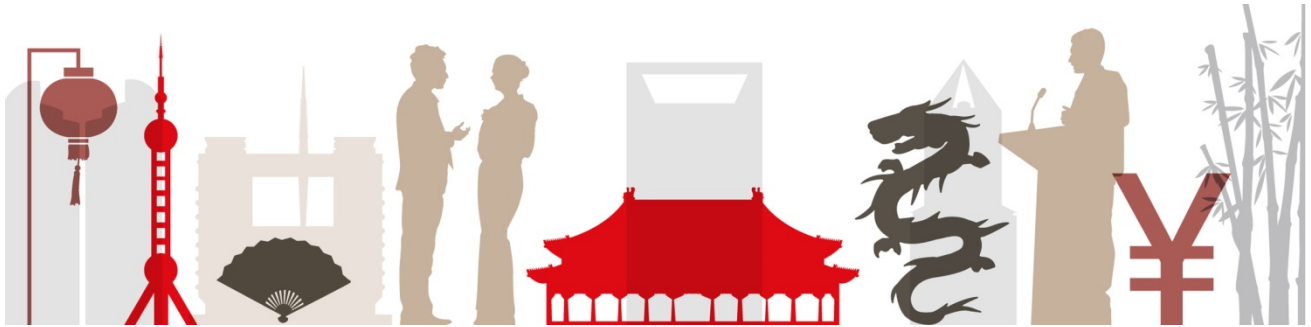


## 中国レポート：春を告げる中国指標、景気底入れはいつ？



### 中国経済に春が訪れているのだろうか？

中国の3月の製造業購買担当者指数（PMI）は6カ月ぶりの高水準に達し、拡大・縮小の境目である50を上回った。2月の49.2から50.5に上昇し、市場予想の中央値（49.6）をはっきりと上回った。また、財新・IHS マークイットが発表した民間版の3月中国製造業PMIも、50.8（前月比+0.9ポイント）と力強い回復を見せた。

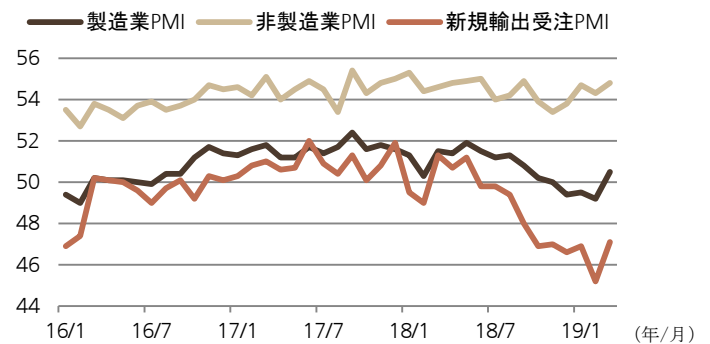
政府版の個別指標では、広い範囲での上昇がみられた。業種別にみると、全18業種のうち、16業種が拡大した（2月も16業種が拡大）。縮小したのは、衣料と紙製品だけだ。個別企業のコメントをみても、全体としては、業況の好調さを指摘する声が目立つ。

今回の結果により、中国景気が安定化し始めていることを示唆するとの見方が増え、世界経済の先行きを巡る最大の懸念材料の一つが和らぐ可能性もある。

中小企業を対象としたPMIの急回復は増値税（付加価値税）引き下げなど政府による支援策の効果の表れとの指摘がある一方で、春節など季節要因からのブレとの指摘もある。注意を要する材料として新規輸出受注がある。2月に付けた10年ぶり低水準から持ち直したとはいえ、なお節目の50を下回っている。製造業全体は持ち直し始めた可能性がある一方、輸出は引き続き、低迷しているものとみられる。

### ■中国製造業購買担当者指数（PMI）の推移

（2016年1月から2019年3月）



出所：リフィニティブ

昨年の中国を振り返ると、デレバレッジの中で貿易摩擦が激化し、インフラ投資が伸びず、シャドーバンキングの規制が厳しくなり、結果的にクレジットが伸びない環境に陥った。春の訪れを見極めるには、これらの悪材料の改善を確かめる必要がある。

### 貿易摩擦は激化から緩和へ

貿易摩擦は明らかに激化から緩和へ向かっている。足元で米中通商協議の進展が伝えられ、輸出の低迷を招いた米中間の貿易戦争は、大きな懸念材料ではなくなりつつある。中国側が米国産品の輸入拡大や、金融・製造業セクターでの市場参入規制の緩和、知的財産権保護の強化、構造改革等に取り組むことを条件に、米中は合意に達する可能性が高まっている。テクノロジー規制やサプライチェーンへの影響はあ

っても、関税引き上げは見送られ、マーケットの混乱材料としては収束方向と予想する。貿易摩擦の緩和は輸出の回復に繋がるはずだ。

### 信用拡大が経済の底打ちを示唆

デレバレッジ（負債圧縮）の動きも後退し、クレジット環境にも変化がでてきている。信用の伸びにおいて最も広義な指標である社会融資総量が1月に反発し、市場も大きく反応した。その後、中国政府はマネー・サプライ（M2）と社会融資総量の伸び率は「名目GDP成長率とつり合うようにする」との方針を示し、規制緩和策も打ち出された。

デレバレッジからの転換は、下のチャートでも明らかだ。中国のクレジット・インパルス（GDPに対する経済全体の負債の前年比伸び率を平準化したもの）に底打ちが見え、春が近いことが示唆されている。UBSは、2019年のM2の伸び率は8~8.5%へと緩やかに回復し、社会融資総量の伸び率は10%を超えると予想する。

#### ■中国のクレジット・インパルス

(2006年7月~2019年2月)



出所：ブルームバーグ、経済全体の負債の伸びは、UBSの計算によるもの。

本資料の中での予測値は、UBS グループのウェルスマネジメント/チーフ・インベストメント・オフィス作成「UBSWM・CIO ハウスビュー Monthly Base」(3月21日作成)によるもの。

上記のデータは過去のものであり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。

商号： UBS アセット・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第412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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

本資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、信頼できる情報をもとにUBSアセット・マネジメント株式会社によって作成されておりますが、その正確性・完全性が保証されているものではありません。本資料に記載されている内容・数値・図表・意見・予測等は、本資料作成時点のものであり、将来の市場動向、運用成果等を示唆・保証するものではなく、また今後予告なく変更されることがあります。

© UBS 2019. キーシンボル及びUBSの各標章は、UBSの登録又は未登録商標です。UBSは全ての権利を留保します。

中国の社債市場は、金融政策やクレジット環境の変化に前倒しで反応を見せてきた。2年にわたり極めて高い水準で推移していた低格付けの利回りは、12月以降に低下基調に転じた。

経済全体での借り入れコスト低下は、影響が現れるまでに一般的に6~9か月かかると見られるが、朗報だ。民間の中小企業は長らく資金繰りにあえいできたため、今回も新たな借り入れがより迅速に投資へ向かう可能性がある。

### 不動産やインフラ投資にも明るい兆し

2015、16年の景気回復局面との違いは、不動産やインフラ投資が起爆剤になりにくいことだ。不動産投資に関して、UBSは2019年の不動産販売は緩やかな減速を予想している。2016年の政府優遇策により上昇した低級都市の不動産は、補助金が減るために厳しい状況が続く。一方、一級都市は今後も伸びが見込める。在庫も少なく住宅着工の減退は限定的だ。住宅ローン条件も緩和傾向で、負担は軽くなっている。景気刺激策や開発業者の資金調達の改善などが追い風となり、むしろアップサイドのリスクを見込んでいる。インフラ投資も、政府支出の効率化や地方政府による特別債発行枠の増加により、昨年の資金不足が解消され、緩やかだが回復が見込める。

春を告げるサインは増えている。一方で投資家は、借り入れコストが一段と低下するかどうか、不動産やインフラ投資がどの程度回復するか、慎重に見極めていく必要がある。こうした動向を合わせてみることで、季節性の強い3月の製造業PMIの回復が本当に春の知らせなのか、景気の底入れを早めるサインなのか、確認できるはずだ。