

## 第509回: サブ指数と企業規模から読む中国 PMI

中国国家统计局が2月28日に発表した2019年2月の製造業購買担当者景気指数 (PMI) は、景気判断の分岐点となる50を3か月連続で下回る49.2と、16年2月以来3年ぶりの低水準となった。

“3か月連続でunder50”や、“3年ぶりの低水準”等の見出しは、景気がじわりと減速している昨今の中国において、そう珍しい表現ではないが、問題はPMIを構成するサブ指数の中身だ。

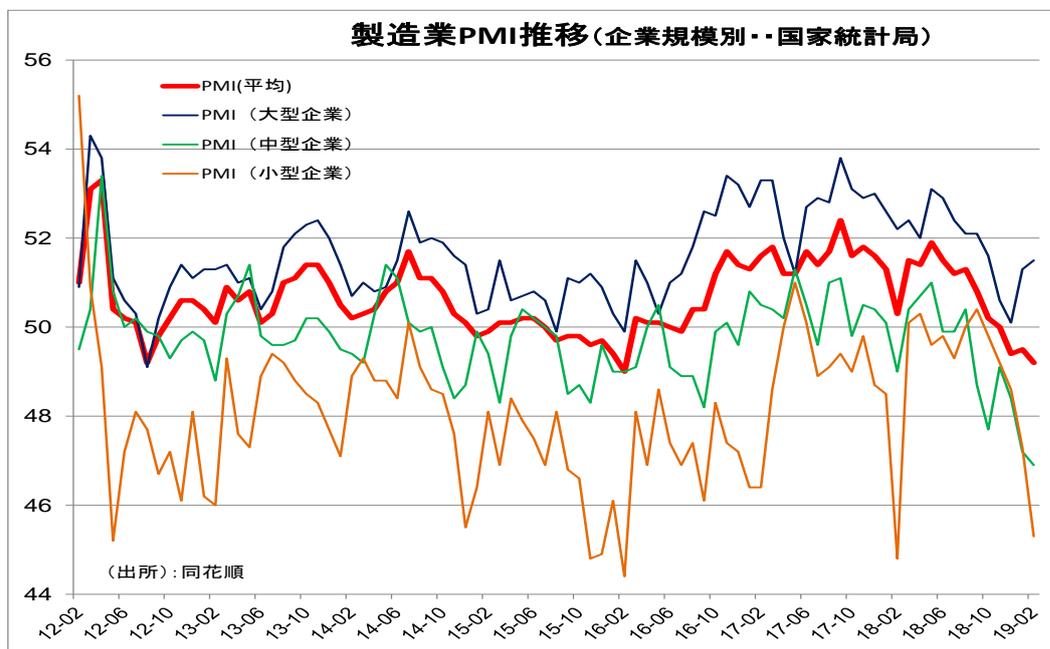
たとえばPMIの中核をなす“生産指数”。1月の50.9から、2月は49.5に低下したが、50を割り込むのは実に10年ぶり、リーマンショック直後の09年1月以来のこと。

リーマンショックとは08年9月15日、米大手投資銀行リーマン・ブラザーズの経営破綻に端を発し、株価が大暴落するなど世界規模の金融危機が発生した事象だが、輸出大国としてこの影響をものに受けた中国の08年の生産指数は、3月の64.1から、66.5(4月)、55.7(5月)、54.2(6月)、47.4(7月)、48.7(8月)、54.6(9月)、44.3(10月)、35.5(11月)、39.4(12月)、45.5(09年1月)と激しく変動した。

この景気悪化の流れを止めたのが、08年11月に公表された総額4兆元という、当時の中国GDPの約15%に相当する超弩級の大公共事業であり、この効果により、中国の生産指数は09年2月に51.2と50台を回復し、以後10年間の長きにわたりover 50を保ってきた。今年1月までは。

今年の冬場は景気支援策として、昨年とは打って変わって、環境汚染対策の生産規制が大幅に緩和されたにも拘わらず、生産指数が歴史的な低下を見たことになる。

他のサブ指数では、“新規輸出受注”も米中貿易摩擦の関係で、1月の46.9から2月は45.2に低下し、これも09年2月以来の歴史的な低水準となった。この2つの指数を見るだけで、中国の需要悪化は明らかだ。



一方、PMIを企業規模別でみると上表のとおり、PMI全体値の49.2(赤の太いライン)を挟んで、大型企業

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。

が51.5(前月比+0.2)、中型企業が46.9(同一-0.3)、小型企業が45.3(同一-2.0)と明暗を分けた。多少の例外はあるが、大まかに云えば大型企業の大半は国有企業、中小企業の大半は民営企業だ。

これは3月の全人代(=国会)開催以前の調査結果だが、このとき景気の更なる悪化を防止するための減税やインフラ投資などの大型景気刺激策出動は既定路線となっていたことから、大手国有企業は先行きの需要は拡大すると判断し、一方中小民間企業は全人代以降に公表される具体的刺激策を見ないことには安心できないと考え、ここに大企業と中小企業との間で温度差が生じたようだ。

さて注目すべきは3月31日に発表される3月のPMI。中国政府は全人代で中小企業支援策として国有銀行に中小企業向け融資を3割増やすよう命令し、同時に需要喚起、雇用確保等の措置を公表しており、これに中小企業/民間企業がどの程度信頼を寄せるかが、今後の景気、就中雇用動向を占う材料として注目されよう。雇用動向は社会の安定度を測る極めて重要なモノサシである。

株式相場の動向も、中国の投資家層(=中間層や富裕層)の現政権に対する一種の支持率と見ることができ、党政府の高官たちが上海総合指数や深圳成分指数等を気にしているのは間違いない。

市場経済のシステムが十分浸透していない中国において、景気の過熱抑制や、失速しかかった経済のテコ入れは、市場メカニズムではなく、行政主導で進められることになるが、広い中国を地域ごとの事情を勘案しつつコントロールするのは事実上不可能だ。

そのため、現場ではときに複雑な事象であっても、個々の状況を考慮せず、ばつさりと画一的に処理する“<sup>イダオチエ</sup>一刀切”の手法を採らざるを得ないことになり、その結果発生する過剰反応としての景気のオーバーキルや、相場のオーバーシュートは不可避の現象だ。

これに市場の8割を占める個人投資家が過敏に反応する結果、極端な売られ過ぎや、買い過ぎが、屡屡「景気減速下の株高・and vice versa」といった奇妙な相場を形成する。

株式相場が実体経済を映し出す鏡であることは事実だが、こと中国に限れば中短期的な時間軸において、景気の好不況と株価水準は必ずしも正の相関を示すとは限らない。好況下で相場が軟化し、不況下で相場が勢いを増す、そんな事例は中国の資本市場約30年の歴史の中で何度も発生しており、これを投資の妙味と考えるか、リスクと捉えるかで、投資家の中国株への適性や相性が分かるような気がする。(了)

文中の見解は全て筆者の個人的意見である。

平成31年3月27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<sup>の</sup>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



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

## 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