

HSBC投信株式会社  
2017年5月



### 当レポートの要旨

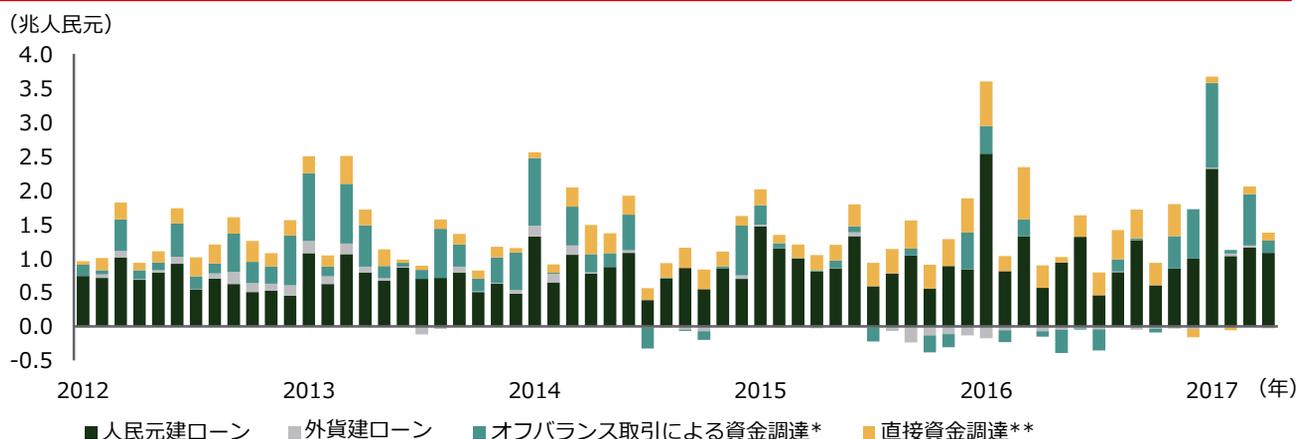
▶ **トピックス**：中国経済が安定的に推移する中、当局は今年に入り、金融システムにおけるレバレッジの制限に関する規制強化を発表。しかし、こうした動きは、実体経済への負の影響も懸念される。

### トピックス：規制強化は短期的な痛みを伴うが、長期的には金融市場にプラス

#### I. 良好な経済環境を背景に、当局は金融市場のリスク管理に重点

中国経済が堅調に推移する中、当局は、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・リスクの低減を図っている。当局による金融・信用政策の引き締めや強化は、高水準かつ変動性が高い資金調達コスト、民間銀行による不動産など一部セクターへの与信拡大に対する厳格なモニタリング、シャドーバンキングへの規制などの分野に見られる。

図表1：規制強化は2017年4月のオフバランス取引の減速に寄与



\*オフバランス取引での資金調達 = 貸付信託 + 委託貸付 + 銀行引受手形

\*\*直接資金調達 = 社債発行純増額 + 事業会社の株式資金調達

出所：CEIC、ブルームバーグ、HSBC グローバル・アセット・マネジメント（2017年5月）



Global Asset Management

当局は5月に入り、地方政府が準公的チャンネルを通じて資金調達を行なう際の規制強化ガイドラインを発表

## II. 地方政府の借入れを抑制

当局は5月に入り、規制監視強化を通じた金融リスクの低減策の一環として、地方政府が地方融資平台などの準公的チャンネルを通じて資金調達を行う際の規制を強化するガイドラインを発表した。

地方政府が規制を厳守した場合、地方融資平台（LGFV）による起債、民間銀行やシャドーバンキングからの借入れなどは減少すると考えられる。

昨年後半以来、官民パートナーシップ（PPP）方式によるインフラ投資計画が加速する中、当局はPPPに関する規制の徹底を強化している。PPP方式のインフラ投資は、地方政府による融資平台への「暗黙の政府保証」を背景に急速に拡大したとの疑いが持たれている。しかしながら、地方政府及び関連部署は、企業が代理発行する債券への保証を禁じられている。保証の付与が認められているのは省政府債、また地方の保証機関への資本拠出のみである。

今後、PPPプロジェクトは地方政府債や地方政府による債務保証に依存できなくなり、資金調達がより困難となることが見込まれる。

## III. 金融セクターの監視強化

当局の政策は、金融システムにおけるレバレッジの制限、資産バブルのリスク抑制を目的としており、これは資産運用業界に対する監視の枠組みを構築することにも繋がる。資産総額で126兆人民元（約2,040兆円）相当の業界に影響が及ぶことになる。

中国銀行業監督管理委員会（CBRC）は、金融セクターにおける不正取締りを引き続き強化していくと見られる。実際、CBRCは銀行に対し複数の規制強化策を打ち出しており、規制逃れの排除やリスク管理の改善に加え、銀行間取引や与信、理財商品（WMPs）、地方政府債への投資、不動産会社への貸出しなどに起因する（バランスシート上の資産と負債の）期間のギャップの圧縮を図っている。これらは、簿外取引による信用創造の抑制やシャドーバンキングのリスク低減などを目的としているものの、ガイドラインの多くは既存の規制を踏襲したものが多く、規制強化への道のりは容易ではない。

さらに、中国証券監督管理委員会（CSRC）では、証券会社によるマネープールを目的とした商品の販売抑制や商品の乗り換え規制などを強化していくと見られている。中国保険監督管理委員会（CIRC）では、保険商品の乱用に対する取り締まりやレバレッジ比率を制御可能な範囲にとどめるための取り組みなどに重点が置かれている。

中国銀行業監督管理委員会（CBRC）は引き続き金融セクターにおける不正取締りを強化していくと見られる

図表2：中国の資産運用業界の概観

中国の資産運用業界	125.55兆元
銀行の理財商品（WMPs）	29.1兆元
信託	19兆元
投資信託	9.16兆元
私募ファンド	51.79兆元
保険	16.5兆元

出所：HSBC/株式リサーチ（2017年5月現在）

#### IV. レバレッジ制限に向けた取り組みは实体经济に影響が波及し、1-3月期のGDP成長率は減速の可能性

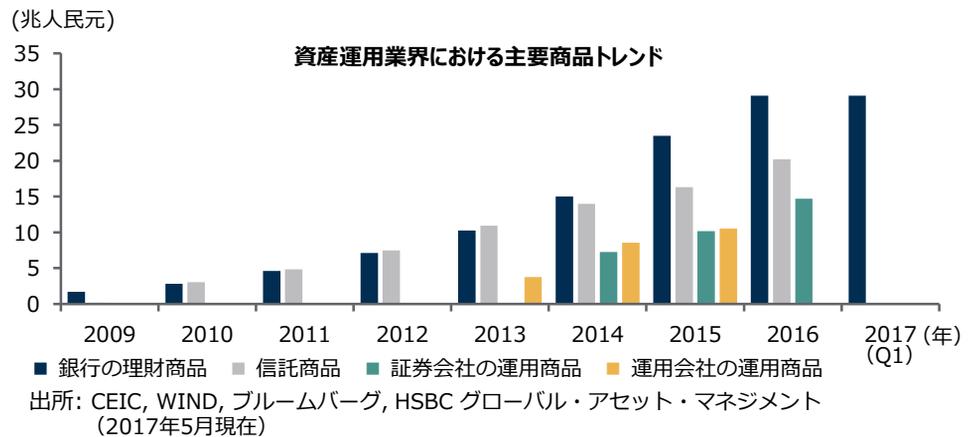
当社では今後、対GDP比の新規貸出しが低下する一方、経済成長率については緩やかな鈍化にとどまると見込んでいる

レバレッジの制限は实体经济に徐々に影響を及ぼしている。たとえば、中国本土債券市場では、今年の1~4月の社債発行額が足元の景気回復に反して減少する一方、利回りは昨年以降、上昇傾向を続けている。

また、民間銀行の貸出金利は、市場からの資金調達コストの上昇に伴い、1-3月期に緩やかながら上昇した。社会融資総額残高（TSF）で見た4月の与信の伸び率は依然底堅いが、規制強化を背景にオフバランス取引の貸出ペースには鈍化の兆候が見られる。シャドーバンキングにおける与信伸び率の低下は、これらの資金調達チャンネルに依存する借手手を圧迫している。

当社では今後、対GDP比の新規貸出し（クレジット・インパルス）が低下すると見ている一方、経済成長率については大幅ではなく緩やかな減速にとどまると見込んでいる。

図表3：銀行のオフバランス取引や資産運用ビジネスにおける金融規制強化は与信の伸び率低下の一因となろう



#### V. 当局の規制への強硬姿勢は緩和されると見るが、レバレッジの制限に向けた動きは継続

当社では経済成長を阻害するような強硬なレバレッジの制限や各種規制強化などは行われないと予想する。但し、当局は金融システムの動揺を回避できる範囲で慎重に各種規制を継続していくと考える

規制強化による实体经济並びに金融市場への影響が懸念される中、最近では当局の規制に対する取り組み姿勢が軟化している。たとえば、CBRCは銀行に対し、ガイドラインの実施までに4~6ヶ月の猶予を与えており、既存のビジネスが規制に対応する過程で新たなリスクの発生を防げるような配慮などが組み込まれている。また、中国人民銀行（中央銀行）の1-3月期の金融政策レポートによると、タカ派的なトーンがやや後退している。

全体として、当社では、経済成長を阻害するような強硬なレバレッジの制限や各種規制強化などは行われないと予想している。但し、当局は経済成長率の急激な減速や金融システムの動揺を回避できる範囲で、慎重に各種規制を継続していくと考える。第19回共産党大会を今秋に控える政府にとり、「安定性」が最優先事項である。

レバレッジの制限や規制強化に向けた取り組みは、短期的には流動性への懸念や投資家心理の重しとなるが、長期的には金融市場及び实体经济にプラスに働き、生産性の向上や資産配分の改善に繋がると期待されている。また、こうした動向は格付会社が着目する指標の1つでもある。

シャドーバンキングにおけるレバレッジの制限は債券市場における需要減に繋がる恐れがあるものの、足元の経済ファンダメンタルズは現在の水準からの金利上昇を正当化するものではない。加えて、当社では、一段と厳格な規制強化策についても現時点では見込んでおらず、債券市場は買いのタイミングを迎えていると考える。

## 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。