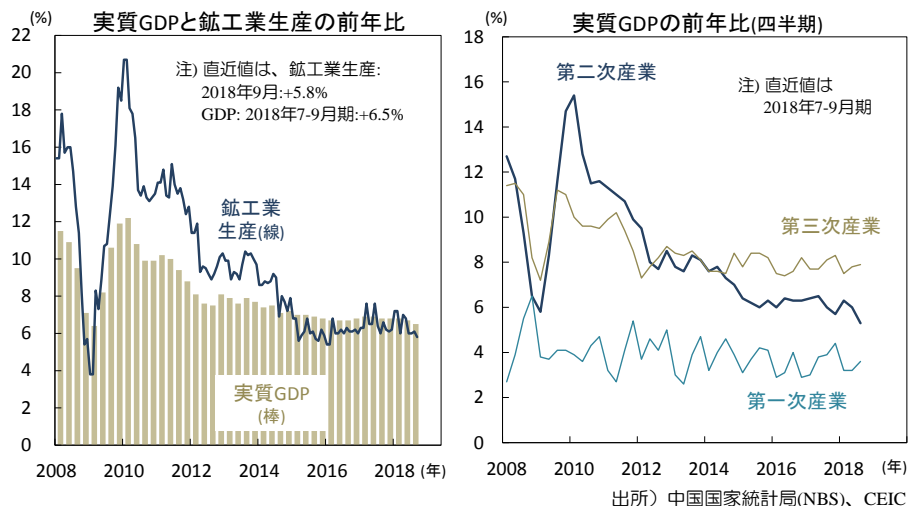


中国：市場予想以上の景気鈍化は政府による更なる景気刺激策を促すのか

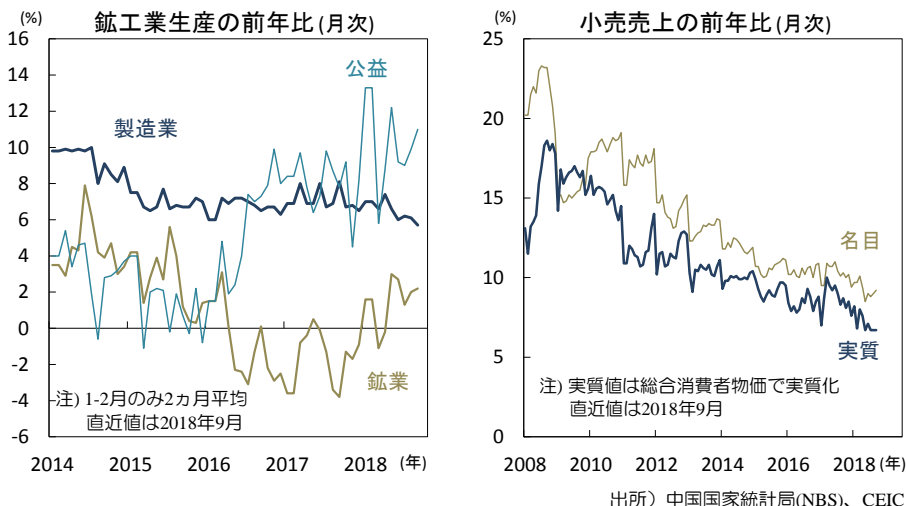
【図1】 製造業など第二次産業の不振に伴ってGDP成長率が鈍化



先週19日、中国政府は7-9月期の実質GDPが前年比+6.5%と前期の+6.7%より鈍化し(図1左)、市場予想(Bloomberg集計中央値)の+6.6%を下回ったことを公表。同成長率は、国際金融危機(リーマン・ショック)の直後の2009年1-3月期以来の低水準となりました。

産業別では、第三次産業が同+7.9%と前期の+7.8%より加速し、第一次産業も同+3.6%と前期の+3.2%を上回ったものの、第二次産業が同+5.3%と前期の+6.0%より鈍化(図1右)。自動車生産の低迷や建設投資の不振等が背景とみられます。同時に公表された9月の月次景気指数は、生産が鈍化し投資と小売が加速するなどまだら模様でした。中秋節の前スズで今年9月の営業日数が前年を下回り、生産を下押しし消費を押し上げた模様です。鉱工業生産は同+5.8%と前月の+6.1%より鈍化。鉱業と公益が加速した一方で、製造業が同+5.7%と前月の+6.1%より鈍化しました(図2左)。製造業では、鉄鋼・非鉄金属や電器が加速したものの、自動車は鈍化。底堅い住宅投資が建材需要を上げた一方で、国内自動車販売の低迷が同生産を下押ししたとみられます。

【図2】 実質小売売上高の伸びは足元横ばいで推移(右)



小売売上高(名目)は同+9.2%と前月の+9.0%より上昇。もっとも消費者物価の上昇に押し上げられており、同物価を割り引いた実質値は同+6.7%と前月と同水準でした(図2右)。スマートフォン新モデルの導入等に伴って通信機器が加速し、食品、日用品、家電製品、衣類等も前月を上回ったものの、自動車や宝飾品が鈍化。消費者信頼感の低下に伴って耐久財の需要が鈍化しており、自動車に関しては減税措置の期限切れ等も影響しました。今後も増加する家計債務等が消費の伸びの重石となるとみられます。

都市部固定資本投資(名目、単月換算)は、前年比+6.1%と前月の+4.6%より加速。インフラ投資が同▲1.8%と3ヵ月連続のマイナスながら前月の▲4.3%より下げ幅を縮め、不動産投資は同+8.9%と前月の+9.3%より鈍化、製造業投資は同+16.3%と前月の+8.7%より急伸しました。インフラ投資は、地方政府債務の膨張を懸念した当局の措置によって今年前半より低迷。官民協働(PPP)型インフラ投資において、地方政府による民間主体への債務保証や民間出資分の買取保証などの不正が横行していたことが背景です。

● 今後は低迷するインフラ投資が回復し不動産投資が鈍化か

当局は前述の違法なPPP投資の中止を命じ、インフラ投資は今年前半より急減しました(図3左)。また、インフラ投資資金の調達を担ってきた地方政府系ノンバンク(融資平台:LGFV)の調達環境も悪化。当局が金融システムの健全化に取組み、ノンバンクと信が低迷した影響です。もっとも、インフラ投資の急減速を懸念する当局は、地方政府債を増発させ、銀行によるインフラ投資資金の融資を指導。違法なPPP投資の取締りが一巡しつつある中で、今後はインフラ投資の緩やかな回復が予想されます。

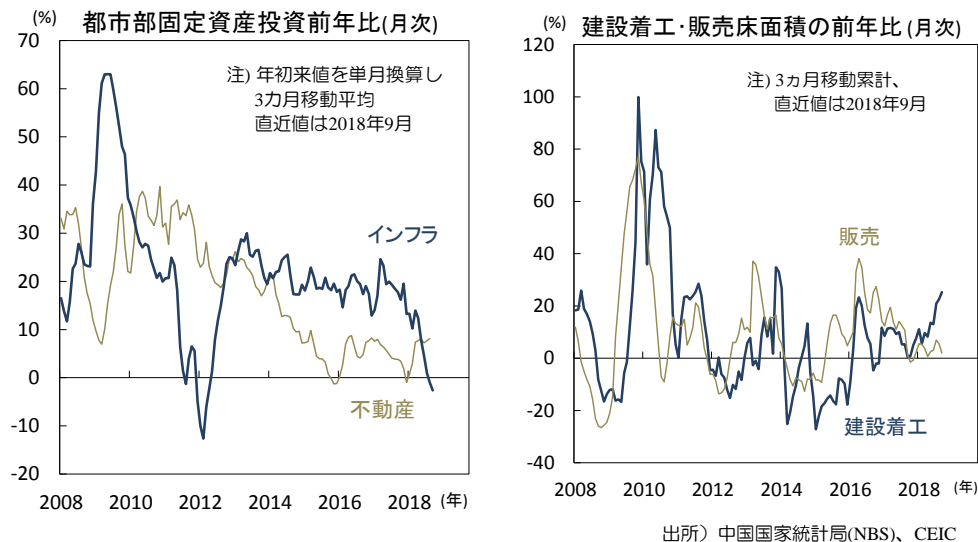
一方、底堅い不動産投資は、住宅建設着工の堅調な伸びや政府による地方の貧民街再開発計画等に支えられてきました。同計画は、2014年に中国人民銀行(PBoC)が導入した担保付補充融資制度(PSL)の利用に伴って急伸。PSL資金は政策銀行を経由して解体される住宅の住民への給付金となり、新築住宅の購入等に用いられます。中小規模の地方都市では、住宅販売と住宅建設投資が伸び住宅価格が上昇。住宅価格の高騰が問題視され強い規制の下にある大都市とは状況が異なります。もっとも、全国レベルの住宅建設着工(床面積)は高い伸びを続ける一方で、住宅販売は低迷(図3右)。公有地売却も足元で鈍化しており、今後は不動産投資の緩やかな減速が予想されます。

● 政府による追加刺激策が景気の鈍化を和らげる見込み

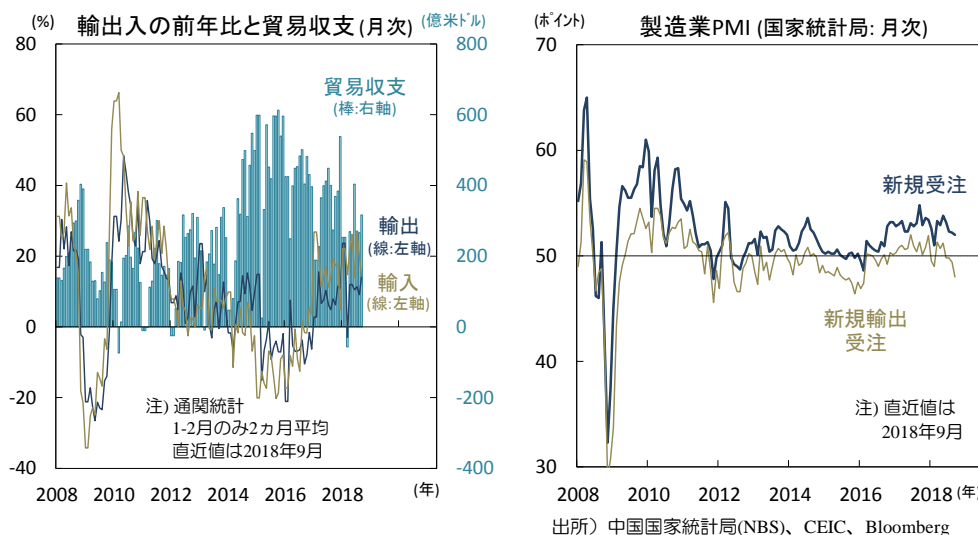
9月の輸出(名目米ドル)は前年比+14.5%と前月の+9.1%より加速(図4左)し、地域別では対米輸出が同+14.0%と前月の+13.2%より加速しました。9月の製造業購買担当者指数(PMI、政府統計局)では、新規輸出受注が48.0と前月の49.4より低下(図4右)。市場参加者は米中貿易摩擦に伴う対米輸出の減速を懸念したものの、とりあえず杞憂に終わりました。もっとも、米国の対中輸入2,500億ドルに対する制裁関税率は、現行の10%から来年1月には25%に上昇。今回の対米輸出の加速の一部は税率引上げ前に行われた駆け込みによるとみられ、来年初以降の輸出の反動減も懸念されます。

米中貿易摩擦の激化に伴って企業の景況感が悪化し設備投資が鈍化することも見込まれる中、政府は今後景気刺激策を強化すると予想されます。銀行の預金準備率(RRR)の追加引き下げ、付加価値税(VAT)や法人税の減税、インフラ投資等のための特別地方政府債の発行枠の引上げ、自動車減税の再導入等が行われる可能性が高く、一連の措置によって景気鈍化の速度が和らげられるでしょう。今年10-12月期のGDP成長率は+6.4%と7-9月期の+6.5%より鈍化し今年通年の成長率は+6.6%と昨年の+6.9%より低下、来年通年では+6.2%と更に成長率は鈍化すると予想されます。(入村)

【図3】住宅着工が延びる一方で住宅販売は鈍化(右)



【図4】足元堅調な輸出だが、新規輸出受注は近い将来の鈍化を示唆



・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。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成した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。
- 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おりません。
- 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。



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