

中国への制裁に現実味はあるか？

Topics

- ▶ 3月中旬にかけて、中国株市場などから大きな資金流出がみられました。ロシアへの制裁が中国にも波及することへの懸念が影響した可能性があります。
- ▶ 財についてみれば、中国は、半導体や大豆といった米中貿易摩擦時に焦点となった品目の自給率は依然低く、こうした品目が制裁の対象となりやすいと考えられます。
- ▶ 中国の世界経済とのリンクは強く、金融・経済制裁が導入による世界経済への影響は甚大なものが想定されます。影響の大きさから考えれば非現実的なものの、あり得ないシナリオではないと考えます。

エコノミスト 須賀田 進成

中国との分断リスクを投資家は警戒

3月中旬にかけて、海外投資家は中国の資産への投資から資金を撤退させました。これは米国が、米国の取引所に上場する中国企業への監査を厳格化し、最悪の場合上場廃止に追い込まれる可能性が高まったことを受けての動きでした。

このため、中国株式指数は一時昨年末比30%近く下落しました（図表1）。一部報道によれば、この間中国からの資金流出は過去に水準まで増えたとされています。その後、中国の劉鶴副首相が市場に友好的な施策の実施や米国での上場廃止の回避に向けた動きを行っていることを表明し、中国株式市場は落ち着きを取り戻しつつあります。

この一連の動きで興味深い点は、投資家の多くが対ロシア制裁が中国への制裁につながる可能性を考えたということでしょう。直接的な中国株指数の下落の要因となった米国の監査厳格化は、対ロシア制裁に同調せず、あくまでも中立を保ち、ロシアとの取引を続ける中国に対する制裁導入の示唆でした。

こうした情勢下、本稿では中国に対する制裁として考えられるもののうち、財に関する制裁を、過去の米中摩擦の事例も踏まえながら、考えを述べます。

分断に対する中国経済の弱点は何か

主要な品目の中国の自給率を見てみたいと思います。図表2は中国の各種品目の自給率（消費量/生産量）ですが、中国はエネルギーは80%、主食となる小麦やコメの自給率は89%超と高いものの、大豆と半導体関連で自給率の低さが目立ちます。つまり、中国の弱点は財で見れば、ハイテク品と大豆の外部依存と言えそうです。

こうした品目の外部依存に目を付けたのがトランプ前米政権でした。かねてより中国の対米貿易黒字を問題視していた同政権は中国の輸出品への関税を引き上げる関税合戦を仕掛けました。

大豆については、米国以外にブラジルからの輸入を増やすなど産地の分散を図っていますが、ハイテク部品については対応が進んでいない状況と見られます。米国が規制を緩めない限り、自前の高品質な半導体の製造はすぐには難しいだろうというのが大方の見方です。従って、中国の弱点は当時から大きくは変わっていないとみられます。

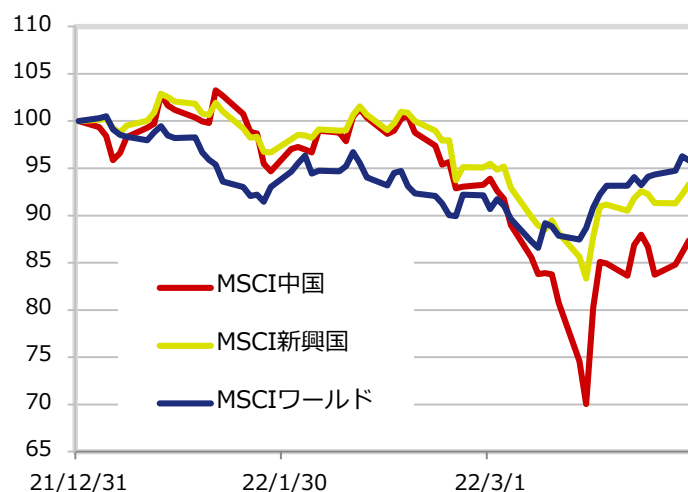
一方で、主要な穀物やエネルギーの自給率の高さは、中国が、足元のウクライナ情勢の緊迫化と各種商品の供給問題により受ける影響が小さい可能性を示唆しています。

次ページへ続く

※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。

※上記図表などは、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。

図表1 年初来の中国株と世界株の推移



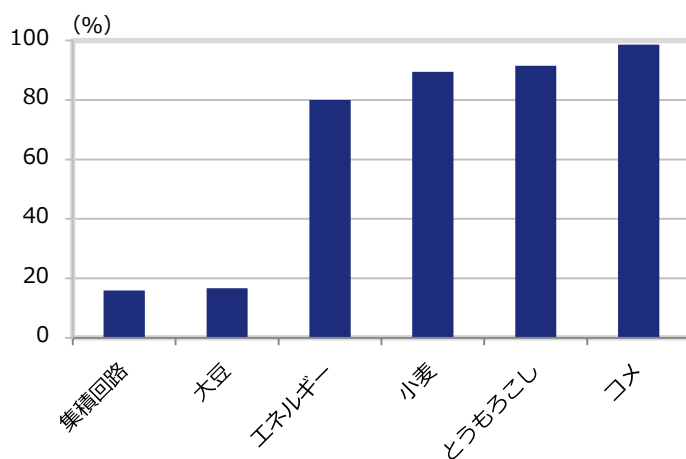
期間：2021年12月31日～2022年3月30日（日次）

（年/月/日）

注：2021年12月末を100として指数化

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2 中国の各種品目の自給率



注：エネルギーは2019年、それ以外は2020年

出所：集積回路はIC Insights、コメ・小麦・とうもろこしは米国農務省、大豆は中国農業農村部、エネルギーは国際エネルギー機関のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

米中貿易摩擦の教訓

米中貿易摩擦時、中国が直面した大きな問題はハイテク製品、中でも半導体の調達難でした。当時の中国は『中国製造2025』を掲げ、技術大国化を目指していましたが、国家主導でハイテク技術開発を進め、技術覇権を狙う中国に対して米国は姿勢を強硬化させました。制裁の直接的な根拠の一つに、中国のハイテク企業が米国のイラン制裁に違反し、イランへの重要製品の供給を続けていたことがありました。米国のロシアへの制裁に同調しないことで中国が制裁対象となりうる可能性が示唆されます。

この対中ハイテク制裁の一環で米国が行ったのは、①制裁対象企業からの調達禁止、②米国製技術が利用された製品についての輸出規制、③ソフトウェアの利用禁止などと多岐にわたりました。この制裁の効果は強く、2018年後半から2020年にかけて、制裁対象となった通信機器、かつ半導体を多く利用する中国のスマートフォンの生産は大幅に減少しました(図表3)。これにより制裁対象となった企業ではスマートフォン市場におけるシェアが大幅に減少したほか、最新の半導体の製造が難しくなり、多くの製造業企業の業績悪化にもつながりました。その後は米中の第1弾の貿易合意や、2020年以降のコロナ禍における世界的な通信機器需要の高まりなどから生産は改善に向かっていますが、中国の弱点があらわとなった事態でした。

米中貿易摩擦の教訓としては、中国製造業のうち、ハイテク関連は外部依存度が依然として高く、一度供給を絶たれると成り立たなくなる産業が多いということでしょう。この後、中国当局は第14次5カ年計画を公表し、ハイテク半導体の内製化に向けた取り組みを加速する方針を示し、コアテクノロジーの外部依存のリスクについて危機感を示しました。

中国と世界経済とのリンクは強い

米中貿易摩擦時に懸念された中国経済のデカップリングと足元でロシア経済が直面している経済制裁によるものは規模感がまったくもって異なります。

米中貿易摩擦時はあくまでも中国の生産物の安さや産業政策による競争力の問題が主眼であり、引き続き中国は市場として見られていました。当時、在上海米国商工会議所が行った調査によれば、多くの企業が中国向けの財の生産は中国国内で行い、それ以外の国向けの生産拠点は他国へ移すといういわゆるIn China, For Chinaという戦略を採る方針であることが示されました。しかし、現在ロシアが直面しているのは、エネルギーを除きほぼ完全なデカップリングです。主要先進国はロシアへの金融制裁を行い、多くの企業がロシアでのビジネスから撤退を選択しています。

中国のGDPは米国に次ぐ世界第2位で世界全体の17%超にあたります。また、世界の輸出に占める割合は14.7%と最大の輸出国です(図表4)。世界経済とのリンクの強さはロシアとは比較になりません。

これまでは財の側面から見てきましたが、金融面でのリンクも比較にならないほど強く、仮に中国経済との物理的・金融的なデカップリングが起これば、世界経済への影響は甚大なものになると考えられます。(図表4下へ続く)

【当資料で使用している指数について】

- MSCI中国・インデックス、MSCIエマージング・マーケット・インデックス、MSCIワールド・インデックスに関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。また、MSCI Inc.は同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

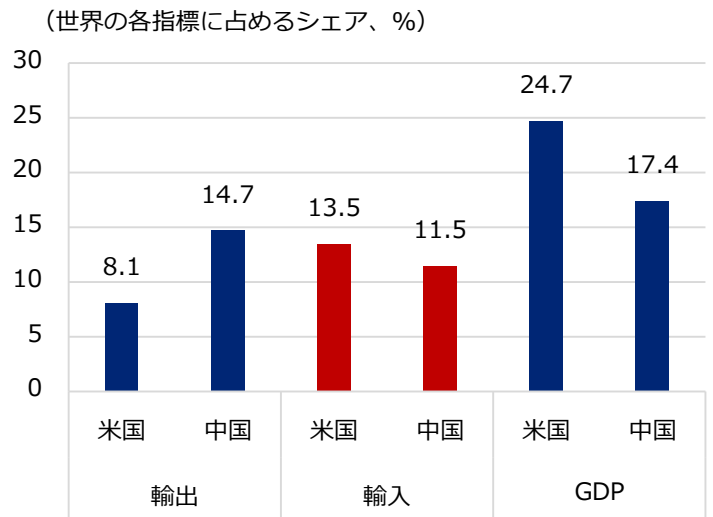
※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、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。

図表3 中国スマートフォン生産の伸び率の推移



図表4 中国と米国の経済規模(2020年時点)



中国への制裁、デカップリングシナリオに現実味はあるか？

欧米諸国による対中国制裁と経済のデカップリングは、その悪影響の大きさで考えれば非現実的です。五年に一度の党大会を控える中国当局としても、経済への下押し圧力を強めるような事態に進むことは選択しないだろうと思われます。従って、すぐにこうしたシナリオが実現するとは考えにくいとみています。

しかし、可能性は無い訳ではありません。日本も含め主要先進国が対ロシア制裁に動く中、中国はもちろん、エネルギー・穀物・肥料・武器などの調達をロシアに多く依存する新興国の中には制裁に同調していない国も見られます。ウクライナ情勢が長引けば、親ロシア・親中国の国々と先進国との溝が広がる可能性があり、その中でも影響力の強い中国への制裁が行われる可能性は否定できないでしょう。

非現実的なシナリオに怯えすぎる必要はありません。しかし、経済的に見れば非合理的な選択が政治的に行われるリスクとそれによる影響の広がりについて、整理しておく必要がある時代になってきていると考えています。

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3.85%（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2.09%（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ことがあります。

【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。