

## Topics

- ▶ 経済活動再開で景気は急回復しました。しかし、製造業では、昨年溜まった在庫調整が続いているほか、不動産市場の低迷も続くなど、サービス消費以外の需要は弱く、中国景気の減速感が強まっています。
- ▶ 中国当局による景気刺激に期待が高まっています。当局は資金調達が比較的容易かつ波及効果の大きいインフラ投資の拡大を行うと考えます。
- ▶ 当局は地方政府の債務リスクの抑制を重要政策として掲げています。こうした環境下、インフラ投資の拡大規模は限定的となり、中国景気は底割れを回避も減速が続く見通しです。

エコノミスト 須賀田 進成

## 経済活動はほぼ正常化も需要は弱い

ウィズコロナへの移行による経済活動の正常化が進み、中国の実質GDP成長率は1-3月期に前期比+2.2%と急速に回復しました。1-3月期の景気回復を支えたのは、サービスを中心とした消費の回復でした。ゼロコロナ政策下で抑えられていた外出が増え、外食や観光などの消費が増しました。これにより、2019年末以降の年率+5%の成長トレンドに追いついています（図表1）。

もっとも、4月の各種経済指標からは、鉱工業生産と固定資産投資の急減速、消費の鈍化と、景気が全般に鈍化したことが明らかになりました。経済活動再開が一巡し、景気の基調的な弱さが目立ってきているものと考えられます。

PBOC（中国人民銀行）による家計へのアンケート調査では、1-3月期に今後3カ月で旅行を増やすとした家計が急増したものの、消費全体で見れば小幅な増加に留まりました（図表2）。不動産市場の低迷、景気の先行きへの不透明感から家計の消費意欲の改善が進んでいない様子が示されました。

昨年の景気の減速期、当局は中国経済が①需要の縮小、②供給ショック、③センチメントの悪化、という3つの下押し圧力に直面している、と表明していました。4月下旬に行われた中央政治局会議では、「こうした圧力は緩和した」と表現を和らげた一方で、「勢いは強くなく、需要は依然不十分である」と景気回復継続に向けて、需要の拡大が必要である点を指摘しました。

本稿では、中国の需要の回復の鈍さから、当局による景気刺激策への期待が高まっている点と、その一方で政府部門の債務増加懸念もある点についてまとめました。

## どの需要が弱いのか

経済活動の正常化が進んでいた1-3月期にも家計の預金は積みあがっており、家計の需要の弱さが続いていたことがうかがえます。

もっとも、1-3月期の企業業績決算では、欧州のハイブランド企業が中国市場の回復による恩恵を受けていることが明らかとなりました。また、1-3月期にはサービス収支の赤字が急増し、同期のGDP比1%程度となりました。海外旅行が回復していることが背景とみられます。このように、高額消費に関しては回復が顕著です。

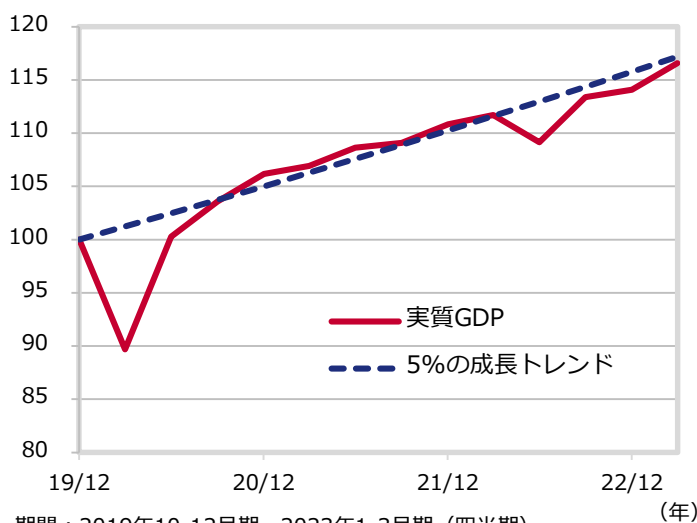
品目によっては需要は旺盛であることを鑑みると、需要の弱さは国内の一般的な財と住宅投資を中心とした現象である可能性があります。

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

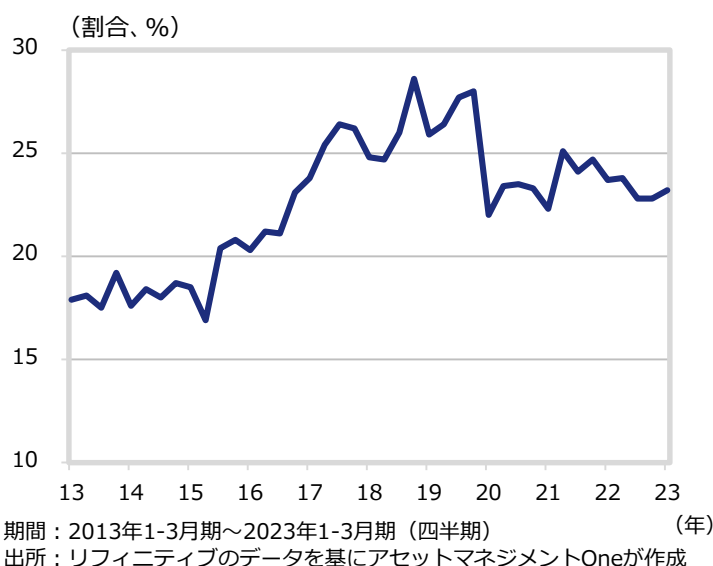
※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表1 コロナ禍以降の中国実質GDPの推移



期間：2019年10-12月期～2023年1-3月期（四半期）  
2019年10-12月期を100として、前期比成長率を基に指数化したもの  
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2 PBOC家計調査：今後3カ月で消費を増やす予定と回答した家計の割合の推移



期間：2013年1-3月期～2023年1-3月期（四半期）  
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

## 製造業の観点から見る財需要の弱さ

昨年4-6月期に上海でロックダウンが行われた際には、周辺地域の物流・輸出活動が止まり、製造業の生産を大きく減少させました。こうした事態を重く見た当局は、物流を確保し、生産拠点・工場における感染抑制措置を強化しながら、製造業に生産活動を続けるよう求めました。こうした中、川上の産業に多いとされる国有企業中心に生産活動を維持しました。一方で、党大会を前にゼロコロナ政策が続き、需要が抑制されたことで、生産物は在庫として積みあがっていきました（図表3）。

こうした在庫の積み上がりが必要の弱さから、製造業の多くの業種は生産を抑制して在庫調整を行っていると考えられます（図表4）。需要先として大きな不動産投資の低迷に、外需の鈍化も重なり、需要の弱さから調整があまり進んでいないと考えられます。

## 需要の回復に向けた景気刺激策は何か

経済が必要不足に陥っているとみられる中、中国当局による景気刺激への期待が高まっています。

過去、当局は自動車減税、不動産投資、インフラ投資を中心とした景気刺激を行ってきました。いずれも裾野が広く、経済全体の需要を押し上げる効果が見込める産業です。

この内、自動車減税は昨年行われており、一般に減税の効果は需要の先食いとされることを踏まえると、仮に今年も減税が行われたとしても効果は小さいと考えます。

不動産による景気刺激は、購入者・デベロッパー双方のセンチメントを改善させる施策が導入される場合は、大きな効果が見込まれます。しかし、今年の全人代において、「住宅は投機の対象ではない」という従来の方針が踏襲されています。その上、今年的重要政策として金融リスクの防止が設定されたことも鑑みれば、不動産が景気刺激のツールとして利用される可能性は低いと考えられます。

インフラ投資は、コモディティ需要を喚起するため、川上で在庫が溜まっている現状に合った政策と考えられます。また、インフラ投資が、地方政府特別債の発行によって調達した資金を用いて行われるという点も重要です。不動産市場の低迷が長引き、地方政府の歳入である土地の利用権譲渡収入も低迷が続いている状況下、資金を調達しやすいインフラ投資が景気刺激策として選択されると考えます。

筆者は、例年下期の経済政策が策定される7月の中央経済工作会議において、景気刺激策としてインフラ投資の拡大、地方政府特別債の発行枠の追加もしくは来年度分の前倒し発行が表明されると考えています。

## 地方政府の債務リスクが政策規模を抑える

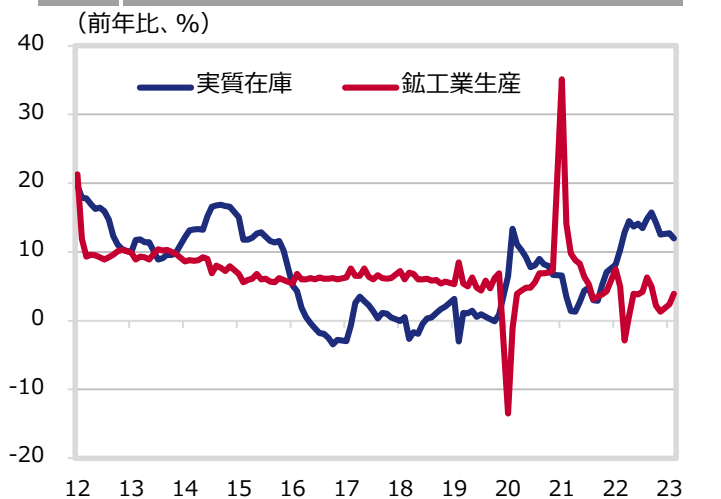
コロナ禍以降、政府部門における債務の増加が顕著です（図表5）。これは、企業部門と家計部門が、不動産投資を縮小したことやゼロコロナ政策に伴う先行き不透明感から投資を控えたことが背景にあると考えられます。一方で政府部門は、景気下支えに向けて債務を拡大、財政政策を実行してきました。

地方政府は、不動産市場の低迷から、土地利用権譲渡収入（例年は地方政府歳入の3~4割程度）の減少によって財政的な困難に直面しているとみられます。こうした環境下、地方政府の債務リスク抑制も今年的重要政策の1つに設定されています。筆者は、インフラ投資の拡大が近く公表されると考えていますが、当局のリスク抑制方針も鑑みれば、政策規模は、景気の底割れ防止に向けた下支え程度に留まる可能性があります。年後半の中国景気は、底割れは回避するものの、減速していく見通しです。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

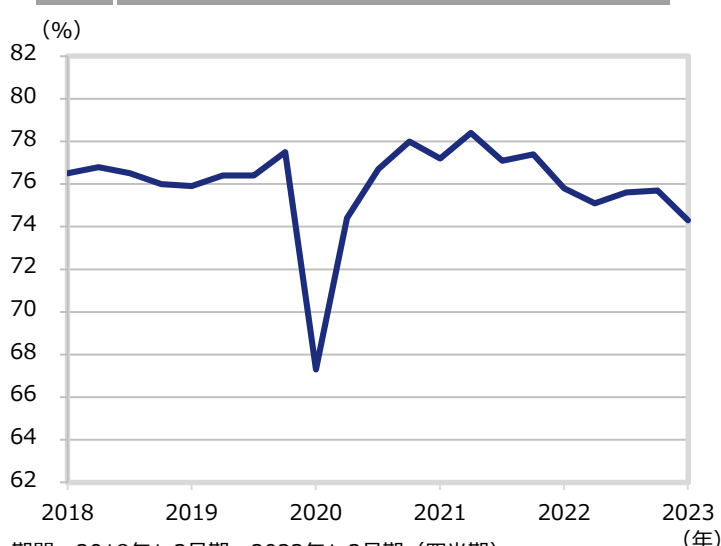
※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表3 鉱工業生産と実質在庫の推移



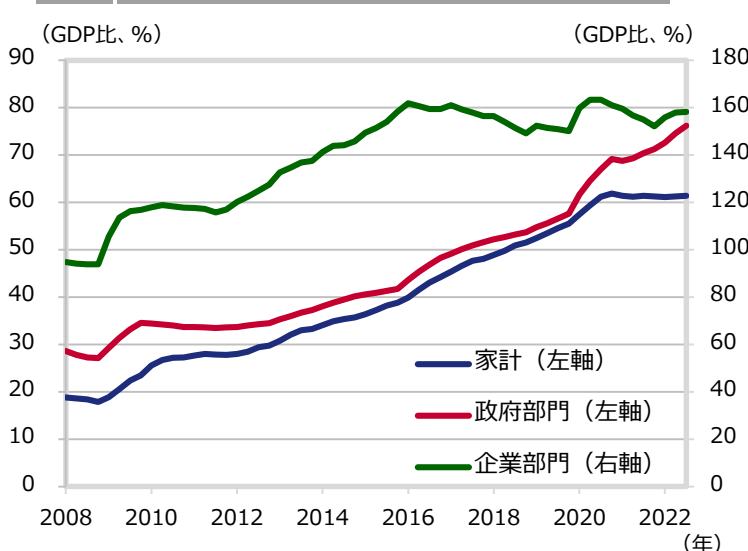
期間：2012年12～2023年4月（月次）  
 実質在庫は2023年3月まで。いずれも毎年1月の数値は非公開  
 実質在庫は、名目値をPPIで実質化  
 出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表4 中国製造業の設備稼働率の推移



期間：2018年1-3月期～2023年1-3月期（四半期）  
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表5 中国の部門別債務の推移



期間：2008年1-3月期～2022年7-9月期（四半期）  
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

## 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

### 【投資信託に係るリスクと費用】

#### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

#### ● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

##### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

##### ■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：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）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、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、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する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。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

### 【ご注意事項】

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。

● 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。

● 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

● 投資信託は、

1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。