

円の安定促す人民元と原油の市場機能

政治誘導が減退、不均衡是正と原油適温化に寄与

株式会社ジャパネコノミックス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2019/1/21

中国人民元と原油相場で「市場調整メカニズムの有効機能」という構造変革が見られつつあり、為替相場では過度な円高抑止や円相場の安定化につながりやすい。人民元は中国共産党の国家管理、原油はOPEC（石油輸出国機構）加盟国などによるカルテル（価格談合）の影響力が減退しており、市場原理を通じて行き過ぎた相場価格や歪みの形成に歯止めが掛かってきた。漸進的ながらもグローバルな不均衡是正や原油の適温安定化に寄与するもので、元安や原油安などによる円独歩高のリスクを封じ込めている。

ドル安＝元安＝アジア通貨安＝円高が変調

「中国の国益にとり、より強く、かつ市場原理に根差した人民元は、高付加価値生産への移行や金融システムの変革、内需拡大といった変革目標を強化するものとなる」、「強い人民元は中国の家計の購買力を高める」、「一段と市場原理に基づいた人民元レートは、より力強く均衡の取れた世界経済の実現に重要な貢献となる」――。

2009－2013 年に米オバマ政権で米中経済対話などの窓口を務めたガイトナー元財務長官は、このような論法で中国に対して人民元の弾力化を再三説得した。当時はオバマ米大統領自身の弱腰対応もあり、中国による人民元の市場化努力は中途半端に終わっている。しかし、現在は米中通商協議が大詰めを迎える中で、中国当局による「高付加価値生産への移行と金融システム変革（資本流入促進）、内需拡大」などに向けた人民元の切り上げと変動幅拡大の自助努力が見られつつある。

しかも中国では12月の貿易統計で輸出が2年ぶりの大幅減となり、PPI（生産者物価指数）も2年ぶりの低い伸びへと落ち込んだばかりだ。その最中に中国人民銀行は年明け以降、人民元の対ドルレートを昨年7月以来の高値（ドル安）へと高め誘導している。中国での輸出急減とデフレ圧力の高まり、中国内外での景気減速という状況のなか、人民元が上昇方向に振れているのは過去に例の少ない異例現象だ。

結果、年初からのドル安でも、ドル/円以上にドル/人民元のほうがドルの下落率は大きくなっている。昨年末から1月18日にかけての対ドルでのアジア通貨スポット・リターンでは、上昇率の大きい上位からタイ・バーツの+2.8%、中国人民元の+1.6%、インドネシア・ルピアの+1.4%などとなっている（ドルは下落）。日本円はアジア主要12通貨のうち、7番目の+0.2%の上昇にとどまったままだ。

過去のドル安やリスク回避の円高では、人民元安

を含めたアジア通貨安も円独歩高の一因となってきた。背景としては、1) 人民元の実質ドル連動制により、「ドル安＝元安」となって円高が加速される、2) 人民元の実質的な固定管理により、ドル安と裏表の世界通貨高の負荷がアジアでは完全変動通貨の円に集中する、3) 中国は世界減速やリスク回避の局面で、人民元安誘導に走りやすい――といった要因がある。

しかし、現在は米中通商協議の中で「中国による人民元の適度な切り上げと変動幅拡大のバーター交渉」の思惑もあり、ドル安圧力でも人民元は逆行高という遮断乖離が見られ始めた。同時進行でアジア域内では、米国による輸出制限圧力と中国による輸入拡大策もあって、貿易・経済面での中国依存度がジワリと増大している。結果、アジア通貨は過去のドル安時における「ドル安・人民元の連動下落・アジア通貨の追随下落（円独歩高）」という構図が変調し、現在は「ドル安・人民元高・アジア通貨の人民元連動上昇（円高緩和）」といった構造変化に移行しつつある。

同時に中国では米トランプ政権の圧力もあり、漸進的ながらも人民元の変動幅拡大で努力を強化させている。中国共産党系機関紙の人民日報は1月3日、「人民元為替レートの変動幅が24年ぶりに記録更新」と報じたばかりだ。

原油 50－60 ドル、ドル/円 105－120 円関連実績

その中では「2018年における人民元の為替レート推移を見ると、前半上昇で後半下落と上下に変動し、柔軟性が次第に強まっている」と指摘。オンショア人民元の対米ドル・スポットレートを基に計算すると、「2018年に上下の振れ幅は7300 ベーシスポイント以上で、1994年に為替レートが一本化されて以降、最多を記録した」（同）と自画自賛している。

中国人民元の変動幅拡大と経常黒字などに基づいた適度な上昇は、漸進的ながらもグローバルな不均衡の是正に寄与していく。円相場は過去に中国を始めとしたアジア域内での経常黒字と、それに伴う通貨高の負荷を一手に引き受けてきた経緯があり、人民元の弾力化は「市場変動ショックの分担吸収」や「通貨高圧力の負担分散化」などを通じて、過度な円独歩高の抑制やドル/円などでの円相場の安定化に寄与していく。

同時に現在は原油相場でも、OPEC（石油輸出国機構）加盟国などによるカルテル（価格談合）の影響力が減退してきた。年明け以降の原油反発は昨年12月のOPEC（石油輸出国機構）加盟国と非加盟国による減産合意が影響したが、昨年は米国による原油生

産量が45年ぶりに世界最大となっている。米国の影響力増大がOPECなどの産油国に対し、「自国の利益のための原油相場操作」を自制させる牽制材料となってきた。

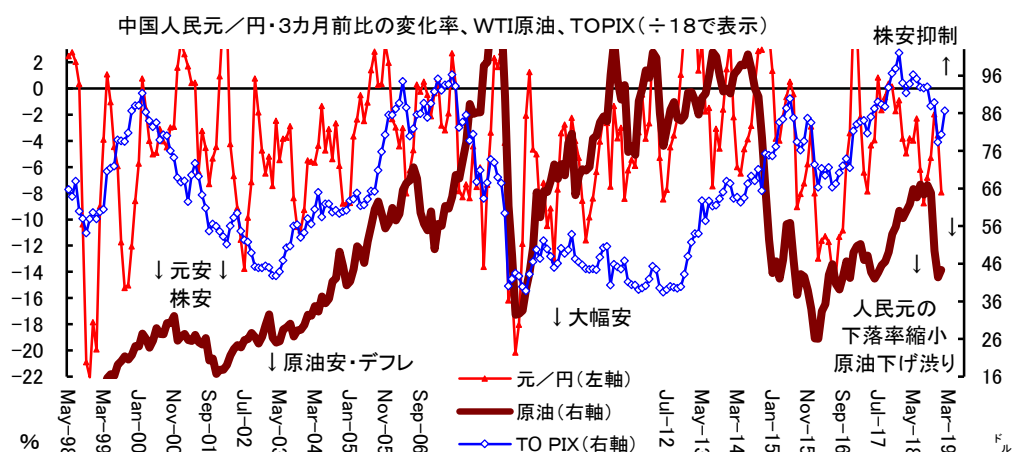
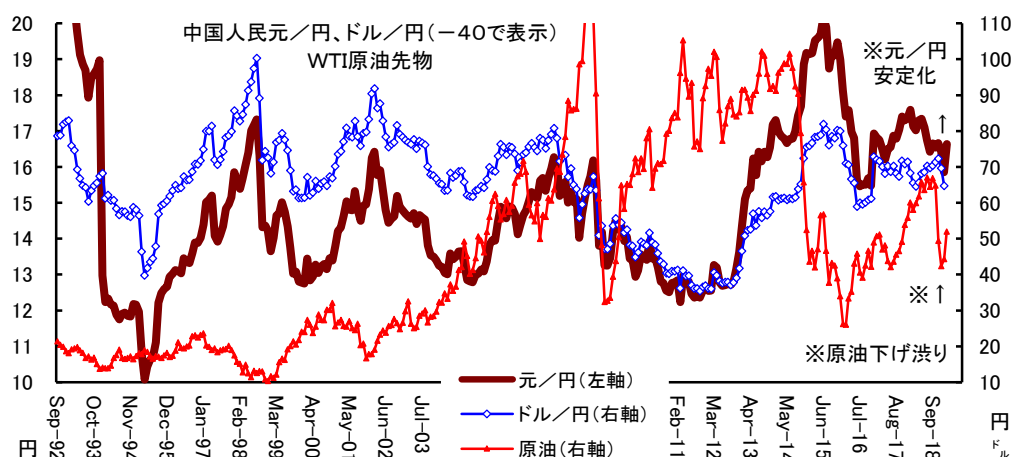
昨年後半以降は米国の石油業界が原油掘削リグ稼働数の抑制に動き、それが年明けからの原油反発に遅行波及するという米国の原油相場への影響力増大が再確認されている。もちろん、現在もなお米国による原油増産が、原油再下落の材料として警戒されている。しかし、米国の資源エネルギー業界は民間企業であり、「市場調整メカニズム」と「採算重視」の観点で、政治的な思惑抜きに増産と減産の柔軟対応が講じられやすい。米原油生産の6割以上を占めるシェールオイルの採算ラインは50ドル以下とされるなか、50ドル前後を意識した生産調整や在庫調整が円滑化される環境となっている。昨年以降の原油急落も、ちょうど50ドル割れから下落が一服となってきた。

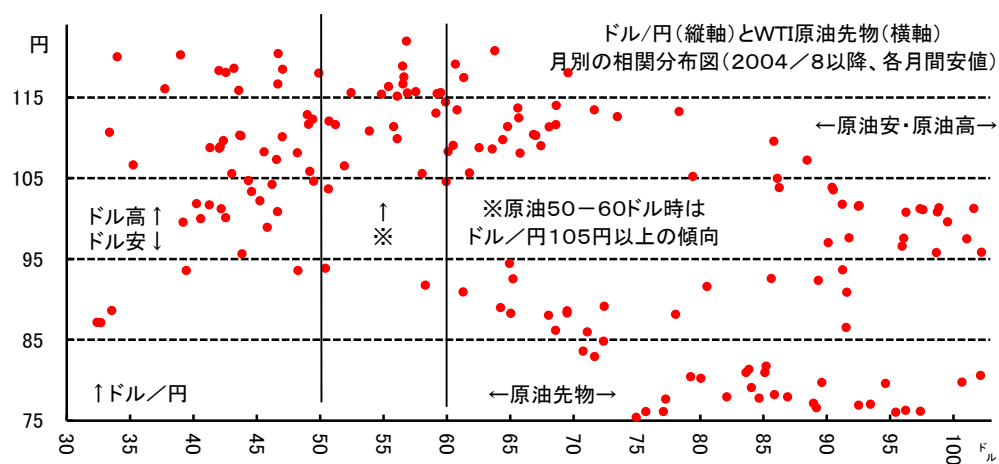
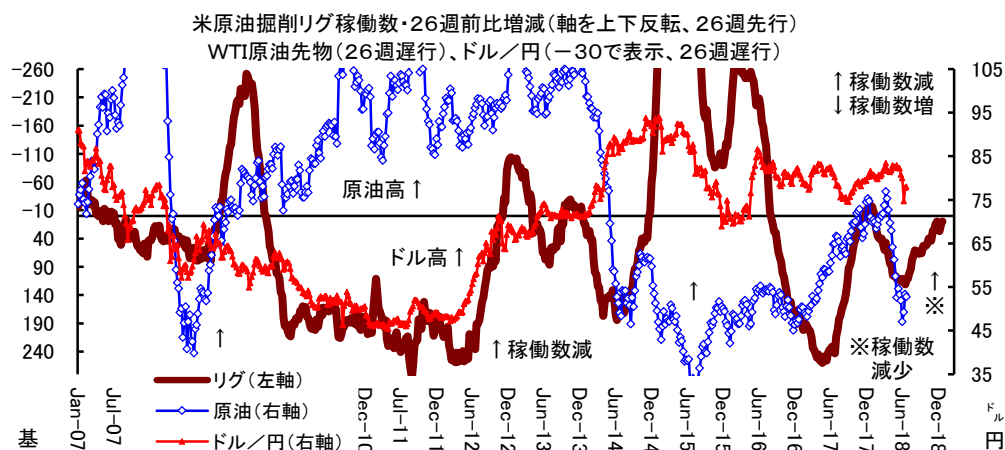
しかも現在はIT・ハイテク革命により、需給予測分析の即応性や精度が飛躍的に向上している。過去のOPEC主導による「数カ月ごとの総会での価格決

定」や「実際の精製絞り込みまでの設備面でのタイムラグ」といった非市場的な構図は変容してきた。

原油相場の米国の影響力増大と市場調整メカニズムの有効機能は、世界経済にとり、原油安・原油高の場合のそれぞれのプラス面、マイナス面をバランス化した「高過ぎず、安過ぎず」という適温の価格形成を支援していく。日本でいえば原油安の場合のデフレや輸入減・貿易黒字増加——などによる円高圧力、あるいは原油高の場合の世界減速懸念や原油高・ドル安の加速、国内での資源高・円安不満の高まり——などによる円高圧力という、双方の局面での円高リスクが緩和されていく。

ちょうど米シェール業界の平均採算ラインである1バレル=50ドル前後は、日本経済にとってプラス面、マイナス面を差し引いたうえで悪くないレベルとなっている。ドル/円との相関関係でも、過去実績として原油50-60ドル推移の局面では、突発的な悪材料による一時的な円高はあるものの、ほぼ105-120円前後での為替安定化が連動観測される確率が高くなっている。





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。