

## 今後の中国経済について

※当資料は「アジアリサーチセンター」のレポートを基に作成しています。

## 「中国の景気が悪化しています。その背景は？」

中国国内のインフラ投資の伸び鈍化が実質GDP成長率鈍化の原因として先行し、その後、米中貿易摩擦の激化で景気がさらに悪化しました。

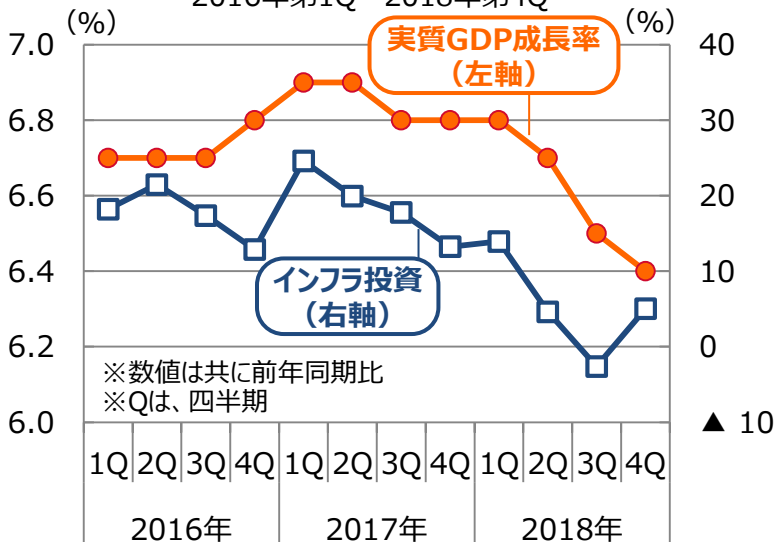
- 中国政府が金融リスクを抑制するために「デレバレッジ（過剰債務の削減）」の方針を打ち出す中、その一環として2018年1-3月期に地方政府の債務管理を厳しくしたことから、インフラ投資の伸びが鈍化し、同年4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.7%と、3期ぶりに減速しました。
- その後、同年夏場から米中貿易摩擦が激化したことを受け、景気は更に悪化し、同年7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.5%、10-12月期は同+6.4%と3期連続の減速となりました。
- そのため、中国政府は同年7月に、景気の予想外の悪化に備えて、主に財政政策を通じた景気対策を打ち出す方針を決定しました。その財政政策の一環としてインフラ投資の促進を打ち出しています。インフラ投資は、同年7-9月期を底に持ち直していますが、インフラ投資の効果発現には時間を要するうえ、寒さの厳しい冬季には、インフラ投資があまり進捗しないという政府の見方を踏まえ、2019年1-3月期のインフラ投資がこのまま加速するとは限りません。足元で発表されている多くの経済指標は下振れているほか、今年2月には、春節休暇で企業活動が季節的に低迷することを踏まえ、景気の底入れにはしばらく時間を要するものとみられます。

## グラフで詳しく！

## ＜インフラ投資の鈍化が成長を押し下げ＞

## 中国の実質GDP成長率とインフラ投資の推移

2016年第1Q～2018年第4Q



(出所) CEICのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

## ポイント①

デレバレッジ  
(過剰債務の削減)

中国ではリーマン・ショック後の経済刺激策を契機に、地方政府や国有企業などを中心に債務が蓄積しており、金融リスクとなっています。

こうした問題解決に向け、中国当局は与信の伸びの抑制や、投資の抑制、不良債権処理促進策などの「過剰債務の削減」を進めています。また、これによる緩やかな景気減速を容認しつつ、構造改革に重点を置く姿勢を打ち出しています。

## ポイント②

## インフラ投資

中国では個人消費と並び、固定資産投資（不動産投資、道路や空港などのインフラ投資など）が国の経済成長において重要な要素となっています。

# 「景気悪化に対する中国政府の方針は？」

構造的なデレバレッジを継続するため一定程度の成長率鈍化については容認するものの、**GDP成長率が6.0%を下回るような景気悪化は阻止する見通しです。**

- 中国景気を考える場合には、1年程度の短期とそれ以上の長期に分ける必要があります。中国経済の Achilles 腱の一つが企業債務問題であると中国政府は認識しており、長期的に債務が更に拡大しないように注意を払っています。そのため、デレバレッジを続けることで、長期的な景気安定を志向しています。一方、デレバレッジは様々な形で景気を抑制するため、短期的には景気は下振れしやすくなります。労働市場の安定が確認されている限りにおいては、政府は短期の成長率鈍化を容認する姿勢を示しています。
- 2018年12月に行われた重要な講演、会議から、中国政府はハイテクなど高付加価値の分野の発展を支援するという強い姿勢を示唆しました。短期での緩やかな成長率容認の姿勢と考え合わせると、**政府は成長率そのものよりも「成長の質」にこだわっているといえます。**
- ただし、足元の景気には下振れリスクが出ていることから、政府は減税をはじめとする財政政策の強化を示唆しています。また、自動車や家電など向けに、消費を促進する政策を導入する方針を表明しており、注目されている自動車販売・生産の落ち込みに歯止めがかかるとみられます。なお、2019年3月の全人代（全国人民代表大会、日本の国会に相当）では政府の成長率目標が6.0～6.5%のレンジへ下方修正すると予想します（2018年は6.5%前後）。
- 他方、共産党・政府は、**2019年は建国70周年の祝賀すべき年と位置付けており、国慶節（建国記念日）の10月1日を祝賀ムードで迎えたいという政治的な思惑を持っていると推察します。**2018年前半のGDP成長率が高めであったというベース効果も考慮すると、2019年前半の前年同期比の実質GDP成長率は更に鈍化しますが、**2019年後半には緩やかに持ち直すと予想します。**

## 注目発言、イベントを確認！

### <建国70周年で祝賀の年に・ハイテク分野に強いこだわり> 最近の中国当局による重要な発言

2018年	会議等名称	発言内容
12月13日	中央政治局会議	・2019年は建国70周年で祝賀の年にすべきだ
12月18日	改革開放40周年 基調講演	・中国人民は誰からの指図も受けない ・改革すべき点は断固として推進するが、改革すべきでない点は断固として変えない
12月19～ 21日	中央経済工作 会議	・2019年は建国70周年で祝賀の年にすべきだ ・質の高い経済発展を志向する ・5G（第5世代移動通信システム）の早期商用化、AIの強化を推進する

### <国威発揚に向けて重要な政治イベントが続く> 今後の中国を巡る主なイベント

2019年	10月	・中国建国70周年	2021年	7月	・共産党設立100周年
2020年		・第13次5か年計画終了	2022年	冬	・北京冬季オリンピック
2021年		・第14次5か年計画開始	2027年	8月	・人民解放軍設立100周年

（出所）各種資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

この資料の巻末ページに重要な注意事項を記載しております。必ずご確認ください。

上記は当資料作成基準日現在のものであり、将来の成果および市場環境の変動等  
を示唆あるいは保証するものではありません。将来予告なく変更される場合があります。



# 「米中貿易協議における中国政府の対応は？」

ハイテク分野の発展という基本方針については堅持しながら、米中貿易不均衡の是正など米国側へメリットを与えながら緊張緩和を狙う見通しです。

## 米中協議の5分野の課題

①	米企業への技術移転の強要
②	知的財産権の保護
③	非関税障壁
④	サイバー攻撃とハッキング
⑤	サービスと農業の市場開放

- 2018年12月1日に行われた米中首脳会談において、米国が年明けに予定していた中国への追加関税の猶予を合意しました。
- 米中は貿易問題で、右記の5分野について、90日の期限を設けて協議することを確認しました。
- ⑤については、中国政府によるサービス分野の開放と農作物の輸入増加を意味しており、比較的容易に合意できそうです。一方、①、④については、中国政府は公式に否定しており、事実として認識するだけでもかなりの時間を要するとみられます。
- 米国政府・米国議会は、人工知能（AI）の活用やロボットなど、中国のハイテク分野の発展を、経済だけでなく軍事の面からも警戒しています。一方、中国共産党指導部のコメントなどから、中国政府はハイテク分野については譲歩しない強い姿勢を示唆しています。ハイテク分野は上記のうち少なくとも①、②、③、場合によっては④も含まれる包括的な分野です。同分野に関する両国の溝が深いことから、抜本的な解決に至るには協議の長期化が見込まれます。
- ただし、トランプ米大統領が米中対立激化による米国株式市況の下落を懸念しているという見方に立てば、同大統領にとっては、妥協できる分野で早めに中国政府と合意し、ハイテクなど妥協が難しい分野では協議の継続や棚上げといった対応がありうるとみえています。中国のハイテク分野への攻撃よりも、中国による米国の農産物の輸入拡大による貿易不均衡の是正に特化するほうが、米国内では有権者にアピールしやすいの見方もあります。
- 上記90日の期限となる2019年3月1日以降も米中両政府で協議の継続となれば金融市場にはポジティブだと判断します。

## <ご参考> 米国は追加関税に徐々に慎重姿勢？

足元のトランプ政権は、自国への悪影響から対中関税政策に対してはややトーンダウン。今後は、米中新冷戦は関税以外の手段（主戦場を関税からハイテク分野に移す公算）を使っていく公算で、協議は継続か。

### 実体経済への影響

- 製造業への実害が拡大中（コスト高、輸出減）
- 農家への被害が甚大（輸出減）
- 金融市場（株式市場）のリスクオフが鮮明に

### 中間選挙の結果

- 中間選挙でラストベルトの票を取れず大敗
- 次回上院選の改選は中西部や南部に集中（農業・エネルギー州）

### 米議会の構成

- 共和党の主導権が保守派の下院から穏健派の上院へ
- 民主党が下院で勝利、民主党の関心は関税よりもIT・知財・人権へ

（出所）各種報道を基に三井住友アセットマネジメント作成



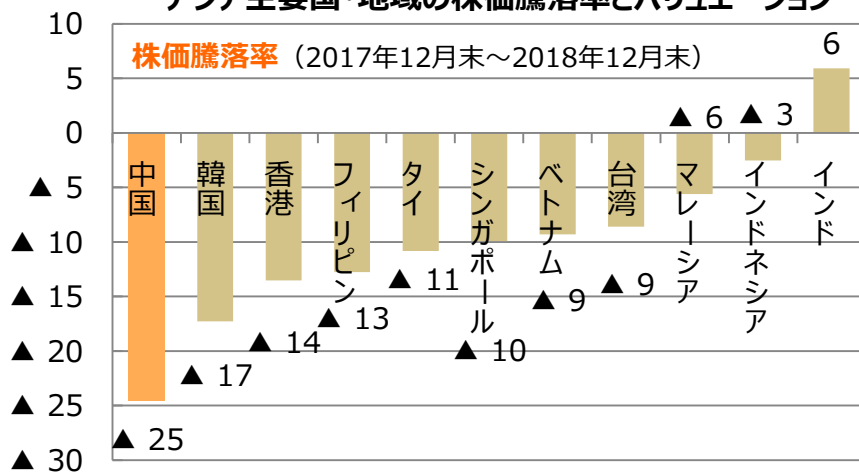
# 「中国の株式市場の注目点は？」

株価バリュエーションには割安感が強く、悪材料は概ね織り込まれた水準にあると考えられます。年後半からの景気の持ち直しを反映するような株価の回復が期待されます。

- 米中貿易摩擦に関する3月1日の交渉期限を控え、株式市場は当面、一進一退の動きになると予想します。最終合意への道りは楽観できるものではないため、本格反騰には暫く時間を要するものとみられます。ただし、株式市場は割安感を強めています。
- 2018年の中国の株価パフォーマンスは、米中貿易摩擦に対する懸念を主因に、主要なアジア市場の中で最低となりました。2019年の予想EPS（1株当たり利益）成長率も12.1%と二桁成長が見込まれる中、予想PERは10.9倍まで低下、PERを成長率で除したPEGレシオは0.9倍とアジア他国と比較して最も割安な水準となっています（ともに2019年1月18日時点）。こうした株価バリュエーションから、株式市場は米中貿易摩擦激化に伴う景気減速をある程度織り込んだものとみられます。
- 加えて、現在、減速傾向にある中国景気の先行きについては過度に悲観していません。米中貿易摩擦、国内景気減速などマイナス面ばかりが注目されがちですが、一方でIT関連の生産拡大など産業の高度化は着々と進展しています。また、中国当局が景気の挺入れを目的に、金融財政面から景気刺激策をより拡充することで、年後半から景気が持ち直す可能性が高いと考えることが背景です。景気の回復期待が強まるようであれば、株式市場は戻りを試す展開を想定しています。

## グラフで詳しく！

アジア主要国・地域の株価騰落率とバリュエーション



バリュエーション (2019年予想。2019年1月18日時点)

予想PER (倍)	10.9	8.9	14.6	15.8	14.1	12.2	-	13.6	16.2	15.6	18.2
EPS成長率 (%)	12.1	▲7.3	9.7	12.1	2.6	3.6	-	▲2.1	4.8	11.6	19.8
PEGレシオ (倍)	0.9	▲1.2	1.5	1.3	5.4	3.4	-	▲6.5	3.4	1.3	0.9

### <ご参考> PEGレシオ

企業の中期的な利益成長率を加味して株価の水準を測る指標。PEGレシオが1倍以下なら割安、2倍以上なら割高と言われている。

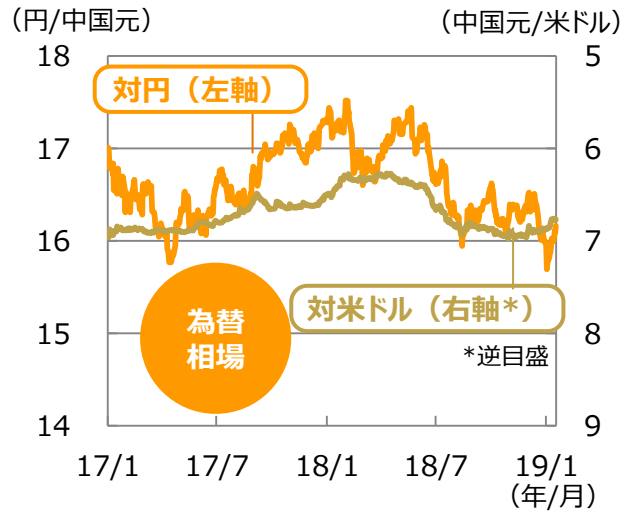
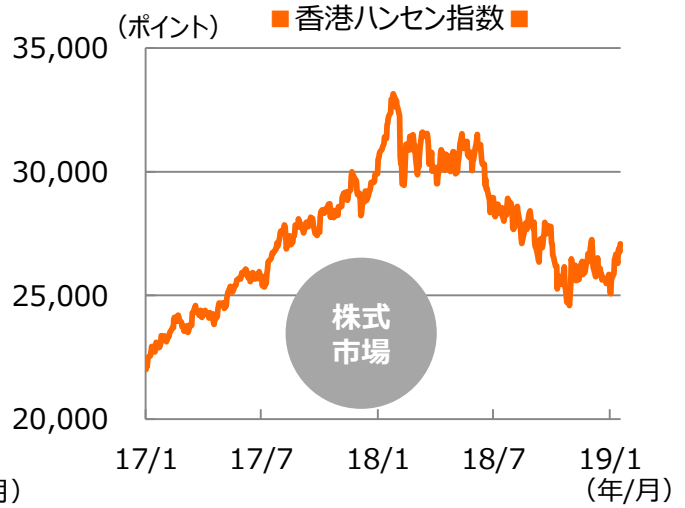
(注1) 各国・地域の株価指数の名称は5ページにご参照ください。

(注2) バリュエーション各数値はMSCI指数ベース。

(出所) Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

グラフで詳しく！

中国金融市場の動き (2017年1月2日～2019年1月18日)



(出所) Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

<4ページの各国・地域の株価指数について> 中国：上海総合指数、香港：香港ハンセン指数、韓国：韓国総合株価指数、台湾：台湾加権指数、インドネシア：ジャカルタ総合指数、マレーシア：クアラルンプール総合指数、タイ：SET指数、ベトナム：ベトナムVN指数、シンガポール：シンガポールST指数、フィリピン：フィリピン総合指数、インド：SENSEX指数

## 無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告げなければならないこととされております。

### ○登録の意義について

金融商品取引法第66条の27に基づき信用格付業を行う法人として登録を行った信用格付業者は、同法に基づき、概要以下の規制に服するとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

1. 誠実義務
2. 業務管理体制の整備義務

専門的知識・技能を有する者の配置等、業務の品質を管理するための措置、投資者と自己又は格付関係者の利益相反を防止する措置、その他業務の執行の適正を確保するための措置

3. 名義貸しの禁止

自己の名義をもって、他人に信用格付業を行わせることの禁止

4. 禁止行為

- ①信用格付業者又はその役員・使用人と密接な関係を有する格付関係者が利害を有する事項を対象として信用格付を提供すること
- ②信用格付に重要な影響を及ぼす事項について助言を与えている格付関係者の信用格付を提供すること
- ③その他投資者の保護に欠け、又は信用格付業の信用を失墜させること

5. 格付方針等の作成、公表、及び遵守の義務
6. 業務に関する帳簿書類の作成・保存義務
7. 事業報告書の提出義務
8. 説明書類の縦覧義務

業務の状況に関する事項を記載した説明書類の公衆縦覧等情報開示義務

### ○格付会社グループの呼称等について

- ①格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク（以下「ムーディーズ」と称します。）  
グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社 金融庁長官（格付）第2号
- ②格付会社グループの呼称：S&Pグローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）  
グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社 金融庁長官（格付）第5号
- ③格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）  
グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社 金融庁長官（格付）第7号

## ○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

### ①ムーディーズの場合

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ

([https://www.moody's.com/pages/default\\_ja.aspx](https://www.moody's.com/pages/default_ja.aspx)) の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されています。

### ②S&Pの場合

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ

([http://www.standardandpoors.com/ja\\_JP/web/guest/home](http://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/home)) の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」([http://www.standardandpoors.com/ja\\_JP/web/guest/regulatory/unregistered](http://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/regulatory/unregistered)) に掲載されています。

### ③フィッチの場合

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ

(<https://www.fitchratings.com/site/japan/regulatory>) の「規制関連」セクションにある「格付付与方針等」に掲載されています。

## ○信用格付の前提、意義及び限界について

### 1. 信用格付の前提

信用格付を行うための十分な質及び量の信頼しうる情報が入手できていることが前提となります。但し、格付業者は監査又は独自の検証を行うものではなく、利用した情報の正確性、有効性を保証することはできません。信用評価の基礎となるものは、債務不履行の蓋然性、債務の支払の優先順位、債務不履行時の回収見込額、信用力の安定性等です。

### 2. 信用格付の意義

信用格付とは事業体の債務不履行の蓋然性及び債務不履行が発生した場合の財産的損失に関する現時点での意見です。信用評価の結果として表示される記号等は、概ねAAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C、Dであり、BBB以上の格付は、債務を履行する能力が高いものとされるのに対し、BB以下の格付けは、債務を履行する能力が比較的低く、投機的要素が強いとされます。

短期債務の信用格付については、概ねA-1、A-2、A-3、B、C、Dであり、B以下の格付は、投機的要素が強いとされます。

### 3. 信用格付の限界

信用評価の対象には、市場流動性リスク、市場価値リスク、価格変動リスクなど、信用リスク以外のリスクに関する事項は含まれません。また、信用格付は、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。



## <重要な注意事項>

### 【投資顧問契約及び投資一任契約についてのご注意】

#### ●リスクについて

投資一任契約に基づき投資する又は投資顧問契約に基づき助言を行う金融商品・金融派生商品は、金利・通貨の価格・金融商品市場における相場その他の指標の変動により損失が生じるおそれがあります。

投資する有価証券等の価格変動リスク又は発行体等の信用リスク、金利や金融市場の変動リスク、十分な流動性の下で取引を行うことができない流動性リスク等（外貨建て資産に投資する場合は為替変動リスク等）があります。これにより運用収益が変動しますので、当初投資元本を割り込むことがあります。

受託資産の運用に関して信用取引または先物・オプション取引（以下デリバティブ取引等）を利用する場合、デリバティブ取引等の額は委託証拠金その他の保証金（以下委託証拠金等）の額を上回る可能性があり、金利・通貨の価格・金融商品市場における相場その他の指標の変動により委託証拠金等を上回る損失が発生する可能性があります。

委託証拠金等の額や計算方法は多様な取引の態様や取引相手に応じて異なるため、デリバティブ取引等の額の当該委託証拠金等に対する比率を表示することはできません。

#### ●手数料等について

##### 1. 投資顧問報酬

投資顧問契約又は投資一任契約に係る報酬として、契約資産額（投資顧問報酬の計算に使用する基準額）に対してあらかじめ定めた料率\*を乗じた金額を上限とした固定報酬をご負担いただきます。

\*上記料率は、お客さまとの契約内容及び運用状況等により異なりますので、あらかじめ記載することができません。契約資産額・計算方法の詳細は、お客様との協議により別途定めます。また、契約内容によっては上記固定報酬に加え成功報酬をご負担いただく場合もあります。

##### 2. その他の手数料等

上記投資顧問報酬のほか、以下の手数料等が発生します。

(1)受託資産でご負担いただく金融商品等の売買手数料等

(2)投資一任契約に基づき投資信託を組み入れる場合、受託資産でご負担いただくものとして信託財産留保額等、並びに信託財産から控除されるものとして信託報酬及び信託事務の諸費用\*等

(3)投資一任契約に基づき外国籍投資信託を組み入れる場合、信託財産から控除されるものとして外国運用会社に対する運用報酬・成功報酬、投資信託管理・保管会社に対する管理・保管手数料、トラスティ報酬、監査費用及びその他投資信託運営費用等

※投資一任契約資産に投資信託を組み入れる場合、若しくは組み入れることを前提とする投資信託の場合の諸費用には、投資信託の監査費用を含みます。

これらの手数料等は、取引内容等により金額が決定し、その発生若しくは請求の都度費用として認識されるため、又は運用状況等により変動するため、その上限額及び計算方法を記載することができません。

##### 3. その他

上記投資顧問報酬及びその他の手数料等の合計額、その上限額及び計算方法等は、上記同様の理由により、あらかじめ表示することはできません。

《ご注意》上記のリスクや手数料等は、契約内容及び運用状況等により異なりますので、契約を締結される際には、事前に契約締結前交付書面によりご確認下さい。



## 【投資信託商品についてのご注意（リスク、費用）】

### ●投資信託に係るリスクについて

投資信託の基準価額は、投資信託に組み入れられる有価証券の値動き等（外貨建資産には為替変動もあります。）の影響により上下します。**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。運用の結果として投資信託に生じた**利益および損失は、すべて受益者に帰属**します。したがって、投資信託は**預貯金とは異なり、投資元本が保証されているものではなく**、一定の投資成果を保証するものでもありません。

### ●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。

- ◆直接ご負担いただく費用・・・購入時手数料 上限3.78%（税込）  
 ……換金（解約）手数料 上限1.08%（税込）  
 ……信託財産留保額 上限2.40%

- ◆投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用・・・信託報酬 上限年 3.834%（税込）

- ◆その他費用・・・監査費用、有価証券の売買時の手数料、デリバティブ取引等に要する費用（それらにかかる消費税等相当額を含みます。）、および外国における資産の保管等に要する費用等が信託財産から支払われます。また、投資信託によっては成功報酬が定められており当該成功報酬が信託財産から支払われます。投資信託証券を組み入れる場合には、お客さまが間接的に支払う費用として、当該投資信託の資産から支払われる運用報酬、投資資産の取引費用等が発生します。これらの費用等に関しましては、その時々取引内容等により金額が決定し、運用の状況により変化するため、あらかじめその上限額、計算方法を具体的には記載できません。

※なお、お客さまにご負担いただく上記費用等の合計額、その上限額および計算方法等は、お客さまの保有期間に応じて異なる等の理由によりあらかじめ具体的に記載することはできません。

### 【ご注意】

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、三井住友アセットマネジメントが運用するすべての投資信託における、それぞれの費用の最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、販売会社よりお渡しする投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面等を必ず事前にご覧ください。

投資信託は、預貯金や保険契約と異なり、預金保険・貯金保険・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また登録金融機関でご購入の場合、投資者保護基金の支払対象とはなりません。

投資信託は、クローズド期間、国内外の休祭日の取扱い等により、換金等ができないことがありますのでご注意ください。

[2018年10月1日現在]

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき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。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- 当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。

三井住友アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者関東財務局長（金商）第399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、

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

作成基準日：2019年1月21日