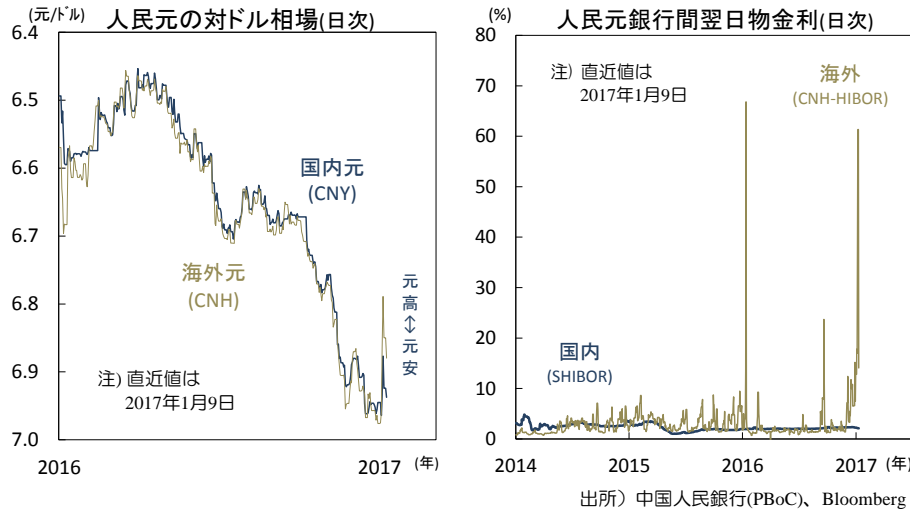


中国：海外人民元(CNH)相場の急反発は、相場の転換点なのか

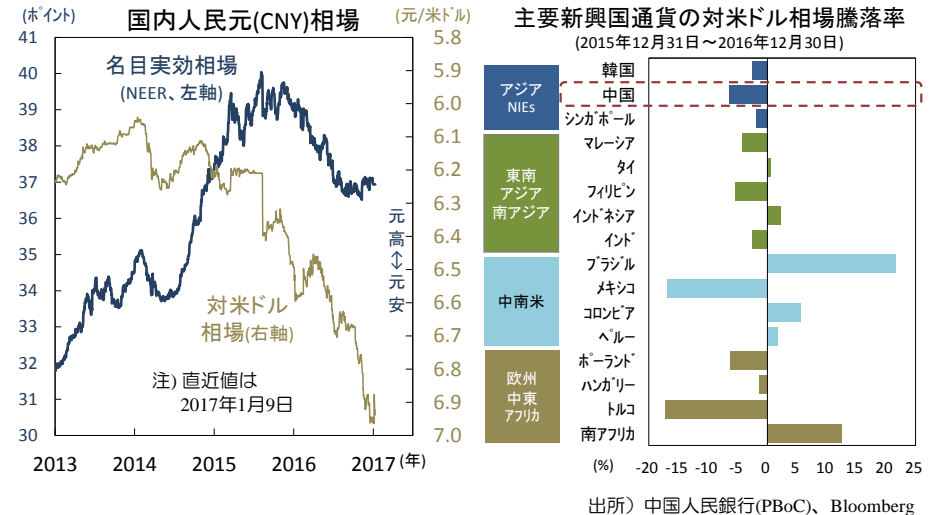
【図1】急反発した海外人民元相場(左)と急騰した短期金利(右)



先週4日より香港等で取引される海外人民元(CNH)が急反発し、5日の終値は1米ドル6.7889元と3日より2.5%上昇(図1左)。CNHの短期金利の急騰が背景です(図1右)。

国内人民元(CNY)は昨年対米ドルで6.5%下落と主要アジア通貨最悪の騰落率(図2)。当局が2015年8月にCNY相場基準値の算出方法を見直し同基準値を引下げて以降、相場下落が続きました。CNYの過大評価の解消を目指す当局の姿勢と、CNYの先安感を背景に加速した資本流出が背景です。2015年12月、中国人民銀行(PBoC)は2015年末に独自の元の名目実効相場(NEER)を公表し、対ドル相場でなくNEERの安定を重視する方針を公表。それ以降、NEERは緩やかに減価(図2左)。当局は2014年の米ドル独歩高局面で同通貨に連動したために生じた通貨の過大評価の解消を図っている模様です。安定的だったCNYの対ドル相場が下落を始めると、企業による外貨建て借入の繰上げ返済や家計や企業による対外投資などの資本流出が加速。CNY相場下落を抑えるための介入で外貨準備が急減し(図3左)、これが更なる資本流出を招く展開となりました。

【図2】昨年、人民元の対ドル相場下落率は主要アジア通貨最大(右)



先週のCNH短期金利の急騰は、CNYの下落を期待した海外投資家が積上げたCNH先物売り持ち高の解消を促すために、当局が演出したものと考えられます。

居住者の個人による外貨購入上限は一人年間5万米ドル。同上限が更新される年初にはドル買いが集中しがちです。元相場切下げの憶測が浮上し米中対立のリスクも意識される中、元安の進行を予想した海外投資家は売買の難しいCNYの代わりに自由な取引が可能なCNHの先物売りを実施。これを問題視した当局がCNHの短期金利を引上げ、空売りの解消を促しました。資本取引規制の強化や当局の意向を受けた国有企業によるドル売りによって短期金利は上昇。香港における人民元預金残高の減少(図3右)も金利の上昇を促しました。昨年1月の短期金利急騰局面では、PBoC自身が多額のCNH直物買い介入を実施。しかし、外貨準備の急減に悩むPBoCは(図3左)、今回は大規模な介入を控えた模様です。当局は、昨年10月より資本取引の規制や取締りを強化しており(本レポート12月12日号参照)、昨年末以降も追加的な措置が導入されました。

● 相場の安定を重視し、人民元空売りの解消を促した当局

当局は金融機関の取引報告義務を強化し、地下銀行を通じた送金や外貨購入上限の融通を困難に。また、今年初より外貨購入申請書に外貨を不動産や証券や一時払い保険等への投資に用いないとの誓約を盛り込み、購入上限の貸借を明確に禁じ、違反者への罰則を強化しました。昨年11月下旬からは国内企業による海外関連会社との取引の監視を強化。香港子会社への親子間貸付などの資金供給が細りCNHの流動性は低下、短期金利の急騰が起こりやすい環境が生まれました。11月8日の米大統領選挙直後の米ドル高局面では、CNYのNEERが小幅に上昇(図2左)。PBoCは、従来とは異なり、対ドル相場基準値の引下げ幅を抑えて対ドル相場の安定化を図った模様です。元相場下落に伴う資本流出の加速を恐れるPBoCは、投機筋によるCNHの空売りを一掃すべきと判断したのでしょうか。短期金利の急騰によってCNHの空売りコストの上昇に見舞われた投機筋は、取引の解消を強いられ多額の損失を計上したとみられます。

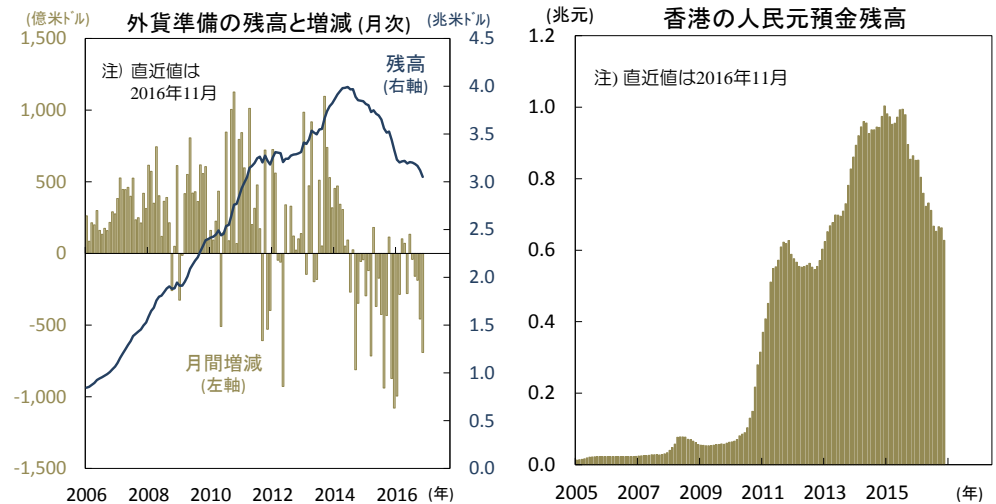
内外資金移動にかかわる規制と監視の強化によって、中国と香港間の金利裁定取引は難しくなっており、内外金利差は残存(図1右)。CNH金利の上昇が国内経済を下押しすることはなく、PBoCにとってコストの低い投機抑制策であったとみられます。

● 一時的な相場の反発を経て、今後も元相場下落は継続か

PBoCは投機筋に「お灸を据える」ことにひとまず成功しており、今後もCNH短期金利の高止まりを維持する可能性は低いでしょう。内外の金利と為替相場の乖離は市場を歪め、誤ったシグナルを送りかねません。また、CNYとCNHの対ドル相場は急反発したものの、これが2015年8月以降のCNY相場下落基調の転換点となることもないでしょう。資本流出(図4)は構造的なものともみられ、今回の相場反発によって変化することはないと考えられます。当局による規制の導入や監視の強化が足元の資本流出を抑えているものの、他国の経験が示すとおり規制の効果は時とともに低下し、家計や個人は規制の網をくぐり海外へ資金を移動する方法を編み出すとみられます。

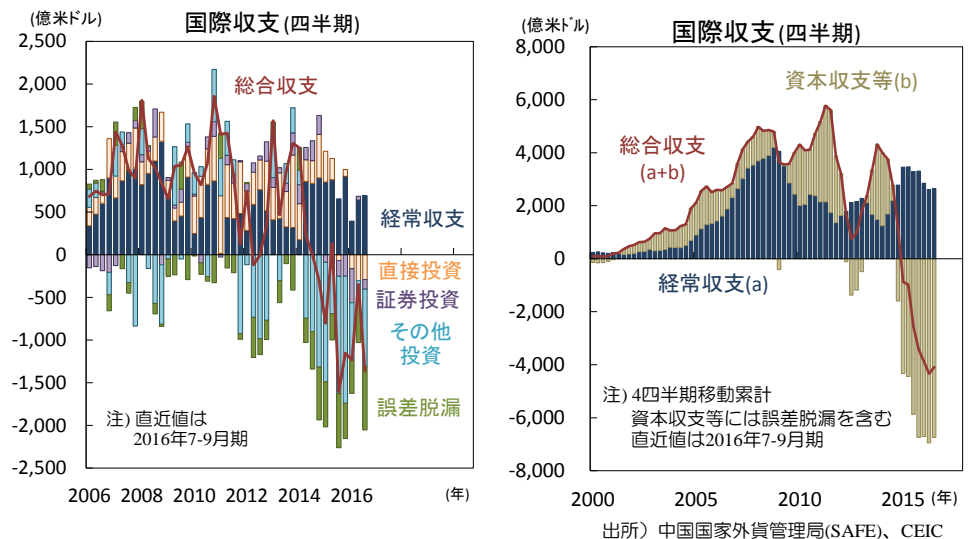
今月20日には米新大統領が就任。米新政権による経済運営や貿易政策の方向性が徐々に明らかになり、米金利や米ドル相場の変動性が増すでしょう。米国政府による中国の為替操作に対する評価にも注目が集まります。先週7日公表の中国の12月末の外貨準備は3兆105億ドルと前月比411億ドル減少。来月初公表の1月末残高が節目の3兆ドルを割り込み、市場心理を悪化させる可能性も意識されます。先週一時反発したCNYの対ドル相場は再び緩やかな減価基調を続けると予想されます。(入村)

【図3】減少する外貨準備(左) 香港の人民元預金残高も減少(右)



出所) 中国人民銀行(PBoC)、香港金融管理局(HKMA)、CEIC、Bloomberg

【図4】資本の流出基調が続き、国際収支の赤字が継続



出所) 中国国家外貨管理局(SAFE)、CEIC

留意事項

◎投資信託に係るリスクについて

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しているため、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。したがって、投資者のみなさまの投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。運用により信託財産に生じた損益はすべて投資者のみなさまに帰属します。

投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等をよくご覧ください。

◎投資信託に係る費用について

ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。

■購入時（ファンドによっては換金時）に直接ご負担いただく費用

- ・購入時（換金時）手数料 ... **上限 3.24%（税込）**

※一部のファンドについては、購入時（換金時）手数料額（**上限 37,800円（税込）**）を定めているものがあります。

■購入時・換金時に直接ご負担いただく費用

- ・信託財産留保額 ... ファンドにより変動するものがあるため、事前に金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法を表示することができません。

■投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

- ・運用管理費用（信託報酬） ... **上限 年3.348%（税込）**

※一部のファンドについては、運用実績に応じて成功報酬をご負担いただく場合があります。

■その他の費用・手数料

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等でご確認ください。

※その他の費用・手数料については、運用状況等により変動するものであり、事前に金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法を表示することができません。

お客さまにご負担いただく費用の合計額もしくはその上限額またはこれらの計算方法は、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、三菱UFJ国際投信が運用するすべての公募投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等をご覧ください。

各資産のリスク

◎株式の投資に係る価格変動リスク

株式への投資には価格変動リスクを伴います。一般に、株式の価格は個々の企業の活動や業績、市場・経済の状況等を反映して変動するため、株式の価格の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

◎公社債の投資に係る価格変動リスク

公社債への投資には価格変動リスクを伴います。一般に、公社債の価格は市場金利の変動等を受けて変動するため、公社債の価格の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

◎信用リスク

信用リスクとは、有価証券等の発行者や取引先等の経営・財務状況が悪化した場合またはそれが予想された場合もしくはこれらに関する外部評価の悪化があった場合等に、当該有価証券等の価格が下落することやその価値がなくなること、または利払いや償還金の支払いが滞る等の債務が不履行となること等をいいます。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

◎流動性リスク

有価証券等を売却あるいは取得しようとする際に、市場に十分な需要や供給がない場合や取引規制等により十分な流動性の下での取引を行えない場合または取引が不可能となる場合、市場実勢から期待される価格より不利な価格での取引となる可能性があります。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

国内株式・国内債券への投資は上記のリスクを伴います。海外株式・海外債券への投資は上記リスクに加えて以下の為替変動リスクを伴います。

◎為替変動リスク

海外の株式や公社債、REIT、オルタナティブ資産は外貨建資産ですので、為替変動の影響を受けます。そのため、為替相場が円高方向に進んだ場合には、投資元本を割り込むことがあります。

新興国への投資は上記リスクに加えて以下のカントリーリスクを伴います。

◎カントリーリスク

新興国への投資は、先進国への投資を行う場合に比べ、投資対象国におけるクーデターや重大な政治体制の変更、資産凍結を含む重大な規制の導入、政府のデフォルト等の発生による影響を受けることにより、市場・信用・流動性の各リスクが大きくなる可能性があります。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元本を割り込む可能性が高まる場合があります。

本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料は、投資環境等に関する情報提供のために三菱UFJ国際投信が作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。
- 投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。銀行等の登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の補償の対象ではありません。
- 投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況であり、また、見通しなし分析は作成時点での見解を示したものです。したがって、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また税金・手数料等は考慮していません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の三菱UFJ国際投信経済調査部の見解です。また、三菱UFJ国際投信が設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。
- 投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡しする最新の投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認くださいのうえ、ご自身でご判断ください。
- クローズド期間のある投資信託は、クローズド期間中は換金の請求を受け付けることができませんのでご注意ください。



三菱UFJ国際投信

三菱UFJ国際投信株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404号
加入協会：一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会