

invested in insights.

eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company



中国：景気刺激策への 政策転換

Market update

本資料は2025年3月10日にイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料です。

私たちイーストスプリングは3月5日に開幕した中国の全国人民代表大会(全人代、国会に相当。※11日に閉幕)は、中国市場を支える刺激策に向けた重要な政策転換の兆しであると考えています。中国の株式市場では、複数のセクターにわたるファンダメンタルズの改善に注目が集まっているようですが、一方で中国国債にとっては魅力的な投資開始のタイミングが生まれているかもしれません。

全国人民代表大会(全人代、国会に相当)で発表された中国の新予算の詳細に関するアナリストのコメントの多くは、“予想通りか、一部では若干期待を下回るものであった”と評価しています。しかし私たちイーストスプリングのチーフ・エコノミスト、Ray Farrisの解釈では“これは中国市場を支える刺激策への重要な政策転換の先駆けとなる”としています。米国が対中関税率を50~60%に引き上げるという最悪のシナリオを除けば、中国はGDP成長率を4.5%以上に維持するためにあらゆる手段を講じる、と私たちは予想しています。市場では以下のポイントに注目が集まりました。

- これまで(3月10日時点)に発表された内容では、対GDP比での財政赤字の目標が去年は予算案ベースでは2.2%でしたが今年は現金ベースで約9.9%に増加し、さらに広範な財政赤字*は昨年よりも1.7~1.8%増加し対GDP比で約15%に達します。
- アナリストの間で失望を招いた2つのポイントは、①消費財の買い替えを促す補助金プログラムが“わずか3,000億人民元”の倍増であったことと、②国営銀行の資本増強に充てるための特別国債の発行額が“わずか5,000億人民元”であった、という点です。

しかし上記の詳細に焦点を当てすぎると、中国政府が2025年のGDP成長率目標5%に近づくために必要であれば、さらなる対策を講じる構えであることを示しているメッセージを見逃してしまう、というのが私たちの見立てです。実際、政府は必要に応じて活用できる政策措置を留保している、と当局者は一部の取材で述べています。

これは、公共部門の赤字について、政府が最終的に今年のGDPの1.7~1.8%という現在の推定値よりも拡大する可能性があることを示唆しています。またその財源として財政預金の引き出しや他の財政勘定からの振替、さらには長期債の発行を増やすことで資金を調達することも可能です。

今回の発表にあった刺激策は、2008~2010年ほど積極的または大規模なものではなく、景気低迷の突発的な動きに対応する形で断続的に実施される可能性が高いようです。私たちが注目している主要な対策は次のとおりです。➡次ページへ。

* 予算上の公式な赤字だけでなく、地方政府傘下の投資会社である融資平台(LGFV)やその他の準財政活動などの予算外活動や債務も含まれます。この“より広範な指標”は、隠れ負債や間接的な負債を考慮することで、中国政府の財政健全性に関するより包括的な見解を提供します。

政府は、5%のGDP成長率目標に近づくために、必要であればさらなる対策を講じるだろう。

英国ブルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。

最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。

※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第379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

250312(03)

invested in insights.

- 消費の促進に明確に焦点。消費財の買い替え促進に対する補助金の倍増が中心的ですが、政府は年金支給額の増額や生活困窮者向けの新たな給付金の導入も進めています。
- 当局は消費促進のための特別行動計画についても言及しており、これについては今後発表される予定です。それには社会保障制度の強化も含まれる可能性があります。現段階ではその中身についてはやや曖昧なままとなっています。当局は、GDPに占める賃金の割合を上げるような徹底的な構造改革や、社会保障制度の大規模な改革をまだ提案していません。しかし、こうした取り組みは昨年よりはるかに活発になると考えられます。
- 余剰住宅在庫の買い取りに使用できる地方政府の特別債発行を増加。重要な点として、地方政府が不動産に支払う価格の上限が撤廃され、購入とその後の使用に関して地方政府にさらなる裁量権が与えられるという提案がなされています。一部の報道によると、政府は国家不動産安定化基金の設立を検討しているほか、土地使用権と都市居住権の改革を加速させています。
- 今年最初の2ヵ月(1月と2月)のCPIインフレ率が前年同月比でそれぞれ+0.5%、-0.7%だったことを考えると、中国人民銀行(中央銀行)は今年、預金準備率(RRR)と政策金利をそれぞれ50ベースポイント(bp、1bp = 0.01%)引き下げることが高い、と私たちは考えています。
- 民間企業の状況は改善に向かう可能性があります。中央政府は、地方政府による民間企業に対する税金徴収の実態を調査し不当な徴収を抑制し、また地方政府に民間企業への未払滞納金の支払いをするよう圧力を強化する計画を発表しました(これには債務交換プログラムも活用)。また、民間企業による政府案件へのアクセスがより容易になるように支援することも発表しました。これらに関連して、政府はまもなく民間経済発展を促進する法律を可決する可能性があります。実施は徐々に進む可能性が高いですが、それでもこれはポジティブな材料です。

中国人民銀行(中央銀行)は今年、預金準備率(RRR)と政策金利をそれぞれ50ベースポイント(bp、1bp = 0.01%)、あるいはそれ以上引き下げる可能性が高い。

投資への影響

▶ 市場にとって健全な兆候

現時点(2025年3月10日)では全人代による株式市場への上振れサプライズは限定的なものとなっていますが、中国のH株とA株の市場は底堅さを維持しており、これは市場の想定内にとどまった景気刺激策発表に反応して株式市場が売り込まれた昨年の状況(2024年9月の中国の景気刺激策の発表を受けた後に中国株式市場が急騰しその後、急落)とは対照的です。イーストスプリング(シンガポール)の**株式運用部門ポートフォリオ・マネジャー**であるYuan Yiu Tsai(以下、Yuan)は、この展開は株式市場がその焦点を“景気刺激策への期待”から“複数のセクターのファンダメンタルズの改善”へと移しつつある健全な兆候だと見ています。ここ最近の中国のAIブームに支えられたインターネット/テクノロジー関連の中国株の上昇後の動きとしてYuanは、バリュエーション水準が引き続き魅力的である国内の景気循環株が市場の再評価の次の一手となる可能性があると考えています。同氏はまた、証券会社の株を嗜好しており、新規株式公開(IPO)と株式発行のそれまでの低い水準からの回復を予想しています。さらに、セメントと鉄鋼会社は供給サイドの改革とインフラプロジェクトの加速から恩恵を受けると予想しています。建設機械部門は買い替えサイクルから利益を得ることが想定され、乳製品会社は消費回復と生乳価格の正常化から成長が見込まれます。

invested in insights.

➤ 消費に注目

イーストスプリング(シンガポール)の新興国株式チームのポートフォリオ・マネジャーであるXiaochong Yaoによると“今年の全人代では消費と家計所得の増加が強調されており、中国の投資主導型の成長モデルが限界に達する中、これは今後10年間の政策の焦点であり続ける可能性がある”としています。不動産市場が安定し続けるようになれば、高水準にある家計貯蓄により消費の伸びが加速する可能性があります。実際、中国は転換点に近づいているのかもしれませんが。家計の余剰貯蓄は2024年以降、1桁台前半から半ばの緩やかなペースで増加し、2024年第2四半期にピークを迎え、第3四半期にやや減少しました。

これらを踏まえ、イーストスプリング(シンガポール)の新興国株式チームでは、eコマース、食品・飲料、ヘルスケアなど、特定の消費関連セクターにポジティブです。同チームは引き続き、米中の関税を巡る争いによって引き起こされるボラティリティを乗り切りながら、本質的価値を大幅に下回る価格で取引されている特異な投資機会に焦点を当て、非常に厳選された投資を行っています。

➤ 投資機会は増えるがリスクには注視

イーストスプリング(香港)のグレーターチャイナ株式チームのポートフォリオ・マネジャーであるJocelyn Wuは、現在の政策環境により中国株式市場における投資機会は増える、と考えています。同氏は、イノベーションが積極的に活用されている生活必需品や一般消費財・サービスのセクター、および需要増加やコスト削減を通じて技術進歩の恩恵を受けるテクノロジー・メディア・通信(TMT)のセクターを選好しています。一方、同氏は、中国国内のA株投資家は今年の全国人民代表大会にあまり注目しておらず、AIとテクノロジーの発展に注目しているようだ、とも指摘しています。

同時に、イーストスプリング(香港)の中国A株およびグレーターチャイナ株式チームは、現在も進行中の地政学的リスクに引き続き注視しています。同チームが注目している主要なイベントには、米国の“通商法301条に基づく措置(中国による海運・造船分野での不当な市場支配と競争阻害に対する是正措置)”の公聴会(3月24日)、“関税第301条の免責”の失効(4月15日)、および米国第一主義的な貿易政策のレビュー後の潜在的な関税引き上げ、などがあります。リスクイベントと政策対応の間には不一致が生じる可能性があります。中国政府は4月下旬の中央政治局会議で貿易への悪影響に対抗するための新たな政策を発表する可能性がありますが、7月の政治局会議まで大きな政策調整が行われる可能性は低いでしょう。

➤ 中国投資、再エントリーの好機

イーストスプリング(シンガポール) 債券運用部門ポートフォリオ・マネジャーのMatthew Kok(以下、Matthew)は、中国の景気刺激策は今年もリアクティブ(後追い)であり段階的なものにとどまる可能性が高いと考えています。現在の中国の政策スタンスと相対的に良好な経済環境は中国国債にとって有利であり、昨年第4四半期にみられた激しい上昇局面の後の今年に入ってから売り局面は、再参入する好機となっています。

中国の政策担当者は、金融政策は“適度に緩和的”になる、とこれまでも繰り返し述べていましたが、先週、中国人民銀行(中央銀行)が大いに期待されていた預金準備率の引き下げを発表しなかったため、中国国債は急落しました。Matthewは、さらなる金融政策緩和のタイミングは人民元の安定に大きく依存しており、また人民元の安定は米連邦準備制度理事会(FRB)の動きに左右される、と考えています。しかし、米国のインフレの粘着性が継続し、FRBが年内金利を据え置いたとしても、中国にはリバースレポ操作や債券購入プログラムの再開(バランスシートの拡大)など、金融システムに流動性を注入する他の手段がまだあります。

中国の投資主導型の成長モデルが限界に達する中、消費の拡大は引き続き政策の焦点となる可能性がある。

中国政府は4月下旬に貿易への影響に対抗するための新たな政策を発表するかもしれないが、意味のある政策調整が行われるのは7月になってからであろう。

さらなる金融緩和の時期は人民元の安定次第。

invested in insights.

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として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。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。