



中国、第1四半期の堅調な景気を示す景況感

～外需を巡る不透明感はあるが、公共投資が内需を下支えする方向～

発表日：2018年4月2日(月)

第一生命経済研究所 経済調査部

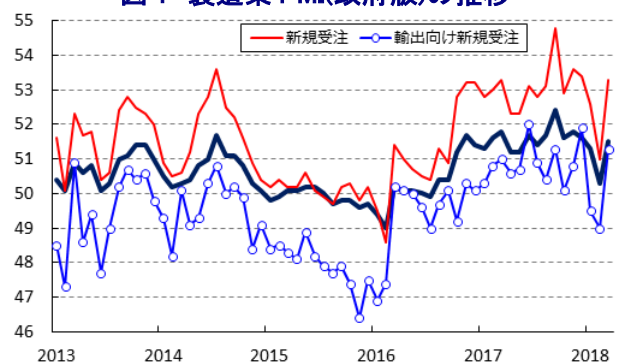
担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 昨年来の中国経済は持ち直しの動きを強めており、年明け以降もこうした傾向が続いている。今年は春節連休のズレが2月の経済活動の重石になると懸念されたが、3月の製造業PMIは再び勢いを取り戻した。ただし、その背景に生産制限終了が影響するなど、手放しで歓迎出来る内容ではないと評することも出来る。
- 他方、世界経済との連動性が高い財新製造業PMIは上昇の流れに一服感が出たが、比較的底堅い動きが続く。ただし、先行きは米トランプ政権による貿易制裁の影響が外需の重石となる可能性がある。現時点では中国の対抗措置が抑制的であり全面対立に繋がる可能性は低いが、今後の行方には引き続き要注意である。
- 3月の非製造業PMIは好調を維持している。製造業の生産拡大に加え、公共投資の進捗期待は建設業の景況感を押し上げるなど、公共投資依存体質は変わらない。今年の中国経済は外需に不透明感はあるが、内需を巡っては公共投資が引き続き下支え役となる形で緩やかな減速に留まる可能性は高いと見込まれる。

- 昨年来、世界経済の自律回復に伴う世界貿易量の底入れによる外需押し上げに加え、インフラ関連や不動産関連を中心とする固定資本投資拡大の動きや、電子商取引（EC）を通じた個人消費の裾野拡大による内需の堅調もあり、中国経済は持ち直しの動きを強めている。こうした傾向は年明け以降も続き、過去数年は中国の景況感悪化を起点に世界経済の不透明感が意識され、結果的に国際金融市場が動揺する場面がみられたものの、今年は昨年同様そうした状況は大きく後退している。なお、今年は春節（旧正月）の連休の時期が前年に比べて大きく後ろ倒ししており、それに伴う経済活動などへの影響から企業景況感や生産などの下振れが懸念された。事実、政府機関の国家統計局及び物流購買連合会が発表した2月の製造業PMI（購買担当者景況感）は50.3と好不況の別れ目となる50を上回る水準を維持したものの、前月（51.3）から▲1.0pt 低下するなど下押し圧力が掛かり、生産動向や先行きの生産に影響を与える受注の低迷が足かせとなる動きがみられた。しかし、3月は51.5と前月比+1.2pt 上昇して再び勢いを取り戻している。足下の生産動向を示す「生産（53.1）」は前月比+2.4pt、先行きの生産に影響を与える「新規受注（53.3）」も同+2.3pt、「輸出向け新規受注（51.3）」も同+2.3pt といずれも大幅に上昇しており、過去数ヶ月に亘って調整圧力が掛かってきた流れが変わりつつある。こうした動きを反映して「受注残（46.0）」は依然50を下回る水準に留まるものの、前月比+1.1pt と4ヶ月ぶりに上昇に転じており、「雇用（49.1）」も同様に50を下回るものの前月比+1.0pt と8ヶ月ぶりに上昇するなど、全般的に反転している。なお、国家統計局は足下の改善要因として4つ（①春節終了に伴う生産拡大、②外需動向の改善、③構造変化、④企業の調達努力）挙げており、構造変化の具体例として製造装置関連（52.2）、ハイテク関連（53.2）、消費財関連（53.1）の3業種の景況感が製造業全体の平均値を大きく上回っていることを示した。

図1 製造業PMI(政府版)の推移



(出所) 国家統計局, Bloomberg より第一生命経済研究所作成

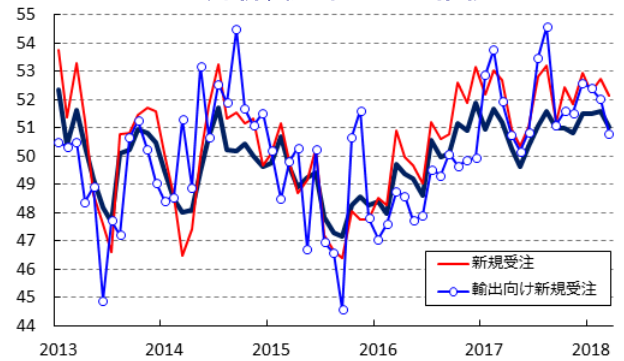
また、企業規模別では「大企業（52.4）」のみならず、「中堅企業（50.4）」や「中小企業（50.1）」もいずれも好不況の別れ目となる 50 を上回る水準を回復するなど、全体として改善している様子も確認できる。その一方、製造業が直面する懸念として労働者不足に伴う労働コスト上昇を挙げる声が高まっており、自動化・省力化投資などによって労働者不足を補う動きが雇用調整圧力の一因になっているとみられる。なお、3月の生産が底入れした背景には、多くの地域で実施された大気汚染対策のための生産制限措置が3月15日に終了したことも影響した模様だ。こうした事情を勘案すれば、足下の生産拡大の動きは手放しで歓迎出来る内容ではないことに注意する必要がある。

- 他方、英調査会社の Markit 社が発表した3月の財新製造業PMIは51.0と引き続き好不況の別れ目となる50を上回る水準を維持したものの、前月（51.6）から▲0.6pt下落して昨年末以降上昇した流れに一服感が出ている。足下の生産動向を示す「生産（51.4）」が前月比▲1.0pt低下したほか、先行きの生産に影響を与える「新規受注（52.1）」も同▲0.6pt、「輸出向け新規受注（50.8）」は同▲1.2pt低下しており、外需を中心とする受注の下押しが重石になっている。なお、3月の受注動向には内・外需双方で下押し圧力が掛かる動きがみられたものの、「受注残（52.3）」は前月比+0.7pt上昇するなど底堅い展開が続いており、直ちに減産の動きが広がる状況は考えにくい。その一方、「雇用

（48.5）」は前月比▲0.4pt低下しており、足下の生産は比較的堅調であるにも拘らず、雇用拡大の動きに繋がりにくいことは、政府版統計が示す動きと同様に、労働者不足を自動化・省力化投資によって補う動きが活発化していることが影響している。また、3月の減産に伴い2月に大きく上昇した「完成品在庫（50.4）」は前月比▲1.2pt低下するなど在庫圧縮が進んでおり、これも先行きにおける減産圧力を和らげると期待される。ただし、

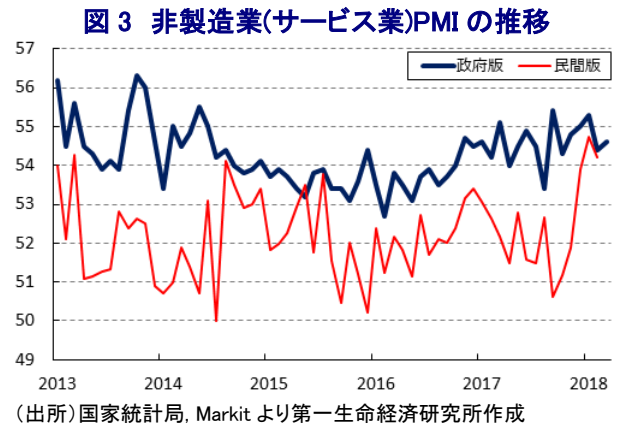
先行きについては米国で先月末に発動された鉄鋼製品及びアルミ製品に対する貿易制裁、ほぼ同時に大統領令への署名が行われた情報通信や航空、宇宙関連などの最先端分野を対象とする貿易制裁による影響が懸念される。政府版においては、足下の景況感の改善は製造業を取り巻く構造変化がけん引役になっているとし、その代表例として製造装置関連やハイテク関連などを挙げているが、これらは米トランプ政権による貿易制裁の対象であり、今後は貿易制裁の発動に伴い生産の下押し圧力となる可能性は高い。なお、世界経済との連動性の観点では政府版に比べて財新製造業PMIの方が高く、1-3月の平均値は昨年10-12月に比べて高いことから、年明け以降の中国製造業を取り巻く環境は改善しており、世界経済の下支えに大きく寄与していると判断出来る。ただし、米トランプ政権による貿易制裁をきっかけに世界的に貿易戦争の動きが広がれば、昨年以降の世界経済の自律回復の動きを後押ししてきた世界貿易量の伸びの足かせになるとともに、そのことが世界経済の勢いを削ぐ引き金となることも懸念される。米トランプ政権の動きに対して、現時点における中国の対応は極めて抑制的なものに留まるが、今後は貿易制裁の影響が中国の輸出にじわじわと悪影響を及ぼすことも懸念され、中国の対抗措置が徐々に厳しさを増す可能性もある。なお、両国は水面下で貿易戦争を回避するための妥協点を探る協議を行う動きもみられるなど、最悪の事態を打開する可能性は残るが、米トランプ政権の貿易制裁を巡る真意が不確実ななか、こう着状態に陥るリスクもくすぶる。その意味でも、足下の中国製造業を巡る堅調さを手放しで好感することは難しいと捉えられる。

図2 財新製造業 PMI の推移



(出所)Markit より第一生命経済研究所作成

- 中国の外需については、米トランプ政権による貿易制裁が重石となる可能性がある一方、内需を取り巻く環境は引き続き底堅く推移していることが示された。国家統計局及び物流購買連合会が発表した3月の非製造業PMIは54.6と引き続き好不況の別れ目となる50を上回り、前月(54.4)から+0.2pt上昇しており、春節終了に伴う製造業の生産活発化の動きに伴い、製造関連サービスや物流サービス関連を中心に生産拡大の動きが強まった。なお、分野別では、鉄道輸送や航空輸送、通信、ソフトウェア、銀行・証券・保険などの金融サービスが好調を維持する一方、春節連休は個人消費や旅行などが集中しやすい反動で卸売・小売、観光関連に下押し圧力が掛かった。また、大気汚染対策をはじめとする政府などによる規制強化の動きの影響で、自動車による陸上輸送や不動産関連などのサービス業は好不況の別れ目となる50を下回り、当局による規制のさじ加減が業績を左右する状況は変わっていない。ただし、企業の先行きに対する期待を示す「活動期待(60.1)」は前月比+0.1pt上昇しており、業種ごとに跛行色はみられるものの、全体的に企業の先行きに対する期待感は根強い。不動産関連では規制強化の動きが下押し圧力になる一方、全人代において今年度予算が成立したことを受けて公共投資の進捗が期待出来るため、インフラ関連や温暖化対策に向けた再生エネルギー関連などの建設需要拡大を期待して、建設業関連の景況感は大きく上昇しており、今年も公共投資の進展が引き続き景気を下支えする展開が見込まれる。このことは、1-3月の非製造業PMIの平均値が昨年10-12月に比べてわずかに上昇していることにも現われている。例年年末にかけて公共投資の進捗が鈍化するとともに、年始はほぼ停止状態に陥っているにも拘らず、3月の急加速が景況感全体の押し上げ要因になったことは、中国経済が依然公共投資に依存していることを示している。



先行きにおいて米トランプ政権による貿易制裁が外需にとって予想外の下振れ要因となれば、公共投資の拡充が景気の下支え要因として再び存在感を増す可能性は高いと判断出来る。よって、今年通年の中国経済の動向については緩やかな減速傾向が強まるものの、大きく減速基調を強める事態は避けられると予想する。

以 上