



コラム

「柏原延行」の Market View

#115 チャイナ・ショックは再来するのか（その2）？

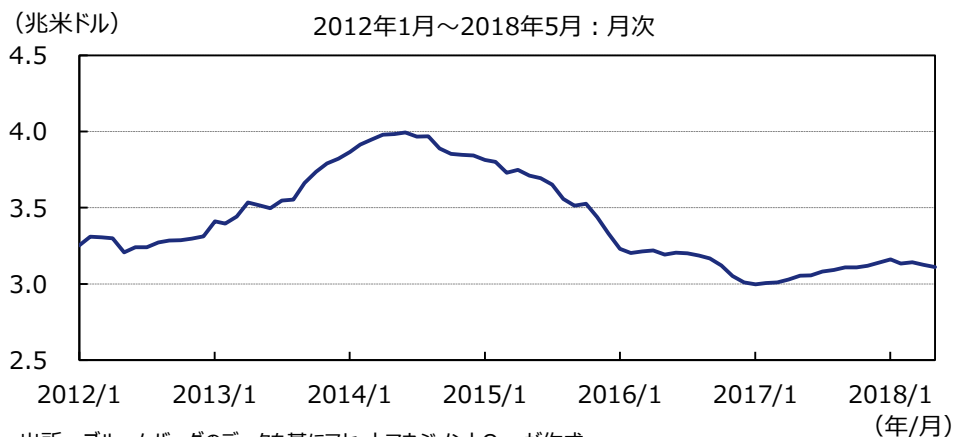
皆さま こんにちは。

アセットマネジメントOneで、チーフ・グローバル・ストラテジストを務めます柏原延行です。

本コラムは、2018年7月5日付「[#114 チャイナ・ショックは再来するのか（その1）？](#)」の続きです。中国株式市場、人民元市場が注目を集めていると考えているため、2日連続でお送りさせていただきます。

- 前回のコラムでは、チャイナ・ショックの再来を懸念する投資家も存在するように思われる中、改めて、2015年のチャイナ・ショックを振り返った。
- チャイナ・ショックにおいては、①極めて短期間に株価が大きく下落したこと、②外貨準備の減少傾向が鮮明になり資本流出懸念が発生したことが重要であったと考えていることをご説明した。そして、前回と異なり、今回は、直前に株価が急上昇していないにも関わらず、年初来の上海総合指数は、約17%下落しており、貿易、知財問題の中国への影響を市場が相当心配していることの表れであると考えていることも説明した。
- 今回のコラムでは、2015年のチャイナ・ショックのもうひとつの重要要素である資本流出懸念の側面から、当時の状況を振り返り、現在の状況との類似点・相違点を整理する。当時の資金流出、人民元安懸念は、外貨準備減少の影響を受けたものと思われる（図表1ご参照）。
- 資本流出には引き続き注意が必要であるが、人民元の下落という現象に注目した場合、人民元安が中国から米国に輸出する際の（米国民が負担する）関税コストを緩和する側面があることにも目配りする必要があると考える。

図表1：中国外貨準備の推移



※本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

前回のコラムでは、2015年のチャイナ・ショックにおいては、①極めて短期間に株価が大きく下落したこと、②外貨準備の減少傾向が鮮明になり資本流出懸念が発生したことが重要であったと考えていることをご説明した上、直近の株価動向についてもお話ししました。

今回のコラムは、資本流出懸念と人民元の動向についてです。

2015年において、中国株式市場の不安定な状況などを受けて、外国から中国に投資されたお金が、中国外に逃げだそうとするのではないかと懸念を市場は持ち始めました。

加えて、習近平政権が、反腐敗運動に取り組む中、中国国内で貯め込まれた資金（不正蓄財された資金を含む）も、中国の外へ逃げだそうとしているのではないかと懸念までも市場は持ち始めたと考えます。

中国から外国への資金の移動が起こる場合、通常は、人民元から外貨への転換ニーズが高まるため、人民元安が発生すると考えることが自然です。そして、事実前回コラムの図表2をご覧くださいと2015年の半ば頃から、人民元安・米ドル高が始まっています。

仮に、自国通貨が短期間に大幅な通貨安に見舞われた場合、政府・中央銀行は、外貨売り・自国通貨買い介入という対抗手段を有するわけですが、この原資としては、外貨準備（ごく簡単にいうと政府・中央銀行が持つ外貨建ての資産のことです）が使われます（外貨を売ろうとすれば、外貨を保有している必要があります）。

外貨準備は自国通貨安に見舞われた国の最後の砦ともいえる存在ですが、おりしも、4兆ドル（110円換算で440兆円）程度まで積み上がった中国の外貨準備は、2014年の半ば頃から急速に減少しはじめていました（図表1）。このような状況下、中国が大規模な資本逃避や大幅な人民元安に見舞われるのではないかと懸念が2015年のチャイナ・ショックの重要な構成要素であったと考えます。

この外貨準備の減少傾向は、2016年末頃に底打ちし、人民元も2017年は人民元高・米ドル安方向に動きました（図表1、及び[前回コラム](#)図表2）。

しかし、2018年初頭頃から、人民元安・米ドル高が進行してきました。一方で、中国の外貨準備は3兆ドル超（110円換算で330兆円）を維持しており、急速な減少が進んでいくとまでは、評価できないと思われます。加えて、2015年に資本逃避懸念に見舞われた中国政府は、その教訓から、規制を強化し、現段階では資本逃避の防止に自信を持っていると私は考えています。

したがって、現時点では、「資本逃避＋人民元安」という観点でのチャイナ・ショックが起こる可能性は限定的と考えます。

仮に、米国の関税により、中国製品の米国での販売価格が上昇すれば、中国製品は売上げ不振に見舞われるかもしれません。なにか販売価格の値下げ原資があれば、仮に関税アップがあったとしても、販売価格を上昇させずにすむのですが、人民元安・米ドル高が値下げ原資になりうることは、奇妙な偶然なのでしょうか？

人民元に対する中国政府などのコントロールが、どの程度強いものであるかは議論があるところですが、人民元安は、もしかすると、米国の関税に対する静かな中国政府などによる対抗手段であるかもしれません。

（2018年7月5日 16:00頃執筆）

【当資料で使用している指数についての留意事項】

ございません。

※本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は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。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 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。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.78%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限 年率2.6824%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

■ その他費用・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）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 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、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する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。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
 1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
 2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
 3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。