

人民元相場の先行きを占う

— 穏健な金融政策と拡張的な財政政策が景気を刺激し、底堅い展開へ —

- 4月以降、人民元は中国経済の減速や米国の利上げを受けて対ドルで下落基調をたどっています。
- しかし、金融政策や財政政策が循環的に景気を刺激し、米中貿易戦争が長期間膠着しなければ、人民元は今後1年程度では底堅く推移すると思われます。

人民元安が進展

4月以降に人民元が対米ドルで急激に下落した背景には次のような点があったと考えています（図表1）。

- 中国経済の減速傾向が鮮明になる一方、米国で利上げ継続期待が高まった。
- 米中の通商摩擦によって、輸出を中心に中国経済の先行きに対する不透明感が高まった。
- 中国政府が米国の関税への対抗措置として元安を容認するとの見方が強まった。

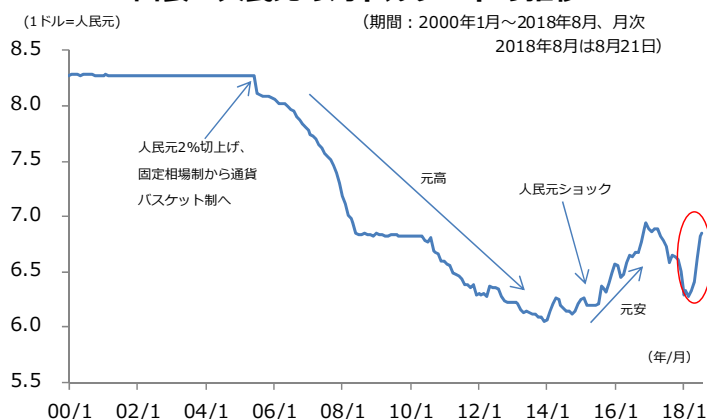
この現状は歴史的な文脈から捉えると理解が進みます。2001年のWTO（世界貿易機関）加盟以降、低賃金や通貨安を背景に貿易黒字を積み上げてきた中国に対して、各国から元切上げ圧力が高まり、2005年7月には2%の切上げと固定相場制から通貨バスケット制への転換が行われました。その後「中国経済の強さ」を反映する形で元は一貫して上昇しましたが、2014年以降、国内のコスト上昇にあわせて国際競争力が低下すると元高が経済を抑制し始めました。2015年8月には中国政府が元安を容認したことで「人民元ショック」が発生し、富裕層が資金を海外に移す動きが活発になりました。2017年には共産党大会前の景気刺激策もあり元高に転じましたが、本年4月以降は再度国内の景気減速懸念や米国の利上げを背景に元安圧力が強まりました。

今後のドル/元レートの方角を、両国の成長率・経常収支の違いや購買力平価とともに米中貿易戦争の複数のシナリオを交えて考えてみたいと思います。

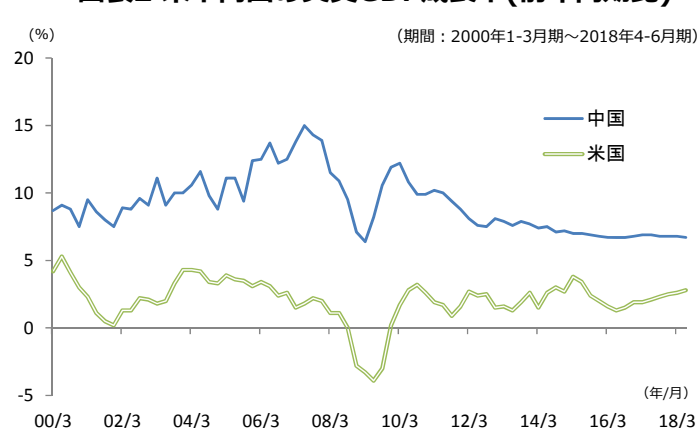
ファンダメンタルズは元高要因

GDP成長率格差からは、低成長の米国から高成長の中国に資金が移動し、元高が進むことが予想されます（図表2）。現在絶好調の米国経済が来年以降にそれまでの利上げを受けて減速に転じると考えられる一方、今後拡大が見込まれるインフラ投資が中国経済を底打ちさせれば、元高の動きが強まることも想定されます。

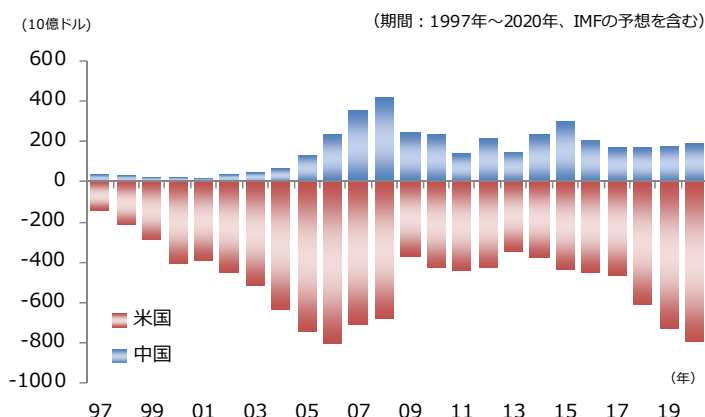
図表1 人民元の対ドルレートの推移



図表2 米中両国の実質GDP成長率(前年同期比)



図表3 米中両国の経常収支



（図表1-3の出所）IMF（国際通貨基金）、Bloombergのデータより
岡三アセットマネジメント作成

＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞

■ 本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■ 本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■ 本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に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。■ 投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

経常収支は、恒常的に赤字の国から資金が流出し、黒字の国に資金が流入していることを示しています。IMF（国際通貨基金）は2020年にかけて中国の経常黒字は緩やかに増加し、米国の経常赤字は大きく拡大すると予想しています（前頁図表3）。但し、この数字には米国の関税によって中国から米国への輸出が減少することが反映されていない可能性があります。

1984年末のドル/元レートとその後の米中両国のインフレ率の格差を使って算出した「購買力平価」によれば、ドル/元レートの均衡値は現在よりもわずかながら元高水準です（図表4）。

鍵となる米中貿易戦争の行方

8月23日に米国が160億ドルの輸入品への関税を発動し、中国も即刻同レベルの報復関税を発動することが想定されています。一方、中国で毎年夏に開催される政権トップと歴代の国家主席を含む「長老」が政策や人事を話し合う「北戴河（ほくたいが）会議」を機に習近平国家主席が対米姿勢を軟化させる可能性があります。現時点で米中貿易戦争の行方を予断することは困難ですが、いくつかのシナリオに基づいてドル/元レートの先行きを考えてみましょう。

➤ 早期妥結

中国が米国からの輸入を拡大させ、知的財産権や市場開放である程度の譲歩を行い、早期妥結に持ち込むシナリオです。この場合は、中国経済の先行きに対する明るい観測が台頭し、元高が進むと思われます。

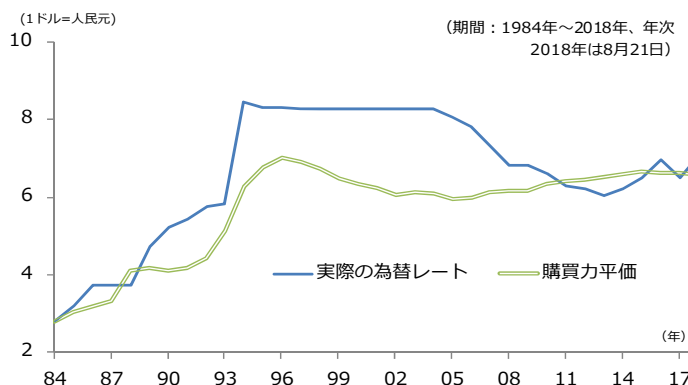
➤ プラザ合意の再来

中国政府が最も恐れているのは1985年のプラザ合意のように元の大幅切上げを強制されることです。当時の日本と今の中国では米国との力関係が異なるため実現性は低いと考えますが、このシナリオが現実になれば、中国政府は日本が行ったように緩和的な金融政策によって景気を下支えすると思われます（図表5）。

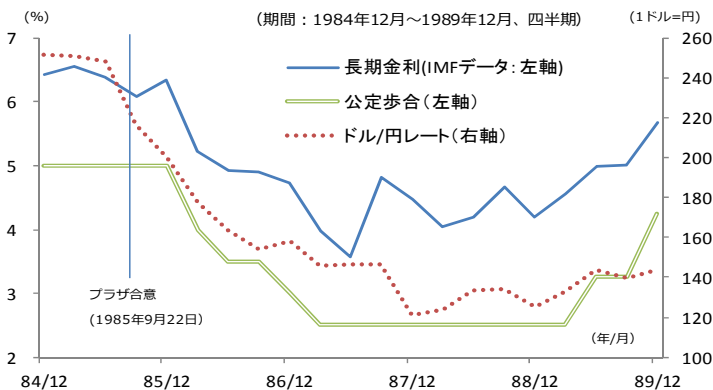
➤ 膠着長期化

両国が決着を先延ばしするシナリオです。この場合は、当面不透明感が払拭されず、元は現状維持またはやや弱含む展開が想定されます。

図表4 ドル/元レートの購買力平価



図表5 プラザ合意後の日本の金利とドル/元レート



(図表4-5の出所) IMF（国際通貨基金）、Bloombergのデータより
岡三アセットマネジメント作成

今後の見通し

中国経済は構造的に緩やかな景気減速基調をたどっていますが、中国人民銀行は預金準備率を引き下げ、政府はインフラ投資や銀行の貸出しを積極化させることを通して景気を向上させようとしています。一方、米国の減税による景気押し上げ効果は今年が最大で、これまでの利上げによって来年以降は景気がやや減速すると思われます。このような循環論からは元優位の展開が想定されます。米中貿易戦争の先行きは予断を許しませんが、膠着状態が長期化しなければ元は底堅く推移すると思われます。中国の富裕層が資金を海外に移す動きや、中国企業の海外M&Aは元安材料となります。またトルコをはじめとする新興国からの資金逃避からも目が離せません。しかし、当面は現在の水準を下限とする6.5元-7元（=1ドル）のレンジ内で推移すると考えています。

以上（作成：投資情報部）

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報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。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目録見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。従って、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。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様に帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリングオフ)の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりが小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料: 購入価額×購入口数×上限3.78%(税抜3.5%)

- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額: 換金時に適用される基準価額×0.3%以内

- お客様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)の実質的な負担
 : 純資産総額×実質上限年率1.991088%(税抜1.8436%)程度

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用(信託報酬)は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用: 純資産総額×上限年率0.01296%(税抜0.012%)

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

(監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。)

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商 号: 岡三アセットマネジメント株式会社
 事 業 内 容: 投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
 登 録: 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第370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

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別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、個別の投資信託の「投資信託説明書(交付目論見書)」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214 (9:00~17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)