

HSBC投信株式会社
2018年7月30日



トピックス：市場が不安定な中、政府は景気対策を優先

- ◆ 中国政府はマクロ経済政策を国内需要の下支えと金融規制の緩和へとシフトすることで、景気の下振れリスクを軽減する先手に打って出た。
- ◆ 中国は国内消費への依存度が高く、輸出の比率が高い産業は一握りに過ぎない。
- ◆ 政策の重点が過剰債務の解消から信用リスクの軽減へと移行した結果、システミックなデフォルトの可能性は遠のいた。

中国政府、景気下振れリスクを軽減する予防的措置を導入

世界経済の成長見通しと金融政策の正常化を巡る不確実性が高まり、さらに米中の貿易摩擦が激化し、国内の金融が逼迫した結果、中国市場はここ数ヶ月、不安定な動きとなっている。経済の大幅な減速を示す証拠は限られているものの、中国政府はマクロ経済政策を国内需要の下支えと金融規制の緩和へとシフトすることで、景気下振れリスクを軽減する先手に打って出た。

中国経済の減速は続くと思われるが、成長支援型の政策調整が、信用の逼迫、大量のデフォルト、銀行資産の質の低下などのリスクの抑制につながることから、減速のスピードは緩やかなものとなるだろう。

但し、中国当局は大規模な景気刺激策を講じる意図がないことを明らかにしており、緩和策の大部分は的が絞られ、入念に調整された内容となっている。このため、規制ペースが緩和されたとしても、少なくとも当面は構造的な過剰債務の解消が打ち切られたり、金融改革が逆行することはないと考えている。

経済成長のモメンタムは鈍化

実質国内総生産（GDP）成長率は第1四半期の前年同期比6.8%増から、第2四半期は同6.7%増へとやや減速した。6月の経済統計はまちまちながら、緩やかな減速を示すものとなった。

信用の引締めはいくつかの主要分野に影響を及ぼしてきた。例えば、地方政府の資金調達と官民パートナーシップ（PPP）プロジェクトへの規制が強化され、シャドバンキング活動が一掃される中、上半期に入りインフラ投資は激減した。しかし、今後については、プロジェクトに対する資金提供の支援が拡大し、投資の伸びを支えることが予想される。

不動産売買は、信用引締め策と行政管理措置を受けて、2017年下半年以降減速している。貧民地区の再開発プログラムをめぐる資金補償の縮小により、下級都市での販売が落ち込む可能性がある。しかし、在庫は健全な水準にあり、土地銀行は依然として規模が大きく、賃貸用住宅開発に対する政策支援が続いていることから、今年は不動産投資が健闘するとみられる。

一方、好調な利益拡大、高い設備稼働率、旺盛な国外需要と国内消費を受けて、鋳工業生産の伸びは概ね安定しており、製造業投資も着実に回復している。製造業の構造と効率の向上は、経済成長を牽引するだろう。都市化、急速なデジタル化、消費のアップグレードに支えられて、消費およびサービス部門も力強い伸びを維持するとみられる。GDP成長率に占める消費の割合は、2018年第2四半期には全体の79%にのぼった。

経済と企業のファンダメンタルズは2015年と比較して改善

現在のマクロ経済および企業のファンダメンタルズは2015年と比べ大幅に改善

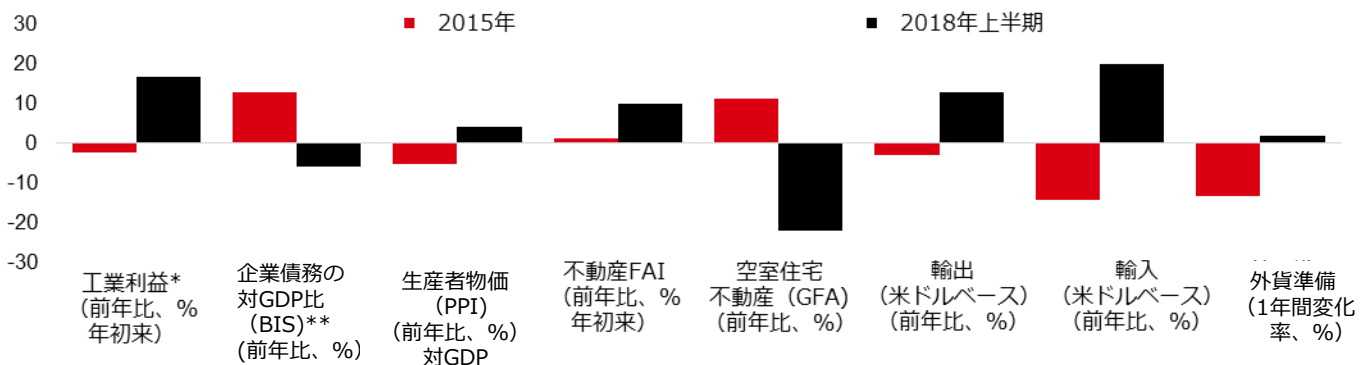
ここ数ヶ月間の市場の反応は2015年と似ており、人民元の軟化と株式市場の下落がその一例である。しかし、現在のマクロ経済と企業のファンダメンタルズは2015年から大きく改善している。当時、中国経済は上流の過剰生産能力、企業の低い採算性、債務の拡大、生産者物価指数の低下、（下級都市における）不動産在庫の積み上げ、輸出の低迷、外貨準備の減少に直面していた。しかしながら、過去2年間にわたり、経済のリバランシング、サプライサイド改革、構造的な過剰債務の解消、金融規制改革、市場の自由化などの取り組みを実施した結果、経済は刷新され、景気刺激策への依存を減らし、システム的な金融リスクに耐えられる状態となっている。

経済成長支援型の政策への移行と規制緩和

金融政策と財政政策の微調整で経済成長を支援

7月23日、國務院は国内需要を後押しすべく金融政策と財政政策を一段と微調整する方針を打ち出した。これに先駆け同日、中期貸出ファシリティ（MLF）を通じて過去最高となる5,020億人民元の流動性が市場に注入された。今後は、金融政策と財政政策間の調整が改善されると予想される。

マクロ環境は2015年と比べて好転



*2018年5月現在、**2017年末現在、
出所：ブルームバーグ、CEIC、HSBCグローバル・アセット・マネジメント（香港）リミテッド

財政政策では投資拡大の維持、金融政策では、流動性と信用の拡大を図る方針

先を見越した財政政策は、投資拡大の維持を目指した、より拡大型のものになるだろう。政府は研究開発にかかる優遇税制をすべての企業に拡大し、地方政府に対し特別債券の発行の加速を呼び掛け、建設中のプロジェクトなどへの資金提供を続けると約束している。また、当局は金融機関に対し地方政府融資平台（LGFV）による主要プロジェクトに妥当な資金を提供するよう指導していくことになる。これにより、今後はLGFVのデフォルトリスクが抑制されるとみられる。

金融政策は十分な流動性と信用拡大を図っていくことが見込まれる。すでに小規模企業と零細企業、民間企業に対し商業銀行からの融資を促す対策が取られている。銀行に対し、（低格付の）債券購入を促す条件付きMLF資金も設けられた。デット・エクイティ・スワップへの政策支援も拡大されよう。

一方で、規制当局はレバレッジ解消とシャドーバンキングをめぐるリスクの抑制に対しては、実際的なアプローチで臨んでいる。先日発表された資産運用商品（AMP）規則の実施ガイドラインは、4月に発表されたものと比べて緩い内容となっている。例えば、銀行に対し規則を遵守していない資産を（2020年末まで）段階的に処理することが認められた。上場AMPは一部の非標準的クレジット資産（NSCA）に投資できる。既存のAMPは繰り越して満期が2020年までの新規資産に投資できる。バリュエーションの方法と最低購入要件も緩和された。

中国人民銀行（中央銀行）はマクロの健全性評価パラメータも緩和して一部のオフバランスシート項目をバランスシートに戻すための資金を補充するため、銀行の既発債の発行を支援する。総合的には、LGFVとインフラプロジェクト、およびNSCAの主な借り手である不動産デベロッパーへの資金調達圧力は弱まる可能性がある。こうして、信用の伸びは短期的には安定または緩やかに回復することが予想される。



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、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



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。