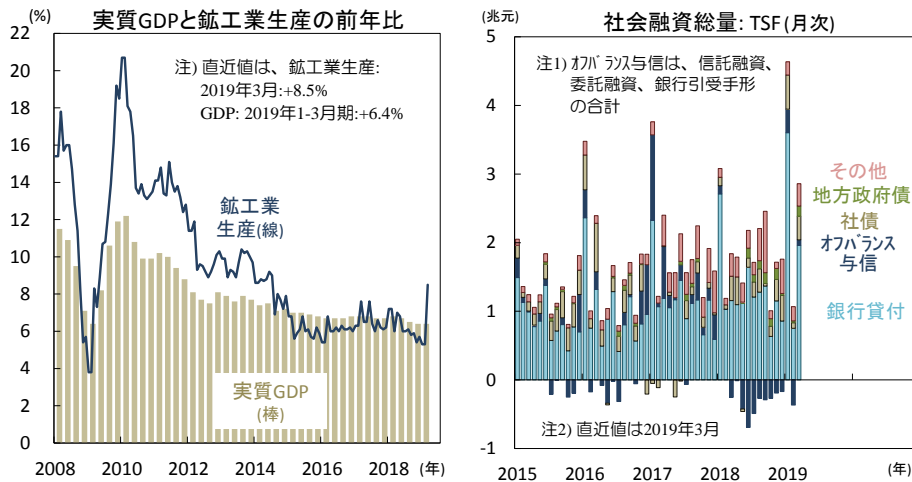


## 中国：予想外の景気の急回復に伴って、景気底割れの懸念が後退

【図1】急反発する鉱工業生産(左)、急伸する銀行貸付の伸び(右)

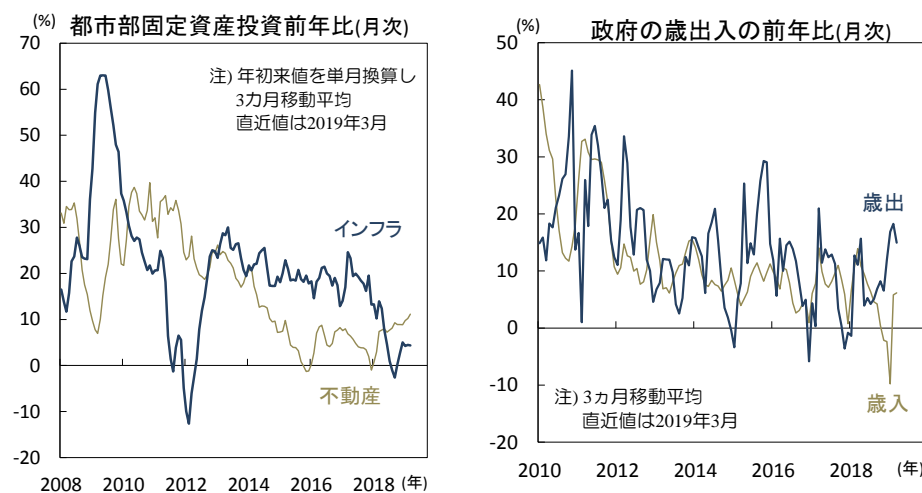


出所) 中国国家统计局(NBS)、中国人民銀行(PBoC)、CEIC

先週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。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がり、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。一時的な要因による押し上げもあれど、景気の回復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、輸出が予想外の回復を見せ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1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2左)。

【図2】底打ちしたインフラ投資と堅調な不動産投資(左)



出所) 中国国家统计局(NBS)、中国財政部、CEIC

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(14.5%→14%→13.5%)。一方、政府は財政面から景気を刺激しました。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2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、低迷するインフラ投資を回復させるために、同投資資金の調達手段である地方政府特別債の発行枠も上げました。

## ● 当局の指導の下で1月以降は銀行貸出が急伸

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。

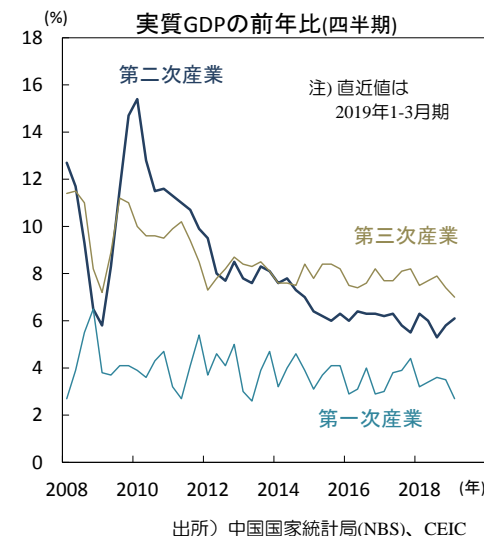
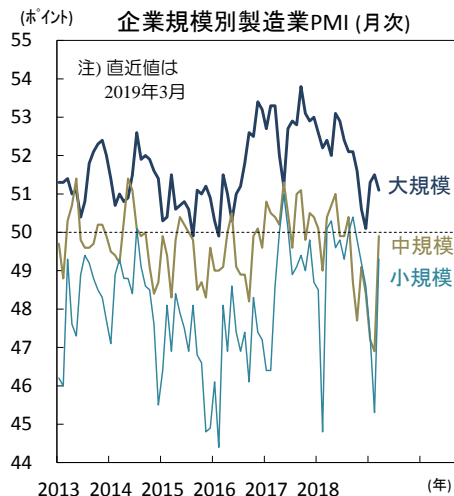
今年1月以降は、当局の指導の下で銀行貸付等の伸びも急加速しました。3月の社会融資総量(TSF)は前月比+2.86兆元増と前月の+0.70兆元より急増(図1右)。同残高の前年比は+10.7%と前月の+10.1%より加速しました。人民元建て銀行貸出は前月比+1.96兆元と前月の+0.76兆元より急増。企業向けが+1.07兆元、その内長期貸出が+0.66兆元であり、企業の資金需要は回復している模様です。手形割引を除く短期貸出は+0.31兆元と総貸出の3割弱に相当。短期貸付比率の高まりは、国有銀行が長期貸出を避けたがる民間中小企業向けの貸出が、当局の指導の下で増え始めた兆しと考えられます。こうした中、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3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1右)。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。

## ● 不動産市場や輸出の回復を受けて鉱工業生産が急伸

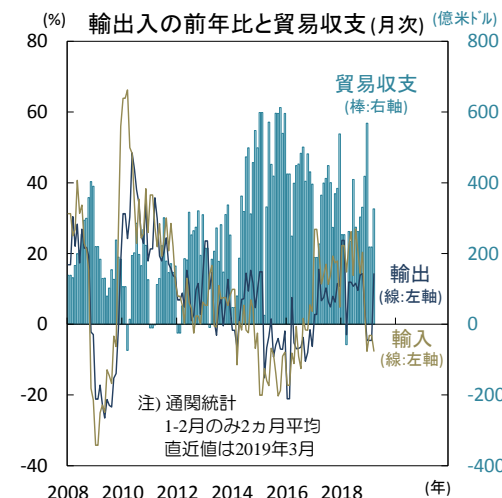
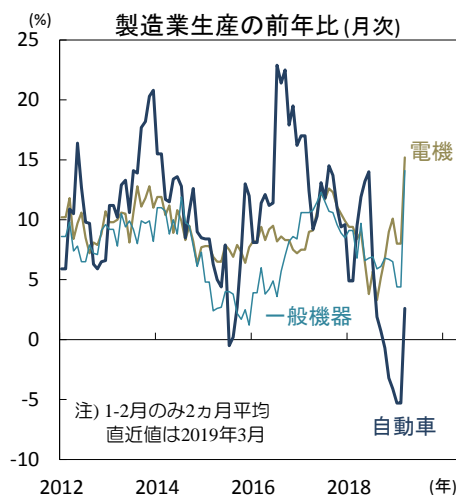
当局による刺激策の効果が浸透し、景気は回復。1-3月期の実質GDPは前年比+6.4%と前期と同率でした。第二次産業が前年比+6.1%と前期の+5.8%より加速し、第一次産業(+3.5%→+2.7%)や第三次産業(+7.4%→+7.0%)の鈍化の影響を吸収(図3右)。鉱工業が+6.1%と前期の+5.7%より加速し、建設業も+6.2%と前期の+6.1%を上回りました。

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月初の増値税(VAT)率引下げ前に企業が中間財在庫を積み増すために前倒しで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。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4左)。3月の輸出の急回復が背景とみられます(図4右)。

## 【図3】足元では中小企業の景況感が急速に回復(左)



## 【図4】電機や一般機器の生産が加速(左)、輸出の伸びは底打ち(右)



## ● 不動産投資が堅調に伸び、インフラ投資も緩やかに回復

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。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5右)。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6左)。米中貿易摩擦に伴う雇用環境悪化の懸念は杞憂に終わっているようです。

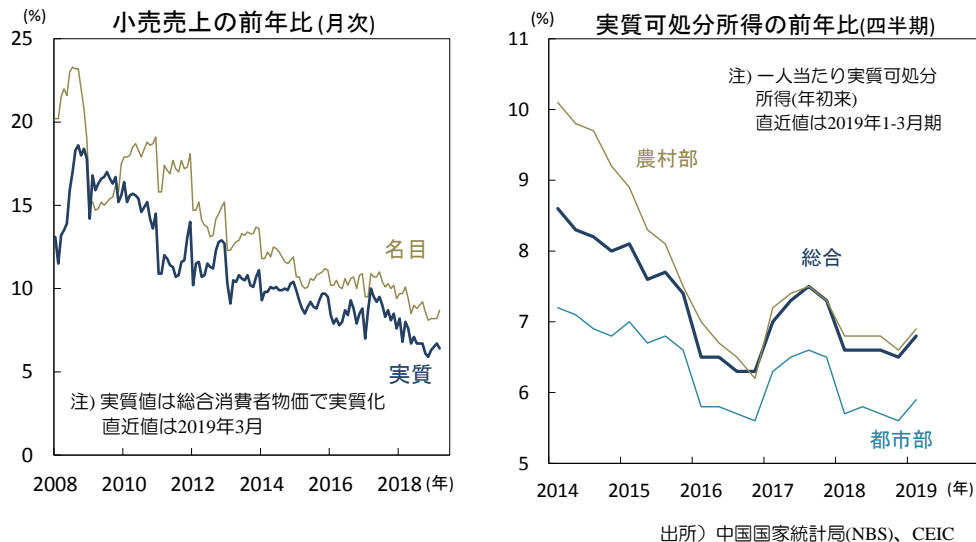
3月の都市部固定資産投資(単月換算)は前年比+6.5%と1-2月の+6.1%より加速。製造業が同+3.7%と1-2月の5.9%より鈍化したものの、サービス部門が+8.4%と+4.9%より上昇しました。製造業部門の不振の背景は生産者物価と企業収益の低迷とみられます。また、不動産投資が+12.0%と+11.6%から加速し、インフラ投資も+4.5%から+4.3%より改善。住宅着工の増加や、地方政府債発行によるインフラ投資資金調達の進展等によります。3月の新築住宅販売(床面積)は前年比+1.8%と1-2月の▲3.2%より反発し、住宅着工も同+18.0%と+6.0%より加速。年初来の貸出の伸びの恩恵は不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による担保付補充貸出(PSL)が抑制されることなどから、市場参加者は不動産市場の鈍化は不可避と考えてきました。

## ● 今後も景気が拡大し、通年成長率は+6.5%前後の見込み

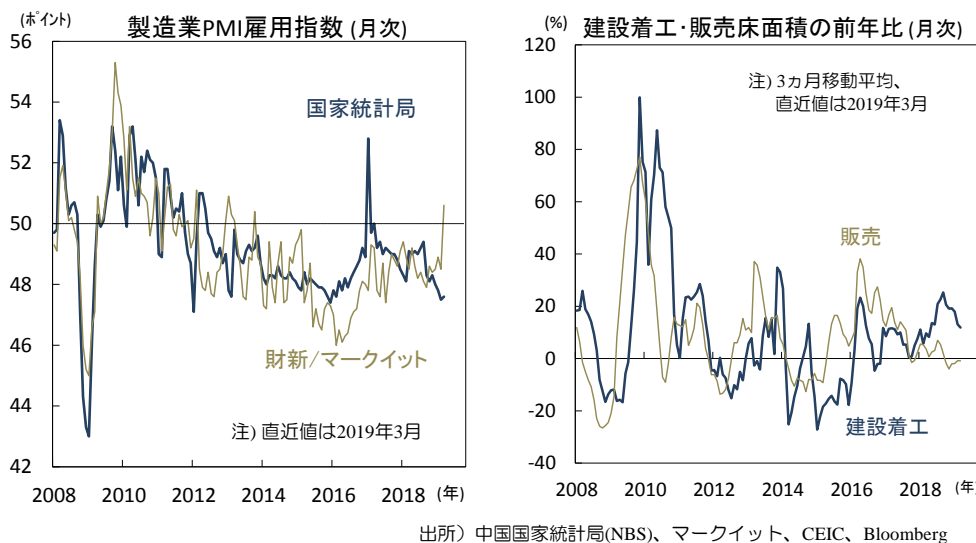
しかし、足元では沿海部の大都市の一部で住宅販売が増加。年初から銀行の住宅融資が伸びていること、一部の地方政府が住宅市場規制の緩和を始めたことが背景です。

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。予想以上の景気回復を見た当局は、今後は刺激策の追加投入を控えるであろうものの、現在は景気回復の初期段階であることを踏まえ、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心理を改善させると考えられます。政府歳出の実行や地方政府による特別債発行が前倒しで行われており、今後は、1-3月期に急伸した銀行貸付の伸びも正常化するため、景気刺激効果は今年末にかけて弱まるものの、減税措置等の効果が時間をかけて浸透する中で景気の減速は穏やかなものとなるでしょう。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%前後と昨年の+6.6%並みの堅調なものになると予想されます。(入村)

【図5】1-3月期の実質可処分所得は実質GDP以上に成長(右)



【図6】改善する雇用環境(左)、底打ちした住宅販売床面積(右)



### ・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