



## 党大会がもたらすのは変化ではなく継続

堅調な経済成長、力強い民間セクター、生活水準の向上、環境改善など、習近平氏の「チャイナ・ドリーム」は実現に近づいていると見られます。投資家にとっては良好な環境ですが、その夢が現実となるにあたっては用心深い姿勢を維持する必要があります。

9月末に掛けて北京、上海、天津を訪問しました。今回の訪問は、二期目を迎える習近平体制下における中国の見通しを精査することを目的としたものでした。10月18日から開催されている第19回中国共産党（CCP）大会において、習近平氏が再び総書記、すなわち国家主席に選出されることはほぼ確実であると言えます。また、彼に近い人物が政治局常務委員や政治局員、中央委員、さらには地方の中央委員候補などに指名されることで、習氏が権力の集中を図ると見られています。

習氏はどのように権力を行使するのでしょうか？

就任当初、習氏は経済及び社会改革に注力していると言われていました。党内の交際に関する規律の厳格化、具体的には汚職撲滅キャンペーンであっても、自由化を実現するための地ならしとして、経済及び社会改革の視点から捉えられていました。ただし我々は、改革自体が習氏にとっての最終目的ではなく、より包括的な目標を達成するための幅広いツールの一つに過ぎないと考えています。そのうちの一つが、生活水準の向上です。つまり、2010年から、中国共産党が創建100周年を迎える2021年までの間にGDPを2倍にし、中国が建国100周年を迎える2049年までに中国を「社会主義現代化強国」にすることであると見ています。

### インサイト



グラハム・ストック

エマージング市場  
シニア・ソブリン・ストラテジスト



候 振博

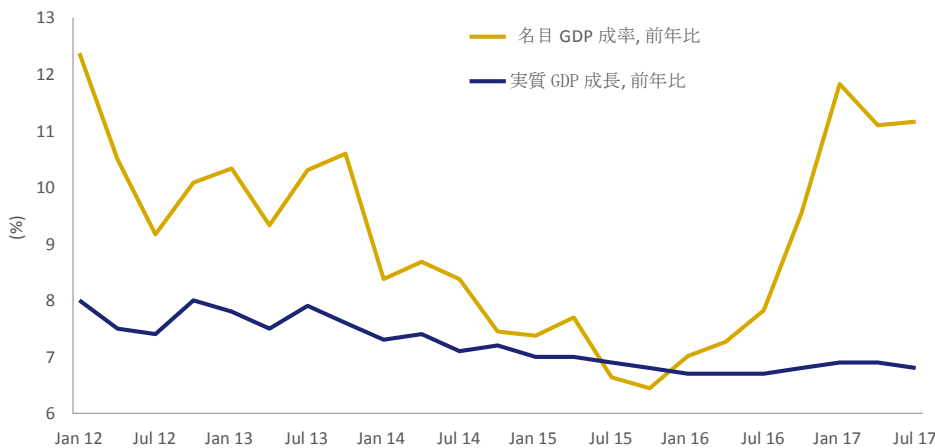
エマージング市場  
ジュニア・ソブリン・ストラテジスト

2017年10月

## 全ての国が経済成長を目指します- 中国はこれを達成できるでしょうか？

中国の GDP 成長は鈍化しながらも底堅く推移するとの見方に対する確信を深めています。2016 年初めに市場を襲った中国経済のハード・ランディングに対する警戒感は、概ね落ち着いたと見られます。今年前半の前年比 6.9%増の実質経済成長は、年末までに 6.5%近くまでやや鈍化すると見えています。これは主に、ボトムアップの成長モメンタムに安心感を抱く中国当局が、一定のセクター圧力を加えていることによるものです。具体的には、鉄鋼セクターにおいて、非効率性が高い事業で汚染を悪化させていると見られる会社に対する環境規制を厳格化したほか、裕福な都市においては不動産価格を抑制させ、さらにシャドー・バンキングのセクターにおける投機的な行動を制限しました。

### 安定的な実質経済成長、名目成長率は再び 2 桁に



出所：Macrobond, 2017年10月19日時点

## これが習氏の「チャイナ・ドリーム」ですか？

大枠ではそうであると言えます。生活水準の向上、持続可能な成長見通し、さらに環境問題に関する懸念を踏まえた施策などが、習氏のリーダーとしての信頼感を高めているといえます。単に逸話的な話ですが、我々が北京に滞在した一週間の間、常に晴天を楽しむことが出来ました。環境規制の厳格化が党大会終了後も効力を発揮するかどうかは注視する必要がありますが、我々の印象では党大会後も守られると見えています。金融サービスや資本勘定において自由化を積極的に推し進めることは市場変動性を過度に高める可能性もありますが、非効率的な国有の重工業セクターから民間セクター及びサービスセクターに経済の軸足を移す継続的な経済のリバランスは今後も継続されることを基本シナリオとして考えています。

## では、順風満帆ですか？

短期的には、そうかもしれません。さらに、政策に関する見通しがより明らかになることが投資家の信頼感を押し上げ、党の主要人事の掌握を強めることが出来れば広範な汚職撲滅運動は緩和され、地方における事業の再開につながる可能性があるため、党大会終了後もしばらくは、経済成長への刺激があるかもしれません。これは中国の資産価格にとってポジティブであるのみならず、グローバルな需要を活性化し、中国を供給先としている多くのエマージング国の輸出見通しの改善にもつながる可能性があります。

## リスクは何ですか？

競争よりも支配、市場よりも国家を重視する姿勢が経済のひずみを助長しかねないことです。資本の分配が非効率となる可能性があるからです。現段階では、公的セクターから家庭に負債を再配向させる余地は十分にあると見られます。中国の家計部門が抱える債務負担は GDP に対して 50%程度と他の経済と比較して低いからです。とは言いながらも、すでに消費者が借りたお金を最終的に不動産投資に回し、不動産バブルに油を注いでいるとの懸念の声も聞かれます。

繰り返しになりますが、広範な実態経済及び金融市場において今後数年間に亘って安定性が損なわれる警告を見逃さないためには、価格及び活動の兆候を慎重に見極める必要があると見ています。

### 外交面での習氏の優先事項は？

中国の高い経済成長に対する自信を深めていることは、国際舞台における習氏の積極的な姿勢につながっています。これは「一帯一路」計画におけるインフラ投資や中国主導のアジアインフラ投資銀行などの創設、さらにより広範な紛争における積極的な姿勢に見て取れます。昨年、より孤立主義的な思想を持つ米トランプ政権の出現が、偶然にも習氏に、自らも国際的なリーダーシップ的役割を果たすべく機会を与えたと言えます。このような傾向は続く可能性があるものの、市場の混乱を招きかねない二つの要因があると見ています。一つは今後数ヶ月内に、もう一つは習氏の二期目の任期中に起こりうることです。

- **北朝鮮に関連した中国の関心事は、米国とは異なる**

トランプ大統領は 11 月 8 日に中国を訪問します。訪問のアジェンダは公表されていませんが、米国は中国に、金正恩氏に圧力を加えるまたは貿易面での制裁を強化するよう再び要請することが予想されます。平壤の「ならず者政権」に対する中国の影響力はさて置き、中国にとっては北朝鮮を米韓同盟との間での緩衝国として保有することは適切であるかもしれません。このような地政学的現状は 1953 年に朝鮮戦争が終わって以降変化していません。中国は貿易及び投資に的を絞った議論に終始したいと見られ、米国企業に対する市場開放という譲歩を提供する可能性もありますが、それは米国にとっては十分ではないかもしれません。経済の二大大国間での通商面での緊張悪化は、過去 30 年間に亘り広範なエマージング経済を支えてきたグローバリゼーションにとって深刻な痛手となる可能性があります。

- **「一つの中国」というコンセプトは口先だけのものではない**

国家主義的な思想は中国に根強く浸透しています。習氏の「チャイナ・ドリーム」という思想は米国からアイデアを得たとも取れますが、「再び中国を偉大にしよう」というテーマこそ、中国共産党が権力を握る以前から、そして確実にトランプ氏が大統領選のキャンペーン中に「再びアメリカを偉大にしよう」というスローガンを掲げる以前から、長らくの間中国政治のテーマだったとも言うことが出来るでしょう。このようなイデオロギーの最も明確なターゲットは、台湾再統合を強硬に推し進めることであるかもしれません。中国在住の政治アナリストの話によれば、CCP 創建 100 年の節目となる 2021 年もしくは 2022 年の第 20 回党大会を前に、このような動きが現実味を帯びる可能性があるため注視すべきであるとのこと。

### まとめ: 慎重さは維持すべきものの、グローバル経済及び商品需要には継続的な下支えが期待できる

2016 年初めには、中国経済のハード・ランディングに対する懸念が中国からの資本流出や商品価格の下落を招き、その影響は多くのエマージング市場にも波及しました。それ以降、中国当局は資金流出を食い止めながら経済活動の活性化を支えるための予想を上回る規模の施策を示し、民間セクターは継続的に底堅さを示してきました。2017 年の GDP 成長率は今年の 6.7%を上回ると見られており、2018 年も成長率の鈍化は小幅なものに留まると見ています。米国及びユーロ圏における経済成長が底堅さを増していることに加え、中国経済のこのような状況は、より広範なエマージング市場にとっての良好な環境につながると見ています。



ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

#### ■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下となります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマージング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

その他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等については、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

#### ■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国/地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではございませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面等の書面の内容を十分にお読み下さい。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的とした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。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点（2017年10月24日）のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上