

中国の低調な経済回復が及ぼす影響について検証する

本稿は、PGIM フィクスト・インカムのアジア地域リード・エコノミストである Gerwin Bell が 6 月 14 日に執筆したブログ “The Implications of China’s Far-From-Typical Recovery” の内容を PGIM ジャパン株式会社が要約したものであり、情報提供のみを目的として作成されたものです。

過去 20 年あまりの間、世界経済が危機に直面する場面では中国が世界経済の成長ドライバーとなり、景気後退を緩和するとともに早期の景気回復に貢献してきた。しかし、足元の中国経済の回復は過去のような力強さを欠いており、世界的な景気後退に対する懸念が燃える中、世界経済は牽引役不在の状況となっている。本レポートでは、こうした中国の低調な経済回復が世界経済に及ぼす影響について検証する。

<要旨>

- 中国の従来の景気刺激策は投資主導型（特に民間不動産セクターが中心）であり、世界経済に対しても大きな波及効果をもたらした。しかし、今般の中国の経済回復は過去とは全く異なっており、投資主導型の成長モデルの効力が薄れていることに加え、コロナ禍からの経済再開に関連した輸出の急拡大も終わりを迎えている。
- こうした中、消費主導型の成長モデルへの転換がより重要になるが、足元で中国の小売売上高の回復は失速しており、コロナ禍前のトレンドを大幅に下回る状況にある。中国ではコロナ禍の期間に、欧米のような家計部門への大規模な財政支援がなかったため、消費の回復力は弱い。
- 同時に、中国のコモディティ需要や欧州との貿易活動も、従来の景気回復局面に比べて弱い動きとなっている。消費の回復により原油や食料品価格が押し上げられる可能性はある一方、不動産投資は減退すると予想される。中国当局は 2020 年に不動産セクターを対象とした「3 つのレッドライン」政策を実施し、過剰なレバレッジに対する監視を強めた。これが不動産セクターへの大きな打撃となった。こうした中で住宅着工件数は激減しており、投資家の懸念も高まっている。
- 不動産不況に対応するために、中国当局は「3 つのレッドライン」政策を緩和する方針を示したが、その効果は一時的で、既に不動産需要は減退し始めている。また、若年層の失業率は 20%を超える歴史的な高水準にあり、中国の不動産市場にとってプラス要因になる可能性は低い。
- 中国が過去と同様の政策を実施しない理由として、こうした政策に伴うリスクが以前よりも高まっていることに加え、政策効果も薄れていることが挙げられる。中国政府の債務残高は対 GDP 比で約 300%となっており、平均金利が約 5%であることを踏まえると年間利払い費は GDP の約 15%に相当するが、これに対して名目 GDP 成長率は足元では 6~8%で推移している。こうした状況から、中国では利下げが必要だと PGIM フィクスト・インカムは見ている。利下げによって、中国人民元は更に下落する可能性があると同時に、輸出競争力は改善することになる。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

中国の低調な経済回復が及ぼす影響について検証する

- 中国政府は、経済成長と雇用が容認できない水準まで悪化するリスクを踏まえ、今後数ヵ月間に追加の財政刺激策を実施するとの考えから、2023年の中国のGDP成長率は市場コンセンサスを上回る5.7%になるとPGIMフィクスト・インカムは予想している。但し、過剰な生産能力と急速な人口高齢化を背景に、中国の中長期的な成長力は鈍化しており、2024年のGDP成長率は4.5%、今後5年間の経済成長率は潜在成長率並みの4%弱、今後10年間では潜在成長率が3%未満まで低下すると予想している。
- 米中間の緊張の高まりにも注視が必要である。南シナ海情勢に見られるように、米中間の緊張は当面継続すると予想される。こうした地政学的な緊張を背景に、中国と多くの先進国との間でテクノロジー分野での分断が進んでいることによって中国経済が孤立し、経済成長に影響が及ぶ可能性がある。
- 投資の観点からは、中国のソブリン債と準ソブリン債は割高だとPGIMフィクスト・インカムは考えている。クレジット・セクターについては、多くの分析が必要ではあるが、非常に慎重な投資スタンスを取っている。また、中国人民元は更に下落する可能性があるため、小幅なアンダーウェイトを維持している。
- 世界的な景気後退への懸念が高まってはいるが、上述の通り中国は以前のように世界経済を下支えする成長エンジンとはなり得ないと考えられる。但し、PGIMフィクスト・インカムでは、ニアショアリングによって中国製品に対する需要が激減するとは考えていない。中国の「世界の工場」としての地位は簡単に揺らぐことはなく、米国などが輸入先をベトナムやメキシコに変更するとしても、こうした国向けの中国からの輸出が増加すると見ている。また、中国人民元が世界の基軸通貨になるシナリオも想定していない。中国の資本勘定は厳格に管理されており、「自由な取引」が必要とされる基軸通貨の要件を満たしていない。

データの出所(特に断りのない限り)：PGIMフィクスト・インカム、2023年6月14日現在。

留意事項

本資料に記載の内容は、PGIM フィクスト・インカムが作成した“The Implications of China’s Far-From-Typical Recovery”をPGIMジャパン株式会社が要約したものです。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC の登録投資顧問会社であるPGIM インクの債券運用部門です。

本資料は、プロの投資家を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

本資料は、当グループの資産運用ビジネスに関する情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本案内に記載された内容等については今後変更されることもあります。

本資料に記載されている市場動向等は現時点での見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

本資料で言及されている個別銘柄は例示のみを目的とするものであり、特定の個別銘柄への投資を推奨するものではありません。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したのですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料に掲載された各インデックスに関する知的財産権及びその他の一切の権利は、各インデックスの開発、算出、公表を行う各社に帰属します。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIM ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 392 号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

PGIMJ100003