

【中国】景気の急回復を受けて当局が拙速な引締めとの懸念は杞憂に終わるのか 1ページ
【アジア・マーケット・ウォッチ】 7ページ

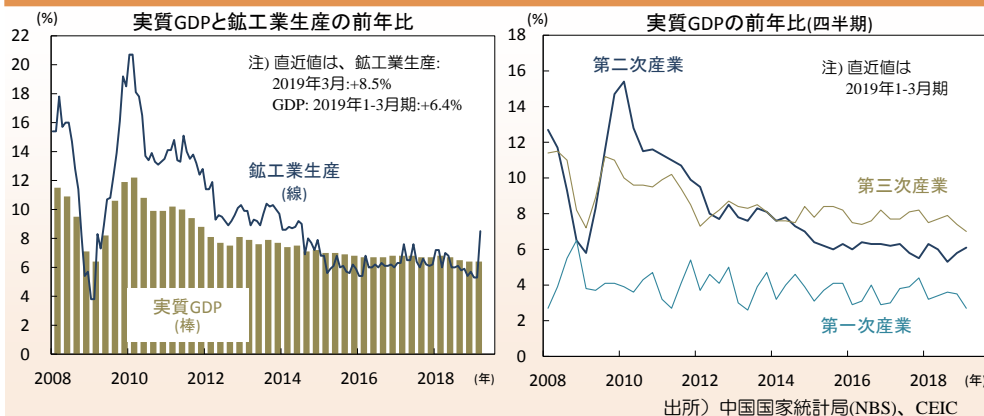
【中国】景気の急回復を受けて当局が拙速な引締めとの懸念は杞憂に終わるのか*

● 底割れすら懸念された景気は劇的に回復

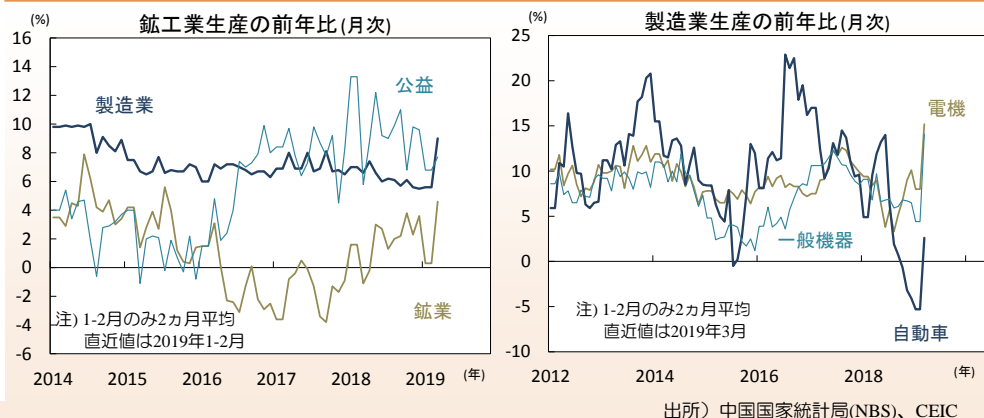
一時は底割れすら懸念された中国の景気は足元で劇的に回復し、市場にはひとまず安心感が広まりました。しかし、その後は、景気の急回復を受けて当局が拙速な政策の引締め動きが景気が腰折れするのではないかという新しい懸念も浮上しています。中国景気は今後も回復を続けるのか。本稿では同国の景気と今後の為替金利の動向について考察します。まず、昨年半ば以降の景気鈍化の背景(1-2頁)と当局が景気支援のために導入した刺激策について概観し(2頁)、3月の景気指数の劇的な改善とその背景について分析(3-4頁)。次に、足元の物価状況について整理した上で(4-5頁)、3月の景気指標で景気回復が確認された後の当局による金融調節の動向について分析し(5-6頁)、今後の金利と為替相場の動向について考察します(6頁)。

4月17日、中国政府は1-3月期の実質GDPが前年比+6.4%と前期と変わらず、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+6.3%を上回ったことを公表(図1左)。1-2月の景気指標悪化を受けて成長率の鈍化は不可避と考えていた市場参加者からは驚きの声があり、市場エコノミスト達は競うように今年の成長率予想を上げました。月次指標を見ると、1-2月に急減速した景気は3月に急回復。3月の月次指標は一時的な要因によって押し上げられている面があるものの、景気の回復基調そのものに疑いはありません。急速な回復は、昨年10-12月期より強化された財政金融緩和策が時間をかけて浸透し不動産市場等の回復を促したことで、輸出が予想外に回復したこと等によります。政府は、今後は追加的な刺激策の投入を控えるであろうものの、4月初以降の減税等の効果が浸透する中で景気は底堅い拡大を続けるとみられます。昨年半ばからの景気鈍化は、(a)金融規制の強化に伴うノンバンク与信の減少(図3右)と同部門に依存する民間企業の資金調達環境の悪化、(b)官民協働(PPP)型インフラ投資による不正な資金調達の取締りに伴うインフラ投資の急減などによります(図3右)。

【図1】1-2月に急減速した鉱工業生産は3月に急回復(左)



【図2】輸出の回復に伴って、電機や一般機器などの生産が急伸(右)



● 景気悪化を懸念した当局は相次いで刺激策を導入

これに加えて、今後は、(c)米中貿易摩擦と世界景気鈍化による輸出の低迷や、(d)過去数年に渡って堅調であった地方都市の不動産市場の悪化という重石も加わると予想され、市場参加者の一部は中国景気の底割れのリスクを懸念していました。

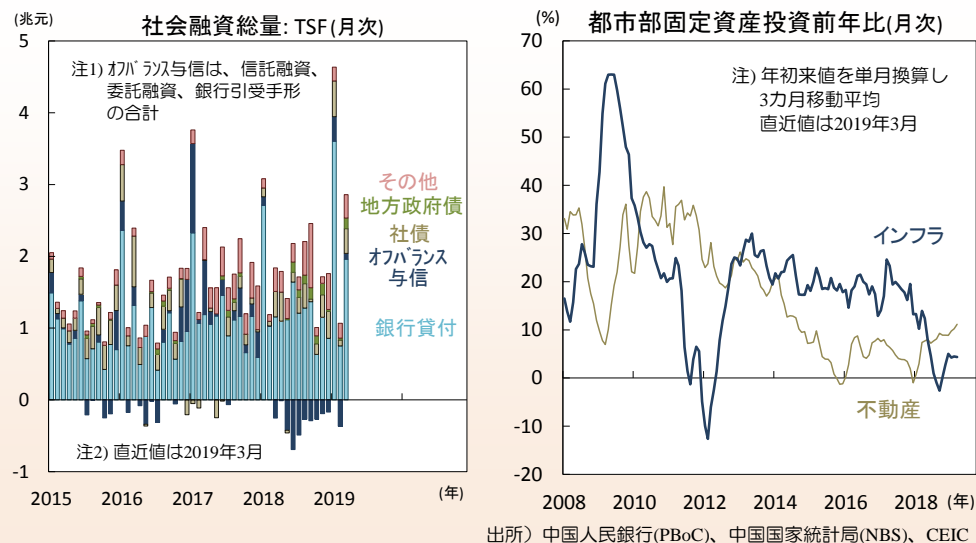
当局は、民間企業の資金調達環境の悪化や信頼感の低下を懸念し、相次いで対応策を導入。中国人民銀行(PBoC)は、昨年10月に市中銀行による貸付の再貸出/再割引制度1,500億元を設定し、12月には中小企業向け貸付の促進を意図した標的型中期貸出制度(TMLF)を導入、今年1月には大手銀行向けの預金準備率(RRR)を下げました(図4左、14.5%→14%→13.5%)。一方、政府は財政面から景気を刺激することを試みました。中央政府歳出は1-3月期に前年比+15.0%と前期の+12.0%より加速。歳入が伸び悩む中でも歳出の伸びが目立ちます(図4右)。また、政府は今年4月より増値税率を下げ(製造業:16%→13%)、5月からは企業による社会保障負担を下げます。加えて、地方政府による資金調達規制の厳格な適用などに伴って近年低迷していたインフラ投資を回復させるために、地方政府特別債の発行枠も引上げ。民間事業主体への債務保証など不透明な措置を許さない一方、債券発行による資金調達を促しています。

● 今年初からは銀行貸付の伸びが急伸

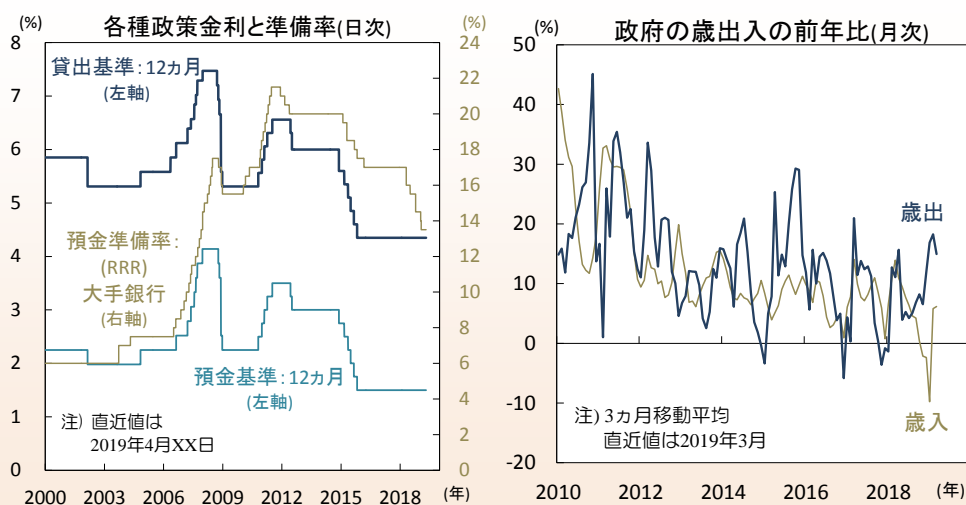
地方政府特別債の発行枠は、昨年の1.35兆元から今年は2.15兆元に増加。今年は発行枠付与の時期も早まり、1-2月の発行額は0.29兆元と昨年の0.01兆元より急増するなど、大幅な前倒しが実現しました。今年1-3月期の累計発行額は0.54兆元であり、4月以降も1.61兆元前後の債券が発行され、インフラ投資の伸びを支える見込みです。

今年1月以降は、当局の指導の下で銀行貸付等の伸びも急加速しました。3月の社会融資総量(TSF)は前月比+2.86兆元増と前月の+0.70兆元より急増(図3左)。同残高の前年比は+10.7%と前月の+10.1%より加速しました。人民元建て銀行貸出は前月比+1.96兆元と前月の+0.76兆元より急増。企業向けが+1.07兆元、その内長期貸出が+0.66兆元であり、企業の資金需要は回復している模様です。手形割引を除く短期貸出は+0.31兆元と総貸出の3割弱に相当。短期貸付比率の高まりは、国有銀行が長期貸出を避けたがる民間中小企業向けの貸出が、当局の指導の下で増え始めた兆しと考えられます。こうした中、企業規模別の製造業PMIでは、中小企業の景況感が足元で急回復しています(図5左)。銀行貸出以外では、社債発行が前月比+0.35兆元と前月の+0.08兆元より急増(図3左)。民間企業の資金調達環境は全般的に改善しているとみられます。

【図3】近年縮小するオフバランス与信と足元で拡大する銀行貸付(左)



【図4】引下げられる預金準備率(左)、加速する政府歳出の伸び(右)



● 刺激策等を受けて劇的に回復した景気

当局による刺激策の効果が浸透し、景気は回復。1-3月期の実質GDPは前年比+6.4%と前期と同率でした。第二次産業が前年比+6.1%と前期の+5.8%より加速し、第一次産業(+3.5%→+2.7%)や第三次産業(+7.4%→+7.0%)の鈍化の影響を吸収(図1右)。鉱工業が+6.1%と前期の+5.7%より加速し、建設業も+6.2%と前期の+6.1%を上回りました。

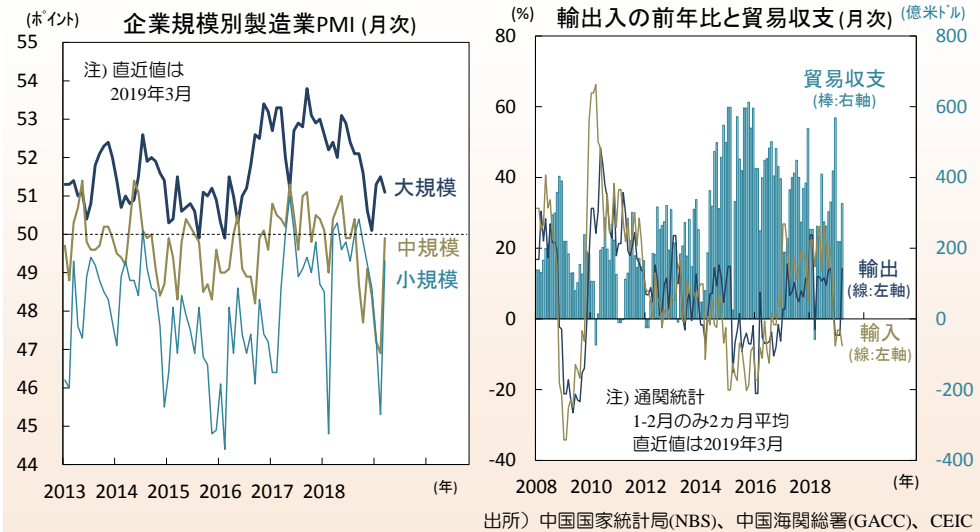
3月の鉱工業生産は前年比+8.5%と1-2月の+5.3%より急回復(図1左)。3月の前年比は、(a)春節の前ズレに伴って春節休暇後の生産回復の時期が昨年より早まったこと、(b)前年同月の冬季の環境規制強化による落込みからの反動(ベース効果)が生じたこと、(c)今年4月初の増徴税(VAT)率引下げ前の税率で税還付を受けるために企業が前倒しで輸出財の生産を行ったことなどの要因でかさ上げされています。しかし、その内訳を見る限り、生産の基調が強いことに疑いはありません。部門別の生産は、鉱業と製造業と電力の全ての伸び率が加速。特に鉱業が+4.6%(1-2月:+0.3%)、製造業が+9.0%(同:+5.6%)と急加速しました(図2左)。品目別では、粗鋼生産が同+10.0%と1-2月の+9.2%より加速し、セメントも+22.2%と+0.5%より急伸。建設投資の伸びによります。また、電機や一般機器の伸びも加速(図2右)。3月の輸出の急回復が背景とみられます(図5右)。

● 住宅関連品目を中心に小売売上高も加速

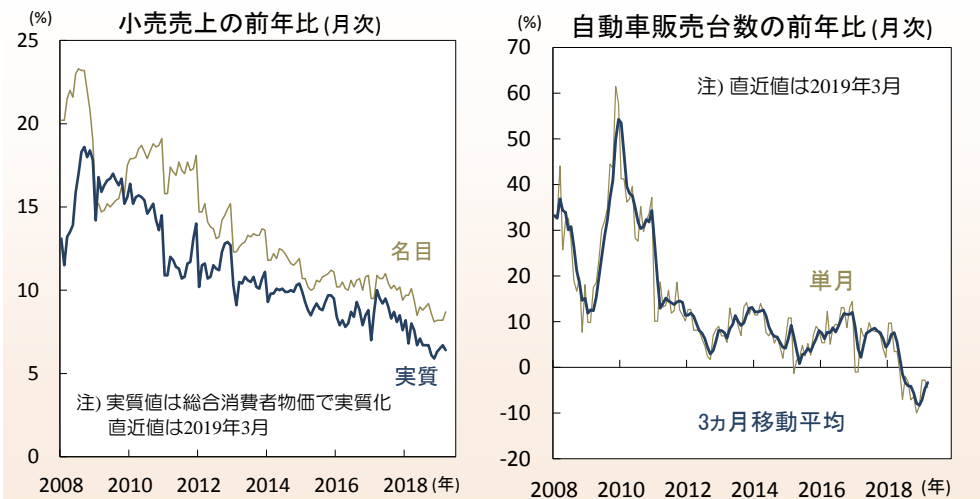
3月の小売売上高(名目)は前年比+8.7%と1-2月の+8.2%より加速(図6左)。自動車が続く低迷する一方、住宅関連の売上が堅調でした。自動車は同▲4.4%と1-2月の▲2.8%より悪化(図6右)。自動車税減免措置が2018年初に期限切れとなったことに伴う後遺症とみられます。一方、家具は同+12.8%と+0.7%より急伸し(図7左)、家庭用電子製品も+15.2%と+3.3%より上昇し(図7右)、建材・装飾材も+10.8%と+6.6%より加速。新築住宅販売の伸び等が背景とみられます。1-3月期の一人当たり実質可処分所得(年初来)は前年比+6.8%と前期の+6.5%より上昇(図8左)。3月の製造業PMIの雇用指数は、政府統計局が低位で底打ちし、マークイットは大きく回復(図8右)。米中貿易摩擦に伴って雇用環境が悪化するとの懸念は、今のところ杞憂に終わっているようです。

3月の都市部固定資産投資(単月換算)は前年比+6.5%と1-2月の+6.1%より加速。製造業が同+3.7%と1-2月の5.9%より鈍化した一方、サービス部門が+8.4%と+4.9%より上昇しました。製造業部門の不振の背景は生産者物価と企業収益の低迷とみられます。不動産投資は+12.0%と+11.6%から加速し、インフラ投資も+4.5%から+4.3%より改善。住宅着工の増加や、地方政府債発行によるインフラ投資資金調達の進展等によります。

【図5】中小企業の景況感が改善(左)、3月の輸出は急回復(右)



【図6】小売売上高(名目)は3月に加速(左)、自動車販売は低迷(右)



出所) 中国国家统计局(NBS)、CEIC

● 銀行貸付急伸等を受けて不動産市場も回復

3月の新築住宅販売(床面積)は前年比+1.8%と1-2月の▲3.2%より反発し、住宅着工も同+18.0%と+6.0%より加速。年初来の銀行貸出の急伸の恩恵は不動産市場にも及んでいる模様です。近年の地方都市での不動産ブームの背景は、政府による貧民街の再開発事業。これまで同事業を支えてきたPBoCによる担保付補完貸出(PSL)が抑制されることなどから、市場参加者は不動産市場が鈍化することは不可避と考えてきました。しかし、足元では沿海部の大都市の一部で住宅販売が増加。年初から銀行の住宅融資が伸びていること、一部の地方政府が住宅市場規制の緩和を始めたことが背景です。

3月に急加速した景気は今後も底堅い拡大を続けるでしょう。後述するとおり、予想以上の景気回復を見た当局は、今後は景気刺激策の追加投入を控えるであるとみられるものの、現在は景気回復の初期段階であることを踏まえ、財政金融政策の引締めを急ぐことはないと思われます。また、金融緩和が一巡する一方、今後も導入済の財政刺激策が景気を支える見込みです。4月初からの増値税率の引下げや、5月初からの社会保障負担の引下げは、企業心理を改善させるとともに投資の回復を促すでしょう。加えて、足元で進む米中通商交渉も企業の信頼感を改善させると考えられます。

● 今後は減税効果等が景気を下支えか

政府歳出の実行や地方政府による特別債発行が前倒して行われており、今後は、1-3月期に急伸した銀行貸付の伸びも正常化。景気刺激効果は今年末にかけて弱まるでしょう。しかし、減税措置等の効果が時間をかけて浸透するため、景気の減速は穏やかなものとなるとみられます。昨年後半の景気鈍化からの反動(ベース効果)も加わるため、GDPの前年比は+6%台半ばの底堅い伸びを続け、今年通年の経済成長率は+6.5%前後と昨年との+6.6%並みの堅調なものになると予想されます。

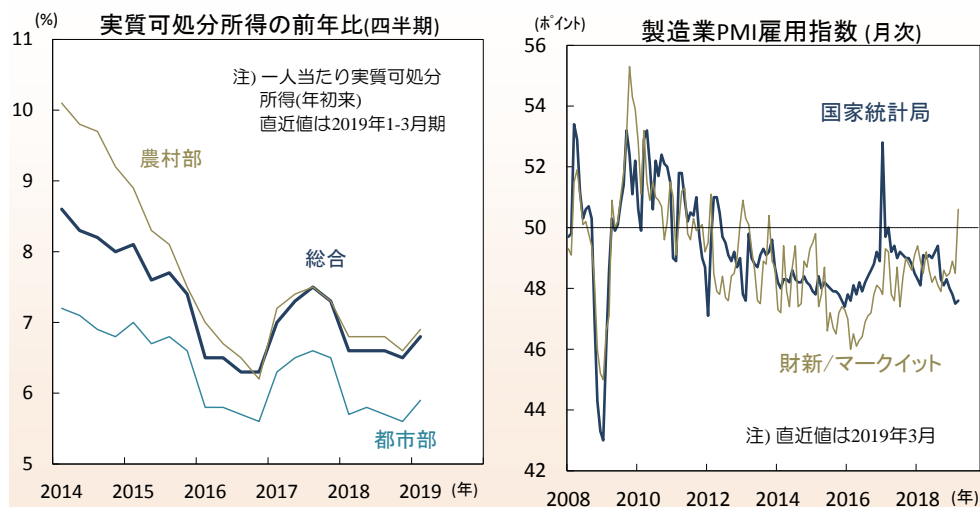
足元では、物価が緩やかに上昇。3月の消費者物価は前年比+2.3%と前月の+1.5%より加速(図9左)。食品が同+4.1%と前月の+0.7%より上昇し、総合物価を押し上げました。食品物価の前月比(季節調整前)は▲0.9%と前年同期の▲4.2%より下げ幅が縮小。春節にかけて上昇した食品物価がその後も大きく反落しなかったのは、個別品目の上昇によります。野菜は前年比+16.2%と前月の+1.7%より上昇し、豚肉も同+5.1%と前月の▲4.8%より反発。豚肉のプラスの伸びは2年2ヵ月ぶりです。アフリカ豚コレラの感染拡大による家畜の処分が進み、足元では飼育頭数が急減(図10左)。川上の子豚価格は急速に上昇しており、川下の豚肉価格が上昇するのは時間の問題でしょう(図10右)。

【図7】3月には家具や家庭向け電子製品などの売上が加速



出所) 中国国家统计局(NBS)、CEIC

【図8】上昇する実質可処分所得(左)、改善する雇用環境(右)



出所) 中国国家统计局(NBS)、マークイット、CEIC、Bloomberg

● 食品物価が上昇する一方で、コア物価は安定推移か

また、運輸用燃料も同+3.3%と前月の▲2.9%より反発し、4カ月ぶりにプラスの伸びとなりました。一方、衣服や娯楽は横ばいで推移し、医薬や住居関連はやや低下。食品と燃料を除くコア物価は同+2.0%と前月と同率でした。今後は、豚肉価格の上昇が総合物価を押し上げるものの、底打ちしつつ勢いを欠く内需の下でコア物価は落ち着いた動きを続けるでしょう。今年通年の総合消費者物価は前年比+2.5%前後と昨年との+2.1%を上回りつつ、政府目標の+3%以内の伸びとなると予想されます。

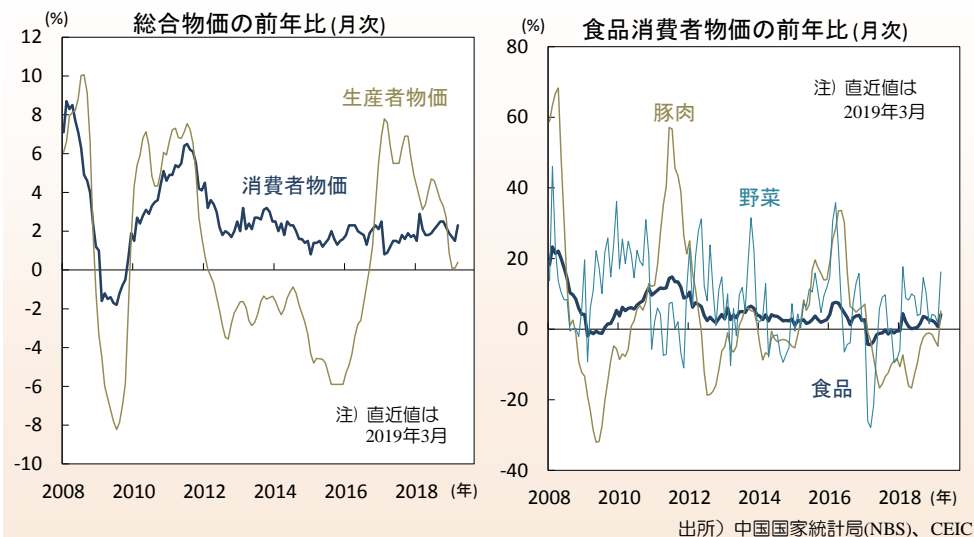
予想以上の景気回復や物価の上昇を受けて、市場参加者の一部は早期の金融緩和解除を警戒。GDP統計公表直後の金融調節でPBoCが長期資金の供給を抑制したこと、共産党政治局会議の声明が金融緩和の終わりを連想させたこと等が背景です。4月上旬より、PBoCの姿勢は微妙に変化。4月12日の金融政策委員会(四半期)の声明は、相応で十分な流動性を供給しつつ「金融システムを流動性で溢れさせはしない」と前回12月の声明にはなかった文言を追加し、反循環的措置(景気支援)を「維持する」と前回の「強化する」を修正しました。PBoCの易綱総裁は、3月上旬の会見で預金準備率(RRR)は既に何度も引下げられており(図4左)、追加引下げの余地は小さいとも発言しています。

● 資金供給オペは対象を絞ったものに変化

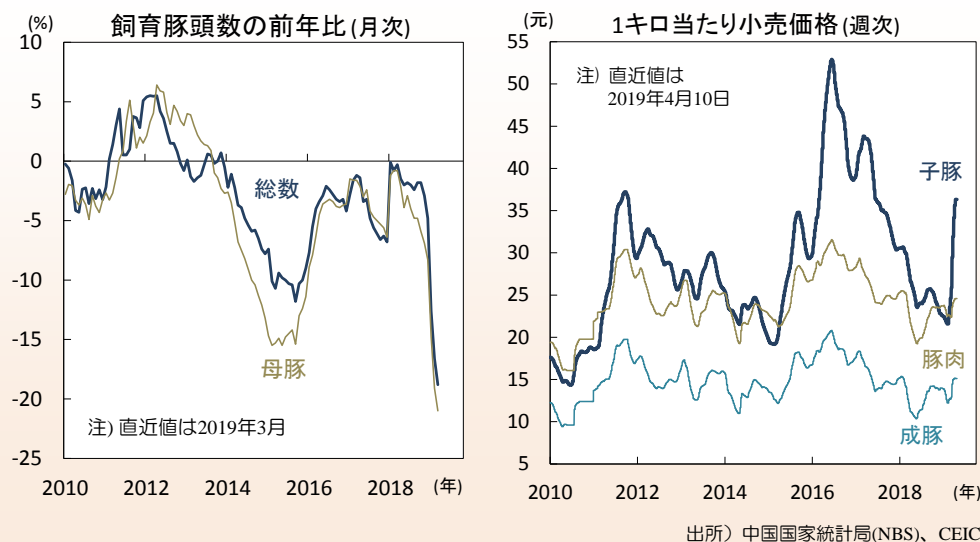
4月17日に3,665億元の中期貸出制度(MLF)貸出の期限が到来した際、PBoCは2,000億元のMLF貸出(1年物、金利3.3%)と1,600億元のリバース・レポ(RRP、1週間物)による資金供給を実施。MLFの満額更新や預金準備率(RRR)引下げによる資金供給を行わず、1年物の資金供給額を抑えました。その後、4月24日に1,600億元のRRP期限が来ると、2,674億元の標的型中期貸出制度貸付(TMLF、1年物で2年間延長が可能、金利3.15%)を実施。TMLFは民間中小企業への貸付比率の高い銀行に低利で貸付を行う制度です。

PBoCの金融調節は、全般的な流動性供給から対象を絞った供給へとシフトしており、これは政府と共産党の方針に沿ったものとみられます。4月19日の共産党中央政治局会議の声明は、1-3月期の経済は予想以上に堅調であったと記述。経済には下押し圧力があるが主に構造的な要因によるとし、景気循環の下振れに対する刺激策より経済構造の改革を重視する姿勢を示唆しました。声明には前回見られなかった「構造的債務削減(デレバレッジ)」という言葉が登場。景気底打ちを受けて、国有企業の過剰債務削減に取り組む姿勢を示唆したものでしょう。また、習近平主席による「住宅は住むところであり投機の対象でない」との言葉への言及も声明に復活しました。

【図9】消費者物価は3月に加速(左)、上昇する野菜と豚肉の物価(右)



【図10】豚コレラ感染に伴って飼育頭数が減少し(左)、子豚価格が上昇(右)



● 景気回復や国債増発などを受けて市場金利は上昇

景気底割れも懸念される中で1-3月には多額の貸付が行われたものの、その一部が不動産市場や株式市場に流入して資産価格を押し上げたことは明らかです。当局は両市場での投機的な動きを警戒。今後の資金供給は、民間中小企業等に目的を絞ったものにする意向とみられます。4月17日の国務院(内閣に相当)で、李克強首相は民間中小企業向け与信の促進を提唱。(1)PBoCによる再貸付/再割引制度の拡大、(2)中小銀行向け預金準備率(RRR)の引下げという手法を提案。PBoCによるMLF貸出の縮小とTMLF貸出の拡大も、こうした方針に沿ったものと考えられます。

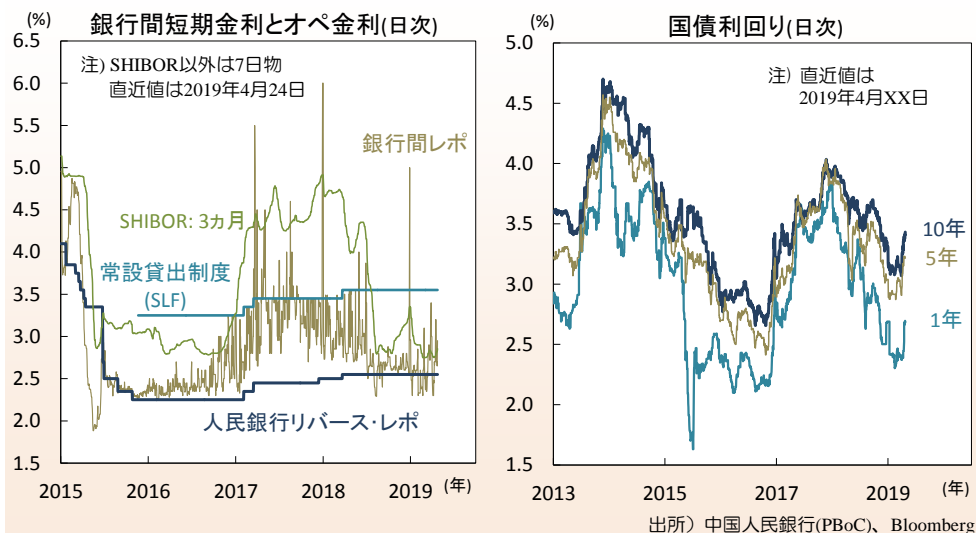
足元では銀行間短期金利が上昇し(図11左)、国債利回りも年初より短期から長期にかけて上昇(図11右)。減税等に伴う財政赤字拡大による国債増発や、インフラ投資支援のための特別地方政府債の増発と前倒し発行によって債券需給が悪化するとの見通しが国債金利を上げています。短期金利の上昇は、予想以上の景気回復に伴って緩和的な金融環境が変化すると連想によります。PBoCは株式や不動産市場での投機的な動きを警戒し、流動性の供給をTMLFなど対象を絞ったものにシフト。当面は法人税納税等もあり、短期金利は上昇しやすい地合いが続くと予想されます。

● 人民元相場は今後も当面堅調に推移か

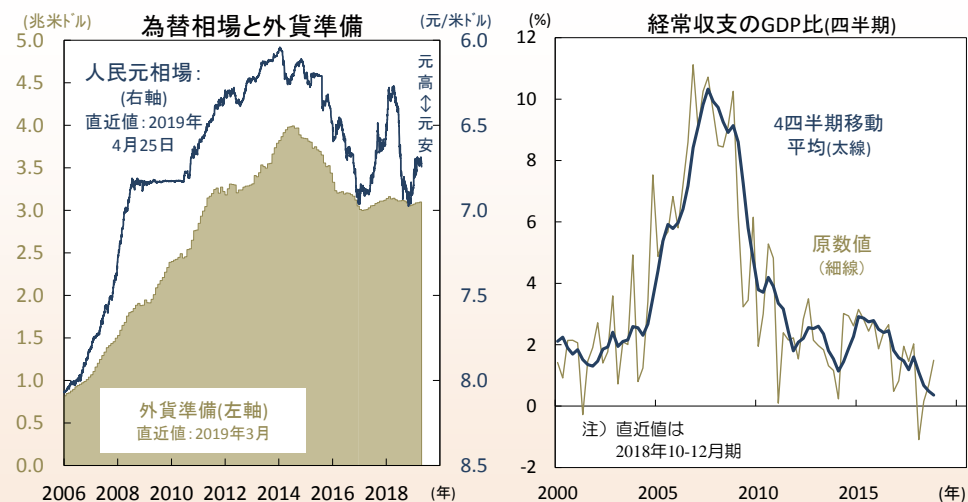
国内人民元(CNY)は、今年初より4月25日にかけて対米ドルで+2.0%上昇(図12左)。昨年の▲5.4%下落を経て堅調に推移しています。近年経常黒字幅がすう勢的に低下する一方(図12右)、足元では証券投資資本などが堅調に流入し、相場を支えています。

主要な国際債券指数のBBGA(Bloomberg-Barclays Global Aggregate Index)は、今年4月より人民元建ての国債と政策銀行債の組入れを開始。来年11月まで20ヵ月かけて同債券の比重を指数の6%に引上げる予定です。また、BBGAと並ぶ主要債券指数のWGBI(FTSE-Russel World Government Bond Index)も人民元建国債の組入れの検討を開始。これに加えて主要な新興国債券指数のGBI-EM(JPMorgan World Government Bond Index-EM)も将来同国債を組入れた場合、総額1,500億ドル前後の資本が同国市場に流入すると予想されます。また、代表的な新興国株価指数のMSCI-EMも人民元建て株式(A株)の組入れを開始。今年11月にかけて指数に占める同株の比重を3.3%に高める予定です。指数組入れに伴う証券投資資本の流入は中期的な相場押し上げ圧力となるでしょう。加えて、現在は米中通商交渉が進行中。両国の対立の緩和と対話の進展は、元相場の支援材料です。人民元相場は、当面堅調に推移すると予想されます。(入村)

【図11】短期金利は足元で上昇(左)、国債利回りも年初より上昇(右)



【図12】年初より堅調な人民元相場(左)、経常黒字幅はすう勢的に低下(右)



出所) 中国人民銀行(PBoC)、CEIC、Bloomberg

【アジア・マーケット・ウォッチ】(1) 株価

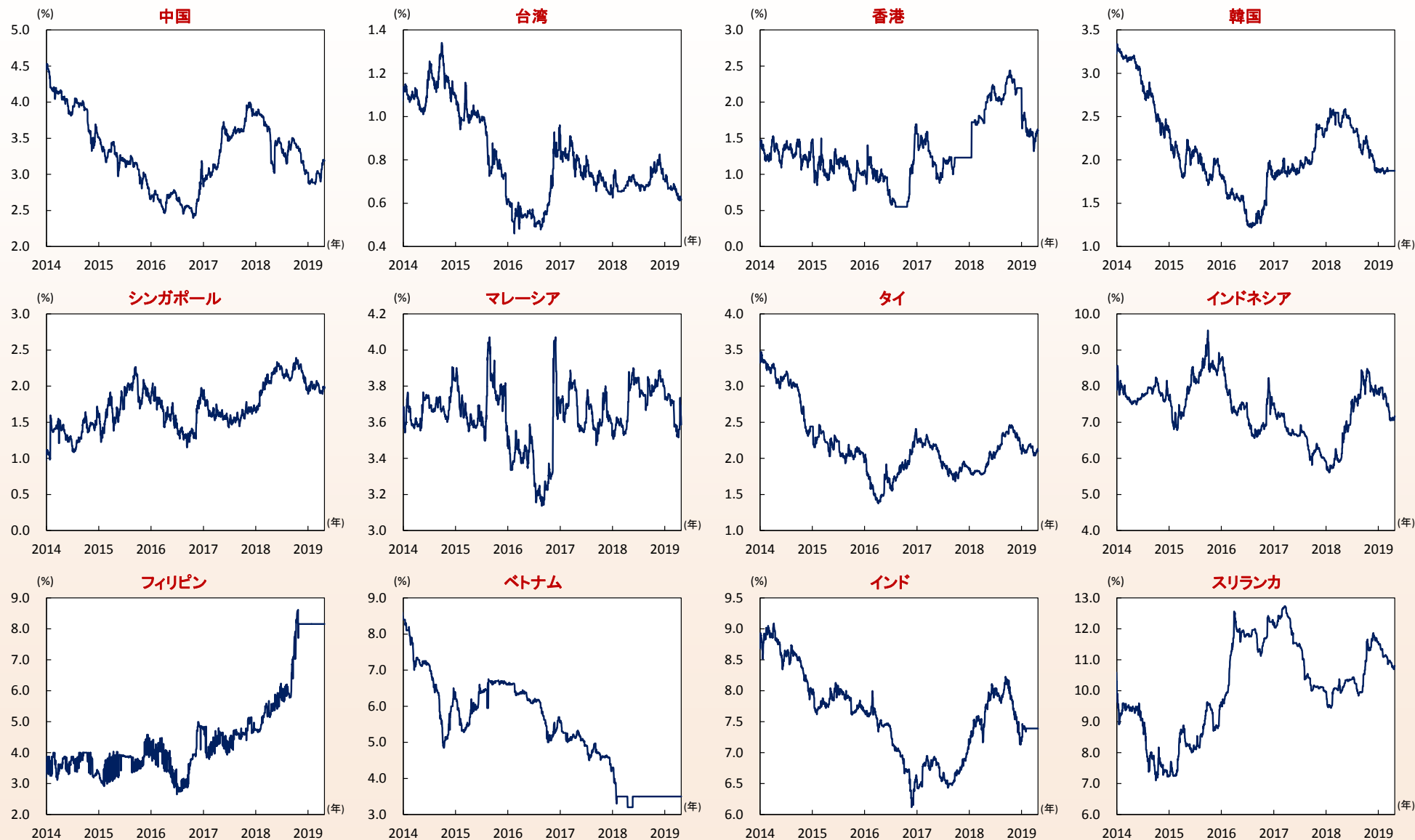


注1) 直近値は、2019年4月25日。

注2) ベトナムとスリランカはMSCIフロンティア・マーケット インデックス、その他はMSCI オールカントリー・ワールド インデックスの国別指数（現地通貨ベース、配当込み）。

出所) MSCI、Bloombergより当社経済調査室作成

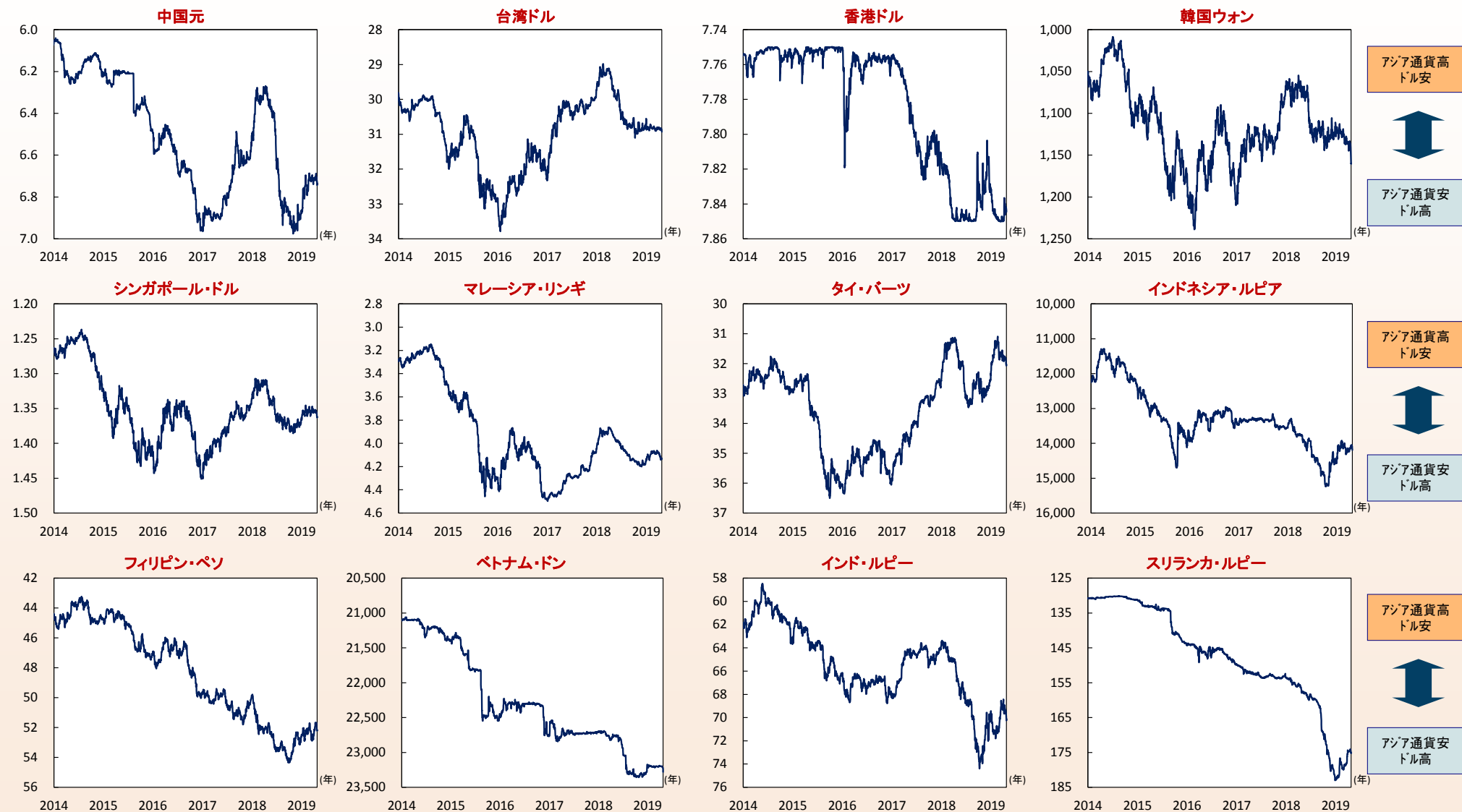
【アジア・マーケット・ウォッチ】(2) 自国通貨建国債利回り



注) すべて5年国債利回り、直近値は、2019年4月25日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

【アジア・マーケット・ウォッチ】(3)アジア通貨の対ドル相場



注) 単位は、アジア通貨/米ドル(1米ドル=アジア通貨)、直近値は、2019年4月25日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料は、投資環境等に関する情報提供のために三菱UFJ国際投信が作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。本資料は、投資勧誘を目的とするものではありません。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。（作成基準日: 2019年4月26日）
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況または作成時点での見通し・分析であり、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また、税金・手数料等を考慮していません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の三菱UFJ国際投信戦略運用部経済調査室の見解です。また、三菱UFJ国際投信が設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。

本資料中で使用している指数について

MSCI オールカントリー・ワールド インデックス、MSCI エモフィア・マーケット インデックスに対する著作権およびその他知的財産権はすべてMSCI Inc.に帰属します。Markit Economics Limitedの知的財産権およびその他の一切の権利はMarkit Economics Limitedに帰属します。



三菱UFJ国際投信

三菱UFJ国際投信株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404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