



鈍化する中国の経済成長を読み解く



2023年10月16日



エリック・ウィノグラド

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
先進国マクロ分析 ディレクター



中国の成長は減速しているが、それには重要な意味がある。それは、投資や輸出への依存度を引き下げ、よりバランスの取れた経済に移行しようとする意図的な動きであることだ。

景気減速が投資家の懸念をかき立てるのは理解できる。たしかに中国の成長鈍化は世界経済や金融市場に影響を与えるだろうが、それでも、将来のもっと大きな問題を避けるには、中国経済には短期的な景気鈍

化による調整が必要だとアライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）は考えている。中国経済は、輸出や投資主導の成長モデルから、国内消費の拡大を通じたよりバランスの取れたモデルに移行する長期的なプロセスの初期段階にある。

こうした大きな転換期においては、成長の鈍化はほとんど避けられず、長期的な観点から見ればむしろ望ましいことと言える。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版は[こちら](#)。

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスに関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

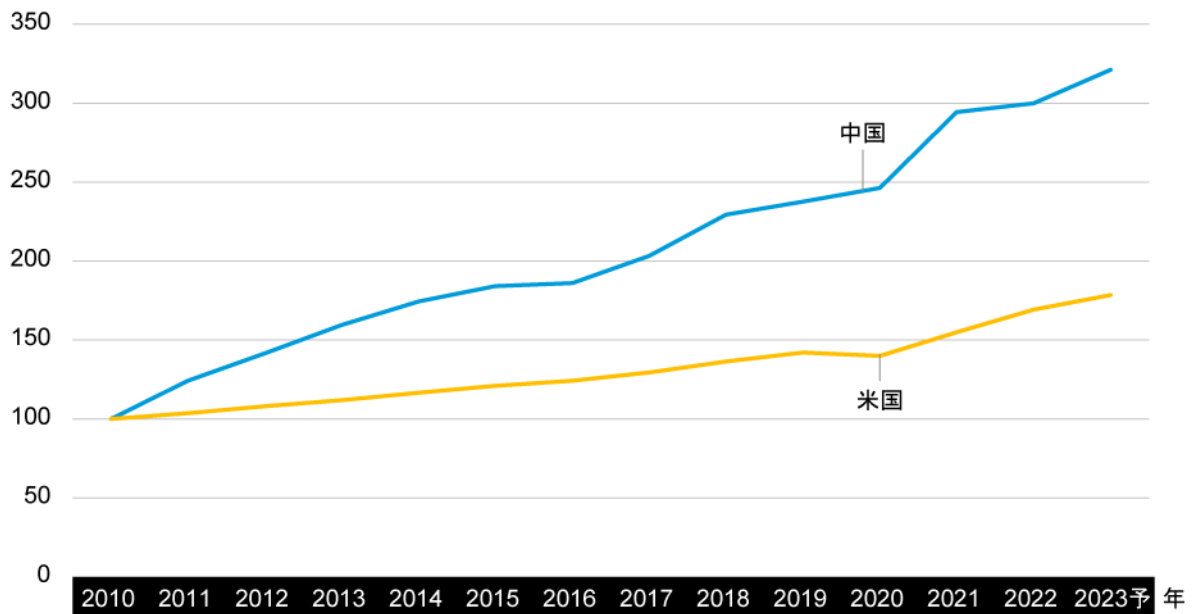
当資料は、2023年9月22日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

経済規模が著しく拡大、そして移行局面に

成長鈍化の一部は簡単に計算できる。中国の経済規模は世界金融危機以降におよそ3倍に拡大し(図表1)、高い成長ペースを維持することは困難になっている。実際、成長を押し上げようとするれば、レバレッジが

過剰な水準に達し、中国の場合は住宅など経済乗数の高いセクターに過度に依存することになりかねない。その結果、以前から存在する不均衡がさらに拡大することになる。そのため、以前よりは鈍化していても持続可能なペースでの成長を実現することが、中期的に健全な道筋であるとABは考えている。

【図表1】 中国経済は急速な成長を遂げてきた
実質国民総生産(GDP)(2010年を100として指数化)

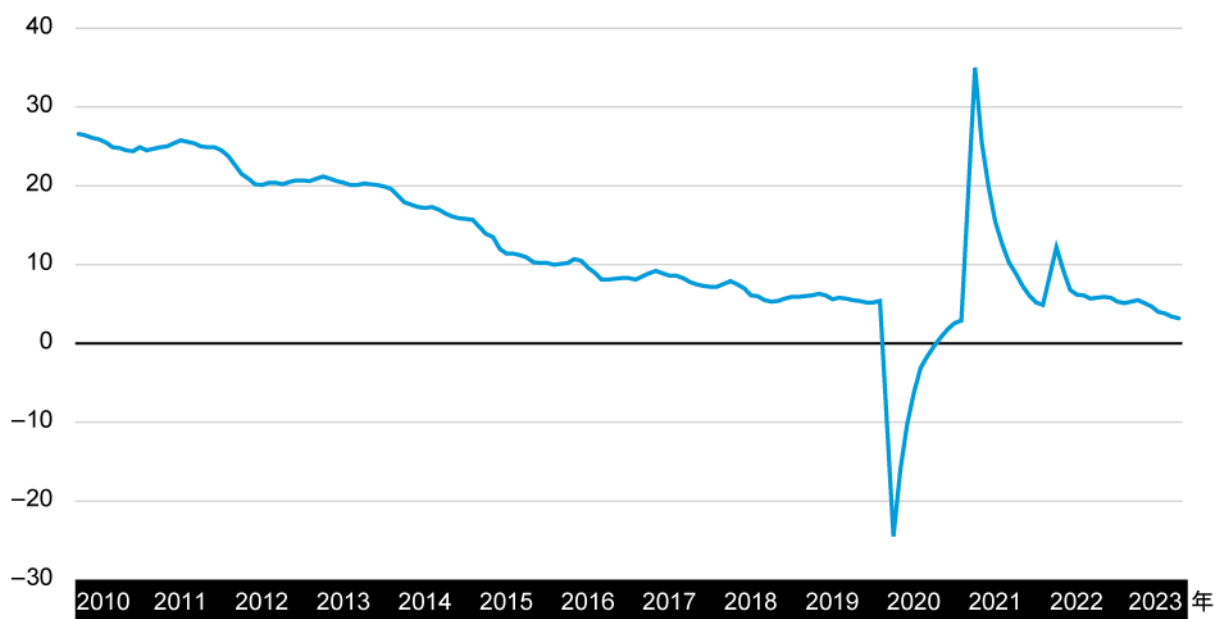


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。予想は今後変更される可能性があります。
2023年8月31日現在。2023年は通年の推定値
出所：国際通貨基金、AB

成長鈍化を招いたもう1つの主要因は、実物投資や輸出に大きく依存した成長(次ページの図表2)から、よりバランスの取れた経済フレームワークに移行しつつあることだ。旧来型の産業には多くの資源が投入されてきたため、過剰な生産能力を抱えている。余剰生産能力

が解消されるにつれて、貯め込まれていた資本が価格を押し下げるほか、無駄な資源が償却されるか他の産業に転用されるのに伴い、成長率が鈍化することになる。

【図表2】 中国は投資依存型の経済から移行しつつある
固定資産投資(前年比変化率、%)



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
2023年8月31日現在
出所:リフィニティブ・データストリーム、AB

一方、中期的な見通しが明るいセクターは引き続き好調で、それには旅行やレストランといった消費者に欠かせないサービスを提供する業種が含まれる。太陽光や風力発電プロジェクトも活況を呈しており、電気自動車の生産や他のハイテク製品、環境関連製品も好調に推移している。だが、不動産や大型投資で失われた活動をそれらの産業に置き換えるには時間がかかる見通しで、全体的な成長が鈍化しているのはそれが理由である。

世界的な成長ダイナミクスの変化

では、市場や世界は中国の成長見通しにどう対処すべきなのだろうか？

ABは、中国政府が掲げた成長目標(2023年はおよそ5%)を重視しすぎないことが重要だと考えている。たとえ経済がそのペースで成長しても、国外の人々にとっては「良い」成長だとは感じられないだろう。中国で最も好調な産業が、以前のように海外の成長を押し上げるとは考えにくい。道路や橋の建設には大量の資源を輸入する必要があるが、映画チケットの販売やレストランの食事はそうではない。

これらはすべて、中国経済がこれまでのように世界の成長エンジンとはなりそうにないことを意味している。市場にとって、この変化は混乱を招くように見えるかもしれないが、多くの投資家の不安を誘うのは理解できる。世界第2位の経済規模を持つ中国の成長鈍化が世界全体の成長を押し下げのみならず、中国の成長が国内主導の傾向が強まっていることも、なおのこと世界経済のマイナス要因となる可能性が高い。

的を絞った緩やかな刺激策が講じられる見通し

不安の多くは、移行に伴うリスクに集中している。特に不動産セクターなど、高水準の負債を抱えた中国企業はストレスにさらされがちだ。一方、政策立案者は大規模な支援策を講じることには消極的だとみられる。なぜなら、それは不均衡を悪化させ、移行を遅らせることになるからだ。不動産開発会社がデフォルトに陥れば、銀行セクターや地方政府の財政を脅かすほど深刻な影響をもたらしかねないが、それは我々の想定する基本シナリオではない。中国の金融システムが世界に直接波及するメカニズムは限定的だが、中国の混乱が他の国々のセンチメントを揺るがす可能性はある。

中国経済は減速しており、経済の移行が進むにつれてこの成長の鈍化は更に長引くとの見方が妥当とABでは考えている。成長鈍化が金融市場に影響を与えるリスクもある。だが、経済や不動産セクターが抱える負債やレバレッジをさらに拡大するという「治療法」は、病気そのものよりもたちが悪いとABは考えている。

中国の政策立案者も同じように感じているようだ。そのため、成長鈍化を管理するため、成長ペースを押し上げるための「ビッグバン」のような刺激策ではなく、的を絞った緩やかな刺激策が講じられるとABでは予想している。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303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／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

● 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様へ帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

● お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間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)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

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、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全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。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。