

# Pictet Global Market Watch

## 新興国市場モニター：中国を考える

中国の製造業がいかに巨大かというピックは定番ですが、世界中で生産される製品のほぼ4分の1が中国製となった今、このテーマは新味のない、つまらないものになってしまいました。現在、中国当局は、債務の削減と国内経済の転換(投資主導型経済から消費主導型経済へ)という二つの課題の解決に向けて綱渡りをしている状況です。中国について今、議論されるべき大きな問題は、その過程で経済成長がどの程度犠牲にされるのかということです。

### 財政・金融のポリシー・ミックスは、中国の経済成長にとって何を意味するか？

2017年10月開催の第19回中国共産党全国(代表)大会で概要が示された、中国経済と人民のための「より良い生活」の実現に必須だとして習近平首相が掲げる政策は、経済成長の減速を示唆してはいるものの、全体として見ると、中国のより持続的な将来を示すものとなっています(図表1参照)。二つの景気刺激策は、野心的に見えたとしても、景気引き締め策のマイナスの影響を相殺するのに十分だとは思われません。

政策の詳細は、12月に開催される中央経済工作会議で発表される見通しです。

<次ページに続く>



中国で1年間に生産されるTシャツの数は約500億枚。全人類ひとり当たり7枚に相当します。



出所：ピクテ・アセット・マネジメント

図表1：第19回中国共産党全国大会で示された主な政策分野とそれが示唆すること  
時点：2017年11月

政策	政策スタンス	政策が示唆すること
「速度重視の成長」から「質重視の成長」への転換	引締めの	- 「経済成長至上主義」からの脱却 - より効率的で均衡の取れた経済成長の促進 - 年間経済成長率目標(ある場合)の優先度の低下
金融セクターの債務削減	引締めの	- 国営企業改革の深化(国営企業と民間企業、国内企業と国外企業等による共同保有) - 「シャドー・バンク」規制の強化
環境保護	引締めの	- より厳格な環境規制の採用
所得の不均衡の是正	緩和的	- 柔軟な労働市場のための、障壁の撤廃 - 豊かな沿海部から内陸部への政府移転の拡大
開発	緩和的	- 「一帯一路」の重要性の高まり - 海外投資家に対する市場アクセスの自由化の継続

出所：ピクテ・アセット・マネジメント

## 政府債務の増加は金融危機の引き金になるか？

対GDP(国内総生産)比250%に達する中国の政府債務残高は、巨額ではあっても、制御可能な水準に留まっていると考えます。最も懸念されるリスクは、金融の自由化と、前回の新興国金融危機の引き金となった資本の流出です。一方、当該リスクを軽減する要因のうち、最も重要なのは以下の二点です。

1: 中国政府が、主要債権者(大手銀行)と債務者(企業債務の3分の2は国有企業債務)の双方を傘下に収めていること。

2: 中国の債務は、基本的に、国内の債権者が保有していること。

## 債務水準を管理するために、中国当局が講じている対応策とは？

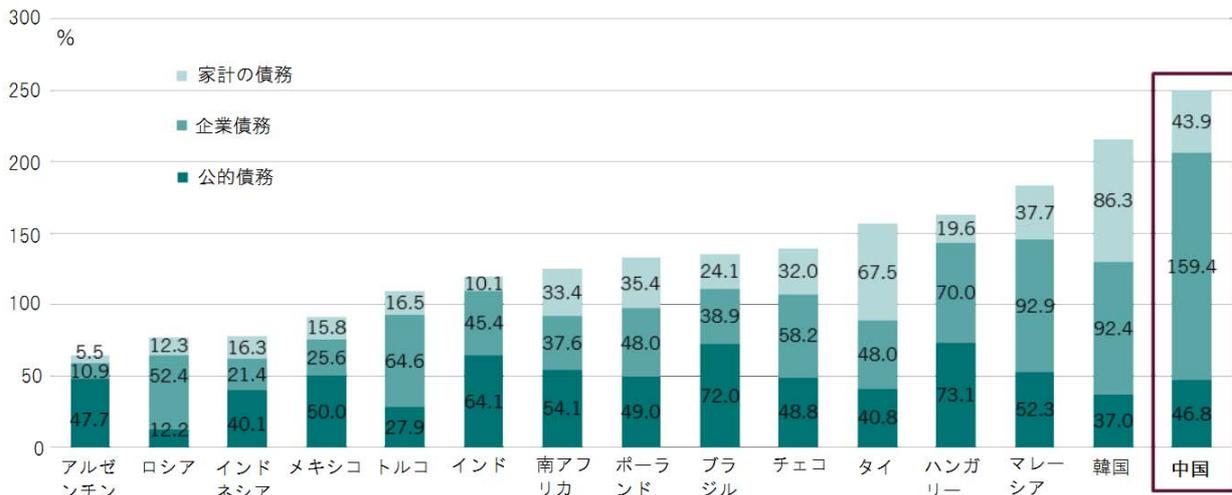
金融引締め策は、中国の債務負担が引き起こすリスクを軽減する一助となってきました。金融当局は、昨年後半にかけて、マネー・マーケット金利の一貫した上昇を容認してきており、その結果、金利水準は、2016年10月の底から反発に転じています(図表3参照)。

このような引き締め策は、米国の金融引き締めめに先行して米中の利回りスプレッド(利回り格差)の拡大を抑えることにより、人民元の安定推移に対する期待を促しています。

<次ページに続く>

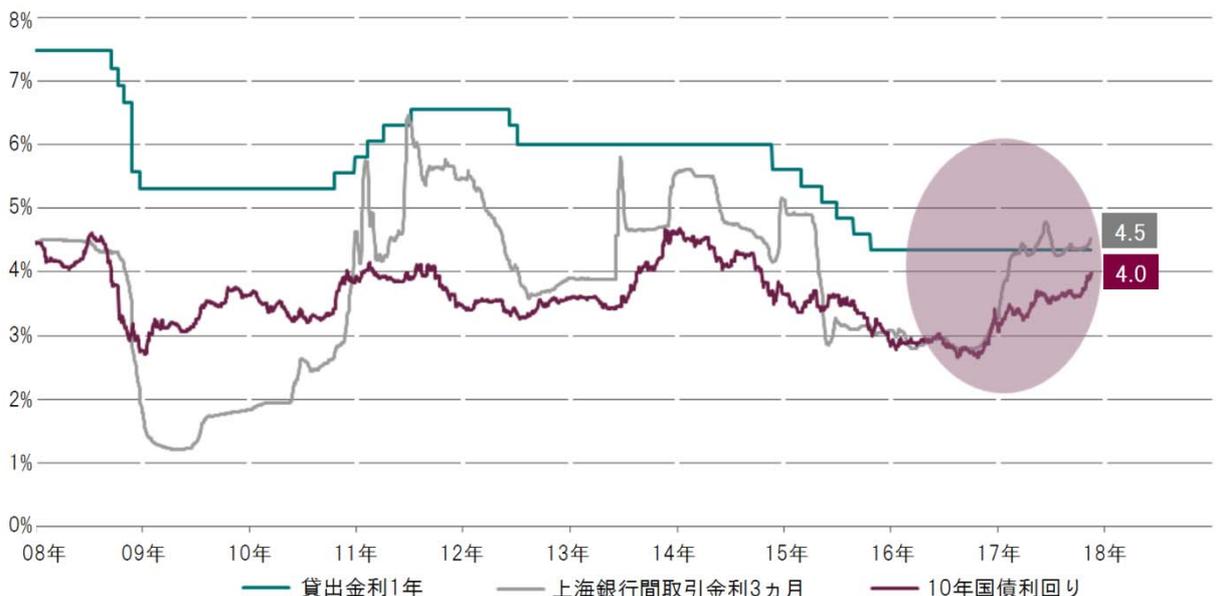
図表2: 主な新興国の債務内訳(対GDP比)

時点: 2017年1-3月期



図表3: 中国の主な金利の推移

期間: 2008年1月~2017年11月13日



出所: ピクテ・アセット・マネジメント

## 今後10年では、どの程度の経済成長が期待されるか？

中国経済は成熟しつつあります。債券市場では世界3位、経済規模は世界2位となり、製造業セクターは、2010年以降、世界最大です。一方、民間セクターは巨額の過剰債務を抱えています。このような状況が将来の成長率の低下につながることは歴史が証明しています。では将来、どの程度の成長率が想定されるのでしょうか？

ピクテでは、特定の変数(債務がピークに達した時点の前・後7年間の債務水準、一人当たりのGDP、生産要素)に着目した3つの異なるモデルを用いて、中国経済の成長軌道を予測しました(図表4参照)。

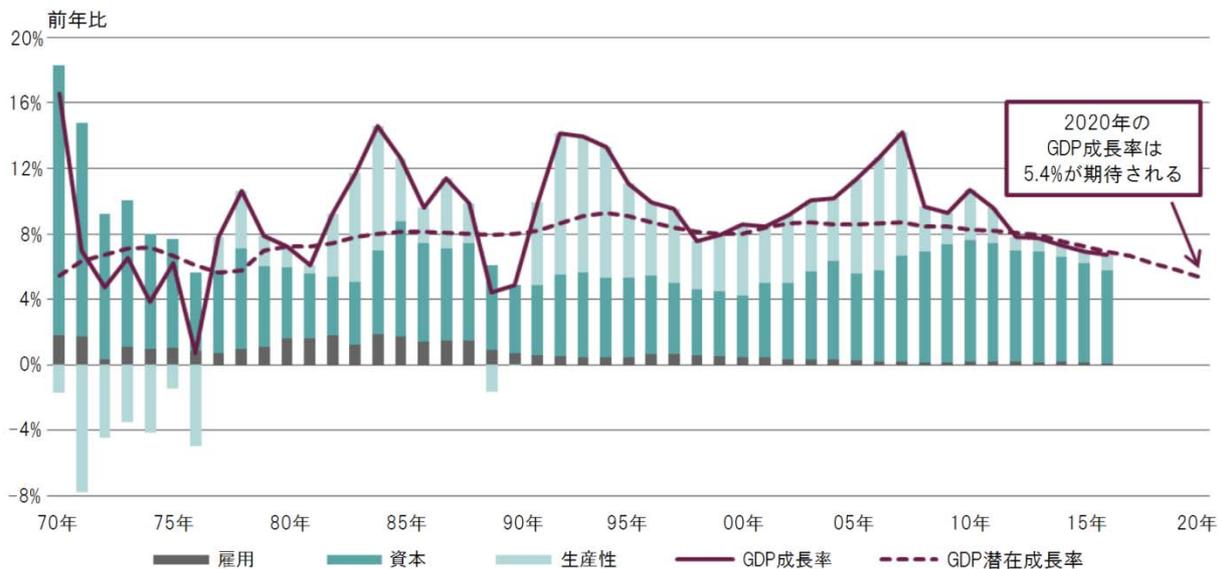
3つのモデルは、いずれも、今後5-7年間の中国経済が前年比4-5%程度の成長に留まることを示唆しています。

従って、来年以降については、投資主導型経済から消費主導型経済へのシフトが継続する一方で、目標成長率の引下げが行われると見ています。

<次ページに続く>

図表4: 中国のGDP成長率の見通し(生産要素モデルによるピクテ予想)

期間: 1970年~2020年(予想)



出所:ピクテ・アセット・マネジメント

## 中国の国営企業(SOE)改革は「終りよければ全てよし」となるか？

これまでには幾度となく見せかけの改革の着手に惑わされてきたものの、国営企業(SOE)改革が株主リターンを高めるであろうとの見方については、従来以上に楽観視しています。

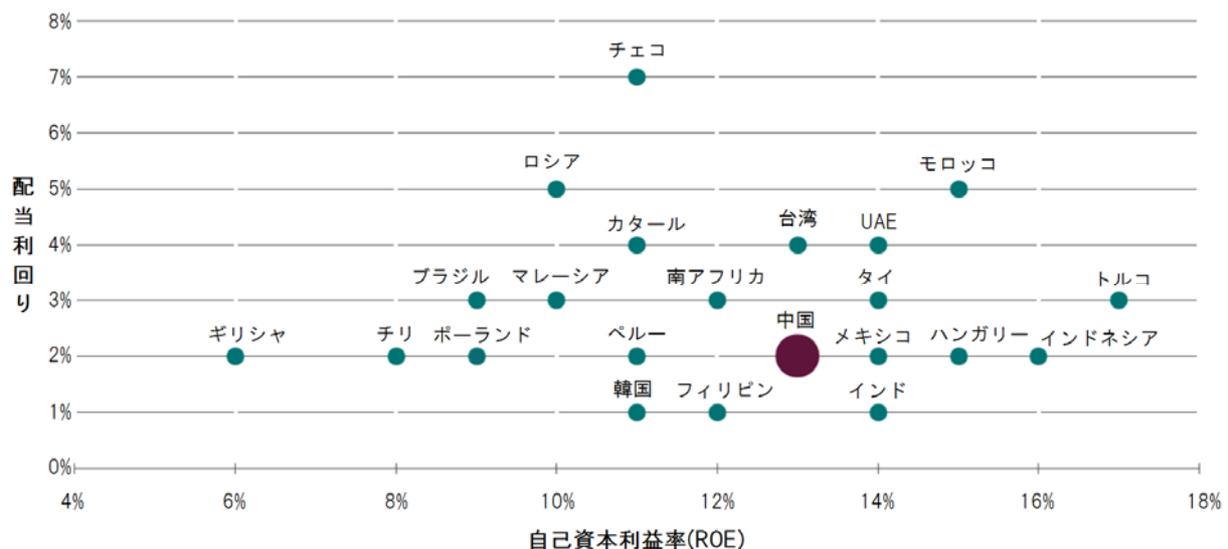
国営企業改革は、複雑極まるものであったとしても、資本の効率性を高め、増配とキャピタルゲインを通じた株主リターンの改善をもたらすであろうことは確実にみえます。

注目点は、高水準の債務を相殺する、国営企業のバランスシートの余剰キャッシュの水準です。中国A株

(中国本土上場の人民元建て株式)は、来年以降、MSCI新興国株価指数に徐々に組み入れられることになっていますが、このことは、新興国市場に資金を投じる全ての投資家にとって、極めて重要な展開です。

図表5: 主な新興国の配当利回りと自己資本利益率(ROE)

時点: 2017年11月13日



出所:ピクテ・アセット・マネジメント

※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。

### 当資料をご利用にあたっての注意事項等

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものではありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。