

# 中国景気のパフォーマンス鈍化は続くのか？

## Topics

- ▶ 中国では昨年末から今年2月にかけてPMIの鈍化が続き、景気のパフォーマンス鈍化が示唆されていましたが、筆者は今後中国景気のパフォーマンスの改善を見込んでいます。
- ▶ 景気のパフォーマンス鈍化の主因は非製造業、中でもサービス業の不振でしたが、一過性の側面が強いと考えられ、今後回復に転じる見通しです。
- ▶ 懸念材料は、物流の停滞や半導体の調達難といった供給面の制約であり、長期化するようであれば今後の製造業の活動の抑制要因になると考えます。

エコノミスト 須賀田 進成

## 中国景気のパフォーマンスは2月まで鈍化傾向が鮮明

中国景気動向の判断に有用なPMI（購買担当者景気指数）は昨年11月をピークに今年2月まで低下傾向が続いていました（図表1）。特に、GDPに占めるウェイトが相対的に大きい非製造業のPMI鈍化が鮮明であり、総合PMI全体を押し下げていました。

PMIは50以上の場合に、前月と比べて景気が良好であることを示すため、中国景気は依然として拡張期にあると判断できます。ここで、今後の注目点となるのは、こうしたパフォーマンスの鈍化が長期化してしまうのか、ということでしょう。

## 非製造業の不調は春節前の感染再拡大による一過性の側面が強い

中国では感染の拡大防止に向け早くから各種施策が採用され、これによる感染の抑制が他国に先駆けた経済活動の再開に大きく寄与してきました。しかし、昨年末に、中国東北部の都市を中心に国内での感染が拡大したことを受け、局所的なロックダウン（都市封鎖）措置が再導入されました。

このロックダウン措置は、昨年1~2月のような大規模かつ長期に及ぶものではありませんでしたが、国内では「就地過年（今いる場所で年越しを）」という標語が広がるなど、感染の拡大防止に向けて春節（今年は2月11日~17日）前後の休暇期間に帰省を控える動きが強まっていました。帰省自粛に伴い、昨年同様に移動が大幅に減少するなどサービス消費の減少懸念が強まったことが、2月までの非製造業景況感の悪化の主因となりました。

しかし、2月中旬以降、国内の感染拡大も落ち着いたことに加え、3月に入ってから、レストランや映画館といったサービス業への営業規制の更なる緩和が進みました。これを受け、英オックスフォード大学が算出している行動制限の厳格度を示す厳格化指数にも低下がみられます（図表2）。

こうした状況下、1~2月にかけての小売売上高は、1月には前月比でマイナスとなったものの、2月にはプラスに転換しており、消費の基調に大きな悪化は見られません。

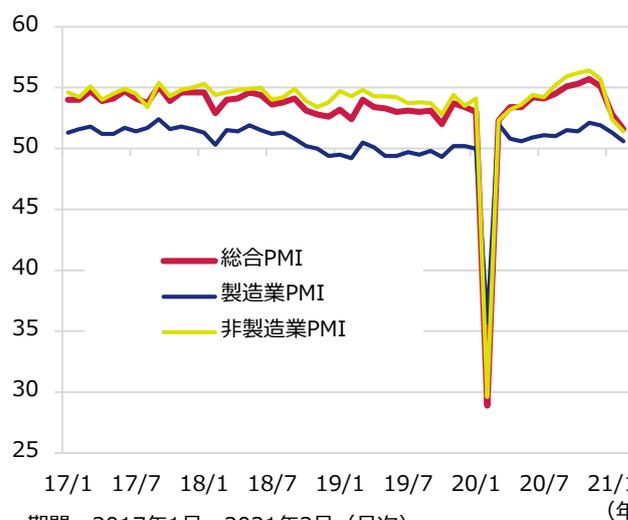
従って、2月にかけての非製造業の景況感低下は一過性の側面が強いと考えられ、感染の抑制とサービス業の制限緩和に伴い、今後改善方向へ向かうと考えています。

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

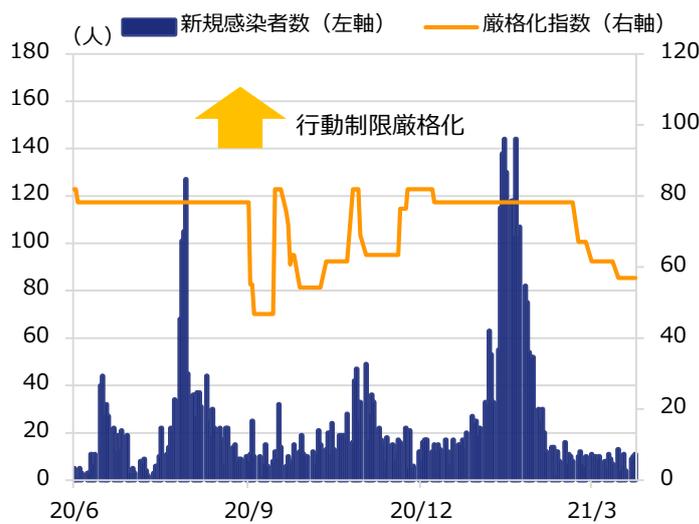
図表1 2月までの中国国家統計局PMIの推移



期間：2017年1月~2021年2月（月次）

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2 中国の新規感染者数と厳格化指数の推移



期間：2020年6月1日~2021年3月24日（日次）

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

## 製造業の生産活動は堅調

一方の製造業の生産活動は堅調に推移しています。1-2月の鉱工業生産は前年同期比+35.1%と大幅に改善しており、1-3月期の実質GDP成長率は大幅な伸びとなる見通しです。ただし、昨年同期の大幅な悪化の影響を受けて基調が判断しにくいと、季節調整済み・前月比の推移を過去の平均的な推移と比べると、例年以上の伸びとなっており、製造業の生産は拡大基調を維持している様子が見えまます(図表3)。これには、前述のように春節期間中に労働者が帰省をせずに都市部にとどまったことで、例年は抑えられる工場の操業が行われたことも影響したもようです。

外需については、昨年末から今年2月にかけてやや鈍化していましたが、これは感染の再拡大を受けた米欧の経済活動の鈍化が1つの要因となっていたとみられます。今後を考えると、米国での巨額の経済対策の成立や、米欧でのワクチンの普及により外需は堅調な推移となる見通しです。

製造業についてまとめますと、足元の中国製造業の活動は良好であり、今後は内需拡大を目指す当局の政策支援および経済活動の回復に伴う外需に支えられる形で、堅調な推移が続くと考えています。

## 当面の懸念点は製造業の調達難長期化

ただし、今後、製造業の生産活動を下押しする可能性がある要因として、物流の停滞や半導体を中心とした必須部品の調達難といった供給面の制約が懸念されます。この制約が長期化し、製造業の生産が抑制される場合、景気の下振れ要因となる可能性があります。

足元では既に供給面の制約が製造業へ影響を及ぼしつつあります。製造業PMIを構成する個別系列のうち、原材料や部品の調達期間を示すサプライヤー納期指数は、2月に昨年3月以来の水準となりました。こうした調達難から、投入価格指数も大きく上昇しています(図表4)。

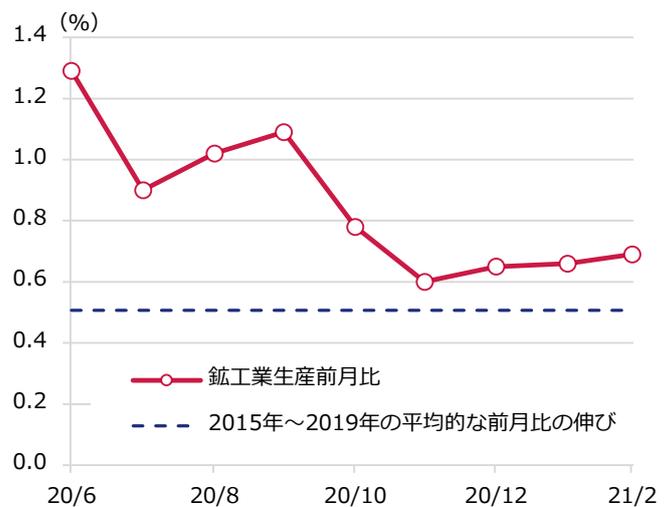
半導体不足は、5G設備やリモートワーク用通信機器、EV向けなどの強い需要に対し、これまでの設備投資不足に加え日本と米国でのそれぞれ火災と寒波による工場の操業停止を受けて供給が間に合っていないことが背景です。供給面の制約が短期的に解消されるようであれば、中国製造業への悪影響は限定的なものにとどまると考えています。しかし、半導体は米中ハイテク摩擦の対象となるなど政治的な問題も抱えており、仮に短期的に供給不足が解消されたとしても、先行きの不透明感は強い状況が続くと考えられ、当面の懸念点として意識されます。

## 当局は経済支援を続ける方針を示す

経済活動の正常化を受け、中国当局の金融・財政政策のスタンスが引き締め方向に転じるとの観測も市場の一部では浮上していますが、当局は3月開催の全人代で当面は経済支援を続ける姿勢を示しています。

製造業には先行きの不透明感が漂いますが、当局が経済支援を続ける方針を示す中、今年の中国景気への過度な懸念は不要と考えています。

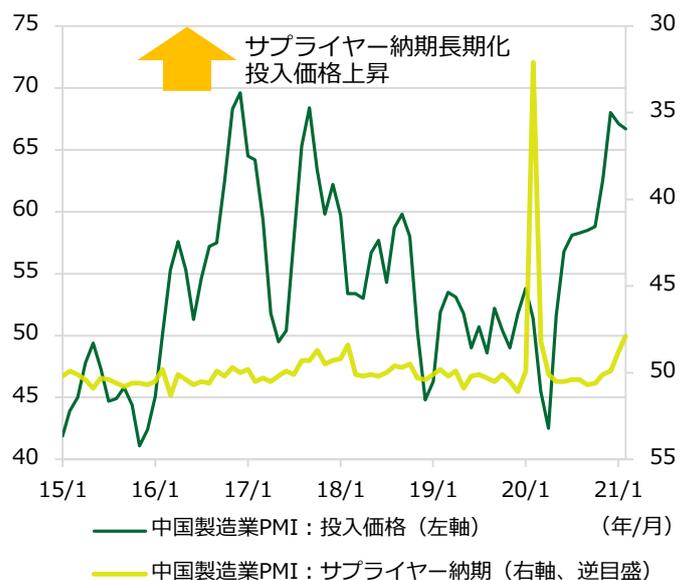
図表3 2020年央以降の鉱工業生産の推移



期間：2020年6月～2021年2月(月次)

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表4 中国製造業PMI：サプライヤー納期と投入価格指数の推移



期間：2015年1月～2021年2月(月次)

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

## 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

### 【投資信託に係るリスクと費用】

#### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

#### ● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

##### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

##### ■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

### 【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
  1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
  2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
  3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。