

中国景気の楽観論は本物か？

Topics

- ▶ 中国景気の底打ちを示す指標が増えてきており、市場でも年央以降の景気持ち直しがコンセンサス化
- ▶ しかし、当局の財政政策および金融緩和の余地が小さく、景気の下押し圧力の大きさを考慮すると、中国景気を楽観視することは難しいと考えます。
- ▶ 足元の中国景気は、ゼロコロナ政策や不動産規制を中心とした当局の政策により大きな下押し圧力を受け、政策不況下にあると判断されます。当局の政策次第では中国景気が回復する可能性もあるため、世界経済への影響も大きい中国のゼロコロナ政策の行方が注目されます。

エコノミスト 須賀田 進成

中国景気の楽観論が出つつある

中国景気の底打ちを示唆する統計が増えていています。経済統計の市場予想と実績とのギャップ（＝サプライズ）を示すエコノミック・サプライズ指数は昨年10月以降上向き、プラス圏での推移を続けています（図表1）。これは市場予想対比で強い経済指標の発表が続いていることを意味しており、中国景気が最悪期を超えつつある可能性を示唆しています。

1-3月期については、国内での感染拡大への対応で行動制限措置が再導入されたため、景気の下押し圧力が一時的に強まるという見方が大勢です。しかし、その後は景気を持ち直しを見通す声も出始めており、ブルームバーグの調査では年央以降の景気を持ち直し見通しが大勢となっています。

こうした中国景気の改善シナリオの背景には、主に①中国人民銀行（PBOC）の金融緩和と信用の回復、②景気安定化を最重要方針として掲げる当局による今後の各種政策策、③5年に一度の党大会を控える政治スケジュールの存在、といった3つの景気下支え要因の存在が挙げられます。

まず金融緩和ですが、PBOCは昨年12月に1年物LPR（最優遇貸出金利）の利下げを行って以降、1月にも再度利下げを行い、緩和姿勢を明確にしています。12月以降の利下げ幅はわずか0.15%ptと小幅ですが、金融緩和により一定程度の景気支援効果が今後期待されます。景気に先行するクレジットインパルス（GDP比の与信の伸びの前年同月差）に底打ちの兆しがみられることも一つの材料と受け止められています（図表2）。今後も金融緩和の効果が顕在化し、信用の伸びの上向き推移が続くと思われる、中国景気の回復をサポートするとの見方が多くあります。

続いて、当局の政策支援ですが、当局は昨年12月の中央経済工作会议にて、2022年の経済政策方針を『景気の安定化重視』としました。同会議以降、昨年後半の中国景気を冷やしていた不動産規制の一部緩和や消費刺激や減税などへの当局高官の言及が増えていています。こうした中、当局の政策支援への期待が高まっています。

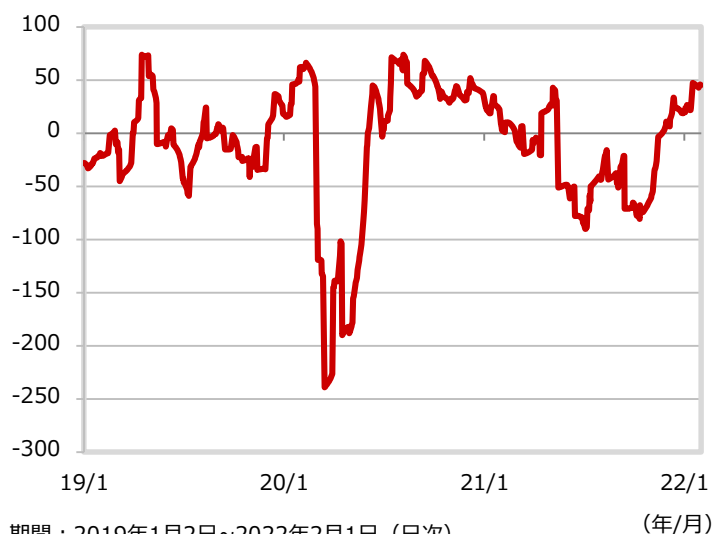
これらに政治スケジュールも重なります。今年は5年に一度の党大会があり、習近平氏による異例の3期目突入の決定および指導部人事という大きな政治イベントを控えます。この政治スケジュールの下、習氏がこれ以上過激な引き締め策を出すとは考えにくいという、地方のトップ層も昇進を狙い、景気の安定化に努めるという見立てが多くみられます。地方政府の多くは高めの成長率目標を公表しており、今年は景気支援に本腰を入れて取り組むという見方が台頭しています。

次ページへ続く

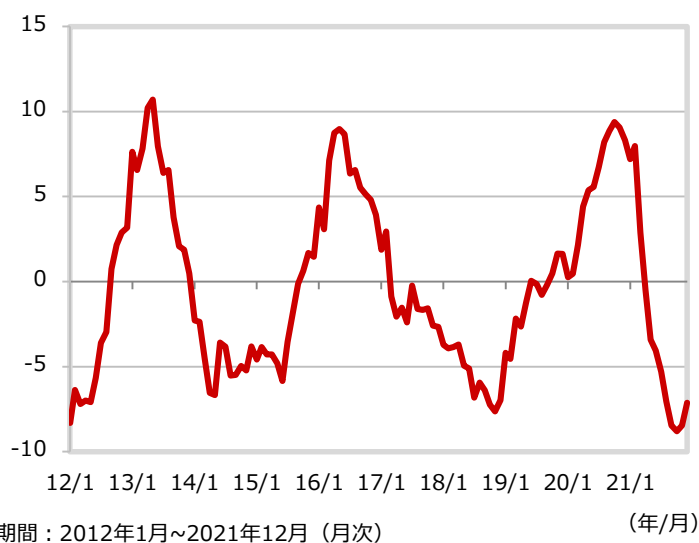
※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※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 中国のエコノミックサプライズ指数の推移



図表2 クレジットインパルス（前年同月差）の推移



中国景気の楽観シナリオには死角もある

筆者も1-3月期が一旦景気の底となり、4-6月期以降の中国経済の持ち直しを基本的なシナリオとして想定しています。しかし、このシナリオには何点か楽観的な前提もあり、市場でコンセンサスとなっている2022年通年で前年比+5.2%（ブルームバーグ調査、2022年2月2日時点）の成長率予想は、楽観方向に傾斜している可能性があると考えています。

景気の持ち直しを見込むうえで、当局による景気支援の役割は大きいものの、その余地が限られている可能性があります。

財政余力については、不動産規制により関連投資が減速する中、地方政府の財源の大宗を占める土地利用権の譲渡収入の鈍化が財政余力を狭めることが懸念されています（図表3）。

当局が不動産規制を強めたことで2021年の土地利用権譲渡収入は前年比+3%程度の伸びと過去対比で低い伸びとなっています。今年も不動産開発投資向けの融資の伸びに事実上の上限が定められている状況下、土地利用権譲渡収入が伸びない状況が続く、地方政府の財政余力を狭めると考えられます。従って、大胆な消費刺激などの実施への期待はしづらいというのが実情でしょう。

また、金融政策については、PBOCはコロナ禍前の2019年後半から利下げを続けています。インフレ率を差し引いた実質政策金利は、豚肉価格の上昇でインフレ率の高かった2019年秋頃からコロナ対応が続いた2020年前半を除く期間で見れば、ほぼ下限と同水準まで低下しており、既に低水準にあると解釈できます（図表4）。こうした状況下、PBOCが追加利下げを継続的に行う可能性は低いと考えられます。米国と中国との金融政策の方向性の乖離があることも、ある程度利下げの余地を限定的にすると考えます。

政策不況に対して中国当局は何をすべきか

足元の中国景気鈍化を引き起こしている主たる要因に目を向けると、①不動産投資の抑制政策、②ITなど新興産業への規制、③ゼロコロナ政策の継続、といった政策対応によるものが浮かび上がり、中国景気は政策不況に陥っていると言えるでしょう。

こうした状況下、財政および金融政策余地が小さく、中国景気への楽観姿勢は取りにくいというのが筆者の現状の考えです。ただし、中国経済が政策不況下にあるということは、景気を下押ししている政策のいずれかが転換された場合、ある程度景気の回復に寄与するとも考えられます。

では、上述の政策の内、現実的かつ効果の大きいものはどれでしょうか。不動産規制については、規制撤回の効果が大きいことは明白なものの、投機抑制姿勢が転換するとは考えにくく、抜本的な撤回の可能性は低いと思われます。また、IT等新興産業への規制についても、同産業が急速に影響力を強めていたことへの当局の警戒感があるとみられ、こちらも大きく方向転換することは期待しづらいと考えています。残るゼロコロナ政策については緩和がある程度現実味があり、かつ効果も大きいと考えています。

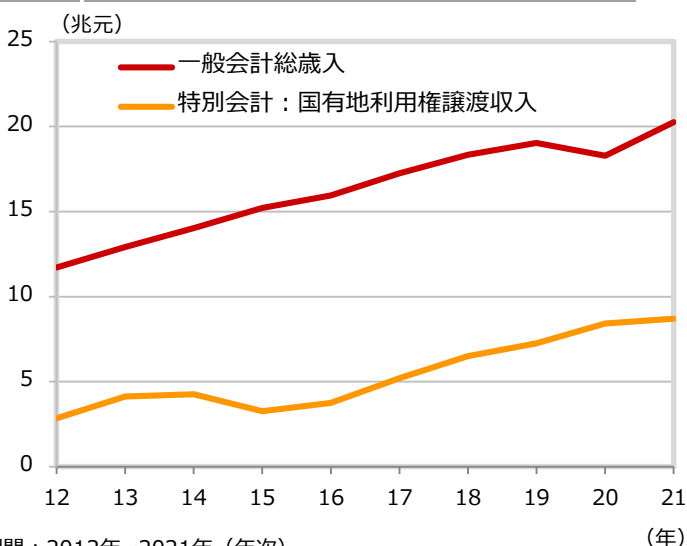
ゼロコロナ政策による度重なる行動制限は消費を抑えている他、工場の操業停止など供給網の混乱にも繋がってきました。同政策の緩和/転換による効果は大きい上、国内のワクチン普及が進む中、現実味があると思われます。

同政策について、衛生当局にあたる国家衛生健康委員会は「現状の衛生政策を緩和する意向はない。」と政策の緩和を否定しています。その根拠として、当局は新たな変異株が強毒化する可能性があることや依然中国の免疫獲得状況が途上であることを挙げています。（図表4下へ続く）

※巻末の投資信託に係るリスクと費用および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。

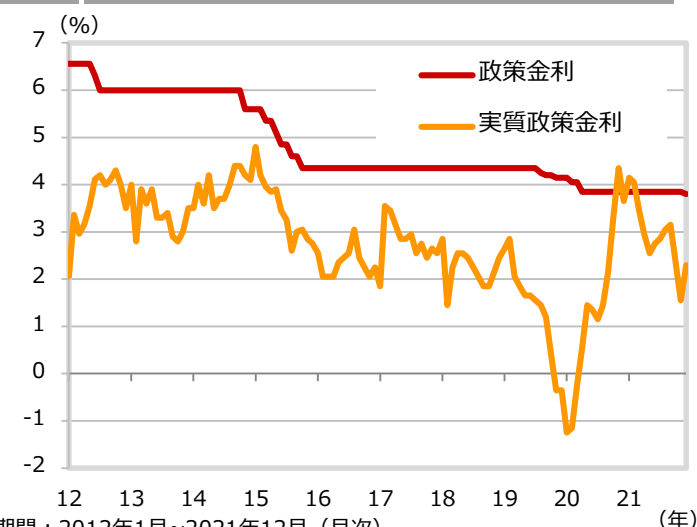
図表3 中国の歳入の推移



期間：2012年～2021年（年次）

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4 実質政策金利の推移



期間：2012年1月～2021年12月（月次）

注：中国の政策金利は2019年7月まで貸出基準金利1年物。それ以降はLPR1年物。実質政策金利は政策金利をCPIで実質化。

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

今年もコロナ対応が最大の不確実性に

中国のコロナ対応の成否は中国経済だけではなく、世界経済にも大きなインプリケーションを持ちます。仮に中国がゼロコロナ政策を緩和する場合、前述のように供給網の正常化を加速させる可能性があり、インフレ圧力の低下にもつながります。反対に、中国がコロナ対応に失敗し、より強固な行動制限措置が導入される場合は、国内景気にはもちろん、供給制約の強まりを通じて世界経済にも大きな下押し圧力が掛かることになるでしょう。

当局がどのようなタイミング、条件でコロナ対応方針を緩和するかは予想が困難です。少なくとも習氏の人事が確定する党大会までは、現行の政策が維持されるというものが大方の見方になっていますが、それ以外のタイミングとしては3月の全人代後やオミクロン株の流行が一服してからなども考えられます。

当局の金融緩和および財政余地が限られる中、コロナ対応次第で今年の中国景気のシナリオが大きく変わることになります。こうした中、ゼロコロナ方針の撤回とまではいかなくとも、行動制限の厳格度を緩めるなど柔軟な対応が中国当局に求められます。

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。