

4月の中国経済はやや足踏み状態

— 制裁関税は下押し要因だが成長目標の達成は可能とみられる —

- 中国経済は1-3月期に底入れしたとみられますが、4月の主要経済統計は中国経済がその後やや足踏み状態にあることを示唆しました。
- 米国が制裁関税を引き上げたことは、中国経済の下押し要因となりますが、インフラ投資、資金供給拡大、消費刺激策など政策対応の余地はあり、政府の成長目標の達成は可能とみられます。

インフラ投資は緩やかな持ち直し

中国の固定資産投資は、昨年8月時点の年初来累計前年比+5.3%をボトムとして、緩やかな持ち直しの動きが続いています。4月には同+6.1%と、3月（同+6.3%）から0.2%ポイント低下しましたが、昨年12月（同+5.9%）よりは高い伸びであり、持ち直し基調は継続しているとみられます。政府のコントロールが効きやすい国有部門が4月に同+7.8%と、3月（同+6.7%）から一段と伸び率を高めており、政策効果が鮮明となっています（図表1）。一方、4月のインフラは同+4.4%と、3月と同じ伸び率となりましたが、昨年9月（同+3.3%）をボトムとした持ち直しの動きが続いているとみられます。

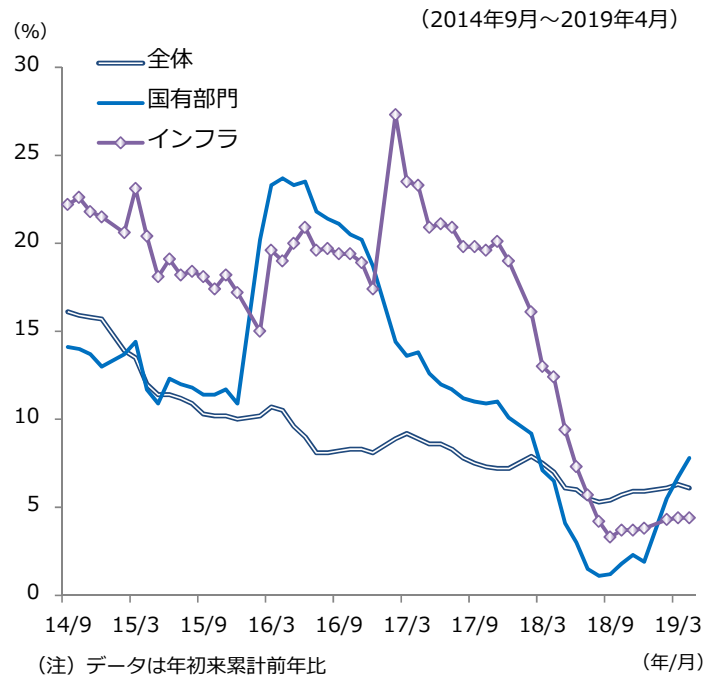
中国政府は、今年の経済目標の中で、財政支出を拡大（財政赤字規模：2018年2兆3,800億元→2019年2兆7,600億元）し、地方政府がインフラ投資に充てる債券（地方政府专项債）の発行枠も拡大（1兆3,500億元→2兆1,500億元）しており、インフラ投資は、今後も緩やかな持ち直しが続くとみられます。

改善が続く不動産開発投資

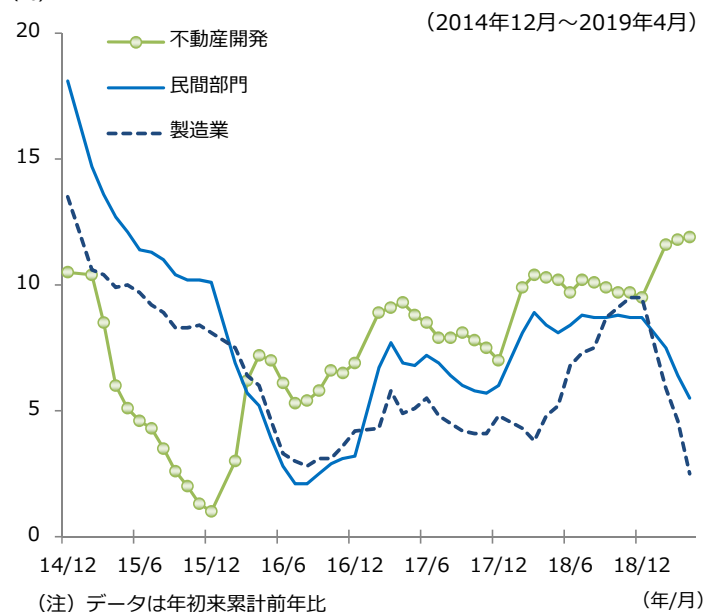
固定資産投資の詳細を見ると、不動産開発が年初来累計前年比+11.9%と、3月（同+11.8%）から小幅ながら伸びました。政府はこれまで、バブル抑止のため、不動産開発の規制を強化してきましたが、足元は景気刺激を優先し、多少の過熱を容認しているものとみられます（図表2）。

一方、民間部門は減速しており、弱さが窺われます。特に、製造業の投資が昨年末頃から大きく鈍化しています。景気減速による需要減少や、米中貿易摩擦による先行きの不透明感などを背景に、製造業では設備投資の先送り姿勢が強まっているものとみられます。

図表1 固定資産投資



図表2 固定資産投資



(図表1-2出所) Bloombergのデータを基に岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■ 本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■ 本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■ 本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■ 投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はおお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

前月の伸びに対する反動が出た製造業生産

4月の工業生産は年初来累計前年比+6.2%となり、3月（同+6.5%）から鈍化しました。製造業の生産が同+6.7%と、3月（同+7.2%）から減速したことが要因となっています（図表3）。米中貿易摩擦への懸念などが生産抑制の要因になっているとみられますが、前月の伸びが高かった反動という面が大きいとみられます。

製造業のセンチメントを表す製造業PMIは、米中貿易摩擦への懸念や、景気減速などを背景に、昨年12月以降、3カ月連続で景況の分岐点である50を下回る水準で推移していました。しかし、3月（50.5）に景況の分岐点である50を回復し、4月には50.1へ低下しましたが50を上回り、辛うじてではあるものの景況改善局面を維持しています。

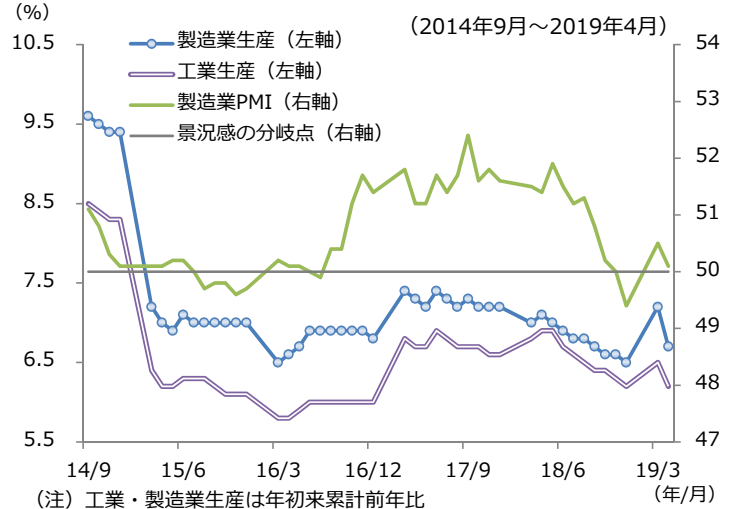
中小・零細企業向け融資など、政府は企業への資金供給を拡大するよう銀行に指導しています。足元、社会融資総量は、振れが大きいながらも昨年の同時期に比べると、高水準の伸びを示しており、企業への資金供給は着実に増え始めているとみられます（図表4）。企業への資金供給が拡大することは、企業の投資減速に歯止めを掛ける一定の効果をもたらすものと考えられます。

個人消費は消費刺激策の実施が待たれる

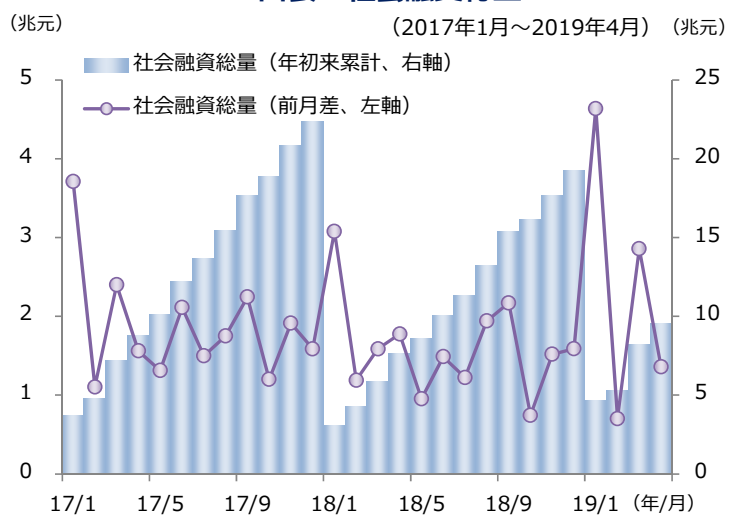
一方、底入れの兆しを見せていた消費は、再度、弱含みの動きとなり、4月の小売売上高は、年初来累計前年比+8.0%と、3月（同+8.3%）から減速しました（図表5）。

中国政府は、既に実施済みの個人減税に加え、農村部での小型車購入や、排ガス規制対応車、電気自動車など新エネルギー車の購入への補助金のほか、節電型家電や4Kテレビの購入などにも補助金を支給する方針を打ち出しています。ただ、依然として詳細が決定されていないことから、逆に買い控えが発生している可能性があると考えられます。これらの消費刺激策が実施されれば、個人消費の下支えに繋がるものとみられます。

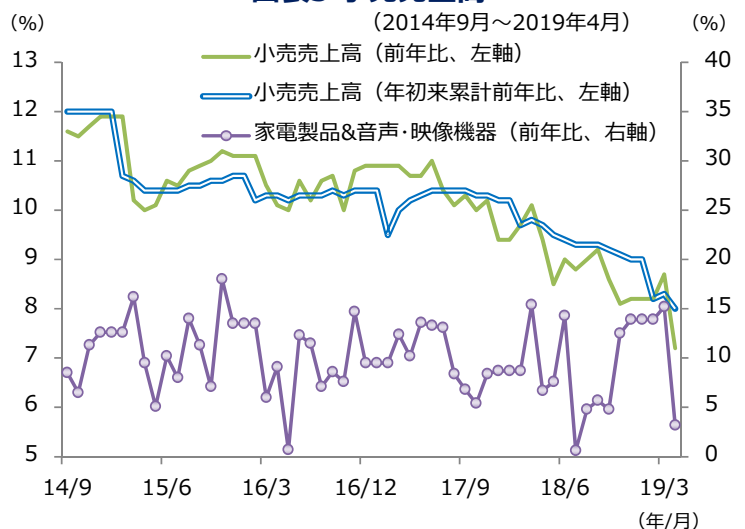
図表3 工業・製造業生産指数、製造業PMI



図表4 社会融資総量



図表5 小売売上高



＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みにあたっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

第4弾発動でも成長目標の達成は可能か

米政府は5月10日から、中国からの輸入品への制裁関税・第3弾の税率を10%から25%に引き上げました（図表6）。また、トランプ大統領は、5月5日のツイートで残りの3,250億ドル相当分についても早期に25%の追加関税を掛ける方針を表明しました。

この制裁関税の第1-3弾による中国経済（GDP成長率）への直接的な影響を一定の条件の下に試算※すると、押し下げインパクトは0.38%ポイント程度となります。

※ 米国の総需要が変わらないとの前提下、追加関税相当分の輸出額減少が発生すると仮定しGDPへの影響を試算（名目ベース）

消費者・企業センチメントの悪化など間接的な影響から上記試算よりも下押しする可能性もあることには留意が必要ですが、昨年の制裁関税（第3弾の追加関税率10%）の直接的な影響が試算で0.26%ポイント程度の押し下げだったのに対し、実際の成長率はそれより小幅な低下に留まりました。要因としては、米国の内需が底堅かったことや、駆け込み輸入の動きがあったこと、年初に比べてドル高・人民元安が進み関税の引き上げ分をある程度相殺する効果があったこと、などが挙げられます。

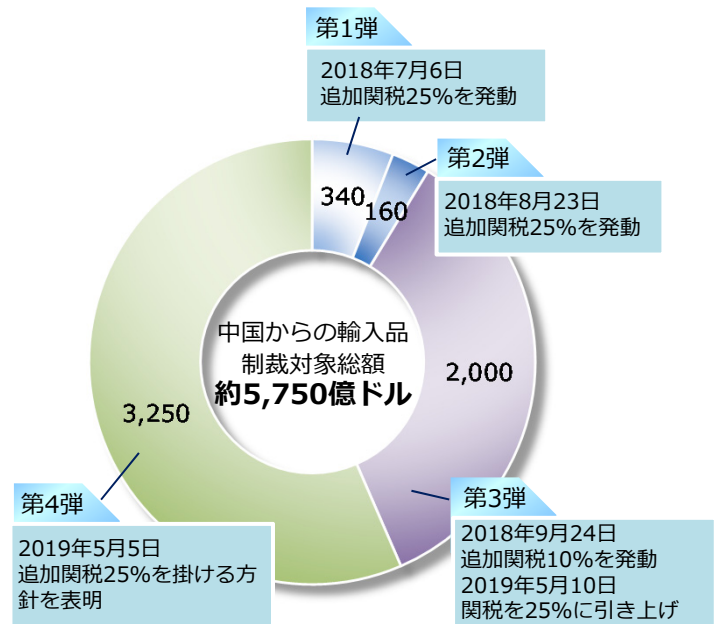
制裁関税の第4弾（3,250億ドル相当に対する追加関税を最大で25%）については、発動されない可能性が残されているものの、仮に発動された場合、上記と同様に試算すると第1-4弾全体で押し下げインパクトは1.0%ポイント程度となりますが、第4弾の発動は早くても6月末以降になるとみられます。この発動時期を考慮して試算すると、押し下げインパクトは0.69%ポイント程度に留まります。

また、発動時期は遅れる可能性があること、追加の景気対策が見込まれること、駆け込み需要の発生が見込まれること、などを踏まえると第4弾が発動されたとしても、0.69%ポイントよりも下押しの影響は更になくなる公算もあるとみられます。楽観は禁物ですが、現状想定し得る見通しとしては、制裁関税の第4弾まで発動されたとしても、政府の成長目標（+6.0%～+6.5%）を達成することは可能であると考えています。

米中の駆け引きは長期化の様相

トランプ大統領は、習近平国家主席と6月に開催のG20大阪サミットで、米中首脳会談を行う可能性を示唆しています。また、第4弾の追加関税についても、発動するか否かはまだ未定であるとし、米中貿易協議にまだ妥結の余地があることを滲ませています。一方、USTR（米通商代表部）は、第4弾の内容を発表したほか、これについて6月17日に公聴会を開催するとしており、発動に向けて事務的な準備を進めています。米国は、硬軟織り交ぜながらの対応で、中国に早期の譲歩を促していくとみられますが、中国は、既に長期戦の構えとなった節があることから、米中の駆け引きは長期化する可能性が高まっていると考えています。

図表6 米国による対中国制裁関税の概要



（出所）各種資料を基に岡三アセットマネジメント作成

以上（作成：投資情報部）

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

皆様の投資判断に関する留意事項（2019年4月末時点）

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様に帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリングオフ）の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりの方が小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料：購入価額×購入口数×上限3.78%（税抜3.5%）
 - お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額：換金時に適用される基準価額×0.3%以内
 - お客様が信託財産で間接的に負担する費用
運用管理費用（信託報酬）の実質的な負担
 ：純資産総額×実質上限年率1.991088%（税抜1.8436%）程度
 ※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用（信託報酬）は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。
- その他費用・手数料**
- **監査費用**：純資産総額×上限年率0.01296%（税抜0.012%）
 - ※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。（監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。）
- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商 号：岡三アセットマネジメント株式会社
 事 業 内 容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
 登 録：金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第370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

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書（交付目論見書）」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル **0120-048-214**（9:00～17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く）