

中国：100 年に一度の戦略の選択

**CLAIRE HUANG**

Senior EM Macro
Strategist, Amundi
Investment Institute

100 年に一度の変革：2017 年、習近平国家主席は「世界は 100 年に一度の規模の大変革を経験している」と評価した。それから 8 年、新たに発表された第 15 次五カ年計画（FYP）の草案は、こうした変革のさらなる進展を示唆している。トランプ大統領が初めて就任して以来、中国は「慎重な関与」から「戦略的手段の積極的な行使」へと対応を変えた。その自信は、最近の米中首脳会談でも明らかになったが、その交渉力の基礎は、北京が重要資源を掌握していることにある。地政学的な環境の変化と米国との競争に駆り立てられ、中国は外部ショックへの備えを優先する戦略的選択を意図的に行ってきた。この方針はマクロ政策立案にも深い影響を与えている。

- **成長最大化からレジリエンス（回復力、抵抗力）の構築へ：**第 15 次五カ年計画の中心は、国家のレジリエンスの強化に向けた継続的な戦略的転換にある。計画の最優先課題である重要テクノロジー、サプライチェーンの自立化と革新的なエコシステムの構築は、高まる保護主義と地政学的摩擦への明確な対応を示している。同時に、成長の主要エンジンとして消費を重視する姿勢は、より均衡の取れた需要主導型成長への長期的な転換を示唆している。前回の五カ年計画以降の世界の変化を考えれば、こうした方向性は驚くべきものではない。真の課題は、中国が内外の厳しい逆風の中で、このような野心的な目標を達成できるかどうかだ。
- **短期政策は現状維持：**長期的な視野で策定される五カ年計画が、今後数カ月の短期的な景気循環対応政策の運営に影響を与える可能性は低い。経済は今年の成長目標達成に向け順調に推移しているため、今は、来年に備えて政策余力を温存したいという意向が強い。北京当局は 2026 年へ向け、経済エンジンを安定稼働させるための「必要最低限」のサポートを継続すると考える。
- **市場への影響：**人工知能、革新的医薬品、最先端の製造業における大きな進展が今年的大幅な上昇相場を後押しし、中国株は再び世界の投資家の注目を集めている。第 15 次五カ年計画に沿って、中国がイノベーションのリーダーになるという目標を達成できれば、これらのセクターは、堅調な業績修正とバリュエーションの再評価により、さらなる上昇が見込まれる。しかし、第 15 次五カ年計画は、家計需要よりも生産を明確に優先しているため、消費回復の遅れが継続する可能性もあり、消費者向けセクターの成長は鈍化する見通しだ。これに「旧来の中国」——特に不動産とそのサプライチェーン——への警戒感が加わるため、アムンディの中国株式市場全体へのスタンスは、引き続き、中立的だ。大規模な金融緩和は来年まで先送りされるため、国債利回りはレンジ相場が続く可能性がある。米ドル安予想と（可能性のある）人民元の構造的切り上げにより、人民元/米ドル相場には、さらなる上昇余地がある。

**ALESSIA BERARDI**

Head of EM Macro
Strategy, Amundi
Investment Institute

**AIDAN YAO**

Senior Investment
Strategist, Asia, Amundi
Investment Institute

米中：貿易休戦の延長合意

中国と米国は貿易戦争を 1 年間停止することで合意し、リスク管理重視の意思を示した。両国とも自国のサプライチェーンとテクノロジーの独立性強化には、引き続き取り組むものの、この「休戦」を戦略的なリセットと解釈すべきではない。むしろ、共存に向けた現実的な一歩だ。

9 月のマドリード会談後に導入された直近の報復措置の撤回以外にも、米国はフェンタニルに対する 20% の関税を半減し、その見返りとして中国は大豆の購入を再開する（次ページの表 1 参照）。米国

は「50%関連会社ルール」の施行も停止する。このルールでは「エンティティ・リスト」と「軍事関連エンド・ユーザーリスト」の対象を 2 万社以上の中国企業に拡大する予定だった¹。これに対し中国は、レアアースに対する報復的輸出コントロールを撤回し、重要物資の輸出に関する一般ライセンスの発行を開始する。

完全な分断は双方にとって得策ではないため、緊張緩和は予想されていた。しかし、米国が持つ半導体、中国が持つレアアースといった戦略的手段を双方が完全に放棄する可能性は低く、超大国間の競争が続く中、合意後も高い不確実性は継続する。

表 1：米中：主要合意事項

関税引き下げ	- 米国は、中国からの輸入品に対する国際緊急経済権限法（IEEPA）「フェンタニル」関税を 2025 年 11 月 10 日付で 20%から 10%に引き下げる。また、輸入品に対する強化された報復関税の停止措置を 2026 年 11 月 10 日まで維持する。 - 中国は 2025 年 3 月 4 日から実施していた報復関税を停止する。これには鶏肉、小麦、トウモロコシ、綿花、ソルガム（穀物）、大豆、豚肉、牛肉、水産物、果物、野菜、乳製品など広範な米国農産物への関税が含まれる。 - 中国は 2025 年最後の 2 か月間に 1200 万トン以上の米国産大豆を購入し、2026 年、2027 年、2028 年には各年 2500 万トン以上の米国産大豆を購入する。中国は米国産ソルガム及び広葉樹原木の購入を再開する。
輸出コントロール	- 米国は 2025 年 11 月 10 日から 1 年間、「関連会社ルール」（50%ルール）の適用を停止する。これは「エンティティ・リスト」と「軍事関連エンド・ユーザーリスト」に適用される。 - 中国は、2025 年 10 月 9 日に発表したレアアース、その他の品目に対する輸出コントロールにおける域外管轄権及び 50%ルールの適用を停止する。 - 中国は、レアアース類、ガリウム、ゲルマニウム、アンチモン、グラファイトの輸出に有効な一般ライセンスを発行する。
港湾使用料	- 米国は、2025 年 11 月 10 日から 1 年間、中国の海洋・物流・造船分野における支配的地位獲得を目的とした行為に対する 301 条調査に基づく対応措置の実施を停止する。 - 中国は同期間、報復措置を停止する。
その他の問題	- フェンタニルの規制強化、個別企業の案件及び調査の解決について合意に達した。 - 中国と米国は TikTok 案件その他の問題について引き続き協議する。

出典：アムンディ・インベストメント・インステテュート、中国商務省、ホワイトハウス、ホワイト&ケース。2025 年 11 月 3 日時点のデータ。

第 15 次五カ年計画：変革の 100 年に向けた準備

中国第 4 回中央委員会全体会議は 10 月 23 日に閉幕し、第 15 次五カ年計画 2026-2030 年草案が公表された。この草案は今後 5 年間の国家発展における戦略的方向性を定めるものである。具体的な数値目標や政策詳細は来年 3 月の正式承認後に明らかになるが、戦略的優先事項の変化は草案から既に読み取れる。具体的には：

- 近代的な産業システム構築が最優先課題となり、2020 年の 2 番目から優先順位が引き上げられた。これは製造インフラと供給側のレジリエンスが最重点課題であることを示している。

¹WireScreen は、米国商務省（BIS）の 50%関連会社規則の影響を受ける中国企業 2 万社以上を特定した（2025 年 10 月 20 日）

「中国は産業の近代化とテクノロジーの自立を最優先課題と位置付け、広範なイノベーションから重要テクノロジーにおける戦略的自立へと転換を図っている。」

- **科学技術革新の優先順位が再確認された。**目標は一般的なイノベーション能力から、重要テクノロジーにおける戦略的自立性、独立性へと移行した。これは国家安全保障、レジリエンス、重要テクノロジーへの支配力の重要度がさらに引き上げられたことを反映している。
- **国内市場は、依然、第 3 の優先事項だが、消費拡大が明確に強調され、家計消費比率の引き上げにコミットしている。**これは現在の需要低迷への直接的な対応だ。
- **開放政策が従来の 9 番目から 5 番目に優先順位が引き上げられた。**これは中国が世界との統合深化を目指す前向きな兆候だ。

新たな優先順位では、深刻なデフレ圧力と需要低迷の緊急性にもかかわらず、外部要因を考慮し、総じて自立的なサプライチェーン構築が、依然、中期的最優先課題であることが確認された。

マクロ政策への影響

戦略的自立性の優先度の引き上げは、中国のマクロ政策反応関数を変化させた。これにより、地政学的考慮が、国内課題に対する従来の経済的ソリューションへの制約要因にならざるを得なくなった。これは金融政策において既に明らかであり、2024 年 9 月に国内需要支援のため一時的に緩和姿勢へ転換したものの、2025 年の大半は部分的な緩和姿勢へ後退した。**実質的に米国の貿易政策の変化の影響を受けており、より大きな外部ショックへの対応としてのみ金融緩和姿勢が強化される構造となっている。**現在の米中間の「停戦」が長期化しても、中国人民銀行が再び国内需要に応える方向に転換するかどうかは、まだ見通せない。

「『必要最低限』の収縮抑制策のアプローチに変更はないと見ている。」

産業政策も脱連動思考の影響を受けている。収縮抑制キャンペーンにもかかわらず、自給自足型サプライチェーン構築へのディフェンシブな動きが、価格上昇への取り組みを上回る可能性がある。結果として、国家のレジリエンス維持に必要な代償として、ある程度の過剰生産能力は容認されることになる。

こうした要因から、年末までに大規模な追加緩和が行われる可能性は低くだろう。特に経済が今年の成長目標を達成する軌道に乗っている現状ではなおさらだ。とはいえ、最近の弱含みのデータが完全に見過ごされているわけではない。**経済を何とか維持できる程度の部分的な緩和策は実施されている。**具体的には、法定債務上限枠内での地方政府債による 5000 億元の刺激策と、9 月下旬の追加的な 5000 億元の準財政融資パッケージを指す。

「想定範囲内で、かつ、詳細な事項への言及も欠けていたため、市場の反応は限定的だった。」

市場は、北京が、約束を実行に移すことを待っている

市場は、第 4 回全体会議と関税協定に大きくは反応しなかった。その理由は、1) 長期計画案に大きなサプライズがなかったこと、2) 計画の実行には時間がかかり、不確実性が大きいこと、3) 全体会議では、経済や金融市場にとってより重要な短期的な収縮抑制策についてほとんど言及がなかったこと、4) ベッセント・何立峰副首相会談の後に、貿易協定の大部分はすでに価格に織り込まれていたこと、である。

したがって、五カ年計画が実行可能な政策に具体化されるまでは、全体会議は市場を動かすイベントではないが、来年 3 月に全国人民代表大会で数値目標と実行案の詳細が発表されれば、五カ年計画の意味が垣間見えてくるであろう。それまでは、市場は別の方向性を模索する。

中国		アムンディ・インベストメント・インスティテュートによる中国経済概観
 力強い輸出が成長をサポート	6.1% 9 月の輸出前年比伸び率	2025 年の中国経済成長は予想を上回る堅調さを見せている。その主因は輸出の回復にある。関税による逆風懸念があるにもかかわらず、輸出の加速が工業生産の重要な緩衝材となり、内需の弱さを一部相殺した。政府の「収縮抑制」政策（過剰競争と過剰生産能力の抑制が目的）も固定資産投資の一時的な減速に寄与している。
 インフレ	0.0% アムンディの 2025 年中国の平均消費者物価指数（前年比）予想	消費者物価指数（CPI）はベース効果により年末までに底打ちする見込み。当局の「収縮抑制」政策が企業の急速な値下げを抑制しており、生産者物価指数（PPI）の短期的な安定に寄与している。消費需要の明確な回復がなければ、いかなるリフレも一時的なものに終わるだろう。インフレは 2026 年に再び低下する可能性が高い。
 政策	1 兆元 インフラプロジェクトと家計支援策への資金注入額	北京当局は「必要最低限」の刺激策を採用した。地方政府債 5000 億人民元の新規発行に加え、政策銀行による準財政的融資 5000 億人民元、計約 1 兆人民元（GDP 比約 1%）をインフラ整備と対象を絞った家計支援に充てる。短期的なインフレ上昇と資産価格の過剰な上昇回避の意向から、中国人民銀行は政策金利を据え置くと予想される。
 見通し	4.4% アムンディの 2026 年 GDP 成長率予想率予測	「必要最低限」の財政措置による景気刺激効果が薄れ、不動産セクターの構造的逆風も継続するため、第 4 四半期の成長は小幅に鈍化すると予想される。収縮抑制政策は投資の再編を継続し、過剰生産能力を抑制する一方、短期的には設備投資も抑制する。政策が微調整される中、北京が短期的な安定化と長期的な改革のバランスを取るため、インフレは年末にかけて一時的に上昇した後、2026 年に再び低下する見込み。 → 2025 年と 2026 年の年間 GDP 予測を、各々 4.8% と 4.0% から 4.9% と 4.4% に上方修正。

「中国株については中立的なスタンスを維持し、来年 3 月の五カ年計画の詳細を待つ方針だ。」

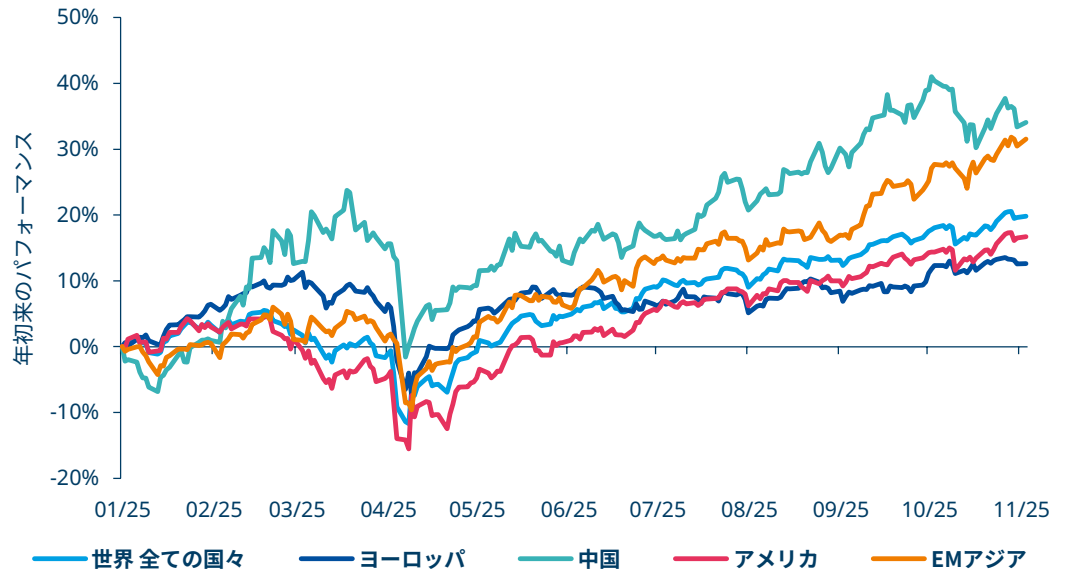
このように考えに基づき、アムンディは、全体としては、これまでの中国市場に対するスタンスを継続する。株式市場では、AI、革新的医薬品、先端製造業における大きな進展が今年の力強い上昇を後押しし、中国株を再び世界の投資家の注目に押し上げた。第 15 次五カ年計画にある中国がイノベーションのリーダーとなる計画が実現すれば、関連するセクターは、堅調な業績修正とバリュエーションの見直しにより、さらなる上昇が見込まれる。しかし、こうした「新中国」セクターへの投資は、「旧中国」セクター、すなわち不動産とそのサプライチェーンに対する警戒感とバランスを取る必要がある。このため、アムンディは、中国株式市場全体に対するスタンスを中立で維持する。

中国では金利リスクも同様に均衡している。収縮抑制キャンペーンは最近数ヶ月で大きな注目を集めたが、党大会では焦点は当てられなかった。しかし、政策の詳細は、依然、不明確で、将来のインフレへの影響も不透明だ。仮に最終的にデフレの終息に寄与したとしても、その道のりは長く、困難を極めるであろう。中国人民銀行の緩やかな緩和姿勢が近い将来変わる可能性も低いと見ている。

一方で、人民元/米ドル相場にはさらなる上昇余地があると見ている。これは米ドルのさらなる弱含みと人民元の高値圏への推移という両方の見通しを反映したものだ。前者については、金融緩和政策と

米ドルの信用低下（持続不可能な米財政状況が一部要因）が、依然、過大評価されている通貨（米ドル）に売り圧力をかけるであろう。一方で、米国の関税にもかかわらず、中国輸出の極めて高い競争力と過去最高の貿易黒字は、人民元の上昇余地を示唆している。中国資産への世界的な関心の再燃も人民元相場を押し上げ、今後 5 年間のクオリティの高い「開放」の一環として、北京が通貨の国際化を加速させる一助となるであろう。

中国株は急騰したものの、アムンディは中立スタンスを継続



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。データは 2025 年 11 月 3 日時点。MSCI 指数は現地通貨建て。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証しない。

Amundi Investment Institute

In an increasing complex and changing world, investors need to better understand their environment and the evolution of investment practices in order to define their asset allocation and help construct their portfolios.

This environment spans across economic, financial, geopolitical, societal and environmental dimensions. To help meet this need, Amundi has created the Amundi Investment Institute. This independent research platform brings together Amundi's research, market strategy, investment themes and asset allocation advisory activities under one umbrella; the Amundi Investment Institute. Its aim is to produce and disseminate research and Thought Leadership publications which anticipate and innovate for the benefit of investment teams and clients alike.

Discover more from Amundi at www.amundi.com or visit us on



Definitions

- **Asset purchase programme (APP):** A type of monetary policy wherein central banks purchase securities from the market to increase money supply and encourage lending and investment.
- **Basis points:** One basis point is a unit of measure equal to one one-hundredth of one percentage point (0.01%).
- **Curve flattening:** An environment in which the difference (spreads) between yields/rates of short-term and long-term bonds of the same credit quality reduces.
- **Curve steepening:** A steepening yield curve may be a result of long-term interest rates rising more than short-term interest rates or short-term rates dropping more than long-term rates.
- **FOMC:** Federal Open Market Committee.
- **PEPP:** Pandemic emergency purchase programme.
- **Quantitative tightening (QT):** QT is a contractionary monetary policy aimed to decrease the liquidity in the economy. It means that a CB reduces the pace of reinvestment of proceeds from maturing government bonds. It also means that the CB may increase interest rates as a tool to curb money supply.
- **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

Important information

This document is solely for informational purposes. This document does not constitute an offer to sell, a solicitation of an offer to buy, or a recommendation of any security or any other product or service. Any securities, products, or services referenced may not be registered for sale with the relevant authority in your jurisdiction and may not be regulated or supervised by any governmental or similar authority in your jurisdiction. Any information contained in this document may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. Furthermore, nothing in this document is intended to provide tax, legal, or investment advice. Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Asset Management S.A.S. and is as of 6 March 2025. Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. This document is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management S.A.S. and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi product. Investment involves risks, including market, political, liquidity and currency risks. Furthermore, in no event shall Amundi have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages due to its use.

MSCI Disclaimer available [here](#)

Date of first use: 4 November 2025.

Document ID: 4962481

Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée" - SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 - Head office: 91-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com.

CHIEF EDITORS	EDITORS
MONICA DEFEND Head of Amundi Investment Institute	CLAUDIA BERTINO Head of Investment Insights, Publishing and Client Development, Amundi Investment Institute
VINCENT MORTIER Group CIO, Amundi	

Amundi
Investment Solutions

Trust must be earned

本資料のご利用に当たっての注意事項等

本資料は、アムンディ・インベストメント・インスティテュートが一般・参考情報の提供を目的として作成した資料を弊社が一部翻訳したものです。

本資料は、本資料に含まれるいかなる金融商品の販売や媒介を意図、または購入・売却の勧誘を目的としたものではありません。

本資料は法令に基づく開示資料ではありません。

本資料中に記載したアムンディ・インベストメント・インスティテュートの見通し、予想、予想意見等（以下、見通し等）は、当資料作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、見通し等や過去の運用実績を含むいかなる内容も、将来の投資収益等を示唆または保証するものではありません。

本資料は、信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性、完全性に

アムンディ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者登録番号：関東財務局長（金商）第 350 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

日本証券業協会 一般社団法人第二種金融商品取引業協会

4969151