

## 高頻度データから見た中国操業再開

### ～新型コロナウイルス感染終息の兆しも全面的再開は道遠い

リサーチ & アドバイザリー部  
中国調査室

#### メインピックス ..... 2

##### 高頻度データから見た中国の操業再開～新型コロナウイルス感染終息の兆しも全面的再開は道遠い..... 2

➤ 2019 年末より猛威を振るってきた新型コロナウイルスは、これまで国内の確認感染者数は延べ 81,554 人(3 月 31 日現在)に達しており、2003 年の SARS(重症急性呼吸器症候群)時の同 5,327 人(2003 年 8 月 16 日時点)を大幅に上回っている。こうした状況を受け、足許 1～2 月の工業生産高前年同期比は一時的に-13.5%と急落し、また、同月の CPI は前年同月比+5.2%と高止まり、いわば「スタグフレーション」的な様相が現れている。一方、2 月下旬以来、中国国内の新規感染者数は全体的に減少に転じており、感染終息の兆しが現れている。また、政府はこれまでの蔓延による経済への悪影響を最小限に抑えるために各種支援策を発表し、足許では、大半の地域では操業再開が本格化している。本稿は、こうした最新の状況を念頭に、①新型コロナウイルスによる中国マクロ経済への影響を概観し、②生産、人員移動、物流、在庫と素材価格等の諸要素の推移から、これまでの操業再開について検証する。

#### 三菱 UFJ 銀行の中国調査レポート(2020 年 4 月) ..... 12

## メインピックス

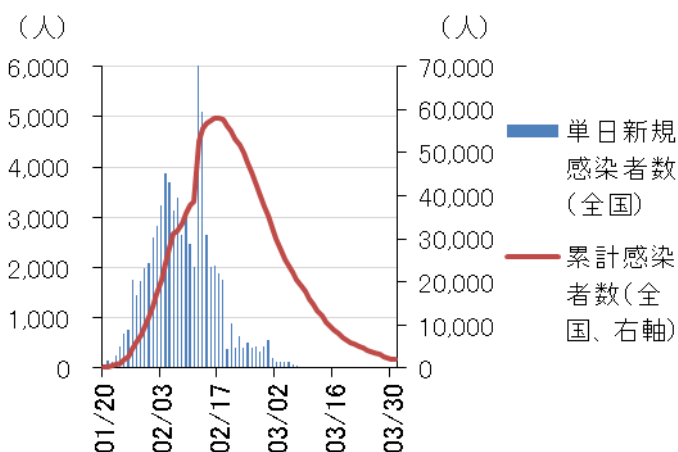
### 高頻度データから見た中国の操業再開～新型コロナウイルス感染終息の兆しも全面的再開は道遠い

2019年末より猛威を振るってきた新型コロナウイルスは、これまでの国内確認感染者数は延べ81,554人(3月31日時点)に達しており、2003年のSARS(重症急性呼吸器症候群)時の同5,327人(2003年8月16日時点)を大幅に上回っている。最近では、欧米を中心に感染者が急増し、米ジョンズ・ホプキンス大学システム科学工学センター(CSSE)の集計によると、世界の感染者が累計90万人を超えたと発表した。こうした状況を受け、1～2月の工業生産高前年同期比は一時的に-13.5%と急落し、また、同月のCPIは前年同月比+5.2%と高止まり、いわば「スタグフレーション」的な様相が現れていた。一方、2月下旬以来、中国国内の新規感染者数は急減しており、感染終息の兆しが現れている。政府は疫病蔓延による経済への悪影響を最小限に抑えるために各種支援策を発表し、足許では、大半の地域の操業再開が本格化し、その結果、3月の政府発表PMI(製造業)は52%まで大幅に改善された。本稿は、こうした最新の動向を踏まえ、①新型コロナウイルスによる中国マクロ経済への影響を概観し、②生産、人員移動、物流、在庫、素材価格といった諸要素の推移、並びに直近までの政府支援策に着目し、中国の操業再開の進捗状況を検証する。

#### I. 新型コロナウイルスにより、中国経済はほぼ停滞状態に

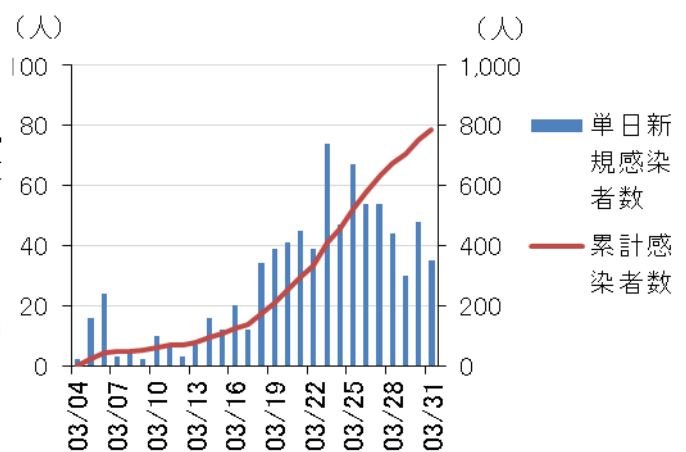
新型コロナウイルスによる中国国内確認感染者数はこれまで延べ81,554人に達しており、死者数は3,312人、死亡率は4.06%となっている。直近では、中国国内での新規確認感染者数は急減し、3月以降の毎日発表していた全国新規確認感染者数は概ね1桁以内と減少している(図表1)。一方、欧米を中心に海外での蔓延が広がっている。これを受け、中国では最近、防疫の重心を「原発型新規感染者数抑制」から「海外輸入型新規感染者数抑制」にシフトし、主要な空港と港湾に防疫用設備の導入や、専門要員の増配を実施する等、厳戒態勢となっている(図表2)。

【図表1】 原発型感染者数の推移



(出所) 公開情報より当行中国調査室作成  
注: 2月12日は基準変更により、同感染者数は15,152人

【図表2】 海外輸入型感染者数の推移



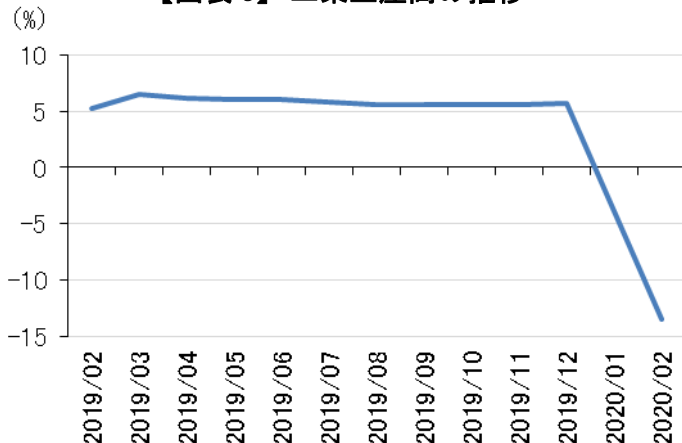
(出所) 公開情報より当行中国調査室作成

#### 供給側——工業生産が急落も、PMIはV字回復

新型コロナウイルスの蔓延は中国経済に大きな打撃を与えている。工業生産(実質付加価値額ベース)では、1～2月は前年同期比-13.5%と、大幅にマイナスに転じた(図表3)。業種別では、製造業が同-15.7%と最も影響を受けており、とりわけ自動車製造業(-31.8%)、鉄道・船舶・宇宙・その他輸送設備製造業(-28.2%)、通用設備製造業(-28.2%)、紡績(-27.2%)等の低下幅が大きい。

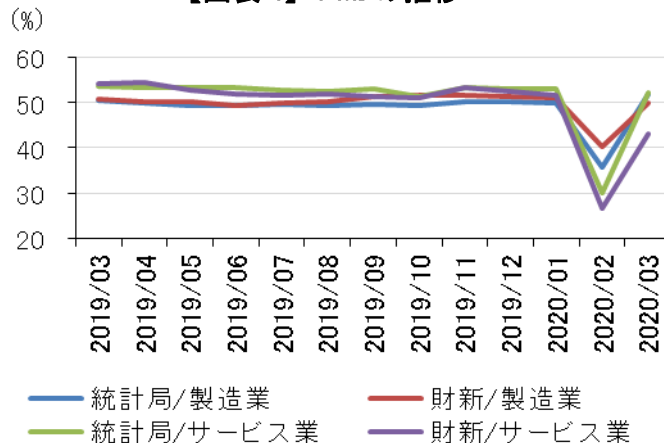
製造業とサービス業の購買担当者景気指数(PMI)について、2月の統計局発表と財新発表が何れも統計開始以来の最低値を記録したが、足許3月では、「新規注文」(52%、前期比+22.7)、「生産」(54.1%、同+26.3p)、「素材・中間財仕入」(52.7%、同+23.4p)、「従業員」(50.9%、同+19.1p)の改善により、好不況の分け目となる50%を上回った(図表4)。これまでの操業再開による受注/仕入れ/雇用回復、政策支援強化に伴う企業マインドの改善、並びに前回数値の低さが今期の押上要因とみられる。一方、PMIは先月比データで一過性があり、3期連続でみる必要があるため、4月と5月の推移が重要である。

【図表3】工業生産高の推移



(出所)WINDより当行中国調査室作成

【図表4】PMIの推移

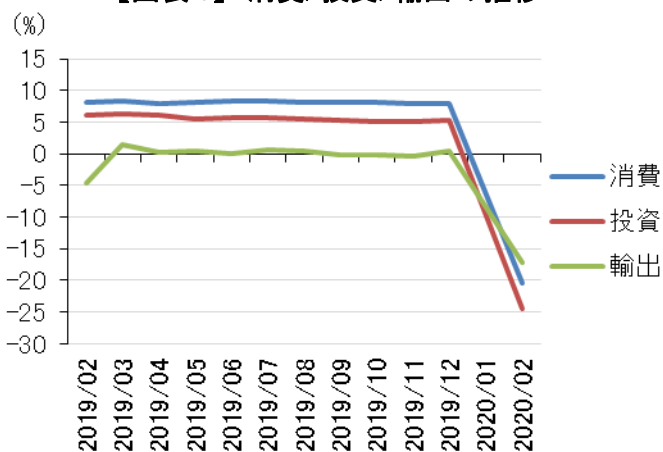


(出所)WINDより当行中国調査室作成

**需要側——消費・投資・輸出入が統計以来最低値、輸出入は海外情勢により、長期化するリスクも**

防疫のために全国で実施してきた外出自粛(自宅待機)は消費者行動を急減させた(図表5)。当局が発表した1~2月の社会消費財小売総額は5兆2,130億元、前年同期比-20.5%と、統計開始以来の最低値となった。そのうち、とりわけ外食業(シェア8%)の減速が激しく、同-43.1%となった。一方、実物商品の電子商取引(EC、シェア21.5%、前年同期より+5p)売上高は1兆1,233億元であり、全体がマイナスの中でも同+3%と好調が続いた。外出自粛により、多くの実店舗(オフライン)がインターネットでの販売ルート(オンライン)を開始し、いわゆる「O2O」(On-line to Off-line)の販売形態を展開し、売上高を維持しようとしている。投資については、固定資産投資は同-24.5%、2019年同期と比べて-30.6pと大幅な減速を記録した。操業停止により、製造業新規設備投資が急減し、同-31.5%と全体の減少幅を上回った。また、これまで投資を牽引してきた不動産開発投資も同-16.3%と、歴史的な低水準となった。輸出入については、春節休暇期間の延長や、国内各主要空港と港の封鎖により、税関発表の米ドルベース輸出入はそれぞれ同-17.2%と同-4%と大幅減となった。3月以降から欧米を中心とした感染拡大を考慮すると、輸出入は今後悪化していくと予想される。

【図表5】消費/投資/輸出の推移



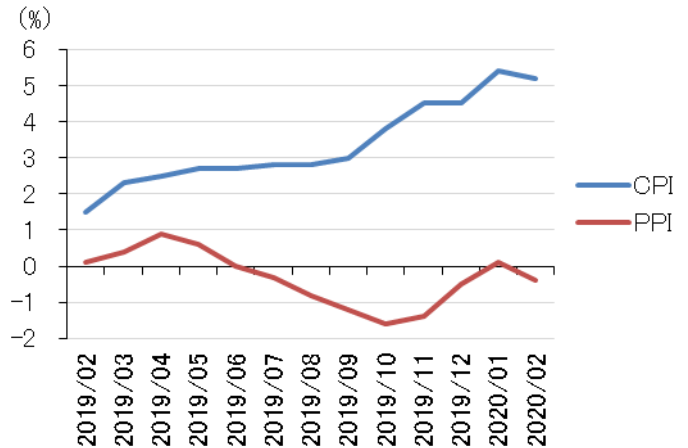
(出所)WINDより当行中国調査室作成

こうした状況を受け、政府はこれまで消費面において、個人所得税の納付期限延長や、低所得者向け社会保障給付額の引き上げ、並びに期限付き消費クーポンの配布を実施し、また企業負担軽減面においては、小規模納税者向けの減税、中小企業の融資便利化、重点分野企業向けの補助金支給等の刺激策を実施している。しかし、最近海外防疫情勢の不確実性が日々高まることを勘案すると、政府が輸出企業を中心に追加減税や補助金支給等、更なる財政支援を実施する可能性がある。

**物価水準——CPIとPPIが一高一低、企業の経営圧力が依然高まる**

物価面では、消費者物価指数(CPI)は先月より0.2pと、やや低下したものの、引き続き5%を超えた高位で推移している(図表6)。春節前から継続してきた豚肉(前年同期比+135.2%)を始めとする食品価格の高騰に加え疫病の影響による輸送コストの上昇を上乗せした結果とみられる。一方、PPIについては、1月は一時的にプラスに転じていたものの、2月は再びマイナスとなっている(図表6)。国際原油安と欧米諸国の疫病蔓延拡大による需要減が素材/中間財価格を低下させ、中国国内企業の経営圧力は依然として高まっている。また、CPIとPPIの格差拡大について、企業側から見れば、CPIの上昇による購買力低下と景気後退はもとより、PPIの低下は収益の減少をもたらし、結果として設備投資意欲に対する抑制に導く可能性もある。

**【図表6】 価格指数の推移**



(出所)WIND より当行中国調査室作成

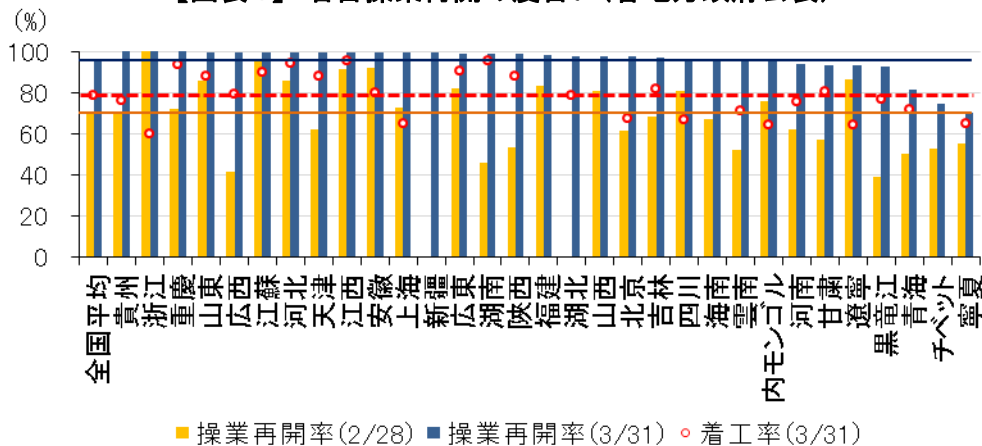
**II. 高頻度データからみた操業再開の度合い**

中国では、2月上旬から一部地域での操業を再開、3月以降は、一部封鎖地域の解除により、物流・人員移動・商流の回復の兆しが現れている。3月27日に開催された中央政治局会議では、「防疫が今後常態化となりつつあるも、国内の生産・生活秩序の回復を加速する」との政策決定が発表され、「操業再開」が今後一時期での最大の政策目標と位置づけられた。本節では、現時点で入手可能な高頻度データを基に、操業再開の最新の動向を計量的に把握する。

**3 月末時点の操業再開率と着工率**

操業再開率は、総企業法人数に占める稼働企業数の割合であり、計算上の簡便さ等から、現時点では経済活動の再開を表すもっとも主流的な指標として利用されている。しかし、同比率は実際の生産量や出荷量を表す指標ではないため、操業再開しても実際の生産活動を行わない場合もあり得る。一方、着工率は従業員の現場復帰数や機械稼働数等を基に計算されるため、その結果はより実際の生産活動を反映できるとみられる。実際、政府の公式発表によると、2月28日時点での全国大手・中堅企業の操業再開率は69.7%、うち製造業は85.6%と全体を牽引している。3月31日時点での各地方政府が発表した大手・中堅企業操業再開率で計算した全国平均値は95.4%であり、2月28日時点より25.7p上昇した。一方、全国平均着工率は3月31日時点では78.7%に留まり、操業再開率と比べて14.2pの差がある。地域別着工率では、湖南(95.5%)、江西(95.3%)、河北(94.4%)、重慶(93.8%)、広東(90.5%)、江蘇(90%)、陝西(88.1%)、天津(87.8%)、山東(87.7%)、吉林(81.4%)、甘肅(80.5%)、安徽(80%)、広西(79.5%)が全国平均を上回っており、操業再開が比較的に進んでいるといえる(図表7)。

【図表7】 名目操業再開の度合い(各地方政府公表)

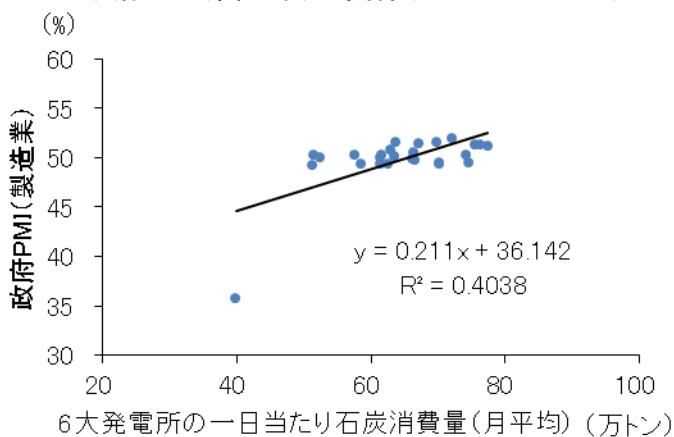


(出所) 各種報道より当行中国調査室作成

高頻度データとは

高頻度データとは、発表トレンドが一月以内の日次・週次・旬次データを指し、もともと証券や先物等の金融関連取引で多く見られるが、近年中国では、統計面での改善につれて、工業生産や交通・物流並びに一般的な商品取引でも取られるようになった。高頻度データは発表トレンドが短いゆえに、実体経済とのマッチング度が比較的に高く(図表8)、経済の短期的動向や先行きを分析する際には有効とみられる。本稿で取り上げる高頻度データは図表9の通りである。

【図表8】 6大発電所1日当たり石炭消費量と政府PMI(製造業)の関係(2017/1-2020/2)



(出所) 当行中国調査室作成

【図表9】 本稿で取り上げる高頻度データの諸元

分野	指標	単位	頻度	操業再開との関係	特徴	弱点	データ元
生産	6大発電所1日当たり石炭消費量	万吨	日次	プラス	・発表頻度が高い ・トレンドが安定	・電力使用量が少ない産業を過大評価 ・石炭火力発電は全電源の一部に過ぎない	6大発電所
	高炉稼働率	%	週次	プラス	・発表頻度がやや高い ・サプライチェーン全体を観測可能	・中小規模の高炉は過剰生産能力削減に影響される	(株)上海鋼聯電子商務(MySteel)
人口移動	バイトウ人口流入指数	-	日次	プラス	・発表頻度が高く、直観的 ・地域間比較が可能	・非労働人口(学生/高齢者)も含まれるため、結果を過大評価	(株)バイドウ
	地下鉄乗客数	万人	日次	プラス	・発表頻度がやや高い ・地域間比較が可能	・非労働人口(学生/高齢者)も含まれるため、結果を過大評価 ・偶発的ショックに影響される(事故/故障)	地下鉄運営各社
物流	BDI ( Baltic Dry Index)	-	日次	プラス	・発表頻度が高い ・市場トレンド変動に敏感	・輸送物は原料のみのため、中間財と完成物が含まない ・海運のみのため、陸運・空運の動向は含まない	バルト海取引所
在庫	建築用鋼材(鉄筋)在庫量	万吨	週次	マイナス	・発表頻度がやや高い ・トレンドが安定 ・インフラ/不動産/土木分野に密接	・鋼材使用量が少ない産業を過大評価 ・自動車等、鉄筋以外の鋼材を使用する業種には不向き	中国鉄鋼工業協会
	6大発電所石炭在庫利用可能日数	日	日次	マイナス	・発表頻度が高い ・トレンドが安定	・エネルギー価格/輸送コストに影響される	6大発電所
素材価格	建築用鋼材(鉄筋)現物価格	元/トン	旬次	プラス	・市場トレンド変動に敏感	・発表頻度が低い ・原材料(鉄鉱石)価格/輸送コストに影響される	中国鉄鋼工業協会
	工業用石炭(山西大混)現物価格	元/トン	旬次	プラス	・市場トレンド変動に敏感	・発表頻度が低い ・原材料(石炭)価格/輸送コストに影響される	秦皇島港集団

(出所) 当行中国調査室作成

## 6大発電所1日当たり石炭消費量

中国では、未だに火力発電を主要電源としており、電力全体の7割以上を占めている(2019年末時点)。そのため、主要6大発電所1日当たり石炭消費量<sup>1)</sup>は、経済活動とりわけ製造業の生産面での動きを見る際に有用とみられる。実際、図表10の通り、3月12日から同消費量が回復し始め、足許3月31日では56.1万トンに達し、過去2年間の同期平均値の68.2万トンの82.3%まで回復してきている。当局は操業再開後の企業負担を軽減するよう、2月から6月までの一般工商業向け電力消費料金を5%引き下げるとともに、天然ガスのオフシーズン料金を前倒して実施すると指示し、今後の操業再開につれて、同消費量は更に拡大する見通しである。

## 高炉稼働率

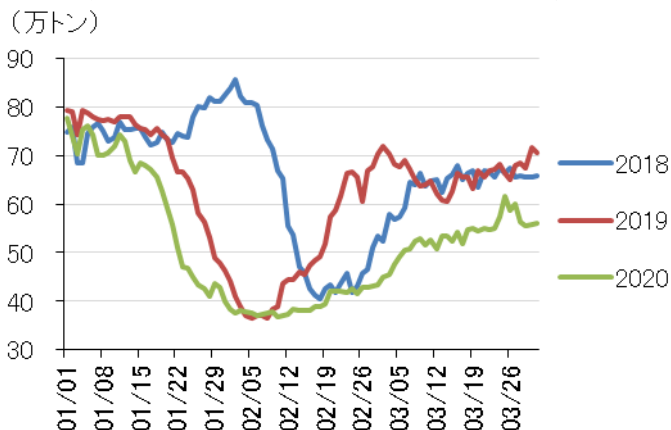
高炉稼働率は鉄鋼業や金属製品製造業の操業状況を把握する際に欠かせない指標である。図表11の通り、1月下旬から、春節休暇及びその後の生産停止により、高炉稼働率は急激に低下し、W7(第7週、以下同じ)にある年内最低値は61.9%、2019年同期より5p近く、2018年同期より2p近く低下した。当局は2018年と2019年に鉄鋼業の過剰生産能力削減に注力したこともあり、それを更に下回ったことは、操業停止による影響の甚大さの反映であろう。他方、W7以降、高炉稼働率は徐々に回復し、3月31日には65.9%まで上昇し、既に過去2年間の同期平均値である64%を超えており、操業再開率は100%となっている。

## 人員移動は緩やかに回復、北京では厳重体制で尚道遠い、物流の回復は6割強

操業再開の基礎は人員移動の回復である。今回の新型コロナウイルスは、伝染力が非常に強い故に、早い時期から外出自粛等、人員移動を遮断する対策を取ってきた。元々春節休暇期間には例年、大量の帰省者が大都市から故郷まで帰り、その後1週間程度の休暇を経て再び大都市に戻る。今回の疫病の爆発は春節休暇期間と重なったこと、また各地では操業停止の影響も加えた結果、多くの帰省者はそのまま故郷で長期待機するようになった。

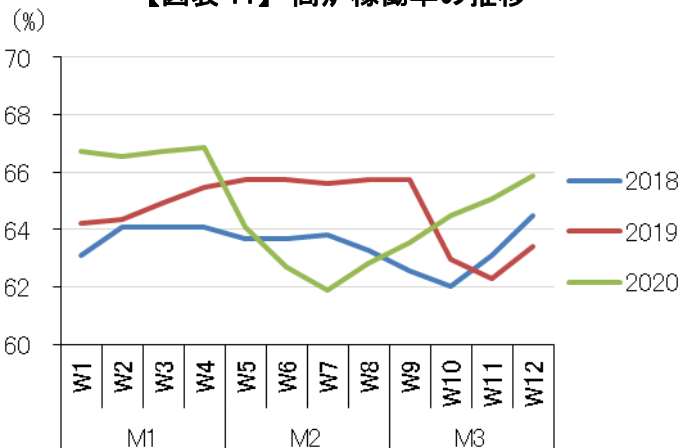
インターネット大手のバイドゥ(百度)社が発表した人口流入指数(全常住人口に占める流入人口の割合を指数化したもの)をみると、全体的に交通機関と企業活動の再開により、人員移動は最悪期から脱しつつあるとみられる(図表12)。1線都市の北京、上海、広州、深センのうち、北京を除く3都市では何れも2月中旬以降から人口流入が加速し、3月31日時点の同指数の前年同期比をみると、上海は49%、広州は55.4%、深センは63.8%まで回復しており、3都市の前年同期比の平均値は56.1%となっている。北京においては、流動人口規模が大きいうえで、政治/文化等の面での中心的な機能も担われるため、3月23日より北京着の全ての国際便を周辺の地方空港に分散すること等、現在も人員移動に対する厳重体制を取っている。そのため3月

【図表10】6大発電所1日当たり石炭消費量



(出所)WINDより当行中国調査室作成

【図表11】高炉稼働率の推移



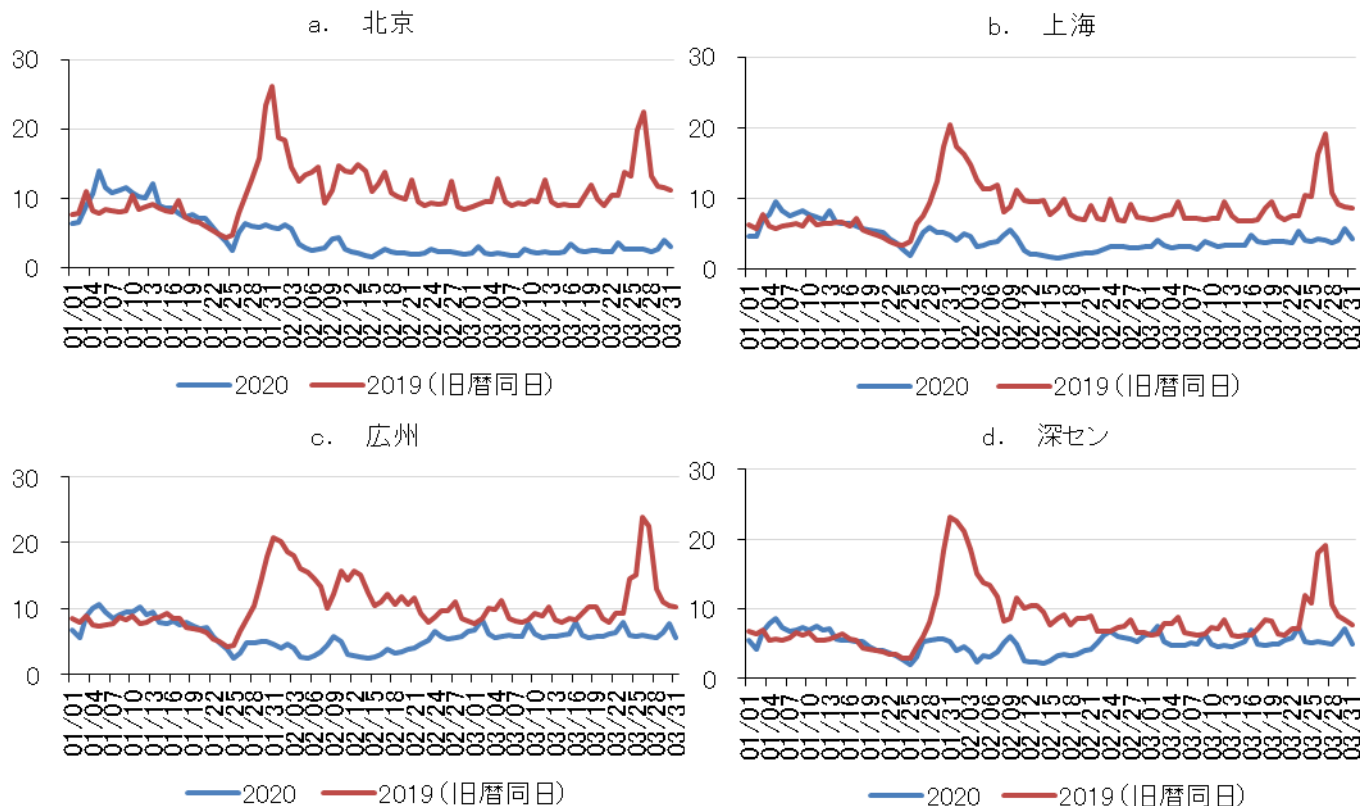
(出所)WINDより当行中国調査室作成

注:Wは週、Mは月を表す

<sup>1)</sup> 6大発電所は、華能国際、浙電集団、上海電力、国電電力、大唐電力、粵電集団を指す。

31日時点の同比率はわずか27.1%に留まる。

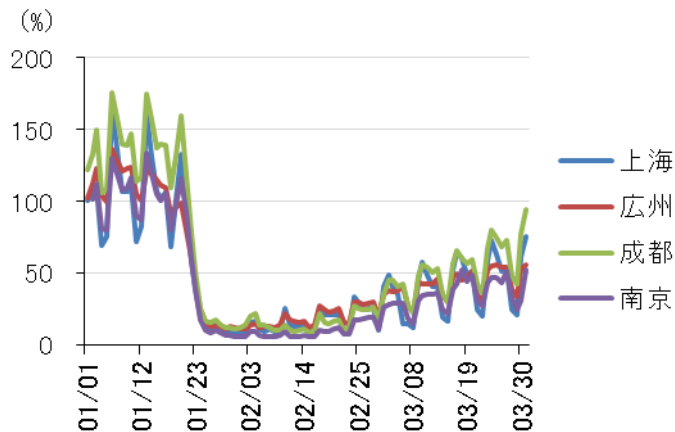
【図表 12】 バイトウ人口流入指数



(出所) バイトウ遷移より当行中国調査室作成

都市内の交通状況について、上海、広州を始めとする主要都市では、地下鉄乗客数は緩やかに回復している。都市別 2020 年の地下鉄乗客数の過去 2 年間同期平均数に占める割合をプロットした結果、2 月下旬より同割合が上昇し、3 月 31 日までの最大記録として、上海が 73% (3 月 24 日)、広州が 56% (3 月 25 日)、成都が 81% (3 月 24 日)、南京が 53% (3 月 18 日) と、平均では 65.8% に達している (図表 13)。他方、北京の同データは未発表だが、3 月中旬以降、混雑度が高まっているようにみられる (図表 14)。

【図表 13】 主要都市の地下鉄乗客数の推移



(出所) WIND より当行中国調査室作成

【図表 14】 北京地下鉄の様子

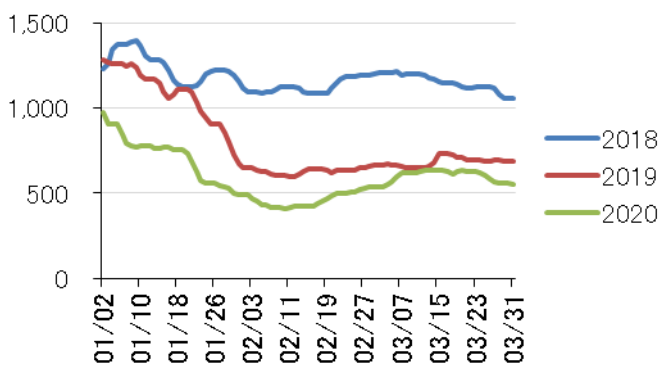


2/20 早朝撮影

3/27 早朝撮影

物流については、中国郵政によると、3月の中国速達発展指数は214.9(前年同期比+23.4%)と、基本的に前年同期水準まで回復し、民間速達各社も2月中旬前後に操業再開率が概ね100%に達成したと発表した。また、国際物流の主要指標の一つであるBDI(Baltic Dry Index)は2月中旬以降上昇傾向となっている(図表15)。足許3月31日では、同数値が548と、過去2年間の同期平均値(872)の62.8%に達している。BDIは物流だけではなく、原材料を中心とした国際貿易の動きも反映される。欧米主要国を中心に疫病対策で封鎖実施が相次いでいる中、中国での操業再開(とりわけ輸出型産業の再開)がBDIの回復に寄与しているとみられる。

【図表15】 BDI(Baltic Dry Index)の推移

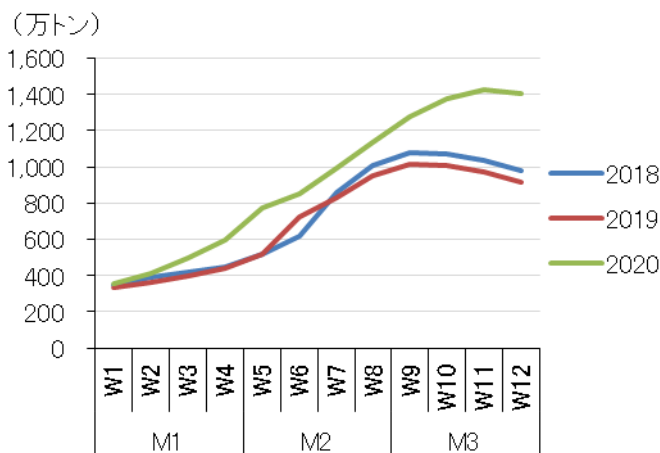


(出所)WINDより当行中国調査室作成

**在庫は緩やかに減少、素材価額は低水準で横ばい**

在庫の状況について、建築用鋼材(鉄筋)の在庫推移では、W11をピークにその後は緩やかに低下している。足許W12では、過去2年間の同期平均値(949.3万トン)の148%の1,405.3万トンであり、操業再開率に換算すると52%となる(図表16)。6大発電所石炭在庫量を日数で換算した結果でみると、2月中旬以降から減少が加速し、足元3月末では、利用可能日数は30日間、過去2年間の同期平均値(22.2日間利用可能)の135%となっており、操業再開率に換算すると65%となる(図表17)。

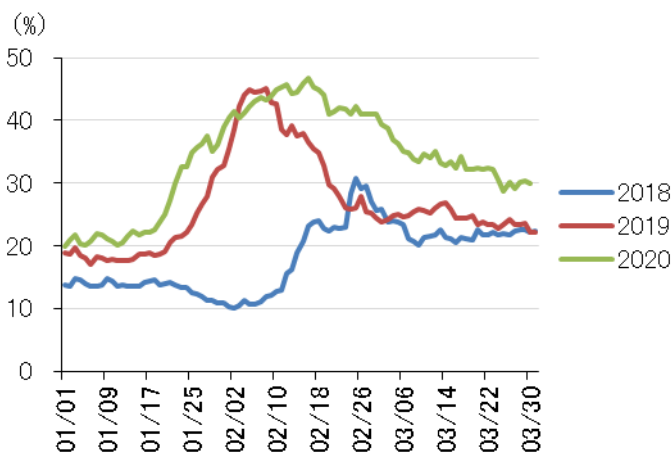
【図表16】 建築用鋼材(鉄筋)在庫の推移



(出所)WINDより当行中国調査室作成

注:Wは週、Mは月を表す

【図表17】 6大発電所石炭在庫可用日数の推移

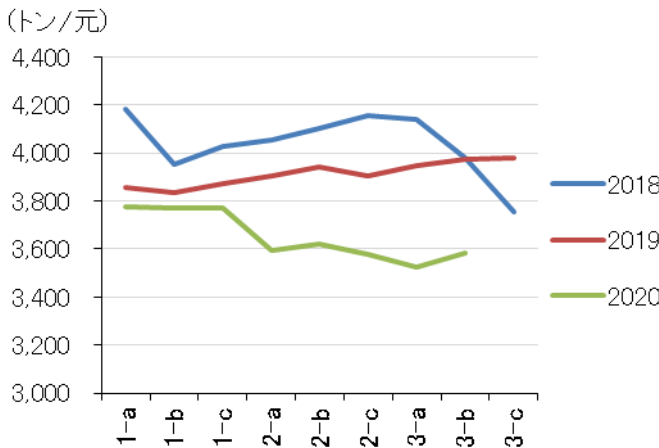


(出所)WINDより当行中国調査室作成

素材価格面では、工業用石炭(現物)と建築用鋼材(現物)は何れも大きな変動がなく、横ばいの推移となっている(図表18、図表19)。その理由について、①企業は春節前に十分な素材を仕入れることが一般的であり、現時点では在庫を使用する段階にあること、②2月上旬以降の操業再開は素材関連製造業を中心に展開されており、素材生産量の回復により市場価格が安定していること、が考えられる。他方、石炭については、環境規制の影響を受けやすく、利用規模自体が縮小した可能性もある。したがって、当面素材価格の変動から、操業再開の度合いを観測することは困難であり、継続的な定点観測が必要とみられる。

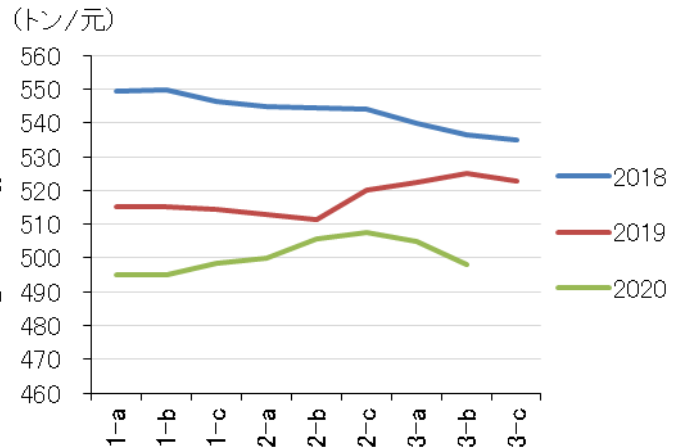


【図表 18】 建築用鋼材(鉄筋)現物価格の推移



(出所)WIND より当行中国調査室作成  
注:aは上旬、bは中旬、cは下旬を表す

【図表 19】 工業用石炭(山西大混)現物価格の推移

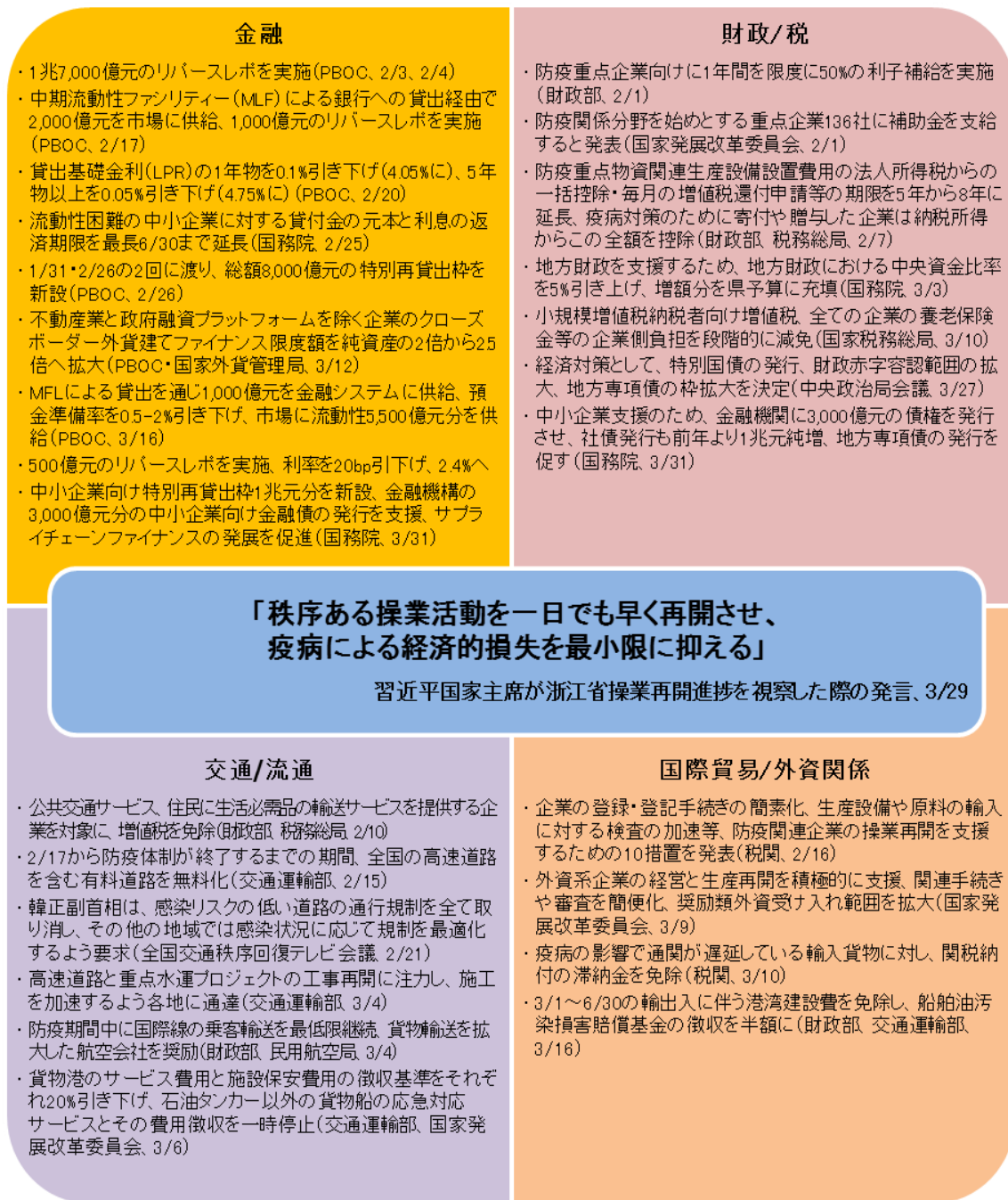


(出所)WIND より当行中国調査室作成  
注:aは上旬、bは中旬、cは下旬を表す

### Ⅲ. 操業再開に関する政府支援策

大規模な経済活動の停止により、とりわけ中小企業や個人事業主を中心に、政府の経済立て直し策への期待が強まっている。当局はこれらの期待に応じて、これまで金融、財政、交通、国際貿易、外資面で積極的に施策している(図表 20)。3月31日の国務院常務会議では、①中小銀行向け特別再貸出枠を1兆元拡大する、②中小企業支援のため、金融機関に3,000億元の専項金融債の発行を支援し、社債によるネットベース調達額も前年より1兆元増加する、③地方専項債の発行や枠拡大を促す、といった刺激策が発表され、新エネルギー車関連補助金の支給期間延長等、特定分野への支援も言及している。市場では、新型コロナウイルスの影響を受け、2020年度の国内経済刺激額は最大10.7兆元(GDPの1割程度)にも上るとの見方もある。しかし一方、現時点での地方専項債の上限枠は僅か3兆元に設定されており、上記刺激規模を達成するためには、財政赤字率の引き上げや特別国債の発行のほか、地方専項債の更なる増発も必要となり、今後の財源の確保並びにそれによる中央・地方財政への圧迫が懸念される。

【図表 20】 操業再開に関する主要政策



(出所)各種報道より当行中国調査室作成

#### IV. まとめ

2月上旬をピークとした新型コロナウイルスの蔓延により、中国経済は停滞し、経済指標は軒並み悪化した。一方、3月中旬以降、中国国内の新規感染者数は減少し始め、住民に対する外出規制が各地で撤廃されるに伴い、国内の物流・人員移動・商流が回復し、企業の操業再開が進んでいる。

操業再開率について、3/31時点の各地方政府発表を集計した全国平均値は95.4%、2/28時点より25.7p上昇した。一方、全国平均着工率について3月31日時点では未だ78.7%に留まっている。高頻度データを用いて実際の操業再開率を分析した結果、生産面では82.3%と100%、人員移動面では52%と65.8%、物流面では62.8%、在庫/価格面では56.1%と65.3%、単純平均値は69.2%と、概ね政府発表の平均着工率

78.7%と近い結果となっている。前述した通り、経済活動の回復について、実際の生産活動はもとより、現場の従業員復帰を表す着工率に密接的な関係を持ち、今後如何に人員移動回復をスムーズにし、着工率を高められるかが政府の重要な課題になる。

また、新型コロナウイルスの世界的爆発、欧米諸国を中心とした経済・金融の不安定と、国際原油価額の急落等のように、外部環境の不確実性が高まりつつある。さらに、第1節で述べていた海外需要の減退に加え、新興諸国での疫病流行による国際サプライチェーンの寸断も懸念される。これまで以上の国際協調、並びに長期的 WIN・WIN 関係を視野に入れた取り組みが必要となる。

MUFG バンク(中国) リサーチ&アドバイザリー部  
中国調査室 李 博

---

## 三菱 UFJ 銀行の中国調査レポート(2020年4月)

---

■ ニュースフォーカス No.4 2020

広東省各都市 「新型コロナウイルス肺炎疫病に対する企業の操業・生産再開支援措置」を発表

[http://rmb.bk.mufg.jp/files/topics/1123\\_ext\\_02\\_0.pdf](http://rmb.bk.mufg.jp/files/topics/1123_ext_02_0.pdf)

アジア法人営業統括部 アドバイザリー室

■ MUFG BK CHINA WEEKLY 2020/4/1

新型コロナによる小売業への影響 業態で明暗

<https://count.bk.mufg.jp/c/Ccl0k8jvf3b4o0H0b4a9c4dIid0k8jvgpi1v9>

国際業務部

■ 中国経済の見通し

封鎖解除へ、但し2020年通年では大幅な減速は避けられない見込み

[https://www.bk.mufg.jp/report/ecolook2020/outlook\\_ch20200403.pdf](https://www.bk.mufg.jp/report/ecolook2020/outlook_ch20200403.pdf)

経済調査室

本報告書は、情報提供のみを目的として、MUFG バンク(中国) 有限公司(以下「当行」)が作成したものであり、その使用又は配布が法律や法規への違反に該当するあらゆる管轄又は国における個人又は組織への使用又は配布を意図したものではありません。本報告書をお客様に公表する前に、当行及び/又は当行関係者/組織は、本報告書に含まれる情報を利用、又はそれに基づいて行動することができます。

本報告書に記載されている情報及び意見のいずれも、預金、証券、先物、オプション、又はその他の金融商品若しくは投資商品の購入若しくは売却の申出、勧誘、アドバイス若しくは推奨をするものではなく、またそのように解釈されるものでもありません。

本報告書は、情報提供のみを目的として作成されており、特定の受領者の具体的な需要、財務状況、又は投資目的への対応を意図するものではありません。

本報告書は、信頼しうるとみなされる情報源から入手した情報に基づいて作成したのですが、正確性を保証するものではなく、受領者自身の判断に代わるものとみなされるべきではありません。受領者においては、適切に、独立した専門的、法律、財務、税務、投資、又はその他のアドバイスを別途取得する必要があります。

本報告書は、アナリスト自身の見解に基づいているため、当行の公式な見解を示すものではありません。本報告書に含まれる全ての見解(あらゆる声明及び予測を含む)は、通知なしに変更される可能性があり、その正確性は保証いたしかねます。本報告書は、不完全又は要約の場合もあり、本報告書に言及される組織に関する重要な情報を全て網羅していない可能性もあります。当行(含む本店、支店)及び関連会社のいずれも、本報告書を更新する義務を負いません。

過去の実績は将来の業績を保証するものではありません。本報告書において言及されるいかなる商品の業績予測も、必ずしも将来実現する又は実現しうる業績を示すものではありません。

当行及び/又はその取締役、役員並びに従業員は、当該取引への関与に当たり、随時、本報告書に言及された関連証券又は関連金融商品において、利益を有すること及び/又は引受を承諾すること、及び/又は当該証券若しくは関連金融商品を保留若しくは保有することがあります。さらに、当行は、本報告書に言及されたいずれかの会社と関係を有する(例えば関連会社、戦略パートナー等)こと、若しくは有していたこと、又はコーポレート・ファイナンス若しくはその他のサービスを提供すること、若しくは提供していたことの可能性もあります。

本報告書に含まれる情報は当行が信頼しうると判断した情報源から入手したものでありますが、当行は、その適切性、適時性、適合性、完全性又は正確性について、いかなる表明又は保証をするものではなく、一切の責任又は義務も負いません。したがって、本報告書に記載されている評価、意見、見積り、予測、格付け若しくはリスク評価は、当行による表明及び/又は保証に依拠するものではありません。当行(含む本店、支店)及び関連会社並びに情報提供者は、本報告書の全部又は一部の使用に起因するいかなる直接的、間接的及び/又は結果的な損失若しくは損害について、いかなる責任も負いません。

当行は、本報告書の著作権を保有しており、当行の書面による同意なしに本報告書の一部又は全部を複製又は再配布することは禁止されています。当行(含む本店、支店)又は関連会社は、当該複製又は再配布によって生じる、いかなる第三者に対する責任も一切負いません。

MUFG バンク(中国) 有限公司 中国投資銀行部 中国調査室

北京市朝陽区東三環北路5号北京發展大厦4階 照会先:石洪 TEL 010-6590-8888ext. 214