

## 中国、全国人民代表大会の当面の見通し



**CLAIRE HUANG**

Senior EM Macro  
Strategist, Amundi  
Investment Institute



**AIDAN YAO**

Senior Investment  
Strategist, Asia, Amundi  
Investment Institute

- **緩和的財政政策は進行中**：数カ月にわたる期待に応えて、北京は、困難で不透明なマクロ環境のなかで、中国経済を5%前後で、継続的、安定的に成長させる計画を明示した。具体的には、財政支出の拡大、金融支援政策の継続、そして消費とハイテクの成長を促進するための、より多くの資源を投入という内容である。全国人民代表大会（全人代）で発表された数値目標のほとんどは市場のコンセンサスに沿ったものであったが、財政計画は平均的な予想をわずかに下回った。投資家は今後開催される閣僚会議での予算と歳出の詳細を見て、財政強化の全体像を理解することになる。
- **非常に高い不確実性**：GDPの約2%に相当する支出パッケージは、米国からの20%の関税ショックを含むマクロ的課題に対抗するために必要な水準には達していない可能性がある。しかし、もし北京が支出を前倒しし、消費者の手元への迅速なリソース供給を推進するならば、この景気刺激策はより大きな効果をもたらすだろう。過去の経験は、全人代で確認された後においても、現行の計画が目標を達成できないと判断した場合、追加の支援策が年内に提供される可能性があることも示唆している。
- **市場は今のところ満足**：財政計画に対する失望感にもかかわらず、市場が冷静に反応していることは、政策への期待が、もともと控えめであったことを示唆している。実際、緩和的政策とは別に、テクノロジー株を筆頭に中国株が最近再評価された背景にはAIに対する楽観論がある。しかし、経済を確実に好転させるような強力な政策転換がなければ、この上昇相場がテクノロジー株以外に広がるかどうかは疑問である。中国株については全体として中立のスタンスを維持するが、セクターや指数を厳選しながら投資を進める。債券については、目先の金融緩和が見込めないことから、利回りの上昇圧力が当面続く可能性がある。米国の景気後退観測が高まりとトランプ大統領の政策を巡る不安定さによって、相対的な比較において中国の政策当局の信頼感がより高まったように見え、世界の資本が中国のリスク資産に再び流入する動きを後押ししている。

### 2025年に向けた北京のマクロ経済政策

李克強首相は、その年の中国での最大の政治イベントとして、全人代の冒頭で、政府の活動報告を行った。政治的意思決定の立て込んだスケジュールの中においても、全人代は、今後、2025年におけるマクロ経済政策の方向性が決められるため、市場からも注目されている。

不確実性の高いマクロ環境下で全体的に景気を安定させたいという意向から、北京は成長率とインフレ率の目標を昨年からのほぼ据え置いた（図表1）。しかし、これらの目標達成には、高まる貿易摩擦や低迷が続く国内需要との戦いが必要となるだろう。特に、最近の物価動向の低迷を見ると、インフレ目標の達成基準が3%から2%にわずかに引き下げられたにもかかわらず、その達成はより困難になるだろう。

このため、投資家は、目標が設定の水準よりも、どのようにして目標が達成されるかということに興味を持っている。昨年9月の政策転換以来、中国当局は経済が困難な状況を乗り切るための包括的な景気刺激策を市場に向けて発信してきたが、3月5日の全国人民代表大会で発表されたのは、コンセンサス予想の範囲内で綿密に練られた政策パッケージとなった。

「不確実性の高いマクロ環境下で景気を安定させたいという全体的な意向から、北京は成長率とインフレ率の目標を昨年からのほぼ据え置いた。」

図表 1| 2025 年全人代目標と予想との比較

	経済成長目標	CPI 目標	財政予算 A) ヘッドライン赤字	財政予算 B) 特別債券	広義での赤字の 変化*
全人代表表	5%	2%	4,0%	1.8 兆人民元 中国政府特別債券 4.4 兆人民元 地方政府特別債券	+1.9ppt
アムンディ予想	5%	2%	3,8%	2.0 兆人民元 中国政府特別債券 4.6 兆人民元 地方政府特別債券	+2.0ppt
コンセンサス予想	5%	2%	4%	1.2-3.0 人民元 中国政府特別債券 4.0-4.7 人民元 地方政府特別債券	+1.4 to +2.9ppt (中央値: +2.0ppt)

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート\*2025年の名目 GDP 成長率を 4%と仮定して再計算した。

期待されていた財政計画には、驚くような内容はほとんど含まれていない。2025年の公式な財政赤字は GDP の 3%から 4%に引き上げられたが、これはパンデミック初期に達したピークを上回ることになる。これに対応するため、中央政府および地方政府の特別債券発行によるバランスシート外の借り入れが 2025年には 6兆2千億元に達する。合計すると、経済支援のために確保された財政出動余力は GDP の 10%に相当し（アムンディの赤字拡大の推定）、これは 2024年より 2%高くなっている。

「どれだけ」という点に加え、「どのように」この刺激策が分配されるかも注目されている。北京は、1兆3千億元の特別国債発行のうち 3千億元を、最近拡充された消費者補助金制度の支援に充てることを決定した。さらに、活動報告書では、詳細は示されなかったものの、消費支援を強化するための「特別行動計画」が導入される予定である。中央政府の財源から 5千億元が銀行の資本再編に充てられ、地方政府の特別債券で調達した資金は、不動産在庫の整理、政府の未払い金の支払い、戦略的プロジェクトの建設に重点的に使用されることになる。

活動報告書の全体的としてのメッセージは明確であり、財政プログラムは「人民」を支援するために設計されている。経済成長の主な原動力としての消費の役割を強化するために、社会福祉、雇用、所得の増加を後押しするリソースが優先される。その点において、3千億元の「下取り」補助金は、唯一「金額が明示」された消費刺激策であるが、このような大きな公約を果たすには不十分であるように思われる。市場は、現在、「特別行動計画」の詳細と、財政支出が財政部および国家発展改革委員会からどのように割り当てられるかについて、その詳細を待っている。

財政政策に加え、金融政策も期待の一翼を担うこととなる。北京は、過去との比較においてハト派的なスタンスを継続しており、金融政策を「適度な緩和」としている。しかし、このようなスタンスを示してはいるものの、これまでのところ期待されたほどの緩和は実施されていない。デフレに対処するために実質金利を引き下げる必要性があるため、金融政策はハト派的な方向に進むと見られるが、そのタイミングとタイプ（注目度の高い手段と控えめな操作）は、マクロ経済情勢の展開次第となる。第 2 四半期は、関税の引き上げとドル安で、現在の成長の勢いが失われるため、政策の余地が生じ、次の準備率要件（RRR）と金利の引き下げの可能性が出てくるタイミングになると見ている。

政府活動報告書は、短期の刺激策に加え、経済全体の発展における民間セクターの中心的役割を繰り返し強調している。これは、民間セクターが米国とのイノベーション格差を縮める上で成し遂げた進歩を最高政治機関が認識したことの表れであり、また、習国家主席が民間セクターの起業家たちと行ったシンポジウム以来の姿勢転換の継続でもある。もちろん、これらすべては全人代で予想されたことである。重要な疑問は、この姿勢の変化が、どの程度、この分野の政策や規制の改善につながるかということである。活動報告書では、いくつかの一般的な原則が示されているが、詳細についての説明は不十分である。もし、北京が経済の主要部分に対する信頼回復に真剣に取り組んでいるのであれば、今後 1 週間で開催されるさまざまな閣僚会議で詳細が提示されることになるだろう。

「ディープシークとシンポジウムの意義は、グローバル投資家を魅了する2つの新しい中国に関するストーリーを追加したことにある。」

「パンデミック以降の成長鈍化を考慮しても、2%の景気刺激策では「ギャップ」を埋め、経済をデフレから脱却させるにはまだ足りない。」

### 対策は経済の安定化に十分か？

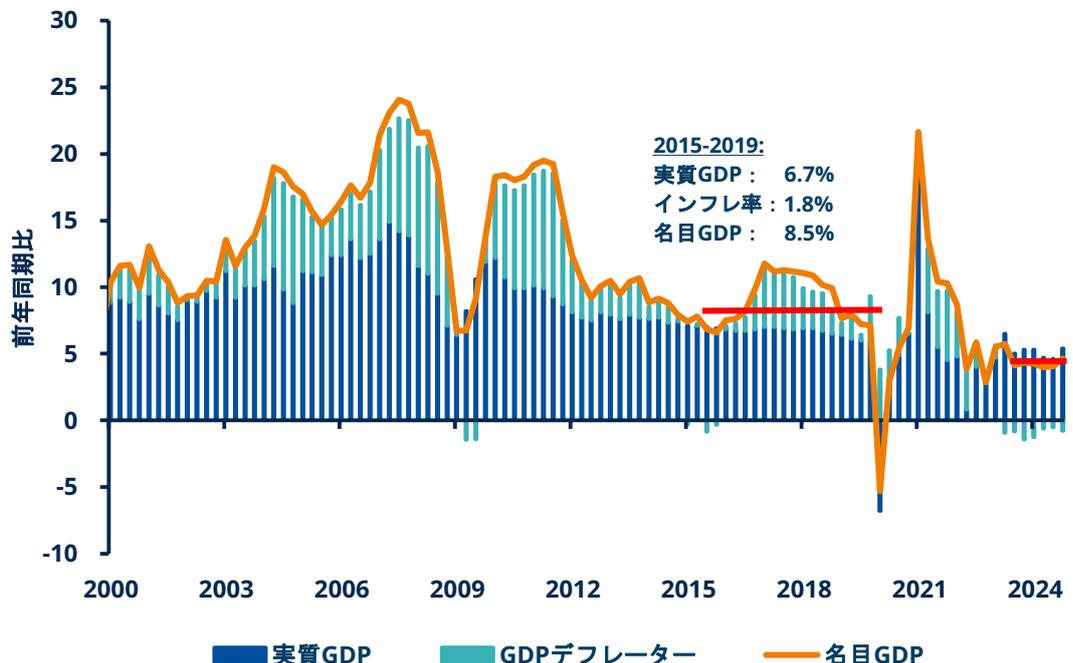
これは重要な質問だが、回答は容易ではない。政策の有効性を正確に評価するには、経済の現状、生産ギャップの規模、そしてさまざまな種類の財政支出が成長にどのような影響を与えるか（経済学者はこれを「財政乗数」と呼ぶ）を十分に理解する必要がある。中国では質の高いデータが入手しにくいことから、これらの評価はいずれも容易ではない。

参考までに、実質 GDP よりも問題点が少ないとされる名目 GDP を用いた概算では、現在の成長率は少なくともコロナ禍前の平均値を 4% 下回っていることが示されている（図表 1）。パンデミック以降の成長鈍化を考慮しても、2% の景気刺激策では「ギャップ」を埋め、経済をデフレから脱却させるために必要な額としては、まだ過少であろう。

とはいえ、景気刺激策が「どのように」「どのくらいの速さで」使われるかも重要となる。昨年「下取り」プログラムは、消費を刺激するために費やされた資金が、より大きな乗数効果をもたらす可能性があることを示唆している。また、資金が速やかに分配される場合、例えば全人代が公約したように今後 3~6 ヶ月間に行われれば、景気刺激策の規模が 12 ヶ月というより長い期間で見ると控えめだと考えられる場合でも、より強力な景気回復策が経済の活性化を後押しする可能性がある。

さらに、北京は、マクロ経済状況が悪化した場合に備えて、さらなる措置を講じる余地を残している。過去 2 年間、経済が秋に再び低迷したことを受けて、追加の金融緩和策が実施されたことを思い出すべきであろう。今年は、貿易摩擦が成長リスクを高めていることを踏まえると、経済が受ける支援のレベルは、全人代で発表された内容を超える可能性がある。財務省が「段階的に積み増しされた政策措置を順次実施する」と約束したことは、その文脈で捉えるべきである。

図表 2 | 名目成長率は、コロナ禍以前の平均と比べて 4% の「ギャップ」



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、2025年3月5日時点のWIND データ

### 市場は歓迎するだろうか？

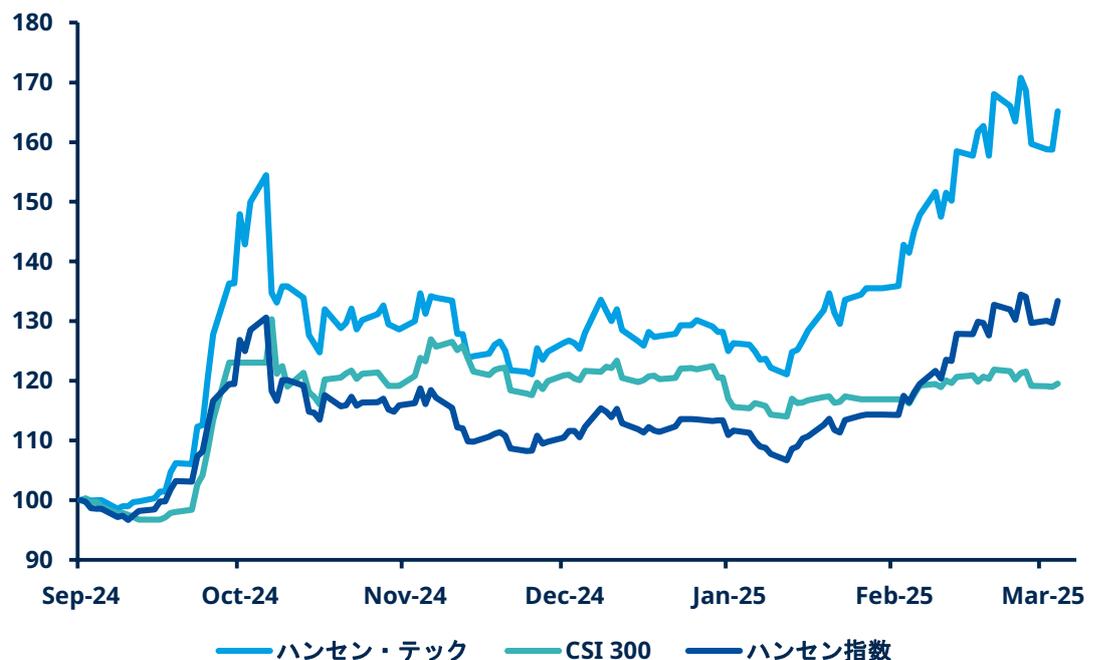
目に見える、驚くような成果は何もなかったにもかかわらず、北京がテストを成功させたことを即座に示唆する反応が見られた。成長率と財政目標の発表後、中国株式は上昇し、ハンセン指数は 2.8%、CSI 300 は 0.5% 上がった。また、貿易摩擦がさらに激化し、米国が新たに 10% の関税を課したにもかかわらず、人民元/米ドルの為替レートもこの日は堅調に推移した。

市場の反応が穏やかだったのは、政策による大幅な景気浮揚効果に対する期待が、もともと、それほど大きくなかったことを意味しているとアムンディは考えている。これは、ここ数週間の中国株式の大幅な再評価と矛盾するように見えるかもしれない。しかし、よく見ると、再評価のほとんどは、政府の景気刺激策ではなく、AI への楽観的な見通しを背景としたオフショアのハイテク株で起こっている。これに対し、ハイテク株以外の H 株や幅広い A 株市場は、年初来の値上がりが小幅にとどまっている（図表 3）。したがって、コンセンサス予想に沿った 2%の支出パッケージが市場を「動揺」させることはなかった

ここから、現在の強気相場の行方は主に国内の 3 つの未知数によって決まると考える。1) マクロ政策が経済の下支えとして有効かどうか、2) 民間セクターに対する規制政策が U ターンし、信頼と活力の回復につながるかどうか、3) AI がさらに大幅な進歩を遂げ、テクノロジー分野全体への投資を促進し、経済全体の生産性を解放するかどうか、である。

ディープシークの台頭と民間セクターとの最近のシンポジウムにより、世界中の投資家を魅了する中国に関する 2 つの新たなマクロ経済的なストーリーが加わった。より反循環的な政策緩和は依然として重要であるが、もはや中国を地図上に復活させる唯一の方法ではない。

図表 3 | 最近の株価上昇は、政策楽観論ではなく、AI への楽観視がドライバー



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグのデータは 2025 年 3 月 5 日現在。指数は再ベース（2024 年 9 月 1 日=100）。

# Amundi Investment Institute

In an increasing complex and changing world, investors need to better understand their environment and the evolution of investment practices in order to define their asset allocation and help construct their portfolios.

This environment spans across economic, financial, geopolitical, societal and environmental dimensions. To help meet this need, Amundi has created the Amundi Investment Institute. This independent research platform brings together Amundi's research, market strategy, investment themes and asset allocation advisory activities under one umbrella; the Amundi Investment Institute. Its aim is to produce and disseminate research and Thought Leadership publications which anticipate and innovate for the benefit of investment teams and clients alike.

Discover more from Amundi at [www.amundi.com](http://www.amundi.com) or visit us on



## Definitions

- **Asset purchase programme (APP):** A type of monetary policy wherein central banks purchase securities from the market to increase money supply and encourage lending and investment.
- **Basis points:** One basis point is a unit of measure equal to one one-hundredth of one percentage point (0.01%).
- **Curve flattening:** An environment in which the difference (spreads) between yields/rates of short-term and long-term bonds of the same credit quality reduces.
- **Curve steepening:** A steepening yield curve may be a result of long-term interest rates rising more than short-term interest rates or short-term rates dropping more than long-term rates.
- **FOMC:** Federal Open Market Committee.
- **PEPP:** Pandemic emergency purchase programme.
- **Quantitative tightening (QT):** QT is a contractionary monetary policy aimed to decrease the liquidity in the economy. It means that a CB reduces the pace of reinvestment of proceeds from maturing government bonds. It also means that the CB may increase interest rates as a tool to curb money supply.
- **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

## 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 6 March 2025. 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.

Date of first use: 6 March 2025.

Document ID: 4297668.

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](http://www.amundi.com).

CHIEF EDITORS	EDITORS
<p><b>MONICA DEFEND</b> Head of Amundi Investment Institute</p>	<p><b>CLAUDIA BERTINO</b> Head of Investment Insights, Publishing and Client Development, Amundi Investment Institute</p>
<p><b>VINCENT MORTIER</b> Group CIO, Amundi</p>	

**Amundi**  
Investment Solutions

Trust must be earned

## 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

4300628