

人民元、SDR 通貨入り責務が下落歯止め 対 SDR 下限で下落一服、前回切り下げは加盟前

2018/8/22

為替相場では依然として中国人民元の一段安に対する警戒感が強い。ただし、中国が前回大幅な人民元の切り下げに動いたのは 2015 年 11 月 IMF・SDR（特別引出権）構成通貨入り承認直前である同年 8 月であり、今後は「国際通貨としての責務」が人為的な切り下げに歯止めを掛ける。実際、人民元の対 SDR レートは 6 月からの急落のあと、中国共産党が人民元の改革と国際化に着手し始めた 2013 年以降の下限で下げ止まりとなってきた。人民元安から派生する円高と日本の株安の制御要因となる。

SDR 通貨「国際通貨として代表的であるべき」

「米国のホワイトハウスや当局の間では、日本国内で警戒されているほど対日貿易赤字の問題やドル/円レートについての関心や政策の優先順位は高くない」――。

ワシントン在住の国際機関関係者はこのような指摘を行う。実際にトランプ米大統領は 20 日、ロイター通信とのインタビューで「中国と欧州は為替操作をしている」と 7 月に続いて批判したが、7 月に続いて日本は無視された。8 月 9-10 日に開催された日米新通商協議（FFR）の前後でもトランプ氏から日本に関しての言及は一切見られず、良くも悪くも日本や円は「カヤの外」（同）に置かれている。

それでも 7 月以降はトルコ・中国などの新興国不安が円高、前週以降は米中通商協議の打開期待による安全逃避後退やトランプ氏による FRB 利上げ牽制などがドル安を促しており、円相場はクロス円、ドル/円の交互で円高の圧力を受けている。季節的に日本では 9 月の中間決算対策として円転圧力が高まりやすくなっており、今年 3 月期末の 3 月 26 日まで、昨年 9 月期末の 9 月 8 日までのような「期末ドル安・円高」に神経質となる地合いが続く。

ただし、一つの懸念材料である中国人民元の下落に関しては、短期的に一服となってきた。21 日には中国人民銀行が、人民元の対ドル中心レートを 7 月 26 日以来の大きさに引き上げている。22-23 日の米中通商次官級協議を含めて、「今後の通商協議で米財務省は人民元の価値を高めるよう中国に圧力を掛ける」（17 日付け NY タイムズ紙）と見られており、中国当局による未然のガス抜きの人民元の切り上げ努力が見られ始めた。

その前段階で中国当局による人民元安の歯止めは、14 日の香港ドルの 3 カ月ぶり下落阻止介入から具体化されつつある。ちょうど 14 日には中国の 7 月小売売上高や鉱工業生産などが軒並み悪化となり、改めて中国経済の減速と株安、資本流出のリスクが

警戒されただけに、市場安定化策として中国当局が人民元安、香港ドル安に歯止めを掛け始めたと思われている。

もちろん、今後は中国経済の減速と米国による対米輸出封じ込めなどの中で、またぞろ中国当局が人民元安の「下落容認」や「切り下げ誘導」に動くリスクは消えていない。一方で現状からの人民元一段安を制御するのが、「IMF・SDR（特別引出権）構成通貨入り」という国際通貨としての責務だ。中国は 2015 年 8 月に電撃的な人民元切り下げを断行し、チャイナ・ショックを拡散させたが、当時は 2015 年 11 月に IMF で SDR 構成通貨入りが承認される直前であった。いわば国際通貨入り後に制約が大きくなる前に、駆け込み的な通貨切り下げを行っている。

ひるがえって現在は SDR に組み入れられており、SDR 通貨の条件である「国際的取引での使用通貨として代表的であるべき」や「自由利用可能な通貨」といった原則を遵守する必要がある。少なくとも 2015 年時までのような「自国の都合による人為的な切り下げ」には、米国からの圧力以前に制約を受けている。

円高は大幅円ショート整理主導、円ロング増えず

もちろん中国は 6 月以降、資本流出圧力を加味しても通貨安誘導的な人民元の大幅下落を容認してきた。それでも主要 5 通貨（ドル、ユーロ、人民元、円、ポンド）のバスケットで構成される SDR に対し、人民元はクロス・レートで 6 月 15 日からの急落のあと、8 月 3 日に 2013 年以降の下限に直面したところで下げ止まりとなっている。2015 年の人民元切り下げのあと、対 SDR で元安に歯止めが掛かった 2017 年 5 月とも近い元安水準と符号する。政策的な下限レベルとして注目されるものだ。

2013 年といえば、中国共産党が人民元の改革（自由化や国際化）に本格着手し始めた転機にあたる。2013 年 9 月に開催された中国共産党・第十八期中央委員会第三回全体会議（3 中全会）の決定文において、2020 年をメドに、1）為替レートの自由化、2）人民元を貿易だけでなく投資等でも自由に取引可能とする――という 2 点が盛り込まれた。また会議後に中国人民銀行の周小川総裁（当時）は「中央銀行は日常的な為替レートへの介入から基本的に撤退する」と初めて明言し、為替の変動を市場に委ねる意向を示している。

その意味で 2013 年以降の対 SDR での人民元下限ゾーンは、「通貨弾力化への踏み込みが可能になった

経済の成熟化」や「割安な通貨安に依存した高成長からの脱却」を国策決断した起点レベルとも言える。同レベル以下への人民元安の逆戻り容認は、中国政府自らが「人民元の国際通貨化」や「内需重視の高付加価値経済化」を否定することになりかねない。

ちょうど人民元/円のクロス・レートでは、テクニカルなフィボナッチ分析で、1994年1月に実施された「外国為替レート一本化に伴う人民元の切り下げ」後の歴史的な元安値から、2015年6月の高値に至る上げ幅の38.2%押し、1998-1999年のアジア通貨危機以降の安値から高値の50%押しに遭遇している。過去の歴史見合いで、「高過ぎず安過ぎず」という適温水準、適度な落ち着き所に直面してきた。

一方で為替相場では、元安以外でも円高圧力が根強い。それでも2015年以降のリスク回避による円全面高に比べると、現状段階で海外勢による対内中長期債や対内短期債への円資産逃避は限定的だ。クロス円では7月から円高圧力が高まってきたが、7月から8月10日週末までの6週間における財務省・対内債券投資（中長期債＋短期債）はネット累計売買で＋80億円の買い越しにとどまっている。

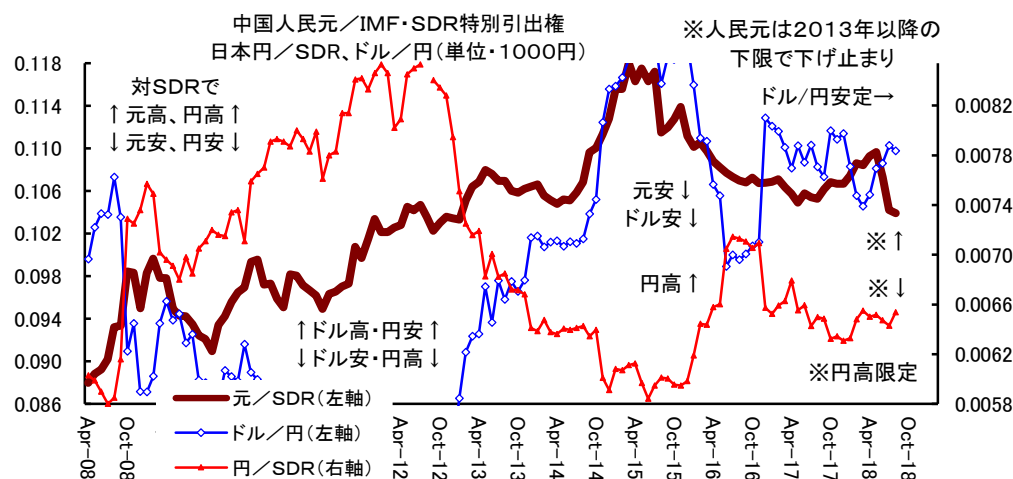
今年1月の円高局面では累計＋4兆円、2015年11月の円高局面では＋7.3兆円もの買い越しが観測されたが、リアルな債券投資フローでの円買いは限定的になっている。2015年以降に比べると現在は、1) 米国など海外で金利が上昇している、2) 日銀が短期債マイナス金利政策を堅持させている、3) 日銀による長期金利管理の弾力化を受けて、海外勢に

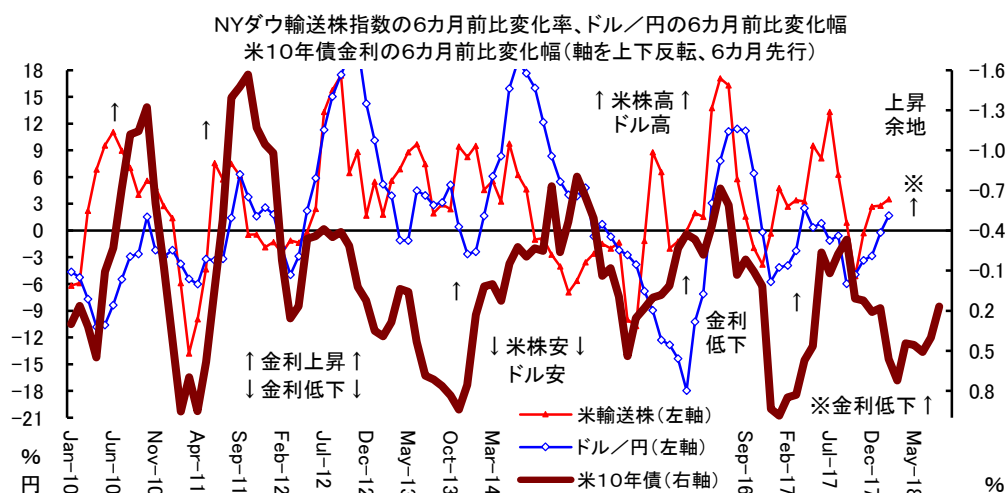
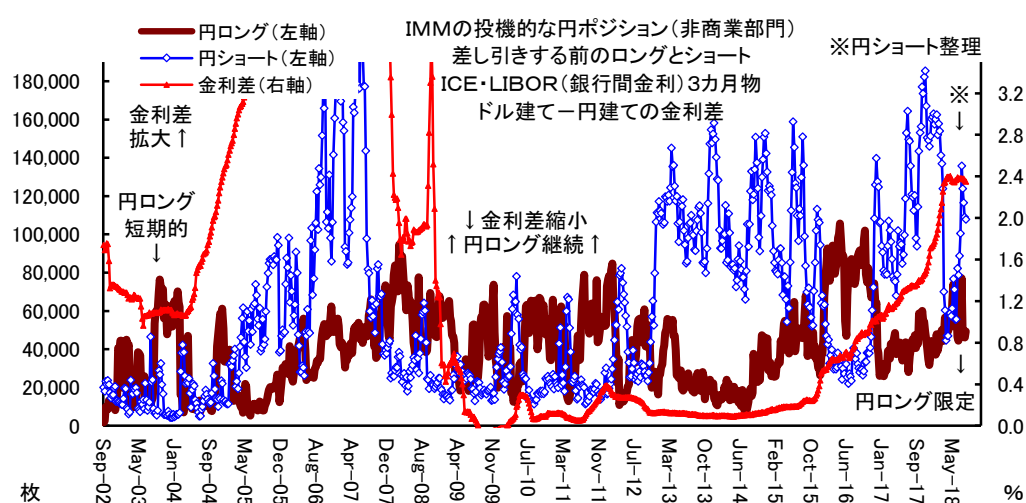
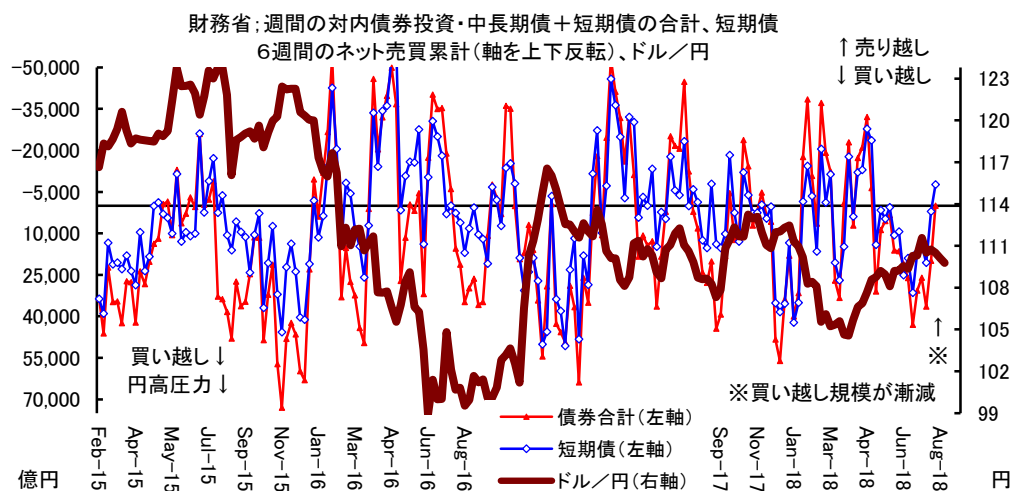
は日本国債の戻り売り圧力が強まっている——といった変化があり、ポジション整理の範囲を超えた円高を抑制させている。

その意味で7月以降の円高については、円ショート（売り持ち）ポジション再拡大の反動整理が大きい。シカゴIMMの投機的な円ポジション（非商業部門、国際通貨市場）によると、最近では6月12日週の＋5052枚というネット円ロングから、7月24日週には－7万3769枚のネット円ショートへと転換した。今年2月以来の大幅な円ショート規模となっている。その分だけ、反動巻き戻しの円ショート整理の円高圧力に見舞われている。

しかし、ポジションの内訳では差し引きする前の円ショート単体が7月17日週の13万5671枚から8月14日週に10万7737枚と整理解消が進む一方、円ロング単体は7月24日週の4万9993枚から8月14日週は4万9369枚と横這い化したままだ。リスク回避の円高でも、現状は円ロングが増えずに円ショートの手仕舞いとどまっている。

過去にも現在のように日米などの内外金利差が拡大する局面では、リスク回避でポジション・アンワインドがあっても、円ショート of 圧縮が進むだけで円ロングの拡大にまでは至っていない。今年1-3月の円高局面はまさに「大幅な円ショート整理で円ロングは低位横這い」が継続。円ショート整理の一巡後には、金利差などに基づいた円安が再開された実績を有している。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。