



情報提供資料

TDAMフォワード・ルッキング・リサーチ

債券運用部 チーフ・ストラテジスト兼ファンドマネージャー 浪岡 宏
債券運用部 坂本 周平

2023年1月17日

～中国の政治経済リスク～

中国・中華圏における旧暦の正月であり、重要な祝祭日である春節は、今年は1月22日となっている。この日を含めて長期休暇が設定されるなか、日本へも観光客が多く訪れることになろう。日本にとってはインバウンド消費の拡大が期待されるが、新型コロナウイルスの感染動向も気がかりである。人口約14億人の中国において、延べ約21億人程度が移動するとも言われており、中国の地方への感染の広がりなども懸念される。

そのような中国について、2つのリスクシナリオを考察したい。リスクシナリオと言っても、状況によっては、メインシナリオに変わりうることもあるので、よく分析しておく必要がある。

①アップサイドシナリオ

これは中国経済が思いがけず高成長を達成するというシナリオである。世界銀行は昨年12月に2023年のGDP成長率を4.3%と予想していた。筆者のアップサイドシナリオではこれを上回り、世界経済の成長に相応に寄与するような展開を想定している。

そうした展開への肝は、感染拡大懸念が高まらずに、経済活動の正常化が実現するかどうか。さらに言えば、春節後に一旦は感染拡大がみられるかもしれないが、その後、感染が落ち着くかどうか、にかかっている。

感染が落ち着く可能性は意外にも大きいかもしれない。一部の調査結果でしかないが、横浜市立大学らの研究グループは、新型コロナウイルスに罹患し回復した人について、半年後も相応の抗体が残っているとの調査結果を示している。また、塩野義製薬は、経口治療薬「ゾコーバ」について、今春にも最大で年間約1億人分の生産体制を、中国において整える意向を示している。

もし、中国経済が正常化に向かえばその恩恵を日本は受けることになるだろう。そして、米国の経済構造との比較でも、日本は恩恵を受けやすいと予想される。

表① 輸出先上位5か国・地域（日米）

順位	米国		日本	
1位	カナダ	18%	中国	22%
2位	メキシコ	16%	米国	19%
3位	中国	8%	韓国	7%
4位	日本	4%	台湾	6%
5位	英国	4%	香港	5%

2017年1月～2021年12月までの月次平均値

[（次頁に続く）](#)

日本経済は外需主導の側面が大きく、中国は重要な輸出先である（表①）。一方、米国経済は内需主導であり、輸出における中国のシェアは大きい、日本のそれに及ばない。こうした点からも日本は米国以上に中国経済の正常化の恩恵を受けやすいだろう。

さらに、中国経済が活発化すれば商品市況への影響も考慮に入れる必要がある。足許では、国際商品市況は既往のピーク時と比べて落ち着きを見せているが、これが再び急騰する可能性も否定できず、そうなれば世界中の物価や金融政策へも影響しかねない。

国際商品市況に対する消費者物価指数の感応度を比較すると、米国は日本よりも大きい傾向があるため、米国のインフレ再加速リスクのほうが目される展開も予想される。結果的には、FRB（米連邦準備制度理事会）が再度引き締め姿勢を強めていくということもあろう。この点からも日本株は米国株に対して優位な展開となろう。

②ダウンスайдシナリオ

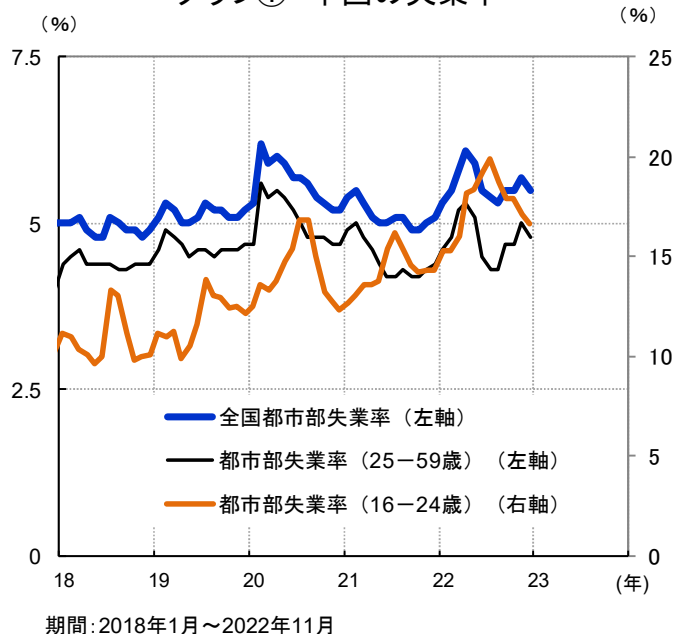
一方で、中国経済のダウンスайдシナリオにも目を向けたい。蓋然性は低いと思うが、民衆が中国政府に対して批判的になり、1989年に発生した天安門事件のようなことが再来するリスクである。昨年11月下旬に、中国政府の言論統制を皮肉り白紙を掲げる抗議活動「白紙革命」が起きた。その後は、こうした批判的な活動は落ち着いているが、昨年12月8日から今年1月12日にかけて、新型コロナウイルスに関連した死者数が約6万人だったと言われており、ゼロコロナ政策の拙速な停止を批判するような動きがでてきてもおかしくないだろう。また、今に始まったことではないが、都市部の調査失業率は比較的高水準を維持している（グラフ①）。特に、若者の失業率が上昇トレンドを描いている点には注意が必要だろう。急速な高齢化を迎えるなかで、悲観的な考えが強まれば、政府への批判にもつながりかねない。政府批判が強まり、民衆と政府が衝突するような場合には、中国の政治経済に与えるダメージは大きく、加えて、世界にも影響が及ぶだろう。特に、リスク資産が下落したり、安全通貨が選好されるようなことも考えられる。

現時点での当社のメインシナリオは、中国における感染鎮静化には時間を要し、低成長が続くというものだが、今後の展開次第では、これまで述べてきたようなリスクシナリオがメインシナリオに変わりうる。

2023年という年は、ここで掲げた以外にも、グローバルに様々なイベントを複眼的に捉えることが重要な年になりそうだ。

グローバルにマクロ経済、金融政策、政治をウォッチしてきた筆者にとっては、自身の手腕が試される年にもなりそうだ。様々な展開を予想し、こうしたレポートやメディア向けのコメントを通じて発信していきたいと思う。

グラフ① 中国の失業率



出所：グラフ①はBloombergのデータをもとにT&Dアセットマネジメントが作成