

# 中国緊急現地調査報告

中国人民元ソブリンオープン 愛称 夢元  
追加型投信／海外／債券

2019年6月18日

中国人民元ソブリンオープン(愛称 夢元)のファンド・マネージャーである筆者は、米中対立激化、中国の景気後退懸念、人民元安など、中国を取り巻く投資環境が不安定化していることを受け、6月12日から14日にかけて緊急現地調査を行いました。

当レポートでは、筆者が中国人民銀行や現地の民間エコノミストへのインタビューで確認した最新情報を踏まえ、中国経済や債券・為替相場に対する見方、考え方をご案内いたします。

## 【サマリー】

- 中国当局は1米ドル=7人民元にこだわらない姿勢を示すも、人民元の安定推移を維持する意向
- 米中対立の短期的な収束は困難だが、最悪のケースに対しては既に十分な準備
- 米中対立の長期化は、中国経済の弱体化よりも強靱化に繋がる可能性
- 当局の方針転換により、中国景気の下振れリスクは限定的
- 当面の債券相場は、物価上昇懸念と海外の資金流入が交錯し、方向感が見出しにくい状況
- 米中対立による人民元安局面は、海外投資家にとって中国債券への投資チャンスとの見方

## I. 中国当局は1米ドル=7人民元にこだわらない姿勢を示すも、人民元の安定推移を維持する意向

人民元相場の先行きについて、中国人民銀行の金融市場調査部の担当者に聞き取り調査を行いました(写真、図表1)。まず、人民元相場の1米ドル=7人民元が当局の防衛ラインと考えているのか質問したところ、「市場参加者は中国人民銀行が防衛を行う特定の水準があると考えているようだが、中国人民銀行としては、6月7日の易総裁の発言にあるように特定の水準というものは存在しない。基本的に通貨の値動きは市場の需給に任せている」との返答がありました。その一方、「とは言え、中央銀行の責務として、自国通貨の安定的な推移は重要である」との認識も示され、人民元安の加速を見込まないよう釘を刺しているようにも聞こえました。

複数の現地の民間エコノミストからは、「人民元は1米ドル=7人民元を割り込む場面があるかもしれないが、そこで中国当局が対応をとり、人民元が反発することによって、1米ドル=7人民元の水準が防衛ラインとして、より明確となり、先行きの人民元高見通しをより強固なものにする」との意見が聞かれました。

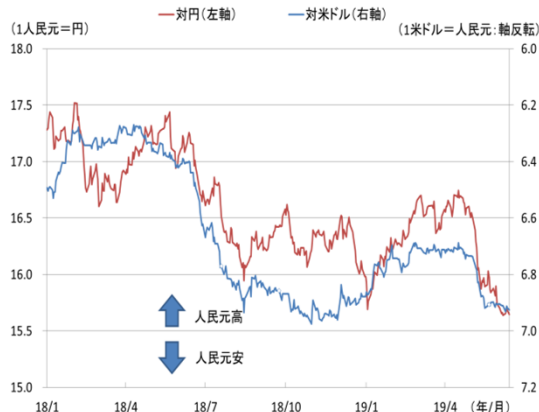
総じて見ると、むしろ1米ドル=7人民元割れの局面は、私の事前の想定と異なり、「最悪の事態の到来」と言うよりも、「またとない投資チャンスの到来」と捉えている見方が多かったように感じました。

【写真】中国人民銀行上海本店



※筆者撮影

【図表1】人民元の対円、対米ドルの推移 (2018/1/2~2019/6/14)



(出所) Bloomberg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、「中国人民元ソブリンオープン 愛称 夢元」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、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、その情報の正確性・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あたっては、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお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。



中国人民元ソブリンオープン 愛称 夢元  
追加型投信／海外／債券

**II. 米中対立の短期的な収束は困難だが、最悪のケースに対しては既に十分な準備**

米中対立については、中国人民銀行の担当者、現地の民間のエコノミスト全てが、早期妥結の可能性が低いとの認識を示しました。ただ、同担当者は、「中国当局としては最悪のケースに対する備えは既に十分にできている」と、中国経済の下支えに自信を示していました。

また、ファーウェイ問題の深刻化によって、自国でのスマートフォンの生産ができなくなるリスクが高まっている点に関して、同担当者からは、「最先端の製品が作れなくなったとしても、やや性能の劣る製品は作ることができる。そのような製品は新興国での需要が強いため、経済全体で見ると大きな打撃にはならない」との見方が示されました。

**III. 米中対立の長期化は、中国経済の弱体化よりも強靱化に繋がる可能性**

日本では私も含めて、米中対立の長期化は、中国経済にとってマイナス面が大きいとの印象を持たれる方が多いのではないかと推察されます。しかし、現地の民間エコノミストが口を揃えていたのは、「中国がこの厳しい局面を乗り越えると、より強くなる可能性がある」と言う点です。

ある現地の民間エコノミストは、「中国が得意分野であるソフトウェア産業に資源を集中させることによって、米国のIT産業が大きな痛手を負う可能性がある」と述べていました。また、中国人民銀行の担当者は、「米中の問題が長引けば長引くほど、他の国々が米国側よりも中国側の味方につくシナリオも考えられる」と話していました。その理由として、「中国は一带一路構想(中国が目指す新たな経済圏構想)によって、世界全体での経済発展を目指す一方、米国は自国優先主義だからである。米国は相手に対して自分の要求を押し付けているが、中国はそうではない。必要とされる場所に、必要な対応を行っている」と述べていました。総じて、米中対立を懸念するよりも、むしろ中国経済の発展を促進することになるとの見方が多いのは意外でした。

**IV. 当局の方針転換により、中国景気の下振れリスクは限定的**

経済見通しについて、中国人民銀行の担当者から聞かされた特徴的な言葉が、「方針転換」です(図表2)。これは、昨年まで推し進めてきた痛みを伴う構造改革路線をひとまず棚上げし、景気対策を優先する姿勢に切り替えたことを意味します。足元の景気自体はそれほど悪くはないものの、景気の下振れリスクが高まった際には、財政・金融両面での対応を強化すると考えられます。

また、ある民間エコノミストは、中国の消費者のマインドが、「昨年夏の米中対立が始まった時とは異なる」との見解を示していました。中国当局が足元の米中対立に対して、冷静な対応を行っているため、国民に不安感が広がっていない模様です。

**【図表2】今年3月の全国人民代表大会で示された景気対策**

施策	具体的な取組み
企業向け 税・社会保障負担減	増値税率の引下げ(1兆元)
	企業の社会保険料率の引下げ(3,000億元)
	各種行政費用の削減(3,000億元)
地方債の発行増	インフラ投資の下支え
中小企業向け金融支援	国有大銀行は中小企業向け貸出残高を前年比+30%以上拡大
	国家信用担保基金は中小企業10万社以上に総額2,000億元以上の資金調達を支援
	農村商業銀行の預金準備率を引下げ、同措置に伴う余裕資金2,800億元を全額、中小企業向け貸出に充当

(出所) 各種資料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、「中国人民元ソブリンオープン 愛称 夢元」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、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を基に作成しておりますが、その情報の正確性・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。

中国人民元ソブリンオープン 愛称 夢元  
追加型投信／海外／債券

**V. 当面の債券相場は、物価上昇懸念と海外からの資金流入が交錯し、方向感が見出しにくい状況**

債券相場の見通しについては、複数の民間エコノミストが、「今年は方向感が出にくい」と述べていました。理由としては、中国当局が景気の下振れリスクへの対応に自信を示しており、景気の変化する悪化が見込みにくいことや、足元で豚肉だけでなく、果物等の食料品価格が上昇するなどインフレ懸念が高まっており、経済のファンダメンタルズ面からは債券利回りの上昇要因が多い一方、需給面では海外からの債券市場への資金流入の着実な増加が、債券利回りの上昇を抑制する要因として働く可能性が高いためです(図表3)。昨年は債券利回りが低下基調を辿っていましたが、今年は一方向にトレンドが生じる展開は見込みにくい模様です。

**VI. 米中対立による人民元安局面は、海外投資家にとって中国債券への投資チャンスとの見方**

前述したように、足元の人民元安は、海外の投資家にとって中国債券への投資のチャンスと考えている意見が多いようです。ある民間のエコノミストは、「今回の米中対立がなければ、中国債券の主要債券指数採用に伴う資金流入の影響によって、分かりやすい買い場が訪れることがなかった。しかし、米中対立による人民元安によって、予想外の投資チャンスが到来した」と述べていました。

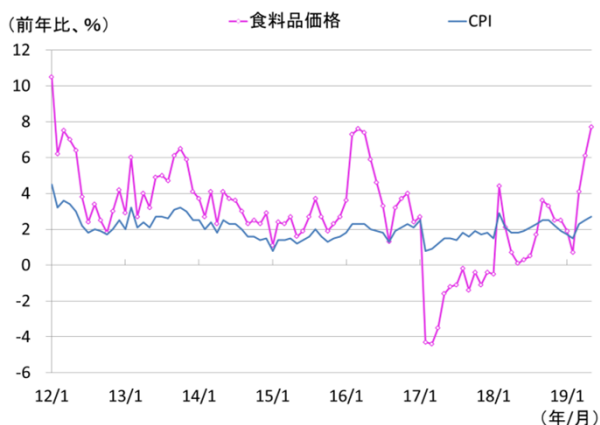
中国債券の主要債券指数採用に伴う海外からの資金流入の動向について、現地の債券トレーダーに話を聞いたところ、「指数への採用が開始された4月に比べると、取引量が2~3倍ぐらい増加している」と言われました。そして、ある民間エコノミストは、「中国の債券指数採用は4月に始まったばかり。4月から20ヵ月かけて段階的に中国の比率が引き上げられるため、資金流入が本格化するのはいずれからか」と述べていました(図表4)。

そして、中国人民銀行が運営する中国外貨取引センター(CFETS)を訪問した際には、中国債券取引の際に生じる問題点に関して様々な要望を聞かれました。海外投資家に中国債券を保有してもらうために、どのような施策を行えば良いか真剣に考えている様子でした。

**VII. 最後に**

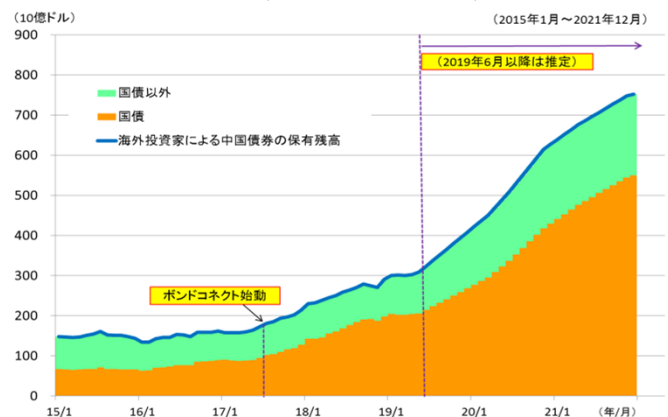
今回の中国での現地調査で感じたのは、「足元の状況は長期的な中国債券投資のチャンスである」との意見が多いことです。正直に申し上げますと、中国人民銀行の担当者から「1米ドル=7人民元は防衛ラインではない」と聞かされた時には、思わず頭を抱えました。しかし、様々な方に、より深くお話を伺ううちに、米中対立や中国の景気サイクルも大事ですが、つい先日始まったばかりの「中国債券の対外開放」と言う大きな流れに乗ることの方が、より重要であると感じるようになりました。このレポートが皆様の投資判断のお役に立てれば幸いです。

【図表3】消費者物価指数(CPI)と食料品価格の推移 (2012/1~2019/5)



(出所) Bloombergデータより岡三アセットマネジメント作成

【図表4】海外投資家による中国債券の保有残高 (2015/1~2021/12)



(出所) Bloomberg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、「中国人民元ソブリンオープン 愛称 夢元」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、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を基に作成しておりますが、その情報の正確性・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あたっては、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。

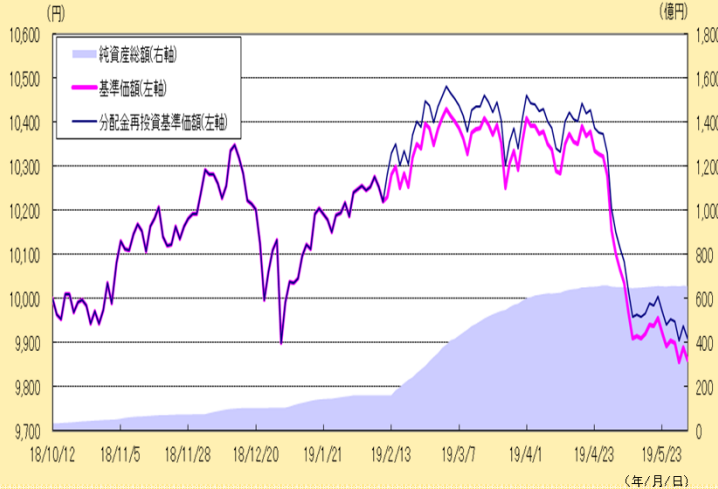




中国人民元ソブリンオープン 愛称 夢元  
追加型投信／海外／債券

運用状況（作成基準日 2019年5月31日）

設定来の基準価額の推移



※基準価額は1万円当たり、信託報酬控除後です。  
 ※分配金再投資基準価額とは、設定来の分配金(税引前)を当該分配金(税引前)が支払われた決算日の基準価額で再投資したものと計算した基準価額です。  
 ※グラフは過去の実績であり、将来の成果を示唆または保証するものではありません。

基準価額	9,861 円
純資産総額	657.4 億円

ポートフォリオ構成比率	
公社債	95.3%
(内外国公社債)	(95.3%)
(内先物)	(0.0%)
短期金融商品その他	4.7%
マザーファンド組入比率	99.5%
組入銘柄数	12 銘柄

※比率は、小数点第2位を四捨五入しているため、合計が100にならない場合があります。  
 ※マザーファンドを通じた実質比率です（マザーファンド組入比率を除く）。

マザーファンドのポートフォリオの特性

保有債券の平均利回り	3.19%
保有債券の平均直利	3.27%
保有債券の平均残存年数	5.30年
ファンド全体のデュレーション	4.42年

※デュレーションとは投資元本の平均回収年限のことを言います。また、金利変動に伴う債券価格の変動性を示す指標として用いられ、一般的にこの値が大きいく程、金利変動に伴う債券価格の変動リスクが大きくなります。

（作成：運用本部）

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、「中国人民元ソブリンオープン 愛称 夢元」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、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を基に作成しておりますが、その情報の正確性・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あたっては、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。



## 中国人民元ソブリンオープン 愛称 夢元 に関する留意事項

### 【岡三アセットマネジメントについて】

商号：岡三アセットマネジメント株式会社

岡三アセットマネジメント株式会社は、金融商品取引業者として投資運用業、投資助言・代理業および第二種金融商品取引業を営んでいます。登録番号は、関東財務局長（金商）第370号で、一般社団法人投資信託協会および一般社団法人日本投資顧問業協会に加入しています。

### 【投資リスク】

- 投資者の皆様へ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。投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた利益および損失は、すべて投資者の皆様へ帰属します。ファンドは、中国のソブリン債等値動きのある有価証券等に投資しますので、組入れた有価証券等の価格の下落等の影響により、基準価額が下落し、損失を被ることがあります。また、外貨建資産に投資しますので、為替相場の変動により損失を被ることがあります。
- ファンドの主な基準価額の変動要因としては、「金利変動リスク」、「為替変動リスク」、「カントリーリスク」、「信用リスク」があります。その他の変動要因としては「流動性リスク」があります。
- 中国人民元建てソブリン債投資に関する主なリスク（回金遅延リスク、税制リスク等）  
※基準価額の変動要因は上記のリスクに限定されるものではありません。

### 【その他の留意点】

- ファンド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。
- 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小さかった場合も同様です。
- ファンドは、ファミリーファンド方式で運用を行います。ファンドが投資対象とするマザーファンドを他のベビーファンドが投資対象としている場合に、当該他のベビーファンドにおいて追加設定および一部解約等がなされた場合には、その結果として、マザーファンドにおいても売買等が生じ、ファンドの基準価額に影響を受けることがあります。
- 取引所における取引の停止、外国為替取引の停止、決済機能の停止、その他やむを得ない事情があるときは、購入・換金申込みの受付を中止することや、すでに受付けた購入・換金申込みの受付を取消することがあります。
- 詳しくは、「投資信託説明書（交付目論見書）」の「投資リスク」をご参照ください。

### 【お客様にご負担いただく費用】

<お客様が直接的に負担する費用>

- 購入時  
購入時手数料：購入価額×購入口数×上限3.24%(税抜3.0%)  
詳しくは販売会社にご確認ください。
- 換金時  
換金手数料：ありません。  
信託財産留保額：換金申込受付日の翌営業日の基準価額×0.1%

<お客様が信託財産で間接的に負担する費用>

- 保有期間中  
運用管理費用（信託報酬）  
：純資産総額×年率1.2312%（税抜1.14%）
- その他費用・手数料  
監査費用：純資産総額×年率0.01296%(税抜0.012%)
- 有価証券等の売買に係る売買委託手数料、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等を信託財産でご負担いただけます。なお、マザーファンドの当該費用につきましては、間接的にご負担いただけます。（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、事前に合計金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法を示すことはできません。
- 詳しくは、「投資信託説明書（交付目論見書）」の「手続・手数料等」をご参照ください。

## 販売会社

(受益権の募集の取扱い、投資信託説明書(交付目論見書)、投資信託説明書(請求目論見書)及び運用報告書の交付の取扱い、解約請求の受付、買取請求の受付・実行、収益分配金、償還金及び解約金の支払事務等を行います。なお、販売会社には取次証券会社が含まれております。)

商号	登録番号	加入協会			
		日本証券業協会	一般社団法人 日本投資 顧問業協会	一般社団法人 金融先物 取引業協会	一般社団法人 第二種金融商品 取引業協会
<b>(金融商品取引業者)</b>					
岡三証券株式会社	関東財務局長(金商)第53号	○	○		○
岡三オンライン証券株式会社	関東財務局長(金商)第52号	○	○	○	
岡三にいがた証券株式会社	関東財務局長(金商)第169号	○			
株式会社SBI証券	関東財務局長(金商)第44号	○		○	○
三縁証券株式会社	東海財務局長(金商)第22号	○			
島大証券株式会社	北陸財務局長(金商)第6号	○			
内藤証券株式会社	近畿財務局長(金商)第24号	○			○
長野証券株式会社	関東財務局長(金商)第125号	○			
ニュース証券株式会社	関東財務局長(金商)第138号	○	○		
益茂証券株式会社	北陸財務局長(金商)第12号	○		○	
水戸証券株式会社	関東財務局長(金商)第181号	○	○		
楽天証券株式会社	関東財務局長(金商)第195号	○	○	○	○
愛媛証券株式会社	四国財務局長(金商)第2号	○			
三京証券株式会社	関東財務局長(金商)第2444号	○		○	
三晃証券株式会社	関東財務局長(金商)第72号	○			

**<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)