

アジア経済ウォッチ (No.11-49)

<中国> 製造業 PMI 評価と金融策・元の変化

投資調査部 吉川 健治

9月上昇幅・水準は過去最低、実際には政策調整黙認、再び人民元の現物・先物逆転

ポイント

- 9月の製造業購買担当者指数(製造業 PMI)は、前月比で+0.3pの51.2と2ヵ月連続上昇したものの、05年に同指数が公表以降、同月の上昇幅と数値がともに、過去最低水準と低調。輸出鈍化や景気減速の可能性が依然大きく、中小企業の経営は比較的困難な局面に直面し、全体的に冴えない動き
- 人民元為替レートが、9月22-23日に現物と先物レートの逆転現象、リーマン・ショック後、約3年振りであり、新たな危機の再来を示唆。逆転現象の解消後3~4日経過して、再び逆転現象が9月29-30日連続で示現。一方、現物レートが、通常取引状況と異なり、28-29日連続して、対米ドルで1日変動上下幅0.5%のストップ安で終了。適度の元高圧力と資金流入増は、中国景気の安定成長にとって、必要な要素
- 中国人民銀行貨幣政策委員会が、9月30日に第3四半期定例会議を開催。足元の内外景気情勢を分析し、「マクロコントロールの予測方向に進展、インフレ圧力はいくらか緩和に。物価安定をマクロコントロールの主要任務として、流動性を有効に管理し、合理的な社会融資規模と貨幣総量に維持」と。ただし、中国の循環論と構造論による複雑な関係により、経済社会の歪みや矛盾が、一層浮上へ

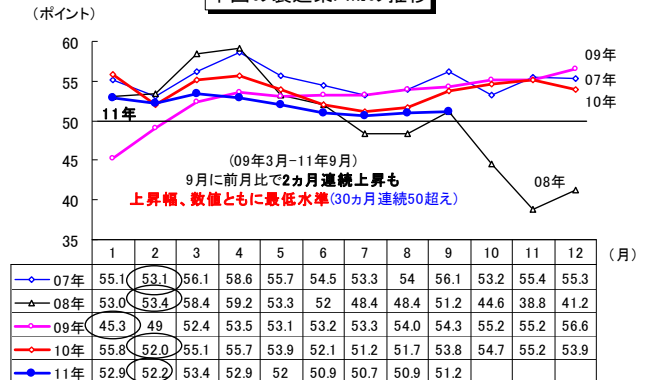
マクロ調整の厳格化や欧州債務危機懸念など一押し圧力が、製造業 PMI の浮揚力を抑制

9月の製造業購買担当者指数(製造業 PMI)は、前月比で+0.3pの51.2と2ヵ月連続上昇したものの、05年に同指数が公表以降、同月の上昇幅と数値がともに、過去最低水準と低調であった。中国のマクロ調整継続や欧州のソブリン債務危機、世界景気減速懸念など内外情勢の先行き不安が反映されているようだ。

確かに、製造業 PMI は、月次の周期パターンのとおり、下期は8月に上向き、9月にピークアウトする動きであったが、上昇勢いは非常に鈍っている。

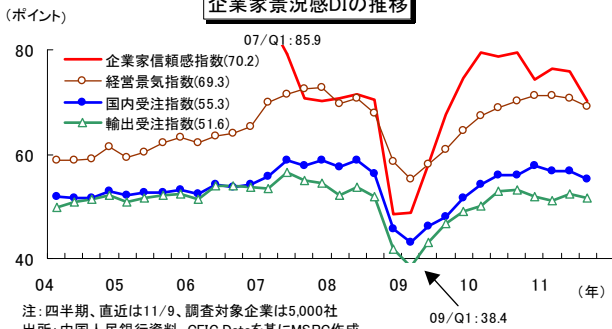
企業家景況感DIの動き(四半期)をみても、11年に入り、同信頼感指数、経営景気指数、国内受注指数が低下基調と企業マインドは悪化している。また、製造業 PMI と貨幣政策感受指数の動きをみると、後者が金融引き締め程度が最も強かった08年1-6月期の水準に近づく中、前者が後者に遅行的に連動し、同水準が景気拡大・後退の分岐点に接近し、下押し圧力により、製造業 PMI の浮揚力が抑制されている。

中国の製造業PMIの推移

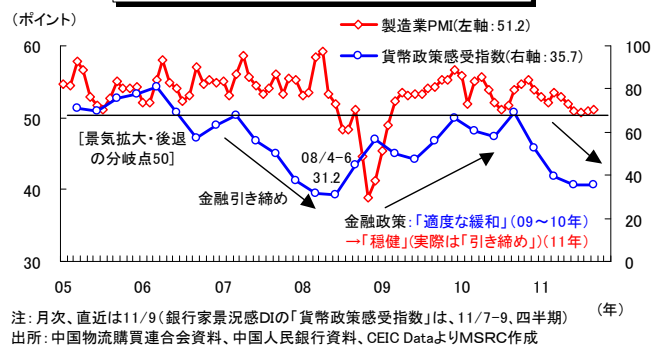


注: ○枠は春節の月 出所: 中国物流購買連合会資料、CEIC Dataを基にMSRC作成

企業家景況感DIの推移



中国の製造業PMIと貨幣政策感受指数の推移



本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

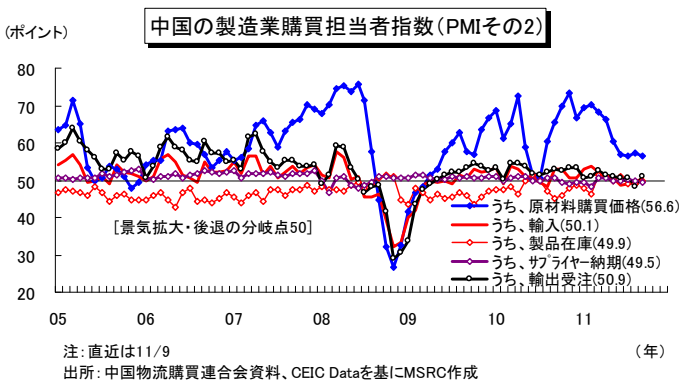
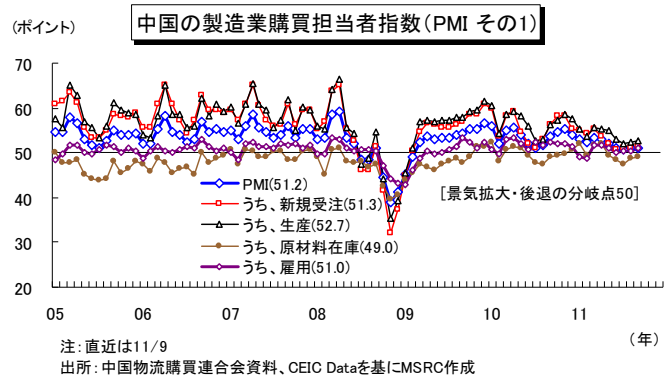
**新規受注は低い上昇幅が継続、原材料在庫も上昇幅が低下、製品在庫反転は悪い在庫調整の可能性**

製造業 PMI の 5 つの構成指数をみると、9 月の新規受注(前月比 +0.2p)は前月の横ばいに続き、上昇幅が低く、原材料在庫(同 +0.2p)も前月の +1.2p から上昇幅が低下し、サプライヤー納期(同 ▲0.4p)は 2 ヶ月連続の低下であった。生産(前月比 +0.4p)は 2 ヶ月連続同じ上昇幅で力強さに欠けている。一方、雇用(同 +0.6p)は前月の ▲0.1p から持ち直し、7 ヶ月連続 50 超を維持している。

張立群・特別アナリストのコメントによると、輸出鈍化や景気減速の可能性が依然大きく、中小企業の経営は比較的困難な局面に直面していると指摘し、全体的に冴えない動きであった。

業種別(20 業種)にみると、医薬、交通運輸設備など 9 業種が 50 以上、非鉄金属が 50 程度、鉄鋼、一般機械、紙パルプなど 10 業種が 50 以下と、全体的にほぼ 50 の臨界点にある。

その他指数では、とくに原材料購買価格(P4 の世界商品市況のグラフを参照)が前月比 ▲0.6p と再び低下で、インフレ期待感の緩和より世界の景気減速を懸念する動きとみられ、輸入は同 +0.4p と 3 ヶ月連続上昇も、原材料在庫(同 +0.2p)と力不足の中、製品在庫が同 +1.0p の 49.9 と反転し、悪い在庫調整の可能性も否定できない。新規輸出受注は同 +2.6p の 50.9 も、世界景気減速の先行き不安が高まる中、楽観視できない状況にある。



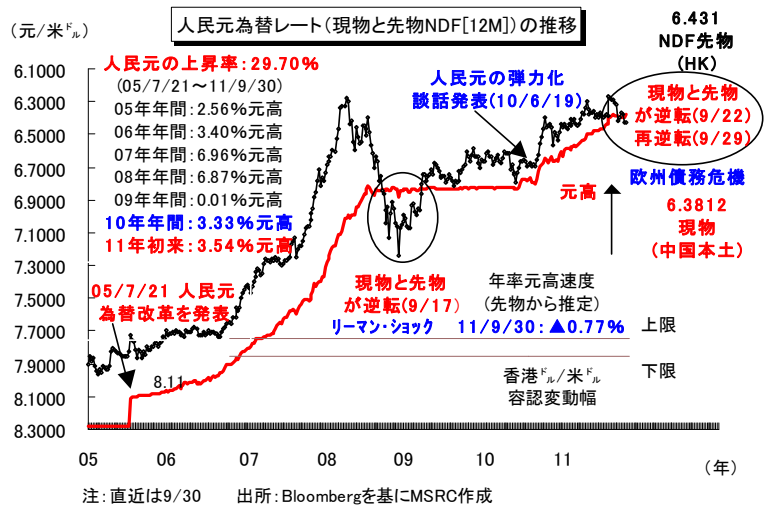
**緩やかな元高方針から先行き元安の懸念が浮上で、中国政府・金融当局は警戒へ**

人民元為替レートが、9 月 22-23 日に逆転現象(先物レートが現物レートを下回る現象)が連続して起こり、08 年 9 月 17 日のリーマン・ショック(08 年 9 月 15 日)後、約 3 年振りであり、新たな危機の再来を示唆しているのではないかと警戒感していたが、リーマン・ショック時と同様に、逆転現象の解消後 3~4 日経過して、再び逆転現象が 9 月 29-30 日連続して、示現している。

一方、中国人民銀行は、毎営業日 9:15 頃に当日の対米ドル市場取引中心レートを中国外貨取引センターに公表するが、9 月 26 日(月)~30 日(金)まで、実際の終値が対中心レートよりも、通常と異なり、0.3~0.5%レンジの安いレートで取引を終了している。とくに、28-29 日連続して、対米ドルで 1 日変動上下幅 0.5%のストップ安で引けた。

これが意味することは、緩やかな元高方針から先行き元安の懸念が浮上すると、外需不安の中、国内への外貨資金流入増からの逆流が急速に起こり、中国国内の景気減速、不動産市場の調整進展、FDI の鈍化・減少などへの懸念が高まることを、中国政府・金融当局は、警戒しているのではないかと推測される。

したがって、適度の元高圧力と資金流入増は、中国景気の安定成長にとって、必要な要素と考えられる。



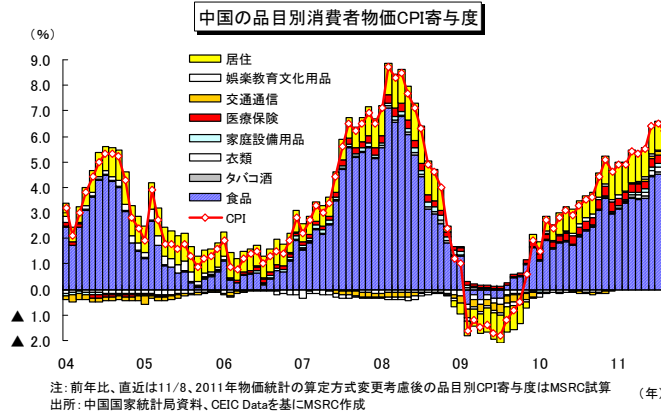
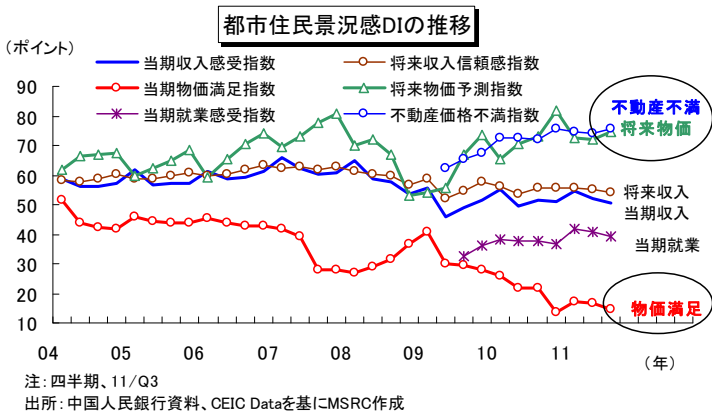
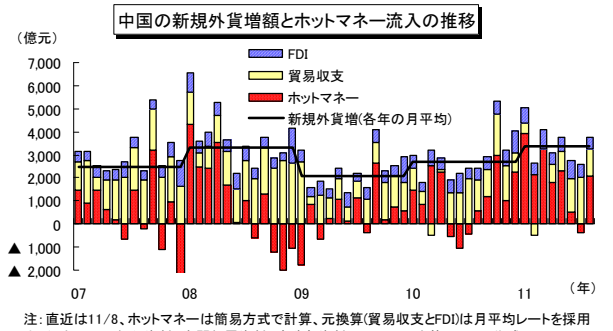
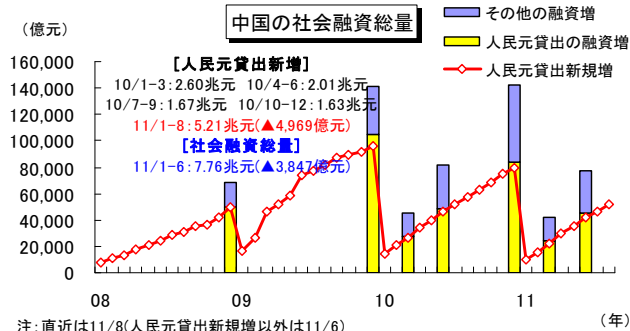
循環面でインフレ問題から景気減速懸念への対応、構造面で中小企業、農村向け政策金融などの強化

中国人民銀行貨幣政策委員会が、9月30日に第3四半期定例会議を開催したが、その会議内容をみると、「足元の内外景気情勢を分析し、中国は、マクロコントロールの予測方向に進展しているが、直面する情勢は依然、複雑である。世界経済は引き続き、緩慢な回復にあるが、リスク要因は依然、比較的多い。中国経済は安定的に比較的高い発展を維持しており、インフレ圧力はいくらか緩和しているが、依然として、高い状況にある」と確認している。

一方、会議での強調点として、「内外の経済金融の最新動向およびその影響について、しっかりと注力し、穏健な金融政策の継続、物価安定をマクロコントロールの主要任務とし、コントロールの的確性、有効性、予見性を強化、政策のリズムと力度合いの把握に注意する。多種の金融政策手段を総合的に運用し、用意周到なマクロ政策枠組みを健全化し、流動性を有効に管理し、合理的な社会融資規模と貨幣総量に維持する。また、融資構造の優良化を図り、産業構造の更なる調整を推進し、金融サービス水準を高め、構造調整に対する融資支援を強化する必要がある。更には、直接融資作用の発揮を維持し、多様化する投融资ニーズに満足させる必要がある」との内容である。

しかし、筆者には、中国の循環論と構造論による複雑な関係により、経済社会の歪みや矛盾が、一層浮上しているように捉えられる。その例として、①M2の大幅低下の下、「影の銀行」(銀行と信託の協調によるオフバランス業務など)が一部M2計算の対象外であり、旺盛な資金需要(11~12年に集中する多額の地方政府債務の償還も含む)と推察、中小企業経営状況の深刻化[高金利]などを補完的に下支えしている、②このような地下金融の横行を、実際には当局は黙認の中、緩和的に政策調整が進展している、③不動産市場の新たな健全化策の1つである住宅購入制限(8~9月に2、3級都市へ適用拡大規定公表予定)が、予想以上の住宅市場の低迷や欧州債務危機の影響を懸念しているためか、依然として、未公表で、中低所得者の不動産政策・高騰への不満に関わらず、地方財政収入および地域経済発展への配慮が優先されている—などが挙げられる。

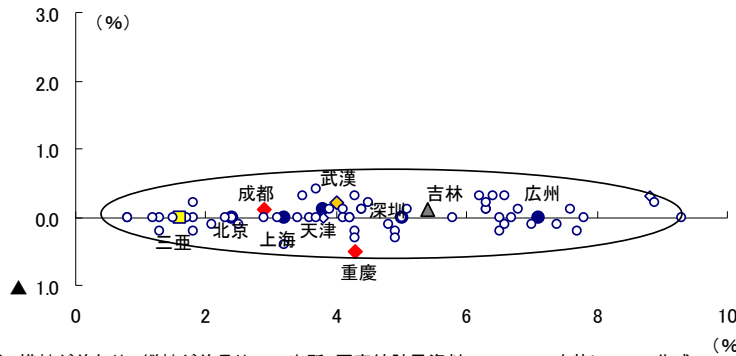
循環論では、インフレ問題から景気減速懸念への対応など、構造問題では、日本などを学び、中小企業、農村・農民向けの政策金融、協同組合設置、人材育成などの強化制度を整備し、裾野産業の着実な発展、農業基盤の充実、大衆生活の改善が早急に求められよう。◆



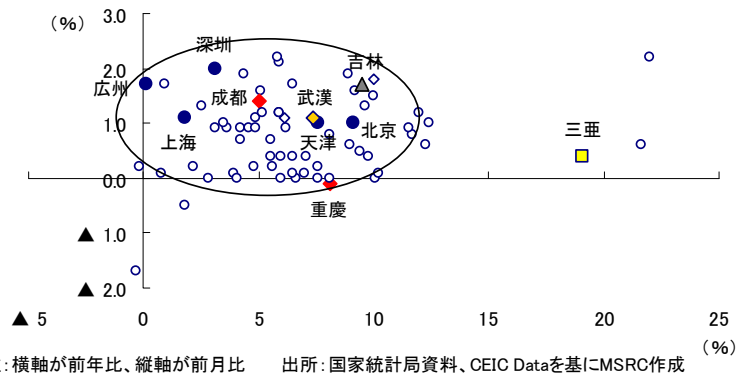
みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

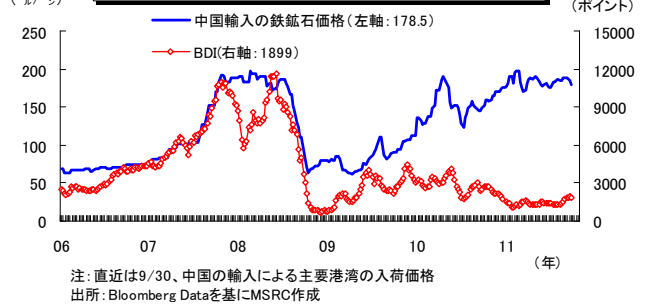
中国70都市の新築商品住宅価格の分布状況(11年8月)



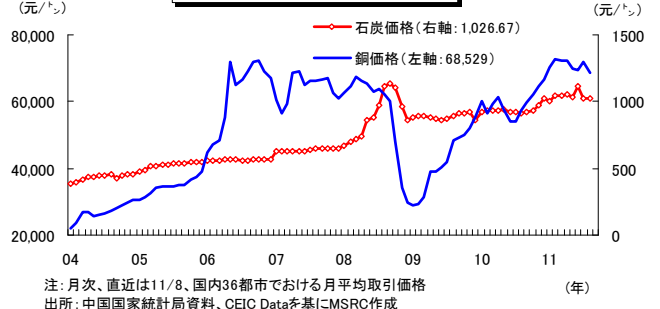
中国70都市の新築商品住宅価格の分布状況(11年1月)



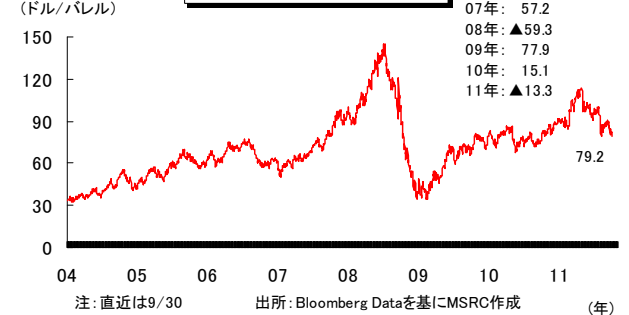
中国の鉄鉱石価格とハルチック・ドライ指数(BDI)の推移



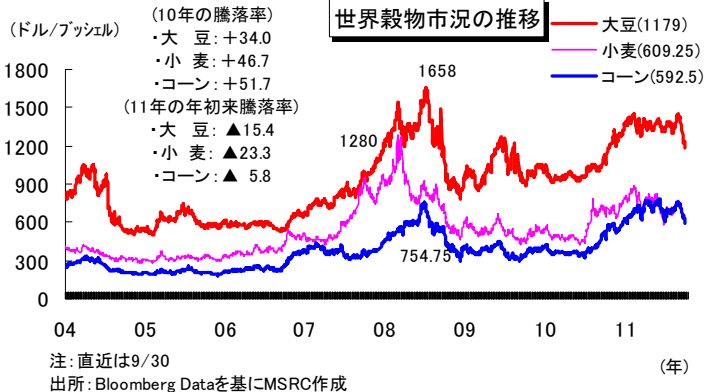
中国の石炭価格と銅価格の推移



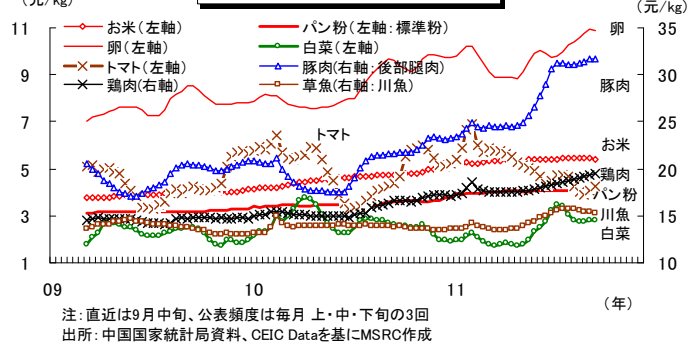
原油価格(WTI先物)の推移



世界穀物市況の推移



中国の50都市の主な食品平均価格



みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

【地方政府債務残高と償還の一覧】

(年)	前年比(%)	債務残(兆円)	償還金額(兆円)	償還比率(%)
07	-	4.5	-	-
08	23.5	5.6	-	-
09	61.9	9.0	-	-
10	18.9	10.7	-	-
11	-	-	2.6	24.5
12	-	-	1.8	17.2
13	-	-	1.2	11.4
14	-	-	1.0	9.3
15	-	-	0.8	7.5
16~	-	-	3.2	30.2

注:償還金額と同比率は10年末の債務残高10.7兆円(うち、約79%は銀行借入れ)に対する数値

出所:中国審計署(国家の会計検査院に相当)資料を基にMSRC作成

### 【金融商品取引法に係る重要事項】

みずほ証券で取り扱いの商品等にご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料(国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.20750%〔税込み〕、最低2,625円〔税込み〕の委託手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸費用、等)をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料等をよくお読みください。

商号等:みずほ証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第94号

加入協会:日本証券業協会、社団法人日本証券投資顧問業協会、

社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

### 株式会社みずほ証券リサーチ&コンサルティング

〒103-0027

東京都中央区日本橋1-17-10

TEL:03-5203-6501 FAX:03-5203-6499

URL:<http://www.mizuho-msrc.com/>

### みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。