

中国が抱える過剰債務問題について

目次

- I. はじめに
- II. 過剰債務問題の歴史的経緯
- III. 過剰債務の借り手と貸し手
- IV. 高まる金融危機発生のリスク
- V. グローバルな危機の波及経路
- VI. 終わりに

年金運用部 市場分析戦略 G 調査役 大竹 重寿
調査役 青木 真之

I. はじめに

中国の経済発展に大きく寄与した“改革開放”政策が始まってから 40 年が経過した。所謂「国家資本主義成長モデル」が効果的に機能するもとの、中国のグローバル経済におけるプレゼンスは大きく高まったが、急速な経済成長でその歪みが生じている。

とりわけ、世界金融危機の際に実施された大規模な景気対策や金融緩和は、その後のグローバル経済の回復や国内雇用の安定維持には貢献したものの、鉄道・道路・空港を中心としたインフラや不動産、企業の生産設備などに対する過剰投資・企業債務の積み上がりに繋がった。高い運用利回りを追求する中国の個人マネーがインフラ投資や不動産開発、社債市場へと向かったことも、この流れを加速させた。中国政府は大きく積み上がった企業債務の削減に取り組んでいるが、今のところ成果に乏しい。

もっとも、グローバル経済における中国のプレゼンスが拡大していることを踏まえると、この債務問題のコントロールに失敗し中国発の金融危機へと発展すれば、中国国内のみならずグローバルな金融・経済に大きな影響を与えかねない。

そこで本稿では、改革開放政策以降の中国经济の成長を振り返った上で、過剰債務の主体とその貸し手、金融危機発生の可能性、そして、仮に危機に発展した場合の波及経路について考察した。

図表 1 : 改革開放政策後の主な経済・政治イベント

中国	世界	日本
1978年 改革開放政策導入		1985年 プラザ合意
1989年 天安門事件		1991年 バブル崩壊
1992年 南巡講話	1997年 アジア通貨危機	
2001年 WTO加盟	2007年 サブプライム危機	
2008年 4兆元の景気対策発表 北京五輪	2008年 リーマン・ショック	

(出所)各種報道より三菱UFJ信託銀行作成

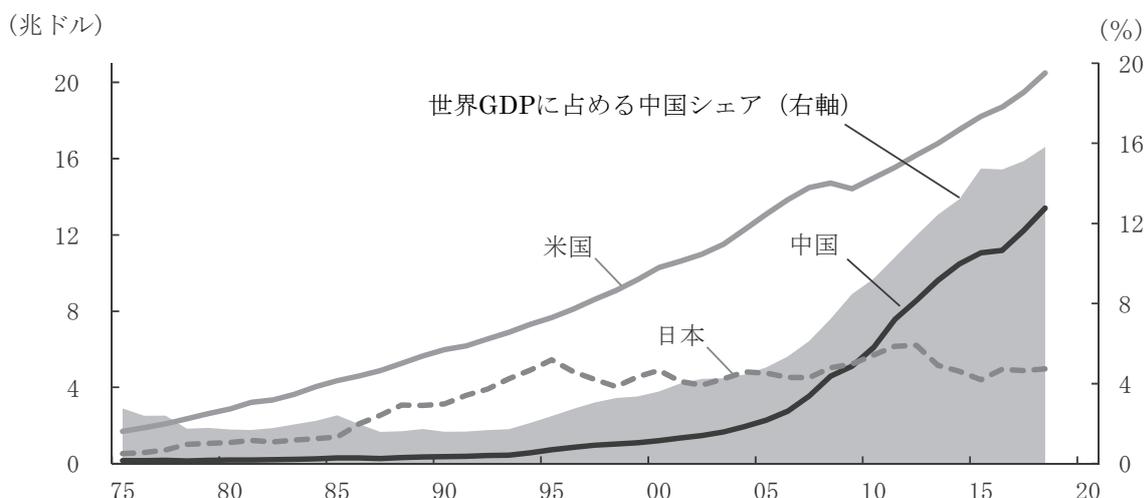
II. 過剰債務問題の歴史的経緯

1. 改革開放政策と経済成長

中国経済の高成長は、1978年12月に鄧小平氏のもとで打ち出された改革開放政策から始まった。改革開放政策とはそれまでの計画経済・社会主義体制を見直し、政府主導の市場経済・資本主義体制を一部取り入れるもので、中国政府は沿海部中心に経済特区を設置し、徐々に海外からの投資受け入れを開始した。80年代にみられた「豊かになれる条件を持った地域、人々から進んで豊かになろう」というスローガン(先富論)は、一時的な経済格差の拡大を許容してでも国内経済の成長を優先させるという政府の強い意志を表している。

まずは中国経済規模の変遷をみていきたい(図表2)。名目GDPの推移をみると、改革開放政策が始まった1978年は1,495億ドルと日本の15%程度に留まっていたものの、その後高成長を続けたことで、2010年には日本のGDPを抜き、米国に次ぐ世界第2の経済大国となった。この結果、グローバル経済に占める中国のシェアは2018年末時点で約16%まで拡大している。

図表 2 : 米国・中国の名目 GDP



(出所)世界銀行、IMF より三菱 UFJ 信託銀行作成

2. 大規模景気対策の功罪

中国の経済成長モデルは「国家資本主義」といわれるとおり、政府が国有企業などを通じて積極的に市場に介入してきた点で他国とは異なる。同モデルの評価は 2007-2008 年の世界金融危機時に大きく高まった。中国政府は 4 兆元の大規模な景気対策(図表 3)及び預金準備率や政策金利引き下げといった大規模な金融緩和を実施し、中国経済の回復のみならず、その後のグローバル経済持ち直しにも大きく貢献したといわれる。

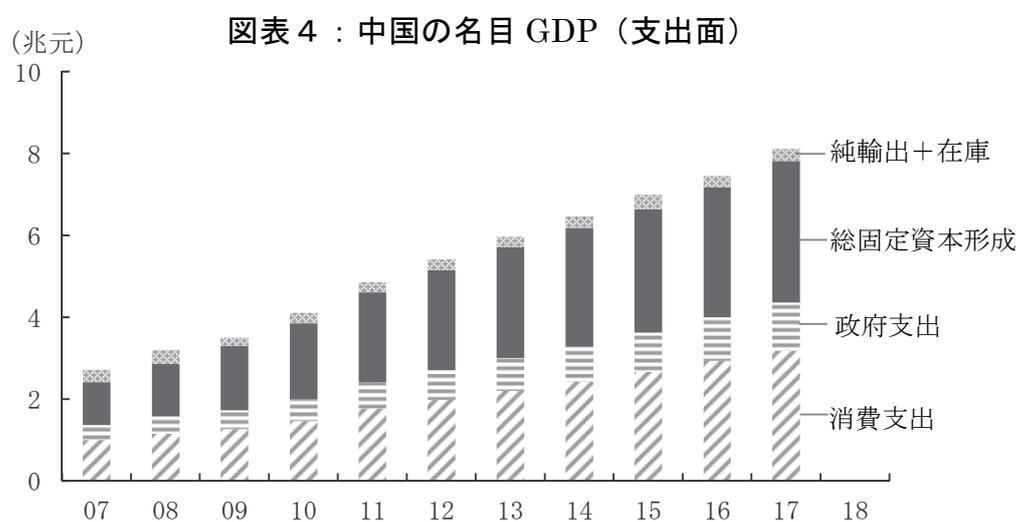
図表 3 : 中国 4 兆元の景気対策概要

項目	金額(億元)	ウェイト(%)
鉄道、道路、空港、電力など重要インフラ整備	15,000	37.5
地震被災地の復興支援	10,000	25.0
中低所得者層向けの住宅建設	4,000	10.0
農村インフラ建設	3,700	9.3
自主的イノベーションと構造改革	3,700	9.3
生態環境整備の強化	2,100	5.3
医療衛生・文化教育事業の発展	1,500	3.8
都市・農村住民の所得引上げ	/	/
付加価値税改革 (企業負担1,200億元の軽減)		
金融面からの経済成長支援		
合計	40,000	100

(出所)JETRO より三菱 UFJ 信託銀行作成

この4兆元の景気対策は、中国における雇用のセーフティネットとしても有効に機能した。なぜなら、世界経済の減速を背景に輸出企業の雇用調整圧力が強まるなか、内需関連の国有企業が主に雇用の受け皿となったためである。中国共産党は世論の不満が蓄積することで一党体制が危ぶまれるような事態の発生を避ける必要があり、安定的な雇用環境の提供は「国家資本主義」の経済成長モデルを維持するために重要なファクターといえる。

一方で、当時の名目 GDP 比 12%にも及ぶ過大な景気対策や金融緩和は、鉄道・道路・空港などインフラや不動産、企業の生産設備などへの過剰投資・企業債務の積み上がりに繋がった。また、その後も投資に依存した成長を続けたことで、名目 GDP に占める総固定資本形成の割合は4割程度と日本や米国の2割程度に比べ高い（図表4）。



(出所) 中国国家统计局より三菱UFJ信託銀行作成

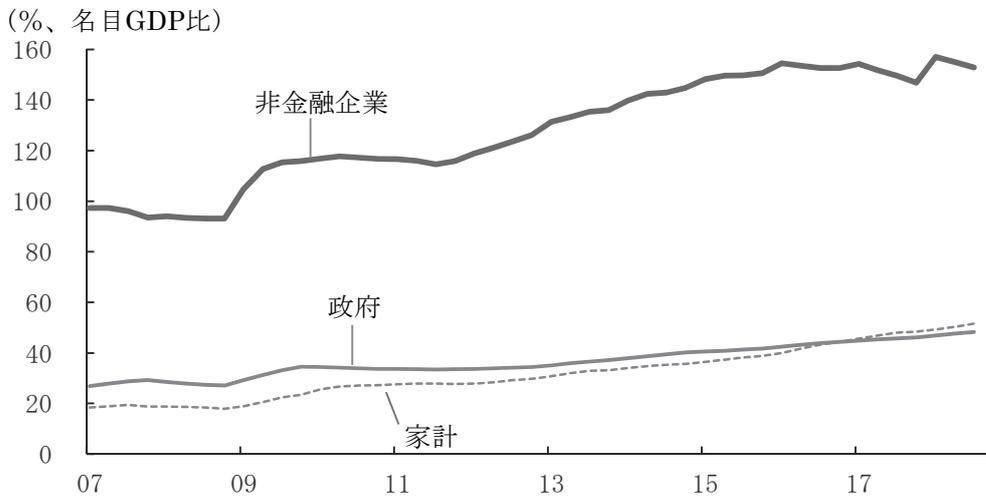
Ⅲ. 過剰債務の借り手と貸し手

1. 債務肥大化の背景にある国有企業の存在

債務残高の推移を主体別に見てみると、図表5のとおり政府・家計は名目 GDP 比で50%前後に留まる一方、非金融企業は150%超にまで膨れ上がっており、その7割強を国有企業が占めている¹。これは、世界金融危機後の財政、金融政策及びその後の投資に依存した成長の中心に、国有企業によるインフラ・不動産開発が存在していたことが背景にある。

¹ OECD[2019]

図表5：主体別の債務残高(名目 GDP 比)

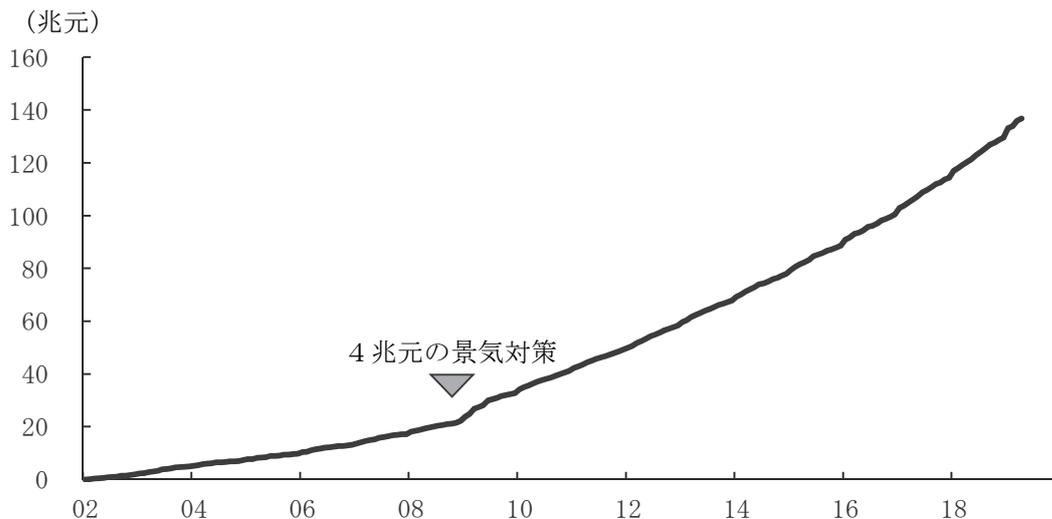


(出所)OECD より三菱 UFJ 信託銀行作成

2. 過剰債務を促進した大規模な資金供給

国有企業に対する資金の最たる出し手は銀行であり、図表6のとおり銀行の貸出残高は増加が続いている。これは高成長を維持するにあたり国からの指導があったためであるが、国有企業は「暗黙の政府保証」があるとされているため、銀行側としても貸出を拡大しやすい。実際、過去のデフォルト率は低水準で推移しており、国有企業は民間企業と比べて高格付けとなっている²。

図表6：銀行の貸出残高



(注) データは2002年からの月次増減金額を累積したもの

(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

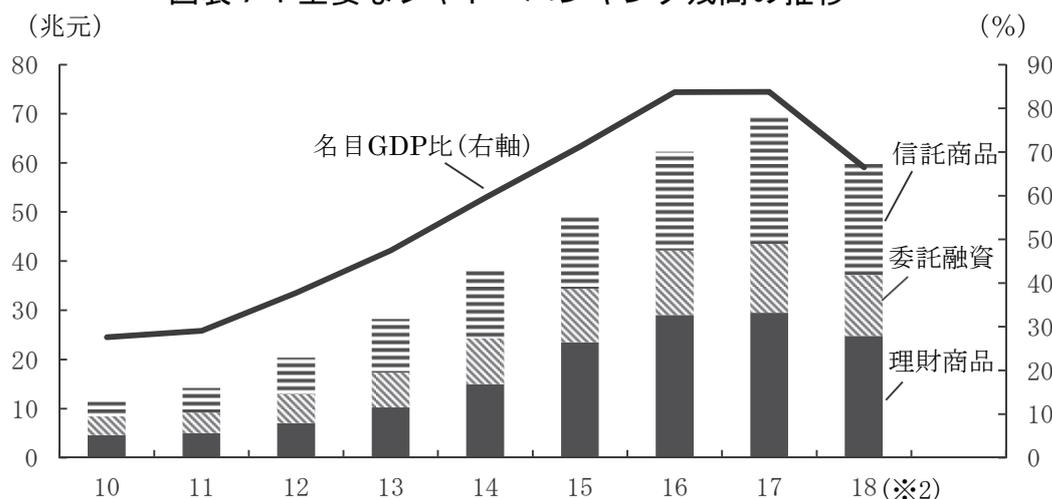
² <https://jp.reuters.com/article/china-debt-growth-idJPKCN1050D0>

但し、一部の国有企業が調達した資金を設備投資などに使用せず、不動産投資などの投機に使用されるケースが散見されたことから、金融当局は一部の業種に対し貸出制限を課した。これに伴い拡大したのがシャドーバンキング市場である。

シャドーバンキングとは資金の出し手が家計や投資家である銀行融資以外の調達手段である。シャドーバンキングには多くのスキームが存在するが、急速な残高拡大がみられたのは「理財商品」、「信託商品」、「委託融資」の3つである。「理財商品」・「信託商品」は、高めの利回りを設定することで個人や機関投資家から資金を調達するもの、そして「委託融資」は銀行を通じた企業間融資であり、信用度の高い企業が低めの企業に高利回りで融資を行うケースが多い。

シャドーバンキングには「原資産の質」と「満期のミスマッチ」という2つの問題がある。「原資産の質」に関しては、シャドーバンキングで集められた資金は不動産セクターや過剰設備を抱えた製造業など、銀行が貸出規制を課されているセクターに投資されているが、このなかには収益性に課題を抱えている企業が多いとみられる。また、「満期のミスマッチ」に関して、例えば個人を対象としている「理財商品」は6割が3ヵ月物、9割が1年未満の商品として発行されているが³、高い利回りを実現するためにインフラ関連のプロジェクト投資など投資期間が長く短期間では現金化できないものが組み入れられているケースが殆どである。これら「理財商品」は銀行窓口で販売されており、銀行による「暗黙の元本保証」があるとされていたため市場は急拡大したものの、2017年には「暗黙の元本保証」が実質的に銀行のオフバランス債務となり得るとの見方から当局は規制強化を実施。図表7のとおり残高の伸びはその後急速に鈍化した。

図表7：主要なシャドーバンキング残高の推移



(※1) 信託商品は信託業の資産管理の規模を表示

(※2) 2018年の理財商品残高は2018年9月末時点

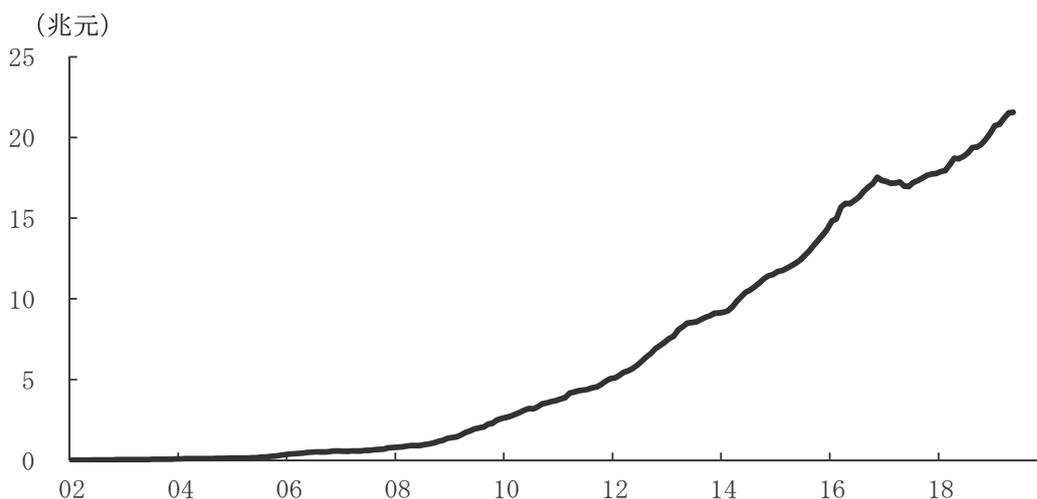
(出所) 中国人民銀行、信託業協会、銀行業理財登記委託管理センター、Bloomberg、各種報道より

三菱UFJ信託銀行作成

³ 関[2018]

そのシャドーバンキング市場に代わって拡大したのが社債市場である。2019年5月現在、発行残高は20兆元を上回っており、人民元建てに加え他国通貨建ての債券の発行も増加した。2019年1-3月期の米ドル建て社債の発行額は232億ドルと前年同期の74億ドルから急拡大している。

図表8：社債発行残高推移



(注)データは2002年からの月次増減金額を累積したもの
(出所) Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

社債市場に対する問題点は、既に過剰債務を抱え財務体質が脆弱な不動産関連企業による発行が多いことに加え、中国の格付け機関による評価が信頼性に欠ける点が挙げられる。図表9は米国格付け機関(S&P)と中国格付け機関の評価基準の比較表であるが、例えば中国格付け機関のAAAがS&PではBBB-と評価されることも有り得るなど、大きなギャップが存在する。

図表9：米国格付け機関と中国格付け機関のレーティング比較

米格付け機関 (S&P) による格付	AAA	AA+	AA	AA-	A+ (※)	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
中国格付け機関 による格付					AAA			AA+			AA		AA-		A+以下		

(※)中国国債の長期格付
(出所) Wojciech et al.[2016]を参考に三菱UFJ信託銀行作成

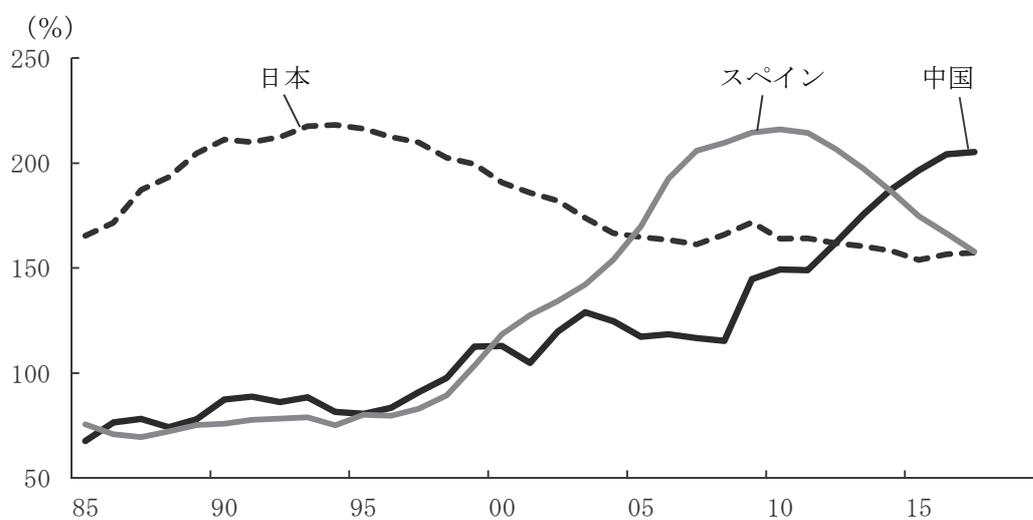
⁴ <http://fis.nri.co.jp/ja-JP/knowledge/commentary/2019/20190403.html>

IV. 高まる金融危機発生リスク

1. 過去に発生した金融危機の国際比較

こうした流れのなかで、中国の民間部門(家計+企業)の債務残高は名目 GDP 比 205%と、90年代の日本のバブル崩壊前のピーク(同 218%)や欧州債務危機時のスペイン(同 216%)とほぼ同水準にまで達している。

図表 10：民間部門債務残高(名目 GDP 比)



(出所) BIS より三菱 UFJ 信託銀行作成

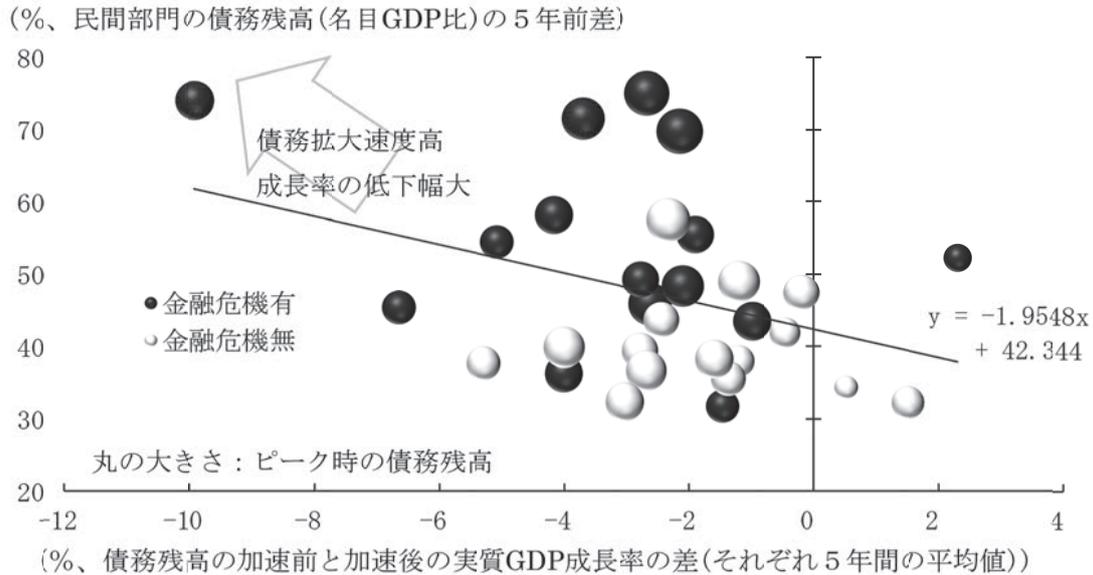
なお、過去を振り返ると、急速な債務拡大はその後の景気減速や金融危機を招きやすい。中国については2008年の民間部門債務残高が同国の名目 GDP 比 115%であったのに対し、2013年には同 176%まで拡大。図表 11 は、名目 GDP 対比の債務残高が5年間で30%以上拡大した国の民間債務残高の変化と債務拡大前後の GDP 成長率の関係を示しているが、その殆どにおいて成長率の伸びが鈍化しているだけでなく、半数以上が金融危機に直面している。また、債務残高が60%以上拡大した国に限定してみると、その全ての国が金融危機に陥っているが、中国は今次の債務拡大局面で既にその基準を上回っている。

そのため、2015年頃から IMF や BIS などの国際機関が債務管理に対する警鐘を鳴らしたほか、米大手格付け機関による中国企業の格下げに対する警戒も高まったことで⁵、中国政府も2015年以降は債務削減に向けた取り組みに着手した。その効果はシャドーバンキング

⁵ その後2017年9月に S&P が中国の長期格付けを AA-から A+に引き下げた。

グ市場などで一部顕在化しているが、他方、銀行貸出や社債市場は依然として拡大基調を保っており、過剰債務削減に向けては目立った進展がみられていないのが現状である。

図表 11：債務残高の変化幅と GDP 成長率の関係



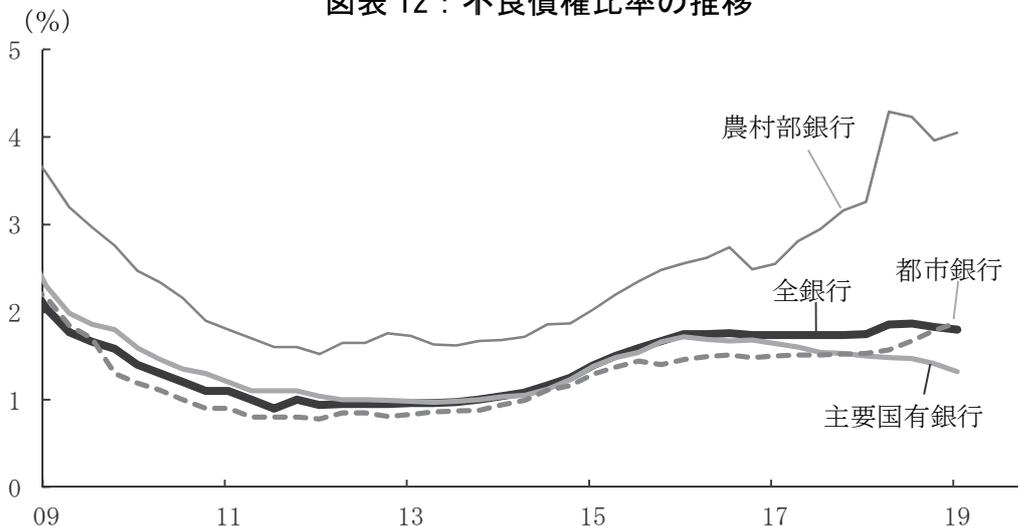
(注)民間債務残高(GDP比)の5年間の増加幅が30%を超えている国が対象。成長率は変化幅が30%以上となる前の5年間と債務残高ピークからの5年間を比較。金融危機有無の判定については、IMF(Laoven and Valencia[2012])に準拠。

(出所) BIS、世界銀行より三菱UFJ信託銀行作成

2. 高水準にある潜在的不良債権

金融危機とは、景気の悪化から金融不安が増大し金融機関の経営悪化や貸し倒れ(倒産)や信用収縮により企業の連鎖倒産が起これ、経済が危機的状況になることをいうが、中国の不良債権比率は直近2019年3月末で1.8%とまだ低水準である(図表12)。

図表 12：不良債権比率の推移

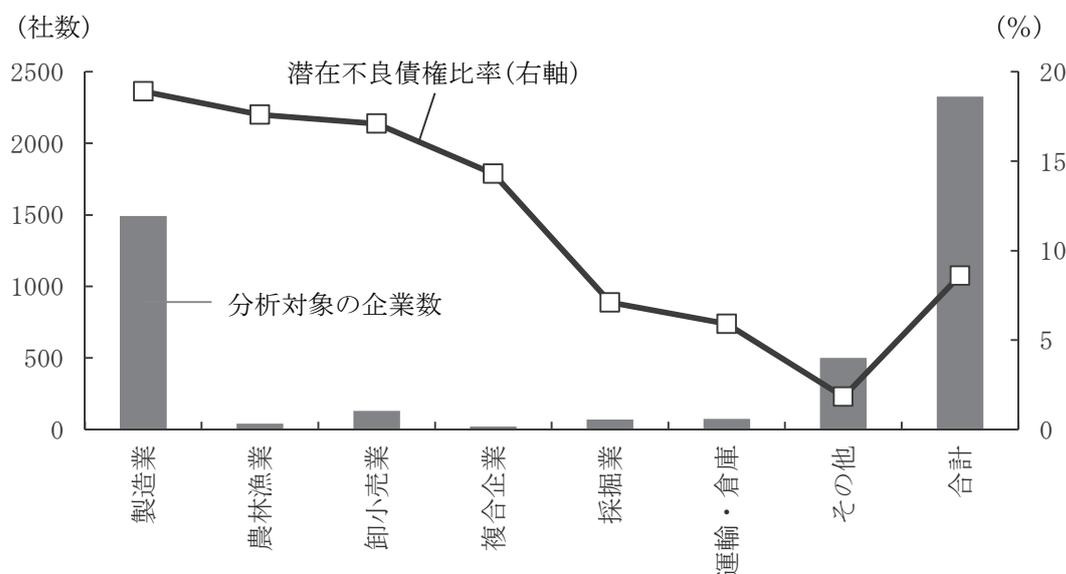


(出所) Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

しかし、公式統計の対象範囲には、オフバランス債務やシャドーバンキング、社債は含まれていない⁶。そこで、借り手側である企業のデータを用いて潜在的な不良債権を業種別に分析したものが図表 13 である。過剰設備を抱える製造業が 18.9%と最も高いほか、全体でも 8.6%と公式統計を大きく上回る水準となっている。また、本分析では上場企業のみを対象としているため、非上場企業も対象に含めた場合、状況は更に深刻といえるかもしれない。

実際、金融危機の兆候ともいえる事象も発生し始めている。2015 年には地方の金融機関が取り付け騒ぎを起こしたほか、2019 年 5 月には中国金融当局が内モンゴル自治区の包商銀行を公的管理下に置くと発表。これは約 20 年発生していなかった出来事であるが、背景にはオフバランスの債務が問題となっている可能性が報道されている。その包商銀行の 2016 年末の不良債権比率は 1.68%であった。

図表 13：潜在不良債権比率



(出所)関[2018] より三菱 UFJ 信託銀行作成

V. グローバルな危機の波及経路

仮に中国で危機が発生した場合、グローバル景気及び金融市場への影響は避けられない。まずは中国経済の鈍化が貿易量の減少を通じて各国の実体経済を下押しすることが想定されるが、その他にもクロスボーダーの借入・貸出を通じた影響や、中国株等の資産価格の変動がグローバル資産市場に波及することも考えられる。

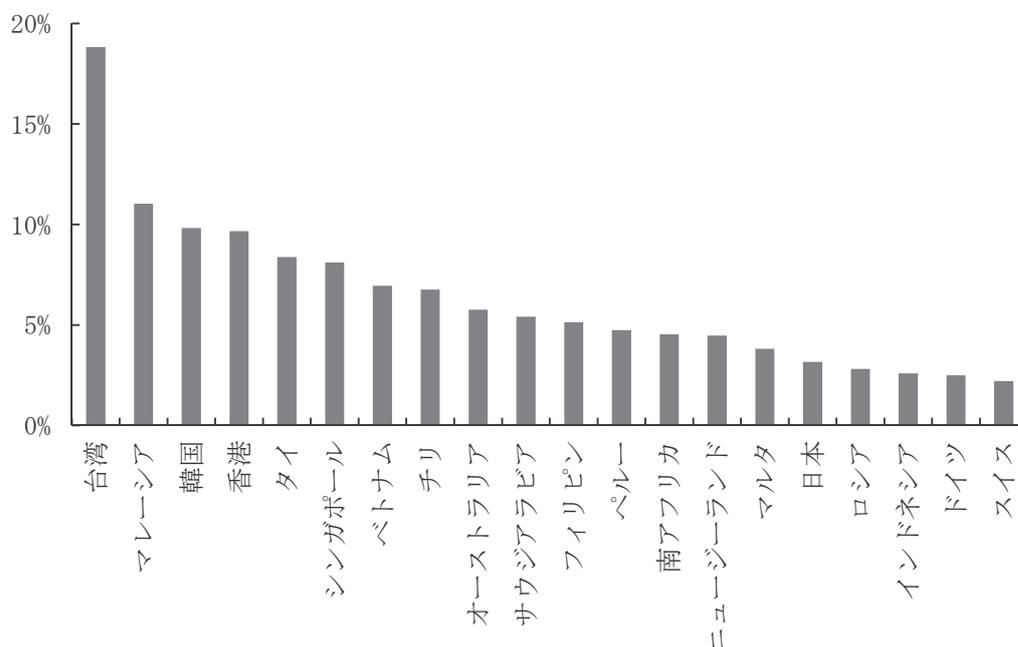
⁶ それ以外の問題として、不良債権の区分は銀行が決定するが、中国では不十分な金融監督機能のもと不良債権の区分認定が徹底されていない可能性があるほか、支払困難などの理由で債務不履行になりそうな際に債務の借り換えを行うことで、債務の区分として不良債権に該当させないといった問題が指摘されている。

1. 貿易を通じた各国への景気押し下げ

輸出を通じた影響を概観したものが図表 14 である。これは、OECD が発表する中国向けの「付加価値貿易統計」を各国の名目 GDP で割ったものである。なお、付加価値貿易統計は、最終需要先を対象として、各国からの輸出の付加価値額を合計したものである。例えば、最終需要は米国だが中間拠点として中国に輸出する場合、通常の輸出統計では中国向け輸出として計算されるが、当データは最終需要が中国にある輸出に絞り込んでおり、貿易の実態をとらえるのに適した統計といえる。

このデータは 2015 年のものではあるが、中国向け輸出の経済に占める割合が大きい国は台湾、マレーシア、韓国などアジアが中心となっている。また、名目 GDP 比で 5% 以上となる国が 11 ヶ国もあるほか、日本やドイツといった先進国も上位 20 位に入っており中国経済への依存度が相対的に高くなっている国は多い。中国景気の減速が対中輸出減少を通じて各国の成長押し下げに繋がることが想定される。

図表 14：各国の中国向け付加価値貿易統計(名目 GDP 比、2015 年)

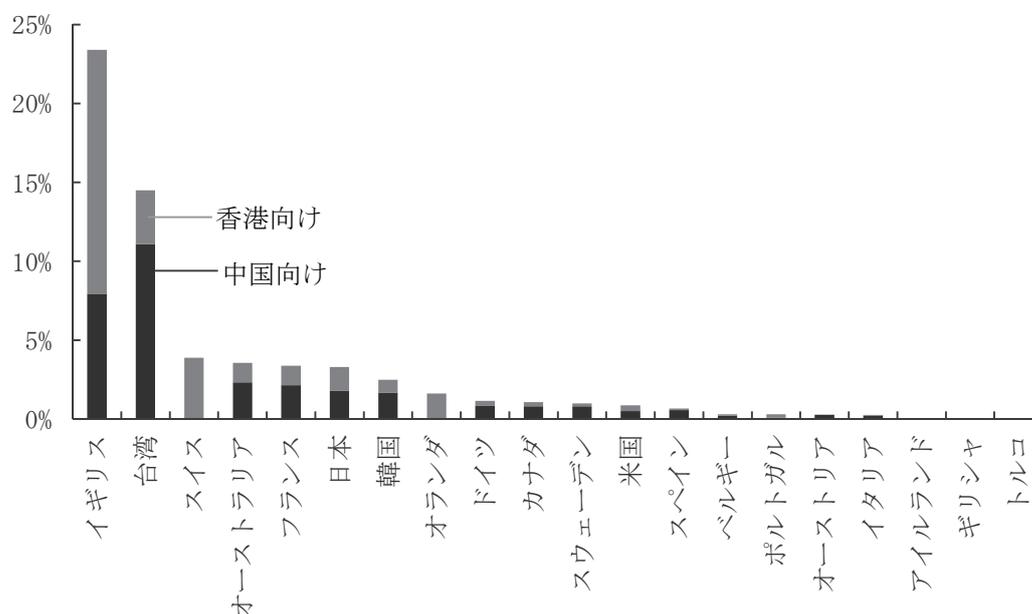


(出所) OECD、Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

2. クロスボーダーの貸出による影響

次に、クロスボーダーの貸出による影響を考える。各国における中国向けの貸出(名目 GDP 比)をみたものが図表 15 である。また、中国の特別行政区である香港向けも併せて載せている。

図表 15：各国の中国向け貸出エクスポージャー(名目 GDP 比、2017 年)



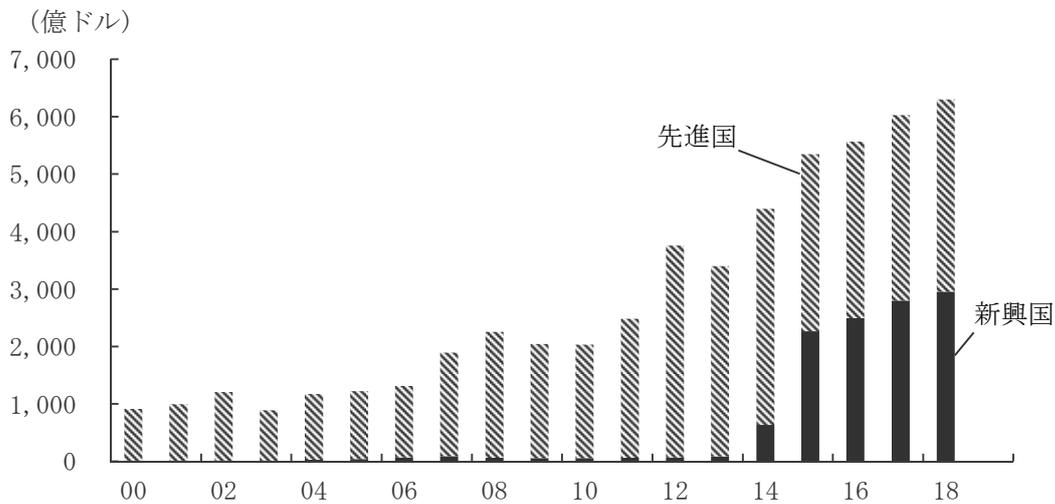
(出所) BIS、世界銀行、Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

これらの国の中で最も高い水準となっている国はイギリス、次いで台湾である。イギリスのデータは、民間銀行のうち中国との結びつきの非常に強い HSBC 及び Standard Chartered Bank によるものが大部分であるが⁷、中国金融システムに波乱が生じた際には主たるビジネス先であるアジア地域のみならず英国を中心とした欧州へと問題が波及するリスクがある。台湾については歴史的経緯から高水準の貸出になっていると思われるが、イギリスとは異なり国内ビジネスを主とする銀行が多いとみられるため、その影響は国内に留まるだろう。それ以外の国は中国・香港合わせても 5% 未満と低水準であり、波及の度合は上述の 2 カ国に比べれば低い。

逆に、中国から海外への貸出を見たものが図表 16 である。世界金融危機以降急速に拡大しており、特に新興国向けが顕著である。仮に中国が金融危機的状況に陥った場合、急速に對外貸出の巻き戻しが発生する可能性があるが、経済規模の比較的小さな国が多いことから、グローバル景気を大きく下押しするリスクは限定的だろう。

⁷ Nkunde et al.[2016]

図表 16：中国による対外貸出の推移



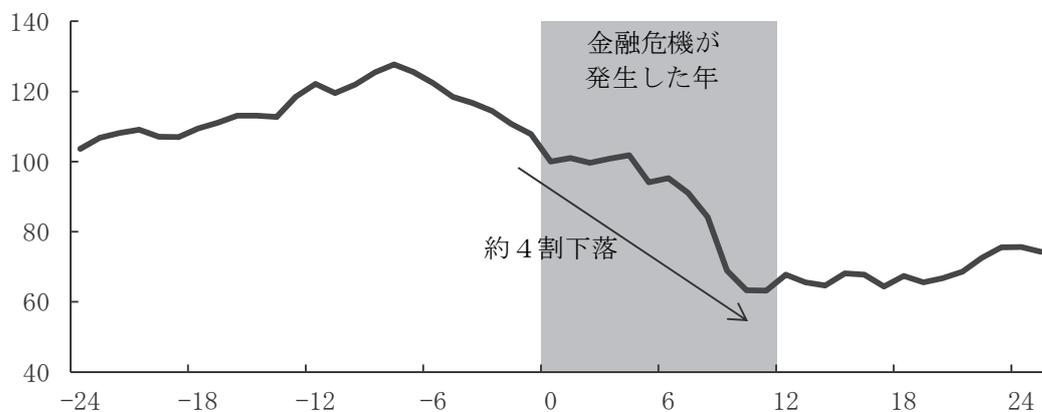
(出所) BIS より三菱 UFJ 信託銀行作成

3. 資産価格を通じた経路

まず、過去の金融危機発生時のグローバル株価動向を確認したい。図表 17 は図表 11 にて示した金融危機が発生した際の株価動向の平均値である。金融危機が発生した年の1月を100としているが、平均的には年間で4割程度下落している。金融危機による株式市場への影響は非常に大きいといえる。

図表 17：過去の金融危機発生時の株価の推移

(単位：ポイント、金融危機が発生した年の1月=100)



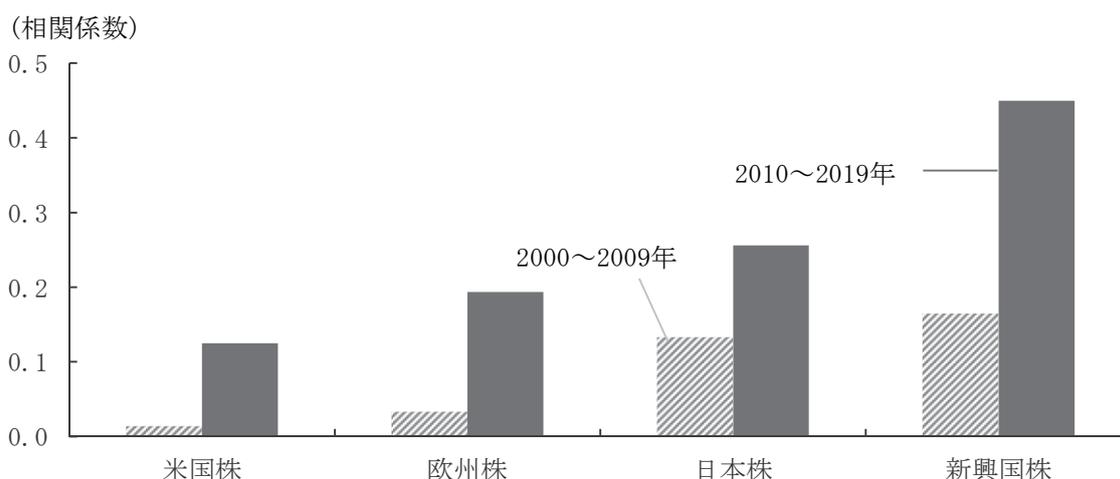
(単位：月、金融危機が発生した年の1月を0と表示)

(注) 金融危機発生国の選定については、IMF (Laoven and Valencia[2012]) に準拠

(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

次に、中国株とグローバル株の関係について確認したい。図表 18 は過去の中国株と各国の株式指数の相関関係をみたものであるが、2000 年代に比べ、2010 年以降は軒並み上昇している。背景には、グローバル経済における中国のプレゼンス拡大に加え、外国人による投資が可能となる QFII 制度の規制緩和や上海証券取引所と香港証券取引所での株式の相互取引(ストックコネクト)開始といった市場開放の進展もあるとみられる。

図表 18：各国/地域の株価指数と上海株価指数の相関関係



(注) 米国株は S&P500、欧州株はユーロストックス 600、日本株は TOPIX、新興国株は MSCI エマージング指数を使用。

日次変化率の年毎の相関係数の 10 年間平均、2019 年は 5 月末まで

(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

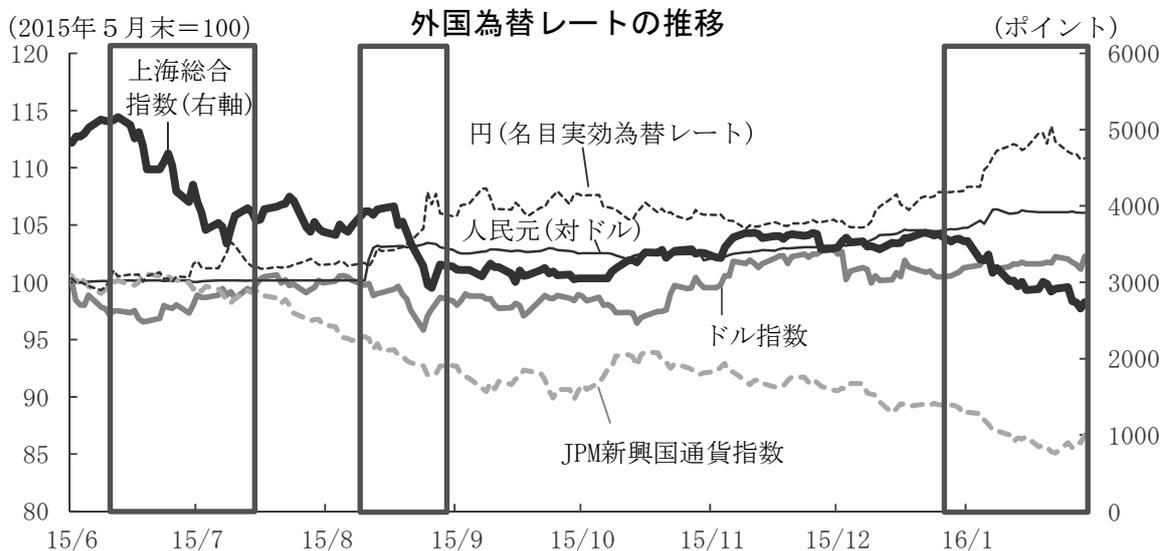
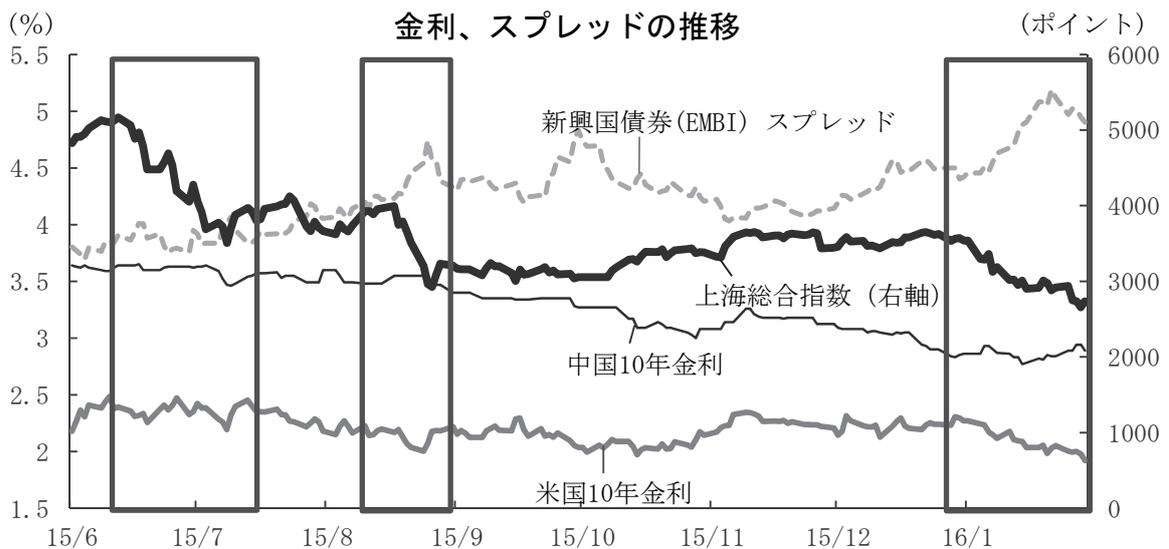
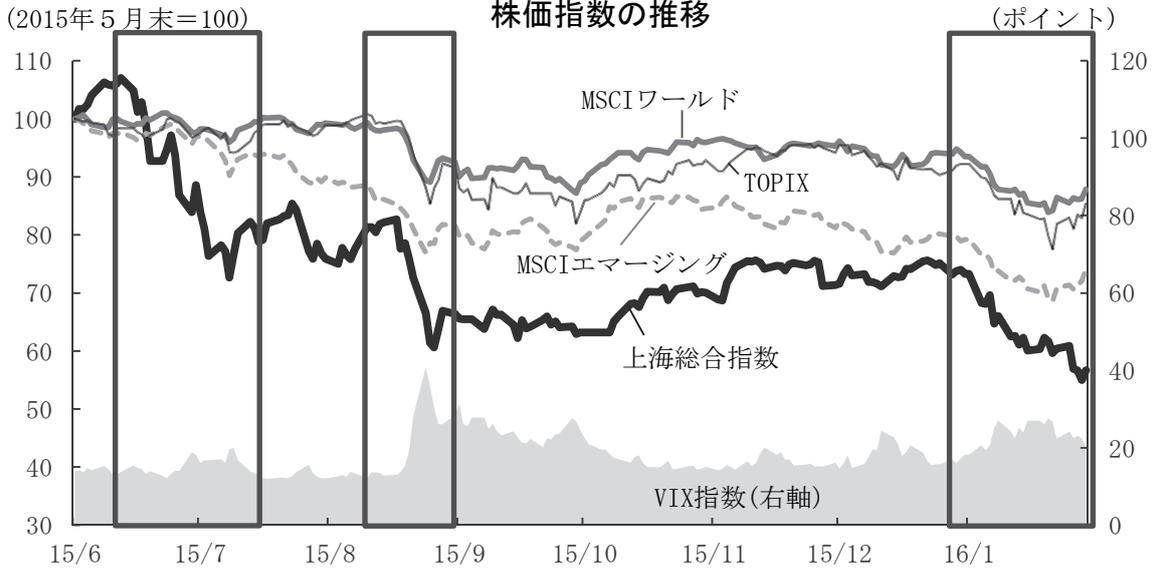
そこで、2015 年から 2016 年にかけての「チャイナショック」が発生した際にグローバルな資産価格に与えた影響について振り返りたい⁸。

次頁図表 19 のとおり、株価の調整局面は 3 回発生した。1 回目は株式バブルの崩壊、2 回目は人民元の大幅切り下げに伴う資金流出への警戒、3 回目は景気減速懸念が主たる背景であった。金融危機は金融機関の破たんなど突発的な事象がきっかけとなるケースが多いことを考慮すると、2 回目の市場の動きが最も参考になるだろう。その際は、世界同時株安となり、株価の変動性を示すボラティリティ (VIX) 指数も急騰、債券市場では新興国のスプレッドが拡大、通貨は新興国が売られる一方で安全資産とされる円が買われた。

チャイナショックの際は中国政府が資本流出に対し矢継ぎ早に対応したことから 1 ヶ月も要さずに市場は落ち着きを取り戻したが、仮にこの先金融危機が発生した際には、日本や米国の例を見ても数ヶ月から年単位で資産市場の変動率が高い状況が続く虞があり、市場の混乱はチャイナショック時よりも長く、大きなものとなる可能性には留意したい。

⁸ 「チャイナショック」発生の詳細は資産運用情報 2019 年 6 月号をご参照頂きたい。

図表 19 : 2015年～2016年における中国株安のグローバル資産価格への波及
 株価指数の推移 (2015年5月末=100)



(出所) Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

VI. 終わりに

これまで見てきたように、中国企業が抱える債務は既に持続不可能なほどの高水準に達している。急速に債務を大きく膨張させた国は、その後に金融危機や急速な景気失速に陥るといのが歴史の教訓であり、中国のみ特別な存在と捉えるのは楽観的すぎるだろう。中国の不良債権比率は公式な政府統計を大きく上回る水準にまで悪化していることが予想され、債務調整圧力は高まっている。

実際にその兆候は出ている。前述のとおり 2019 年 5 月にはモンゴルの地方銀行が約 20 年ぶりに公的管理下に置かれたが、破たん予備軍の銀行は他にも複数存在する。中国政府が構造改革路線を優先させるもとで先行き景気は緩やかな減速が続くことが想定されるが、日本のバブル崩壊時のように金融機関の経営悪化や貸し倒れ(倒産)が大幅に増加し、信用収縮により企業の連鎖倒産が起こる可能性も否定できない。

中国経済の失速がグローバル経済や金融市場に与えるインパクトは大きく、台湾やマレーシア、韓国を中心に対中輸出の減少を通じて GDP を押し下げるほか、中国向けの貸出債権を多く有するグローバルな銀行の経営悪化へと発展するリスクが警戒される。株式やグローバルな資産価格へのマイナス影響も懸念され、日本も他人事ではない。

今後、中国発の金融危機が発生し、アジア地域中心にその影響がグローバルに波及するシナリオを軽視すべきではないだろう。

(2019 年 6 月 20 日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- ・ Sally Chen and Joong Shik Kang[2018] “Credit Booms-Is China Different?” IMF Working Paper No.18/2
- ・ IMF[2017] “PEOPLE’S REPUBLIC OF CHINA Financial system stability assessment” IMF Country Report No.17/358
- ・ Luc Laeven and Fabián Valencia[2012] “Systemic Banking Crises Database: An Update”, IMF Working Paper No.12/163
- ・ W. Raphael Lam, Alfred Schipke, Yuyan Tan and Zhibo Tan[2017] “Resolving China’s Zombies: Tackling Debt and Raising Productivity”, IMF Working Paper No.17/266
- ・ Wojciech Maliszewski, Serkan Arslanalp , John Caparusso, José Garrido, Si Guo, Joong Shik Kang, W. Raphael Lam, T. Daniel Law, Wei Liao, Nadia Rendak,

- Philippe Wingender, Jiangyan Yu and Longmei Zhang[2016] “Resolving China’s Corporate Debt Problem” IMF Working Paper No.16/203
- Nkunde Mwase, Papa N’Diaye, Hiroko Oura, Frantisek Ricka, Katsiaryna Svirydzenka, and Yuanyan Zhang[2016] “Spillovers from China”, International monetary fund, Sep. 2016
 - OECD[2019] “OECD Economic Surveys China April 2019 overview”, <http://www.oecd.org/economy/surveys/china-2019-oecd-economic-survey-overview.pdf> (2019年6月12日アクセス)
 - Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff[2009] “This time is different” Princeton University Press, 2009
 - JETRO[2009]「中国政府による景気刺激策と効果、日本企業のビジネスチャンスとリスク」JETRO ホームページ調査レポート 2009年8月
 - 佐々木貴彦[2019]「新興国通貨の下落パターンを読み解く」三菱UFJ信託銀行 『資産運用情報』 2019年6月号
 - 関辰一[2018]「中国経済成長の罨」日本経済新聞出版社、2018年5月
 - 日本銀行[2017]「中国企業の過剰債務とその生産性への影響」日本銀行ホームページ 日銀レビュー2017年4月
 - 三尾幸吉郎[2016]「中国経済：過剰債務問題の本質と展望」ニッセイ基礎研究所 基礎研レポート 2016年9月23日

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）