

# China Insights

中国市場を見る眼～現地からの報告（抄訳版）

HSBC 投信株式会社  
2017年5月1日

## 中国経済の循環的回復の持続性は？

- 中国では経済指標が全般的に堅調であり、循環的な景気回復を示している。2017年の中国経済は力強いスタートを切っており、短期的な経済成長見通しは良好である。
- 但し、規制強化の影響から、経済成長の増勢がやや鈍化する可能性がある。

### I. 2017年の中国経済は力強いスタート

2017年の中国経済は力強いスタートとなった。1-3月期の実質国内総生産（GDP）成長率は前年同期比+6.9%と上昇した。また、名目GDP成長率は、2016年10-12月期の前年同期比+9.6%から2017年1-3月期は+11.8%へと大幅に上昇し、2012年4-6月期以来の高い伸びとなった。

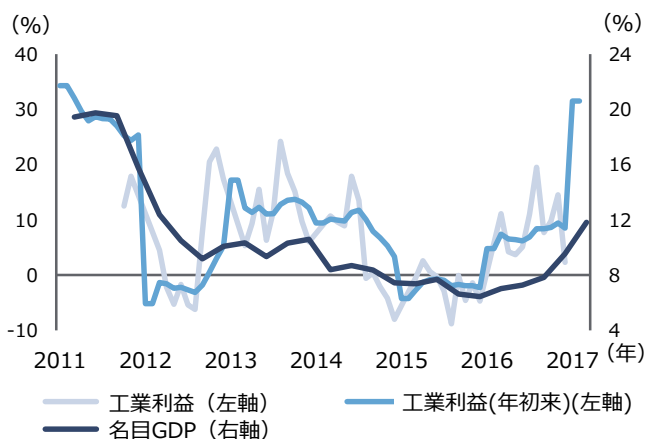
さらに、3月の景気指標は、引き締め気味の金融調節や不動産投資規制の強化にも拘わらず、全般的に好調であった。直近の成長モメンタム加速の理由としては、以下が挙げられる：

- 民間部門・製造業の投資増：工業部門の在庫投資、企業利益の拡大、企業景況感の改善
- 不動産セクターの堅調：企業の不動産投資及び建設の伸び
- 個人消費の拡大：実質可処分所得の伸び（2017年1-3月期は前年同期比+7.0%と2016年通年の+6.3%から上昇）
- 輸出の回復：世界的な景気回復や2015年後半から2016年にかけての人民元安効果
- 財政出動の前倒しとインフラ投資の力強い拡大

全体として、堅調な経済指標が景気の循環的回復を示しており、短期的な経済成長見通しは明るい。景気・物価動向は良好であり、活発な経済活動、落ち着いた消費者物価指数（CPI）、高水準ながら伸び率が低下している生産者物価指数（PPI）などが引き続き景気を下支えすることが見込まれる。

当資料の「留意点」については、巻末をご覧ください。

### 工業部門の利益改善が成長モメンタムをけん引(前年比)



出所: CEIC, HSBC グローバル・リサーチ、2017年4月

### II. 規制強化により成長モメンタムがやや鈍化する可能性

足元の経済指標は全般的に良好であるが、今年の成長モメンタムは、規制強化を受けてやや鈍化する可能性がある。

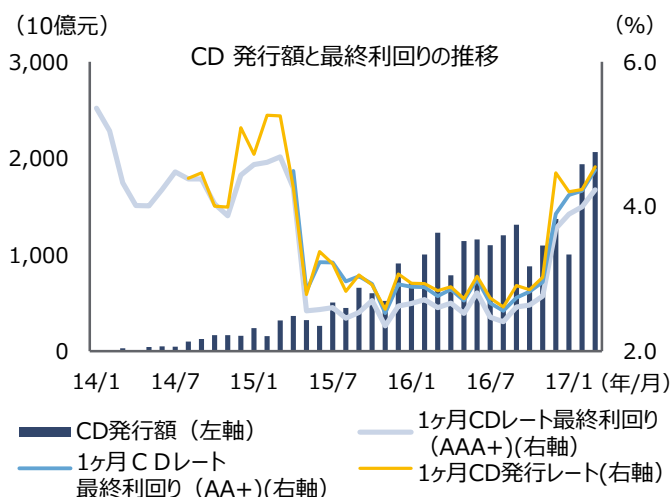
不動産投資及び建設は、上海や北京など第1級都市では在庫減によりタイトな需給環境が続く、また第2級都市などその他の都市では新規住宅着工の増加や良好な販売が期待できると当社では見ている。しかし、現在の増勢は、広範な不動産投資規制の適用により、今年後半には減速する可能性がある。

実際、これまでの不動産投資規制の影響が既に一部で表面化しており、3月の住宅販売の総床面積及び土地販売額は伸びが減速している。但し、これは当社の想定内であり、直近数ヶ月の当社の中国株式ファンドのポートフォリオにおいては、既に不動産セクターに慎重な姿勢を取っている。

他方、中国当局は経済活動の活発化に伴い、レバレッジの制限やオフバランス（簿外）取引の監視強化を通じて、金融市場におけるシステムック・リスクの軽減を図っている。また、金融政策は僅かながら引き締め方向へと調整されている。

懸念すべきは、小規模銀行、地方銀行、ノンバンクにおいて、譲渡性預金（CD）発行を含む資金調達が増加していることである。流動性のタイト化や金利上昇に伴い、オンショア市場での新規債券発行は今年に入り頭打ちとなっている。しかし、発行コストの大幅上昇にも拘わらず、インターバンク市場でのCD発行は増加しており、銀行の資金調達が依然CD発行に依存していることを示している。現在の規制では、銀行間債務は負債総額の3分の1を超えてはならないが、インターバンクCDはこの「銀行間債務」に該当しないため、近年、CD発行額が増加していると考えられている。

### 発行コスト上昇にも拘わらず譲渡性預金(CD)の発行が続く



中国銀行監督管理委員会（CBRC）は金融分野における違反の取り締まりを強化する意向である。4月には、銀行の規制回避を抑えリスク管理を改善すべくガイドラインを策定した。

リスク管理の範囲は、厳格な不良債権認定、CD発行などの資金調達に依存する銀行への注意喚起、理財商品（WMP）や非標準資産（NSA）への投資を巡る規制強化など多岐に亘る。しかし、これらの規制強化の実施は一筋縄では行かない。仮に銀行が資金調達を減らしたり、あるいは理財商品などオフバランス取引の圧縮を強いられ、更には与信の伸び率が低下すれば、借り手はシャドバンキングから借り入れていたローンの借り換えが

困難になることが考えられる。この結果、デフォルト率上昇や銀行資産内容の悪化などの問題を引き起こす可能性がある。

全体として、レバレッジの解消、投機的取引の規制、規制回避対策などは金融市場にとり長期的安定要因であるものの、貸出金利の高止まりや与信の伸び率低下は経済成長を抑える可能性がある。

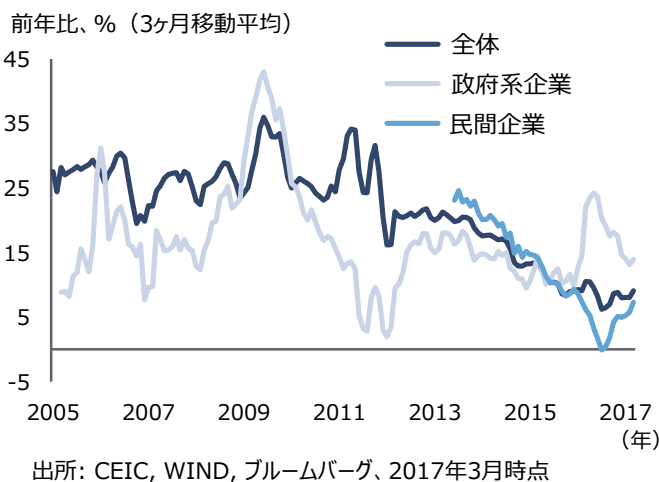
### Ⅲ. 民間部門の投資と輸出の伸びが景気回復をけん引

民間部門では投資や輸出の伸びが見られるなど、中国景気の回復を示しており、これが今後の持続的な成長を下支えする要因となると当社は見る。

#### 民間部門が投資の伸びをけん引

3月の民間部門の固定資産投資は前年同月比+8.6%となり前月の+6.6%から伸び率が上昇した。その背景には、輸出の持ち直し、製造業の回復、企業収益の改善、構造改革の進展（官民連携（PPP）事業の拡大、民間部門の市場開放など）などがある。当社では、政府による政府系企業改革の推進とその影響に注目している。

#### 固定資産投資の部門別伸び率



#### 輸出の回復と米中の貿易摩擦の緩和

2017年1-3月期は、世界経済の回復、2015年後半から2016年にかけての人民元の下落が輸出の回復を支えた。中国の輸出はここ2年ほど低迷してきたが、2017年は一桁台前半のプラスの伸びを当社は見込んでいる。現在、米国をはじめ一部海外諸国における保護貿易主義の動きに対する懸念が見られる。しかしながら、4月6~7日のトランプ大統領と習近平主席による米中首脳会談後は、中国の対米輸出削減よりも中国の対米輸入促進に焦点が置かれており、米中貿易摩擦リスクは後退しているように見える。また、米国は中国を為替操作国に認定していない点も注目される。

## 留意点

### 投資信託に係わるリスクについて

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おり、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損失が生じる可能性があります。従いまして、投資元本が保証されているものではありません。投資信託は、預金または保険契約ではなく、預金保険機構または保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関でご購入の投資信託は投資者保護基金の保護の対象ではありません。購入の申込みにあたりましては「投資信託説明書（交付目論見書）」および「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」を販売会社からお受け取りの上、十分にその内容をご確認頂きご自身でご判断ください。

### 投資信託に係わる費用について

購入時に直接ご負担いただく費用	購入時手数料 上限3.78%（税込）
換金時に直接ご負担いただく費用	信託財産留保額 上限0.5%
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2.16%（税込）
その他費用	上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。「投資信託説明書（交付目論見書）」、「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」等でご確認ください。

※上記に記載のリスクや費用につきましては、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、H S B C投信株式会社が運用するすべての投資信託のうち、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、ご投資される際には、かならず「投資信託説明書（交付目論見書）」をご覧ください。

## H S B C投信株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第308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



ホームページ

[www.assetmanagement.hsbc.com/jp](http://www.assetmanagement.hsbc.com/jp)



電話番号 03-3548-5690

（受付時間は営業日の午前9時～午後5時）

#### 【当資料に関する留意点】

- 当資料は、H S B C投信株式会社（以下、当社）が投資者の皆さまへの情報提供を目的として作成したものであり、特定の金融商品の売買を推奨・勧誘するものではありません。
- 当資料は信頼に足ると判断した情報に基づき作成していますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、データ等は過去の実績あるいは予想を示したものであり、将来の成果を示唆するものではありません。
- 当資料の記載内容等は作成時点のものであり、今後変更されることがあります。
- 当社は、当資料に含まれている情報について更新する義務を一切負いません。