

フィデリティ・インスティテュート

# 【マーケットを語らず Vol.23】 中国 ADR の下落と米中の準備通貨を 巡る攻防

2021.08.05

ご担当者様 各位

いつもお世話になっております。

本日は、フィデリティ・インスティテュート・マクロストラテジストの重見吉徳による「マーケットを語らず」最新コラムをお届けします。

お客様への運用アドバイス等のご参考になれば幸いです。

※本件に関するお問い合わせは、皆様の担当者までお願い致します。



マクロストラテジスト

重見 吉徳

農林中央金庫や野村アセットマネジメントにて、外債などの投資・運用業務に従事。JPモルガン・アセット・マネジメントを経て、2020年8月、フィデリティ投信入社。個人投資家や販売会社、機関投資家向けに経済や金融市場の情報提供を担う

---

先週は、中国当局が、配達アプリ運営企業に対して配達員保護のための指導意見を出したほか、(教育熱のため成長が著しい)学習塾の運営を事実上禁止にするなど、一部の国内企業への規制強化策を相次いで打ち出しました。このほかにも、当局は、7月上旬から中国企業の海外上場に関する規制を強化していたほか、6月末

に米国株式市場に上場した大手プラットフォーム企業のアプリの新規ダウンロード停止などで締め付けを行っていました。

これを受け、世界の投資家は、中国企業が抱えるリスクの高まりから、米国上場の株式などを含め、中国株式への投資を大きく減らした模様です。

中国の株式市場は今年2月以降、景気鈍化で調整していたが、7月以降の規制強化策でさらに下落。

上海・深セン市場の主要銘柄で構成されるCSI指数と  
米上場中国企業の米国預託証券（ADR）で構成される中国ADR指数



(出所) Refinitiv、フィデリティ・インスティテュート。  
(注) 期間：2006年1月～2021年7月28日、週次。

投資先としての中国市場を考えると、一連の規制強化策は、中国が「国内金融市場の国際化・対外開放」から遠ざかろうとしているわけではなく、むしろ、国際化に向けてさらに「形を整えた」と考えられます。中国市場を国際化から遠ざけたいのは、準備通貨としてのドルの地位を維持したい米国のほうでしょう。

筆者は、中国への長期投資について全く悲観をしていますが、米中という2大大国の政治動向に収益が左右されやすい中国の株式のみならず、人民元建ての国債市場への分散投資を行うことがよいと考えています。人民元は、相対的に安定していて、相対的に高い利息を持つ通貨です。

## 人民元とドルの準備通貨の地位を巡る攻防

今回の規制強化策の背景としては、幅広く報道されているとおり、2022年の党大会に向け、(資本主義の典型的な副作用である)経済格差に対峙する姿勢を見せ、国民の支持と権力基盤を固めたいとの考えがあるでしょう。また、国内の大手プラットフォーム企業が持つデータへのアクセスを強めることで、国民の行動を把握する意図も一部では指摘されています。

もうひとつの背景として、米中対立が挙げられます。米国などへのデータ流出阻止もそうですが、中国は、米国との覇権争いの最重要な部分として、人民元の国際化を推し進め、人民元をドルに代わる新たな準備通貨の地位に押し上げたいと見られます(→後述)。反対に、米国はドルの地位を守る目的もあって、中国企業の米国上場審査を厳格化したり、米国の投資家による中国企業への証券投資を一部禁止したりしていると考えられます。

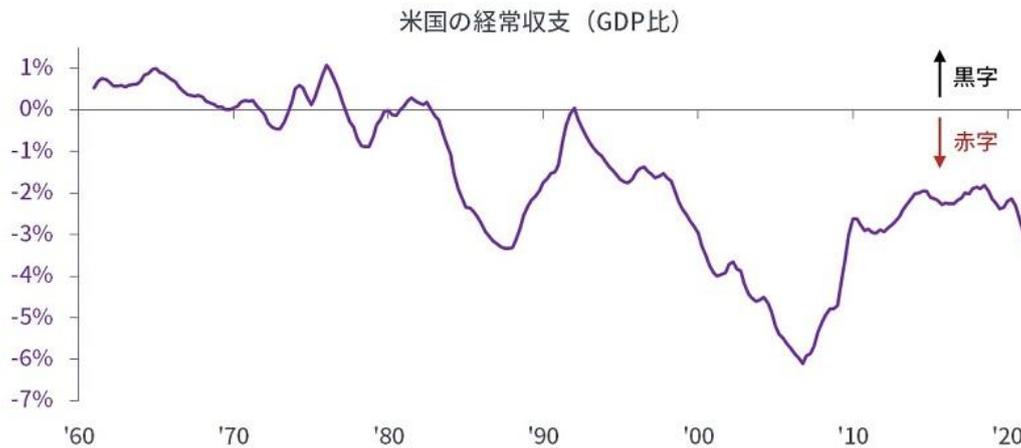
人民元の国際化に向けた取り組みとして、中国人民銀行は、2015年に国際銀行間決済システム(CIPS)を導入したほか、現在はデジタル人民元の発行を急いでいる模様です。これらによって、人民元建ての貿易決済が拡大する可能性があるほか、Fed Wire や SWIFT など、米国や旧西側諸国の通貨・証券決済システムから独立することで、金融制裁などでドル口座を凍結されることから逃れることができます。また、米国から同様の制裁を受ける他国・地域を取り込むことが期待されます。

参考までに触れれば、1941年(昭和16年)7月25日に、米国は、日本の南部仏印(南ベトナム)進駐に対する報復措置として、在米日本資産の凍結を行い、イギリスとオランダがこれに続きました。そして翌月、米国は対日石油輸出完全停止措置を実施します。いわゆる ABCD 包囲網です。これらが太平洋戦争の開戦につながります。

## **法外な特権;なぜ、米国の債務は拡大するのに、金利は下がるのか**

人民元が準備通貨になると、1944年のブレトン・ウッズ体制発足以降の米国がそうであるように、他国からのファンディング・資金調達で、自国の需要を賄っていくことができます。なぜなら、他国は貿易決済と通貨安定のために準備通貨であるドルを保有したが、米国は貿易赤字になることでドルを他国に供給できるためです。それはかつて、ド・ゴール仏大統領が「法外な特権」と呼んだものです。

米国は経常収支の赤字を計上し、他国はドルを保有する。



(出所) 米センサス局、米経済分析局、Refinitiv、フィデリティ・インスティテュート。  
(注) 期間：1960年10-12月～2021年1-3月、四半期次。

米国を見ると、ドル建ての債務は拡大を続けています。一方で、債券の利回りは低下しています。

通常なら、債務が拡大すると、投資家は高い利回りを求めるように思えます。なぜ、米国への貸し手は、以前よりも低い利回りで、以前よりも多額の債務の借り換えに応じてきたのでしょうか。

米国の債務は拡大したが、金利は低下してきた。



(出所) 国際決済銀行 (BIS)、Refinitiv、フィデリティ・インスティテュート。  
(注) 期間：1950年1-3月～2020年10-12月、四半期次。ただし、10年国債利回りは1962年1-3月期から。

ブレトン・ウッズ体制以降を考えると、第2次世界大戦の終戦がもたらした平和は、投資の機会と安定、繁栄(経済成長)をもたらし、それらは、楽観と債務拡大のブームを生み出した。楽観が行き過ぎ、ブームがはじけるとときには、利下げを行って景

気を刺激します。しかし、金融緩和で景気が回復した後の実体経済を考えると、(ブームにも支えられた)過去の経済成長によって潜在成長率は低下しています。

潜在成長率の低下は、投資家の側から見れば、投資の機会が減っていることを意味するため、彼らは、たとえ以前よりも大きな債務であっても(例えば、元利込みの借り換えであっても)、以前よりも低い金利での借り換えに応じます。この結果、債務は返済を求められず、しかも、金利が下がる分、債務はゆっくりと積み上がっていきます。

この「ブーム→金融緩和→ブーム→…」のプロセスを繰り返してきた結果、米国の金利はこれ以上、引き下げられないところまで低下しています。それは、①米国自体が自国経済を刺激できないこともそうですが、②(金利が低下せず、債券価格は上昇の余地がないため)米国が他国から資金を引き付けられないことを意味します。

## 人民元の国際化と国内企業への規制強化の矛盾

人民元の国際化と中国当局による国内大手企業への締め付けは矛盾しているように見えますが、必ずしもそうではありません、準備通貨としての人民元に向けて戦略的に重要なのは、外国の主体には「負債(国債や社債)を買わせて、資本(株式)を買わせない」ということです。

外国の企業や投資家にとってみると、準備通貨建ての負債(ここでは中国の国債や社債)をいくら買っても(外国の)企業や経済の成長にはあまり寄与しません。一方で、外国の企業や投資家が資本(ここでは中国の株式)を買うと、投資先企業の技術や投資先の市場シェアを得ることにつながりますし、逆に中国にとってみると、中国の企業が外国資本に支配されることとなります。

ですから、中国にとってみると、自国の株式市場はほどほどに開放して、債券市場を大きく育てたいはずです。このため、株式市場に関しては、①外国人投資家の投資意欲を削ぐようなガバナンスや事業への介入や、②投資機会を減らす(もしくは、ドル建てではなく人民元建ての証券保有を推進する)ために米国市場への上場規制を行い、他方では、自国の国債や社債の市場の規模を大きくすると共に、主要な債券インデックスへの組み入れを目指すでしょう。

## 米国は、日本や中国などに米国株式ではなく、米国債を買わせてきた

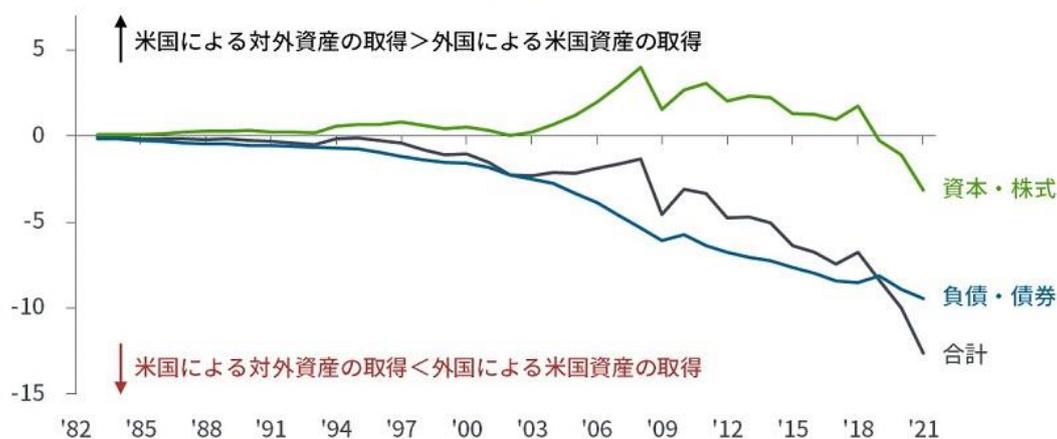
実際、以下のとおり、米国の対外投資残高(Net US International Investment Position)のデータを取ると、米国はこれまで長きにわたって、「負債」については大幅

なマイナスである一方で(=外国勢に米国の負債を買わせる一方、自分たちは外国の負債はあまり買わない)、「株式」については 2017 年頃まではプラスになっていました(=外国勢が米国株式を買うよりも多くの金額の外国株式を米国が取得する。マクロ的な「株式の持ち合い」関係を考えれば、米国企業がより支配的になる)。

なお、米国は経常収支が赤字であるため、「合計」は大幅なマイナスです(=自国の「資産」を外国に渡している。ただし、資産といっても、実際には、株式と違い、負債(米国債)はドル(貨幣)であり、いくらでも発行できる紙切れに過ぎない)。

米国は、外国の主体に負債を取得させる一方、自身は**株式**を取得してきた。

米国のネット対外投資残高 (単位：兆ドル)



(出所) 米経済分析局、フィデリティ・インスティテュート。

(注) 期間：1982年～2020、年次。米国は経常収支の赤字が持続しており、外国の主体に米国資産を取得させてきたため、「合計」はマイナスになる。

まとめると、米国は、同国の負債を外国勢に買わせる一方で、自分たちは外国株式を積極的に取得することを行ってきました。

しかし、株式はここに来てマイナスになっており、言い換えれば、米国は外国勢に負債を買わせるだけではもう持たなくなっている可能性=ゼロ金利も含めてドル建ての負債・債務の魅力が落ちている可能性があり、これはドルの準備通貨としての地位が以前よりも危うくなっていることを示唆しているかもしれません。

※このメルマガは 2021/8/3 にフィデリティ投信の Web サイトに掲載された記事を転載しています。

「マーケットを語らず」のバックナンバーはこちらからご覧ください>>>

---

## フィデリティ・インスティテュートとは

フィデリティ・インスティテュートは、お客さまやビジネス・パートナーの皆さま、さらには広く社会全般に向けて、資産運用・資産形成における最新の情報や独自の知見をご提供します。業界を代表する専門家集団が、当社のグローバル・ネットワークも活用し、マーケットの展望や将来の資産形成に向けての考え方、制度改革の提言にわたる幅広い分野において付加価値の高い発信をすることで、皆さまと共に、より豊かな未来の創造に取り組んでまいります。

[フィデリティ・インスティテュートの記事一覧はこちらからご覧ください>>>](#)

本コラムは、販売会社ご担当者様への情報提供のみを目的としたものであり、公に入手できる情報や当社独自の見解に基づき作成しています。同内容はあくまで一意見でありフィデリティ全体ないし当社が運用するファンドにおける投資判断と同見解と必ずしも一致するものではありません。詳しくはメール末尾の<重要情報>をご覧ください。



お知らせ

最新のマーケット情報やコラムを LINE で  
お届けしています

フィデリティ投信 LINE 公式アカウントでは、最新のマーケット情報や資産運用に関するコラムを配信しています。

左のコードからぜひ友だち登録をお願いします。

---

<重要情報> 本メールは、フィデリティ投信株式会社(以下、当社)が販売会社ご担当者様への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券やその関連金融商品の売買を推奨する、勧誘する、あるいは申込み目的で提供されるものではありません。

ありません。ここに記載されているデータ、意見等は当社がすべて公に入手可能な情報や当社独自の意見に基づき作成したものではありませんが、当社はその正確性、完全性、情報や意見の妥当性等を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなら補償するものではありません。ここに記載された内容が記載日時以降の市場や経済情勢の状況に起因し妥当でなくなる場合もあります。また、ここに記載された内容が事前連絡なしに変更されることもあります。本メール内容は税務、法務、あるいは投資等の助言を提供するものではありません。本メールは個々の販売会社ご担当者様の状況や営業上の目的とは無関係に作成されています。本メールで論じられている有価証券やその関連金融商品はすべての販売会社ご担当者様に適合するとは限りません。特定の投資や投資戦略に関しては販売会社ご担当者様ご自身で独自にご検討願います。当社はいかなる場合においても、本メールを提供した受信者ならびに直接間接を問わず本メールを当該受信者から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等(本メールの使用に直接または間接的に起因したと思われる場合、または本メールの使用上の誤り、あるいは本メールの内容の脱落または誤りによるものを含みますが、これに限定されるものではありません。)について、賠償責任を負うものではなく、受信者の当社に対する賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。過去の実績は将来のパフォーマンスを示唆ないしは約束するものではありません。特に断わりのない限り将来のパフォーマンス予想は記載された出所先が有意と考える要因に基づく推定を表すものです。実際のパフォーマンスは予想と異なることがあります。従って将来のパフォーマンスに関して、いかなる明示的あるいは暗示的な保証もなされることはありません。ここに記載されたデータ、意見には当社あるいはその関係会社に関するものが含まれる場合がありますが、それらはすべて公に入手可能な情報ないし当社独自の意見に基づくものであり、本メールの作成者はいかなる内部者情報からも遮断されており、そのような情報に基づく情報・事項等は一切含まれてはおりません。当社ないし関係会社は、本メールで言及されている企業が発行する、有価証券・有価証券の派生商品等を取引することがあります。さらに本メールに示されている投資判断とは相反する形での取引を執行することもあります。これらの発行会社に対しては各種金融サービスを提供することがあります。

© FIL Limited 2021

[配信停止](#) | [プライバシーポリシー](#) | [クッキーポリシー](#)

フィデリティ・インターナショナルは、個人情報漏えい防止の為、当社の個人情報保護方針に従い、情報を適正に管理しております。受信したメールの画像が表示されない等の不具合が生じた場合は、お手数ですが貴社システムご担当の方にご連絡頂きます様お願い申し上げます。

ここに送信された情報は、宛名に書かれた方に送付することを意図しており、機密内容、特別の権利のある資料を含む場合があります。意図された受信者以外の方または法人による閲覧、転送、拡散またはその他の使用、あるいはその情報に依拠したいかなる行為も禁止致します。もし誤って受け取られた場合は、発信人にご連絡の上、誤送されたEメールをコンピューターから削除下さるようお願い致します。いかなるコメントまたは表明は必ずしもフィデリティのそれではありません。なお、フィデリティが送受信するすべてのEメールは、モニタリングの対象になり得ることをご承知おきください。"Fidelity" は、FIL Limited グループの各社に付与された登録商標です。

## 投資信託の手数料等およびリスクについて

投資信託のお申込みにあたっては、お申込み金額に対して最大3.85%（税込み）の購入時手数料をいただきます。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、換金時の基準価額に対して最大0.5%の信託財産留保額をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、国内投資信託の場合には、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用（信託報酬）（最大2.42%（税込み・年率））のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。外国投資信託の場合も同様に、運用会社報酬等の名目で、保有期間中に間接的にご負担いただく費用があります。

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動します。従って損失が生じるおそれがあります。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。また、上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。

## 金融商品仲介業者の概要

外務員が所属する金融商品仲介業者の「広告等補完書面」をご確認ください。

## 金融商品取引業者の概要

商号等	PWM日本証券株式会社 関東財務局長（金商）第50号
本店所在地	〒104-0031 東京都中央区京橋二丁目14番1号 兼松ビルディング 9階
加入協会	日本証券業協会 一般社団法人 第二種金融商品取引業協会
苦情相談窓口	法務・コンプライアンス部 電話：03-3561-4104
指定紛争解決機関	特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター（FINMAC：フィンマック） 電話：0120-64-5005 平日9:00～17:00（除く土日祝日）
資本金	30億円
主な事業	金融商品取引業
設立年月	平成11年4月
電話番号	03-3561-4100（代表）



**PWM Japan  
Securities**

**PWM日本証券株式会社**  
A Chartered Company

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第50号