

中国がくしゃみをするとう世界はどうなる？



シニア・ストラテジスト 石黒英之

世界で株安基調が続いています。S&P500種株価指数は9月につけた最高値から5%超の下落となっているほか、欧州株も軟調、日経平均株価に至っては、9月高値からの下落幅が3,000円を超えるなど下げが目立っています（10月5日前引け時点）。世界的な資源価格高騰による物価上昇・景気鈍化が同時に起きる「スタグフレーション」への懸念や米債務上限問題、不動産問題や電力不足問題に揺れる中国の先行きに対する警戒感など、リスク材料が山積していることが背景にあるとみられます。今回はそのなかでも、世界への波及力のある中国について取り上げます。

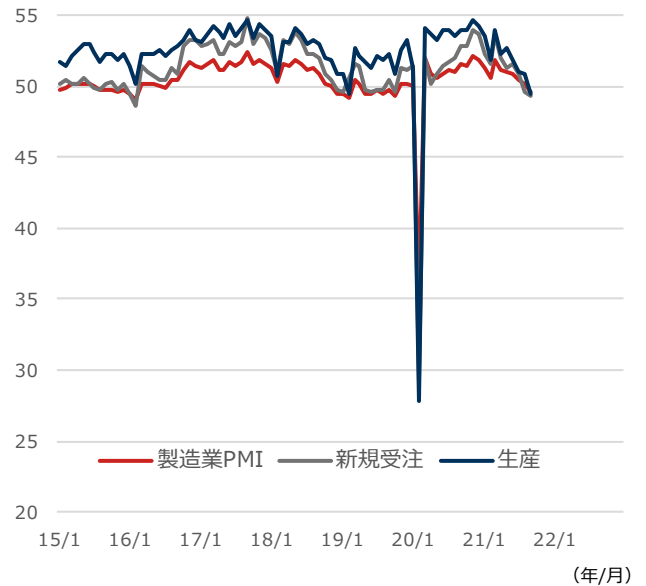
ポイント① 中国の景況感は大幅に悪化

ここにきて中国の景況感は、電力不足問題の深刻化などもあり大幅に悪化しています。9月の中国製造業PMIは、好不況の分かれ目である50を下回ったほか、新規受注や生産も同水準を割り込んできました（右上図）。アップルやテスラなど米テクノロジー大手の中国での生産が一部停止したと伝わっており、日本企業も自動車関連をはじめ、電力不足による操業停止などの影響が出ているようです。

ポイント② 中国がくしゃみをするとう世界は？

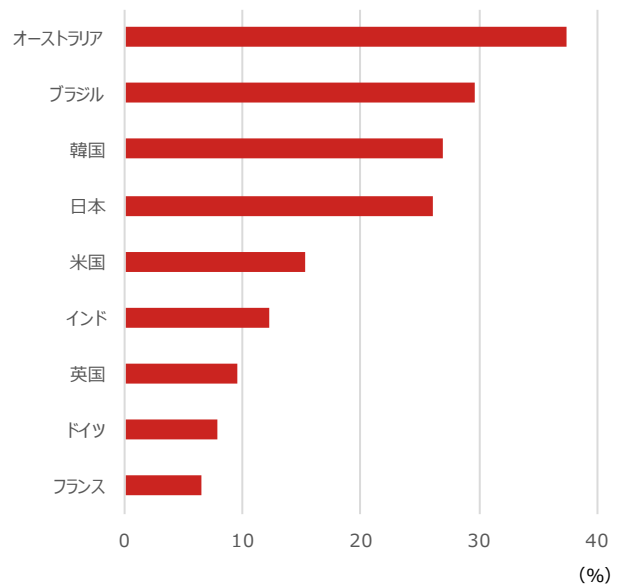
中国がくしゃみをするとう世界はどうなるのでしょうか。以前は米国がくしゃみをするとう世界が風邪をひくともいわれていましたが、中国は21世紀に入って以降目覚ましい成長を遂げ、名目GDP（国内総生産）で米国に次ぐ世界第2位の規模を誇ります（米国の7割超水準、2020年）。したがって最近の不動産や電力を巡る問題を引き金に、中国がくしゃみをするとう、世界にもそれなりの影響が及ぶとみられます。各国の貿易総額全体に占める中国比率をみると、右下図のようになっており、中国への依存

中国製造業PMI（購買担当者景気指数）と内訳



期間：2015年1月～2021年9月、月次
（出所）Bloombergより野村アセットマネジメント作成

各国の貿易総額に占める中国比率



期間：2020年時点（米ドルベース）
（出所）Bloombergより野村アセットマネジメント作成

*当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一の見解ではないものもあります。

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

度が高いこうした国々の企業は、今後業績面での影響を受ける可能性が想定されます。また、その他の国々の経済や企業も、前述したアップルのようにサプライチェーンの乱れが影響する恐れもあり、これから本格化する7-9月期決算発表で、中国の景気減速の影響度合いがはっきりするまでは、世界の株式相場は軟調な展開も考えられます。

ポイント③ 中国の政策転換がカギを握る

中国を見る上で重要とされているのが、「クレジットインパルス」です。同指標はGDPに対する新規貸出の伸びを示したもので、クレジットインパルスの12カ月変化がマイナス（貸出が厳しくなる）になると、その影響が世界にも波及し、先進国株がその後調整していることが確認できます（右上図）。

今後の焦点は中国当局の政策動向です。恒大問題や電力不足問題を背景に、中国経済の減速基調が鮮明となりつつあり、このままの状態を放置すれば、習近平政権に対する国民からの批判が高まる恐れもあります。中国の過去の歴史を振り返ると、景況感が大きく悪化した後に、クレジットインパルスが上昇に転じており、製造業PMIの50割れが当局の政策転換のタイミングとなってきたことは見逃せません（右下図）。グラフを見る限り、同指標が近年の下限に達しつつあることを考えると、政策転換に舵を切る時期は近いかもしれません。

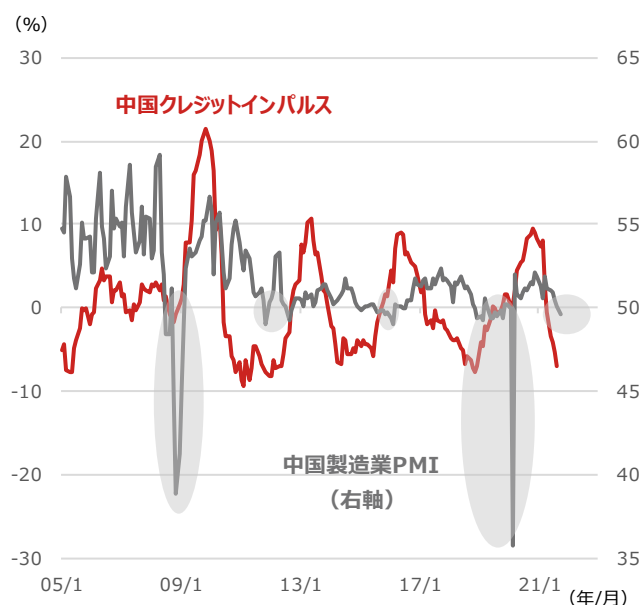
実際、電力不足問題に対しては、李克強首相がエネルギーと電力の供給を確保する意向を示したほか、恒大問題に対しては、同問題が他に波及するのを未然に防ぐべく、当局が銀行に与信緩和と不動産セクターへの支援を働きかけるなど、問題解決に向けて進展の動きがみられています。中国当局の政策転換姿勢が鮮明となれば、世界の株式相場の大きな重しが一つ取り除かれることになりそうです。

中国クレジットインパルスと先進国株



期間：（クレジットインパルス）2005年1月～2021年8月、月次
（先進国株）2005年1月～2021年10月4日、月次
・クレジットインパルスは与信/GDP比の12カ月変化（当局の政策スタンスを測る尺度）
・先進国株はMSCI World Index、米ドルベース
・丸枠はクレジットインパルスがマイナスに転じ新規貸出が抑制された局面（出所）Bloombergより野村アセットマネジメント作成

中国クレジットインパルスと中国製造業PMI



期間：（クレジットインパルス）2005年1月～2021年8月、月次
（製造業PMI）2005年1月～2021年9月
・丸枠はPMIが好不況の分かれ目である50を割り込んだ局面（出所）Bloombergより野村アセットマネジメント作成

*当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認ください。