

## 第478回:衣の下から本音がチラリ

わが任務は中国政治経済の分析にあるが、一方証券会社に身を置く立場として日々の営業に苦勞している営業員のことを考えると、あまりネガティブな中国情報ばかり発信するのも辛いものがある。

でも最近人口に膾炙しつつあるコンプライアンス態勢や、お客さま本位の業務運営方針とは、企業にとって当面の方針ではなく、未来永劫不変の経営理念である事を理解すれば、情報発信の座標軸も自ずと明らかとなる。だから仮令悪意はなくても小さな朗報を鬼の首でも取ったように大袈裟に報じ、一方悪いニュースをさりげなくスルーするような姿勢は敵に慎むようにしている。

先日亡くなった危機管理専門家の佐々淳行氏の発言にもあるとおり、企業内でも朗報はピラミッド構造の情報伝達ラインに沿った形で、何も心配することなく、凄まじい勢いで情報がトップへと伝わっていく。反対に、悪い報告がピラミッドを駆け登るスピードは極めて遅い。

そんなことを考えながら、中国国家统计局が10月31日に発表した10月の「製造業購買担当者指数(PMI)」が予想を下回り、9月の50.8から50.2と大きく低下したとの報に接したとき、最初の印象は、大本営発表とまでは云わないが、「中国政府の息のかかった統計でもこの程度か」だった。

①景気の減速局面に、②米中貿易摩擦と、③元安によるキャピタルフライトの懸念、この三重苦が中国経済に重くのしかかり、現状が楽観できないのは誰の目にも明らかであり、「中国経済への影響は限定的」など能天気なことを云っている場合ではない。

問題は、危機到来をどう証明するか。こんなとき説得力があるのは、中国当局の公式発表の分析だ。

中国共産党は原則月に一度、中共中央政治局会議を開いており、「中国の経済情勢と当面の経済工作」に関する10月31日と、7月31日の報道を比べてみよう。因みに9月政治局会議では法令の審議状況のみが発表されており、8月は北戴河会議のためか休業だったようだ。7月会議の要旨は以下のとおり。

- 上期は「稳中求進(安定を前提としながら前へ進む)」をスローガンにして、質の高い経済成長の追求、供給サイドの構造改革、金融リスクの防止、貧困問題、環境汚染問題等に取り組んだ結果、一定の成果を挙げた。
- 当面の経済状況を見ると「穩中有変(安定に変化が生じ)」、「面臨一些問題新挑戰(一部の問題がチャレンジの局面を迎えている)」。
- 下半期の施策は①積極的な財政政策と穩健な貨幣政策、②社会インフラの不足部分を補強、③供給側構造改革推進、④金融リスク防止、⑤物価安定、不動産問題の解消、⑥雇用確保等を更に推進。

さりげなく「(悪い)変化が生じた」ことを伝え、新施策として「社会インフラ補強」云々で財政出動を匂わせ、金融政策ではこれまでの「穩健で中立的」から、「中立的」を削除し、金融緩和に方向を転換し、景気優先の運営に舵を切り換える内容となった。

---

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。

さて、それから3か月後の10月31日に開かれた政治局会議の要旨は以下のとおり。

- (今年初からの基本方針:7月の会議に同じ)
- 第3四半期までの成果:消費者物価安定、製造業投資の回復、輸出入好調、外資導入拡大、秋季豊作、GDP見合いの個人収入増、都市部の雇用目標達成など。
- 当面の経済運営では安定に変化が生じており、経済下押し圧力が高まった。一部の企業では経営が一段と厳しくなり、長期にわたり蓄積されてきた隠れたリスクが噴出している。われわれはこれを重視し、予見可能性を高め、時宜を得た措置を講じなければならない。「**穩中有變、經濟下行壓力有所加大、部分企業經營困難較多、長期積累的風險隱患有所暴露。对此要高度重視、增強予見性、及時採取對策**」
- 中国経済が高度成長から、質の高い成長に転換しつつあるなか、外部環境にも深刻な変化が生じており、(従前からの)政策による更なる効果が期待されている。「**外部環境也發生深刻變化、一些政策效應有待進一步釋放**」

この政治局会議に対しマスコミ各社は「経済下ぶれ圧力」、「対米摩擦の影響示唆」、「党指導部が認識」など、ほぼ足並みを揃えて報道している。

ここで注目すべきは「困難」、「暴露」、「深刻」等の表現。共産党がこんな表現を用いるのは極めて異例のことであり、指導部は包み隠さず危機到来を訴えていることがわかる。

10月のPMIは、このコンテキストの延長で読み解くべきだ。PMIが景気の節目となる50を27か月連続で上回った事実のみを採り上げて、「中国経済は減速傾向にあるものの、景況感はまだ強気を維持している」と表現する人もいるだろうが、経済分析においてより重要なのは変化であって絶対値ではない。

PMIを構成する14のサブ指数を見ても、生産、新規受注、在庫、雇用等が軒並みマイナス、現状維持が生産経営予期指数のみと、「0勝13敗1分」であったのも気掛かりだ。

中国政府にとって最後の策は、問題先送り覚悟の財政出動であり、これで経済は巡航速度を取り戻すと、国有企業筋は楽観的に考えるかもしれないが、これは一時しのぎのカンフル剤。これまで中国の高度成長を支えてきた低賃金労働者を多数抱える工場群の動向が気掛かりだ。

最後に強さと弱さが同居するFragile Superpowerは外圧に強く内圧に弱い歴史的DNAを持つ。米中貿易戦争のような外圧は国内団結で打開可能。問題は労働者や農民による社会不安の内圧だ。(了)

文中の見解は全て筆者の個人的意見である。

平成30年11月1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