



ALESSIA BERARDI
Head of Emerging
Macro Strategy,
Amundi Investment
Institute



CLAIRE HUANG
Senior EM Macro
Strategist, Amundi
Investment Institute



YERLAN SYZDYKOV
Global Head of
Emerging Markets

LAURA FIOROT
Head of Investment
Insights and Client
Divisions,
Amundi Investment
Institute

GIULIO LOMBARDO
Publishing Specialist,
Amundi Investment
Institute

NICK MCCONWAY
Head of Asia ex-Japan
equity

中国の政策転換：

短期的な景気浮揚に終わるか、長期的な変化につながるか？

- **大幅な政策転換：**中国の中央政治局は、経済の安定とセンチメントの回復を目指し、利下げや住宅規制の緩和など一連の景気刺激策を発表した。財政政策における補正予算についての明確な言及はなかったが、市場は10月末までに追加予算が策定される可能性に楽観的な見方を崩していない。
- **中国株は反発：**中国人民銀行による金融刺激策と流動性措置を受けて、上海/深センCSI300指数は、市場心理の改善に後押しされ、2008年以来の最大の週間値上がり幅を記録、年初来の損失を取り返し、さらに年初来で7.9%の上昇となった。
- **中国資産に対する、より楽観的な見方：**最近の政策転換は中国株にとって支援材料で、金融緩和と住宅市場の調整は短期的にはセンチメントを安定させる可能性があるが、これらの措置が経済的課題を逆転させるだけの効果を生むことができるかは、消費者に向けた強力な財政政策の導入の有無にかかっている。
- **中国株に対する見方：**オンショアA株と厳選された香港株は、特に生活必需品と金融セクターにおいて、債券利回りに比べて魅力的な収益利回りとなっており、政策転換の恩恵を浴することができると思われる。一方、潜在的な関税リスクと強力な財政刺激策の必要性については注意が必要である。

これまでに発表された主な政策と、これから発表されるであろう政策

9月最終週、中国の政策ミックスの方向性に変化が見られた。中国の中央政治局は予定外の経済政策に関する会議を開き、金融政策と住宅政策のスタンスを明確かつ緊急に転換することを示唆した。中央政治局は金融政策として「インパクトのある」利下げを求めた。住宅政策については、あいまいな表現を修正し、不動産市場の安定化を促した。供給面では、新規着工を厳しく管理し、「ホワイトリスト」プロジェクトへの融資を増やし、未利用地の売却を支援することを約束した。需要面では、住宅購入制限のさらなる緩和と既存の住宅ローン金利の引き下げを求めた。

財政政策については、補正予算について明確な言及はなかったが、中央政治局は超長期国債と地方特別国債の活用を改めて表明した。市場は10月末までの追加予算の可能性に楽観的な見方を崩していない。

今回発表された主な政策：

- 7日物リバースレポ金利（新しい優先政策金利）の1.7%から1.5%への引き下げ。この引き下げにより、貸出プライムレート（LPR）は20bp、預金金利は25bp、中期貸出ファシリティ（MLF）金利は30bp低下；

- 加重平均預金準備率（RRR）は 7%から 6.6%に 50bp 引き下げ。中国人民銀行の潘総裁は明確なフォワードガイダンスを示し、人民銀行は、今年、RRR をさらに 25-50bp 引き下げる可能性が高いと述べた。RRR の引き下げにより、銀行システムに 1 兆人民元の流動性が放出される；
- 銀行に対し、既存の住宅ローン金利を新しい住宅ローン金利に合わせて引き下げるよう指導する。中国人民銀行は、これにより住宅ローン金利が平均 50bp 低下し、家計の利払いが合計 1,500 億人民元減少すると見積もっている。ただし、この政策の影響を受ける 5,000 万世帯にむけて、中国の銀行が技術的な変更を処理するには時間がかかるだろう；
- 中古住宅購入者の最低頭金比率を 25%から 15%へと引き下げ、初めて住宅を購入する人と同じ水準にする。この変更は投機的な投資家を厳しく制限してきた政策の象徴的な終焉を示す。

「中国株は、金融刺激策と中央政治局の信頼回復へのコミットメントによって急反発した。」

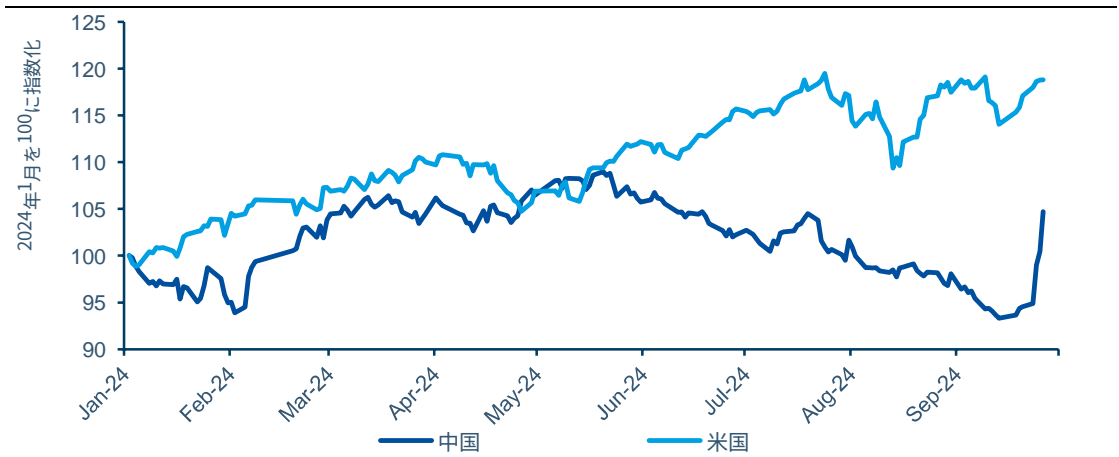
景気刺激策発表の市場心理への影響

中国人民銀行が発表した金融刺激策と流動性増加策、および中央政治局による信頼回復へのコミットメントを受けて、中国株は急反発した。センチメントは非常に強く、CSI300 指数は 2008 年以来最大の週間値上がり幅を記録した。この動きにより、中国株式市場は年初来の損失を取り返し、さらに CSI300 指数は年初来+7.9%とプラス圏に浮上した。

アムンディは、短期的な市場心理を改善させたのは、以下の 3 つの主要政策であったと見ている：

1. 中国人民銀行による非銀行金融機関（NBFIs）の株式購入や上場企業の自社株買いに対する流動性供給、そして潘総裁の積極的なフォワードガイダンスによる緩和政策の規模；
2. 中央政治局の金融政策に対するスタンス、微調整というよりも「インパクトのある」利下げを要請；
3. 中央政治局の住宅に対するスタンスの変化

中国市場、政策刺激策を受けて大幅上昇



出所：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、2024年9月26日時点の Bloomberg データ。

「家計消費を刺激し、デフレ圧力に対処する上で、真のゲーム・チェンジャーとなりうるのは、消費者に向けた財政支援策のパッケージだ。」

景気刺激策発表の、中国資産に対する見方への影響

アムンディは、中国資産に対して、依然、慎重ながらも、今回の発表を受けて、ややポジティブになっている。金融緩和と住宅政策の調整は、中国指導部が景気を下支えするため、新たな取り組みを進めていることを示すものだが、これだけでは構造的な景気減速を覆すことは難しいであろう。これらの動きは短期的には市場心理の安定に役立つと見込まれるが、財政支援策が続くかどうかは本当の試金石となろう。家計消費を刺激し、デフレ圧力に対処する上で、真のゲーム・チェンジャーとなりうるのは、消費者に向けた財政支援策のパッケージだ。

中国株に対するアムンディの見通し

中国株、特にオンショア A 株と厳選された香港株は、こうした政策転換から最も恩恵を受けると考えられる。収益利回りと債券利回りの間に大きなギャップがあるため、株式投資家にとっては魅力的な投資機会となる。さらに、住宅市場の安定化と家計期待の改善が相まって、株式にはさらなる追い風となる可能性がある。アムンディは、市場の活性化から恩恵を受けると見込まれる生活必需品と金融、特にブローカーとアセット・マネージャーに注目している。同時に、人民元のショート・ポジションを中立まで減らすことを推奨する。これは、財政措置の報告を受けて成長率とインフレ率が上昇し、通貨が安定するとの思惑が高まっているためである。ただし、特に米国の選挙を控えていることから、新たな関税賦課のリスクには引き続き留意する必要がある。

市場の反応は概ね好意的だが、強力な財政刺激策が実現するかどうかにより大きく左右される。消費者向けの財政措置が導入されれば、2025年の成長率とインフレ率の予想が上方修正されると予想している。しかし、そのような措置がなければ、当初の相場上昇は短命に終わる可能性もある。短期的には、金融緩和と的を絞った住宅支援の組み合わせが一時的な上昇をもたらす見込みだが、長期的な回復には、より断固とした財政措置が必要になるだろう。

AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

In an increasingly complex and changing world, investors have expressed a critical need to better understand their environment and the evolution of investment practices in order to define their asset allocation and help construct their portfolios. Situated at the heart of the global investment process, the Amundi Investment Institute's objective is to provide thought leadership, strengthen the advice, training and daily dialogue on these subjects across all assets for all its clients – distributors, institutions and corporates. The Amundi Investment Institute brings together Amundi's research, market strategy, investment insights and asset allocation advisory activities. Its aim is to project the views and investment recommendations of Amundi.



Discover Amundi Investment Insights at www.amundi.com

Definitions

- **Basis points:** One basis point is a unit of measure equal to one one-hundredth of one percentage point (0.01%).

Important information

This document is solely for informational purposes. This document does not constitute an offer to sell, a solicitation of an offer to buy, or a recommendation of any security or any other product or service. Any securities, products, or services referenced may not be registered for sale with the relevant authority in your jurisdiction and may not be regulated or supervised by any governmental or similar authority in your jurisdiction. Any information contained in this document may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. Furthermore, nothing in this document is intended to provide tax, legal, or investment advice. Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Asset Management S.A.S. and is as of **27 September 2024**. Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. This document is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management S.A.S. and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi product. Investment involves risks, including market, political, liquidity and currency risks. Furthermore, in no event shall Amundi have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages due to its use.

The MSCI information may only be used for your internal use, may not be reproduced or re-disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. None of the MSCI information is intended to constitute investment advice or a recommendation to make (or refrain from making) any kind of investment decision and may not be relied on as such. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The MSCI information is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, each of its affiliates and each other person involved in or related to compiling, computing or creating any MSCI information (collectively, the "MSCI Parties") expressly disclaims all warranties (including, without limitation, any warranties of originality, accuracy, completeness, timeliness, non-infringement, merchantability and fitness for a particular purpose) with respect to this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall any MSCI Party have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages. (www.msicbarra.com).

Date of first use: **27 September 2024**.

Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée"- SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 – Head office: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com.

Chief editors

Monica DEFEND

Head of Amundi Investment Institute

Vincent MORTIER

Group Chief Investment Officer

Editors from Amundi Investment Institute

Claudia BERTINO

Head of Investment Insights and Publishing

Laura FIOROT

Head of Investment Insights and Client Division

Giulio LOMBARDO

Publishing Specialist

本資料のご利用に当たっての注意事項等

本資料は、アムンディ・インベストメント・インスティテュートが一般・参考情報の提供を目的として作成した資料を弊社が一部翻訳したものです。

本資料は、本資料に含まれるいかなる金融商品の販売や媒介を意図、または購入・売却の勧誘を目的としたものではありません。

本資料は法令に基づく開示資料ではありません。

本資料中に記載したアムンディ・インベストメント・インスティテュートの見通し、予想、予想意見等（以下、見通し等）は、当資料作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、見通し等や過去の運用実績を含むいかなる内容も、将来の投資収益等を示唆または保証するものではありません。

本資料は、信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性、完全性について保証するものではありません。

本資料に記載されている内容は、全て本資料作成日以前のものであり、今後予告なしに変更される可能性があります。

本資料に含まれる情報から生じるいかなる責務（直接的、間接的を問わず）を負うものではありません。

弊社の許可なく、本資料を複製または再配布することはできません。

アムンディ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者登録番号：関東財務局長（金商）第 350 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

日本証券業協会 一般社団法人第二種金融商品取引業協会