

中国製造業は一段と「景気減速」を意識する状況に直面

～政府、民間統計ともに製造業 PMI は久々の 50 割れ、景気の減速傾向が一段と強まる～

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)

- 米中貿易摩擦は先月の米中首脳会談を経て一時猶予された。先月末には電話会談が行われ、米中双方が協議の進展を期待する姿勢を示すなど、事態打開を示唆する動きもみられる。ただし、中国は警戒感を崩していない。過去に米トランプ政権の「ちやぶ台返し」が繰り返されたことを勘案すれば、現時点での過度な楽観は禁物である。協議スケジュールもタイトであり、当面の金融市場はこの動向に揺さぶられる展開が続こう。
- 政府統計によると、12月の製造業 PMI は内・外需の悪化を理由に久々に景気減速を示す状況に転じた。他方、12月の非製造業 PMI はわずかに改善しており、インフラ投資の進捗が押し上げに繋がる一方、外需を巡る環境悪化が重石になっている。製造業・非製造業問わず雇用調整圧力がくすぶる動きもみられ、昨年来の株価低迷に伴う家計部門のバランスシート調整圧力と相俟って、家計消費の足かせとなる状況は続こう。
- 他方、12月の財新製造業 PMI も内・外需の悪化を理由に久々に景気減速を意識する動きが鮮明になった。対照的に財新サービス業 PMI は堅調を維持したが、政府統計と同様に将来期待の改善にも拘らず雇用拡大には及び腰の状況がうかがえる。当面の株価は政府の景気下支え策にも拘らず上値が重い展開が続いており、結果的に内需鈍化が業績の足かせとなる状況も見込まれ、景気に対する不透明感に繋がろう。

米中貿易摩擦を巡っては、先月初めに行われた米中首脳会談の結果、米トランプ政権が追加的な制裁発動について、米中両国間で行われる協議を前提に最大 90 日見送ることで合意するなど、一時的な『休戦』が図られている。その後、中国政府は米国産大豆の大量調達のほか、米国からの自動車などの輸入に対する追加関税を一時停止するなど譲歩に動く一方、景気減速を警戒して財政及び金融政策を通じた景気下支えを強化する姿勢を示すなど、米中貿易摩擦の長期化を睨んだ動きもみせる。なお、昨年末には米中首脳による電話会談が行われ、その後に米トランプ大統領は自身の SNS で「取引は順調に進んでいる (Deal is moving along very well)」ほか、「取引が成立すれば、すべての課題や分野、争点を網羅した非常に包括的なものになる (If made, it will be very comprehensive, covering all subjects, areas and points of dispute)」とした上で、「大きく前進している (Big progress being made!)」と主張した。中国の国営通信である新華社も、電話会談を伝えた報道のなかで習近平国家主席の発言として「両国は重要な段階にあり、双方が早期に相互利益を得られるよう希望する」ほか、「今年に米中国交樹立 40 周年に当たるため、米中関係の発展を非常に重要している」と述べたしている。他方、中国共産党の機関紙である人民日報の姉妹紙である環球時報 (英語版) は、米中首脳による電話会談を評価する一方で「過去に米国は米中貿易協議の進展がみられた際に度々否定的な発言を繰り返してきた (In the past, the US has repeatedly made negative comments when positive progress was about to be made Sino-US trade talks)」ことを念頭に、「米国政府がトランプ大統領の良いメッセージに従い中国

との合意に向けて専念するかは依然分からない (it is still unknown if Washington will stick to Trump's cheerful messages and commit to reaching a win-win agreement with China on time)」と述べるなど警戒感を隠していない。事実、過去には表面的に協議が順調に進展している様子がみられたものの、その後に米トランプ大統領ないし、米トランプ政権内の『対中強硬派』とされる閣僚などが否定する発言を示したことを勘案すれば、今回についても予断を許す状況にはない。米通商代表部 (USTR) は正式に追加制裁の適用日を3月2日に延期しており、協議期間は約2ヶ月残されている一方、中国の全人代 (全国人民代表大会) の開催は3月5日とその直後になることが決定するなど、ギリギリの日程のなかで両国間の協議が進められる。その意味では、当面の国際金融市場は米中貿易協議を巡る動きに一喜一憂させられる難しい展開が続くことが予想される。

なお、上述のように先月初めの米中首脳会談で米トランプ政権による追加制裁は『一時猶予』されたものの、中国の製造業を取り巻く環境は一段と厳しさを増している。先月31日に政府機関の国家統計局と物流購買連合会が発表した12月の製造業PMI (購買担当者景況感) は49.4と前月 (50.0) から▲0.6pt低下して、29ヶ月ぶりに好不況の別れ目となる50を下回る水準となり、34ヶ月ぶりの低水準となるなど極めて厳しい状況にあることが明らかになった。足下の生産動向を示す「生産 (50.8)」は前月比▲1.1ptと大幅に低下したほか、先行きの生産を左右する「新規受注 (49.7)」は同▲0.7pt、「輸出向け新規受注 (46.6)」も同▲0.4pt低下してともに50を下回るなど、内・外需双方で先行きの鈍化を警戒する姿勢を強めている。

なお、足下の減産の動きを受けて「完成品在庫 (48.2)」は前月比▲0.4pt低下するなど在庫の積み上がりは回避されているほか、原油相場の調整などに伴い「購買価格 (44.8)」も同▲5.5ptと大幅に低下するなど良い動きもみられる。しかし、「雇用 (48.0)」も同▲0.3pt低下するなど雇用調整圧力が強まっており、足下の中国景気は家計消費など内需の鈍化が減速要因となっていることを勘案すれば、株価低迷が続いていることも相俟って家計消費を取り巻く環境は厳しい状況が続くと判断出来る。国家統計局は足下の景況感悪化の理由に、

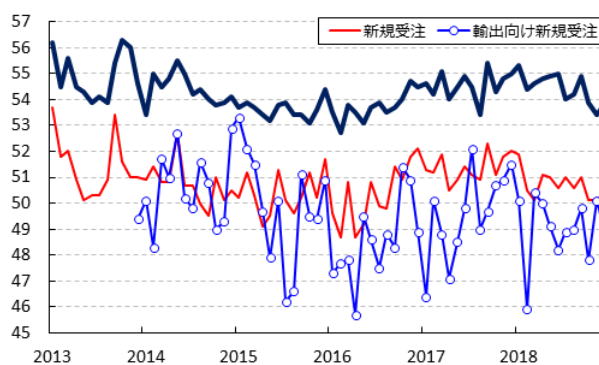
①市場の需要鈍化に対する企業の危機感の高まりと生産の『オフシーズン』が重なったこと、
②外部環境の変化と内需の鈍化、
③国際商品市況の大幅な調整、を挙げている。また、こうした状況にも拘らず食料品関連、特殊機械関連、鉄道・船舶宇宙航空関連は好調を維持しているとし、なかでも鉄道関連などは公共投資の進捗を示唆する動きと捉えられる。他方、12月の非

図1 製造業 PMI 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

図2 非製造業 PMI の推移

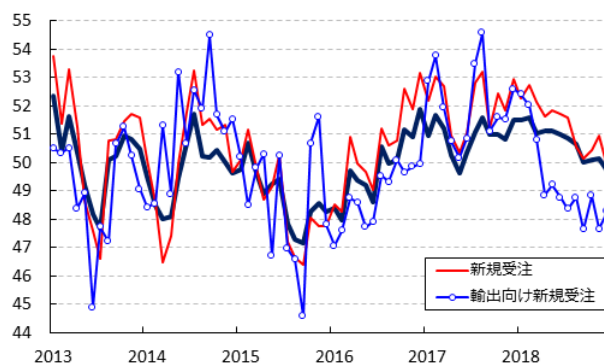


(出所) 国家統計局, 物流購買連合会より第一生命経済研究所作成

製造業PMIは53.8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ほか、前月(53.4)から+0.4pt上昇するなど製造業と対照的な動きをみせている。先行きの内需を示唆する「新規受注(50.4)」は前月比+0.3pt上昇する一方、外需を示唆する「輸出向け新規受注(49.0)」は同▲1.1pt低下して2ヶ月ぶりに50を下回る水準に転じるなど、外需を巡る環境悪化が足を引っ張る状況が続いている。ただし、製造業とは対照的に堅調な推移をみせているにも拘らず「雇用(48.5)」は前月比▲0.2pt低下して50を下回る水準が続くなど雇用調整圧力がくすぶり、製造業、非製造業問わず雇用拡大には『及び腰』になっているとみられ、結果的に家計消費の足かせとなることが予想される。なお、業種別では「建設業(62.6)」が前月比+3.3pt上昇しており、政府による景気下支え策の効果発現に伴いインフラ投資に進捗の動きが出ていることが押し上げ要因になっている。他方、「サービス業(52.3)」は前月比▲0.1pt低下しており、鉄道や通信、銀行、保険などで堅調な動きが続く一方、陸運や郵便、ケータリング、証券、不動産などで軒並み下押し圧力が掛かるなど、業種ごとの跛行色が一段と鮮明になっている。米中貿易摩擦を巡る動きが改善に向かえば事態は大きく好転する可能性がある一方、上述のように過去には『ちやぶ台返し』が繰り返されてきたことを勘案すれば、現時点において過度な楽観視は禁物と言えよう。

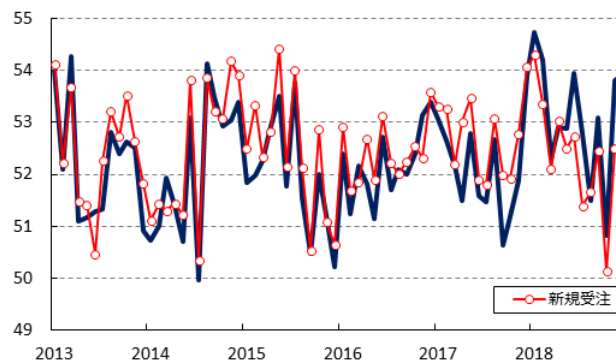
政府統計と同様に英調査会社のMarkit社が発表する財新製造業PMIも昨年は頭打ち感を強める動きをみせており、12月は49.7と前月(50.2)から▲0.5pt低下して19ヶ月ぶりに好不況の別れ目となる50を下回るなど、厳しい状況にあることが示された。足下の生産動向を示す「生産(50.3)」は前月比+0.3pt上昇するなど生産拡大の動きが続いているものの、先行きの生産を左右する「新規受注(49.8)」は同▲1.1ptと大幅に低下して30ヶ月ぶりに50を下回ったほか、「輸出向け新規受注(48.3)」は同+0.6pt上昇するも9ヶ月連続で50割れが続くなど、内・外需ともに厳しい環境に見舞われている。なお、このところの原油をはじめとする国際商品市況の調整を受けて「購買価格(48.8)」は前月比▲4.4ptと大幅に低下するなど、企業業績面ではプラスの効果が期待される動きもみられる。ただし、足下の生産拡大の動きに伴い「完成品在庫(50.5)」は前月比▲0.5pt低下するも2ヶ月連続で50を上回る水準となるなど在庫の積み上がりが進んでいるほか、「雇用(48.5)」は同+0.1pt上昇するも引き続き50を下回り雇用調整圧力がくすぶるなど、家計消費をはじめとする内需への下押し圧力など悪影響が懸念される。他方、12

図3 財新製造業PMIの推移



(出所)IHS Markitより第一生命経済研究所作成

図4 財新サービス業PMIの推移



(出所)IHS Markitより第一生命経済研究所作成

月の財新サービス業PMIは53.9と引き続き好不況の別れ目となる50を大きく上回る水準を維持し、前月(53.8)から+0.1pt上昇するなど、製造業とは対照的に改善している。11月はいわゆる『独身の日(11月11日)』に大手のEC(電子商取引)サイトが一斉にバーゲンを実施した影響で、関連する物流や通信、ソフトウェア関連などで軒並み改善の動きが出たほか、金融緩和に伴い銀行や保険といった金融関連で改善の動きが鮮明になったが、足下においてもその勢いが続いていることが示された。足下の状況に改善の動きが鮮明になっているほか、「将来活動期待(57.5)」も前月比+1.4ptと大幅に上昇するなど先行きに対する期待も改善している一方、「新規受注(52.3)」は高水準を維持しつつも同▲0.2pt低下するなど改善の動きに一服感が出ている様子もうかがえる。また、「雇用(50.3)」も50を上回る水準を維持しているものの、前月比▲0.4ptと雇用拡大の動きが勢いを増す状況にはなく、将来に対する期待は高いにも拘らず雇用拡大には『及び腰』である様子は製造業と変わりがない。このように、表面的にはサービス業を巡る状況は製造業とは対照的に改善が続いているようにみえるものの、米中貿易摩擦の激化を受けて外需を巡る環境が悪化している上、足下では内需についても力強さを欠く動きがみられるなど鈍化傾向が鮮明になっており、頭打ちを意識する傾向が強まっている。こうした状況を反映して、このところ共産党及び政府は景気下支えに向けて政策的な後押しを強化する姿勢を鮮明にしているにも拘らず、米中協議を巡る不透明感や企業業績の悪化懸念に加え、中国では企業が資金調達のために株式を担保に出す割合が高く、昨年来の株価低迷に伴いこれらへの処分圧力が強まっていることも市況を下押しする悪循環に直面している。今後も当面はこうした状況が大きく転換することは見通しにくく、結果的に家計消費など内需の下押し圧力となるほか、企業業績の下振れが意識されやすい展開が続くと見込まれ、その動きが中国景気を巡る不透明要因になる状況も続くであろう。

図5 主要株式指数(CSI300)の推移



(出所)Refinitivより第一生命経済研究所作成

以上

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。見通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。