

## 中国企業の景況感に「急ブレーキ」

～米中貿易摩擦の激化の余波は着実に及んでいる～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
 主席エコノミスト 西濱 徹 (Tel: 03-5221-4522)

### (要旨)

- 足下の世界経済は先進国を中心に拡大が続く一方、米中貿易摩擦は「第3弾目」に突入するなど、先行きへの悪影響が懸念される。中国経済にとっては貿易制裁の影響が今後是一段と強まると予想される。こうしたなか、中国政府は減税措置などを通じた景気下支えに大きく舵を切る。大幅減税の一方で歳出増が図られるなど財政状態の急速な悪化も懸念され、中国にとっては新たな難局も予想される。
- 中国製造業の景況感は悪化基調を強めてきたが、足下では米中貿易摩擦の激化に伴う輸出鈍化を警戒する向きが一段と強まっている。国有企業などは生産下振れ懸念の一方、コスト増に直面する難しい事態に見舞われている。他方、外資系企業は輸出鈍化に伴うサプライチェーンへの悪影響に身構える姿勢をみせる。中国政府による景気下支え策にも拘らず雇用調整圧力が強まれば、その効果が相殺される可能性もある。
- 他方、非製造業の景況感是对照的に改善している。世界経済の自律回復の影響を受けやすい分野で改善が続くほか、住宅向け建設需要の旺盛さは建設関連の景況感改善を促している。ただし、米中貿易摩擦の激化に伴う余波の懸念に加え、景況感の改善にも拘らず非製造業でも雇用調整圧力が強まっている。こうした点でも、中国政府による景気下支え策の効果発現を阻害する要因となり得るなど、道のりは平坦ではない。

足下の世界経済を巡っては、EU景気に一服感が出ているものの、米国を中心に先進国景気は拡大が続き、その動きに呼応する形で新興国景気にも底堅さがみられるなど、全体として拡大傾向を維持している。ただし、米中貿易摩擦の行方は先行きの世界経済の下押し要因となる懸念が高まるなか、先月24日付で米中両国は貿易制裁の「第3弾目」の発動に踏み切り、中国の対米輸出の約半分に制裁関税が課される事態となった（詳細は9月18日付レポート「[米中貿易摩擦は「第3ラウンド」に突入](#)」をご参照下さい）。さらに、米トランプ大統領は中国の報復措置を受けて、中国からの輸入品すべてに制裁関税を課す方針を検討するなど、米中両国間の貿易摩擦は抜き差しならない状況となっている。他方、中国政府は米トランプ政権による貿易制裁への対抗措置として米国からの輸入品に制裁関税を課す一方、輸入物価などへの悪影響を軽減させるべく、その他の輸入品に対して関税を引き下げる動きをみせる。ただし、中国の米国からの輸入品は大豆やとうもろこしをはじめ農作物が太宗を占め、これらは家畜用飼料として中国国内の畜産業などにとり切っても切れない関係にあり、足下では対抗措置に伴う影響が着実に表面化する動きがみられる（詳細は9月10日付レポート「[貿易摩擦の影響は徐々に中国経済に表面化](#)」をご参照下さい）。貿易制裁の「第3弾目」に対する報復措置では、その対象が液化天然ガス（LNG）などのエネルギー関連のほか、航空機などにも広げられ、中国企業による経済活動のみならず、幅広く市民生活などに一段と悪影響が出ることが予想される。中国政府は年明け以降、米中貿易摩擦による悪影響を軽減すべく、上述の輸入関税引き下げのほか、増値税（付加価値税）や法人税の減税

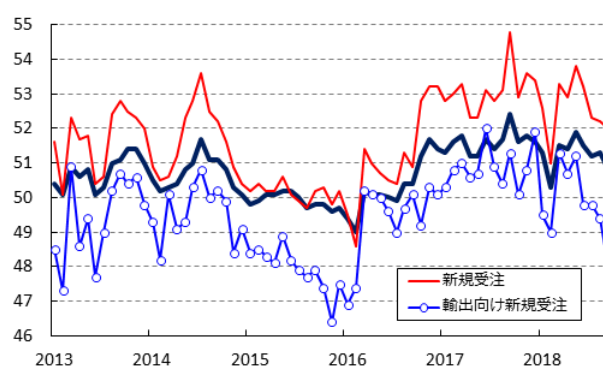
により下支えする姿勢を示してきたが、足下では個人所得税の引き下げや企業部門に研究開発投資を促すべく税控除拡充に動く方針を明らかにするなど、景気下支えに大きく舵を切っている。さらに、11月からは機械製品や建材、紙、繊維製品など1585品目を対象とする輸入関税の引き下げを決定し、米中貿易摩擦の激化に伴う景気減速懸念の払拭に向けてなりふり構わぬ姿勢をみせる。こうした背景には、仮に米トランプ政権による貿易制裁措置が中国からの輸入品すべてに課される事態となれば、年間の輸出関税負担額はGDP比で1%を上回り、輸入関税による負担を併せると相当額に達することがある。また、昨年以降の中国経済の持ち直しの動きには、世界経済の自律回復に伴う輸出底入れの動きが影響を与えており、貿易摩擦の激化に伴う外需の下振れは景気の急速な腰折れを招くリスクがある。中国政府の姿勢はこうした懸念に対応したと捉えられる一方、大幅な減税措置の一方で公共投資の拡充などを通じて歳出増を図ることは、財政状況の急速な悪化を招きかねない。その意味では、今後の中国政府にとっては経済及び財政など様々な面で難局が待ち受ける可能性が高まっていると判断出来る。

このところの中国企業は、米中貿易摩擦の影響に加え、夏場以降の人民元安の進展などの余波を受ける形で景況感を悪化させてきたが、足下ではそうした動きが一段と強まっている。政府機関である国家統計局及び物流購買連合会が発表した9月の製造業PMI（購買担当者景況感）は50.8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▲0.5pt低下して7ヶ月ぶりの低水準となるなど、急速に下押し圧力が掛かっている。

足下の生産動向を示す「生産（53.0）」は前月比▲0.3pt低下したほか、先行きの生産に影響を与える「新規受注（52.0）」も同▲0.2pt、「輸出向け新規受注（48.0）」は同▲1.4pt低下し、なかでも輸出向け新規受注は4ヶ月連続で50を下回るなど、米中貿易摩擦の激化が先行きの輸出の下押し圧力となることを警戒している。受注動向の悪化は「受注残（45.2）」が前月比▲1.5ptと大幅に低下したことも現われている。なお、

中国国内の国有企業などは中国政府による対抗措置の遵守を求められているとみられ、「輸入（48.5）」が前月比▲0.6pt低下して4ヶ月連続で50を下回るなど急速に低下しており、外資系企業などは貿易制裁措置の影響を掻い潜る動きをみせているのと対照的である。結果、原油をはじめとする国際商品市況の底入れの動きも相俟って「投入価格（59.8）」は前月比+1.1ptと大幅に上昇しており、先行きの生産下振れが懸念される一方で、生産コスト上昇圧力に直面する厳しい状況に見舞われている。さらに、こうした悪条件を反映するように「雇用（48.3）」は前月比▲1.1pt低下するなど急速に下押し圧力が掛かり、家計消費などに悪影響が出る可能性もくすぶる。国家統計局によると、調査対象である21業種中14業種は50超の水準を維持しており、医薬品関連や特殊機械関連、電気機械装置関連など世界経済の自律回復の動向に左右されやすい分野は依然拡大が続く一方、米中貿易摩擦の余波が及びやすい分野などでは急速に悪化している。また、企業規模別では「大企業（52.1）」は前月比±0.0ptと拡大傾向を維持する一方、「中堅企業（48.7）」は同▲1.7ptと大幅に低下して50を下回る水準に転じるなど、小規模

図1 製造業PMI(政府版)の推移



(出所)国家統計局、物流購買連合会より第一生命経済研究所作成

事業者により米中貿易摩擦の余波が及びやすくなっている様子もうかがえる。

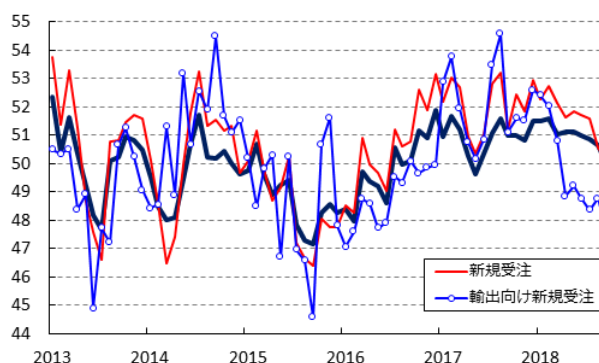
こうした傾向は、英調査会社の IHS Markit 社が発表する財新製造業 PMI（民間版）に一層はっきり現われている。中国の製造業 PMI を巡っては、世界経済との連動性の観点から国際金融市場でも財新 PMI（民間版）を重視する傾向が強いが（詳細は 9 月 3 日付レポート「[逆を向く中国 PMI、どちらを信用したら良い？](#)」をご参照下さい）、9 月

はともに下向き傾向を強めた。9 月の財新製造業 PMI は 50.0 と好不況の別れ目となる 50 は維持したものの、前月（50.6）から▲0.6pt 低下して 16 ヶ月ぶりの低水準となるなど、景気の勢いが急速に失われつつあることを示唆している。足下の生産動向を示す「生産（51.1）」は前月比▲1.5pt と大幅に低下したほか、先行きの生産に影響を与える「新規受注（50.1）」は同▲0.4pt 低下してギリギリ 50 を上回る水準を維持したほ

か、「輸出向け新規受注（47.6）」は同▲1.1pt 低下して 6 ヶ月連続で 50 を下回る水準となるなど、内・外需ともに下押し圧力が掛かっている。輸出向け新規受注の悪化については、米中貿易摩擦の動きが一段と激化するなか、その動きが米国向け輸出の下押し圧力となるのみならず、中国を中心にアジア新興国などに広がっているサプライチェーンに玉突き的な悪影響を与えることが懸念され、「購買量（50.0）」が前月比▲1.2pt と大幅に低下するなどの動きにも現われている。なお、受注動向の悪化にも拘らず「受注残（51.4）」は前月比▲0.4pt の低下に留まり 50 超の水準を維持したほか、中国政府による報復制裁措置の影響にも拘らず、その他の輸入関税引き下げなどの影響で「投入価格（55.1）」は同▲0.8pt 低下するなど、民間企業を中心に巧く立ち回っている様子うかがえる。ただし、出荷面での悪影響は「最終品在庫（49.2）」が前月比+0.7pt 上昇したほか、「雇用（47.9）」も同▲0.1pt 低下するなど雇用調整圧力が強まっていることに現われている。また、民間版は政府版に比べて対象企業に占める中小企業などの割合が高く、直近の政府版で中堅企業を中心にマインドが急速に悪化する動きがみられたものの、そうした影響が色濃く反映されやすい特徴がある。また、上述したように世界経済との連動性が高いことを勘案すれば、足下の中国製造業には急速にブレーキが掛かりつつあると捉えることが出来よう。

他方、国家統計局と物流購買連合会が発表した 9 月の非製造業 PMI は 54.9 となり、前月（54.2）から+0.7pt 上昇しており、製造業で景況感が軒並み低下するのとは対照的な動きをみせた。ただし、足下の業況を示す「業況動向（60.1）」は前月比▲1.3pt と大幅に低下したものの、先行きに影響を与える「新規受注（51.0）」は同+0.4pt 上昇したほか、「新規輸出（49.8）」も 50 を下回る水準ながら同+0.8pt 上昇するなど、先行きに明るい兆しもみえる。分野別では、引き続き生活サービス関連で改善の動きがみられ、具体的には小売関連、空輸関連、郵便関連、観光関連、通信関連、ソフトウェア関連、銀行などが改善傾向を強めている。特に、通信やソフトウェアといった IT 関連業種は、中国国内におけるイノベーションのけん引役として中国政府が最も重点化する分野の一つであり、こうした分野への資金流入が活発化したことも景況感の改善に寄与している可能性がある。他方、陸運関連や証券、不動

図 2 財新製造業 PMI(民間版)の推移

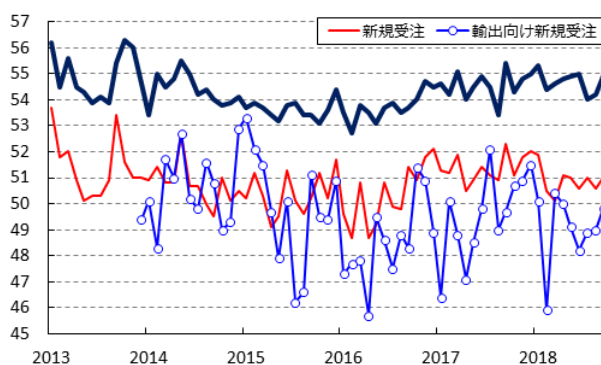


(出所)IHS Markit より第一生命経済研究所作成

産関連などは引き続き低調な推移が続き、足下では中国本土株が国際的な株式指数に組み入れられることを受けて株価が底入れする動きがみられるものの、依然年初に比べて低調な推移が続いていることも景況感の重石になっているとみられる。なお、足下では住宅向けを中心に不動産投資が活発化しており（詳細は9月14日付レポート「[中国、全体的な景気は安定維持だが、内需は勢いを欠く](#)」をご参照下さい）、この動きに呼応するように建設関連の景況感は急速に底入れして非製造業PMI全体を押し上げている。ただし、「雇用（49.3）」は前月比▲0.9pt低下して3ヶ月ぶりに50を下回る水準に転じており、景況感の改善にも拘らず非製造業においても雇用が拡大しにくくなっている様子もうかがえる。米中貿易摩擦が激化するなかで、上述のように中国政府は家計消費など内需拡大により景気を下支えする姿勢を鮮明にしているが、そうした効果の発現には雇用環境の安定が不可欠であることを勘案すれば、足下の状況はその道のりが決して容易ではないことを示唆している。

以上

図3 非製造業PMI(政府版)の推移



(出所) 国家統計局、物流購買連合会より第一生命経済研究所作成

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。