



コラム

「柏原延行」の Market View

#54 堅調な中国景気は継続するか？

皆さま こんにちは。

アセットマネジメントOneで調査グループ長を務めます柏原延行です。

4月17日発表された中国の2017年1～3月期の実質国内総生産(GDP)は前年同期比6.9%増と1年半ぶりの高い伸びとなりました。これは政府目標の「6.5%前後」の成長率を上回る数字でした。

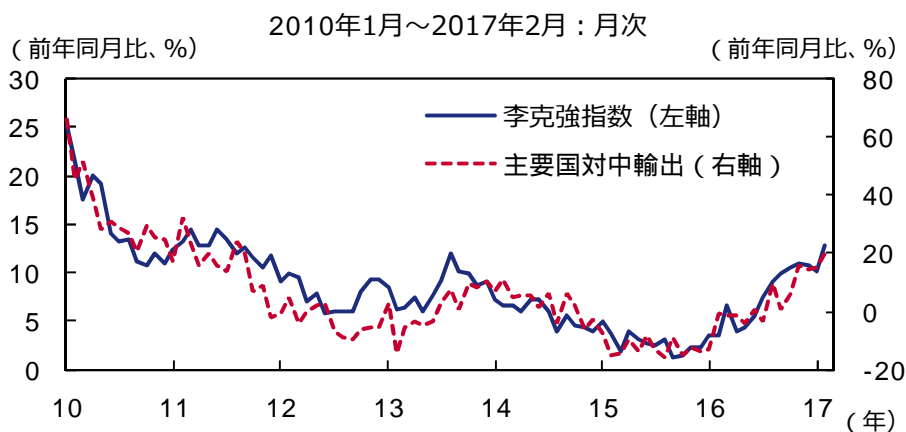
中国のGDP統計の信頼性に関しては、様々な議論があることは皆さまもご承知の通りですが、弊社の中国担当エコノミストである長邦彦は、電力使用量などの中国が発表するデータや②中国以外の国が発表する対中貿易データなどを分析した結果、足元の成長率は「6.9%」を上回って推移していると判断しています。

まず、電力使用量などから算出される李克強指数は、李克強國務院総理（首相）が重視するといわれる有名なもので、皆さんもどこかで、このデータを見られていると拝察します。この指数を見ると、2015年を底に急速に回復しており、公式GDPが年7.9%成長を達成した、2012年の数値を上回っていることがわかります。

次に、（中国の統計に頼らずに、）中国以外の国の対中貿易データでみても、こちらも李克強指数同様、急回復しており、少なくとも足元の景気は順調であるようです。

そこで、今回のコラムでは、現在の堅調な中国景気は継続するか、否かを考察したいと考えます。

図表 1：李克強指数と主要国対中輸出の推移



出所：ブルームバーグ、データストリームのデータを基にアセットマネジメントOneが作成。

(注)李克強指数は電力使用量、鉄道貨物輸送量、銀行貸出残高の伸びの加重平均。

(注)主要国対中輸出は、日本・米国・ユーロ圏の中国・香港向け輸出データから作成したもの。

本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

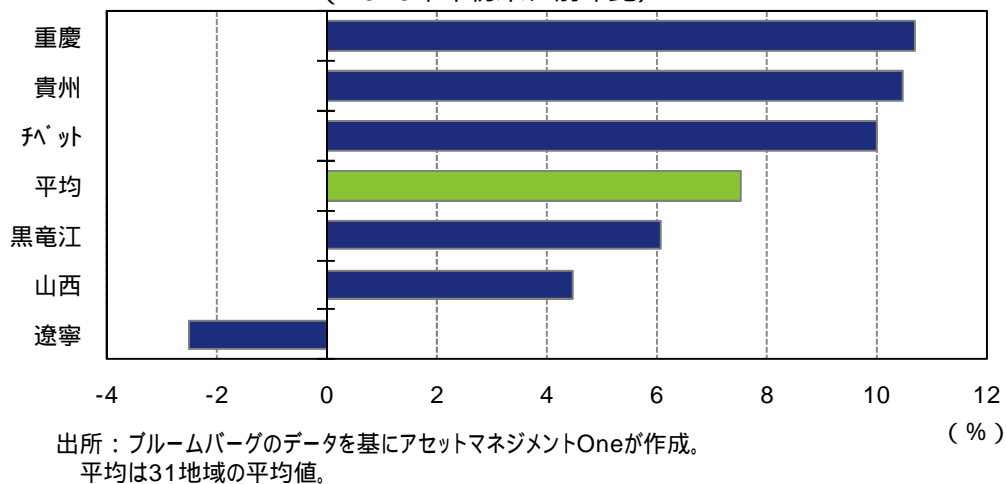
中国の経済データについては、様々な議論があるため、今回は定性的な視点からの検討を行います。

この視点からは、「今年の秋に、中国指導部の先行きを左右する可能性の高い共産党大会が予定されていること」、「米国は外国為替報告書で中国を為替操作国と認定しなかったものの、貿易摩擦の火種が残ること」、「中国の政策が、景気に刺激的なものと、景気に引き締めのものが混在しているとの事実」が重要であると私は考えています。

最初に、党大会について考えてみると、習近平氏が最大10年（2期5年）の任期を延長するのではないかという報道をみかけることがあります。このような大きな政治イベントを前にした場合、少なくとも秋の党大会まで「経済が安定成長をしていることはとても重要」であり、反腐敗運動などによる政治の混乱が、経済に波及するリスクを極小化する必要がある時期であると私は考えています。

中国の地域別の成長率を比較すると、一部地域の成長率が極端に低いことが分かります（図表2）。

図表2：中国の地域別 実質GDP成長率の上位・下位3州と平均値
（2016年年初来、前年比）



最下位の遼寧省では、2011～14年に経済統計を水増ししていたことが明らかになったことや鉄鋼などの重工業が産業の主力であることなどの事情があります。加えて、私は、習近平国家主席と対立しているとの報道が散見される李克強国務院総理が、党委員会書記を務めた土地柄であることの影響もあるのではないかと考えており、政治的な混乱が地域の経済成長の阻害要因になったと考える余地があるように思います。

そして、秋までの時期が、仮に先ほど述べたように、政治の混乱を収め、経済を優先する時期なのであれば、混乱の落ち着きだけで、地域の景気は一定以上底支えされる可能性があるのではないかと考えており、このことは2017年の経済成長についての強気予測の根拠になり得ると考えます。

次に、米国との貿易摩擦の問題です。米財務省は4月14日に、主要な貿易相手国・地域の通貨政策を分析した外国為替報告書を発表しました。この中では、トランプ大統領が公約に掲げていた中国の「為替操作国」認定は見送りました。中国は資金流出懸念に伴う人民元の下落を防止するため、人民元買い・米国ドル売りの為替介入を実施していると思われます。したがって、人民元安誘導しているわけではないため、為替操作国との認定には無理があるように思います。

本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

加えて、足元の貿易統計を確認すると米国から中国への輸出額が増加しており（米国の製品を中国が購入）、方向としては貿易摩擦の緩和要因になるものと思われます。

したがって、2番の要因も少なくとも中国景気を直ちに悪化させる原因になる可能性は低いと私は考えます。

最後に、中国の経済政策については、景気の刺激的な政策としては、①雄安新区（経済特区）の設定、6兆円規模の減税などの政策がマスコミの紙面で踊っています。

一方で、（資金流出を防ぐ目的もあるのですが、）金利水準自体は引き締め気味であり、また、不動産価格の過熱対策も行われています。

これらのひとつひとつの政策を見た場合には、それぞれ正当な目的があるのですが、（一党独裁体制の中国は他国より政策の与える影響が大きいと思われる中、）全体を通してみた場合に、景気刺激的であるか、引き締めのめであるのかは判然としません（また、政策の転換も大胆に行われることが多いようです）。

この観点からは、足元の成長は堅調であるものの、政策総動員で景気を引き締めようとするとは私には思えません。

これら3つの定性的な要素を考えるに、結論として、少なくとも秋の党大会までは、政府目標を超える成長が続き、その後は、緩やかな減速を迎えるとのシナリオが自然であると考えます。

（2017年4月21日 9:00執筆）

【当資料で使用している指数について】

主要国対中輸出のデータは、データストリームのデータなどを基に弊社で算出しているものであり、その完全性を保証するものではありません。また、本データの計算方法の変更や、計算自体の中止等を行う可能性があります。

本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限4.104%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限 年率2.6824%（税込）

上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

■ その他費用・手数料

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、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、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する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。

投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となる場合があります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
 1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
 2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
 3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。