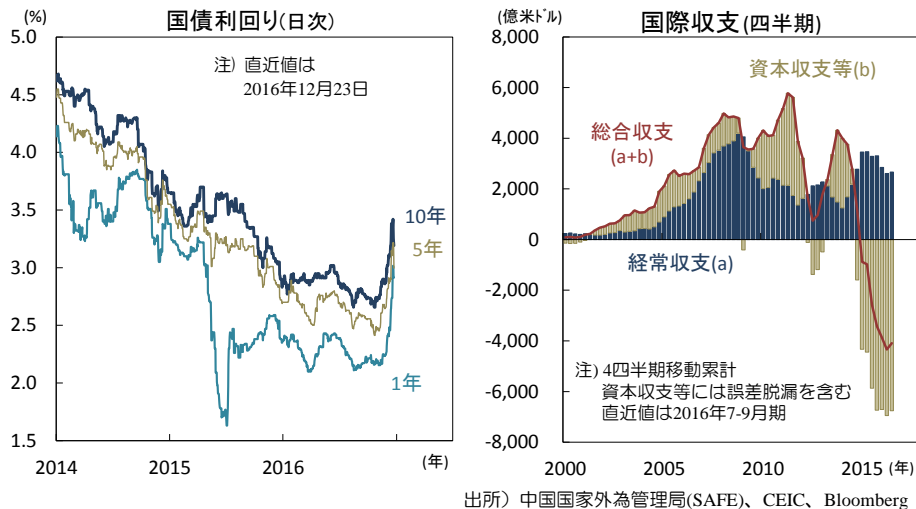


中国：国債価格の急落は、金融市場混乱の始まりなのか

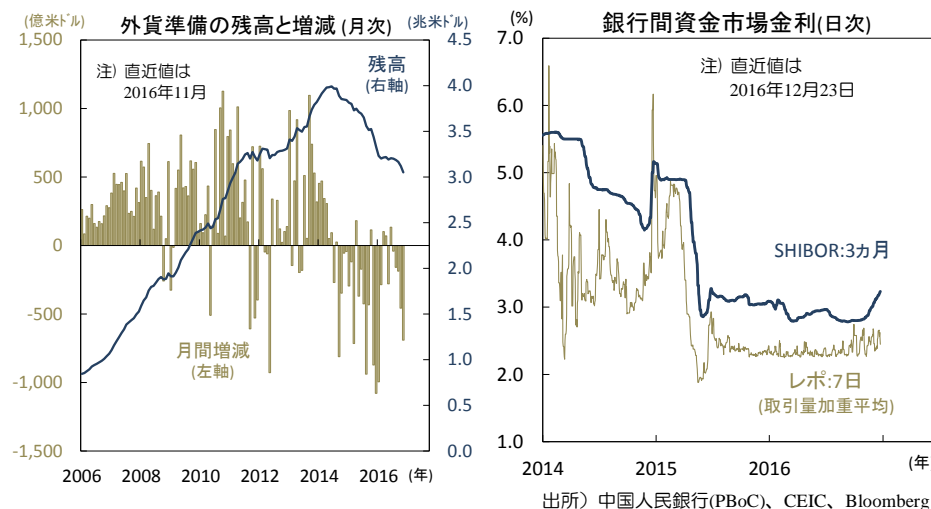
【図1】上昇する国債利回り(左)、拡大する資本流出(右)



中国の国債価格が急落、先週20日の5年物国債の利回りは3.218%と9月末より0.662%ポイント上昇しました(図1左)。今月15日には、債券取引で多額の損失を被った中堅証券会社(国海証券)の株式が取引停止に。金融市場の一部では、国債市場の動揺が波及し今年初のような世界的な金融市場の混乱を招くとの懸念まで語られ始めました。

国債利回りの上昇は、銀行間の流動性のタイト化、短期金利の上昇、景気の加速と物価の上昇などによって促されたとみられます。流動性のタイト化の一因は、人民元安懸念などに伴う多額の資本流出です(図1右)。11月の外貨準備は前月より691億米ドル減少(図2左)。減少額の半分近くはドル高による評価損とみられるものの(本レポート12月12日号 参照)、同月の貿易黒字は446億ドルであり、資本流出額が増加している模様です。中国人民銀行(PBoC)は市中に資金を供給しているものの、ドル売り介入による人民元資金吸収額を完全に相殺(不胎化)するには至っていない模様です。また、年末に向けた季節的な資金需要の高まりも、流動性のタイト化に拍車をかけています。

【図2】加速する外貨準備の減少(左)、上昇する銀行間短期金利(右)



3カ月物の銀行間金利(SHIBOR)は、先週23日に3.234%に上昇しました(図2右)。旧正月にかけて生じる資金需要に備えてターム物資金の借入が増加していることに加え、信用リスクの高まりも同金利を押し上げ。今年5月以降の社債市場での債務不履行の増加などが背景とみられます。また、PBoCも短期金利の上昇を容認している模様です。

同行の資金調節によって短期金利は昨年半ばより低位で安定(図2右)。レバレッジをかけた国債投資が促されました。同期間には、国債金利の低下(価格の上昇)が継続(図1左)。国債担保の短期借入資金で中長期国債に投資する動きが、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)の間に広まりました。PBoCは、こうした動きを問題視。短期金利を適度に変動させることで、レバレッジの解消を促しました。今年初以降の政府による景気刺激策によって低迷していた景気が底を打ち(図3左)、物価上昇率も足元で予想以上に上昇(図3右)。金利を低位で安定させ景気を支えてきたPBoCも、緩やかな金利上昇を容認することができるようになったと考えられます。

● MMF解約や債券投資家のレバレッジ解消で中長期金利が上昇

短期金利の上昇に伴って保険会社など機関投資家が多額のMMFを解約し、銀行が組成した債券投資WMPの一部にも解約の動きが拡大。従来簿外扱いであった同WMPは、来年より銀行の資産・負債に計上され預金準備の対象となる予定です。また、債券レボ取引の担保掛目規制の強化等に伴って、レバレッジをかけた債券投資を解消する動きも拡大。国債や社債が売込まれ、中長期金利が上昇することになりました。

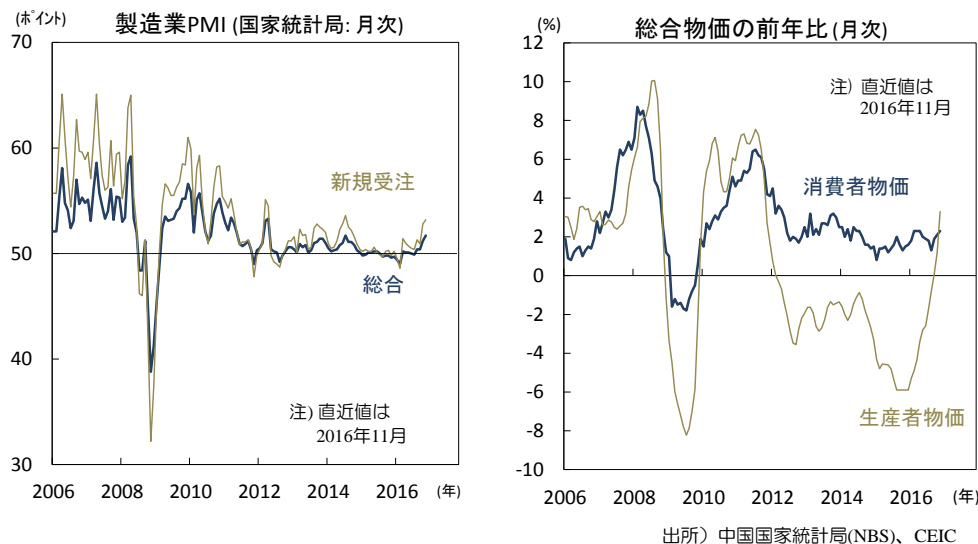
なお、PBoCは短期金利の緩やかな上昇を容認するものの、大幅な上昇を誘導する意思はないとみられます。国債利回りが大きく上昇した今月15日までの2日間に、PBoCは2,050億円の資金をリバース・レボ取引によって市場に供給し、混乱の沈静化を図りました。政府の刺激策に伴って景気は拡大しているものの、刺激策の恩恵を強く受けるのはインフラや不動産関連など一部の部門に限られます。不動産市場も、多くの大都市が過熱気味である一方で、供給過剰に悩む内陸部の中小都市では低迷が継続。都市部では住宅市場の引締め策(購入可能軒数の設定や融資頭金下限の引上げ)が導入される一方、中小都市では緩和的な政策環境が続いています。PBoCが、多くの部門に影響を与える短期金利の大幅な上昇を許容する可能性は低いと考えられます。

● 資本流出が続く中、今後も国債利回りは緩やかに上昇か

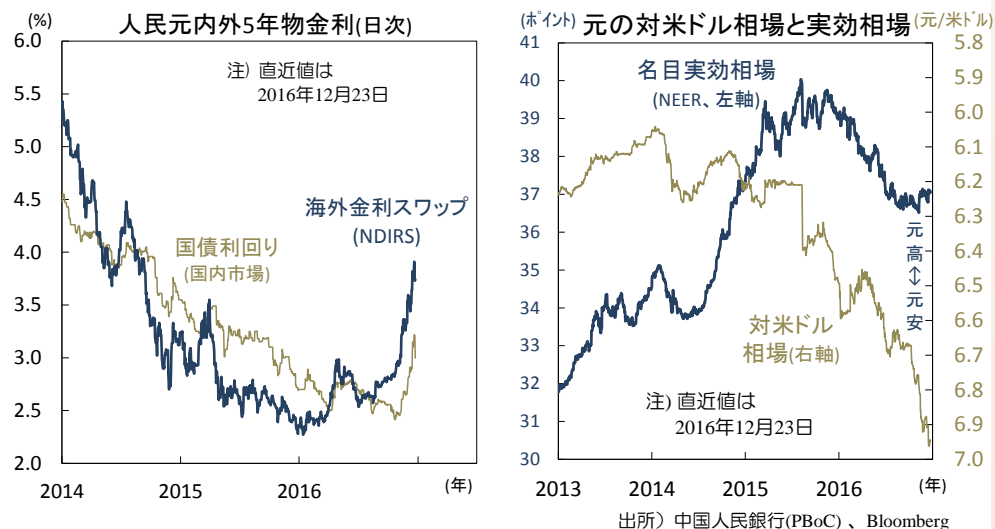
PBoCは、明確な短期金利の誘導目標を持たないものの、事実上の金利上下限(コリドー)を維持。超過準備への付利金利(0.72%)が下限、短期資金を供給する常設貸出制度(SLF)金利(翌日物:2.75%、1週間:3.25%、1ヵ月:3.6%)が上限となっています。銀行間1ヵ月物金利は先週23日時点で3.256%と上記コリドーの範囲内で推移しています。

米新政権による減税やインフラ投資の期待から米長期金利と米ドルの上昇圧力は当面残り、人民元の名目実効相場(NEER:図4右)の安定化を目指すPBoCは、対ドル相場基準値の引下げを続けるでしょう。元が緩やかな減価を続ける中、今後も資本流出は続くと考えられます。11月末の外貨準備残高は3兆516億米ドル(図2左)。資本流出に伴って同残高が3兆ドルという心理的な抵抗線を割込む日は遠くないでしょう。PBoCのドル売り介入に伴う短期金利の上昇や債券投資家によるレバレッジの解消が続くとともに、中長期国債の利回りは今後も上昇を続けると予想されます。しかし、経済の安定性を重視するPBoCは機動的な資金調節で短期金利の急騰を抑え込むとみられ、国債市場の混乱が深刻化する可能性は低いと考えられます。中長期金利の上昇は緩やかな速度に留まり、他の金融市場への波及等は起こりづらいと予想されます。(入村)

【図3】 拡大する景気(左)、予想以上の速度で上昇する物価(右)



【図4】 人民元は対米ドルで年初来6.5%下落 アジア最弱通貨に(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