

China Insights

改革と技術革新

HSBCアセットマネジメント株式会社

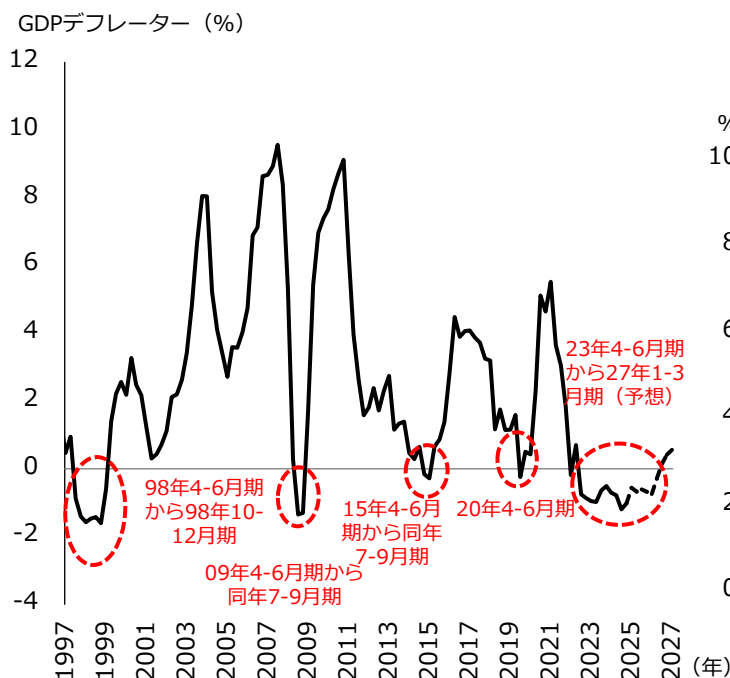
2026年4月

市場の注目点：無秩序な価格競争から技術革新へ

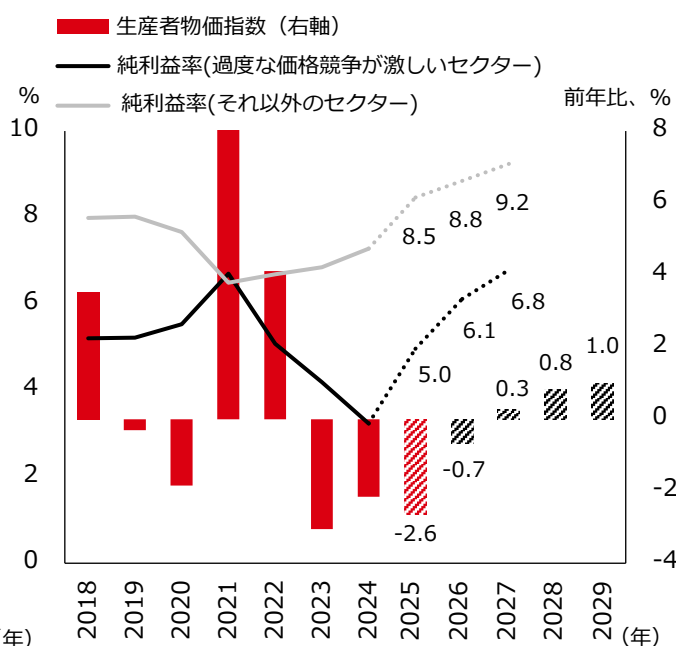
- ◆ 現在の中国経済には、景気循環的な圧力と長期的な政策上の優先事項の双方が見られ、複雑な構造転換の渦中にある。近年における最も根強い課題の一つは、企業収益を圧迫し、生産性の上昇に向けた投資意欲を減退させている、デフレ圧力である。この主な要因として挙げられるのは、しばしば「内巻」と呼ばれる、無秩序な価格競争であり、利益率を侵食し、技術革新を阻害するものである。
- ◆ こうしたなか、過度な価格競争がデフレ圧力を強めているセクターを対象に、当局は2025年半ばに「反内巻」政策を導入した。その目的は短期的な安定化にとどまらず、底値競争の抑制を通じて当局は企業行動を変革し、経済的なインセンティブを生産性、技術革新、付加価値の高い創造へと向かわせようとしている。
- ◆ この方針は、直近の全国人民代表大会（NPC）で議題に上がり、当局は大規模な景気刺激策による成長の押し上げではなく、より質の高いイノベーション主導の成長への移行を強調した。政府は穏やかな成長目標を設定し、「新質生産力」の発展を改めて表明し、技術力、産業の高度化、内需が中国の新たな経済発展における中心的な原動力であることを示した。さらに、NPCはリフレーション*へのより明確な焦点も示し、当局は物価上昇が安定的に継続する状態に戻すことと、企業が価格を上げやすくして利益を確保できるようにすることを優先している。これは、企業利益が持続的に回復するための重要な前提条件である。

*リフレーション：物価が下落するデフレでもなく、本格的なインフレでもない緩やかな物価上昇の状態を指す

図表1：中国のデフレ時期



図表2：反内巻政策に伴い、企業利益は持ち直す見通し



注：右チャートにて2025年は推計値、2026年以降は予想

出所：政府ウェブサイト、Goldman Sachs Global Investment Research、2026年1月

巻末の留意点を必ずご覧ください

- ◆ 反内巻への取り組みはまだ初期段階にあり、成果が具体的に現れるまでには時間を要するものの、政策の大きな方向性は明確である。中国の成長モデルは、コスト主導の経済拡大からイノベーション主導の発展へと徐々にシフトしている。この転換は、人工知能（AI）、バイオテクノロジー、先端製造業などのセクター、すなわち同国の産業戦略で重要な位置を占めるセクターにおいて、ますます顕著になっている。

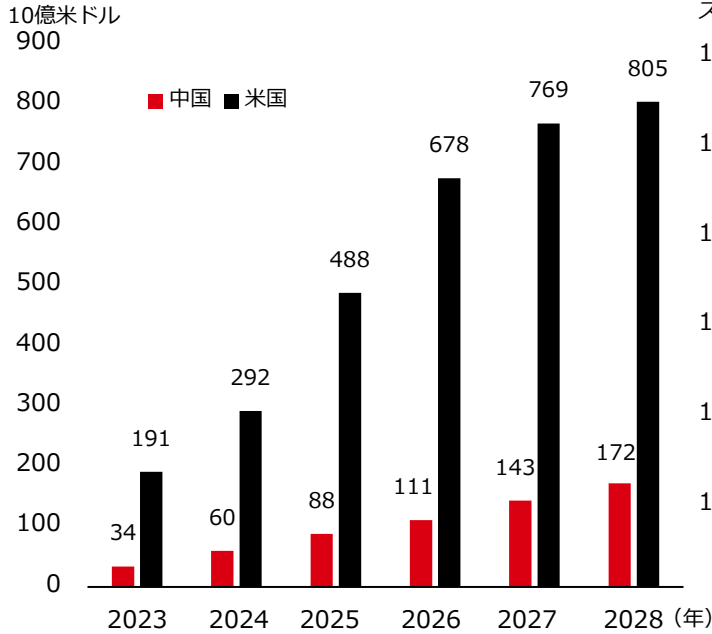
成長のけん引役を見直し、より強靱な成長エンジンの確立へ

- ◆ 政策アジェンダは、より強靱な成長エンジンの確立と経済における不均衡の是正に向けた広範な取り組みを反映している。近年、地政学的緊張や貿易摩擦が経済活動の重荷となっているものの、構造的な強靱性は顕著になりつつある。関税や外需の減退から投資の伸びは鈍化しているが、より高付加価値な輸出産業、特にテクノロジー関連セクターの拡大がその脆弱性を補完している。同時に、供給サイドの改革と産業の高度化が成長の量だけでなく質の向上に寄与しており、より持続可能な経済モデルへの移行を強化している。
- ◆ また、国内の金融ダイナミクスがこの変化を確かなものにしていく。不動産市場の大幅な調整を経て、中国の家計は多額の貯蓄残高を積み上げており、預金は20兆米ドルを超え、GDPを上回る水準にある。預金金利が低下するにつれ、これらの貯蓄から株式や投資ファンドを含む金融資産への段階的な再配分が、資本市場にとり重要な流動性の源泉となる可能性がある。最近のトレンドは既にこのローテーションの初期の兆候を示しており、預金金利の低下とリスク資産に対するセンチメントの改善から、国内および香港市場に資金流入が見られる。
- ◆ 消費行動については不均衡是正の余地がある。財への支出は既に先進国の水準に近づいているが、サービス消費は相対的に低く、米国の凡そ3分の1にとどまっている。従い、社会的セーフティネットの強化と予備的貯蓄の削減を目的とした政策は、内需拡大に繋がる可能性がある。NPCで発表された政策措置（家計の消費やサービス産業に的を絞った政策支援）は、消費主導の経済成長という方向性を示していると言える。

技術革新の促進

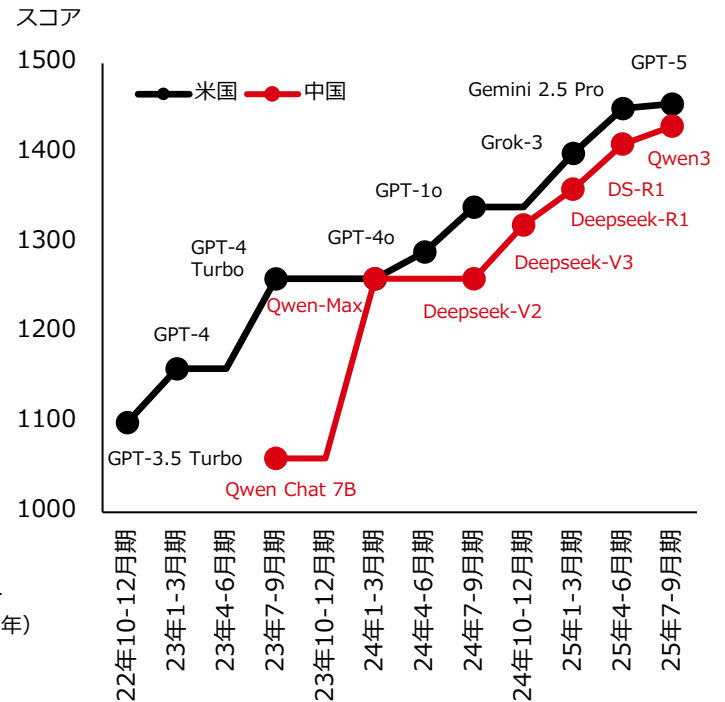
- ◆ 技術革新が今回の転換の中核にある。中国の第15次5ヶ年計画は、技術力、生産性向上、自立自強を優先事項としている。歴史的に、同国の経済発展モデルは規模とコスト効率に大きく依存してきたが、新たな戦略ではこれらの強みを技術的リーダーシップと付加価値の高い創造で補完しようとしている。
- ◆ いくつかのセクターにて既に変化が見られる。中国はAIの主要なプレーヤーとしての地位を確立しており、アリババ、テンセント、バイトダンスなどの企業がAIアプリケーションを大規模に展開している。
- ◆ 設備投資は依然として米国の凡そ5分の1にとどまっているが、中国企業は資源（人・資金など）を必要とするところに素早く投入し、サプライチェーンの現地化も相まって顕著な効率性を示している。大規模言語モデル（LLM）やAIにおける最近の進展と、コスト効率の改善によって中国は性能とコストの双方で世界的に競争できるという見方がさらに強まった。その結果、中国のイノベーション能力の評価を見直す動きがある。
- ◆ バイオテクノロジーも急速に進展している分野である。中国企業は創薬の初期段階の新薬候補（化合物）を開発し、それを世界的な製薬会社にライセンスを供与する動きが増えており、製造主導の成長から知的財産主導のイノベーションへ移行している。一方、先端製造業は、より高精度で技術集約型の生産へと進化を続けており、特にロボット分野では国内での部品調達から組立てまで一体化できるため、生産者は世界的な競合他社よりも大幅に低いコストで操業することが可能となっている。
- ◆ これらの進展は、中国の経済モデルの漸進的かつ意図的な変革を示している。直近のNPCでは、この転換が広範な景気刺激策ではなく、的を絞った財政政策および産業支援や技術的自立が重点であることを再確認した。従い、政策ミックスは景気循環に応じた景気刺激策よりも、産業の高度化、リフレッシュ、リスク管理を優先した成長戦略に沿ったものになる。
- ◆ 投資家にとり重要なのは、景気循環による短期的な成長加速よりも、中国の成長モデルが構造的にどう進化していくかである。経済がデフレ的な競争から生産性の上昇がけん引役となり拡大するにつれ、その好影響は金融市場にて一段と顕著になり、株式や債券市場では経済の構造的な進化が反映されよう。

図表3：中国と米国の主要クラウドサービス事業者のAI関連設備投資



注：2025年以降は予想
出所：Bernstein Research、2026年1月

図表4：AIチャットボットの評価

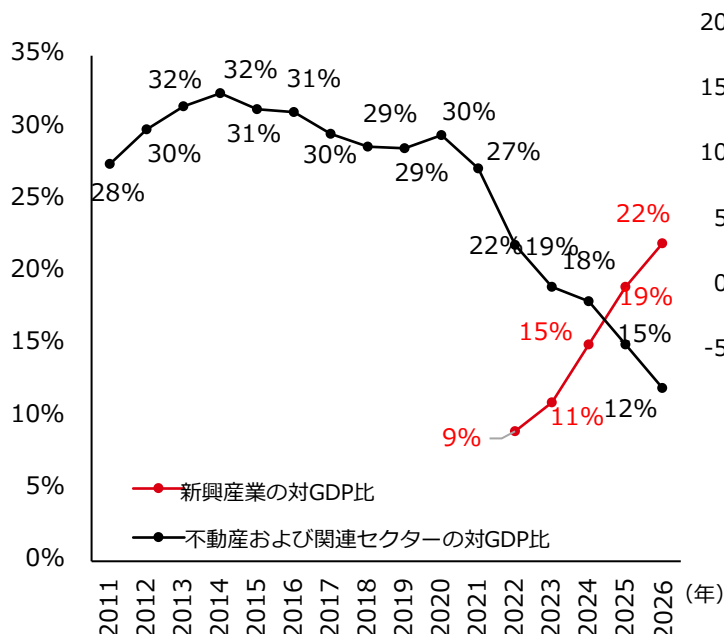


注：AIチャットボットとはデータやログをもとに自己学習したAIが質問に対して回答するプログラム
出所：Morgan Stanley Research、2025年12月

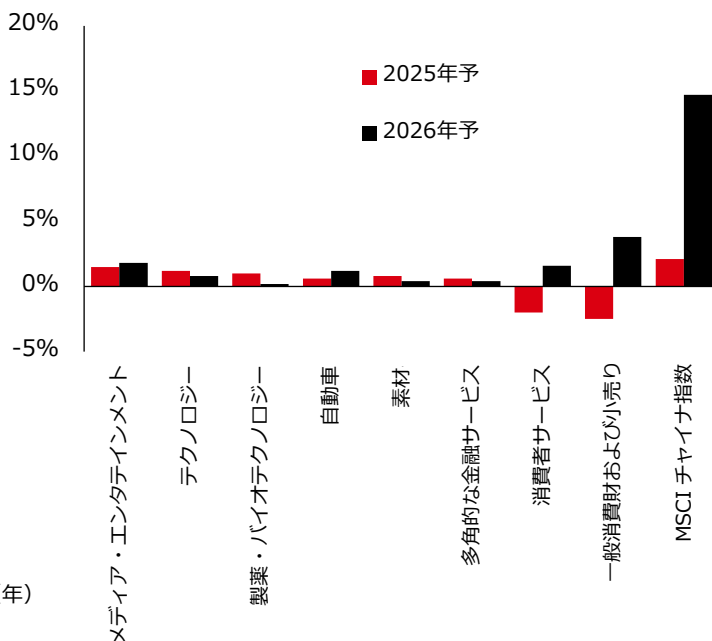
中国株式：バリュエーション主導から企業業績主導の回復へ徐々に移行

- ◆ このような構造的な背景の下、中国の株式市場はバリュエーション主導の局面から、業績主導の回復へと移行しつつある。数年間にわたり業績は冴えない展開であったが、デフレ圧力の緩和、的を絞った財政措置、供給過剰産業における規律強化に支えられ、業績は改善し始めている。回復は依然としてまだ模様ではあるが、重要な転換点を示している。株式のリターンは、バリュエーションの拡大のみならず、収益の質と利益の持続性による寄与が顕著になっている。物価を安定させ、需要喚起のための政策支援に支えられた緩やかなリフレーションが、収益回復サイクルのけん引役となる可能性が高い。
- ◆ 国内の流動性状況も株式市場の安定化を支え始めている。相応の流動性の供給を背景に多額の家計貯蓄から、より高利回りの金融資産への段階的な資金流入が、株式市場の支援材料となっている。とはいえ、当局は過度なボラティリティを回避するため、流動性（資金供給および吸収）の管理を慎重かつ段階的に行う姿勢を取っている。この組み合わせが株式市場のより安定的な上昇に寄与している。こうした流動性管理の下、香港株式への中国本土からの資金流入は力強い。
- ◆ 同時に、株式市場における成長の構成も変化している。新興産業、特に電気自動車、先端製造業、バイオテクノロジーが、経済成長の主要エンジンとして不動産に代わりつつある。この変化は、イノベーション主導の成長と産業高度化に対するより広範な政策を反映している。
- ◆ 破壊的な価格競争を抑制することを目的とした政策措置も、企業の利益率の安定化に寄与している。価格競争の影響を受けているセクターにおける生産能力の合理化と規制による介入が、利益率の侵食を減少させ、生産者価格を支え始めている。
- ◆ こうした動きは初期段階にあるものの、企業収益に対する下振れリスクを軽減し、投資家の信頼を徐々に回復させている。素材などのセクターにおける価格規律への動きなど供給サイドの調整が、収益性の改善に繋がるものと思われる。
- ◆ テクノロジーおよびイノベーションセクターは業績見通しにおいて注目されよう。外部からの制約が見られるなか、中国のインターネットおよびテクノロジー企業は、AI、オートメーション、デジタルサービスへの積極的な投資を続けている。また、広告、クラウドコンピューティング、物流最適化、エンタープライズソフトウェアにおいて収益化に繋がる道筋が徐々に見えてきている。とはいえ、これらの投資の収益化は後づれする可能性があるものの、強固なバランスシートにより、企業は財務の健全性を損なうことなく設備投資を継続することが可能と考える。

図表1：中国の不動産セクターと新興産業の対GDP比



図表2：1株当たり純利益（EPS）成長率のコンセンサス予想



注：2026年は予想

出所：MSCI、ブルームバーグ、RIMES、Factset、Morgan Stanley Research、2025年11月

- ◆ ヘルスケア分野では、研究開発力が高まり、海外企業への技術ライセンス供与も増えている。こうした動きは、中国が単なる世界の工場のような役割にとどまらず、研究開発や新技術などのイノベーションを軸にした産業に、より深く関わるようになってきていることを示している。
- ◆ 消費セクターは、慎重な家計行動とばらつきが見られる所得の伸びを反映し、回復がより緩やかである。しかし、政策の重点は内需支援にシフトしており、的を絞った施策が消費者のセンチメントを徐々に改善させ、関連企業の収益ボラティリティを緩和させるはずである。サービス消費と家計所得に対する継続的な政策支援は、回復を持続させる上で一段と重要な役割を果たす可能性が高い。
- ◆ 中国株式のバリュエーションは、過去平均や他国・地域の株式と比較して、引き続き妥当な水準にある。その結果、収益性の漸進的な改善でさえも、中期的なリターンを下支えする可能性がある。業績見通しの改善と政策支援と相まって、近年と比較してよりバランスの取れたリスク・リターン特性が生じよう。このような環境のもと、中国株式のリターンを向上させるには、広範囲に及ぶ量的な経済拡大に焦点を当てるのではなく、政策の優先事項、利益率の改善、構造的イノベーションを勘案してセクターを選別することが肝要と考えられる。

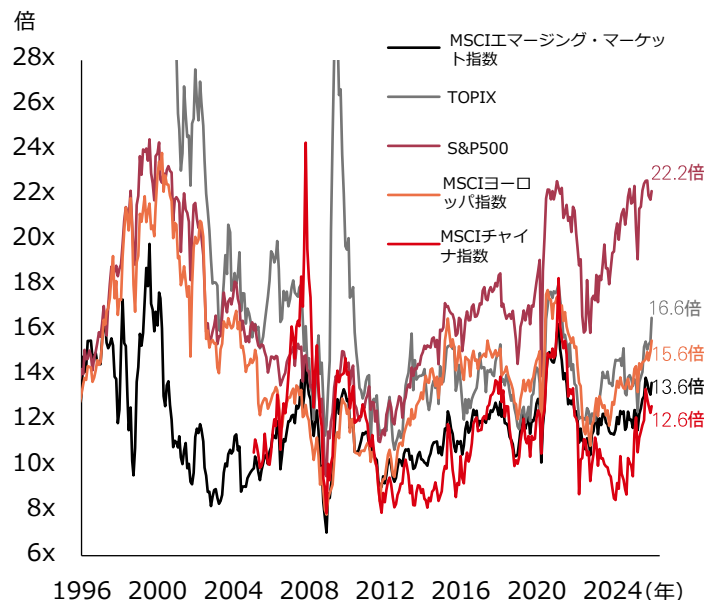
図表3：予想PERと5年平均



注：予想PERはMSCIチャイナ指数ベース

出所：LSEG、MSCI、Morgan Stanley Research、2026年1月

図表4：予想PERと他国・地域との比較



留意点

【当資料に関する留意点】

- ◆ 当資料は、HSBCアセットマネジメント株式会社（以下、当社）が投資者の皆さまへの情報提供を目的として作成したものであり、特定の金融商品の売買、金融商品取引契約の締結に係わる推奨・勧誘を目的とするものではありません。
- ◆ 当資料は信頼に足ると判断した情報に基づき作成していますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、データ等は過去の実績あるいは予想を示したものであり、将来の成果を示唆するものではありません。
- ◆ 当資料の記載内容等は作成時点のものであり、今後変更されることがあります。
- ◆ 当社は、当資料に含まれている情報について更新する義務を一切負いません。

<個人投資家の皆さま>

投資信託に係わるリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象としており、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し損失が生じる可能性があります。従いまして、投資元本が保証されているものではありません。投資信託は、預金または保険契約ではなく、預金保険機構または保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関でご購入の投資信託は投資者保護基金の保護の対象ではありません。購入の申込みにあたりましては「投資信託説明書（交付目論見書）」および「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」を販売会社からお受け取りの上、十分にその内容をご確認いただきご自身でご判断ください。

投資信託に係わる費用について

購入時に直接ご負担いただく費用	購入時手数料 上限3.85%（税込）
換金時に直接ご負担いただく費用	信託財産留保額 上限0.5%
投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用	運用管理費用（信託報酬） 上限年2.20%（税込）
その他費用	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）」、「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」等でご確認ください。

- ◆ 上記に記載のリスクや費用につきましては、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、HSBCアセットマネジメント株式会社が運用するすべての投資信託のうち、ご負担いただく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。
- ◆ 投資信託に係るリスクや費用はそれぞれの投資信託により異なりますので、ご投資される際には、かならず「投資信託説明書（交付目論見書）」をご覧ください。

HSBCアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第308号
加入協会 一般社団法人資産運用業協会/日本証券業協会



ホームページ

www.assetmanagement.hsbc.co.jp



電話番号 03-3548-5690

（受付時間は営業日の午前9時～午後5時）