

円高制御する新興国通貨の下げ渋り

2018/12/28

過剰流動性逆流が先行進捗、米金利低下や対中輸出も

為替相場はリスク回避による円高圧力が持続しているが、新興国通貨の下げ渋りが過度な円独歩高を制御しよう。ドル/円は10月4日を直近ドル高値としてドル安・円高に振れているものの、同日比の対円ではトルコ、インド、インドネシアの通貨がプラス圏を維持し、韓国ウォンは2017年10月以降のレンジ相場下限、中国人民元は8月以降の安値水準を保っている。新興国通貨はグローバルな過剰流動性相場の反動逆流が先行進捗してきたほか、米金利低下や中国向け輸出の増加などが下支え要因となっている。

新興国、資本流出「先行急増」で残存余地減退

「韓国では労働者すべてに適用される最低賃金が、2019年1月から前年比+10.9%の上昇となる。文在寅政権の発足から、2年で+29.1%の引き上げとなる」――。

韓国政府の企画財政部は26日、2019年から変更される制度や法規を整理した冊子でこのように説明した。2020年までの最低賃金引き上げは、弱者救済を重要視する文在寅大統領が2017年に選挙公約として掲げたものだ。現状では企業の人件費負担増と収益圧迫、雇用絞り込みの逆効果を招いているほか、韓国国内での物価上昇につながっている。

最近でもタクシーやバスの運賃引き上げが問題となっているが、最新11月の韓国CPI（消費者物価指数）は10月に続いて前年比+2.0%の上昇となった。昨年10月から今年9月までの1%台での低迷を経て、2012年以前の物価水準へと上昇回帰しつつある。先行き原油安が物価下落要因となるが、根強い中央銀行による利上げ継続観測などが、世界的なリスク回避相場にあって韓国ウォンの底堅さを支援している。

同時に韓国ウォンについては、9月に米国と自由貿易協定（FTA）の改正を署名した際、実質的に為替市場介入が封じ込まれた。世界経済の減速でも、過去のように通貨高阻止や通貨安誘導の為替操作が困難になっている。結果、韓国ウォン/円のクロス・レートは、リスク回避激化でも過去比でウォン安・円高の度合いが制御されている。12月26日時点では直近の対円ウォン安値10月26日の水準を下回っていないほか、2017年以降のレンジ相場の下限が維持されたままだ。

韓国ウォン以外の新興国通貨についても、過去のリスク回避時に比べて下落の度合いが抑制されている。11月以降は米長期金利の低下や米FRBの利上げ停止観測により、対ドルで下支えされているというドル安の影響も大きい。それでもドル/円は10月4

日の114.58円前後を直近ドル高値としてドル安・円高に振れているが、同日と12月26日の水準を比べると、対円でトルコ、インド、インドネシアなどの通貨がプラス圏を維持し、フィリピンなども横這い化を保っている（円高抑制）。

現在の米国発の世界株安やリスク回避の激化は、底流原因として米FRBによる量的緩和縮小とECBによる12月での量的緩和終了の影響が大きい。しかし、新興国通貨は先行して「グローバルな過剰流動性相場の逆流反転」の試練に見舞われてきた。例えばトルコ・リラなどは年初から過去最低水準への暴落と、大規模な資本流出のショックを先行経験している。その分だけ年末の各種ファンドによる手仕舞いや現金化の嵐にあって、投機的なショート（売り持ち）ポジションや資本流出は先行拡大してきたために、反対に「ショート整理」や「資本流出の出尽くし」が新興国通貨の下げ渋りへと寄与している。

実際、米投信協会（ICI）によると、米国内で設定・販売されている「外国株型・新興国株型」の資金フローでは、今年1月をネット流入のピークとして流入減少や流出が先行進捗してきた。12月12日週には-15.49億ドルとなり、2015年8月のチャイナ・ショック以来という大規模なネット流出に及んでいる。26週間のネット累計では、2017年4月以来となるネット流出へと転じてきた。その分だけ残りの資本流出の残存余地が減退しており、リスク回避の中での「新興国通貨の下げ渋り」と「円独歩高の圧力分散化」が支援されている。

中国が輸入強国化、アジア諸国の輸出と通貨支援

一方、中国人民元については、米国による輸出封じ込めを受けた元安誘導の思惑が根強い。それでも対円ではドル/円と同様、8月以来の安値で踏みとどまっている。

中国が前回大幅な元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月であった。しかし、現在は「SDR入りに伴う国際通貨としての責務」が人為的な元切り下げに歯止めを掛けている。実際、人民元の対SDRレートは6月からの急落のあと、8月からは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が維持されたままだ。

しかも来年2月末までは米中貿易協議が続くため、中国は為替操作国認定などの回避に向けた人民元の下落自制が重要になっている。貿易摩擦対策としての内需強化や、米国の中国潰しを勢いづかせる人民元安・資本流出・金融ショックの断固阻止のために

も、中国当局からは「人民元の安定化」努力が見られている。

実際、中国人民銀行の盛松成参事は15日、上海のフォーラムで「1ドル＝7元は重要な心理的水準であり、この水準を下回ると中国経済は高い代償を支払うことになる」と発言した（ブルームバーグ）。同氏は人民元の切り下げ誘導よりも、当座は「人民元の安定化による外貨準備高の死守」や「米国による為替操作国の回避」を優先課題として明示。そのうえで「追加関税の影響を打ち消すための元安誘導には価値がない」とまで言い切っている。

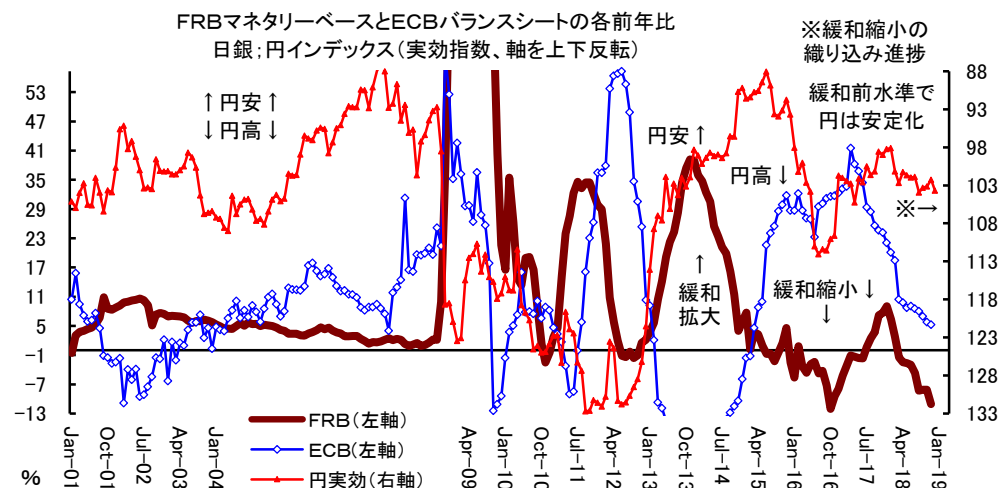
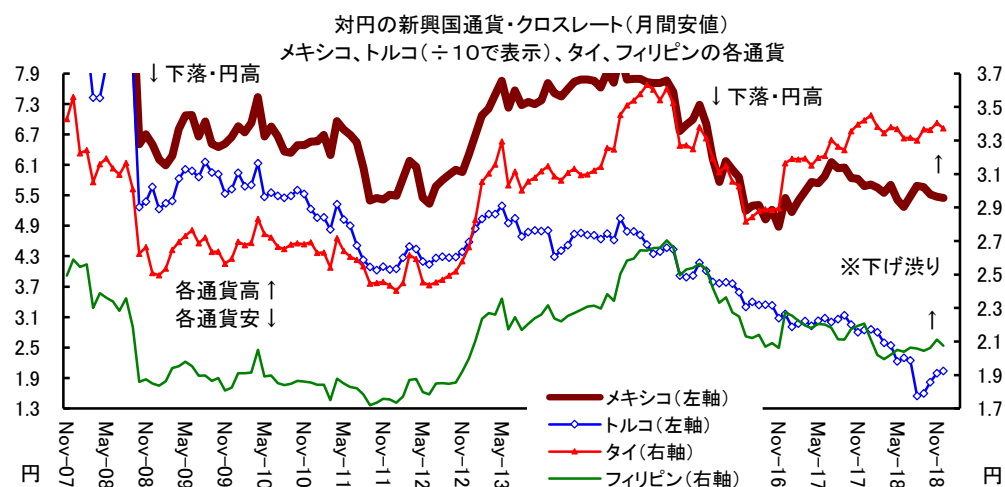
中国人民銀行に関しては、来年のテーマとして金融緩和が注目され始めた。その中で同参事は25日、「来年は必要に応じて預金準備率の引き下げを検討する可能性がある」としつつも、「全般的な利下げは人民元の下落圧力を高めるため支持しない」と説明している。中国による人民元の安定化に配慮した金融緩和とバイアスの強化は、アジア諸国や日本の経済に対して複合逆風の緩衝材となり得る。

ただでさえ、中国では米国からの通商圧力を受けて、表向きは輸入拡大の努力を強化させ始めた。アジアなどの新興国では米国向け輸出が封じ込まれる中で、「中国向け輸出の増加」が外需と通貨の下支え要因となっていく。中国共産党・政府は19-21日、

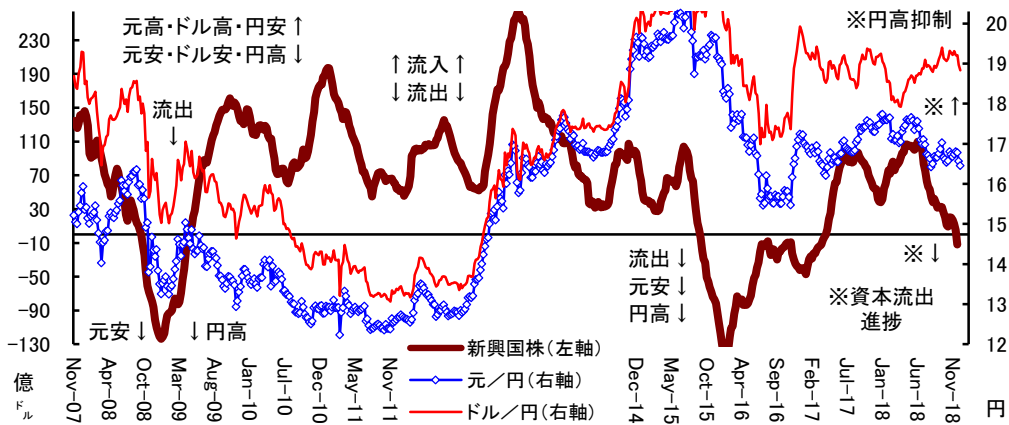
2019年の経済政策を討議する中央経済工作会议を開催したが、その中でも「輸入拡大や市場開放に取り組む」ことを最重点課題に掲げたばかりだ。

すでに22日には中国商務部の幹部が、2018年における輸入総額が「過去最高の2兆ドルを上回る見込み」であることを明らかにしている（前年比+15%増。中国共産党の機関紙・人民日報）。中国は今年、薬品や自動車、日用品などの輸入関税を引き下げ、平均関税率は9.8%から7.5%に下がった。その他、11月には上海で中国国際輸入博覧会が開催され、輸入のさらなる拡大につながったという。

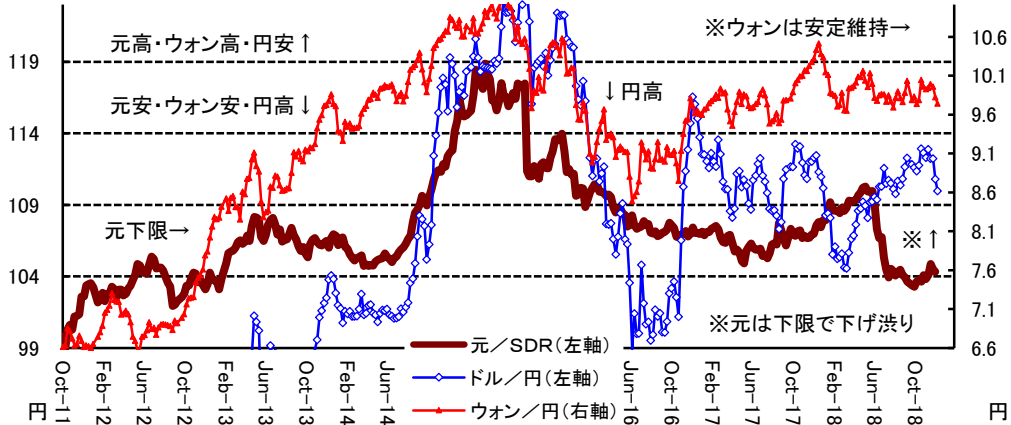
中国商務部では2019年に「貿易の発展における質の向上に力を入れ、貿易強国の建設を加速させる」としている。具体的には「先端技術やコア部品などの輸入を拡大するほか、農産品や資源性製品の輸入を増やして市場への供給を確保する。日用消費品や高齢者介護、リハビリ、看護関連の商品の輸入を増やし、建築設計、貿易物流、研究開発設計、省エネ・環境保護などの生産性サービス業の輸入を促進して、産業の競争率向上を図る。自動車の並行輸入関連の政策をさらに整備する」（人民日報）といった、輸出入国から輸入強国化への構造変革プランを打ち出している。



米投信協会(ICI)：新興国株型投信の流出入フロー・26週間のネット累計
 中国人民元／円のクロスレート、ドル／円(÷6で表示)



中国人民元／SDRのクロスレート(×1000で表示、IMF特別引出権)
 ドル／円、韓国ウォン／円クロスレート(×100で表示)



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自身でお願いします。