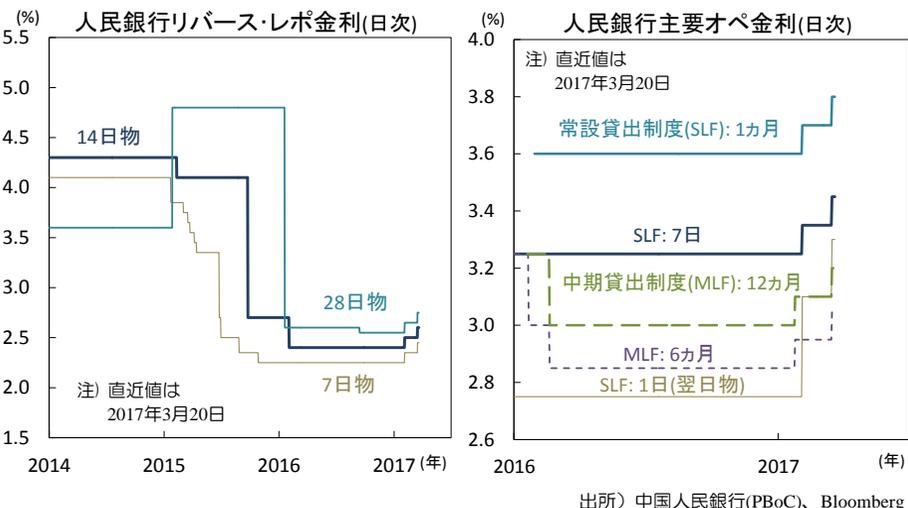


中国：人民銀行はなぜ米利上げの翌日に金融調節オペ金利を上げたのか

【図1】先週16日に複数の金融調節オペ金利を引上げ



先週16日、中国人民銀行(PBoC)は主要な金融調節オペ金利の引上げを実施。米国による3ヵ月ぶりの利上げの翌日の決定でした。リバース・レポ(RR)金利(7日、14日、28日)、中期貸出制度(MLF)金利(6ヵ月、12ヵ月)、常設貸出制度(SLF)金利(7日、1ヵ月)が0.1%ポイントずつ、翌日物SLF金利は0.2%ポイント引上げられました(図1)。

PBoCは、1月24日にMLF金利、2月3日にRR金利とSLF金利を引上げており、オペ金利の引上げは今回で3回目です。PBoCは、決定後の会見で金利引上げの背景を説明。国内景気の拡大、物価上昇に伴う実質金利の低下、銀行貸出の伸び、一部都市での不動産価格の上昇、外需の改善、前日の米国による利上げと米国債利回り等の上昇などを列挙しました。また、市場金利を柔軟に上昇させることで金融リスクやレバレッジを抑制できるとも指摘。近年、銀行間資金市場などで積み上がったレバレッジの解消を目指したことを示唆しました。PBoCは今回のオペ金利の引上げは「利上げではない」とも説明。引き続き1年物の預貸基準金利が政策金利であるとの立場を強調しました。

【図2】近年急増したレポ取引(左)、足元で上昇するレポ金利(右)



近年、銀行間の短期金利が低位で安定する中、債券レポ市場等の取引高が急増(図2左)。証券会社の自己勘定取引部門や銀行の組成した理財商品(WMP)が同市場から短期資金を借入れ、中長期国債や社債などに投資するレバレッジ取引を拡大させていました。昨年12月半ばには、債券取引で多額の損失を被った中堅証券会社(国海証券)の株式が取引停止となり、市場が一時動揺。上記取引の拡大を問題視したPBoCは短期金利の上昇を容認し、レバレッジの解消を促した模様です(本レポート12月26日号参照)。

今月の全国人民代表大会(全人代)で公表された政府活動報告は、金融リスク管理の重要性を強調。(a)不良資産、(b)社債市場での債務不履行、(c)影の銀行(シャドー・バンキング)、(d)インターネット金融などを注視すべき分野としました。(c)に関しては、銀行の組成するWMPの一部が銀行間借入などを用いてレバレッジをかけていることも問題視しているとみられます。PBoCによるレバレッジ解消に向けた動きは、同行のみの判断ではなく、共産党指導部の意思に基づいて行われていると考えられます。

● マクロ健全性規制の強化でもレバレッジ解消を促進

PBoCは、銀行のマクロ健全性評価(MPA)の強化にも取り組んでいます。今年1-3月期からは、銀行が組成し簿外扱いとしているWMPもMPAによるリスク量計測の対象に追加。MPA基準を達成できなかった銀行をPBoCによる金融調節オペのプライマリー・ディーラー(PD)から除外するなど罰則も強化し、銀行間市場での慎重な取引を促している模様です。金融監督機関は、銀行、証券会社、保険会社など業態ごとに存在し、急速に発達する新規金融商品の監督は不十分。しかし、マクロ健全性規制はPBoCが主導しており、短期金利の操作と併せてレバレッジの抑制を図っています。

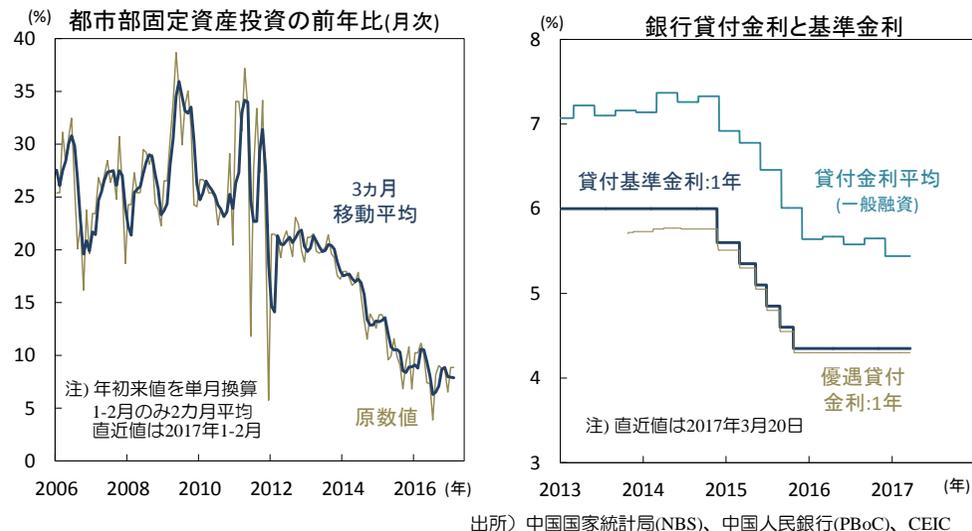
PBoCは金融市場が動揺しないようにも努めている模様です。オペ金利を上げた先週16日、RRの期限到来で1,000億元の資金が吸収される予定でした。PBoCはRRで800億元、MLFで3,030億元を貸出し、ネットで2,830億元の流動性を供給。資金供給で市場参加者の動揺と金利の急騰を抑え込みつつ、金利の高い長期資金(MLF)の比重を増やすことで銀行の平均調達金利の上げを図りました。銀行間の7日物レポ金利は3.8%に上昇し、金利コリドー上限とみられていたSLF7日物(3.45%)を突破(図2右)。もっとも、PBoCの重視する取引量加重平均金利は2.76%への上昇に留まりました。

● 短期金利の上昇は、短期的な人民元相場の支援要因に

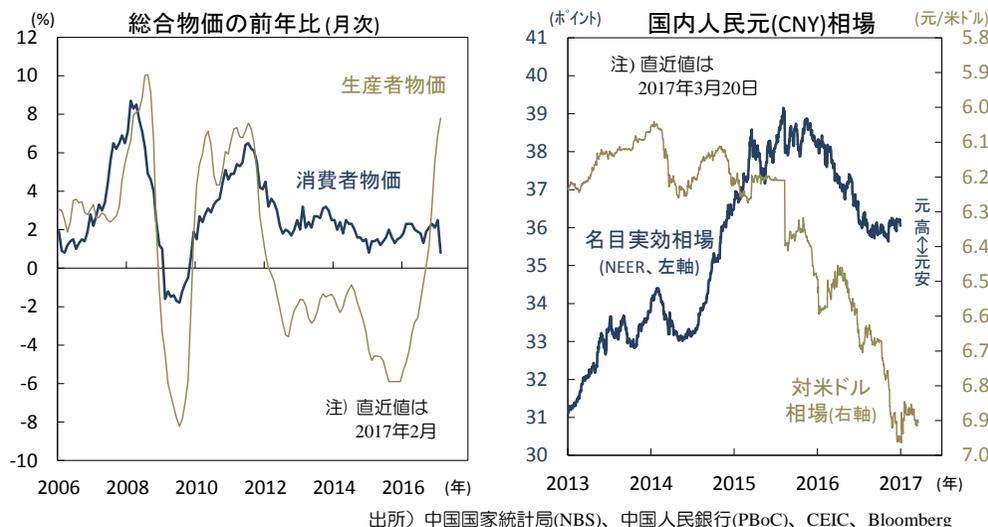
1-2月の鉱工業生産や都市部固定資産投資(図3左)は緩やかに拡大。短期金利を上げるPBoCの背中を押した模様です。もっとも、景気は政府による刺激策に支えられており、企業の借入金利との連動性の高い貸出基準金利が年内に上げられる可能性は低いでしょう(図3右)。足元の生産者物価の上昇は主に一次産品価格の上昇や前年低ベース効果によるものであり、川下の消費者物価への波及の兆しは見られません(図4左)。中小銀行は預金基盤に乏しいため銀行間借入やWMPに依存。PBoCのオペ金利引上げによって資金調達金利は徐々に上昇しています。同銀行による貸付金利の引上げが拡大しないよう、今後のオペ金利の引上げは小幅なものになると思われます。

国内人民元(CNY)は年初より今週20日にかけて対米ドルで0.5%上昇(図4右)。ドル安進行に加え、昨年10月以降の資本取引規制や取締りの強化に伴う資本流出の鈍化が背景です。今後予想される緩やかな短期金利の引上げも相場の支援要因となるでしょう。もっとも、時間の経過に伴う資本取引規制の効果の減衰、中期的な対外投資需要などからCNYは再び減価を始めるとみられます。落ち着いた経済環境の下、今年通年の対ドル相場下落率は2-3%程度と昨年の6.5%を下回ると予想されます。(入村)

【図3】企業借入金利との連動性の高い貸出基準金利は据置き(右)



【図4】年初より、人民元の対米ドル相場は安定的に推移(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いただきたい事項

- 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