

# China Insights

## 中国市場を見る眼～現地からの報告

HSBC投信株式会社  
2018年7月3日



### トピックス：中国における債券の債務不履行問題

ここ数週間、中国では企業の債務不履行（デフォルト）問題が多く取り上げられており、既に低調であったクレジット市場の地合いに悪影響を与えている。年初来12社以上の発行体が債務不履行に陥っており、中国で進行するレバレッジ削減への取り組みや流動性の逼迫を巡り、懸念が高まっている。中国の債務不履行はなお増加するだろうが、これが中国経済・金融市場やアジア全般のクレジット市場のシステム全体に影響を及ぼすことはないと当社では見ている。以下にその理由を述べる。

#### 問題のある分野と危険信号

最近の悪いニュースの中でも特に注目されるのは、（1）天津を拠点とする国営企業数社のオンショア債券が債務不履行、あるいは借換え困難に陥ったこと（2）中国の石油・ガス供給会社の18億米ドルのオフショア債券が債務不履行となったこと、の2つである。

天津のケースは、中国で進行中のレバレッジ削減の動きに対して、脆弱性が表れた典型例だろう。天津は長年にわたりレバレッジが比較的高水準にあることで知られる地域だが、レバレッジ削減が政府の政策目標として掲げられている中では、この状況は持続可能とは言えない。天津は織物、製造業、金属加工業などの「旧経済」産業の比率が高い地域であることから、今後の見通しはさらに厳しいものとなっている。

当局がレバレッジ削減に取り組む中、いくつかの危険信号が表れており、（1）レバレッジ水準がすでに高い企業（2）旧経済セクターの企業（業績見通しが悲観的なことが多く、政府支援を受け難い可能性がある）（3）国有企業（総じて民間部門と比較して非効率）などの分野に、より多くの問題が見られる。

HSBC 

Global Asset Management

中国の債務不履行率は緩やかに増加するだろうが、システム全体に問題が波及することはないと見られる

前述の中国の石油・ガス供給会社の債務不履行については、同社は直近の米ドル建て発行から半年も経たない5月にも債務不履行を起こしていたことから、詳細な分析を行わずとも、これがマクロ環境や事業環境の悪化により引き起こされたものではないと結論付けることができよう。

とはいえ、今後もレバレッジ削減の動きは続き、債務の借換えが一層困難となる企業も出てくるだろう。債務不履行も増加すると予想している。しかし他方で、中国における債務不履行率は依然として低水準にある。債務不履行率の緩やかな上昇は、オンショア債券市場では未だ不十分である信用リスクの価格形成を促すという点にも留意が必要だろう。レバレッジ削減プロセスは、経済の健全性を改善するために当局が管理する戦略であり、信用の質が悪化した際にシステム全体に問題が及ぶことを回避するための措置である。このため、システム全体に問題が波及しかねない債務不履行の急増という事態となれば、当局がこれを放置するとは考えがたい。

### 緩急織り交ぜた政策

中国では、金融システムのリスク軽減に向けたレバレッジ削減への取り組みが始まってから現在3年目となる。シャドーバンキングなどの望ましくない形態での資金調達方法への企業の依存度を低下させようとする政府の取り組みは著しい成果を遂げている。しかしながら、その過程においては、信用状態を逼迫させたり、債務不履行リスクが増加する懸念を高めてもいる。

こうした中で、内需と信用供給の下支えや銀行や企業の資金調達コストの低減を目的とした政策調整は現在も試みられている。

5月の経済指標や信用指標が予想外に下振れしたことから、2018年下半期には更なる支援策が期待されている。但し、実際には、景気指標は、4月までは予想を超える数値となっていたことから、5月の経済指標の弱含みは、ある種のゆがみ、あるいは一過性のものであったとも考えられる。

しかしながら、シャドーバンキング活動の縮小や銀行貸出・市場借入金利の上昇といった信用状況の引き締めが遅延効果が見込まれる中、各種指標は成長モメンタムの軟化を依然示している。さらに、米国と中国間の貿易摩擦の高まりや、連邦準備制度理事会（FRB）の政策が引き締めに向いていることなどの外的不透明感のなか、成長に対する下振れリスクは高まっている。信用の引き締めは、債務不履行の台頭や信用スプレッドの拡大に伴って注目を集めるようになってきている。

当局は景気指標が鈍化する中、預金準備率引き下げを含む金融政策手段を通じた信用拡大策を打ち出した

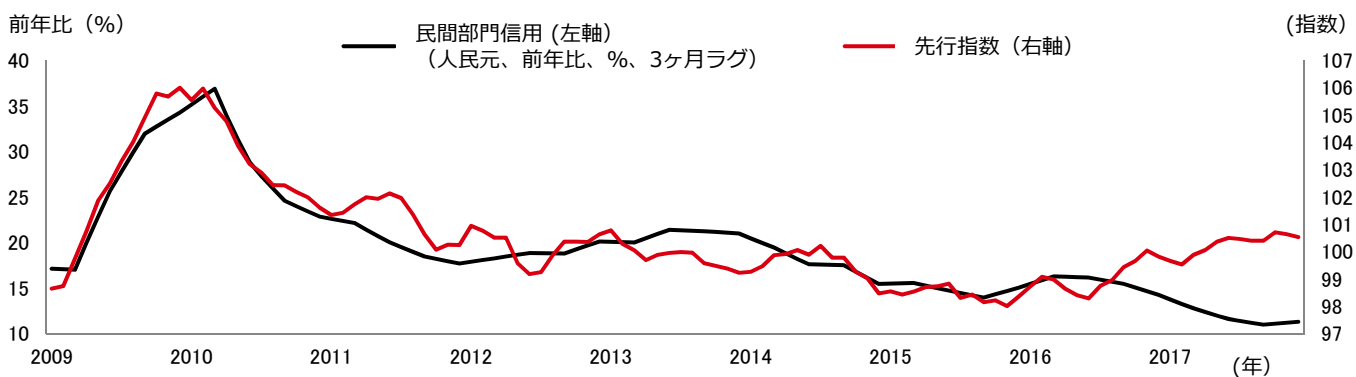
こうした中、中国国務院は6月20日に預金準備率引き下げや、他の金融政策手段を通じた中小企業への信用拡大措置を打ち出した。債務の株式化や中小企業への貸付を支えるため、6月24日には中国人民銀行（中央銀行）が預金準備率を7月5日付で0.5%引き下げており、約7,000億人民元の流動性が供給される。信用の伸びが減速しているため、中央銀行は預金準備率を今年中にさらに引き下げることが予想されている。

中央銀行は中期貸出制度（MLF）における担保対象の商品範囲を拡大し、「AA」以上の格付の中小企業債券、「AA+」「AA」格付の社債、品質の高い中小企業向け貸出や環境に配慮した貸出などの低格付けのクレジットを含めるようになった。財政・税制・金融における一連の優遇措置も、中小企業の資金調達ストレスを和らげるよう導入されることになっている。中国政府は流動性を「適度に十分な状態」に維持することを公約しており、これは従来の「適度に安定的な状態」から変更されている。当局は金融の安定性を維持しつつ、経済を適度に成長させることを志向している。

中国政府は金融システムにおけるリスクの軽減と、信用供給、経済成長の維持とのバランスを勘案しながら政策運営を進めると見られる

中国政府が大規模な財政刺激策や金融緩和といった手段に出ることや、レバレッジの削減、シャドーバンキングの一扫などの方針を転換することはない、と当社は考えている。しかし、中国は引き続き金融システムにおけるリスクの低下と、信用供給と経済全体の成長の維持とのバランスを取ろうとすることが見込まれ、信用の総量の伸びがさらに減速する可能性は低いと思われる。

### 中国が急激に債務削減を行う可能性は低い



注：中国の先行指数の算出に用いた構成要素は、ハンセン中国本土企業浮動株指数、製造業販売指数、マネーサプライ (M2)、新規固定資産投資額、流通指数 (主要港における貨物輸送総額と交通量)、不動産投資 (土地および住宅物件の建設)、消費者信頼感指数、米国債イールドスプレッド (7年以上の満期の米国債と1年未満の満期の米国債のスプレッド)

出所：ブルームバーグ、Macrobond, HSBC グローバル・アセット・マネジメント (HK) リミテッド



# 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、HSBC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。

※当資料は、HSBC投信株式会社が情報提供を目的として、HSBCグローバル・アセット・マネジメント(香港)リミテッドが作成した“China Insights”を翻訳・編集したものです。

## HSBC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/日本証券業協会



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、HSBC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。