



# 2021年の中国市場見通し

今後もファンダメンタルズの改善が続く

2020年12月

## サマリー

- 中国経済がコロナ危機から回復したことは明らかで、同国は需要と供給の双方が正常な状態に近づいている最初の主要国である。
- 米国と中国の霸権争いは今後も続くが、米中の対話が以前よりも増えてリスク管理が容易となり、経済関係の改善が期待できる。
- 2021年はより個人消費主導の回復が定着すると予想され、我々は中国株のファンダメンタルズについてポジティブな見方をしている。

経済協力開発機構(OECD)によると、コロナ禍をいち早く封じ込めた中国は、2020年にプラスの経済成長を記録する唯一の主要国となる見込みです。OECDは足元で、同国の2020年成長率予想を6月時点の-3.7%から+1.8%に引き上げました。9月以降の堅調な経済指標は、+3.0%近辺という更に高い成長が達成可能なことを示唆しています。他国より3ヵ月早くコロナ禍に遭遇した中国は、7月発表の4-6月期GDP統計ではプラス成長に戻った最初の主要国となりました(図表1)。

夏以降に発表された経済指標は、中国がコロナ後の世界経済の回復を牽引していることを裏付けました。その背景には、①全国的なロックダウン(都市封鎖)を短期間ながらも早い段階で実施した後、インフラ投資拡大による大規模な財政刺激策を実施し、それが2020年後半の景気を大きく押し上げる効果があった、②ロックダウン後、居住用不動産が予想外に早期に回復した、③世界貿易の悪化が継続する中でも、中国の輸出が予想を上回ったこと、という3つの要因があります。

2021年が近づく中、中国経済の勢いは引き続き増しています。9月の鉱工業生産はコロナ前の水準を7%上回っており、中国は経済を再浮揚させるために十分な手段を講じたと言えます。中国経済が早期に回復した結果、新たな景気刺激策への期待は後退しました。ただし、政府が政策引き締めを早める兆しは見られず、むしろ今後数四半期は様子見に徹しそうです。

2021年も景気回復が持続するには、コロナ禍で大打撃を受けた消費者向けサービスを含む消費関連に成長のけん引役が移る必要があります。来年の消費需要の見通しは良好で、消費者心理を反映する自動車販売は2019年の水準を大きく上回っています(図表2)。大型連休や消費者感謝セールでの動向を見ると消費者心理が改善し繰越需要が高まっており、居住用不動産は家計所得の回復に支えられ持ち直しています(図表3)。来年は中国の経済成長において消費者がより大きな役割を果たすと予想しています。



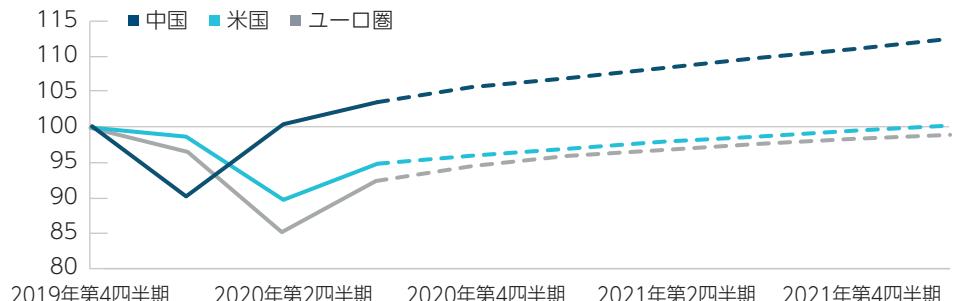
Wenli Zheng

中国株式運用戦略  
ポートフォリオ・マネジャー

## 2021年の消費需要の見通しは良好

## 中国がコロナ禍からの世界経済の回復を牽引

(図表1) 実質GDPコンセンサス予想(2020年第3四半期以降はブルームバーグ予想)



2020年10月6日時点(2019年第4四半期を100として指数化)

出所:リフィニティブ、クレディ・スイス(追加ディスクロージャー参照)

## 中国の不動産サイクルと自動車サイクルは密接に連動

(図表2) 不動産販売と自動車販売



2020年10月6日時点(2010年を100として指数化)

出所:エマージング・アドバイザーズ・グループ、CEIC

## 金融政策据え置きで、人民元は堅調

中国人民銀行(中央銀行)はコロナ危機からの回復局面において金融政策を概ね中立に維持しています。主要貸出金利の引き下げなど、より積極的な緩和を予想する声が支配的でしたが、中銀としてはカードを温存したかったのではないかと見られます。今のところ、切り札を使う必要は生じていません。債券利回りは夏以降、徐々に上昇しており、ピークに近い可能性があります。インデックス提供会社のFTSEラッセルは10月、中国国債を世界国債インデックスに採用すると発表しました。同インデックスへの採用によって海外投資家の資金が中国国債に流入し、それが人民元を下支えることになるでしょう。

2021年も中国国債と人民元にとって好ましい状況が続き、それが株式市場を下支えすると考えています。

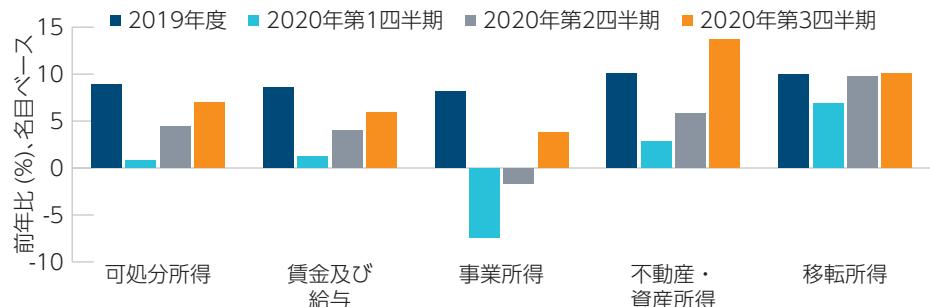
## 5中全会で今後15年間の中国の進路を決定

中国共産党指導部は、10月に北京で開催された第19期中央委員会第5回全体会議(5中全会)において経済・社会的発展のための第14次5ヵ年計画をまとめました。同計画のガイドラインは、国内市場の育成、イノベーション、改革を通じ質の高い成長を持続させる習近平主席の「双循環」理論に焦点を当てています。指導部は内需拡大、サプライチェーン(供給網)の強化、主要テクノロジーにおける自給自足の追求を外的な不確実性や試練に対するリスクヘッジ手段と位置付けています。巨大な経済を有する中国は、米国と同様、今後成長を続ける上で主として国内の成長要因に頼らざるを得ません。

## 海外企業は中国の 巨大な国内市場への アクセスを 引き続き強く志向…

### 賃金と家計所得の伸び

(図表3)名目可処分所得の伸び(2019年度比)



2020年10月29日時点

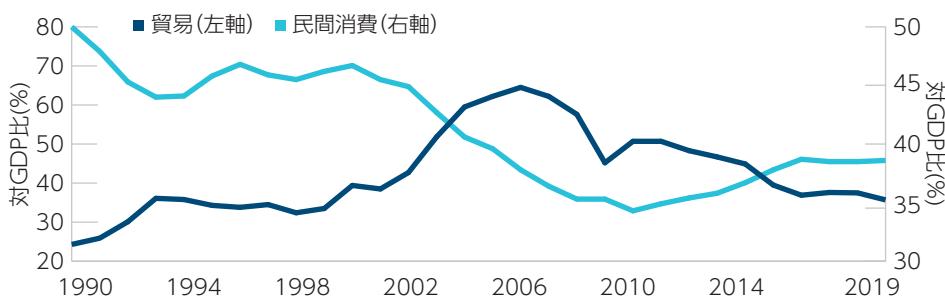
出所:CEIC、HSBC グローバル・リサーチ

双循環への焦点は、中国政府が世界経済や国際貿易サイクルの影響を以前より受けにくくなつたことを認識していることの現れです(図表4)。海外企業は中国の巨大かつ比較的安定した国内市場へのアクセスを引き続き強く志向しており、多くの企業にとって優先度の高い目標です。政治的緊張の高まりはあれど海外企業の対中進出意欲は衰えていません。また、双循環への焦点は中国が国産技術への依存度を高める必要があることを示唆しており、我々は今後数年、設備投資予算に占める研究開発費の割合が高まる予想しています。テクノロジー分野では、中国は霸権争いより協調を選好し、協調の実現に向けて今後更に努力する可能性があります。

新5ヵ年計画に加え、習主席は2017年に初めて打ち出した2035年までの長期近代化目標を改訂しました。中国の1人当たりGDP目標は、1980年代に当時の鄧小平副主席が設定した目標より15年早く中進国の水準まで引き上げられました。これには年平均4.8%前後の経済成長が必要で、それに伴い、中国経済の規模は倍増します。中国は人口高齢化、債務負担増大、生産性の低いサービス部門主導型経済への転換に伴う潜在成長力の低下など、中期的な構造問題を抱えており、目標達成は容易ではないでしょうが2035年までの目標達成がまったく不可能というわけではありません。中国本土のエコノミストは同国の趨勢または潜在成長率は現在の6-7%から徐々に低下すると予想しており、潜在成長率の急低下は確率の低いシナリオです。

### 中国経済の輸出依存度は大幅に低下

(図表4)GDPに占める貿易と民間消費の割合



2020年8月27日時点で取得可能な2019年12月31日時点のデータ

出所:TSロンバード、CEIC

# …米中の大規模な 経済的デカップリングが 起きる可能性は低い

## Ant GroupのIPO延期は中国フィンテックの躍進を止めるものではない

11月初旬、巨大IT企業Alibaba傘下のAnt Groupは応募が殺到していた新規株式公開(IPO)を実施わずか2日前に延期しました。これによって投資家は当初ショックを受けましたが、これがフィンテック業界のより優れた規制につながるとすれば、今回のIPOが多少遅れても代償は小さいと言えます。フィンテックは中国において急速に進展してきましたが、規制当局は最近まで自由主義アプローチを採用し、巨大民間テクノロジー企業の動向を見守っていました。政府は、規制対象外の多くのプラットフォームが破綻し、投資家が1,000億ドル超の損失を被ったP2P(個人間)貸付プラットフォームの失敗を繰り返すことは避けたいと考えています。

応札倍率が異常なまでに高まったAnt Groupの案件は、中国の巨大テクノロジー企業や新興企業に対する世界の投資家の関心の高さを浮き彫りにしました。今回のIPO延期で潜在的な投資家に不都合が生じたことは事実ですが、この流れが変わることはないでしょう。中国国家副主席である王岐山の言葉を借りると、「金融イノベーションの促進、市場の活性化、金融セクターの開放と規制体制の構築の絶妙なバランス」が必要です。中国の金融・経済システムにとっての商業銀行の重要性を考えると、この段階における規制当局によるある程度慎重な姿勢は投資家の最善の利益に資するかもしれません。

## 2021年は政府関係ではなく ビジネス関係に焦点

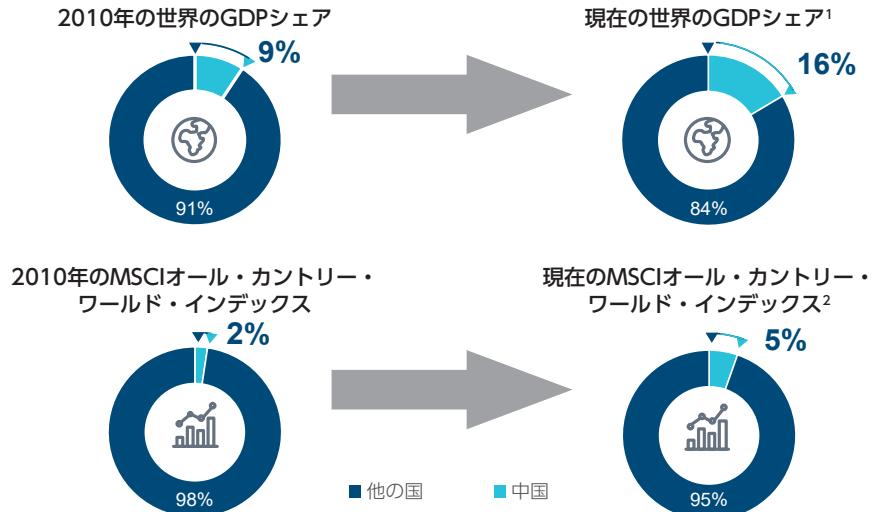
民主党のバイデン候補が米国の次期大統領に事実上当選したことを受け、世界的に株価が急騰し、中国株もその流れに乗りました。新政権下でも米中関係に大きな変化は期待できず、バイデン氏は国内政治事情から対中強硬姿勢の継続を迫られるとの見方が中国以外の国々で広がっていたにもかかわらず、中国株も上昇しました。国家安全保障、知的財産権、産業補助金、技術移転などの分野では、バイデン政権の対中政策はトランプ政権とあまり変わらないかもしれません。

米中の戦略的競争関係は継続が予想されるものの、両国間のコミュニケーションや対話が増えればリスク管理がより容易になり、経済関係の正常化が促されるというのが、中国国内ではコンセンサスとなっています。2月に実現した第1段階の貿易合意は修正される形で存続すると予想されます。長期的には、知的財産権や技術移転などの第2弾の合意に繋がるかもしれません。一方、米中間の財の貿易収支の重要性は低下しそうです。政府関係者の強硬発言が減れば、両国の企業経営陣は密かに正常業務の再開に動く可能性があります。事態が民間企業に委ねられると、米中の大規模な経済的デカップリングが起きる可能性は低くなります。

## 今後の展望:2021年の中国株式市場

中国が新型コロナ危機から力強く回復したことは明らかで、同国は需要と供給の双方が正常な状態に近づいている最初の主要国です。2021年の資産配分に関する推奨で中国株のオーバーウェイトを筆頭に挙げるグローバル株式ストラテジストやアセット・アロケーション担当者が増えています。海外投資家の投資先は中国市場のごく一部に限定されることから、中国株上昇の原動力は海外投資家ではなく、国内勢です。しかし、中国株に対する海外投資家の関心の高まりは国内における投資家心理の改善を招きます。世界的なリスク選好姿勢の後退もあり、今のところ海外からの資金流入は小規模です。アジアやグローバルの株式ミューチュアルファンドは一般的なベンチマークに対して中国株を概ねニュートラルとしており、ポジションを増やす余地があります。より重要なのは、中長期的に見ると、グローバルな株式ベンチマークが中国の現在の経済的な地位を適切に反映していないことです(図表5)。これらのベンチマークでは中国が構造的にアンダーウェイトとなっており、こうした乖離は徐々に縮小していくと考えています。

## グローバル株式インデックスでは過小評価されている中国株式 (図表5)MSCIオール・カントリー・ワールド・インデックスの構成比(世界のGDP構成比との比較)



<sup>1</sup>直近データは2019年12月31日時点

<sup>2</sup>2020年9月30日時点

出所:世界銀行/ヘイバー・アナリティクス、MSCI(追加ディスクロージャー参照)

2021年の中国株の  
ファンダメンタルズに  
ついてポジティブな  
見方をしている…

中国は成長率で他国を遥かに上回るにも関わらず、黒字の対外収支を維持しており、これが人民元を下支えし、コロナ禍下でも輸出シェアを伸ばしています。量的緩和下の利回りゼロの世界において、中国の債券市場は引き続き多くの資金を引き寄せています。2020年は収入の伸びが支出の伸びを上回り、家計の貯蓄が増加しました。今後、その一部が株式に流入する可能性があります。多くの先進国、新興国の見通しが不透明なことを考えると、ファンダメンタル的にポジティブな見通しを描ける2021年の中国株は相対的に見るとより一層魅力的です。

- ①消費主導で景気回復が続く見込み、
- ②新型コロナワクチンの承認と普及により中国は来年どこかの時点で他国との交流を再開できる、③世界の投資家は構造的に中国株をアンダーウェイトにしている、という3つの理由から、我々は2021年の中国株のファンダメンタルズについてポジティブな見方をしています。

**上記の個別銘柄は情報提供のみが目的で、推奨を表すものではありません。**

#### **追加ディスクロージャー**

ブルームバーグ・インデックス・サービス・リミテッド。BLOOMBERG® はブルームバーグ・ファイナンスL.P.及びその関連会社(総称してブルームバーグ)の登録商標及びサービスマークです。BARCLAYS® はバークレイズ銀行及びその関連会社(総称してバークレイズ)の登録商標及びサービスマークで、許可を得て使用しています。ブルームバーグ・バークレイズ・インデックスに関するすべての権利はブルームバーグもしくはバークレイズの使用許諾者に帰属します。ブルームバーグとバークレイズのいずれも本資料を承認、または記載情報の正確さや完全性を保証するものではなく、それから得られる結果についても明示的もしくは默示的な保証をするものではなく、これに連して発生する被害や損害について法律が許す最大限の範囲で責任を負いません。

© 2020 CREDIT SUISSE GROUP AG and/or its affiliates. すべての権利はクレディ・スイス・グループ及びその関連会社に帰属します。

MSCI及びその関連会社ならびに第三者の情報源及びプロバイダー(総称して「MSCI」)は、当資料に含まれるいかなるMSCIのデータに関しても、明示的もしくは默示的な保証または表明を行わず、一切の責任を負わないものとします。MSCIのデータは、その他のインデックスまたは証券もしくは金融商品の基礎として転載または転用することができません。当資料はMSCIが承認、確認または作成したものではありません。過去のMSCIのデータ及び分析は、将来のパフォーマンスの分析、予想または予測を示唆または保証するものではありません。いかなるMSCIのデータも、何らかの投資判断を行う(または行わない)ように投資助言または推奨を行うことを意図したものではなく、投資助言または推奨として依拠することはできません。

© 2020 Refinitiv. すべての権利はリフィニティブに帰属します。

Copyright © 2020, S&P Global Market Intelligence(該当する場合、関連会社を含みます)。格付けを含む、いかなる情報、データまたは資料(「コンテンツ」)の複製も、いかなる形態であれ、関連当事者の事前の書面による許可を得ない限り、禁じます。当該当事者、その関連会社およびサプライヤー(「コンテンツ・プロバイダー」)は、いかなるコンテンツの正確性、適切性、完全性、適時性または入手可能性も保証せず、原因を問わず、いかなる(過失その他による)誤記、脱漏または当該コンテンツの利用から得られた結果についても責任を負いません。いかなる場合も、コンテンツ・プロバイダーは、コンテンツの利用に関連して、いかなる損害、費用、経費、弁護士費用または損失(逸失所得もしくは逸失利益および機会費用を含みます。)についても責任を負いません。参照される特定の投資先もしくは証券、コンテンツを構成する投資先に関する格付けまたはいかなる観察事象も、当該投資先もしくは証券の売買または保有を推奨するものではなく、投資先もしくは証券の適切性を示唆するものではなく、投資助言として依拠するべきではありません。信用格付けは意見表明であり、事実表明ではありません。

INVEST WITH CONFIDENCE<sup>SM</sup>

ティー・ロウ・プライスは、お客様に信頼していただける優れた運用商品とサービスを長期にわたってご提供することに注力しています。

[troweprice.co.jp](http://troweprice.co.jp)

## T.RowePrice<sup>®</sup>

### 重要情報

当資料は、ティー・ロウ・プライス・アソシエイツ・インクおよびその関係会社が情報提供等の目的で作成したものを、ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社が翻訳したものであり、特定の運用商品を勧誘するものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料はティー・ロウ・プライスの書面による同意のない限り他に転載することはできません。

資料内に記載されている個別銘柄につき、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものではありません。また、当社ファンド等における保有・非保有および将来の組入れまたは売却を示唆・保証するものではありません。投資一任契約は、値動きのある有価証券等(外貨建て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、お客様の資産が当初の投資元本を割り込み損失が生じることがあります。

当社の運用戦略では時価資産残高に対し、一定の金額までを区切りとして最高1.265%(消費税10%込み)の遞減的報酬料率を適用いたします。また、運用報酬の他に、組入有価証券の売買委託手数料等の費用も発生しますが、運用内容等によって変動しますので、事前に上限額または合計額を表示できません。詳しくは契約締結前交付書面をご覧ください。

「T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE」および大角羊のデザインは、ティー・ロウ・プライス・グループ、インクの商標または登録商標です。

ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社

金融商品取引業者関東財務局長(金商)第3043号

加入協会:一般社団法人 日本投資顧問業協会/一般社団法人 投資信託協会