

第19回中国共産党大会の注目点

当社グローバル投資戦略チームの見方

HSBC 投信株式会社
2017年11月7日

<要点>

- ▶ 中国共産党の第19回全国代表大会（党大会）で、習近平総書記（国家主席）が権力強化と新しい権威獲得を実現した。
- ▶ 成長戦略の重点は、短期的な成長目標の追求から高い質と持続性を重視する長期的な経済発展へとシフトしたが、安定成長の維持が今後も引き続き優先されると見ている。
- ▶ サプライサイド（供給側）改革の推進とイノベーション駆動型発展の加速の重要性が強調された。改革アジェンダの中では、政府系企業、財政、金融（外国為替を含む）市場の改革が引き続き優先事項として取り上げられた。
- ▶ 長期的施策として、不動産政策、農地改革、巨大都市圏構想、市場開放を重視することが確認された。環境保護、所得の適正配分、社会的弱者の保護、公共サービスの向上についても重要性が強調された。
- ▶ 安定性が引き続き優先される中、質の高い、より持続的な成長を確かなものとするために、リスクを低減させる政策と構造改革の推進が重点項目に採り上げられた。

党最高指導部の刷新

- ▶ 中国共産党の第19回全国代表大会（党大会）は、習近平総書記（国家主席）の権力強化と新しい権威獲得を承認して、10月24日に閉幕した。翌25日に開かれた第19期中央委員会第1回全体会議（1中全会）で最高指導部を形成する政治局常務委員が選出された。不文律となっている常務委員の定年制は守られたが、新しい最高指導部にはその任期が終わる5年後に総書記（または首相）の後継候補になると目される人物を任命するという1990年代以来の慣例は破られた。一方、習氏の政治思想が「新時代の中国の特色ある社会主義思想」として、党の最高規則である党規約に盛り込まれた。
- ▶ 習氏が党及び政策決定への影響力を2022年以降も維持する可能性が出てきたようだ。こうして、習氏は、30年後に中国が世界をリードする大国へと発展するための国家ビジョンの推進に集中する環境を整えた。習氏への権力集中によって習氏が独自のアジェンダについてより早い意思決定とより効果的な政策実行を推し進めることが予想される。しかし、それにより中国におけるチェックアンドバランス（抑制均衡機能）のあり方について投資家の間で懸念が生じる可能性はある。
- ▶ 党大会では、現行の経済政策の枠組みと構造改革の方向性を大幅に変更する方針は打ち出されなかった。当社では、大胆なビッグバンと形容して

もよいような改革路線の変更はなく、当局より明確な目標を設定されている優先セクターを含めて、国内全体で漸進的かつ着実な方策を通して改革を継続していくと予想している。リストラや改革が短期的な成長、金融市場の安定、社会の安定を著しく脅かす事態を回避するために、政府は同時に広範な支援を行うマクロ政策を進めていくと見られている。

2段階の長期近代化計画

- ▶ 習氏は、党大会初日に行った活動報告の中で「新時代」の定義を明らかにした。その中には、かねてからの政策目標である「ややゆとりのある社会」を意味する「小康社会」に触れ、その目標を2020年までに達成すると宣言した。さらに、国内総生産（GDP）を2020年までに2010年比で倍増させる目標を再確認したが、このことは中国が2018年から2020年にかけて年率6.3%の成長を目指すことを意味する。つまり、来年から3年間の成長率は2017年見通しである6.5%前後（当社の予測）を下回るものの、安定成長の持続優先が示唆されたことになる。当社では、経済全体の安定が、経済構造の転換に欠かせない良好なマクロ環境づくりに重要と考える。

習氏は、2020年から2048年に及ぶ2段階の長期近代化のロードマップ（行程表）を発表した。その中では、2035年までにイノベーションで世界を代表する国になること、中所得層割合の拡大、所得格差の縮小、都市・農村間の地域格差の是正、基本的な公共サービスの提供、社会主義法治国家、環境基準の著しい改善などが強調された。習氏は中国が2049年までに「現代化した社会主義強国」を築く目標を掲げた。2020年以降は成長目標に対する制約が少ない政策がとられるものと当社では見ている。

成長の質を強調

- ▶ 習氏は、「新時代」を迎える中国社会は、生活向上への需要の高まりと「不均衡で不十分な」発展との間の矛盾に直面することを指摘した。この発言には、経済発展の質の低さと非効率性、イノベーション能力の不足、環境保全の遅れ、所得格差、雇用・教育・医療・住居・高齢者介護などに関する不十分な政策といった現在の中国が抱える問題が反映されている。それは同時に、中国経済が高度成長を追求する段階から発展の質を重んじる段階にシフトしつつあることを示唆するものとなった。

リスクの低減と構造改革に焦点

- ▶ サプライサイド、国有企業、財政、金融市場の改革は、習氏の改革アジェンダの中で引き続き優先事項として推進されるだろう。ただし、改革政策全体の最終決定は2018年秋に開催予定の第19期中央委員会第3回全体会議（3中全会）を待たねばならない。習氏は、国内の過剰設備、レバレッジ（負債）、不動産在庫の削減と、インフラの改善、公共サービスの提供の必要性を再確認する一方、中国経済全体の底上げには、先進型製造業の育成、インターネット技術・ビッグデータ・人口知能（AI）の最大活用が不可欠だと強調した。習氏は、新たな成長の原動力として、「中・上位」の所得層の消費拡大、イノベーション、クリーンエネルギー、環境保護、現代的なサプライチェーンの整備、シェアリングエコノミー、人的資本サービスを挙げた。
- ▶ 習氏は、近代的な財政制度の確立にもふれ、中央と地方の明確で均衡のとれた財政運営が必要だと強調した。また、地方政府によるオフバランス商品を使った迂回融資に対する規制は強化された。金融改革はイノベーションと安定成長のバランスの改善につながるだろう。金融デレバレッジは今後も続く見通しだが、金融のシステムリスクを防ぐために規制は強化される方向にある。

「金融政策」と「マクロプルーデンス政策」というマクロ政策運営の「2つの柱」については、中国経済と金融の安定を維持するために改善が期待されている。マクロプルーデンス政策には、金融機関のマクロ健全性評価（MPA）、キャピタルフロー管理、不動産市場対策などが含まれる。銀行監督当局は金融機関の規制逃れや不正行為の取り締まりにあたり、クロスマーケット金融リスクの顕在化を回避するために、特に銀行間取引、理財商品（WMP）、オフバランス取引に目を光らせることが予想される。金融規制の統合化は、新設された金融安定発展委員会の下で、中国人民銀行（中央銀行）が主要な役割を担いながら進められる。習氏は、資本市場の発展と直接金融の促進の重要性を強調した。中国は、金利及び為替相場についての改革を一段と進め海外投資家の国内金融市場へのアクセスを促すことを明らかにしている。

- ▶ 当社では、中国が外国為替政策の柔軟性を向上させるとともに、現在進行中の為替制度改革をさらに進めると予想している。中国人民銀行の周小川総裁は党大会で、人民元の変動幅の拡大が現時点では重要な課題ではないと示唆した。これは、現在の1日あたり上下2%までとされる許容変動幅が人民元の相場を制限することはほとんどないとの見方を示したものだ。中国国家外貨管理局（SAFE）は、人民銀行が定期的な市場介入は中止しており、人民元の為替市場における需給は基本的に均衡しているという声明を出した。ただし、SAFEの声明は、「不定期」な介入については否定していない。当社では、為替制度改革のペースが加速することや資本勘定の積極的な開放は期待できないと見ている。なお、人民銀行の周総裁は間もなく退任する。後任人事は未発表だが、当社は新総裁は周路線を継承する可能性が高いと見ている。因みに、中国では、金融政策や金融改革の大筋は党最高指導部が決める。
- ▶ 不動産規制が投機抑制を主な目標としていることは現在も変わらない。習氏は党大会で、「不動産は、投機ではなく、居住のためにある」と改めて強調したうえで、自己居住用と賃貸用を対象とする住宅制度の早期確立を呼びかけた。中国では、低所得者用公共住宅や賃貸住宅の重要性が増し、政府の後押しも期待されている。特に大都市では、低所得層や農村からの出稼ぎ労働者（農民工）、さらに若い大卒者の住居需要を満たすために賃貸住宅供給の大幅増が見込まれる。地方の都市化と巨大都市圏構想、さらに中間所得層の増加が相まって、中期的には住居水準の向上への需要が高まることも予想される。
- ▶ 習氏は、資源配分を決めるのは市場であり、中国は民間投資家による市場アクセス（リスク回避を重視する「ネガティブリスト」アプローチ

を含む)の充実に努めるとともに、公正な競争を阻害する取引慣行は撤廃すると改めて宣言した。一方で、活動報告では、党と国家が中国経済運営で主導的役割を担うことに変わりがないとも強調された。習氏は、政府系企業改革が進めば、国家資本の強化・拡大、質の向上に貢献するのみならず、世界的に競争力がある中国企業(「ナショナルチャンピオン」=国家的旗艦企業)の育成につながるかと述べた。政府系企業改革が、赤字を垂れ流す政府系ゾンビ企業の解体と、効率の高い企業への国家資本の配分を促進することが見込まれる。改革の具体策としては、デレバレッジ、民間の資本参加を促す官民合併形態の追求、リストラ、経営効率効果をもたらす同一セクター内の企業統合、企業ガバナンスの向上などが進められる見通しである。

- ▶ 党大会は、イノベーション駆動型の発展を加速し、農業・農村セクターを活性化させ、整合性がとれた地方開発を推進することを確認した。習氏は、農村部については、特に「3つの権利(請負地の所有権・請負県・経営権)の分離」など、土地制度改革を深化させると強調した。政府は、農民の長期土地請負権利を保護し、土地請負契約の期限到来時にそれをさらに30年延長させることを約束した(注:中国では、すべての土地が全人民=国家の所有、または農民の集団に属するとされている)。政府は最近、2015年に始めた農村部土地改革試験の期間を2018年末まで延長した。この試験は、農民が農地使用权を市場で譲渡して利益を得られる仕組みを開発するために行われている。中国は都市化と巨大都市圏構想を引き続き進める予定である。その代表格は「北京・天津・河北」大都市圏、上海市を中心とする「長江デルタ」経済圏、「香港・マカオ・珠江デルタ」経済圏である。
- ▶ 今回の党大会への報告では、環境保護、公害対策、緑化運動、雇用、家計所得水準の向上、所得配分、社会保障なども大きく取り上げられた。包括的で、持続性のある多層的な社会セーフティネットを構築し、全国的な社会保障、年金、医療保険の提供の実現を目指すことがうたわれた。
- ▶ 「一帯一路」(広域経済圏)構想は市場開放政策の要となる戦略である。政府は、国内の自由貿易圏の自治権を拡大し、自由貿易港建設の促進を図るといふ。自由貿易港建設構想に真っ先に名乗りを上げたのは上海市であった(詳細は未定)。中国はさらに、「ネガティブリスト」方式を全面的に取り入れた市場アクセスの大幅な自由化、サービスセクターの外国資本への開放、外国企業の中国国内における法的権利の保護にも取り組む姿勢を鮮明にした。

- ▶ 党大会が終わり、市場の関心は再び経済成長、企業業績、市場関連の政策、改革に向くことになる。中国経済の成長のシフトダウンや重要な政治的イベントの前にマーケットフレンドリーな環境を作り出す「政策プット」がなくなることへの懸念も若干あるかもしれない。海外リスク(米国など一部の先進国の金融引き締め動き、米国の保護主義政策、地政学上の緊張など)も懸念要因だ。党大会までの中国は、世界同時景気回復と世界的な金融緩和を背景に、国内課題への取り組みに専念することができた。
- ▶ 当社の予測では、中国の成長の勢いは2018年に向けて穏やかなものになる見通しだが、成長の鈍化傾向についてはどちらかと言えば前向きな捉え方をしている。それは、成長鈍化が、政府による過剰設備の削減、レバレッジとシャドーバンキング(影の銀行)融資リスクの抑制、住宅在庫の解消、不動産バブルリスクへの対応、環境規制基準の厳格化、地方政府によるオフバランス取引を利用した融資に対する規制強化などを反映しているからだ。政府の一連の努力は、長期の経済発展の質と持続性の向上に繋がることが期待される。一方、家計所得の堅実な伸びを受けて消費及びサービスセクターが成長を下支えする構図は変わっていない。ハイテク関連、一般消費財、薬品などの先進型製造業の生産と投資は順調に伸び続けている。
- ▶ 安定維持が重要な課題として掲げられる中で、良質でより持続的な成長を求めて、リスクの低減と構造改革がさらに進めば、中国の資産市場に中長期的にポジティブな影響をもたらされるだろう。特に、国内の株式市場と債券市場のさらなる開放と中国債券のグローバル債券指数への組み入れ(その可能性は高い)は、それらが市場改革の加速と外国投資家や機関投資家の中国市場への参加の促進につながれば、長期的効果が大きなものとなることは必至である。
- ▶ 中国株式は、2017年に入りほぼ一貫して値を上げてきた。とりわけ、MSCIチャイナ指数は47%も高騰した(10月末時点)。株価の上昇は企業収益の拡大、株主資本利益率(ROE)の回復、企業のバランスシート調整、安定したマクロ経済環境などのファンダメンタル要因が反映されたものだ。国有企業のリストラ、業界再編、過剰設備の削減、サプライサイド改革、環境保護規制の強化が、「オールドエコノミー」企業の収益、利益率、フリーキャッシュフローの回復に貢献した。デレバレッジと金融

の安定を確実なものとするための規制強化を通して金融機関の間で進むリスク軽減は、市場と実体経済の双方にポジティブな影響を長期間にわたってもたらすことが予想される。中国株式のバリュエーションは過度には上昇しておらず、当社の期待リターンに関する分析では、他の多くの市場と比較してもまだ魅力的である。

- ▶ 当社では、IT（情報技術）／インターネット／イノベーション、環境保護、新エネルギー／グリーンエネルギー、消費アップグレード、サービス（ヘルスケア、レジャー、旅行、スポーツ／スポーツウエア、メディア、エンターテインメント等）の「ニューエコノミー」企業についても大きな投資機会があると考え。これらの企業こそが、習総書記の野心的な発展計画と経済改革の恩恵を受ける可能性が最も高い。産業の高度化、都市化、さらなる経済開放政策は、中国における主要な長期投資テーマである。
- ▶ 債券市場では、マクロ経済成長の緩やかな減速、低いインフレ率、キャピタルフローの改善、人民元切り下げ懸念の後退が下支え要因となると見ている。しかし、短期的には、流動性が安定的ながらもタイトである状況には変わらない。さらに、緩やかな減速傾向にあるとはいえ他の主要国より高い成長率、低いながらも上昇傾向が続くインフレ率、進行中のデレバレッジを勘案すると（著しい景気後退はないと想定）、金融緩和の余地は限定的であると当社では見ている。

- ▶ 市場のボラティリティは、マクロ健全化政策、規制強化の流れを反映して、高まる可能性がある。しかし、当社では、人民銀行が慎重かつ大胆な、中立的な金融政策を堅持する一方で、アグレッシブな規制または流動性の制限に踏み切る余地は限られると考えている。
- ▶ 2017年の中国債券市場では、流動性のタイトな状況や信用拡大規制にもかかわらず、国内債のデフォルト（債務不履行）発生ベースは低水準で推移している。その背景には、企業収益、キャッシュフロー、負債残高の改善がある。当社では、デフォルト件数の急増は起きないと見ている。その理由としては、企業固有のリスクは高いままであっても、成長と金融の安定の維持が政府の重要な政策目標であることに変わりはない点が挙げられる。理財商品バブルのリスクは縮小しており、システムリスク懸念の減少につながっている。クレジットリスクやクレジット格差のプライシングの改善に向けた改革（例えば、政府による暗黙の保証の廃止や政府系企業改革）は、中国債券市場の今後の長期的な発展と国内経済における資本配分にもプラス要因となる。



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



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。