Advertising information of Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

金融経済の見通し

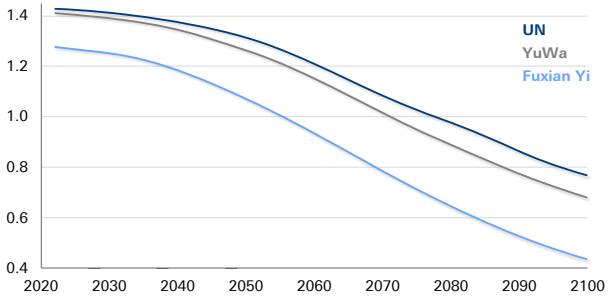
2022 年 10 月 24 日

人口動態は中国の経済成長の足枷に

中国は急速に高齢化が進んでいます。例えば、中国の出生率は2012年から2021年にかけて45%低下し、現在では出生数が年間1060万人となっています。その結果、早ければ今年中に中国の人口が減少すると予想されており、国連によれば、中国の人口は現在の約14億人から2100年には8億人を下回る可能性さえあるとしています。

2100 年には中国の人口は 8 億人を下回ると予想される

各種資料による中国の人口予測（単位： 10億人）



出所: UN, YuWa Population Research, Fuxian Yi, Financial Times data

人口増加率は、経済成長に直接的な影響を与えるものです。

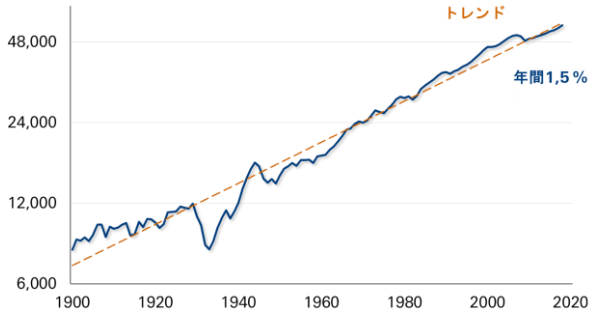
GDP成長率＝労働力人口の増加率＋生産性の上昇率

国連は、中国の生産年齢人口、すなわち16歳から64歳までの人口が2023年に約▲0.4%減少するとしています。国際通貨基金(IMF)は2023年の中国の成長率見通しを前年比+4.4%と発表しましたが、これは4.8%の生産性上昇が想定されていることを意味します。原則として、このような高い生産性の伸びは、20年前の中国のようにまだ発展の余地が大きく、急速なキャッチアップの過程にある経済で可能となります。

しかし、中国はすでに高中所得国になっており、風力、太陽光、自動車など、多くの産業が世界最高水準にあります。したがって、中国は今後、先進国へのキャッチアップではなく、技術革新によって成長しなければなりません。
米国は100年以上にわたって世界で最も成功した経済であり、概して最高の技術水準を有しています。この間、米国経済の成長の源泉は主に技術革新であり、平均して約1.5%の一人当たり成長率（＝生産性上昇率）を達成してきました。

世界で最も成功した経済（米国）は、1人当たり平均+1.5%の長期的な成長を達成

一人当たり実質GDP（単位：ドル）



出所: Maddison Project Database, Version 2020; メッツラー

これは、中国の発展度合いを踏まえると、中国の生産性の上昇率は、将来的に+1.5%に向け減速していく可能性が高いことを意味すると思われます。

また、生産性の上昇率は景気循環的で、景気拡大局面では高く、後退局面ではマイナスになることさえあります。不動産市場の危機と中国政府の「ゼロ・コロナ」戦略により、来年も経済環境は厳しく、政府の景気刺激策にもかかわらず、経済成長は抑制されるとみられます。

メッツラーでは、中国の生産性上昇率は前年比+2.4%となり、来年のGDP成長率は同+2.0%にとどまると予想しています。

中国株式市場は依然として魅力的

不動産市場の危機を示す指標のひとつが、70都市の住宅価格指数です。ケネス・ロゴフ ハーバード大学教授によれば、中国不動産市場の最大のリスクは、あまりにも多くの建物が建設された内陸部にあるといいます。

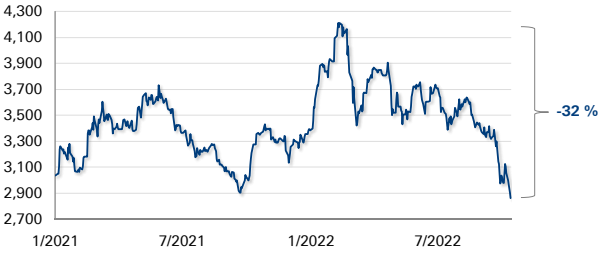
このように、マクロ経済的な見通しはやや不透明ですが、中国株式市場には革新的でグローバル市場に進出している面白い企業が数多くあり、妙味があるとみています。

香港：銀行株に圧力がかかる

香港の状況は異なります。最近のある研究では、任意の国の銀行株指数が30%以上下落した場合、警戒シグナルとして解釈できると結論づけています。つまり、銀行部門に問題があることが示唆され、それが実体経済への融資減少につながり、ひいては経済成長も低調となる可能性が高いとの見方です。

香港株式市場 銀行危機の警戒シグナルを発信

香港の Datastream 銀行株指数



出所: リフィニティブ・データストリーム、メッツラー　2022年9月30日現在

香港ドルは米ドルにペッグされており、香港金融管理局（通貨当局）は米国の政策金利に追随しなければならないため、香港は民間部門の高水準の債務と急激な金利上昇に悩まされています。そのため、香港の経済成長は数年に渡って低迷し、金融危機の可能性さえあるとみられます。

しかし、香港政府には十分な財政的余裕があるため、状況を安定化させるために介入する余地があります。従って、大規模な危機の発生は防げるとみられます。

米国：景気後退のリスクが高まる

米連邦準備制度理事会（FRB）の急激な利上げは、金利敏感セクター、すなわち住宅建設と自動車に最も早くかつ大きな打撃を与えました。

米国：住宅購入意欲の低下

出所: リフィニティブ・データストリーム、消費者サーベイ、メッツラー　2022年9月15日現在

30年の住宅ローン金利が年率7.0%弱になるなか、消費者の住宅購入意欲は過去最低水準に低下しています。（1年前の同金利は3.0%を切る水準）また、米国の住宅用不動産は、並外れて価格高騰しています。

歴史的に、住宅建設は住宅購入意欲に8ヶ月のタイムラグで連動しており、住宅建設関係の指標はまだ顕著な減速が予想されます。また、住宅市場は景気先行的であるため、米国経済全体がまもなく景気後退に陥る可能性が高いことを示唆しています。

メッツラー・アセット・マネジメントGmbH
チーフ・エコノミスト
エドガー・ヴァルク

1. 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メッツラーグループが提供する情報をメッツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
2. 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
3. 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
4. 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があり、投資元本を割り込むこともあります。
5. 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
6. 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
7. 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があり、当社はその変更等に起因する損
8. 害について一切責任を負いません。
9. 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
10. 本資料に紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
11. 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
12. 本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

メッツラー・アセット・マネジメント株式会社
〒100-0011
東京都千代田区内幸町2-2-2　富国生命ビル23階
Tel：03-3502-6610（代表）Fax：03-3502-6616
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第467号
加入協会　一般社団法人　日本投資顧問業協会

W22-038