

中国景気の「大返し」が始まるか

～製造業は政府・民間両統計で回復を示唆、短期的には弱気が続いた世界経済に好材料～

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)

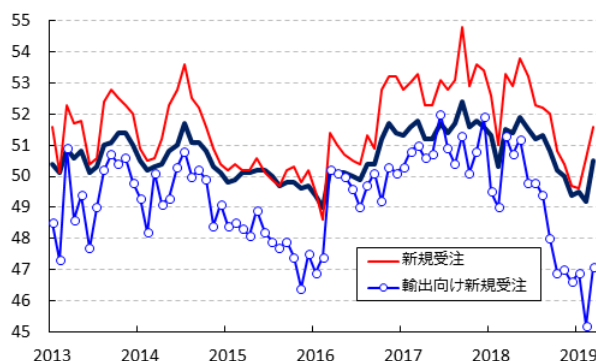
- 年明け以降の実体経済は強さを欠く一方、金融市場は米 FRB の「ハト派」転換や中国の景気対策期待を背景に盛り上がる対照的な展開が続いた。足下の中国景気には一部で景気対策の効果が現れる動きもみられるなか、3月の製造業 PMI は 50.5 と 4ヶ月ぶりに 50 を上回る水準に回復した。内需関連を中心に拡大期待が強まる一方、雇用拡大は道半ばであるなど、効果発現が本格化するのには「これから」ともみることが出来よう。
- 他方、3月の財新製造業 PMI も 50.8 と 4ヶ月ぶりに 50 を上回る水準を回復しており、製造業のマインドは幅広く改善している様子もうかがえる。米中協議の不透明感は依然重石になっているが、金融緩和や株価底入れなどを背景に家計消費の底入れが進み、企業を巡る資金繰り不安の後退もマインド改善に繋がっている。ただし、構造変化が進むなかで「過去のやり方」に依存した景気回復は早晚「息切れ」する可能性に要注意だ。
- また、3月の非製造業 PMI も 54.8 と改善が続いた。ただし、これは春節の連休終了や全人代後の公共投資の進捗に伴い建設部門で改善が進んだ面が大きい。この動きは「チャイナ・ショック」を経て、2016 年以降の中国景気が公共投資の拡大を通じて持ち直した構図と類似する。短期的には中国景気の「大返し」は世界経済にプラスに作用しようが、持続可能性などを勘案すれば息の長い景気回復に繋がるかは不透明と言えよう。

年明け以降の世界経済を巡っては、昨年来の中国の景気減速に加え、EU（欧州連合）や米国など先進国景気にも頭打ちの兆候が出ており、全体的に下押し圧力が強まる動きが顕在化している。他方、国際金融市場においては、年明け以降の米 F R B（連邦準備制度理事会）の『ハト派』への転換に加え、中国の今年の経済政策のスタンスが『景気重視』にシフトされたこともあり（詳細は 3 月 5 日付レポート「[中国全人代開幕、2019 年は「景気」に重心がシフトの模様](#)」をご参照下さい）、期待先行により盛り上がる動きがみられる。このように足下の実体経済は力強さを欠くにも拘らず、期待を織り込む形で金融市場は盛り上がりを見せるなど対照的な展開が続いてきた。ただし、こうした実体経済と金融市場を巡る対照的な状況は、実体経済の一段の下振れを示唆する経済指標が発表される度に金融市場が動揺するなど『期待半分、不安半分』といった環境に繋がってきた。なお、年明け以降の中国の経済指標は鉱工業生産が鈍化する一方、昨年末以降の金融緩和に加え、年明け以降の株価底入れなどを追い風に家計消費が底入れし、公共投資の進捗が固定資本投資を押し上げるほか（詳細は 3 月 14 日付レポート「[2019 年の中国内需は「まずまずの出だし」の様子](#)」をご参照下さい）、企業部門の資金需要にも底打ち感が出る兆候もみられる。さらに、米中貿易協議を経て中国政府が米国からの輸入品に課した制裁関税を停止したほか、大豆をはじめとする農産品の輸入拡大に動いたことや、昨年末にかけての原油安から物価は落ち着いており、家計部門の実質購買力は押し上げられている。このように中国景気が比較的底堅い動きを続けていることは、企業マインドにも徐々にプラスの効果を与えている。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3月の製造業PMI（購買担当者景況感）は50.5と前月（49.2）から+1.3pt上昇し、4ヶ月ぶりに好不況の別れ目となる50を上回る水準を回復するなど、景気拡大を示唆する動きが確認された。足下の生産動向を示す「生産（52.7）」は前月比+2.2ptと大幅に上昇したほか、先行きの生産に影響を与える「新規受注（51.6）」も同+1.0ptと政府による内需喚起策を好感する動きもみられる。他方、「輸出向け新規受注（47.1）」は前月比+1.9ptと大幅上昇するも50を下回る水準で推移するなど、米中協議の行方を巡る不透明感が引き続き重石になっている。ただし、「受注残（46.4）」は前月比+2.8ptと大幅に上昇したほか、年明け以降の原油相場の底入れを反映して「購買価格（53.5）」も同+1.6pt上昇する動きがみられるものの、生産拡大にも拘らず「完成品在庫（47.0）」と同+0.6ptの上昇に留まり50を下回る水準が続くなど在庫は積み上がっていない。なお、生産拡大にも拘らず「雇用（47.6）」は前月比+0.1ptとわずかな上昇に留まるなど、雇用拡大に繋がりにくい状況は変わっていない。また、「大企業（51.1）」は前月比+0.4pt上昇したほか、「中堅企業（49.9）」も同+3.0pt、「中小企業（49.3）」も同+4.0pt上昇するなど景気底入れの効果が裾野広く出ている様子もうかがえるが、この動きが本格化するのは今後という状況は変わっていないとみられる。

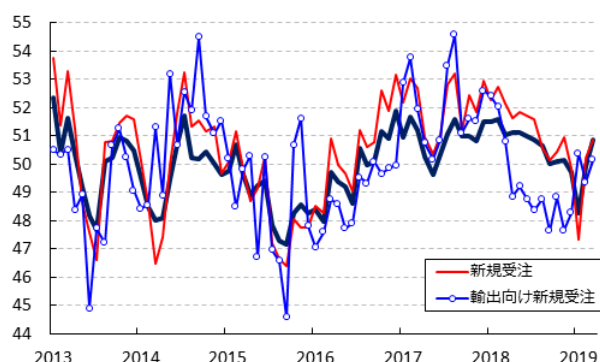
他方、1日に英調査会社のIHS Markit社が発表した3月の財新製造業PMIも50.8と前月（49.9）から+0.9pt上昇し、4ヶ月ぶりに50を上回る水準を回復するなど、中国景気の底入れを示唆する動きが確認された。なお、上述の政府機関が発表する製造業PMIに対して、財新製造業PMIはその調査対象に沿海部の中小・零細企業など外需関連企業が多く含まれるなど、世界経済との連動性が高いと評価されており、金融市場においてはこちらを重視する傾向が強いが、こちらも50を上回る水準を回復したことは、中国経済の底入れを示唆するものと捉えられる。足下の生産動向を示す「生産（51.3）」は前月比+1.1pt上昇するなど生産の底入れが進んだほか、先行きの生産を左右する「新規受注（50.9）」は同+0.7pt、「輸出向け新規受注（50.2）」も同+0.8pt上昇してともに50を上回るなど、米中貿易摩擦を巡る不透明感にも拘らず内・外需双方で景気拡大を促すことが期待される。なお、内・外需双方での受注拡大にも拘らず「受注残（54.4）」は前月比▲0.1pt低下するも依然50を大きく上回る水準を維持するなど、先行きの生産拡大が続くと見込まれる。また、生産拡大の動きを反映して「完成品在庫（49.8）」も前月比+2.3ptと大幅に上昇するなど在庫復元の動きを強めている

図1 製造業 PMI の推移



(出所) 国家統計局より第一生命経済研究所作成

図2 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

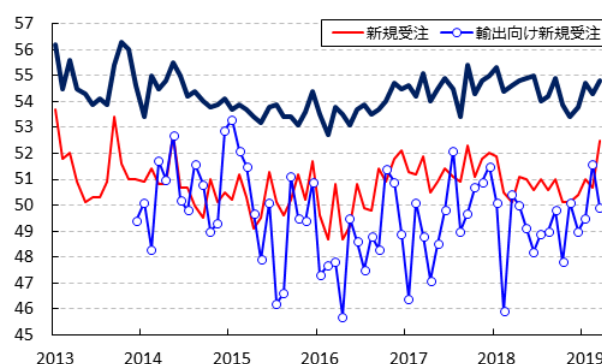
様子はうかがえるものの、依然 50 を下回る水準を維持するなど在庫調整圧力が懸念される状況にはほど遠い。また、年明け以降の原油相場の底入れを反映して「購買価格 (50.7)」は同+1.1pt と大幅に上昇し、先行きは物価上昇圧力が高まる可能性はあるが、企業にとっては価格転嫁が行いやすい環境になることも見込まれる。さらに、政府統計では生産拡大にも拘らず雇用が増えにくい様子がみられたものの、「雇用 (50.6)」は前月比+2.1pt 上昇して約 5 年半ぶりに 50 を上回る水準を回復するなど、中小・零細企業などでは短期的な増産に対応すべく雇用を増やす動きをみせている。ただし、中国国内においても近年の賃金上昇などを理由にコスト上昇圧力が急速に強まる動きがみられ、自動化・省力化の動きが広がりを見せていることを勘案すれば、足下の雇用拡大の動きが持続的なものとなるかは不透明である。今年の全人代（全国人民代表大会）では習政権が掲げる産業高度化政策である『中国製造 2025』に関して、米中協議などに配慮してほぼ言及されなかったものの、すでに生産年齢人口が減少局面に突入するなど生産性向上が不可欠ななかで『過去のやり方』が通用する余地は乏しくなっており、早晩『息切れ』が意識されやすくなる可能性には要注意である。

また、31 日に国家統計局と物流購買連合会が発表した 3 月の非製造業 PMI は 54.8 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、前月 (54.3) から+0.5pt 上昇するなど底堅い展開が続いている。なお、先行きの生産動向を左右する「新規受注 (52.5)」は前月比+1.8pt 上昇するなど、政府による内需喚起策を好感して内需向けを中心に

押し上げられる一方、「輸出向け新規受注 (49.9)」は同▲1.7pt 低下して 2 ヶ月ぶりに 50 を下回る水準に転じるなど、米中貿易摩擦の動向や世界経済を巡る不透明感が重石となっている。分野別では、近年のインターネットの爆発的普及やそれに伴う EC（電子商取引）の活発化などを背景に、関連する通信関連やソフト関連、運輸関連で引き続き高水準での推移が続いているほか、昨年末以降の金融緩和転換などを背景とする資金需給環

境の改善や株価の底入れなどを反映して、銀行及び保険、証券など金融部門でも改善の動きが続いている。その一方、昨年末以降の金融緩和にも拘らず、当局は不動産市場への資金流入を引き締める姿勢を崩さなかったため、それに伴い不動産関連のマインドは引き続き 50 を下回る水準が続いているほか、春節（旧正月）の連休が一巡したことで観光関連のマインドも急速に悪化するなどの動きもみられた。なお、春節の連休が一巡したことに加え、全人代の終了に伴い公共投資の進捗も追い風に建設関連の景況感は急速に回復しており、同分野で新規受注の回復が進んでいるほか、雇用拡大の動きも活発化するなどの動きも顕在化している。なお、国家統計局は足下の企業マインドが製造業、非製造業ともに改善の動きを強めている理由に、金融緩和の実施や減税をはじめとする内需刺激策の効果を挙げており、資金繰りなどの面で窮してきた企業にとってこれらの動きがプラスに効いたところは大きいと考えられる。ただし、非製造業の動きをみる限りはこれらの対策が明確に好影響を与えているとは考えにくく、インフラ関連を中心とする公共投資の進捗が建設部門など雇用面などで波及効果の大きい分野にプラ

図 3 非製造業 PMI の推移



(出所) 国家統計局より第一生命経済研究所作成

スの効果を与えているものと捉えられる。米中協議を巡っては、米トランプ大統領が「通商取引は非常に巧く進んでいる」と述べるなど進展を期待する向きもみられるものの、過去には『ちやぶ台返し』が繰り返されたことを勘案すれば依然安心出来る状況にはなく、引き続き世界経済の不透明要因となり得る。さらに、足下の中国景気の底入れは政府の内需喚起策に大きく拠っていることを勘案すれば、その効果が剥落するタイミングでは再び下押し圧力が強まることも予想され、持続可能な景気拡大に繋がるかも不透明である。2015年の『チャイナ・ショック』を受けて翌16年は政府の景気刺激策を背景に中国景気が持ち直し、結果的に世界経済の回復を促す動きがみられたため、短期的にみれば中国景気の『大返し』が進んで世界経済にプラスの効果をもたらすと期待されるが、息の長い景気回復に繋がるものではない点には注意が必要と言える。

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。

