

# 中国経済

下期は回復が広がる見通し

2020年9月3日

Chief Investment Office GWM

Yifan Hu, Regional CIO and Chief China Economist, UBS AG Hong Kong Branch; Kathy Li, CFA, Analyst, UBS AG Hong Kong Branch

- 今年下期の中国経済は前年同期比 5.5~6%成長を予想する。個人消費とサービス業の一段の持ち直し、インフラ投資の拡大、輸出の力強い回復が景気を後押しすると予想する。
- 10月までは急ペースでの政府債の発行が続く見通しで、信用の伸びは今後数カ月でさらに加速したあと 10-12月期(第4四半期)に鈍化すると予想される。通年の信用の伸び率は前年比+13.5%を見込む。
- 米国による対中非難や、非関税措置が激しさを増しているが、それに対する中国の反応は冷静かつ慎重で、長期的な視点で合意事項の進捗と市場開放を捉えていると我々はみている。一方で中国政府は、「国内大循環」を主体として、国内外の「双循環」を互いに促進する新たな発展モデルの構築を提唱している。

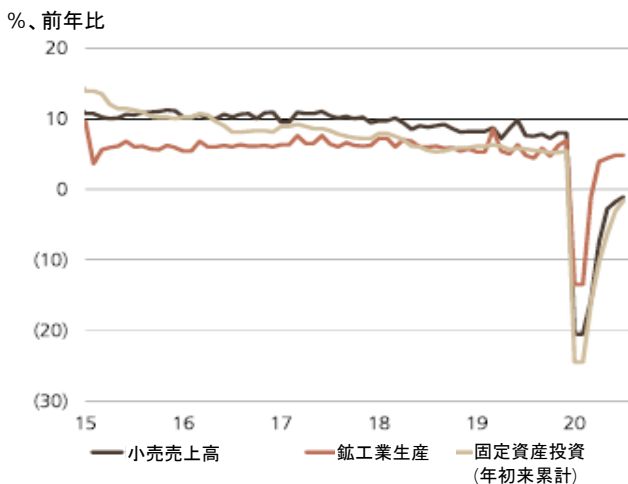


出所: Getty images

## 個人消費とサービス業の回復は下期に加速を見込む

今年下期の中国経済は前年同期比 5.5~6%成長を予想する。個人消費とサービス業の一段の持ち直し、インフラ投資の拡大、輸出の力強い回復が景気を下支えするだろう。特に、新型コロナウイルスの感染拡大が概ね収束し、ワクチン開発も視野に入ってきたことから、今後数カ月で消費者の景況感が回復し、サービス業と個人消費が加速すると予想する。市場センチメントの安定を背景に、8月の非製造業の購買担当者景気指数(PMI)は55.2と、7月の54.2から上昇した。特に、サービス業PMIは54.3と、2018年1月以来の高水準に回復した。ホテルや国内旅行、ケータリング・セクターの活動が正常化したことが背景にある。

### 図表 1: 7月の活動データは回復基調継続を示している

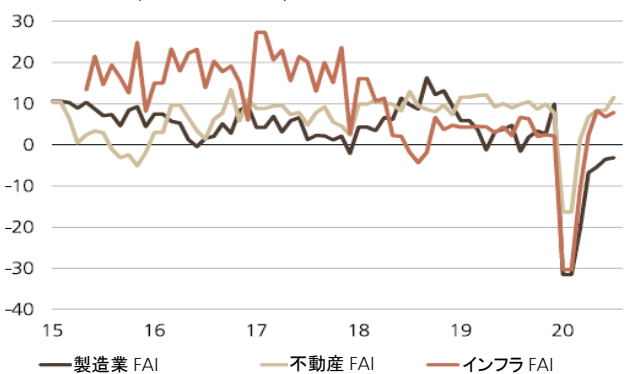


出所: CEIC, UBS, 2020年9月3日現在

## 不動産とインフラを中心に固定資産投資が一段と回復

固定資産投資(FAI)は、1-6月期の前年同期比-3.1%から1-7月期には同-1.6%へとさらに改善した。月次では、6月の前年同月比+5.4%から7月には+6.0%へと伸び、5カ月連続の加速となった。不動産投資とインフラ投資が回復を牽引した。不動産投資の月次伸び率は、6月の前年同月比+8.4%から7月には+11.6%と加速し、同市場の回復力を示した。しかし、一部の都市で住宅政策が微調整され、不動産開発業者による債券発行ルールも厳格化されたため、今後数カ月は不動産市場の上昇傾向に歯止めがかかるかもしれない。インフラ投資の7月の伸び率は前年同月比+7.9%(6月は同+6.8%)と堅調さを維持した。インフラ部門FAIは、地方政府の特別債発行ペースが8月から再び加速しているため、年末までに前年比+10%程度に達すると予想している。製造業FAIは、6月の前年同月比-3.5%から7月には-3.1%へと改善した。

### 図表 2: 不動産とインフラ投資が固定資産投資をけん引

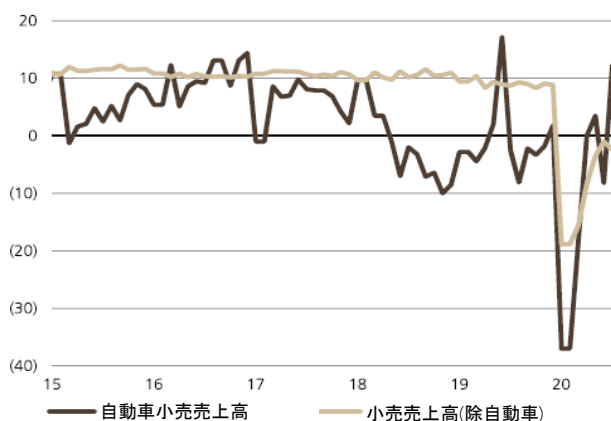


出所: CEIC, UBS, 2020年9月3日現在

## 中国経済

**小売売上高も一層の回復へ:**7月の小売売上高の伸び率は6月の前年同月比-1.8%から同-1.1%へとやや改善した。自動車(小売売上高のおよそ11%を占める)は、6月の前年同月比-8.2%から同+12.3%へと上向いた(ただし、20年6月の減少は、2019年の新排ガス規制導入に備えた在庫調整で2019年6月の販売台数が一時的に増えたことによるマイナスのベース効果によるものである)。一方、自動車を除く小売売上高は、6月の前年同月比-1%から同-2.4%へと全般的に軟化した。これまで好調だった家電、食品、飲料、日用品などは、上期の前年比+10%~20%から、7月は-2~+10%へと失速した。これは6月に実施されたオンライン・ショッピングの一大促進イベント(「618セール」)による前倒し消費の反動によると思われる。オンライン・ショッピングによる物品売上高(物品売上全体のおよそ25%を占める)の伸び率が、6月の前年同月比+25.2%から7月には同+24.5%へ減速したことが、この点を裏付けている。ケーターリング・サービスの売上高は6月の前年同月比-15.2%から同-11%へとやや持ち直し、地方のウイルス感染拡大が抑制されて、出遅れていた個人消費が正常化しつつあることを示している。

**図表 3: 小売売上高は加速する見通し**  
%、前年同月比



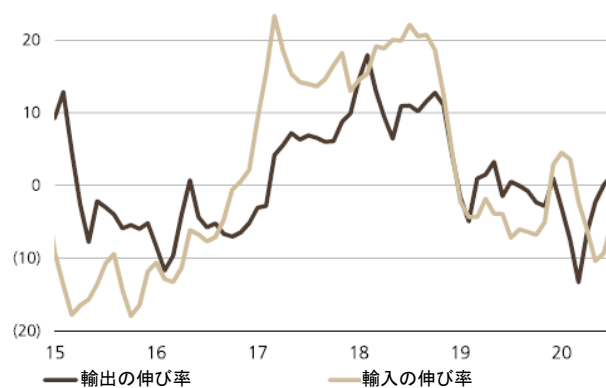
出所: CEIC、UBS、2020年9月3日現在

**夏季の洪水被害にもかかわらず、鋳工業生産は安定:**7月の鋳工業生産は前年同月比+4.8%と前月から横ばいだった。洪水の影響もあって、月次での伸びは、6月の前月比+1.3%から7月の+0.98%へとやや軟化した。セクター別では、鋳業が前年同月比-2.6%(4.3ポイント減速)、公益事業が+1.7%(3.8ポイント減速)と減速する一方で、製造業は+6%(0.9ポイント加速)と持ち直した。主要なサブセクターでは、自動車、電気機器、ハイテク装置の伸び率が前年比10%超と最も大きく寄与した一方で、電力は6月の前年同月比+6.5%から+1.9%へ、セメントは同+8.4%から+3.6%へとそれぞれ大幅に減速した。中国南部での深刻な洪水が影響した。

**輸出は幅広いセクターで堅調:**7月の輸出は前年同月比+7.2%とさらに加速し、5カ月連続で事前予想を上回った。ウイルス関連の医療品と電子機器の出荷は引き続き強く、衣料品と農産物輸出も増加した。これは、世界的にとりわけ先進国で経済活動が再開する中で、外需が持ち直していることを示唆している。外

需がさらに改善すれば、堅調な輸出は今後数カ月続き、他の主要一般品目などにも回復が広がるとみている。ただし、米中間の緊張関係は続いており、米国の大統領選挙を前に輸出が大きく変動することも考えられる。以上を踏まえ、今年下期の輸出は、第1四半期の前年同期比-13.3%、第2四半期の同-0.1%から改善し、1桁の伸びを予想する。

**図表 4: 貿易の伸び回復が鮮明に**  
3カ月移動平均伸び率、%、前年同月比



出所: CEIC、UBS、2020年9月3日現在

**CPIは一時的に若干上昇し、PPIはマイナス幅が縮小:**消費者物価指数(CPI)インフレ率は、洪水の影響で食品供給が混乱したことから、6月の前年同月比+2.5%から7月には+2.7%へと若干上昇した。今後洪水の影響が後退し、前年の水準が高かったことによるベース効果も踏まえると、CPIインフレ率は再び鈍化し、通年では+2.5%程度と、政府目標の+3.5%を大幅に下回ると予想する。一方、生産者物価指数(PPI)は、原油および資本財関連のセクターにけん引されて、7月も前年同月比-2.4%と2カ月連続でマイナス幅が狭まった。前年の水準が低かったことによるベース効果と景気回復の継続のおかげで、年末までマイナス幅の縮小は続くだろう。その結果、通年平均はおおよそゼロ%(2019年は-0.3%、年初来は-2%)になる可能性がある。

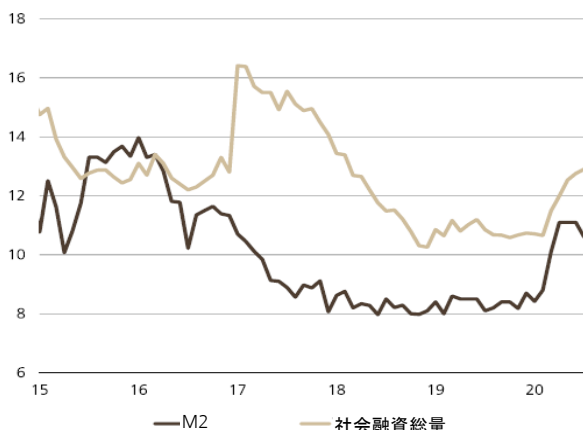
### 中国人民銀行が流動性供給を強化

中国人民銀行は8月、公開市場操作(OMO)と中期貸出ファシリティ(MLF)を通じたオペを強化した。6月、7月と資金吸収が続いたが、8月は約8,000億人民元の資金供給を行った。

8月は特に地方債の発行が急増し、発行額は約1兆2,000億人民元(7月は3,000億人民元)と、今年2番目の規模となった。この起債ラッシュの背景には、2020年下期分として残っている1兆5,000億人民元分の特別債発行枠を消化する必要があると、8月~10月の間に発行を完了しなければならないという事情がある。2020年下期の枠が前年同期の倍に拡大された点にも注目したい。10月までは急ペースでの政府債の発行が続く見通しで、信用の伸びは今後数カ月でさらに加速したあと10-12月期(第4四半期)に鈍化すると予想される。通年の信用の伸び率は前年比+13.5%を見込む。

## 中国経済

図表 5: 信用の伸びは 7-9 月期にさらに拡大する見通し  
マネーサプライ M2 および社会融資総量の伸び率、%、前年同月比



出所: CEIC、UBS、2020年9月3日現在

中国では景気回復がなおまだ模様で、新型コロナの第2波も懸念され、米中摩擦も長引いている。こうした状況を踏まえると、中国人民銀行は年後半も調達コストの上昇を抑えるために、一部の銀行を対象に金融緩和姿勢を維持するとみられる。中国人民銀行は先日の会合で、市場の流動性を適度に潤沢な水準に維持すると述べた。最優遇貸出金利(LPR)の改革措置を受けて、企業向け融資の金利は今後も低下し続ける公算が大きい。一部の銀行を対象に預金準備率(RRR)は年内にさらに100~200ベースポイント(bp)、MLF金利は10~20bpの引き下げを我々は予想しているが、引き下げのペースは緩やかになるだろう(年初からの引き下げ幅はRRRが150~200bp、MLFは30bp)。

### 米中の緊張は続く

中国は第1段階の通商合意の履行を公約しているが、米国の中国に対する圧力は技術、金融、地政学に及び、米中間の緊張は続いている。直近の動きとしては、米国は8月26~28日、南シナ海での軍事拠点の建設と軍事行動を支援したとして、中国企業34社と中国人を輸出管理規則(EAR)に基づくエンティティ・リスト(EL)に追加すると発表した。これは争点となっている戦略的水路を巡り、米国が中国に対して取った初めての措置である。米政権は8月初旬、関税以外の措置を相次いで打ち出し、中国企業への締めつけを強めた。ファーウェイに対する半導体チップの実質的な輸出禁止措置を強化し、8月14日にはTik Tokとの取引を90日後に禁止する大統領令を発動した。さらに米作業部会が、2022年1月までに米国監査基準を準拠しない限り、米国に上場する中国企業(ADR)の上場を廃止できるよう求める新たな方針をトランプ大統領に提言した。

米国の対中非難発言や関税以外の強硬姿勢に対して、中国は7月以降、長期的な視点で合意の進捗と市場開放を見据え、冷静に反応している。中国は、第1段階の通商合意、追加的な開放および市場改革を引き続き約束している。中国では5月以降、新型コロナの感染拡大が概ね抑制されているため、中国による米国製品の購入額は増加しており、第1段階合意に基づく2020

年の対米輸入目標に対して、達成率は、農産品とエネルギーを中心に6月までで23%となった(5月までが19%、第1四半期が10%)。我々は下期もこの傾向は変わらないとみている。米中の通商関係は8月25日に電話会談を行い、第1段階の通商合意の進捗状況を点検した。双方ともに進展を確認し、通商合意の成功を確実にするために必要な措置を講じることをコミットした。協議は農業や金融問題にも及んだと報じられている。米通商代表部の高官は、最近中国が米国の農産物の輸入を増やしており、特に大豆の調達額が貿易摩擦前の水準に戻ったと述べた。米国が収穫期を迎える中、中国の大豆購入ペースは今後数カ月間でさらに加速する可能性がある。また、中国はおよそ3,700万バレルの原油を輸入するために、9月にタンカーを19隻ほどチャーターしたと報じられた。これは5月に付けた3,500万バレルの月間記録を塗り替える。

一方、7月に開かれた共産党中央政治局の会合で強調されたように、中国は「国内大循環」を主体として国内外の「双循環」を互いに促進する新たな発展モデルの構築を提唱している。双循環では、国内需要を主な原動力としつつ、グローバル経済とも相互協力を進める。このモデルでは、内需の潜在力を発揮させ、複雑さを増すグローバル経済を踏まえて、国際市場とも一体化を目指す。主要な取り組み分野としては、国内消費市場の拡大、国内バリューチェーンの改善と自給自足率の向上による技術革新の推進、先進的な都市化と「新型インフラ整備」を通じた持続的な成長可能性の強化が含まれる。これらは次の第14次五カ年計画に盛り込まれる可能性がある。とは言え、中国が国際市場から撤退したり、閉鎖経済に逆戻りしたりするわけではない。執行部はさらなる市場開放を呼びかけ、サプライチェーンの安定を維持するために海外投資の誘致を継続する。

中国は8月28日、米国からの圧力に対抗して、技術輸出に対する新たな規制を発表した。この規則には、輸出が禁止または制限される技術の改訂リストが含まれており、中国企業はリスト上の技術を海外に売却または輸出するには中国当局の承認を得なければならない。このリストには、ソーシャルメディアのコンテンツ推奨に欠かせないデータ処理など、一部の人工知能(AI)技術が含まれており、バイドゥ傘下の動画投稿アプリ「TikTok」の米国事業売却をめぐる交渉にも影響が及んでいる。実施の詳細はまだ明らかではないが、中国で法的な空白地帯だった技術移転に対して、この規則が規制ガイドラインとして機能するものと考えられる。

米大統領選が近づいているが、第1段階の米中通商合意には大きな影響は及ばないとみられる。また、金融や技術分野での米中のデカップリング(切り離し)がたびたび報道され、トランプ政権の対中強硬姿勢も一段と鮮明化しているが、中国は米国との激しい衝突を回避するために、冷静かつ慎重に対応する可能性が高い。



# 中国経済

## 免責事項と開示事項

本レポートは、UBS チーフ・インベストメント・オフィス・グローバル・ウェルス・マネジメント(UBS Switzerland AG またはその関連会社)が作成したリサーチレポートをもとに、UBS 証券株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したものではありません。金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものでありません。本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

UBS 各社(またはその従業員)は随時、本レポートで言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本レポートで言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、また、過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。

## 金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等: UBS 証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 2633 号

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会  
一般社団法人日本投資顧問業協会

当社における国内株式等の売買取引には、ウェルス・マネジメント本部のお客様の場合、約定代金に対して最大1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらの手数料を超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。インベストメント・バンク部門のお客様については、お客様ごとの個別契約に基づいて手数料をお支払いいただくため、手数料の上限額や計算方法は一律に定められておりません。国内株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されます。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、お申込み金額に対して最大3.3%(税込)の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大0.3%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(最大2.34%(税込・年率))のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

「UBS 投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大1.76%(税込)の運用報酬をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

## 中国経済

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの1%または1円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの2%を上限とします。

### UBS 銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があります。その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

© UBS 2020 無断転載を禁じます。UBS はすべての知的財産権を留保します。UBS による事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者

商号等: 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第649号

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

金融商品仲介業務を行う金融商品仲介業者

商号等: UBS SuMi TRUST ウェルス・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号