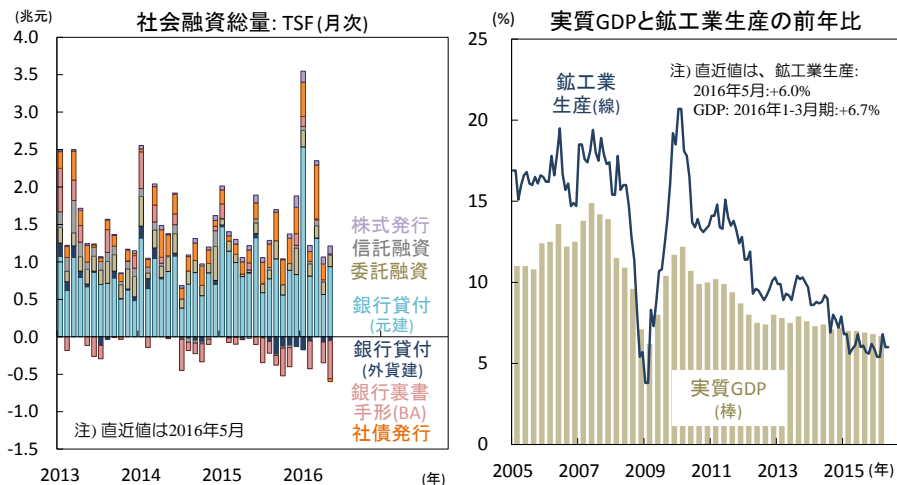


中国：景気刺激効果の早期はく落と景気急減速の懸念は杞憂に終わるのか

【図1】増加した新規銀行融資額(左)、底打ちした鉱工業生産(右)

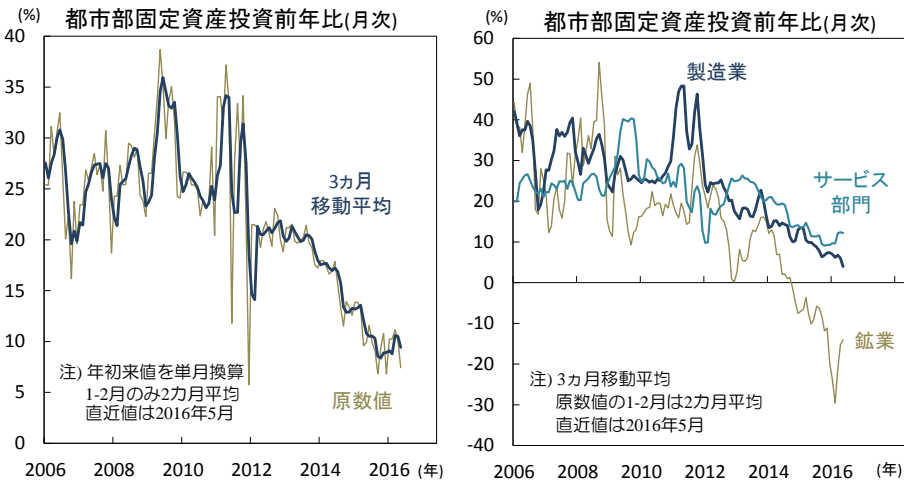


出所) 中国人民銀行(PBoC)、中国国家統計局、CEIC、Bloomberg

先週15日、中国政府は5月の新規銀行融資(人民元建)が9,855億元と前月の5,556億元を上回ったと公表。景気刺激策の早期縮小による景気悪化の懸念を和らげました。

今年初にかけて景気指標が悪化を続け景気底割れの懸念も浮上する中、上記融資は1月に2兆5,100億元、3月に1兆3,700億元と急伸(図1左)。昨年末にかけてインフラ投資認可が加速しており、政府による景気刺激策によるとみられます。3月には、鉱工業生産の前年比が+6.8%と1-2月の+5.4%より急反発(図1右)。大規模な景気刺激策に伴って景気底割れは回避されたとの安心感が市場に広まりました。しかし、その後、刺激策が早期に縮小され景気が再び悪化すると懸念が浮上。4月の同生産が同+6.0%と減速したこと(図1右)、同月の上記融資が5,556億元に急減したこと(図1左)、政府内に景気刺激策への批判論があるとの見方が浮上したことなどが背景です。5月9日の人民日報は「権威ある人物」による過剰債務への批判を掲載、銀行融資の急伸などに頼った景気刺激を問題視する声が政府内にあるのではないかとの見方を広めました。

【図2】製造業部門の減速などに伴って投資の伸び率が鈍化



出所) 中国国家統計局、CEIC

しかし、こうした見方は一部誤解に基づいていると思われます。3月の鉱工業生産の前年比の急反発は前年同月の落込み(旧正月期の出稼ぎ労働者の休暇が3月まで後ずれし、事実上の営業日数が減少)からの反動に押し上げられており、4月の減速は同効果のはく落によります。また、4月には地方政府が傘下のノンバンクを含む債務の借換のために9,340億元もの債券を発行しており、銀行からの借換額が圧縮されたとみられます。加えて、2008年の国際金融危機の直後の過大な景気刺激策が過剰債務と過剰設備を築いたとの認識は現指導部の間で広く共有されており、今年初の刺激策は、当初より景気底割れを防止するための一時的な措置として導入されたものとみられます。

5月の社会総融資量は、6,599億元と前月の7,510億元より減少(図1左)。銀行裏書手形(BA)、外貨建銀行貸付、社債発行額の減少によります。政府によるBA規制の強化(裏付取引のないBA発行の制限等)、元相場の先安感による企業の外貨建借入の圧縮、債務不履行の懸念に伴う投資家の社債投資意欲の減退などが背景と考えられます。

● 製造業と鉱業の減速で予想以上に鈍化した5月の投資

先週13日、政府は5月の鉱工業生産が前年比+6.0%と前月と同率であったことを公表(図1右)。刺激策の早期縮小に伴って景気が再び急減速するのではないかと懸念はひとまず後退しました。しかし、同月の都市部固定資産投資(単月換算)は同+7.4%と前月の+10.1%より鈍化(図2左)、製造業や鉱業の減速によります。製造業は同+1.3%と前月の+5.3%より大きく減速、過剰設備の調整圧力によるとみられます。鉱業も▲18.5%と前月の▲11.1%より落込み幅が拡大、石炭や鉄鉱石等の落込みが目立ちます。景気刺激策の恩恵を受けるインフラ部門は同+19.2%と前月の+18.6%より加速し、国有企業の投資も同+22.5%と前月の+24.3%を下回りつつ底堅く推移したものの、製造業や鉱業の減速の影響を相殺するには至らず、総投資の伸びは鈍化しました。

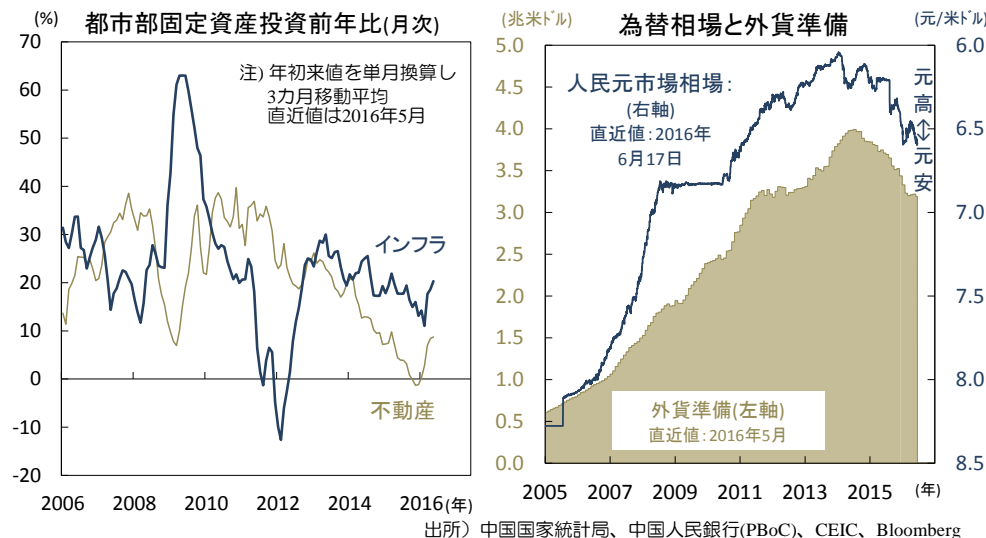
年初にかけて急減速した景気は、ひとまず底を打ったとみられます。企業部門の過剰設備と過剰債務を問題視する政府は、今後、更なる銀行融資の加速などの景気刺激を控えるでしょう。年初に導入された景気刺激の効果が徐々に減衰してゆく中、景気は今年末にかけて緩やかに減速するとみられます。今年通年の成長率は政府目標の下限の+6.5%をやや上回る水準まで鈍化し、昨年の+6.9%を下回ると予想されます。

● 緩やかな減価を続ける人民元の対ドル相場

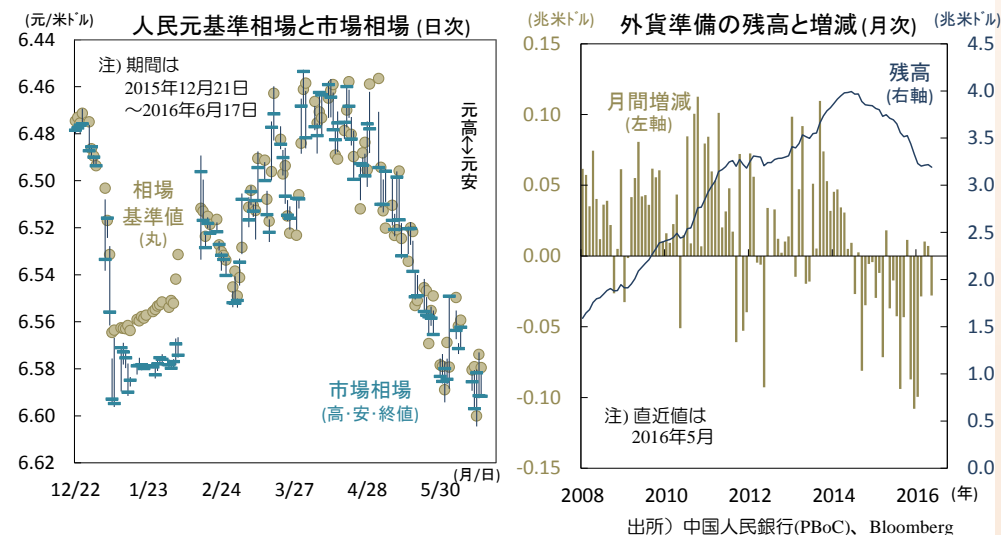
先週14日、人民元の対米ドル(以下「ドル」)市場相場の終値は1ドル6.597元と、約5年ぶりの安値を更新(図3右)。中国人民銀行(PBoC)の公表する同相場の基準値が、4月下旬より引下げられたことが背景です(図4左)。PBoCは昨年12月に元の名目実効相場(NEER)の公表を開始し、対ドル相場ではなくNEERの安定を重視する方針を示唆。今年初より、世界的なドル高局面では基準値の引下げ、ドル安局面では同引上げが行われるようになりました。4月下旬以降の基準値引下げは、米当局者のタカ派発言や4月の米FOMC議事録による米利上げ観測に伴うドル高進展を受けたものとみられます。

しかし、今年初とは異なり、5月に市場相場は急落せず。当局が日々の基準値引下げ幅を抑制したこと、市場参加者が今年初以降の当局の基準値設定方法を理解しむやみに動揺しなくなったことが背景とみられます(図4左)。5月の外貨準備は前月比▲280億ドルと3ヵ月ぶりに減少(図4右)。しかし、減少の相当部分はドル高に伴う同準備の評価損とみられ、昨年8月や今年初のように資本流出の加速が懸念される状況ではありません。今後緩やかな元相場の減価が予想されるものの、市場相場の急落と資本流出の加速が早期に再発する可能性は低いと考えられます。(入村)

【図3】約5年ぶりの安値を更新した人民元の対米ドル相場(右)



【図4】緩やかに引下げられる人民元相場の基準値(左)



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金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、投資元金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、投資元金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、投資元金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、投資元金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、投資元金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、投資元金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、投資元金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