

第518回: 波乱含みの PMI

高度成長の光と影と云うべきか、いま中国は過去 40 年の経済成長がもたらした歪み(影の部分)の是正に全力を挙げているが、特に注意すべきが過剰債務問題。

昨年 7 月に内閣府が発表した報告書によると、中国の民間債務の対 GDP 比は 200%超。200%とは日本のバブル崩壊時とほぼ同水準だが、中国における地下金融(シャドー・バンキング)の実態はよく解明されておらず、隠れたる民間債務が更に存在する可能性は高い。

李克強首相も本件の深刻さは十分認識しており、これまで成長率の極端な減速に留意しつつ、民間債務の増加を防ぐ金融引締め的なデレバレッジ(債務圧縮政策)を推進してきた。

デレバレッジの効果は靦面に表れ、昨年後半に入ると、中国経済の“鈍化”が、“やや失速気味”となり、諸外国にも悪影響を与え始めたため、中国政府はやむなく、年初来の“デレバレッジ断行”から“景気対策”に軸足を移すことを決めたようだ。

本年 3 月初旬に開催された、日本の国会に相当する全国人民代表大会(全人代)で李首相は、①減税、②インフラ投資、③企業の資金調達難の緩和などの景気対策を表明し、米国との貿易摩擦問題で冷え込みが際立つ景気を下支えする構えを示した。この報に逸早く反応したのが中国の企業家だ。

- 国家統計局が 3 月 31 日に発表した同月の製造業購買担当者指数(PMI)は、景気先行指標(サブ指数の新規受注、新規輸出受注指数等)の寄与により、50.5 と前月の 49.2 から上昇し、2012 年以来の大きな上げとなった。
- 続く 4 月 17 日発表の中国 1Q の GDP 成長率は前年同期比 6.4%増と、市場予想を上回り、昨年 4Q と同水準を確保、景気減速による投資家の不安や世界経済の成長を巡る疑念を緩和させ、これで中国の成長鈍化に一定の歯止めが掛かったかと思われた。
- ところが 4 月 30 日に発表された国家統計局の 4 月の製造業 PMI は 50.1 と、3 月の 50.5 から低下し、市場予想の 50.5 を大きく下回った。財新/Markit が発表した 4 月の製造業 PMI も 50.2 と 3 月の 50.8 から低下し、市場予想の 51.0 を裏切る結果となった。

結論からいえば、PMI の急上昇も急下落も、経済政策の舵取りの中で発生する、至極当然の反応であり一喜一憂する必要はない。

資本市場の世界では、PMI や GDP といった経済データの僅かな起伏を捉えては、それを都合よく解釈し、一方ネガティブな材料には蓋をかぶせて、「中国経済は明らかに回復しており、株価はこれから上昇云々」と喧伝する方々が少なからずいるが、その多くは“ト者”であって“学者”とはいえない。学者になりたければ、Fiduciary duty の本義を日々拳拳服膺することが、なによりも必要だ。

李首相は 3 月の全人代で景気対策を公表したが、減税や雇用確保に“的を絞った”政策を目指しており、「無差別なアプローチは実行可能な選択肢ではない」と言明している。

最終ページに重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。

1/3

李克強首相の“総論”を聞いて、“熱烈歓迎、需要拡大、マネーサプライ膨張”と、沸き立った企業家たちだが、“各論”をよくよく見れば、嘗てのリーマンショック時のような“バラマキ型公共投資”が行われなことが明らかとなり、漠然としたユーフォリアがチョット冷めたという感じだろう。

中国政府が時宜を得た政策を粛々と進めているが故に、景気判断が一時的に下降したという皮肉な現象ではある。

むしろ気掛かりは、米トランプ大統領が、中国との貿易交渉が最終段階にあるとされる中、対中関税を引き上げる方針を表明した“トランプショック”。これまで米国は中国による知的財産権侵害等を理由に、中国製品に課している関税を、以下のステップで進めると宣告していた。

- | |
|-------------------------------|
| 第1弾＝340億米ドル、産業機械や電子部品等へ25%賦課。 |
| 第2弾＝160億米ドル、半導体や化学品等へ25%賦課 |
| 第3弾①＝2000億米ドル、家具や家電等へ10%賦課 |
| 第3弾②＝税率を10%から25%に引き上げ |
| 第4弾＝残る約3000億米ドル全てに25%賦課 |

5月5日に米トランプ大統領がツイッターで表明したのは、「10日より第3弾②への移行」である。

トランプ発言は、中国に米中合意を決断させるために投擲した、“ブラフ半分、本気半分”の戦術的Ultimatum＝最後通牒だろう。従って、米中が週末までに合意に達する可能性はまだ残されている。

中国商務省は5月7日、劉鶴副首相が通商協議のため9—10日に訪米すると明らかにしており、米国による対中関税引き上げを回避したい考えのようだが、香港紙SCMPは6日、習近平国家主席が交渉当事者の譲歩案を拒否して、「どのような結果になっても責任をとる」と語ったとする関係者の話を報じている。

習主席が最も気にしているのはメンツと国内外への威信だ。自分の決断で妥結可能なイシューには柔軟に対応するが、党規約や全人代決議を伴う法令の修正等には応じられないと云う考えのようだ。

もしも中国の反発が予想以上に強く、米中交渉が毛沢東直伝の“持久戦”にもつれ込み、景気失速を気も狂わんばかりに危惧する中国が、伝家の宝刀“ジャブジャブ級”の景気浮揚策を決断すれば、景気指数は一気に再上昇し、相場もこれに応えるだろうが、それは瑞兆とは似て非なるものだ。(了)。

文中の見解は全て筆者の個人的意見である。

2019年(令和元年)5月8日

筆者プロフィール

杉野光男

東洋証券株式会社 主席エコノミスト

一橋大学商学部卒、三菱信託銀行(現三菱UFJ信託銀行)入社、上海華東師範大学へ留学

同行北京駐在員、上海駐在員事務所長、理事中国担当部長を経て、2007年より現職

著書 日本の常識は中国の非常識(時事通信社)、中国ビジネス笑劇場(光文社)等

最終ページに重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。

2/3



ご投資にあたっての注意事項

手数料等およびリスクについて

① 株式の手数料等およびリスクについて

- ・ 国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大 1.2420% (税込み)、最低 3,240 円 (税込み) (売却約定代金が 3,240 円未満の場合、約定代金相当額) の手数料をいただきます。国内株式を募集、売出し等により取得いただく場合には、購入対価のみをお支払いいただきます。国内株式は、株価の変動により、元本の損失が生じるおそれがあります。
- ・ 外国株式等の売買取引には、売買金額 (現地における約定代金に現地委託手数料と税金等を買いの場合には加え、売りの場合には差し引いた額) に対して最大 0.8640% (税込み) の国内取次ぎ手数料をいただきます。外国の金融商品市場等における現地手数料や税金等は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。外国株式は、株価の変動および為替相場の変動等により、元本の損失が生じるおそれがあります。

② 債券の手数料等およびリスクについて

- ・ 非上場債券を募集・売出し等により取得いただく場合は、購入対価のみを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、元本の損失を生じるおそれがあります。外国債券は、金利水準の変動等により価格が上下するほか、カントリーリスク及び為替相場の変動等により元本の損失が生じるおそれがあります。また、倒産等、発行会社の財務状態の悪化により元本の損失を生じるおそれがあります。

③ 投資信託の手数料等およびリスクについて

- ・ 投資信託のお取引にあたっては、申込 (一部の投資信託は換金) 手数料をいただきます。投資信託の保有期間中に間接的に信託報酬をご負担いただきます。また、換金時に信託財産留保金を直接ご負担いただく場合があります。

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るため、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。

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、当該金融商品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格が変動し、元本の損失が生じるおそれがあります。

④ 株価指数先物・株価指数オプション取引の手数料等およびリスクについて

- ・ 株価指数先物取引には、約定代金に対し最大 0.0864% (税込み) の手数料をいただきます。また、所定の委託証拠金が必要となります。
- ・ 株価指数オプション取引には、約定代金、または権利行使で発生する金額に対し最大 4.320% (税込み)、最低 2,700 円 (税込み) の手数料をいただきます。また、所定の委託証拠金が必要となります。株価指数先物・株価指数オプション取引は、対象とする株価指数の変動により、委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

取引や商品ごとに手数料等およびリスクが異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

最終ページに重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。

3/3



東洋証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長 (金商) 第 121 号
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 加入
本社所在地 〒104-8678 東京都中央区八丁堀 4-7-1 TEL03-5117-1040