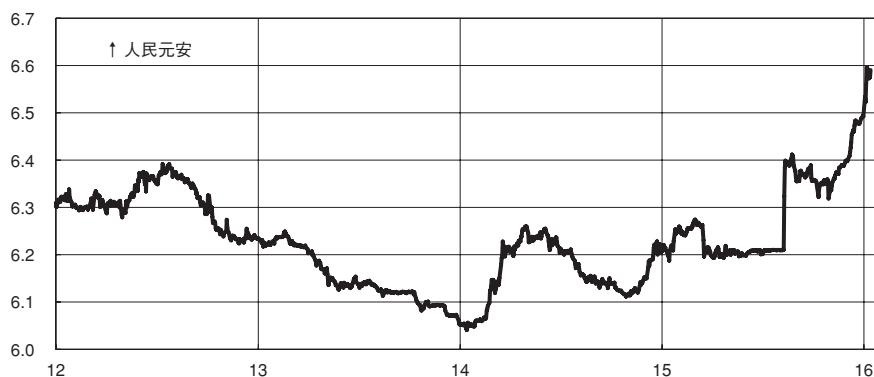
Q1：なぜ人民元問題が生じているのか？

世界で二番目の経済大国になっているにも拘わらず、中国が事実上のドルペッグ制を取っていることに問題の本質がある。言わば、最適通貨圏の問題である。潜在成長率が大きく下方屈折し、同時に、過剰ストック問題を抱え、実体経済が疲弊しているにも拘らず、過去3年、ドル高に連動し、人民元の実質実効レートは3割程度上昇、それが景気回復の大きな阻害要因になっている。米欧の景気回復にも拘らず、輸出が全く回復していないのも、人民元が割高になっているためである。日本での「爆買い」も、中国人の懐具合の良さの現れではなく、人民元高による支出の海外への漏出の現れである。ちなみに、潜在成長率の下方屈折、過剰債務・過剰ストック問題、割高な通貨の三つは、90年代にデフレに陥った日本経済が直面していた問題と全く同じである。

Q2：人民元切り下げは望ましいのか？

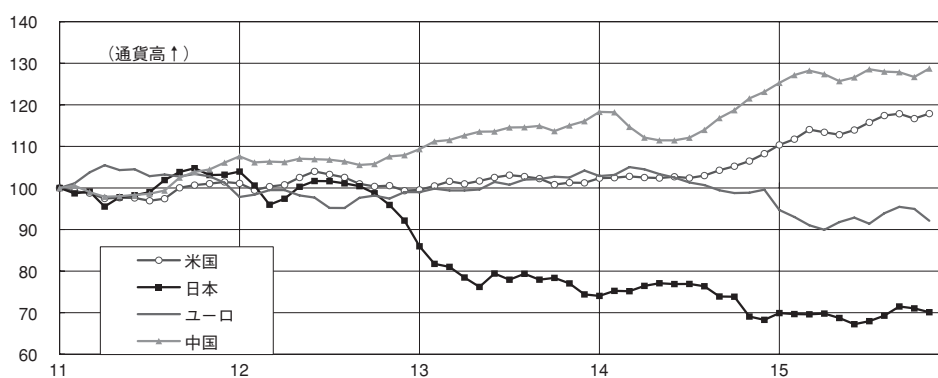
本来、国内均衡の達成を考えれば、20-30%程度の人民元の対ドルでの切り下げが必要となる（既に7%程度低下しているため、追加的には15-25%程度の切り下げが必要となる）。前述した通り、過去3年間で人民元の実質実効レートは3割上昇しているため、仮に累計で3割切り下げれば、マーケットはそれで十分だと考えるだろう。しかし、中国政府がそれを実行すると、周辺国に大きなデフレ圧力をもたらす。とりわけ、バブル崩壊で過剰問題を抱える多くの新興国、資源国にとって、中国人民元の大幅切り下げは、競争力の大幅低下をもたらす、大ダメージをもたらす。日本企業への影響も無視できない。一方、中国が他国に配慮し、人民元高を甘受すれば、需給ギャップが悪化、輸入減を通じて、それが周辺国にじわじわとデフレ圧力をもたらす。どちらを選択しても、世界経済にデフレ圧力を撒き散らすことになる。

(図1) 人民元の対ドルレート



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

(図2) 実質実効為替レート (2011年1月=100)

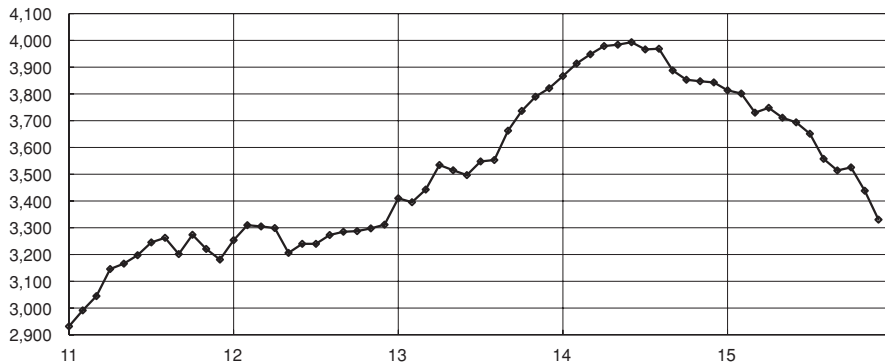


(出所) BIS資料より、BNPパリバ証券作成

Q3：小幅な切り下げでは対応できないのか？

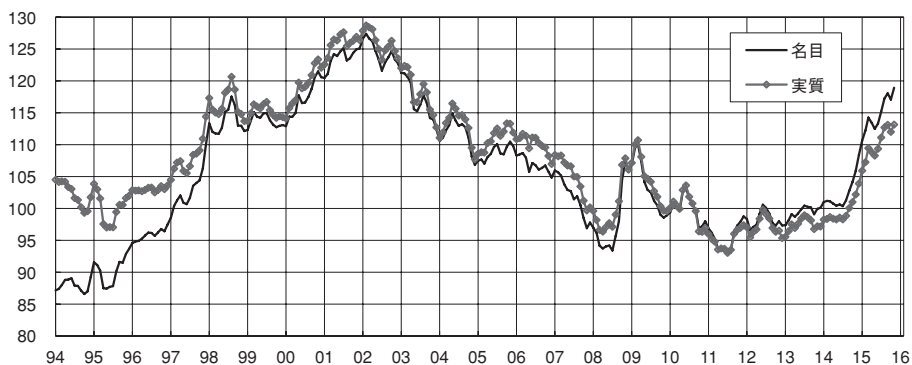
昨年夏以降、中国政府は小幅切り下げで対応しようとしてきたが、それはむしろ事態を深刻化させる可能性がある。人民元の実効レートの上昇を避けるべく、ドル高に対応し、小刻みに対ドルで人民元を切り下げていくと、マーケットでは一向に打ち止め感が出ず、継続的な切り下げ観測が広がることになる。実際、資本流出が加速し、そのこと自体が大幅な人民元売り圧力となってきた。また、人民元を小幅に低め誘導しつつ、一方で人民元の急低下を避けるべくドル売り・人民元買い介入を続けると、外貨準備が大幅に減少する。人民元買い介入は中銀の資金吸収を意味するため、金融引締め効果を持つ。また、外貨準備が大幅に減少してくると、それによって人民元のペッグが維持困難になるとの観測が生

(図3) 中国の外貨準備高 (10億ドル)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

(図4) ドルの実効レート



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

まれ、為替アタックによる自己実現的な人民元的大幅切り下げが生じる可能性もある。人民元の小幅切り下げによる対応を続けようとするれば、結果的に大幅切り下げを余儀なくされる可能性がある。為替政策の失敗で、急激な為替アタックが始まるリスクが出てきた。

Q4：拡張財政で人民元高のデフレ圧力を吸収する選択肢はないのか？

既に拡張財政は採用されている。元々、筆者は中国政府が追加財政を発動し、人民元高によるデフレ圧力がある程度は吸収し得ると考えていた。その結果、実際、昨年4Qに中国経済には下げ止まり傾向が出ているが、回復までには至っていない。前述した通り、通

貨高が外需の回復を阻害しているためである。中国のISバランスから判断すれば、一段の追加財政を発動することも可能だが、中長期的に見ると、それは過剰債務問題・過剰ストック問題を拗らせるだけに終わるため、現状を大きく超える追加財政は予想されない。今回、仮に政策が奏功し人民元問題が小康を得る場合も、将来、中国経済の回復が滞れば、人民元的大幅切り下げ観測が再燃すると見られる。

Q5：中国政府は、大幅切り下げを望んでいるのか？

威信を重んじる中国政府は、他国に大きなダメージを及ぼす人民元的大幅切り下げをできれば避けたいと考えているはずである。1998年のアジア通貨危機の際、切り下げを回避した中国は、各国から高い評価・賞賛を得た。現在は、AIIBの創設、SDRへの人民元の採用と、金融大国になるべく、奮闘中であり、国際金融市場の動揺を招き、競争的切り下げの誹りを受けるような政策は極力避けたいはずである。さらに、今年、中国はG20の議長国でもあり、唯我独尊的な政策は採用し難い。とは言え、一旦、資本自由化に舵を切った以上、為替市場のコントロールは難しい。仮に為替アタックが広がれば、ペッグを維持するのが難しくなり、そのままフロート制に移行する可能性がある。

Q6：最終的に大幅切り下げは不可避なのか？

公約通り、最終的にはフロート制に移行するが、もし近い将来、フロート制に移行すれば、米国が利上げ方向、中国が金融緩和方向にあるため、それは事実上の人民元的大幅切り下げとなる。ただし、フロート制への移行が2－3年先の話となれば、その時は、米国が金融緩和局面に入っている可能性も十分にあり、フロート制に移行するからといって、それが事実上の大幅な切り下げを意味するとは必ずしもいえない。また、近い将来、何らかの要因で、FEDの利上げ継続が困難となり、ドル高修正が始まっていれば、人民元問題は自然解消する可能性もゼロではない。いや、人民元が大幅に切り下げられ、国際金融市場が大きく動揺するから、FEDの利上げ観測が後退し、ドル高修正が始まることになるのだろうか。その点は後述する。

■ II．新興国・資源国の過剰問題

Q7：過剰問題を抱える新興国・資源国はFEDの利上げに耐えられるのか？

リーマンショック後、世界経済は、新興国バブルと資源バブルをエンジンにすることで、

回復を続けていた。つまり、FEDのアグレッシブな金融緩和がもたらす過剰流動性が新興国、コモディティ・マーケットに流れ込みバブルを醸成したのである。実際、2014年10月のQE3の終了をきっかけに、新興国バブル、資源バブルの全面的な崩壊が始まり、新興国・資源国からの大規模な資金流出と急激な原油安が始まった。これは偶然ではない。それらの国では、過剰ストック、過剰債務が大幅に積み上がっているため、FEDの利上げは資本コストを高め、過剰問題の調整を困難にすると共に、資源安を助長する。中国を始め新興国経済の低迷そのものが需要減少をもたらしただけでなく、過剰問題を抱え、存続困難になった生産者（資源開発業者）が投売りを行い、それがデフレ圧力を生み出す。

Q8：グローバル経済に対する成長期待は大きく低下したのか？

昨夏に国際金融市場の動揺が生じたのは、マーケットがリーマンショック以降の世界経済の回復メカニズムが破綻を来したことを嗅ぎつけ始めたからであったと論じた。最後のフロンティアだと思われていた新興国や資源国のブームは、FEDのアグレッシブな金融緩和と中国の大規模財政が作り出したバブルだったのであり、その瓦解と共に、グローバル経済に対する期待成長率は今や大きく低下しつつある。それが、年明け以降のグローバルな資産市場の大幅調整の背景にある。実物経済面でも、日本のみならず先進各国の企業部門は、グローバル経済に対する成長期待の低下によって、投資行動を慎重化させる可能性が高い。先進各国とも設備投資は益々期待できない。

Q9：新興国の調整はかなり進んだのではないか？

2013年5月のQE tantrumなどをきっかけに、一部の新興国からは資金流出が続いていたため、確かに調整がかなり進んだところはある。しかし、資源バブルに関していえば、その調整開始は2014年10月からであり、まだ本格化したばかりである。事実、現在、最も苦境に陥っているのは、中国の他は、ブラジル、ロシア、インドネシア、一部の中東、南アなどいずれも資源国である。原油価格そのものも下落が止まっていない。資源開発プロジェクトのファイナンスに利用されたハイ・イールド債のデフォルトは早い段階から始まっていたが、それでもこれまでは、資源開発業者を銀行部門が支えてきた。今後、融資条件の変更や資金引き上げ等が広がり、存続が難しくなる資源開発業者がさらに増える可能性はある。

Q10：金融規制の強化が利上げの効果を増幅するか？

この点は、数年前から、筆者が懸念していたことである。リーマンショック後、各国で金融規制が強化されたが、自己資本規制などから、グローバルに展開する金融機関にとって、ドルビジネスのコストが相当に高まっている。これまでは、規制強化の影響をFEDの金融緩和がかなり相殺してきたが、ゼロ金利解除が意識され始めた頃から、規制強化と利上げが互いを増幅し合い、見た目以上に、金融引締め効果が強まっている可能性がある。市場機能の低下によって、新興国や資源国に益々ドル資金が向かわなくなる可能性がある。

Q11：原油はどこまで下落するのか？

2004年以降、それまで30ドル程度だった原油価格が大幅に上昇した実物面での最大の要因は、中国が世界の工場となり、急激に原油需要を増やしたことであった。2011年後半には中国の高成長は終焉、その段階で、原油は2004年以前の水準に戻っても不思議ではなかった。しかし、2011年後半以降も原油高が続いていたのは、前述した通り、一連のQEが生み出す過剰流動性が原油市場に流れ込んでいたためである。2014年10月のQE 3 終了をきっかけに資源バブルも崩壊し、原油価格は2004年頃の水準に戻ると考えられる。2004年以降、ドルベースの物価水準は3割程度上昇したため、物価の変化を勘案すると、現在の原油価格の均衡値は40ドル程度だと考えられる。ただし、2011～2014年まで、資源バブルの下、原油高の継続を見込んで相当な過剰生産能力が各国で積み上げられたため、現状は、いわば逆バブル的な状況が生じており、その調整過程では均衡値を大幅に下回る可能性がある。このため、短期的には30ドル割れが続いても不思議ではない。

Q12：中東の地政学的リスクは原油高要因となるか？

イラン、サウジアラビアの対立は、むしろ原油安を収束させるための減産合意を困難にする。このため、直接的な戦火によって原油の採掘能力が毀損されるということがなければ、原油高にはつながらないかもしれない。むしろ、戦費調達のため原油安にも拘らず、増産が続けられ、需給を悪化させる可能性もある。

■ Ⅲ．米国経済は継続利上げに耐えられるのか？

Q13：米製造業は既にリセッション的状況か？

米国では、内需は堅調な拡大を続け、非製造業は好調だが、製造業は既にリセッション

的状況にある。製造業ISM指数は、2ヶ月連続で50を割り込み、2009年6月以来の水準まで悪化した。2009年6月といえば、まさにリーマンショック後の回復の始まったタイミングである。先述した通り、米国は、FEDのアグレッシブな金融緩和によって、ドル安に誘導すると共に、新興国バブル、資源バブルを醸成することで、回復のきっかけを掴んだ。今や新興国バブル、資源バブルが全面崩壊し、かつドル高が進んでいるため、製造業に限って言えば、当時の不況局面と同様の状況に陥っているのである。

Q14：ドル高の米製造業への悪影響は大きいのか？

ユーロ圏では、ユーロ安のお陰もあって、輸出が拡大、製造業PMIは50を超えて改善が続いている。日本では、完全雇用にあるため、輸出数量は殆ど増えていないが、円安で業績が改善していることもあり、製造業PMIは50を超えて改善している。日欧の製造業PMIが共に50を超えて上昇している中で、米国だけが50を割り込み悪化しているのは、米国が資源国であることとドル高の影響が大きい。資源バブル・新興国バブル崩壊の後遺症で世界経済の回復ペースが鈍化する中、ドル高で米国の製造業が割りを食っているのである。11月の大統領選挙を控え、今後、ドル高に対する政治的な反発が広がってくる可能性がある。幸いこれまでのところ、米政治家がフォーカスしているのは経済的、軍事的に台頭する中国の人民元であり、円やユーロが減価してもあまり意識されていない。

Q15：製造業が停滞を続ければ、FEDは利上げを中断するか？

米国では、製造業の経済に占めるウエイトは1割強であり、経済の圧倒的多数は非製造業である。経済全体で見ると、失業率は5%まで低下し、完全雇用の領域にあるため、輸出低迷で製造業の苦境が続いても、内需部門が好調なら、FEDは利上げを継続すると思われる。ドル高や海外経済の足踏みによる輸出低迷は、インフレ抑制効果を通じ、グラジユアルな利上げを正当化させる要因とはなり得るが、利上げをしない理由にはならない。98年当時、アジア通貨危機によって製造業PMIが50を割り込む一方で、非製造業PMIが好調を続ける中で、FEDが金融緩和を行ったのは、製造業に配慮したのではなく、LTCM危機によって国際金融市場が極端に不安定になったためである。後述する通り、国際金融市場が今後、大きく動揺することがあれば、FEDが利上げを中断させる可能性は十分にあり得る。ちなみに、LTCM危機当時の金融緩和が後のドットコム・バブル（ITバブル）につながった。今回も同じことが繰り返されるだろう。

Q16：新興国・資源国の低迷でFEDは利上げを遅らせるのか？

現に中国を含め新興国・資源国が低迷を続けても、FEDは12月にゼロ金利政策を解除した。米国経済に大きな悪影響が及ぶことがなければ、国内均衡を重んじ、FEDは利上げを続けると考えるべきであろう。FEDの有するマクロモデルでは、自らの政策変更がもたらすブーメラン効果で、米国経済の回復が中断するという結果は得られないはずである。とは言え、国際金融市場が大きく動揺し、米国経済の先行きに大きな不透明感が出てくれば、FEDは利上げに対して慎重になるだろう。グリーンズパン議長以降の伝統であるマーケット・フレンドリーなスタンスは、イエレン議長になっても変わらない。とりわけ、今のところはインフレ加速の兆候がないため、鳩派的な態度を取ることが容易である。事実、夏場には資産市場のボラティリティが極度に高まっていたため、FEDは9月のゼロ金利解除を見送った。

Q17：今後のFFレートの経路は？

今後も人民元問題や新興国・資源問題が燦るため、国際金融市場は極めて不安定な動きとなり易い。FEDの利上げペースは、3ヶ月に1回よりは、6ヶ月に1回に近いものになる可能性が高まっている。人民元問題を巡る動揺が収まらない中で、FEDが3月に利上げに踏み切れば、それが国際金融市場の大混乱につながり、その後、半年以上、利上げが中断されるリスクもある。いずれにせよFOMCのドットチャートが実現することは、まず無いだろう。

Q18：金融緩和への転換はあり得るか？

金融緩和に転じる場合、単に国際金融市場が動揺するだけでなく、米国経済そのものが不況に陥るリスクが高まる必要がある。今後1－2年のタイムホライズンで考えれば、米国経済が不況に陥る可能性はそれほど低いとはいえない。80年代以降の米国の平均的な景気拡大期間は95ヶ月であった。2009年6月に始まった今回の景気拡大は、今年6月には7年目を迎え、来年6月には8年（96ヶ月）を迎える。つまり、過去の平均を当てはめるなら、2017年の後半以降、米国経済は不況局面に入っても不思議ではない。景気拡大局面の残りがそれほど長くはないことが、今後、徐々に意識されてくると思われる。もちろん、利上げの中断や金融緩和へ転換されることで、しばらく景気後退が避けられる可能性はある。

Q19：何が不況の引き金となるのか？

海外要因で米国経済が不況になる可能性はやはり小さい。蓋然性が高いのは、内需そのものが継続利上げによって失速するケースであろう。例えば、米国における内需は好調だが、その典型は住宅販売や自動車販売の強さに現れている。しかし、それらはいずれも低金利を背景にしているため、低金利が修正されてくれば、好調さが失われるかもしれない。とりわけ自動車販売についていえば、既に過去40年間のピーク水準に達しているが、好調なのは、ガソリン安だけでなく、サブプライム自動車ローンを利用した低所得者向け販売増が大きく影響している。所得が低いため本来なら自動車ローンが組めず、購入が難しい階層向けの販売が好調なのである。これらのセグメントは、金利が上昇し、返済負担が高まると直ちに販売が萎えてしまう。

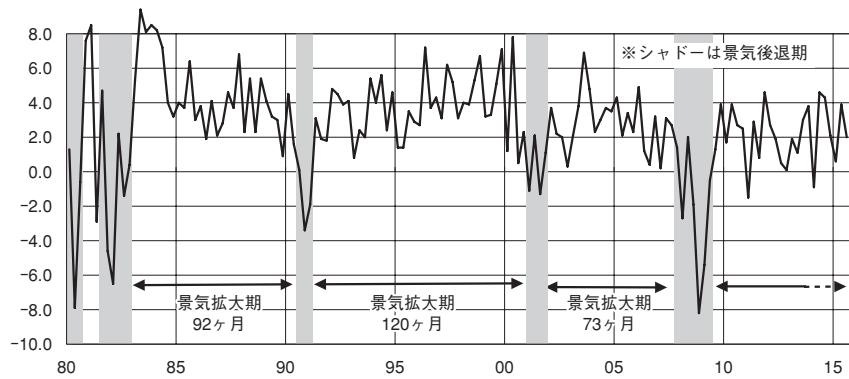
Q20：大きなブームが醸成されていないため、米国の景気拡大局面は長期化するのではないか？

今回の米国の景気拡大局面では、大きなブームが醸成されていないから、過剰が蓄積されておらず、拡大が長期化するという見方もある。確かに、90年代以降の日本の景気拡大局面は、バランスシート問題を抱えていたこともあり、皆が慎重で、楽観による新たな過剰の蓄積もなく、長期化する傾向が見られた。ただ、今回の米国で新たな過剰が積み上がっていないと本当にいいのか。前述した通り、筆者の目には、サブプライム自動車ローンを梃にした自動車ブームは、明らかな過剰に映る。また、資源バブルの一つとして米国内でもシェールバブルが醸成されていた。シェールバブル崩壊に伴う過剰問題は今後景気回復の足枷となる。一方、歴史的に景気循環を大きく規定しているのはFEDの金融政策そのものだが、90年代以降の日本の景気拡大局面が長引いたのは、日銀が殆ど利上げに踏み切らなかったことが影響していた。FEDが利上げを続ければ、景気後退確率は徐々に上昇してくるだろう。

Q21：ドル高修正は生じるか？

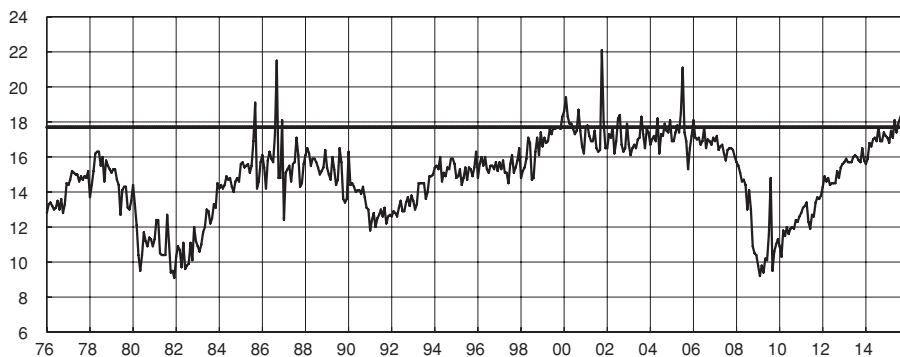
ここ数年のドル高進展には、米国が引締め方向に動く一方で、日欧が緩和方向を続けていることが背景にあった。金融政策が為替レートに与える影響は、米国と日欧で明らかに非対称的であり、FEDの利上げ継続に対し疑念が広がってくれば、これまでのドル高の修正が始まる可能性がある。FEDが金融緩和を行わずとも、利上げ中断観測が広がることで、相当なドル安が進む可能性がある。この場合、ドル安・自国通貨高を回避するため、

(図5) 米国の景気局面とGDP成長率(前期比年率、%)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

(図6) 米国の自動車販売(季節調整値、年率、百万台)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

日欧の中央銀行は一段の金融緩和を余儀なくされる。また、人民元が大幅に切り下げられれば、とりわけ日銀は、追加緩和を迫られるだろう。国債購入の限界に近づきつつある日銀は、ECBと同様、付利の引下げを選択せざるを得なくなる。円高回避のため、マイナス金利が導入される可能性がある。

