



コラム

# 「柏原延行」の Market View

## #114 チャイナ・ショックは再来するのか（その1）？

皆さま こんにちは。

アセットマネジメントOneで、チーフ・グローバル・ストラテジストを務めます柏原延行です。

来週は、投資信託のお客さまと、合計2回セミナーでお会いさせていただく予定です。会場に足をお運びいただく予定の皆さま、暑い時期ですので、気を付けてご来場ください。

皆さまとお会いできることを楽しみにしております。

- 我が国株式の軟調推移の理由として、中国株、及び人民元の軟調推移（図表1、2）が取り沙汰されるようになり、一部には、2015年に発生した「中国の景気減速懸念、及び中国株大幅下落を起点としたグローバルな市場の混乱（いわゆるチャイナ・ショック）」の再来を懸念する投資家も存在するようと思われる。
- そこで、チャイナ・ショックを改めて振り返るとともに、今回の環境との類似性を検証する。チャイナ・ショックにおいては、①極めて短期間に株価が大きく下落したこと、②外貨準備の減少傾向が鮮明になり資本流出懸念が発生したことが重要であったと考えている。
- 株価の大幅調整については、今となっては、単に下落前の上昇率が高すぎた（いわゆるバブル的状況であったと思われる）ことに起因するよう感じる（図表1）。また、資本流出懸念は、外貨準備が減少傾向に転じたことに、過度に反応した面があると思われる。
- 今回は、直前に株価が急上昇していないにも関わらず、年初来の上海総合指数は、約17%下落しており、貿易、知財問題の中国への影響を市場が相当心配していることの表れであると考えらる。

図表1：中国株（上海総合指数）



図表2：人民元（対米ドル）



出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

※本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

まず、図表1、図表2をみると、貿易、知財問題などへの懸念もあり、足下で中国株安、人民元安が進行していることが分かります。

加えて、これらの動きが、昨今では日本株の軟調の原因のひとつとなっているように思われます。そして、一部には、「中国発の材料が、グローバル市場の混乱をもたらす」という見地から、2015年のチャイナ・ショックの再来を懸念する意見もみられるように思います。

そこで、今回以降のコラムでは、2015年のチャイナ・ショックを振り返るとともに、今回の状況との類似点・相違点を整理したいと考えます。

2015年のチャイナ・ショックでは、①極めて短期間に株価が大きく下落したこと、②外貨準備の減少傾向が鮮明になり資本流出懸念が発生したことが重要であったと考えています。

まず、株価の下落についてです。

2008年のリーマンショックにおいて、中国政府は、4兆人民元の経済対策を打ちだし、このことは、100年に一度とも称されるリーマン・ショックの世界への波及を緩和したと私は考えています。しかし、その後、中国において、2012年より習近平体制がスタートすると、（おそらく政府主導の経済対策の弊害が議論され）、株式市場の有効利用を通じた経済活性化が意識され始めたと思われまふ。このような状況の中、2014年に開始された「上海・香港ストックコネクト制度」に代表されるように、外国資本を含む資金を中国株式市場に流入させるという政策が採用されたと考えています。

しかしながら、（おそらく政府の意図以上に）株式投資がブームとなる中で、図表1に見られる通り、（2015年の株価の大幅下落の前に、）株価は短期間に大きく上昇しています。

制度変更においては、株価であれ、金利であれ、水準が大きく変化することは、まあることで（例：東西ドイツ統合時の独10年国債金利上昇）、かつその水準変化が適正なものであるかを正しく評価することのできるモノサシがなかなか見当たらないため、当時においては、この大きく上昇した株価水準を適正と考える投資家も存在したことと思われまふ。

しかし、今になって振り返ると、株主は企業のオーナーとして、その企業の獲得する収益を配当や株価上昇などの形で享受する主体ですから、「企業収益の変化を主因としない株価の変化（例：需給要因）は、少なくとも長期的には是正される」ことがチャイナ・ショックの教訓となるように思います。

すなわち、チャイナ・ショックの株価下落という面に注目すると、単に株価が上昇しすぎた反動であると捉えることが素直であるように私は考えています。

現時点での中国株式は、図表1をみると、チャイナ・ショックによる株価大幅下落の影響をいまだ引きずっているように見えます（大きく下落した市場が信任を取り戻すためには、ある程度時間が必要であると思われまふ）。

このような状況の中、上海総合指数は、年初来で約17%下落しています。これまで、株価が急上昇していない中での下落は、貿易、知財問題の影響を市場が相当心配していることの表れであると考えまふ。

次回以降に続きます。

（2018年7月4日 16:00頃執筆）

#### 【当資料で使用している指数についての留意事項】

上海総合指数は上海証券取引所が公表する指数です。

※本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

# 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

## 【投資信託に係るリスクと費用】

### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さま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。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

### ● 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。]

#### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.78%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合があるため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

#### ■ お客さま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）：上限 年率2.6824%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

#### ■ その他費用・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）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 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、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する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。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

## 【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
  1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
  2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
  3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。