

Topics

- ▶ 中国経済を長らく下押ししていた製造業の在庫調整はほぼ終了したと考えられ、不動産市場が一段の悪化を回避していることもあり、短期的に中国景気が持ち直す可能性があると考えます。
- ▶ しかし、当局の対応の鈍さから、景気が大きく持ち直すことは期待しづらく、中長期の成長期待も後退する場合、景気の長期低迷に陥る可能性があると考えられます。
- ▶ 現在の日本と異なり、中国は世界経済の成長の恩恵をあまり得られておらず、景気低迷の長期化・深刻化も懸念されます。

エコノミスト 須賀田 進成

中国経済への下押し圧力の整理

筆者は、7月28日付のコラムにて、中国の不動産価格の下落が限定的であるため、現状は中国経済は深刻なバランスシート不況に陥ったわけではない、と指摘しました。にもかかわらず、中国では多くの家計が住宅ローンの前倒し返済に動いているとみられる上、民間企業は投資を控え、家計および企業部門の債務拡大が概ね止まっています（図表1）。こうした現象は、1990年代にバランスシート不況に陥った日本でも確認されました。

中国の不動産価格は、当局による値引き販売の規制から大幅な下落を回避していますが、販売できない状況で、住宅の保有者は債務の返済を優先するようになってきていると考えられます。これに加え、政策の先行き不透明感増大と米中の摩擦による景気の悪化懸念も重なり、民間部門は消費と投資を抑制していると考えられます。

こうした需要の減速から製造業では在庫が積み上がり、その調整から生産の抑制が続き、景気への下押し圧力を強めていました。

製造業の在庫調整終了など下押し圧力には緩和の兆しも見られる

景気の下押し圧力には一部で緩和したものもあります。

製造業の生産在庫バランス（生産の伸び-在庫の伸び）は8月まで改善が続いています（図表2）。8月分の生産や新規受注の改善も鑑みれば、在庫調整はほぼ終了したと判断できます。今後、製造業の活動が回復することが期待されます。

また、一部の都市の不動産市場にも安定化の兆しが出ています。当局は既存ローン金利の低下や2軒目の住宅購入時のローン優遇、頭金比率の引き下げを表明し、大都市で先行的に導入されています。政策効果からか、9月には住宅販売が好転した都市もあり、不動産市場の一段の悪化には歯止めがかかっているとみられます。住宅ローン残高は8月時点で39兆円程度ありますが、既存ローン金利の引き下げによる家計の債務負担軽減が期待されます。

下押し圧力が若干ながら緩和したことで、中国景気は短期的に改善に向かうと考えます。

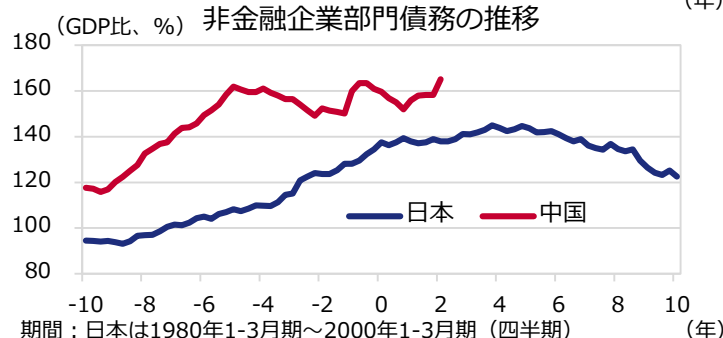
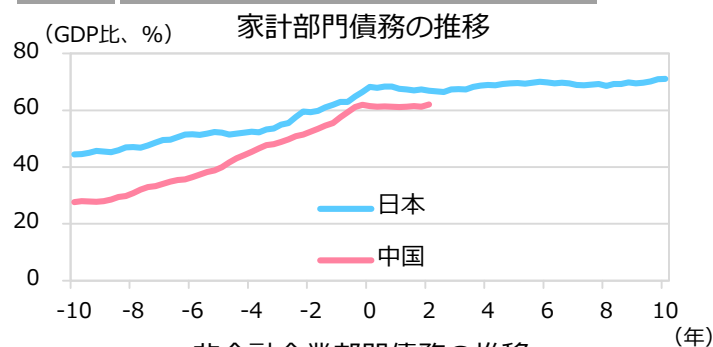
もっとも、当局は不動産市場の一段の悪化回避と金融システムの不安定化阻止を目的とした最低限の政策対応を行うにとどめています。そのため、景気的大幅な回復までは想定しづらく、中長期の成長期待も後退する場合には、景気の低迷が長期化する可能性があると考えます。

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 日本と中国の部門別債務の推移



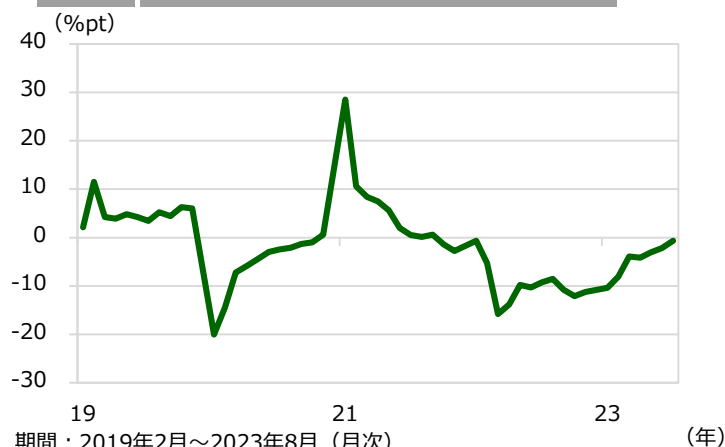
期間：日本は1980年1-3月期～2000年1-3月期（四半期）

中国は2011年1-3月～2023年1-3月期（四半期）

注：不動産に対する総量規制が始まったタイミングを0として、前後10年の推移を表示

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 中国製造業の生産在庫バランスの推移



期間：2019年2月～2023年8月（月次）

注：毎年1月の数値は非公開

生産在庫バランスは鉱工業生産伸び率と実質在庫伸び率の差

実質在庫伸び率は名目在庫伸び率を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

中国の『日本化』の度合いが問題に

不動産市場の低迷、デフレ懸念、人口減少、米国との摩擦といった類似点から、中国経済の長期停滞入り、いわゆる『日本化』を指摘する声が増えています。筆者も同様の懸念も抱いていますが、問題はその度合いになると考えています。

1980年代後半の日本と現在の中国を比べると、図表3に示す通り、類似点とともに相違点も多くあります。

現在の中国において、不動産市場の低迷から需要が減速し、デフレ懸念が強まっている点は、1990年代の日本に似ています。日本の不動産バブル崩壊の発端となった引き締めは、高騰する不動産価格に対する大衆の不満に対応したものとされていますが、中国においても住宅価格の上昇に対する国民の不満は大きかったとみられます。また、少子高齢化の進展による成長率の低下懸念も、かつての日本が通った道です。

相違点のうち、都市化率の違いは、中国に都市化の余地が残されていることを意味し、中国不動産市場の調整を和らげる要因となり得ます。一方、所得水準の低さと高齢化の進行を鑑みれば、中国は低い所得水準で高齢者層を支えるための社会保障拡充を行う必要があり、経済成長支援に向けた財政支出が遅れる可能性があると言えます。

このように、かつての日本とは異なる点も多い中、中国経済の先行きを巡る不透明感は強い状況です。

中国は世界経済成長の恩恵を受けにくいかもしれない

失われた30年とも呼ばれる長期の景気低迷期に、日本企業は縮小する国内市場から海外市場に目を向けて投資を行いました。こうした投資の結果、海外からの所得の純受け取りは、足元では円安の影響もあり一段と増加し、景気を支えました。一方で中国の海外からの所得の純受け取りは、依然マイナス圏で推移しています（図表4）。これは中国の対外資産の多くが外貨準備（米国債が大きな割合を占める）であり、民間直接投資の割合が少ないことに起因するとみられます。

米国を中心に先進国は既に中国からの投資への規制を強めているため、今後先進国への投資から収益を得にくくなる可能性があります。

筆者は、当局の消極姿勢に加えて、中国が現在の日本と異なり世界経済の成長の恩恵を受けにくくなっている点から、中国経済が長期停滞に陥る場合には、日本以上に景気が低迷する可能性があると考えています。

図表3 日本のバブル崩壊前後と現在の中国の比較

類似点

①不動産市場の低迷

不動産価格上昇に対する大衆の不満も共通点。ただし、中国は日本ほど不動産価格は下落せず。

②デフレ懸念

日本はバブル崩壊後、長期のデフレに。中国でも物価は低迷。

③少子高齢化の進展

ただし、日本よりも中国の人口減少ペースは速く、既に人口減少に陥っている。

④米国との摩擦

日本はバブル崩壊前、米国から内需拡大を求められる。中国も巨額の貿易黒字が問題視された。

相違点

①都市化率の低さ

中国は先進国ほど都市化率は高くなく、発展余地が残る。

②政治体制

共産党による一党独裁。市場への統制が強いとみられる。

③所得水準の低さ

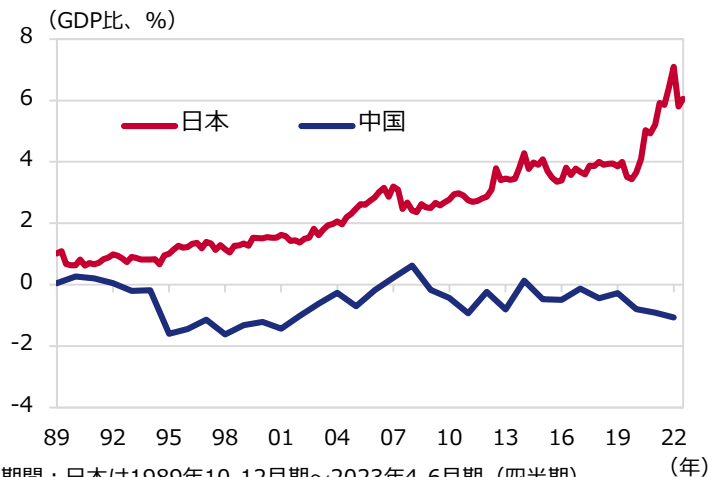
中国の一人当たりGDPは約1.3万ドル(2022年)と低水準。

④先進国との関係

米国は特に技術面での警戒を強める。先進国に対中規制の強化を求める。

出所：各種報道を基にアセットマネジメントOneが作成

図表4 海外からの所得の純受取の推移



期間：日本は1989年10-12月期～2023年4-6月期（四半期）

中国は1989年～2022年（年次）

注：海外からの所得受け取り（名目GNI-名目GDP）の名目GDP比
日本は季節調整済み年率換算の名目GNI、名目GDPを利用

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

※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。

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。

【当資料で使用している指数について】

- 東証株価指数（TOPIX）の指数値および東証株価指数（TOPIX）にかかる標章または商標は、株式会社 J P X 総研または株式会社 J P X 総研の関連会社（以下「J P X」という。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など東証株価指数（TOPIX）に関するすべての権利・ノウハウおよび東証株価指数（TOPIX）にかかる標章または商標に関するすべての権利は J P X が有しています。
- 韓国総合株価指数（KOSPI）は、韓国証券取引所によって所有される登録サービスマーク、登録商標です。
- S&P/BSESENSEXインデックスは、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLCまたはその関連会社の商品であり、これを利用するライセンスが委託会社に付与されています。S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、ダウ・ジョーンズ・ホールディングスLLCまたはその関連会社は、いかなる指数の資産クラスまたは市場セクターを正確に代表する能力に関して、明示または黙示を問わずいかなる表明または保証もしません。また、指数のいかなる過誤、遺漏、または中断に対しても一切責任を負いません。
- 上海総合指数は上海証券取引所が公表する指数です。
- 香港ハンセン指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利はHang Seng Indexes Company Limitedに帰属します。