

グローバル・エクイティ・オブザーバー

中国の認めるべき功績は認める

アクティブ・ファンダメンタル・エクイティ | インターナショナル・エクイティ運用チーム | インベストメント・インサイト | 2019年5月

世界的にまずまずの国内総生産(GDP)成長率が維持され、低金利状態が続き、米中貿易の緊張が緩和されるとの期待から(本レポート執筆時点)、株式市場はここ数カ月上昇基調にありますが、今が世界経済の主なテールリスクの一つである中国企業の債務問題について説明するよい機会だと考えています。

セントルイス地区連銀によると、中国の民間セクターの対GDP債務比率は、2008年第4四半期から2017年第1四半期の間に、115%から207%に上昇しました¹。国際通貨基金(IMF)は2018年1月の調査報告書で、「世界各国の経験から、このような急成長を維持することはできず、通常、金融危機または経済成長の急減速に陥る」²と述べており、我々の考え方と一致しています。

中国政府はこうしたリスクを認識していると見受けられ、2017年第1四半期に貸出の伸びを抑え始めました。対GDP債務比率はその後緩やかに低下しました。特に一般的に影の銀行(シャドーバンキング)システムと呼ばれる貸出供給部分の年間供給額はGDPの5~10%を占めていましたが、2018年半ばには実質的にゼロまたはマイナスまで低下しました³。中国経済は貸出供給に依存していることから、このことがGDP成長率の減速につながりました。しかし、中国政府は過去数カ月間にGDP成長率の減速を下支えするために政策を転換しているようです。影の銀行システムの引き締めが続く一方で、正式な銀行システムは貸出供給に踏みきりました。このことはとりわけ、預金準備率の引き下げに顕著に表れており、この貸出は影の銀行システムにかつて依存していた民間中小企業に対して供給されています。

筆者



WILLIAM LOCK
インターナショナル・エクイティ運用チーム
運用責任者



BRUNO PAULSON
マネージング・ディレクター



DIRK
HOFFMANN-BECKING
エグゼクティブ・ディレクター

「貸出を増やす政策に戻ることで、中国が深刻な金融危機に見舞われる懸念が浮上。」

¹ 出所：<https://fred.stlouisfed.org/series/QCNPAM770A>

² 出所：<https://www.imf.org/~/media/Files/Publications/WP/2018/wp1802.ashx>

³ 出所：影の銀行システムにはさまざまな定義と算出方法があります。当社は、影の銀行の計算に、中国人民銀行の公表数値「社会融資総量」を用いています。

不良債権も積み上がっている中、このように貸出を増やす政策に戻ることで、中国が深刻な金融危機に見舞われる懸念が浮上しています。特に、かつては中小企業に貸出を行っていなかった銀行が、リスクの高い中小企業への貸出を増やしており、とても安心できる状況とは言えません。

中国政府がGDP成長率を高く維持する手段として貸出をどこまで増やすのか、対GDP債務比率が再び急上昇するのか、予想するのは困難です。しかしながら、中国政府は金融システムの健全化に取り組んでおり、監督が大幅に強化されるなどの進展が見られます。中国銀行業監督管理委員会(CBRC)は2017~2018年に合計15億人民元の罰金を科し、2016年までの約1億人民元から大幅に増加しました。このように監督が厳格化されたことで、ずさんな会計処理が徐々に減っています。例えば、危うげな加工を施して、銀行はかつて融資を投資に日常的に分類していましたが、これは当初、預貸率と資本要件を逃れるための規制対策でした。ここ最近は不良債権額を過小に報告するためにこの手法が用いられていましたが、現在はCBRCが取り締まっています⁴。また、返済が90日を超えて延滞している不良債権を稼働資産として認める規定が廃止されました。これらの措置、およびその他の措置により、中国の銀行システム(特に中小の脆弱な銀行)のバランスシートの質が改善されるはずです。どれだけの規模でいかに速く改善に成功するかは、不良債権市場の回復と資産管理会社(中国の国有不良債権処理機関)の規模拡大に左右されます。

以上の通り、中国が金融危機に陥るテールリスクの低下を示す兆しがいくつか見られます。とは言え、債務は依然としてかつてなく高水準にあり、高いGDP成長率を今後達成しなければならないという圧力が、中長期的に債務を削減する必要性に勝る可能性があります。米中貿易交渉も影響を及ぼします。新たな合意に至らなければ、中国は短期的にGDP成長を下支えするために一段の景気刺激策を講じ、長期的にはリスクが高まるでしょう。

「金融危機に見舞われた場合でも、 クオリティの高いヘルスケア企業と 生活必需品企業は耐性に 優れています。」

当運用戦略のポートフォリオは、売上ベースで新興国市場をオーバーウェイトしています。投資先企業の売上の推定31%を新興国市場が占めており(市場全体では22%)、中国のみでも約6%(市場全体では6.0~6.7%)を占めています⁵。生活必需品およびヘルスケアに重点的に投資しており、これらのセクターは中国経済の成長鈍化と金融危機のどちらのリスクからも影響をあまり受けません。中国のGDP成長率が鈍化した場合でも、これらのセクターは反復的に売上を生み、価格決定力が高いため、市場全体に比べて利益が格段に維持される傾向にあります。金融危機に見舞われた場合でも、これらのセクターの債務比率は低いため、耐性に優れています。当運用戦略は、新興国市場(特に中国)の長期成長見通しに投資しつつ、元本保全を重視した優れた手法を提供するよう努めています。

⁴ 出所:UBS、2019年4月現在

⁵ 出所:モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント、2019年4月30日現在

本書は、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが海外で発行したレポートを邦訳したものであります。本書と原文(英語版)の内容に相違がある場合には原文が優先します。

本書はグローバル・フランチャイズ運用戦略に関する情報提供を目的として作成したものであり、法令に基づく開示書類ではありません。本書は信頼できると判断した情報を元に、十分な注意を払い作成しておりますが、その正確性や完全性をお約束するものではありません。本書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もあります。本書中のグラフ、数値等は過去のものであり、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。また、特定の銘柄及び市場等全般の推奨や価格の上昇又は下落を示唆するものではありません。

当社の事前の許可無く、本書を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

重要事項

本書は、当社の投資一任契約および投資顧問契約に関する業務に関連して提供されるものであり、特定の金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を目的とするものではありません。また、弊社は、本投資戦略によって運用されている金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を行うものではありません。

1. 投資一任契約の概要

投資一任契約は、お客様の資産の運用に関し、お客様があらかじめ運用の基本方針を定めた上で、有価証券の価値等の分析に基づく投資判断のすべてを当社に一任し、当社がこれを引き受けます。お客様は投資を行うのに必要な権限を当社に委任し、当社は委任された権限を行使するにあたっては、当社の投資判断に基づきこれを行い、お客様は個別の指示を行わないものとします。

2. 元本損失が生ずることとなるおそれ

受託資産の運用には、受託資産に組入れられた株式その他の有価証券等の価格変動リスク、株式その他の有価証券等の発行体の信用リスク及び株式その他有価証券等を売却あるいは取得する際に市場に十分な需要や供給がないため、十分な流動性の下で取引を行えない、または取引が不可能となる流動性リスク等による影響を受けます。また、外貨建て資産に投資するため為替変動リスクの影響を受けます。受託資産の運用による損益はすべてお客様に帰属し、元本が保証されているものではなく、元本損失が生ずることとなるおそれがあります。

3. 投資一任契約締結に際しての留意事項

受託資産の運用は、個別の受託資産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、投資一任契約を締結する際には、契約締結前交付書面をよくご覧ください。

リスクについて

当運用戦略は主に海外の有価証券等を投資対象とするため、当該有価証券の価格の下落により投資元本を割り込むことがあります。また、外貨建ての資産は為替変動による影響も受けます。従って、お客様の投資元本は保証されているものではなく、運用の結果生じた利益及び損失はお客様に帰属します。投資する可能性のある金融商品等には、価格変動リスク、信用リスク、流動性リスク、為替変動リスク、デリバティブ取引に伴うリスク、カントリーリスク等のリスクを伴います。

費用について

投資一任契約に基づいて直接投資をする場合の費用

投資顧問料率

25億円までの部分に対して	0.864% (税抜 0.800%)
25億円超50億円までの部分に対して	0.810% (税抜 0.750%)
50億円超100億円までの部分に対して	0.756% (税抜 0.700%)
100億円を超える部分に対して	0.702% (税抜 0.650%)

※ 表記の料率は年率表示です

※ 上記以外に投資一任契約に基づいて投資信託に投資する場合の報酬体系は上記と異なる場合があります

※ 契約資産の性質・運用方法等により、お客様と協議の上、最低受託額、受託額及び投資顧問料率を別途取り決めることができます

※ 税込料率は法律に定められる税率が適用されます

また、投資一任契約に基づく組入資産の売買手数料、保管費用等をお客様にご負担いただきます。(当該手数料等につきましては、運用状況等により変動するため、事前に料率やその上限額等を表示することができません。)

最低受託金額

効率的な運用を実現するという観点から、個別口座の最低受託金額を50億円と設定しております。

《ご注意》

上記に記載している費用項目につきましては、一般的な投資一任契約を想定しております。受託資産の運用に係るリスクや費用については、投資一任契約を締結する際に、事前に契約締結前書面をご覧ください。

投資一任契約に基づいて投資信託に投資する場合の費用

組入れ予定の投資信託は、弊社がお客様と締結する投資一任契約に基づいて投資を行うための専用ファンドであり、当該目的での利用に限定しております。

投資顧問料率

一律 0.81% (税抜 0.75%)

組入れる投資信託で弊社が運用報酬を受領する場合、上記料率から控除して投資顧問報酬額を算出します。

- 組入れ予定の弊社設定投資信託から弊社が受領する運用報酬はございません。したがって、投資顧問報酬額は上記の年率 0.75% (税抜) で計算されます。
- 表記の料率は年率表示です。
- 契約資産の性質・運用手法等により、お客様と協議の上、別途報酬額を取り決める場合があります。
- 税込料率は法律に定められる税率が適用されます。

投資信託にかかる費用

信託報酬 年率 0.054% (税抜 年率 0.05%)

内、委託者報酬 (運用報酬) ありません

信託財産留保 (相当) 額 基準価額に 0.20% を乗じた額 (解約時)

- 販売手数料はございません
- 当該投資信託に関する以下のその他の費用を、投資信託財産で間接的にご負担いただきます
 - 組入有価証券を売買する際に生じる取引費用
 - 外貨建資産の保管費用
 - 信託事務の処理に要する諸費用
 - 受託会社の立替えた立替金の利息
 - 投資信託財産に関する租税
 - 投資信託財産に係る監査報酬
 - 法律顧問に対する報酬
 - 投資信託約款および受益者に対する報告書の作成、印刷および交付に係る費用
 - 公告および投資信託約款の変更および解約に関する書面の作成、印刷および交付に係る費用
 - 投資信託振替制度に係る手数料および費用等

(上記その他の費用については、当該投資信託の運用状況等により変動するため、事前に料率やその上限額等を表示することができません)

上記投資顧問報酬 (0.75%) と上記投資信託の信託報酬 (0.05%) の合計は、0.80% (年率、税抜) となります。

モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長 (金商) 第410号

加入協会：日本証券業協会、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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

ウェブサイトでは様々なレポートを掲載しています

www.morganstanley.com/im/jp