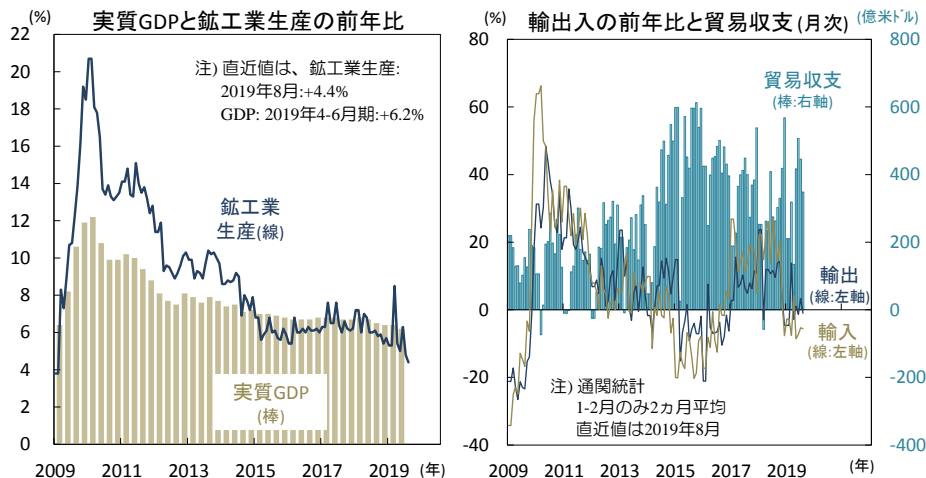


## 中国：強まる逆風と悪化を続ける景気、力不足の政府の景気刺激策

【図1】急減速する鉱工業生産(左)、低迷する輸出入(右)

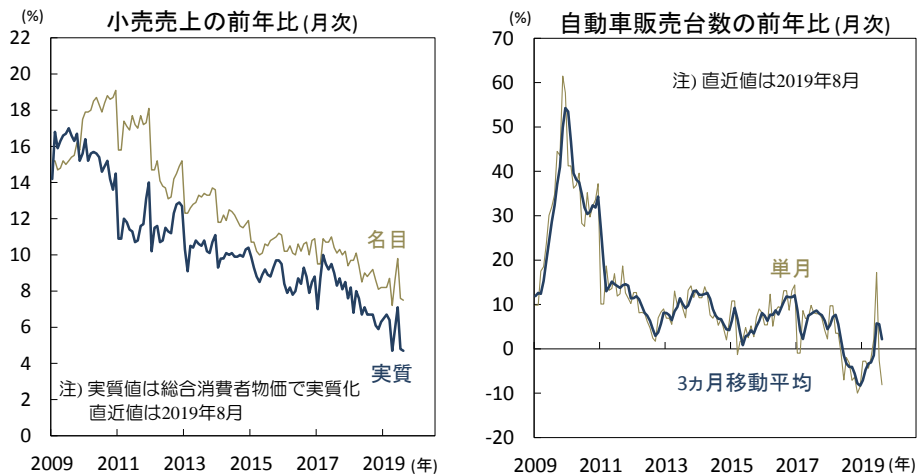


出所) 中国国家统计局(NBS)、中国海関総署(GACC)、CEIC

中国景気の悪化が続いています。先週16日、政府は8月の主要月次景気指標を公表。鉱工業生産、小売売上高、都市部固定資産投資の全てが前月より鈍化し、前月の落込みから反発することを期待していた市場参加者の失望を誘いました。米中の通商摩擦が深刻化するとともに米国向け輸出が急減し、生産者物価の低迷に伴う企業収益の悪化も加わり、企業の景況感も悪化。輸出と投資が落込み景気を下押ししています。

鉱工業生産は前年比+4.4%と前月の+4.8%より鈍化し(図1左)、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+5.2%を下回りました。製造業が同+4.3%(前月:+4.5%)、鉱業が+3.7%(同:+6.6%)、公益が+5.9%(同:+6.9%)と主要部門全てが鈍化。(a)外需の低迷や(b)環境規制の強化の影響とみられます。(a)8月の輸出(米ドル建て)は前年比▲1.0%と前月の+3.3%より反落(図1右)。対米輸出が同▲16.0%と前月の▲6.5%より下げ幅を広げるなど、米中通商摩擦の影響が顕在化しています。輸出の低迷を受け、一般機械が同+0.0%(前月:+0.7%)、電子機器が+4.7%(同:6.1%)と複数の部門の生産が鈍化しました。

【図2】鈍化する小売売上高(左)、急落する自動車販売(右)



出所) 中国国家统计局(NBS)、CEIC

一方、(b)環境規制に関しては、今年10月1日(国慶節)に北京での建国70周年記念式典で軍事パレードを実施。大気汚染による空の曇りを一掃するべく環境汚染型産業の生産停止措置が導入されており、鉱業や金属精錬業の生産を下押ししています。

8月の小売売上高(名目)は同+7.5%と前月の+7.6%より鈍化し(図2左)、市場予想の+7.9%に届きませんでした。自動車販売台数は同▲8.1%と前月の▲2.6%より下げ幅が拡大(図2右)。排出規制強化前の駆込み購入に伴う6月の販売急伸(同+17.2%)からの反動が続いています。その他では、宝飾品や医薬品や家具等が鈍化した一方、建材・装飾財やオフィス機器や化粧品が加速するなど、まちまちな動きとなりました。8月の都市部固定資産投資(名目、単月換算)は同+4.2%と前月の+5.2%より鈍化しました(図3左)。製造業投資が同▲1.6%と前月の+4.7%より反落し、総投資を押下げ。生産者物価の落込み等に伴う企業収益の悪化、減速する内需、低迷する輸出、米中通商摩擦に伴って悪化する企業の景況感や製造拠点の海外移転の動き等が重しとなりました。

## ● 生産者物価がマイナスに転じ、企業収益を下押し

一方、8月のインフラ投資は同+4.9%と前月の+2.3%より加速。北京政府が、同投資の原資となる地方政府特別債の発行枠を引上げ早期の発行を促したことが背景です(図3右)。不動産投資は同+9.9%と前月の+9.1%より上昇。土地購入の加速等が背景とみられます。一方、足元では内需の低迷に伴ってコア物価の伸びが鈍化しています。8月の消費者物価は前年比+2.8%と前月と同率でした。アフリカ豚コレラの感染拡大等から豚肉価格が上昇し食品が同+10.0%と前月の+9.1%を上回ったものの、コア物価が同+1.5%と前月の+1.6%より低下し総合物価の伸びを抑制(図4左)。内需の低迷が背景です。また、総合生産者物価も同▲0.8%と前月の▲0.3%に続くマイナスの伸び(図4右)。約3年ぶりのデフレ入りに伴って企業の売上や収益の下押しも懸念されます。

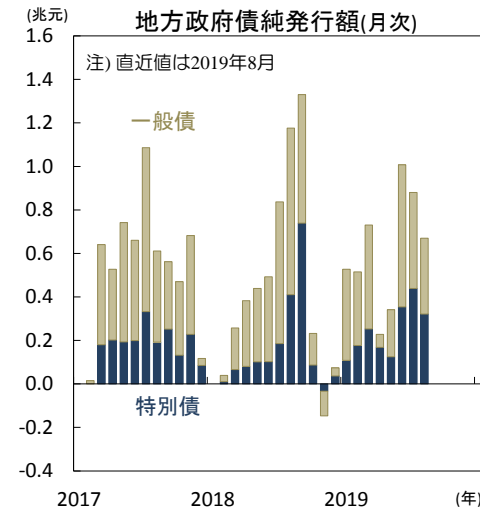
米中の通商摩擦は容易に解消せず、今後も輸出や投資を下押しするでしょう。政府は今年初以降、景気支援のために様々な刺激策を導入。銀行貸付の促進、預金準備率(RRR)の引下げ、銀行の優遇貸付金利(LPR)の制度変更と小幅な引下げ、付加価値税の引下げ等が行われました。しかし、景気は一段と悪化。景気下押し圧力が強いことに加え、大規模な景気刺激を避けようとする政府の姿勢も一因とみられます。

## ● 経済の健全性を重んじるあまり景気刺激策の効果は半減

2009年以降、景気が悪化するたびに当局は短期金利を引下げ貸出を促して景気を支援。この結果、過剰設備や過剰債務が積み上がりました。これを問題視した現指導部は、企業部門の債務を削減し地方政府の債務を抑制し金融規制を強化(ノンバンクや中小銀行のレバレッジを抑制)。足元で景気が悪化する中でも、銀行貸付の加速など企業債務の増加や不動産投機を促しかねない措置を取ろうとはしません。しかし、こうした慎重な姿勢が景気刺激効果を減じているのも事実。規制強化に伴って、堅調であった不動産投資が鈍化する兆しも見えます。8月の新規住宅着工(床面積)は前年比+4.9%と前月の+6.6%より鈍化。不動産開発業者の資金調達に対する規制強化の影響が現れ始めたとみられます。また、地方都市の不動産市場を支えてきた貧民街再開発事業への人民銀行による担保付補充融資(PSL)の供与も、今年3月で打ち切られました。

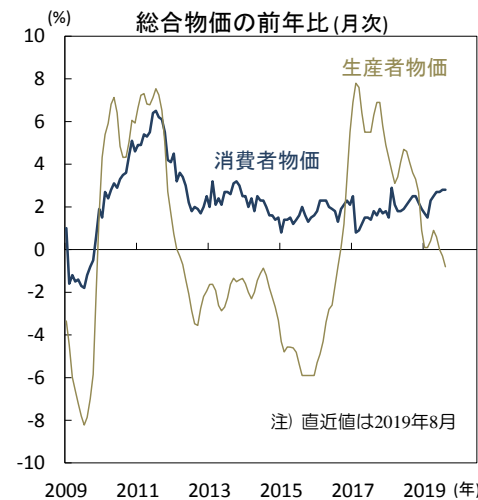
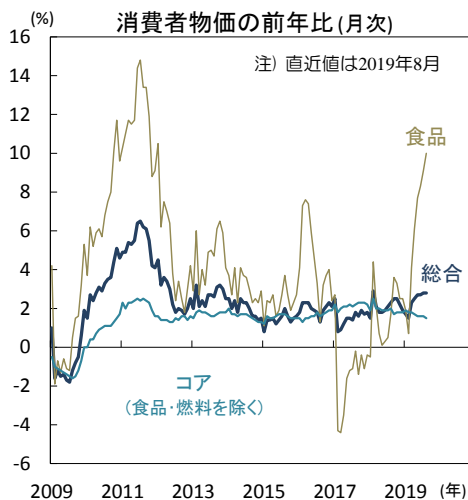
政府が債務増加等の副作用も覚悟の上で大規模な刺激策を導入するには、景気指標の一層の悪化や株値の急落等のショックが必要でしょう。今年上期に+6.3%となった経済成長率は、下期に+6.0%前後まで減速。今年通年の成長率は+6.2%前後と昨年の+6.6%より鈍化し、来年は+5.9%前後と更に鈍化する予想されます。(入村)

【図3】鈍化する投資(左)、インフラ投資の原資となる地方政府債(右)



出所) 中国国家统计局(NBS)、中国人民銀行(PBoC)、CEIC

【図4】7月以降、生産者物価の伸びが約3年ぶりにマイナスに(右)



出所) 中国国家统计局(NBS)、CEIC

### ・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