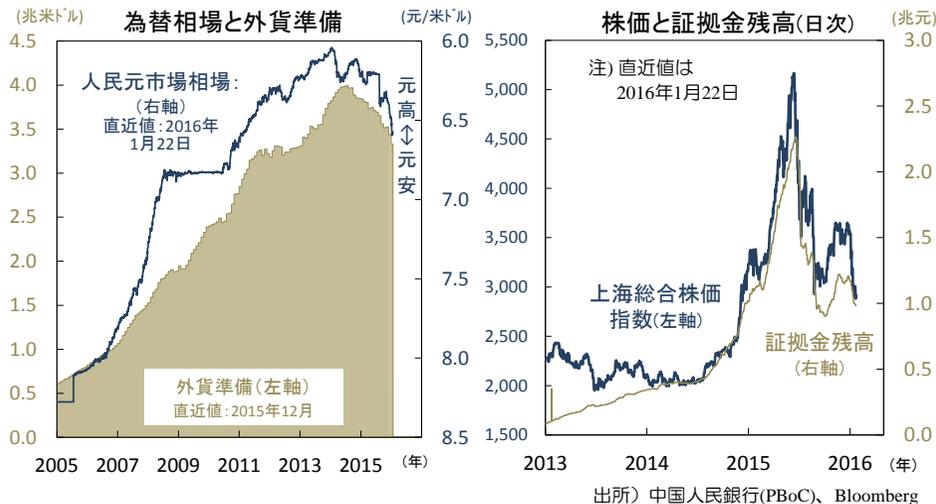


中国：人民元相場の今後を考える～年初の下落を経ての足元の安定は一時的なものなのか

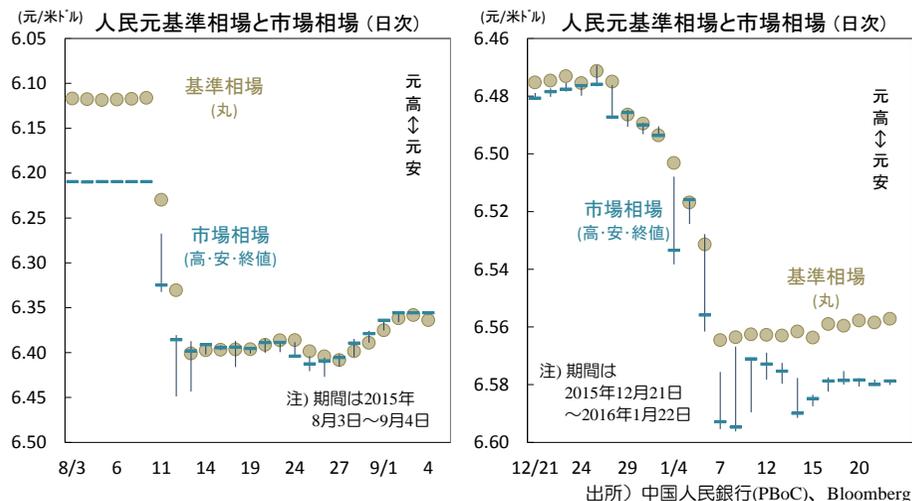
【図1】昨年8月と同様、今年年初も元と株価の同時下落が発生



年初より今月8日にかけて対米ドル(以下「ドル」)で1.5%下落した人民元はその後先週22日にかけて同0.2%上昇、不安定な株価を横目にひとまず安定を取戻しました。

人民元相場と中国株が相次いで下落し世界的な金融市場の動揺を招いたのは、昨年8月以降2回目です(図1)。昨年8月11日には、中国人民銀行(PBoC)が、国内人民元(CNY)相場の基準相場を前日比1.9%引下げ、翌日も同1.6%引下げ(図2左)。国際金融市場に「輸出と景気の低迷に苦しむ中国が遂に通貨切下げに追込まれた」という見方が広がりました。しかし、基準相場の引下げは、国際通貨基金(IMF)の助言に沿った為替相場の柔軟化と透明度向上に向けた取組みの結果でした。海外投資家の同国為替制度に対する理解不足とPBoCによる説明不足が不要な誤解と混乱を生んだと考えられます。当時、IMFは特別引出権(SDR)にCNYを採用すべきが審査中であり、8月3日公表の中間報告書で、CNYの基準相場が「市場実勢を反映しておらず2%以内のかい離が生じている」と指摘。これを受けて、PBoCは基準相場を実勢相場に近づけようとした。

【図2】昨年8月(左)と今年年初(右)に、人民元基準相場を引下げ



基準相場と実勢相場のかい離は、PBoCによる特殊な市場運営によりました。2005年にCNYの小幅切上げを行った際、PBoCは「管理変動相場」に移行したと公表。この制度の下、PBoCは毎朝基準相場を公表し、市場相場は同相場から一定の範囲(現在は±2%)で需給を反映して変動します。1日あたり2%、5日累計で最大10%変動可能な相場制度は一見柔軟に見えます。しかし、昨年8月初まで、市中銀行からの聞き取りに基づいて公表されるはずの基準相場は、前日の市場相場終値ではなく前日の基準相場に近い水準で推移。この結果、国際収支黒字局面では市場相場が基準相場より2%ほど高く、同赤字局面では同2%ほど低いという状態が恒常化(図3左)。PBoCは変動相場の看板を掲げながら、基準相場を固定することで事実上の固定相場を運営していました。

8月11日、PBoCはCNYの基準相場を前日の市場相場終値と同水準まで引下げ。しかし、突然の基準相場引下げに動揺した市場参加者がCNY売りを急ぎ市場相場が基準相場より下落したため、PBoCは翌日の基準相場を再び引下げることになりました。

● 昨年8月の混乱を経て、今年初に再び下落した元相場

市場の動揺に驚いたPBoCは、8月12日に市場介入でCNYの市場相場の下落を抑え、翌13日には基準相場と市場相場の調整は終わったと表明、事態の収拾を図りました。その後、PBoCは市場介入で市場相場を安定させつつ、基準相場を前日市場終値と同水準かやや高めに設定(図2左)。この結果、CNYの市場相場は安定を取り戻しました。

しかし、相場は今年初より再び下落を始めます。年明けの1月4日、PBoCはCNY基準相場を年末の終値より低い水準に設定(図2右)。同日に中国株が急落する中で市場相場も0.6%下落しました。その後、6日と7日にもPBoCは基準相場を前日の市場相場終値より低く設定、7日には元安への懸念も高まる中で株価が急落しました。市場の動揺を受けて、PBoCは8日以降の基準相場を高めに設定。この結果、基準相場と市場相場は小幅にかい離しており(図2右)、昨年8月初以前の状況に逆戻りしたとも言えます。また、PBoCは、外国人も自由に売買可能な海外人民元(CNH)が売込まれCNY相場を大きく下回ったこと(図3右)、市場参加者が裁定取引(CNH買い/CNY売り)を活発化したことを問題視。同裁定取引への規制を強化するとともに、国有商業銀行経由で香港のCNH市場に介入し、CNH相場をCNY相場と同水準に押し戻した模様です。

● 当局は、市場の落ち着きを待って緩やかな元安誘導を再開か

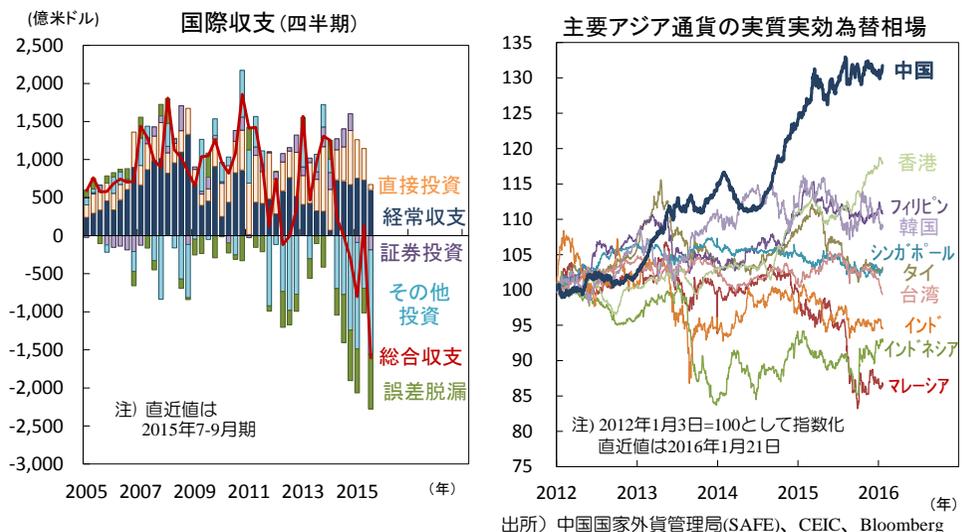
PBoCの首席エコノミストは、昨年12月に公表した独自の名目実効相場(NEER)に言及しつつ、「対ドル相場のみにとらわれないで欲しい」と発言。年初からの基準相場の引下げは、対ドル相場の柔軟化を志向したものとみられます。しかし、株価急落で市場の不安が高まる中での相場引下げ続行は配慮不足との批判を免れないでしょう。

昨年8月と今年初の混乱は、市場の自由化と相場の柔軟化を目指す当局が、金融市場への十分な理解を欠いていたことから発生。この結果、基準相場の透明化やCNH市場の取引自由化は一時的に後退しました。当局は引き続き中期的なCNY相場の柔軟化を志向しているとみられるものの、国際収支が赤字基調(図4左)の下での柔軟化は元安を招きます。ドル独歩高の下で長らく対ドル相場が安定していたため、CNYの実質実効相場は大きく上昇しています(図4右)。今後、国内金融市場が安定を取戻した後、PBoCは再び基準相場を減価させ、緩やかな元安誘導と市場相場の柔軟化を図るでしょう。金融市場との付き合い方に不慣れな当局が、再び市場の動揺を招く可能性も低くはありません。CNYの対ドル相場は今後も年末まで緩やかに減価し、同通貨との連動性の高い台湾や韓国の通貨の上値を重くすると予想されます。(入村)

【図3】外国人による売りで一時国内元を下げた海外元相場(右)



【図4】赤字基調の国際収支(左)、割高感の強い人民幣相場(右)



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金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、投資元金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、投資元金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、投資元金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、投資元金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、投資元金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、投資元金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、投資元金を割り込む可能性が高まる場合があります。

当資料に関してご留意頂きたい事項

- 当資料は、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。当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。
- 当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。
- 当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。
- 当資料に示す意見等は、特に断りのない限り当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