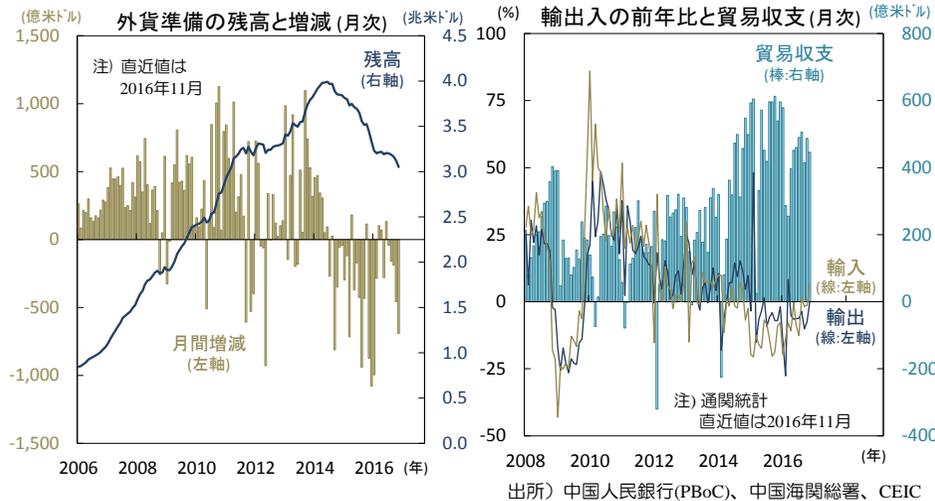


中国：流出する資本と下落する人民元相場、資本取引規制を強化する当局

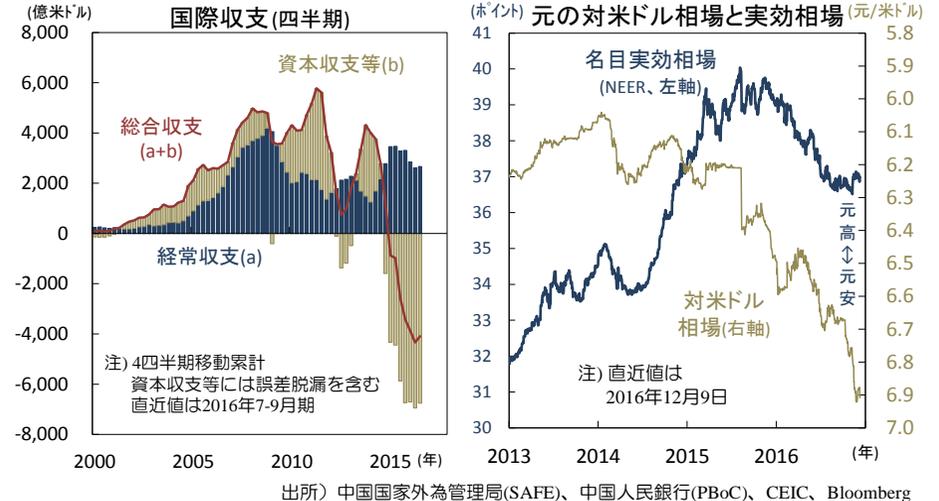
【図1】11月の外貨準備残高の減少額は691億ドルに拡大(左)



中国からの資本流出が加速しています。先週7日、中国人民銀行(PBoC)は11月末の外貨準備残高が3兆516億米ドル(以下「ドル」と公表(図1左)。月間の減少額は691億ドルと、今年1月以来の水準に増加しました。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構成(ドル:68%、ユーロ:22%、日本円と英ポンド:5%)と仮定すると、ドル高に伴う同準備の評価損は320億ドルで、介入等による減少は370億ドル前後。11月の貿易黒字は446億ドルであり(図1右)、多額の資本流出が生じたとみられます。

同国は今年9月までの4四半期に2,666億ドルの経常黒字を計上。しかし、近年資本収支と誤差脱漏が多額の赤字に転じたため国際収支は大幅な赤字となり(図2左)、外貨準備が減少しています。人民元(以下「元」)相場下落への懸念が資本流出を促したとみられます。PBoCは、昨年8月11日に元相場の基準値算出方法を変更し、同基準値を3日間累計で4.4%引下げ。景気や輸出の減速に悩む当局が相場の切下げに迫られたとの思惑が広まり、世界的なリスク回避の動きを誘いました(本レポート1月25日号参照)。

【図2】資本流出で赤字となった国際収支(左)、下落する元相場(右)



外貨準備の減少は昨年8月より加速。元相場の更なる下落を懸念する企業が外貨建て債務の繰上返済を急ぎ、個人と企業は対外投資を加速させたとみられます。昨年の12月と今年1月には、外貨準備の月間減少額が約1,000億ドルまで拡大(図1左)。昨年末より元相場の基準値の引下げが加速したことが背景です。昨年12月にPBoCは元の名目実効相場(NEER)の安定を重視する方針を公表。12月の米利上げ開始の前後にドルの独歩高が進んだことを受けて基準値の引下げが行われ、市場の動揺を招きました。

今回の資本流出の加速は、11月8日の米大統領選挙後の元相場下落が背景でしょう。11月8日から先週9日にかけて元の市場相場は対ドルで1.8%下落。元のNEERはほぼ横ばいで推移しており(図2右)、米金利上昇に伴うドルの対ユーロ・英ポンドの上昇を反映するべく元相場の基準値が引下げられた模様です。ドル高局面では、基準値の下落が資本流出を誘うとともに外貨準備の評価損も発生。来年の前半には外貨準備残高が心理的な抵抗線の3兆ドルを割り込み、市場の動揺を生むリスクも意識されます。

● 資本流出の加速とともに強化される資本取引規制

資本流出の加速を懸念した当局は、10月より資本取引の規制や取締りを強化しています。10月には広東省警察が違法な海外資金送金を行った地下銀行を摘発し、クレジット・カード会社(UnionPay)が居住者による香港での一時払い保険商品(外貨建て解約返戻金の受取が可能)の保険料支払いを禁止。11月にはビットコインの対外送金の規制の検討、上海自由貿易試験区での資本移動の監視の強化、国内企業による対外直接投資への規制強化を実施。12月には、国内企業による対外貸付への規制が強化されました。同国では、対外投資の増加とともに、直接投資勘定が近年赤字に(図3左)。本業とは無関係な海外企業の買収など、資本逃避が目的と疑われる投資も少なくない模様です。一連の措置によって、資本流出の速度は減速するでしょう。しかし、他国の例が示すとおり、規制の効果は時間とともに低下します。個人や企業は現行の規制をくぐって資金を海外に持出す手法を編み出し、資本流出は継続するとみられます。

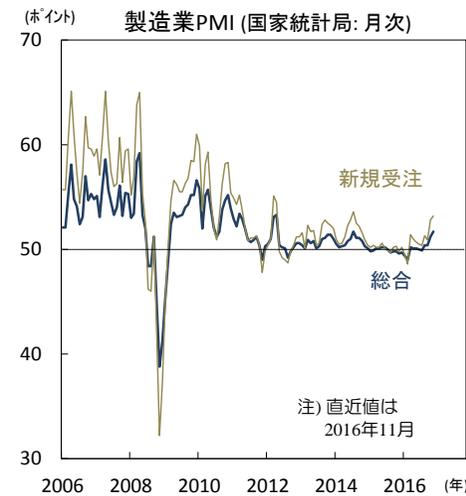
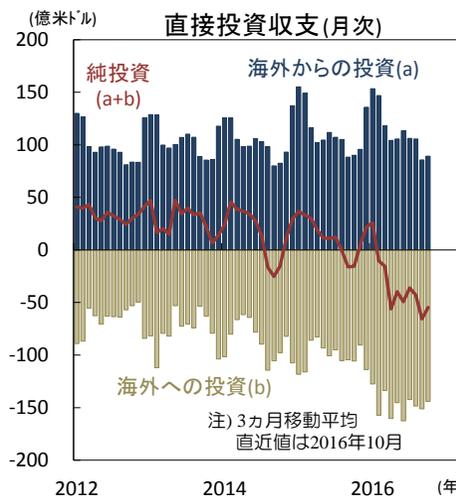
人民元のNEERは今年初より8月末にかけて緩やかに低下しています(図2右)。PBoCはドル高局面で元対ドル相場基準値を下げる一方で、ドル安局面の同基準値の引上げ幅を抑制し、NEERが緩やかに低下するよう相場を運営しているとみられます。

● 下落の継続が予想される元相場と足元で拡大する景気

2014年のドル独歩高の局面で同通貨に連動したために元のNEERは大きく上昇(図2右)、PBoCはこの時に生じた元相場の過大評価の修正を図っている模様です。来年にかけても元対ドル相場の下落は続くでしょう。また、次期米大統領のトランプ氏が同国の為替操作を批判し、同国からの輸入への懲罰関税等を示唆していることも懸念材料です。その可能性は低いと思われるものの、仮に米国が同関税を導入した場合、同国は報復措置として、米国製品への関税引上げ、同国で活動する米企業への敵対的措置、元対ドル相場引下げの加速、保有する米国債の売却等を行うとみられます。この場合、米中間の貿易や投資が下押しされるとともに金融市場の変動性が増し、資本流出や外貨準備減少の加速に伴って元相場への下押し圧力が増すと予想されます。

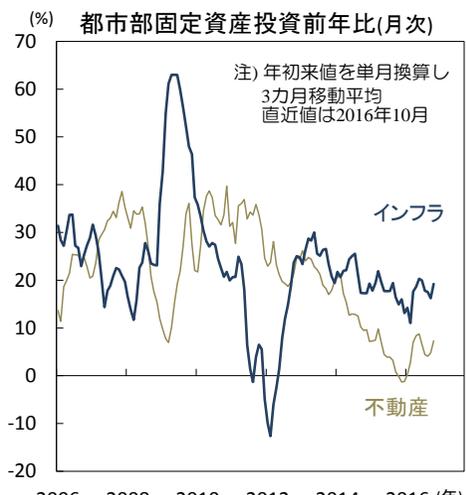
一方、足元の景気は底堅く、11月の製造業PMI(政府)は51.7と前月の51.2より改善(図3右)。国家発展改革委(NDRC)は、地方政府が不動産規制を強化した10月以降に投資計画認可額を積増し、景気刺激策を強化しています。今週13日公表の月次経済指標(生産、投資、小売)も前月並みの堅調な内容となるでしょう。今後、市場の関心は中国景気悪化リスクから人民元安や資本流出のリスクに移ると予想されます。(入村)

【図3】対外投資の増加で近年赤字に転じた直接投資収支(左)



出所) 中国商務部(MOFCOM)、中国国家統計局(NBS)、CEIC

【図4】景気刺激策の恩恵を受け、底堅く伸びるインフラ投資(右)



出所) 中国国家統計局(NBS)、CEIC、Bloomberg

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