

# Today's Headline 今日のヘッドライン

“ジュネーブから今を見る”

梅澤 利文  
ストラテジスト



## 人民元とキャリー取引、金融政策について

日銀の内田副総裁は8月7日の講演で、株価や為替相場が不安定な状況での利上げを見送ると発言したことで円安が進行しましたが、中国の人民元にも同様の動きがみられました。日中とも金利が低く、キャリー取引の資金調達通貨であったことなどが背景とみられます。なお、中国の金利水準の今後ですが、先日閉幕した3中全会において、金利政策を占ううえで興味深いメッセージがありました。

### ■ 日銀内田副総裁の発言を受け急速に円安、人民元も同様の動き

日本銀行の内田副総裁は8月7日、函館市の講演で、株価や為替相場が不安定な状況で利上げは行わず、当面は現行の金融緩和を維持するとの考えを示しました。円は7月半ば頃から、米国の景況感悪化、日米金利差縮小観測、日銀の利上げなどを受け急速に円高が進行していましたが、内田副総裁の発言を受け、急速に円安が進行するなど不安定な状態となっています(図表1参照)。

中国の人民元は足元で日本円と連動する動きを強めています。人民元は5日には1ドル=7.13台まで円高に連動するように、元高が進行しました。しかし、内田発言などで円安が進む中、人民元も元安方向に転じ、両通貨は同様な動きとなりました。

図表1: 円と人民元(共に対ドル)レート推移

日次、期間: 2023年8月7日~2024年8月7日



### ■ 人民元はキャリー取引の資金調達通貨の要件を備えてはいるが

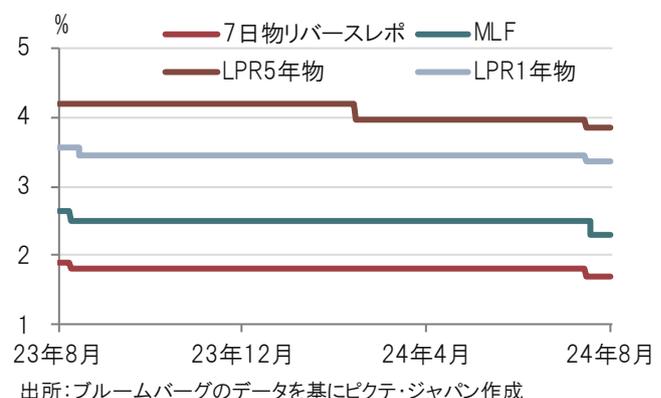
円と人民元の足元の類似性は、両通貨がキャリー取引(低金利通貨市場で借りて、ドルなど高金利通貨で運用する取引)の資金調達通貨として利用されていたことが背景とみられます。円キャリー取引はメディアなどでたびたび紹介されているように、活発に利用されているとみられます。

人民元を資金調達通貨とする「元キャリー取引」は人民元が日本円ほど利用しにくいことから、一般的とは言えないものの、一定規模の取引はあったとみられます。

キャリー取引の資金調達通貨には、低金利であること、変動性が低いことなどが求められます。中国の金利は日本ほどではないにせよ低水準です(図

図表2: 中国の主な政策金利の推移

日次、期間: 2023年8月7日~2024年8月7日



データ・分析等は過去の実績や将来の予測に基づくものであり、運用成果や市場環境等を示唆・保証するものではありません。

表2参照)。人民元の場合、市場の開放度について問題はありますが、変動制(ボラティリティ)は一般に低水準です。人民元の変動性が低いのは中国人民銀行(中央銀行、人民銀)が毎朝公表する対ドルの基準値などの制度で変動を管理しているのが実態という面もあります。中国当局は人民元がキャリー取引に使われ(日本の円安のように)人民元安が進行することを懸念していたようですが、人民元の制度が元キャリー取引に一役買っていた可能性があるようです。

日銀が利上げを決定したことは円の調達コスト上昇要因となり、素直に円キャリー取引が解消する背景となったとみられます。一方、人民銀は図表2にあるように金利を引き下げる方向で政策運営しており、元キャリー取引にとっては有利で、ポジション解消は必要がないようにも思われます。それにもかかわらず、円と人民元がキャリー取引解消で同方向に動いた背景は、元の変動性が急速に高まったことや、円キャリー取引の解消により投資先の高金利債券が売られたことから、元キャリー取引でも解消が進んだためとみられます。また、金利引き下げ幅も概ね0.1%程度では、その影響は限定的であったのかもしれませんが。

元キャリー取引の今後は投資先、元のボラティリティの落ち着き、中国の金利、そして当局の姿勢次第です。これ以後は中国の金利動向を占ううえで、人民銀の金融政策を振り返ります。

### ■ 中国の今後の金融政策を占ううえで興味深かった3中全会

人民銀は7月18日に7日物リバースレポ金利を、市場予想の据え置きに反し1.8%から1.7%へ引き下げました(図表2、3参照)。同日には最優遇貸出金利(LPR、ローンプライムレート)の1年物に加え、住宅ローン金利などの目安となる期間5年超のLPR金利が0.1%の幅で引き下げられました。また、25日には15日に据え置かれていたMLF金利を2.5%から2.3%へと引き下げました。

図表3: 中国の主な政策金利と関連イベント(24年7月)

月日	金利/関連イベント	注目点
7月15日	中期貸出ファシリティ(MLF)金利	2.5%で据え置き
7月15日	主要経済指標	景気減速を示唆
7月18日	3中全会閉幕	経済に多く言及
7月22日	7日物リバースレポ金利	1.7%へ利下げ
7月22日	1年物ローンプライムレート(LPR)	3.35%へ利下げ
7月22日	5年物ローンプライムレート(LPR)	3.85%へ利下げ
7月25日	中期貸出ファシリティ(MLF)金利	2.3%へ利下げ

出所: 各種報道等を基にピクテ・ジャパン作成

15日には中国の4-6月期GDP(国内総生産)や6月の小売売上高などが発表され、共に市場予想を下回り、景気回復の鈍さが示されました。18日以降の利下げは景気減速を受けての対応とみられます。中国当局は大幅な金利の引き下げは、おそらく資本流失や銀行の収益機会の損失につながることを懸念して消極的です。しかし、中国景気を押し上げる要因は乏しく、当面は低金利環境が続き、年内の追加利下げも見込まれます。

18日に中国共産党中央委員会第3回全体会議(3中全会)が閉幕しました。今回の3中全会は中国の金利について、短期、長期の観点で2つ注目点に言及しました。

短期的な注目点は、3中全会が24年の経済成長率目標の達成を強調したことです。通常、3中全会は長期的なテーマが取り上げられることが多く、年後半の(短期的な)経済に言及するのは異例です。3中全会後に利下げが発表されたのは、これを反映したものと思われる。

長期的な注目点は政策金利を7日物リバースレポ金利に集約化する動きです。中国の政策金利は7日物リバースレポ金利とMLFで、LPRはMLFをベースに算出されることから事実上政策金利とされています。3中全会では長期的に7日物リバースレポ金利へ1本化する方向性が示されました。今回の利下げの発表の順番(これが大切)でMLFに先んじて7日物リバースレポ金利が引き下げられたのは、あくまで経済指標の発表日が関係したものと思われる。ただ、長期目線では中国の金融制度変更の小さな兆しだったのかもしれませんが。

## ピクテ・ジャパンの投資信託をご購入する際の留意事項

### 1. 投資信託に係るリスクについて

- (1) 投資信託は、値動きのある有価証券等(外貨建資産に投資する場合は、為替変動リスクもあります)に投資いたしますので、基準価額は変動します。したがって、投資者の皆様は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。
- (2) 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目論見書や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

### 2. 投資信託に係る費用について (2024年6月末日現在)

ご投資いただくお客様には以下の費用をご負担いただきます。

- (1) お申込時に直接ご負担いただく費用: 申込手数料 上限3.85%(税込)  
※ 申込手数料上限は販売会社により異なります。
- (2) ご解約時に直接ご負担いただく費用: 信託財産留保額 上限0.3%
- (3) 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用: 信託報酬 上限年率2.09%(税込)  
※ ファンド・オブ・ファンズの場合、ここでは投資対象ファンドの信託報酬を含む実質的な負担を信託報酬とします。  
※ 別途成功報酬がかかる場合があります。
- (4) その他費用・手数料等: 監査費用を含む信託事務に要する諸費用、組入有価証券の売買委託手数料等、外国における資産の保管等に要する費用等は、信託財産から支払われます(これらの費用等は運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を記載することはできません)。  
ファンド・オブ・ファンズの場合、投資先ファンドにおいて、信託財産に課される税金、弁護士への報酬、監査費用、有価証券等の売買に係る手数料等の費用が当該投資先ファンドの信託財産から支払われることがあります。詳しくは、目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

当該費用の合計額については、投資者の皆様がファンドを保有される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、ピクテ・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する各費用における最高の料率を記載しています。投資信託に係るリスクや費用は、各投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前によく目論見書や契約締結前交付書面をご覧ください。

### 当資料をご利用にあたっての注意事項等

■ 当資料はピクテ・ジャパン株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。■ 運用による損益は、すべて投資者の皆様へに帰属します。■ 当資料に記載された過去の実績は、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。■ 当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。■ 当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。■ 投資信託は預金等ではなく、元本および利回りの保証はありません。■ 投資信託は、預金や保険契約と異なり、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。■ 登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。■ 当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。

ピクテ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第380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 日本証券業協会