

人民元が底堅さ、対円で 30 年平均上抜け

中国発デフレ緩和、ドル安＝元安と円独歩高は抑制

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

2020/9/18

中国人民元の対円クロスレートは、過去初となる 360 カ月（30 年）移動平均の上抜け定着の攻防に直面してきた。すでに 240 カ月（20 年）や 300 カ月（25 年）移動平均線は上抜けと方向角度の上向き化が定着しており、長期スパンで人民元は対円で底入れと下限切り上がりの軌道に移行しつつある。東西冷戦が終了した 1990 年代以降の人民元・円高圧力や、中国による割安な通貨と労働力を利用した「デフレ輸出」の減退を示すほか、過去ドル安局面との比較ではドル安＝元安と円独歩高や、日本へのデフレ圧力が緩和されている。

長期スパンで元安・円高歯止め、日本デフレ緩和

「中国は輸出拡大と国内でのデフレが相まって、デフレを世界に輸出している。中国は世界経済の安定化に貢献する責任があり、それは中国の利益にもかなう。そのために人民元を切り上げるか、元高の痛みが大き過ぎるのであれば、拡張的な通貨供給により、デフレ輸出を停止すべきだ」――。

かつて 2002 年 12 月に当時は財務省の財務官であった黒田東彦・現日銀総裁は、連名で英フィナンシャル・タイムズ紙にこのような寄稿を行っている。あくまで当時の日本でのデフレ・リスクのほか、先進各国で「中国など新興国の『世界経済参入+供給圧力の追加増大』に伴うデフレ懸念」（同寄稿）が高まってきたことに対し、「世界はリフレーション政策に転ずるべき」と政策提言を行ったものだ。その一つの処方箋として、中国に協力を呼び掛けている。

それから約 18 年の歳月を経て、漸進的ながらも中国による「国内での過剰供給や低生産性などに伴うデフレの国外輸出」や「人民元の割安誘導や安価な労働力を武器にしたダンピング（不当に安い価格）輸出」は歯止めが掛かっている。人民元についても段階的に、割安水準への介入操作自制や、変動幅の拡大、実質ドル連動制からの弾力化が進んできた。

現在の中国では、米中貿易合意を受けた通貨安誘導の自粛のほか、中国政府による人民元の国際通貨化戦略（覇権野心や、米国によるドル建て決済封じ込め制裁への備え）、アジア域内での輸出入取引の増加、中国国内での食品価格上昇などのインフレ圧力、対内資本流入の歓迎・促進策――といった要因もあり、中国自身による人民元の安定化努力が強化されてきた。

結果、今年 5 月前後からのドル全面安でも、以前のような「ドル安に追随連動した輸出競争力維持のため」などの人民元の下落は抑制されている。円相場との関係でいえば、ドル安・円高よりもドル安・

元高のほうが優勢となり、人民元/円のクロスレートは小幅に元高・円安へと振れている。5 月末の 29 日を起点にすると、9 月 15 日時点で対ドルのスポット（直物）リターンは、人民元が+5.23%の上昇に対し、円は+2.27%と元の上昇率のほうが大きい（ドルは両通貨に対して下落）。

元高・円安の結果、人民元/円の長期トレンド判断で参考になる月足テクニカルでは、16 日のアジア市場時点で 360 カ月（30 年）移動平均線 15.45 円前後の上抜け攻防に直面してきた（元高方向、15 日終値は 15.50 円前後）。このまま上抜け定着できると、過去初の現象となる。

すでに 2018-19 年からは、240 カ月（20 年）移動平均線 14.99 円前後や 300 カ月（25 年）移動平均線 14.80 円前後を上抜け定着しているほか、長期のトレンド方向を示す両ラインの方向角度は上向き化へと転換してきた（レートは 16 日アジア段階）。現在は元/円の 12 カ月移動平均線も、1 年スパンでの元高転換を示唆する上向き化へと転じている。

あくまでクロス計算上のレートでのトレンド転換とはいえ、東西冷戦後の 1990 年代から長期に及んできた「割安な人民元と割高な円」の一段落と基調変化を示すものだ。

円実効は前年比で円安、企業利益と株価を支援

1990 年代以降の日本の「失われた 20 年」や「デフレ 15 年」では、元安・円高基調の長期定着が、日本の輸出競争力打撃、中国の割安な輸出産品の日本流入、日本企業の中国移転増加（日本は地方疲弊や雇用・賃金減）、日本企業の中国現地生産を通じた対日輸出増、こうした要因や元安・円高などによる日本での複合的な物価下落圧力――といった日本でのデフレ圧力を増長させてきた。その中であって長期スパンでの元安・円高の歯止めは、「中国発デフレ圧力」の減退が後押しされやすい。

しかも現在は中国・アジアの経済成長や米国への貿易摩擦配慮、日本企業の「地産地消」国際分業化、サプライ・チェーン（供給網）の中国・アジア拡張などもあり、日本と中国の間の貿易取引やビジネス取引が拡大してきた。地域別の比率でも、過去の米国偏重から中国の依存度は高まっている。

JETRO（貿易振興機構）の分析によると、日本の対世界貿易で対中国は輸出額で 2018 年に 6 年ぶりに米国を上回って 1 位となったほか、2019 年も 2 位を維持した。日本の対世界貿易総額と輸入額では、2019 年に中国が各 1 位となり、それぞれ 2007 年以降 13 年連続、2002 年以降 18 年連続で第 1 位となってい

る。

もちろん、日本と中国を含めた対アジアでの貿易取引は、ドル建てや円建ての比率が大きい。それでも長期スパンでの元安・円高の歯止めは、複合経路を通じて日本の輸出や企業収益の下支え要因となる。現在は米FRBによる2023年末までのゼロ金利政策長期化の見通しなどで、長期ドル安の定着が警戒されている。その中での日本企業の対中国・アジア向けの貿易とビジネスの拡大や、ドル安・元高を受けた対円での人民元の安定化は、過去のドル安局面比で日本企業の収益や株価の抵抗力を増強させていく。

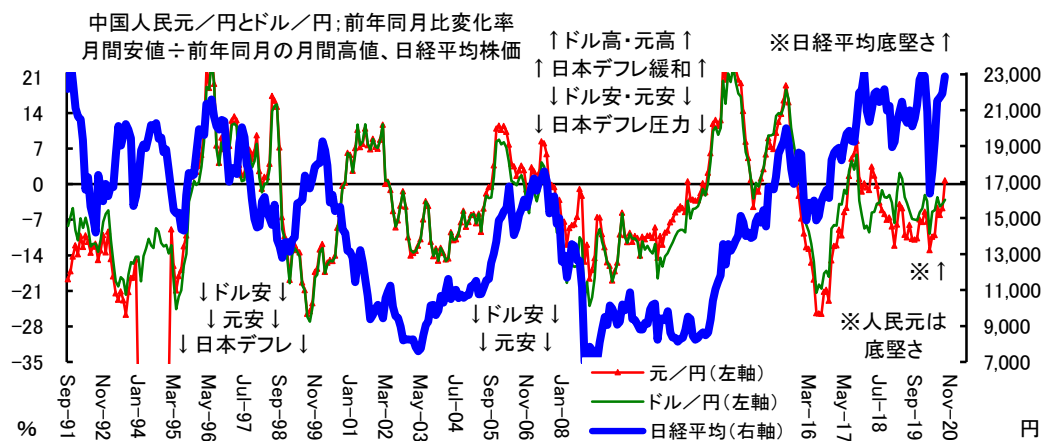
実際に今年9月は16日のアジア市場時点で、ドル/円は前年比変化率が-3.1%のドル安となっている(月間ドル安値÷前年同月のドル高値)。しかし、同じ比較で人民元/円は+0.8%の元高となり、2018年5月以来の前年比・元高(円安)へと転換してきた。それが底流部分で現在の日経平均株価の底堅さと、ドル安打撃の抑制の一因になっている。

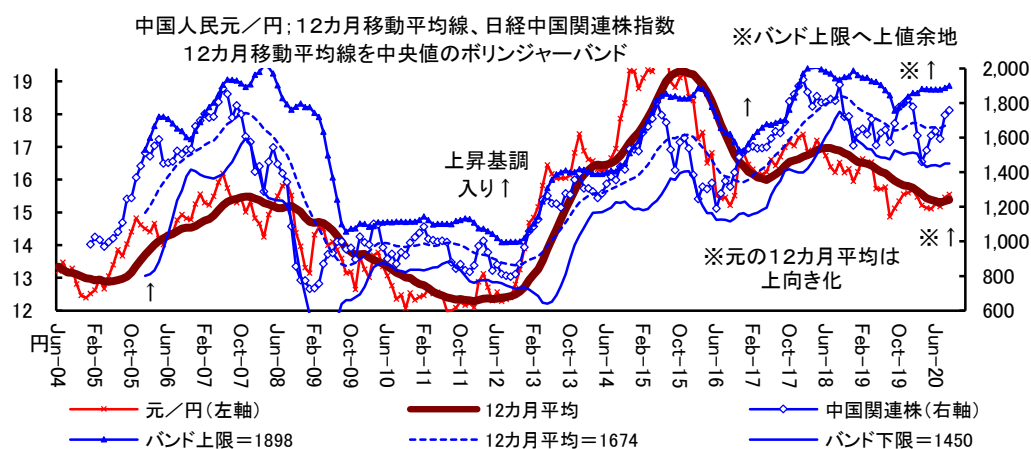
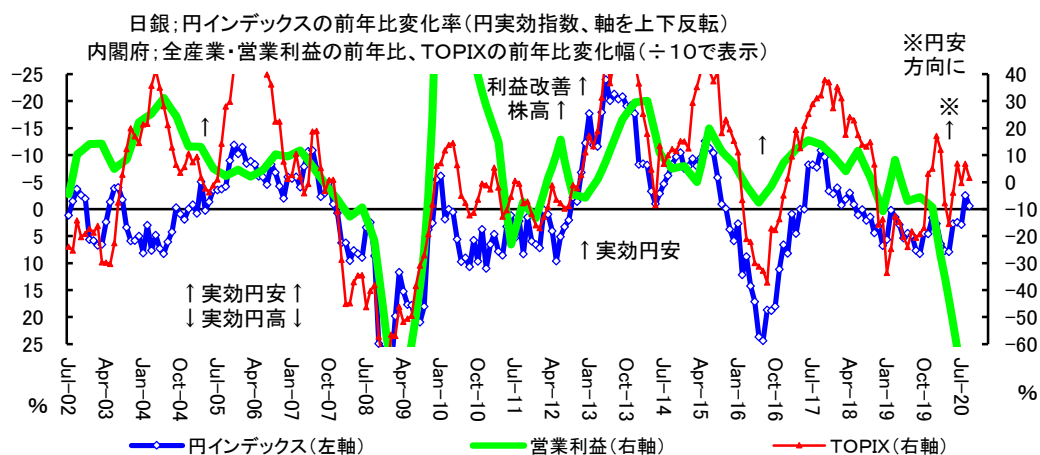
過去のドル安局面では、2016年にドル/円の前年比が-21%のドル安で、人民元/円は-25%の元安、2009年にはドルと元が各-19%の下落、2003年にはドルと元が各-14%の下落という同時下落が観測されてきた(円は独歩高)。それが日本でのデフレ激化と企業収益の悪化、株価の深押しにつながる一因となっている。

ひるがえって現在の場合、ドル全面安の圧力にあつて、対人民元以外でもクロス円全般で円高が抑制されていることで、日本企業の収益悪化や株安が制御されている側面もある。日本企業は海外移転や高付加価値化、為替の社内ネットティング決済拡大などを通じて、円高・ドル安への耐性も増強させてきた。

円の総合力を示す日銀算出の円インデックス(円実効指数、1999年1月4日=100)は、月末値ベースで前年同月比の変化率が8月から円安方向のマイナス化に転じてきた。9月も14日時点で106.14となり、昨年9月末の106.74を下回っている。(大きい数値が円高、小さい数値が円安)。このまま前年比・円安が定着していくと、2018年5月以来の現象となる。

過去に円インデックスが前年比マイナスの円安方向に転換したあとは、高確率で内閣府の全産業・営業利益は前年比改善となり、日本株の日経平均、TOPIXともに上昇トレンドが明確化されてきた。最近では2017年4月から円インデックスが前年比マイナス(円安方向)に転換したが、日経平均は月間高値比較ベースで同月の高値1万9289円から、約18カ月後となる2018年10月の高値2万4448円まで、+5158円幅の上昇が形成されている。





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自身でお願いします。