

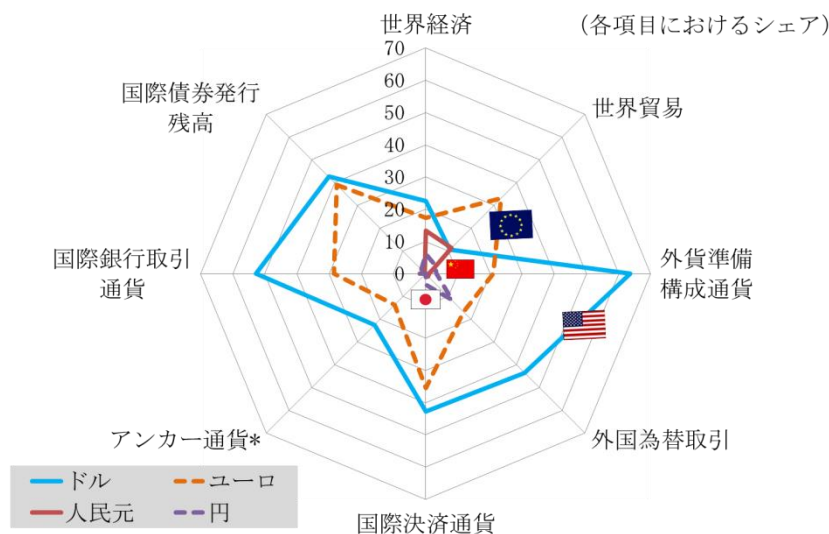
Weekly エコノミスト・ レター

中国発の世界株安はECBが止める？

経済研究部 上席研究員 伊藤 さゆり
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. ECBが21日開催した政策理事会で3月の追加緩和の方針を表明した。第2の国際通貨・ユーロの中央銀行の意思表示は萎縮する世界市場に好影響を与えたが、ECBの政策だけで大きな流れを変えることは困難だ。2012年の債務危機時と異なり、今回はユーロ圏が世界市場の動揺の原因ではない。
2. 年初来の市場の動揺の直接の引き金は中国の景気減速懸念の再燃にあるが、底流には、米FRBの金融緩和の出口戦略が始まったことにある。原油は供給要因も影響し大きく値を下げたことが、株価の重石となる悪循環が続いた。外国為替市場ではドルに連動してきた人民元の切下げへの懸念が燻る。
3. 年初来のユーロ相場の動きは円に比べて小さく、ECBの追加緩和は、ユーロ高圧力への警戒よりは、金融市場や世界経済全般の不確実性の高まりや原油価格の下落による低インフレ長期化への対応という意味合いが強い。
4. ドラギ総裁は、中国経済の減速ペースは想定範囲内とし、中国の政策当局への信頼感を表明した。欧州では市場としての中国への期待は依然高く、人民元のIMFのSDR構成通貨入りやAII Bの創設にも賛同した。AII Bではユーロ参加国は議決権を一本化し、影響力の発揮を狙う。今後、どのような役割を果たすのか注目されよう。

世界経済・貿易シェアと国際通貨としての通用度



(*) 各通貨との関係を重視する為替制度採用国 / IMF加盟国

(注) ユーロの貿易シェアはEU28カ国ベース

(資料) IMF、WTO、IMF「SDR評価見直しのための政策文書」(15年11月)

（年初来の市場の動揺、世界経済下振れリスク増大にECBは追加緩和の方針を表明）

欧州中央銀行（ECB）が21日開催した政策理事会で、3月10日に予定する次回政策理事会で追加緩和について検討する方針を表明した¹。

ECBは昨年12月の前回理事会で追加緩和策を決定したばかりだが、2016年に入り、中国の株価下落を引き金とする世界同時株安（図表1）と原油価格の大幅な下落（図表2）のスパイラルが止まらず、外国為替市場の緊張が高まっていることへの対処を迫られた。

図表1 主要国株価の推移



(資料)ロイター

図表2 原油価格（北海ブレント）の推移



(資料)ロイター

相場反転のきっかけを探っていた市場は、ドラギ総裁の発言を好感、21日の欧米市場、22日のアジア市場で大きく株価が反発した。

ECBの意思表明は、萎縮する世界市場に一定の好影響を与えたのは、ユーロが第2の国際通貨として、ドルに次ぐ役割を果たしているからだろう。ユーロの財政主権の分散という構造的な欠陥が解消する目処は立っていない。国際通貨の世界で、基軸通貨ドルとユーロの地位は、特に為替取引の媒介通貨としての役割の面で大きな差がある。それでも、ユーロ圏の近隣地域を中心に為替政策のアンカーとして採用する国々は少なからずあり、欧州を中心に調達・投資通貨として浸透している（表紙図表参照）。FRBほどではないにせよ、金融政策の対外的な影響力も大きい。

しかし、ECBの政策だけで、大きな流れを変えることは困難だ。理由は、ECBの追加の政策余地に限界がある、あるいは、ユーロ圏の低成長の原因となっている構造問題に対する金融政策の効果が限られるということだけではない。

より本質的な理由は、ユーロ圏は、世界的な株安と原油安のスパイラルや外国為替市場の緊張の影響を受ける側であって、原因ではないことだ。ユーロ圏の財政危機の連鎖が世界市場の不安定化要因となった2012年と今回は違う。

（中国減速と米利上げと同時進行が迫る調整）

年初来の市場の動揺の直接の引き金は中国の景気減速懸念の再燃にあるが、底流には、昨年12月に利上げを決めた米国の米連邦準備制度理事会（FRB）が長期にわたる異例の金融緩和からの出口戦略が始まったことにある。

原油は中国の需要鈍化に加えて、石油輸出国機構（OPEC）の減産見送り、イランへの経済

¹ 政策理事会の結果については「[16年1月21日政策理事会：3月追加緩和を検討。中銀預金金利引き下げが有力](#)」『経済・金融フラッシュ 2016-1-22』をご参照下さい。

制裁解除、米国のシェールガス・オイル等の生産調整の遅れといった供給要因も影響し、大きく値を下げた。エネルギー企業や資源依存度の高い新興国の業績や景気への懸念に加えて、財政を原油収入に依存する産油国の政府系ファンドが保有資産の売却に動くことが、株価の重石となる悪循環が続いた。

（ 円に比べて小さかった人民元安観測のユーロ相場への圧力 ）

外国為替市場では、ドルに連動してきた人民元の切下げへの懸念が燦る。

昨年8月、中国人民銀行が人民元の為替相場（以下、基準値）を市場実勢に合わせる切下げ調整に動いた際に広がった「通貨安競争」への不安が再燃している。昨年8月の3日間の調整の後には、当局の介入もあり対ドル相場は安定、11月30日には国際通貨基金（IMF）が人民元を特別引出権（SDR）の価値を決める構成通貨として採用することを決定した。その後、今年初にかけて切り下げ調整のペースが加速した。足もとは安定しているものの、昨年8月の調整でいったん解消した基準値と市場実勢との乖離が再び拡大、人民元安圧力が残る中、人民元の国際化への取り組みに慎重を期さざるを得なくなっている。

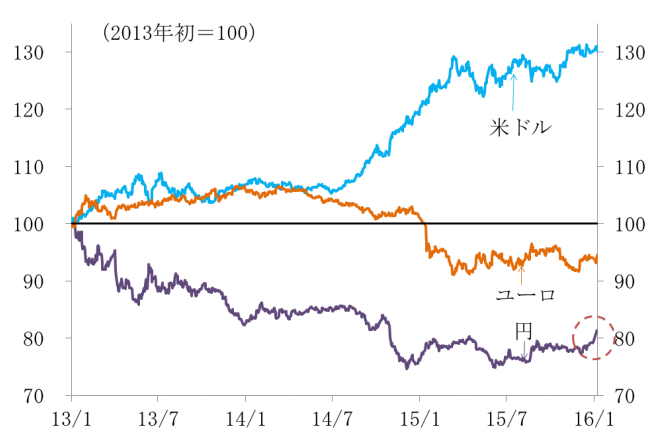
人民元安観測は米国の異例の金融緩和の見直しの動きに対応したドル高圧力と表裏一体だ。FRBが金融緩和からの出口を模索し始めた13年以降、多くの新興国から資本の流出、通貨が対ドルで大きく減価した（図表3）。この間、第3の国際通貨・円と第2の国際通貨・ユーロも、それぞれの通貨当局が追加緩和に動いたことで、対ドルで減価した。主要貿易相手国・地域に対する総合的な為替相場を示す名目実効為替相場のベースでは、ドルは13年初からおよそ3割上昇している（図表4）。ドル高圧力は、FRBが追加利上げに動けばさらに強まる可能性がある。ドル連動で人民元の一層の割高化が進む事態を回避するため、仮に中国人民銀行が、為替政策を、ユーロや円などからなる通貨バスケット連動型などにシフトすれば対ドルでは人民元安となる。

図表3 主要新興国通貨の対ドル相場指数



(資料) ロイター

図表4 主要通貨の名目実効為替相場

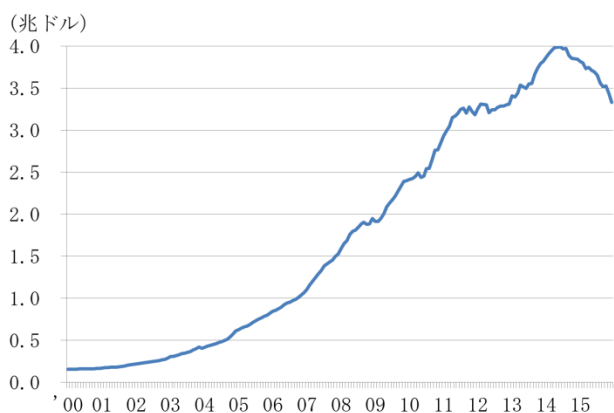


(資料) イングランド銀行 (BOE)

外貨準備高の減少も、中国のドル連動型の為替政策の限界を示すものと捉えられる（図表5）。中国の外貨準備は、15年12月末時点も3兆3300億ドルと依然巨額だが、4兆ドルが目前に迫った14年6月のピーク比で6600億ドルが減少している。中国の経常収支は08年のピーク比では減っているが黒字であり、外貨準備の減少は、ほぼ一貫して流入超となってきた準備資産の増減を除く資本収支が流出超に転じていることによる（図表6）。資本は主に「その他投資」、つまり貿易信用、貸付・借入、現預金など銀行が経路で流出している。資本規制がある「証券投資」の金額は小

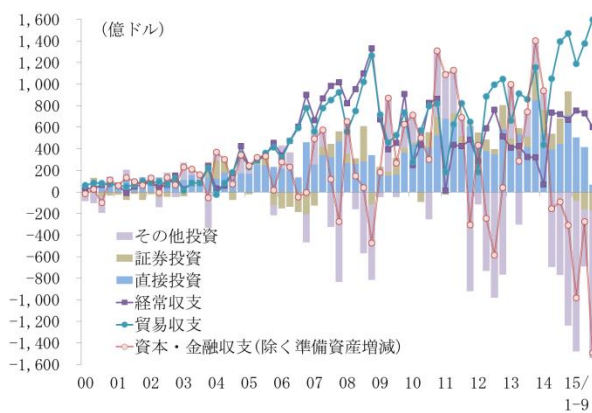
さいが、15年は赤字に転じた。「直接投資」収支の黒字も、対外投資の拡大と対内投資のピークアウトで縮小している。

図表5 中国の外貨準備高



(資料) 中国外貨管理局 (SAFE)

図表6 中国の国際収支



(資料) 中国外貨管理局 (SAFE)

(円に比べて小さかった人民元安観測のユーロ相場への圧力)

年明け後の市場の動揺、外国為替市場の緊張の高まりの、ユーロ相場への影響は円に比べて限定的だった。円の対ドル相場は年初の1ドル=120円台から116円台まで円高が進んだが、ECBが為替相場の指標として重視する名目実効為替相場のベースで見ても、16年に入ってから円高傾向はかなり明確だ(図表4)。他方、ユーロは、昨年12月の政策理事会を挟んで事前の追加緩和への期待と追加緩和の内容への失望で大きく動いたが、年初からの動きは比較的小さい。

21日の追加緩和方針の表明は、ユーロ高圧力への警戒よりは、金融市場や世界経済全般の不確実性の高まりや、原油価格の下落による低インフレがさらに長期化する見通しとなったことへの対応という意味合いが強いようだ。

ドラギ総裁も記者会見で、為替相場に関する質問には、「政策目標ではない」という常套句に加えて、「(名目実効為替相場には) 様々な国の政策が反映される」として、通貨安誘導の狙いはないことを示唆した。

総裁は、中国経済についても、「概ね想定していた範囲内の緩やかなペースで減速している」との見方を示し、「原油や国際商品への影響が想定以上となったことでユーロ圏の見通しが下振れた」と説明した。

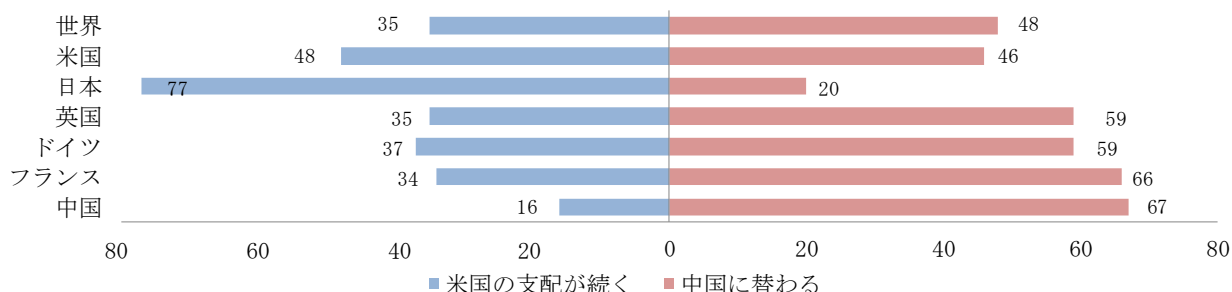
中国の政策に対しては、市場の一部では、年初の導入から4日目に株価のサーキットブレーカー制度の停止に追い込まれるなどの試行錯誤に不信感が広がっているが、ドラギ総裁は、「責任ある行動をとるという評価を獲得しており、過去2週間の政策は、しっかりと運営されていることを示している」として信頼感を表明した。

(欧州では中国市場への期待は依然として高い)

ユーロ圏は、域内市場が大きく、圏外の欧州諸国や米国との結びつきも強いため、日本との比較で見ると中国経済の減速や人民元政策の変更に伴う影響を受け難い。圏内の需要は緩やかに回復しているとは言え、緩慢に留まる。隣接するロシアとの関係が悪化、中東・北アフリカ情勢が不安定でもある。中国経済にかつてのような勢いはないとは言え、欧州では市場としての中国への期待は依然高いように感じられる。

国際世論調査でも、西欧の国々は、世界における米国の支配的な地位が続くかという問いに対して、およそ6割が「中国がとって替わる」と回答している。8割近くが「米国の支配が続く」と答えている日本よりも、中国の将来に対して悲観的ではないと言えるだろう（図表7）。

図表7 国際世論調査「米国の支配的地位は続くか？」という問いに対する回答の割合



(資料) 米NPO・ピューリサーチセンター (15年6月)

中国が掲げる人民元の国際化による新たなビジネス・チャンスへの期待も伺われる。中国は、すでに経済規模で世界第2位、世界貿易では米国と並ぶに比重を占めるようになっているが、人民元の国際通貨としての利用は、資本取引が規制されてきたこともありごく限定的だ(表紙図表参照)。欧州からは、人民元の国際化への歩みは直線的には進まないにせよ、経済や通商面での地位とのバランスを是正する余地はあると見えるだろう。IMFによる人民元のSDR構成通貨としての採用も欧州諸国が支持したとされる。アジアインフラ投資銀行(AIIB)にも欧州からは英国が逸早く名乗りを上げ、ユーロ参加国でもドイツ、フランス、イタリアなど10カ国が創設メンバーとして参加した。

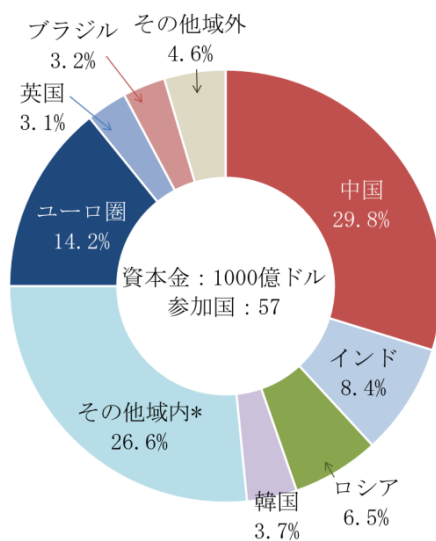
(AIIBではユーロ圏からの参加国が単独の議決権を行使)

AIIBは、アジア、大洋州、中東を「域内」、その他の地域を「域外」と区分し、資本金1000億ドルのうち「域内」が75%を出資する。それぞれのセグメントの出資比率は、新興国に有利な購買力平価に基づくGDPで決まり、中国が全体のおよそ3割。「域内」の新興大国であるインドが8.4%、ロシアが6.5%で続く。重要事項の決定に75%以上の賛成を必要とするため、中国は事実上の拒否権を有する唯一の国となる。

ユーロ圏からの参加国の出資比率は最大のドイツでも4.5%でインドやロシアを下回るが、ユーロ圏財務相会合(ユーログループ)では、AIIBの開業に先立ち、ユーロ圏から参加する国の代表を一本化し、議決権を行使することで合意している。10カ国合わせることで14.2%となり、拒否権こそ行使できないが、中国に次ぐ勢力となる(図表8)。

日本は米国と共に、AIIBへの創設メンバーとしての参加を見送った。AIIBの運営や透明性や公平性を欠くとして慎重な評価が支配的だ。創設メンバーとしてAIIBへの参加を率先して表明した英国、議決権の一本化という形で影響力の発揮を狙うユーロ参加国が、今後、どのような役割を果たすのか注目されよう。

図表8 アジアインフラ投資銀行（A I I B）出資比率



(注) ユーロ圏からは19カ国中、ドイツ、フランス、イタリア、スペインなど10カ国が創設メンバーとして参加
(資料) アジアインフラ投資銀行設立協定

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。