

KAMIYAMA Reports vol. 118

中国：貿易摩擦というより内政に注目

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



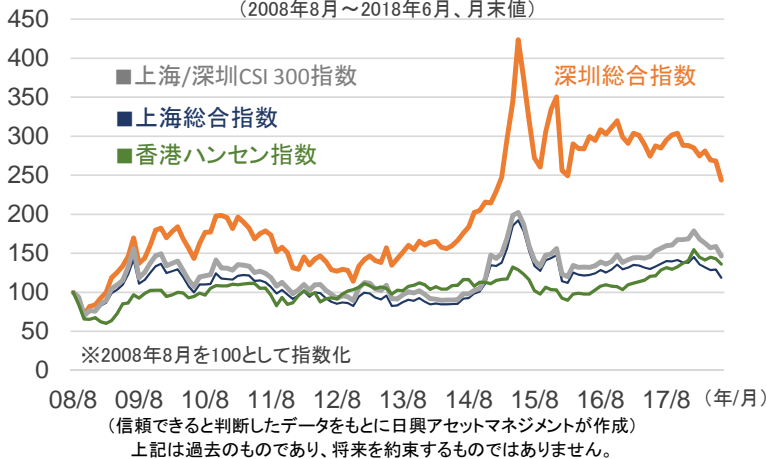
- ・ 中国国内投資家の目先の迷い
- ・ 貿易摩擦と産業政策との関係
- ・ 投資家が長期の成長のために注目すべきこと

中国国内投資家の目先の迷い

中国国内では、政府系運用機関から生保や投信まで、国内機関投資家の役割が拡大している。このところ、中国国内の機関投資家たちは、貿易摩擦というよりも中国の政策の道筋全体に不透明感を持っているようだ。

主要中国株式指数の推移

(2008年8月～2018年6月、月末値)



2018年に入ってから中国株は、2013年ごろからの上昇を消し去るほどではないが、調整している。米国の政策金利上昇懸念が強まった2月や貿易摩擦懸念が高まってきた3月ごろはレンジで推移したが、6月月間は7.7%下落(上海/深圳CSI300)している。タイミング的に「米国金利上昇の懸念」「貿易摩擦激化に対する懸念」が背景にあるようにみえる。

しかし、国内投資家の見方は違うようだ。例えば、6月の中国株式市場では、貿易摩擦の関連銘柄だけが特別に下がっているようには見えない。それよりも、投資家の興味は政府・中央銀行の金融政策がデレバレッジ(負債減らし)に向かうかどうかにあった。

2018年の中国は、「量から質への転換」「高速成長から質の高い発展への転換」を目指して、経済成長率の低下を容認しつつ、過剰生産能力と不良債権を整理し、水や大気汚染を減らす環境問題に取り組もうとしている。投資家がこの数年来の暗い気持ちになったのは、量的な経済成長が期待できずに銘柄選別を強める中、政府や中央銀行が融資プロジェクトを選別し、一部の都市部で不動産価格の高騰を抑える一方で、地方都市のショックを和らげるよう緩和的な対応をするなど、政策の方向性が定まっていなかったことにあるようだ。また、証券担保ローンやシャドーバンキングを押さえ込みすぎると地方の資金調達があまらなくなり、中央から流動性を供給(例えば中央銀行の預金準備率引き下げ)することになる。政府が人民元の下落を許していることで、国内から資金が流出することを懸念する向きもある。もちろん貿易摩擦がいくつかの企業や業種にショックを与えたことも、個人投資家のセンチメント(心理)を悪化させている。しかし、業種別株価リターンが幅広くマイナスであることから、貿易関連だけの問題とはいえなさそうだ。

ただし、このような国内投資家の迷いは一時的と思われる。米中の貿易交渉は始まったばかりだが、米国による500億米ドル相当の中国ハイテク製品などを対象とした関税賦課は、中国GDPへの影響は小さいとみられる。さらに、新

たに 2,000 億米ドル相当の中国製品が追加関税で価格が上昇し売上が減っても、中国の 6%超の経済成長が長期的に大幅に低下する要因にはならないと想定して良さそうだ(▲0.2%程度と試算)。逆に、貿易摩擦を長期的な観点からみれば、中国にとっての一種の黒船効果を持つとも考えられる。「高速成長から質の高い発展への転換」の経済政策は、金融緩和の政策で対応される。預金準備率の引き下げは、過剰生産セクター(鉄鋼、造船など)の不良債権処理に対応し、マクロ経済のショックを緩和するための方法であり、不良債権の株式交換コストを下げる効果もあるとされる。デレバレッジは緩やかな動きで進んでいることから、徐々に緩和的であることが投資家に見えやすくなるだろう。

貿易摩擦と産業政策との関係

貿易摩擦において、中国が米国に思いのほか穏やかな対応をしている理由の一つに、米国の主張が中国国内の改革の必要性と合致している点がある。輸入の拡大は、安い飼料用大豆、輸入した方が環境に優しい石炭・原油、消費拡大を促すブランド品などに、短期的に恩恵がある。金融市場の改革や金融業の対外開放などは、価格機能を利用した経済の効率化を進める。知的財産権の確立は、中国が製造業をグレードアップすることに伴って必要になっている。基幹部品を米国に依存する「中国製」では脆弱だと政府高官も気づいたのだろう。

いまのところ、代表的な指数で見た中国銘柄(業種)の時価総額(下表)の 37.7%が金融、12.5%が従来型の資本財・サービスのセクターであるなどから、技術革新で多くの国民の生活水準を引き上げる段階には至っていないと感じられる。

主な中国銘柄(業種)の動向

2018年7月6日基準		
上海/深圳CSI 300指数の業種	指数全体の時価総額に占める割合	過去1カ月の騰落率(%)
1 金融(56 銘柄)	37.7%	-9.1
2 資本財・サービス(62 銘柄)	12.5%	-10.7
3 一般消費財・サービス(38 銘柄)	9.7%	-11.3
4 エネルギー(12 銘柄)	9.3%	-6.6
5 生活必需品(13 銘柄)	8.1%	-9.6
6 素材(38 銘柄)	6.5%	-12.0
7 情報技術(32 銘柄)	6.3%	-14.5
8 ヘルスケア(22 銘柄)	5.6%	-9.9
9 公益事業(10 銘柄)	3.2%	-3.2
10 電気通信サービス(2 銘柄)	1.2%	-28.8
参考: 上海/深圳CSI 300指数		-10.4

つまり、ハイテクのハードウェアへの高関税でショックを受ける情報技術セクターの比率は小さい。また、この指数に含まれていない米国・香港上場のソフトウェア関連企業は、関税の増減にほとんど関わらない。中国は、長期的に「中国製造 2025」政策などで高付加価値産業を生み出し、国民所得の拡大を目指すだろう。

上海/深圳 CSI 300 指数は浮動株時価総額加重平均指数で、上海または深圳証券取引所上場の A 株、300 銘柄で構成されています。指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利は、指数の発表会社等に帰属します。記載の業種は、GICS(世界標準分類)に基づきます。(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成) ※左表は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

投資家が長期の成長のために注目すべきこと

中国の所得拡大は、先進国にとって競争相手の増加ではあるが、現時点でも十分に先進国と貿易関係が入り組んでいる(日本のみならず世界の多くの国・地域にとって最大の貿易相手国)ことであるし、中国の成長が世界需要の成長をけん引するメリットに注目すべきだ。貿易摩擦をきっかけに中国国内の金融市場の発達、輸入と消費の拡大、効率の良い生産と技術革新が進めば、高い付加価値を獲得してさらに消費が増えるだろう。世界貿易の網の目の中で、制度の標準化(例えば国有企業中心からの脱却)が進めば、多くの国・地域にとってもメリットになる。

中国は、財政の健全性が保たれ、しかも成長国としては珍しいほど貯蓄ストックが大きく、資本の出し手や目利きも増えている。米国などから帰国した教授陣を抱えて大学教育の質も高く、人口が多いことから博士号などを持つエンジニアが教育の充実とともに急増している。人権などで西欧的価値観を受け入れない一方で、雄安新区のような大規模な実験が可能となる、中央集権的フレキシビリティがある。バイオテックや環境関連技術、AI を駆使したソフトウェア、新型の半導体設計がなされたハードウェアなど、広い範囲で長期的な成長の“種”を持っている。外圧を利用して改革を行う機転もある。後は、地方政府が効率性を改善するか、情報制御が学術発展を阻害しないか、価格情報を締め出して非効率を温存しないかなどのリスクに、引き続き注目していきたい。

PDF ファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。

また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter https://twitter.com/NikkoAM_official

■当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境などについてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。 2