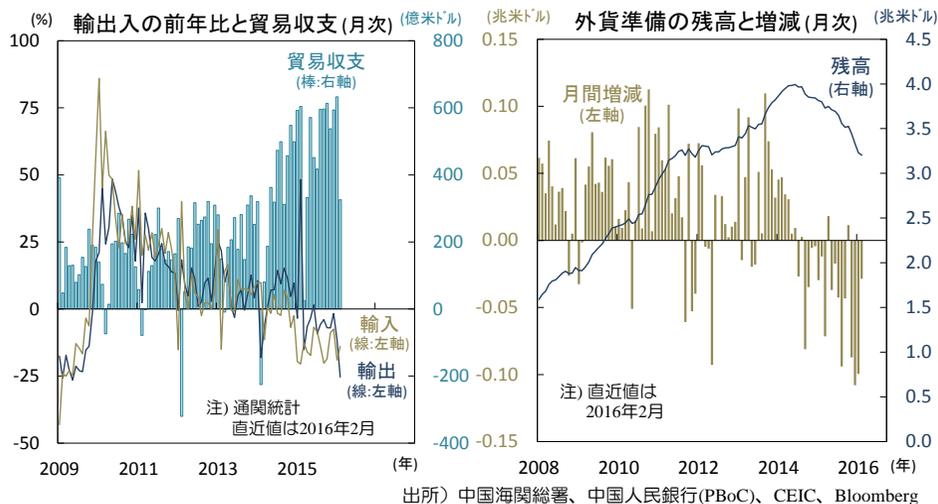


中国：外貨準備減少速度の鈍化は、今後の人民元相場の安定化を示唆しているのか

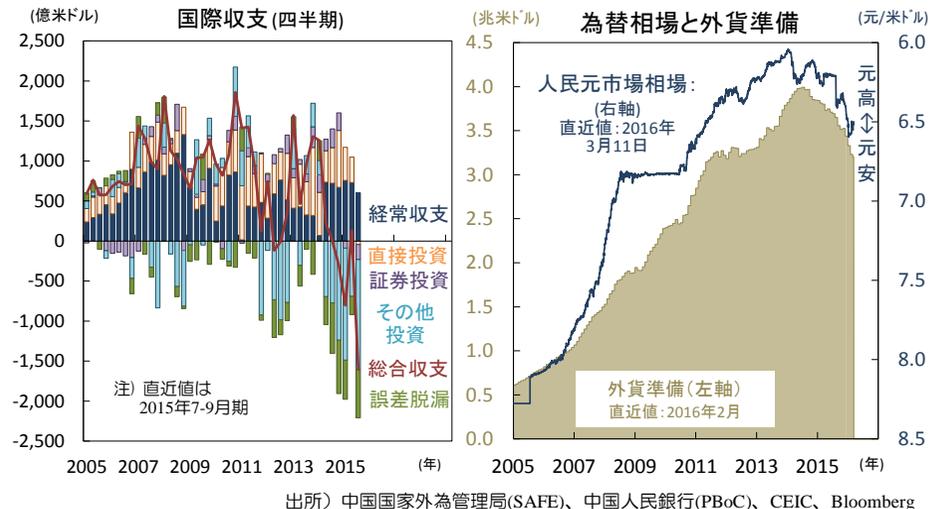
【図1】低迷する輸出(左)、外貨準備の減少速度は2月に鈍化(右)



先週8日に中国政府が公表した2月の米ドル(以下「ドル」)建て輸出は前年比▲25.4%と前月の▲11.2%より落込み幅が拡大(図1左)。輸入は同▲13.8%と前月の▲18.8%より落込み幅が縮小し、貿易収支は+326億ドルと前月の+633億ドルより縮小しました。

上記の前年比は旧正月のずれ(今年は2月上旬、昨年は同下旬)の影響も受けるものの、1-2月合計の前年比を計算しこれを取除いても、輸出は▲17.8%、輸入が▲16.8%と軟調でした。東南アジアと日・米・欧向け輸出は2桁台のマイナス。主要貿易相手国の景気低迷が輸出を押下げました。輸入元では、香港からの輸入額が前年比+88.7%と急伸。中国企業が輸入を過大に申告し外貨の海外持出しを図ったものとみられます。なお、資本流出の動きは足元でやや減速しています。先週7日に公表された2月末の外貨準備残高は3兆2,023ドルと前月より286億ドル減少(図1右)。減少幅は前月実績の995億ドルと市場予想(Bloomberg集計の中央値)の409億ドルを下回りました。2月にドルは対円で7.5%、対ユーロで0.4%下落、外貨準備の評価益も残高減少を抑えたとみられます。

【図2】資本流出に伴って7-9月期の国際収支は大幅な赤字に(左)



同国の準備がIMFの外貨準備構成(COFER)調査の直近値と同様の内訳(ドル: 64%、ユーロ: 20%、英ポンド: 5%、日本円: 4%等)と仮定した場合、2月の外貨準備の評価益は110億ドル前後となります。ドル売り介入による同準備の減少額は396億ドル(286億ドル+110億ドル)と推計され、前月の同860億ドルの半分以下に縮小したとみられます。

貿易・經常収支が黒字の同国が外貨準備の減少に見舞われているのは、經常黒字を上回る多額の資本流出によります。昨年7-9月期には、直接・証券・その他投資勘定の全てが赤字となり、誤差脱漏の赤字も拡大したため、国際収支が▲1,605億ドルの赤字に(図2左)。国内企業による対外直接投資の増加、外国企業による対内直接投資の減少、海外投資家による証券投資の引揚げ、国内企業による対外債務の返済、海外企業による預金の引出し、居住者による対外預金の預入等が背景であり、多額の誤差脱漏の赤字は非合法的な外貨持出しの増加等をうかがわせます。一連の資本流出は、昨年8月の人民元相場基準値の引下げに伴う同通貨切り下げ懸念によって促されたと考えられます。

● 今年初の混乱を経て安定化した国内人民元相場

昨年8月11日、中国人民銀行(PBoC)は国内人民元(CNY)の対ドル相場基準値を前日比1.9%引下げ、国際通貨基金(IMF)の助言に従って市場相場と基準値の乖離の解消を図りました(本レポート1月25日号参照)。しかし、PBoCの意図は正確に伝わらず、市場参加者は「輸出と景気の悪化で通貨切下げに追込まれた」と解釈し、多額のCNY売りで市場相場を押下げ。同行は「相場の調整は終了した」と説明、基準値を安定的に保つことで混乱をひとまず収めました。しかし、PBoCが昨年末より今年初にかけてCNYの基準値を引下げ始めると再び市場は混乱。同行は2月上旬まで基準値をわずかに切上げつつ安定的に維持することで、混乱を抑えることになりました(図3左)。

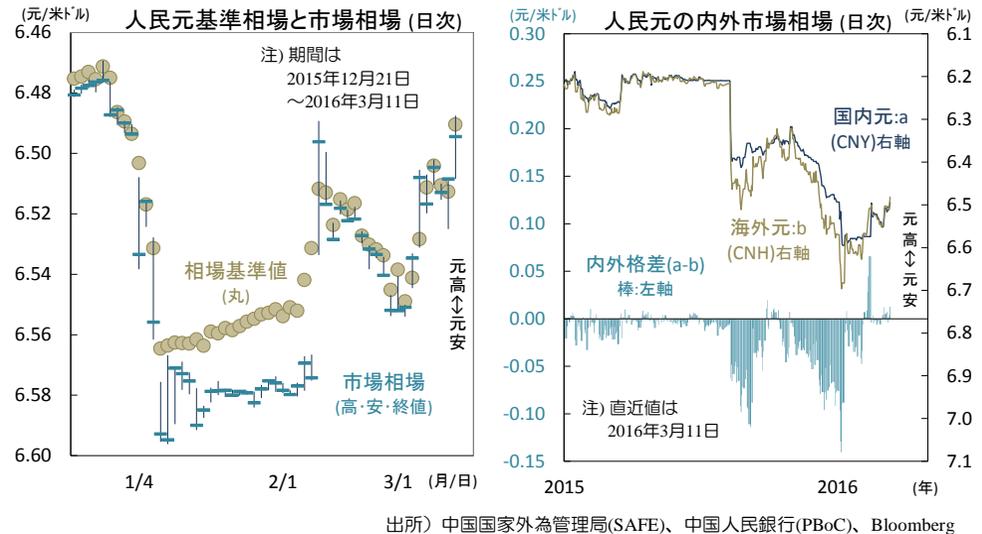
旧正月明けの2月15日、PBoCはCNYの基準値を前日比0.3%引上げ、一部国内市場参加者の「休暇明けの相場切下げ」懸念を払拭。以後は、CNYの名目実効相場(NEER)を安定的に保つべく柔軟に基準値を動かすも、市場相場は大きく変動せず。PBoC幹部が基準値運営法の説明を丹念に行ったこと、ドル安基調の下で基準値が高めの水準で推移したことも、市場の相場切下げ懸念を和らげました。海外元(CNH)相場もCNYとほぼ同水準で推移(図3右)、外国人の相場切下げ懸念も後退したとみられます。

● 今後、元の為替相場は、再び緩やかに減価か

クレジットカードによる海外でのキャッシングや第三者の外貨交換枠(年5万ドル)の活用への制限、居住者の対外証券投資(QDIIとQDLP制度による)の一時的な凍結など、当局は相次いで対外資本流出への規制を強化しています。PBoCは、2月29日に大手銀行の預金準備率(RRR)を17.5%から17%に引下げ(図4左)、6,800億元相当の流動性を供給することを決定(3月1日より適用)。旧正月前にはRRR引下げがCNY下落につながることを懸念したPBoCも、市場の相場切下げ懸念後退に自信を強めた模様です。

今月5日に開幕した全人代は、今年の財政赤字幅と通貨供給量伸び率の目標を前年より引上げ、財政金融緩和で景気底割れを防ぐ方針を表明。しかし、人口動態の悪化や過剰設備の削減に伴う圧力の下、景気は容易に回復しないでしょう。PBoCはRRRや政策金利を引下げ市中に流動性を供給し、景気を支えようとする見込みです。内外金利差の縮小は、国内企業によるキャリー取引(米ドル借入CNY資産買持ち)の解消を促すでしょう。2月のCNY相場の安定はドル相場下落に助けられた面が強く、今後ドルが上昇する局面では、再びCNY下落の圧力が高まるとみられます。足元で安定的に推移するCNYの対ドル相場は、今後緩やかに減価すると予想されます。(入村)

【図3】今年初の下落を経て安定化した国内人民元(CNY)相場(左)



【図4】引下げられた預金準備率(左)、政府歳出の高い伸び率(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