



## 中国、企業マインドに徐々に貿易摩擦の影

～製造業に加え、サービス業の輸出向け新規受注に忍び寄る～

発表日：2018年6月1日(金)

第一生命経済研究所 経済調査部

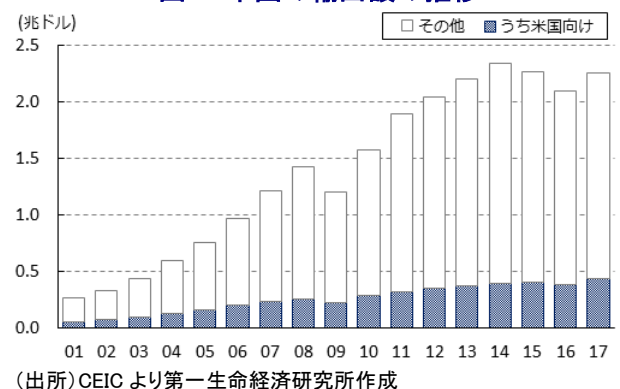
担当 主席エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

### (要旨)

- 先月の通商協議を経て米中貿易戦争は一旦回避されたが、事態は依然不透明である。中国政府は様々な市場開放を発表しているが、米トランプは依然納得しておらず、今月中旬を目途に貿易制裁発動を示唆する方針を表明。米トランプ政権は制裁対象に「中国製造2025」に関連する分野を含むと明記するなど、デジタル分野での覇権争いを強く意識している。よって、米中貿易摩擦は一朝一夕に解消するものではないと言える。
- 米中貿易摩擦の企業マインドへの悪影響が懸念されるが、政府が発表する景況感には依然好不況の別れ目となる50を大きく上回る。製造業では内・外需の堅調が生産を押し上げる動きがみられる一方、非製造業では輸出向け受注に悪化の動きが出ている。通信関連のほか、金融・不動産関連で弱含む動きが顕著であり、米中貿易摩擦に対する懸念が少なからず先行きの企業活動に影響を与える可能性が出ていると判断出来る。
- 財新製造業PMIも引き続き好不況の別れ目の50を上回ったが、旺盛な内需が生産を下支えする一方、輸出向け新規受注は2ヶ月連続で50を下回るなど、外需鈍化を示唆する動きもみられる。米国による大手通信機器メーカーを対象とする取引禁止措置は解消に向かう見通しだが、同業他社への飛び火リスクは残る。中国企業のマインド悪化は世界経済に波及する可能性が高いだけに、今後の行方には注意が必要と言える。
- 金融業界への外資開放では、保険や証券などで前倒しの動きもみられる。不良債権処理で一日の長がある外資系企業の参入は過剰債務問題解決を後押しするとみられる。一方、当局の監督強化にも拘らず金融機関はシャドーバンキングを拡大する動きを隠さず、いたちごっこの状況が続く。規制案は最終的に緩和方向に修正されており、短期的に景気を下支えする一方、中期的な課題解決を困難にするリスクにも注意が必要だ。

- 米中貿易摩擦を巡っては、先月2度に亘り行われた米中通商協議を経て、米中両国が制裁関税措置の保留による貿易戦争回避で一致する旨の声明が出され、一旦は事態打開に向けた機運が高まったかに思われた（詳細は5月21日付レポート「[米中の貿易戦争回避で薄曇りは晴れるのか](#)」をご参照下さい）。ただし、両国合意では、中国は米国製品の輸入拡大を目指すほか、知的財産権の保護強化に動く方針が示されたものの、具体的な額及び時期といった詳細は示されず、今後両国間で詰めの協議が行われる。なお、一連の協議に先立つ形で中国政府は自動車及び自動車部品の関税引き下げ、自動車業界や証券・保険など金融業界を対象に外資開放を進める方針を示したほか、知的財産権の保護強化に向けて組織強化を図るなど、米トランプ政権の中国への懸念に対応する姿勢をみせてきた。その後、中国政府は自動車及び自動車部品の関税引き下げを7月1日からとしたほか、同日から加工食品や衣料、洗濯機、冷蔵庫など幅広い日用品を対象に輸入関税を引き下げるなど一段の市場開放に動く方針も示している。また、外資系企業による現地法人設立手続をインターネット利用により簡素化し、6月末に実施する方針を示すなど、

図1 中国の輸出額の推移



様々な面で対外開放を進める姿勢を国内外にアピールしている。このように、中国政府は外資への解放が比較的容易な分野のほか、中国経済が抱える課題解決に資する分野を中心に積極的に市場開放を進める姿勢をみせる。他方、米国トランプ政権は中国の貿易赤字削減額に対して具体的な数値目標のほか、中国政府が外資企業に対して技術移転を強要する問題の解消、中国政府によるハイテク産業を対象とする補助金撤廃などを求めており、これに中国政府は真っ向から反発している。結果、米トランプ政権は先月 29 日に年間 500 億ドル相当の中国製品輸入に対して制裁関税を課す方針を改めて表明し、今月 15 日を目途に対象リストを公表した後、直ちに関税を課すとした。声明文では、制裁関税を課す対象に中国政府が掲げる製造業の高度化計画『中国製造 2025』に関連する分野を含むとするなど、米トランプ政権内の対中強硬派が意識するデジタル分野での覇権争いを強く意識している。よって、貿易摩擦は一朝一夕に解消するものではないと考えられる。現時点において、米トランプ政権による貿易制裁のうち発動状態にあるのは鉄鋼製品及びアルミ製品のみであり、実体経済面で目にみえる形で大きな影響が出ている訳ではない。ただし、先行きについては米中通商協議の動向とそれに伴う貿易制裁の行方に左右される状況は変わらない。

- 今年 3 月に米トランプ政権が貿易制裁の発動を検討する方針を示して以降、その最大の標的である中国の企業マインドに悪影響が出ることが懸念されてきた。しかし、中国政府（国家統計局及び物流購買連合会）が発表した PMI（購買担当者景況感）は、4 月時点で製造業、非製造業ともに好不況の別れ目となる 50 を上回るなど好調を維持した（詳細は 5 月 1 日付レポート「[中国、企業景況感には「貿易摩擦」の影響みられず](#)」をご参照下さい）。この傾向はその後も続き、5 月の製造業 PMI は 51.9 と前月（51.4）から +0.5pt 上昇し、足下の生産動向を示す「生産（54.1）」は同 +1.0pt 上昇したほか、先行きの生産を左右する「新規受注（53.8）」も同 +0.9pt、「輸出向け新規受注（51.2）」も同 +0.5pt 上昇するなど、内・外需双方の拡大が生産を押し上げている。なお、当局は景況感の改善の要因について、①景気の持ち直しに伴う需給双方の改善、

②新エネルギー産業や製造装置、ハイテク関連での技術革新及び能力増強投資の拡大の動き、③精錬や圧延加工といった旧来型重厚長大産業での生産底入れの動き、④輸出入双方の改善、⑤国際商品市況の上昇、などを挙げている。生産拡大にも拘らず「完成品在庫（46.1）」は前月比▲1.1pt 低下するなど在庫調整が進む一方、先行きに対する期待を示す「生産活動期待（58.7）」は同 +0.3pt 上昇するなど、当面は生産拡大が続くと見込まれる。企業規模別では「大企業

図 2 製造業・非製造業 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

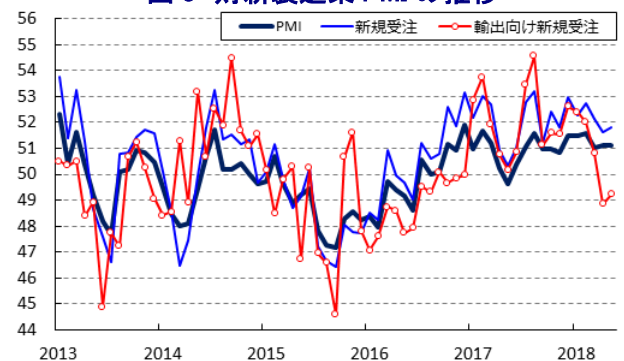
（53.1）」は前月比 +1.1pt、「中堅企業（51.0）」も同 +0.3pt 上昇する一方、「中小企業（49.6）」は同▲0.7pt 低下して 2 ヶ月ぶりに 50 を下回るなど跛行色が出ている。企業が直面する課題には、金融市場のタイト化に伴う資金調達の困難さのほか、国際商品市況の上昇、労働コストの上昇を挙げる企業が多く、「雇用（49.1）」が依然 50 を下回るなど生産拡大にも拘らず雇用が増えない一因になっている。5 月は非製造業 PMI も 54.9 と前月（54.8）から +0.1pt 上昇しており、足下の動向を示す「活動指数（54.0）」は同 +0.2pt 上昇する一方、先行きに影響を与える「新規受注（51.0）」は同▲0.1pt、「輸出向け新規受注（49.1）」は同▲0.9pt 低下して 3 ヶ月ぶりに 50 を下回るなど、外需に不透明感が出ている。堅調な内需関連では、近年のインターネットの爆発的普及に伴う EC（電子商取引）の拡大の動きを反映して、物流や通信、ソフトウェ

アといったIT関連を中心に力強い動きが続いているほか、小売や観光関連でも底堅い動きが続いている。一方、金融や不動産関連は、当局による金融市場の引き締め姿勢を反映して弱含む展開が続いており、サービス産業を取り巻く環境は一様ではない。他方、中国国内では豪雨に伴う洪水被害が頻発し、その復興需要を受けて建設業の生産は拡大が続いており、足下の景況感を下支えしている。ただし、非製造業についても「雇用（49.2）」は引き続き50を下回るなど生産拡大は雇用拡大に繋がらず、中国政府にとって雇用機会創出が喫緊の課題である状況は変わらない。

- 他方、英調査会社のMarkit社が発表する財新PMIは政府版のPMIの動きと些か異なることに注意が必要である。5月の財新製造後PMIは51.1と前月（51.1）から横這いで推移しており、12ヶ月連続で好不況の別れ目となる50を上回る水準を維持するなど、表面上

は景気拡大を示唆する動きが続いている。足下の生産動向を示す「生産（51.8）」は前月比+0.1pt上昇して生産拡大の動きが続いているほか、先行きの生産に影響を与える「新規受注（51.8）」も同+0.2pt上昇しており、国内需要の堅調さが生産を下支えしている。他方、先行きの輸出を左右する「輸出向け新規受注（49.2）」は前月比+0.3pt上昇しているが、2ヶ月連続で50を下回る水準に留まり、米中貿易摩擦の影響

図3 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

で先行きの輸出に下押し圧力が掛かることを懸念する動きがみられる。事実、米国政府による中国の大手通信機器メーカーを対象にした取引禁止措置では、当該企業が一時生産停止状態に追い込まれるなど深刻な影響が出ている。なお、米中政府間では当該企業の事業継続に向けて合意がなされたものの、米トランプ政権は巨額の制裁金支払いと経営陣刷新を求めるなど厳しい姿勢を崩しておらず、今後も同様の対応が同業他社などに飛び火するリスクはくすぶる。なお、生産拡大の動きが続いているにも拘らず「完成品在庫（49.7）」は前月比▲1.0ptと大幅に低下するなど在庫圧縮が進んでおり、米トランプ政権による貿易制裁や米中貿易摩擦の激化懸念があるものの、現時点では内・外需に大きな悪影響は出ていないと捉えられる。ただし、足下の受注動向は企業の懸念に対して身構える姿勢を示しており、この動きが現実化すれば实体经济への悪影響が表面化する可能性はある。なお、政府版のPMIと財新PMIを巡っては、調査対象企業数及びその規模や分野などが異なるが、世界経済との連動性は財新PMIの方が高いことから、中国企業が先行きの輸出に警戒感を有することは、先行きの世界経済にとっての不透明要因となり得る。また、生産拡大の動きが続いているにも拘らず「雇用（48.6）」は前月比▲0.6pt低下しており、民間企業を中心にこのところの労働コストの上昇を背景に自動化、省力化投資を活発化させたことで雇用拡大に繋がりにくくなっている様子がうかがえる。こうしたことから、中国政府は雇用機会の創出の難しさに直面していると判断出来る。

- 中国の金融業界を対象とする外資開放を巡っては、証券及び保険業界で今月末を目途に外資企業による過半出資が可能になり、その後3年以内に全額出資が可能になるなど、当局はこれまでのスケジュールを前倒しする方針を示している。さらに、これら以外でも年末までに信託、金融リース、自動車金融、消費者金融関連で外資企業の参入が可能になるため、これらの分野で対内直接投資が活発化する可能性は高まっている。他方、中国の金融市場ではシャドーバンキング（影の銀行）を通じた巨額の与信行為が過剰債務の一因となっており、不良債権処理に一日の長がある外資系企業の参入はこうした問題解決の道のりを前進させることが期待される。

また、当局はここ数年シャドバンキングの拡大を抑えるべく、いわゆる「理財商品」をはじめとする高利回り資産運用商品の販売規制強化や、資金需給を巡る金融機関間の不透明な相互依存関係を炙り出すなど様々な対策を講じており、足下ではその拡大ペースが鈍化するなど一部で効果を挙げつつある。ただし、監督当局はシャドバンキングを対象に金融機関への監督を強化する一方、低金利環境の長期化などに伴い運用環境が厳しい金融機関は様々な「抜け穴」を探っているとされ、当局との間の「いたちごっこ」の状況は変わっていない。こうしたなか、当局が昨年末に発表した規制案を巡っては、その後の業界による反発などを考慮する形で実施時期が大きく後ろ倒しされるとともに、規制強化に伴う激変緩和措置も盛り込まれるなど、事実上規制が緩められた。直近の統計では、昨年末時点の信託商品

残高は 26.25 兆元と拡大が続いており、新たなシャドバンキングとして注目されるインターネット金融（P2P金融）も5月末時点で1.31兆元と過去3年ほどで10倍超の規模に拡大するなど、勢いは未だ収まる気配に乏しい。中期的に人口の頭打ちなどに拠る潜在成長率鈍化が懸念される中国では、過剰債務問題に早期にケリを付けることが望ましいものの、米中通商交渉での米トランプ政権による内需拡大要請に対応した

問題の先送りはその後の処理を一段と難しくさせるリスクに繋がる。昨年9月時点の非金融部門向け国内信用残高はGDP比256.8%に達し、非金融企業部門に限れば同162.5%と債務圧縮の動きを反映して頭打ちしているものの、小国を除けば突出する水準であることは変わらない。こうした動きは短期的な景気下支えには効果を挙げるとみられ、政府による今年の経済成長率目標（6.5%前後）の達成を容易にするであろうが、その一方で過剰債務を巡る動きに目配せをする必要性はこれまで以上に高まっている。

以 上

図4 信託商品残高の推移

