

人民元安、円は「連動と代替」で下落余地

ドル高、中国悪化の日本打撃、中国通貨規制のヘッジ等

2023/8/18 (金)

中国人民元の下落圧力が強まるなか、円は「連動と代替」で下落余地が注目されやすい。ドル高・元安は同じアジア通貨である円にもドル高の圧力が掛かるほか、日本経済は中国依存度が高く、中国の悪化懸念は円安要因となる。同時に中国は人民元を完全な変動相場制に移行しておらず、管理・規制を続けているとあって、中国内外からの人民元の潜在リスクに対するヘッジ対応や投機仕掛けが円売りへと代替波及する。一方でリスク回避の激化や、中国依存度の高い資源・アジア諸国通貨の下落は円高要因にもなり得る。

アジア通貨危機、円安とアジア通貨安が共振連鎖

「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」――。

かつて2002年12月に財務省の財務官を務めていた黒田東彦・前日銀総裁は、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激化のほか、先進国各国で「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」といった政策提言を行ったものだ。

ひるがえって現在は、当時の日本を後追する形で中国が「日本化デフレ」に見舞われている。中国は当時のようにデフレを輸出しようにも、新冷戦と米欧などによる取引制限、世界的な製造業の回復出遅れと各国での在庫増、中国国内での人件費や各種コストの上昇といった縛りを受けている。貿易収支は悪化となり、人民元は切り上げバッファが減退して下落の圧力が強まってきた。

中国人民銀行は8月15日に貸出金利を引き下げるなど、「拡張的な通貨供給」を含めた金融緩和は強化させている。しかし、資本流出の圧力や米中の金利差拡大などとあいまって、人民元の一段安リスクを高めてしまう負の連鎖に陥っている。

その中で15日にはオンショア人民元の対ドル相場が、昨年11月以来の安値を更新している。中国人民元の下落圧力は隣国・日本の円相場にとり、「連動と代替」などで下落余地が注目されそうだ。

過去1997-98年のアジア通貨危機の際、中国は為替安定化と通貨切り下げ回避を堅持させたが、当時の日本での円安・ドル高が他のアジア諸国に輸出競

争力低下などへと波及。アジア各国での内部脆弱性もあり、対ドルでの円安とアジア通貨安が共振連鎖となる形で、ドル/円は110円から147円超え方向までドル高・円安が加速された例もある。

足元ではその147円台へ再接近してきたが、当座のドル/円はテクニカル面でのドル上値メドとして、昨年10月以降におけるドル高値からドル安値の76.4%戻し・146.12円前後や(フィボナッチ分析)、600カ月(50年)移動平均線の148.42円前後(8月15日時点)などが注目されやすい。

より長期の年足テクニカルでは各年別の移動平均を中心値としたボリンジャーバンドで、過去に年間での重要なドル高値メドになってきた2年移動平均が中央値でのバンド上限152.90円前後、3年平均での上限155.50円前後、6年平均での上限148.40円前後などが焦点になる(8月15日時点)。

人民元、対IMF・SDRでは下落余地残る

現在の場合、中国発でリスク回避相場が激化するようなら、高止まりが続く投機的な円ショート・ポジション(売り持ち)の巻き戻しなどで、短期的には円全面高を招く波乱相場も無視できない。さらに中国経済の悪化リスクは、中国依存度の高い資源国通貨(豪ドルやNZドルなど)やアジア通貨の下落圧力となっている。クロス円取引では、こうした通貨の下落余地が円高の要因となり得る。

一方で現状段階では人民元・ドル高の流れが、同じアジア通貨である円の下落とドルのサポート要因になっている。

しかも日本経済は中国依存度が高く、中国経済の悪化リスクは円安の要因となりやすい。具体的な日本への打撃としては、1)日本の輸出に制約となる、2)日本企業の中国現地企業の売上を減少させる(日本の所得収支悪化)、3)訪日外国人客の正常化でも、中国発の需要を減少させる、といった悪影響が懸念される。

同時に中国政府は現在もなお、人民元を完全な変動相場制へと移行させていない。当局が管理・規制を続けており、15日の人民元の下落局面では複数の国有銀行によるドル売り・人民元買いという間接介入が観測されていた。市場原理に基づく人民元の売りには制約があるほか、流動性も限られた状態だ。その中であって、中国内外からの人民元の潜在リスクに対するヘッジ対応や投機仕掛けが、「代替通貨」として円の売りへと波及する余地がある。

ドル/人民元のクロスレートとドル/円の月間ドル高値は、前年同月の騰落率比較で8月15日にドル

しかも過去実績として、米FRBによる利上げ局面や、利上げ停止後の金利高止まり局面では、ドルが対人民元と対円で「前年同月比ドル高が続く」という基本的なドル高トレンドが支援されてきた。今回も来年以降、FRBの利下げ観測が本格台頭してくるまでは、前年比ドル高の基調が維持されやすい。

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 に対しては、中国政府が「人民元の国際通貨入り」を目指して貿易決済での人民元利用を解禁し始めた 2012 年以降、クロスレートで一定の下限レベルを堅持させてきた。

ドル／中国人民元のクロスレートとドル／円
各月間ドル高値の前年比騰落率、米FF金利・政策誘導目標

※米利上げ余地と金利高止まり持続余地

30
24
18
12
6
0
-6
-12
-18
-24
-30
-36

Aug-82 Mar-84 Oct-85 May-87 Dec-88 Jul-90 Feb-92 Sep-93 Apr-95 Nov-96 Jun-98 Jan-00 Aug-01 Mar-03 Oct-04 May-06 Dec-07 Jul-09 Feb-11 Sep-12 Apr-14 Nov-15 Jun-17 Jan-19 Aug-20 Mar-22 Oct-23

↑ 前年比ドル高
↓ 前年比ドル安

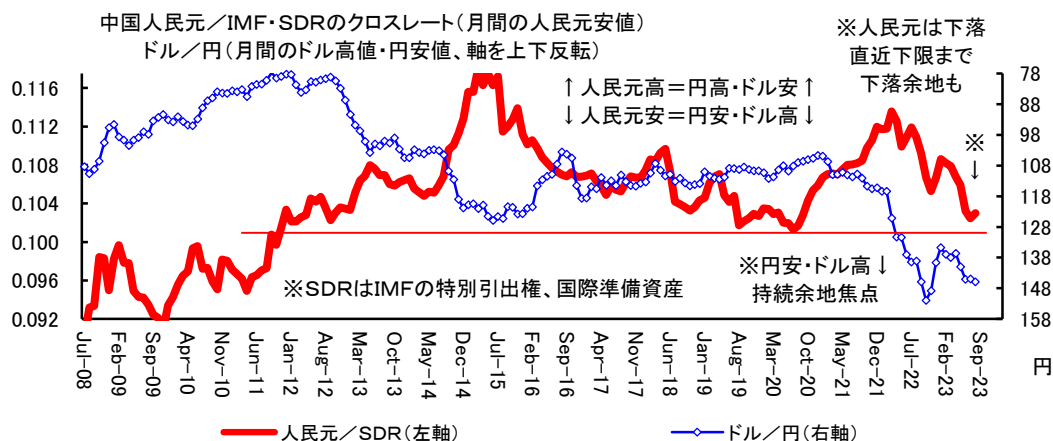
米利上げと金利高止まり
前年比ドル高
↑

※米利上げ余地と金利高止まり持続余地
前年比ドル高支援↑
※

10.00
8.75
7.50
6.25
5.00
3.75
2.50
1.25
0.00

%

ドル／人民元(左軸) ドル／円(左軸) 米FF金利(右軸)



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。