

一進一退が続く中国景気に米トランプ政権が「冷や水」か

～「ちゃぶ台返し」は常套手段も、米中協議の行方には不透明感が高まる～

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)

- 昨年来の中国は内・外需の鈍化で景気減速が続いたが、年明け以降は底打ちを示唆する動きがみられる。政府の景気刺激策の効果을期待する向きから、3月には製造業を中心に企業マインドも大きく改善した。ただし、4月は製造業及び非製造業のマインド改善の動きに早くも一服感が出るなど一進一退の状況が続く。内需喚起期待の一方、外需を巡る不透明感はマインドの重石となる状況は変わっていないと捉えられる。
- 他方、民間調査の4月の企業マインド指標は製造業で一服感が出る一方、サービス業は改善が続くなど対照的な動きがみられる。ただし、サービス業も先行き不透明感がくすぶるなど、内容には跛行色がうかがえる。製造業での雇用調整圧力は政府が重点政策に掲げる雇用創出を難しくするほか、金融市場の活況に依存する家計消費の動向をも左右するだけに、現時点において中国景気の底入れは容易ではないと判断出来る。
- こうしたなか、5日に米トランプ大統領は突如SNSで対中制裁の強化を発表した。中国側の対応をみると協議決裂と判断するのは早計だが、進展が容易でないことは改めて浮き彫りとなった。他方、人民銀行は追加金融緩和を発表しており、米トランプ政権の対応如何で追加的な対応に追い込まれる可能性も予想される。ただし、足下の人民元相場は以前に比べて海外資金の動向に左右されやすく、その動向にも注意が必要である。

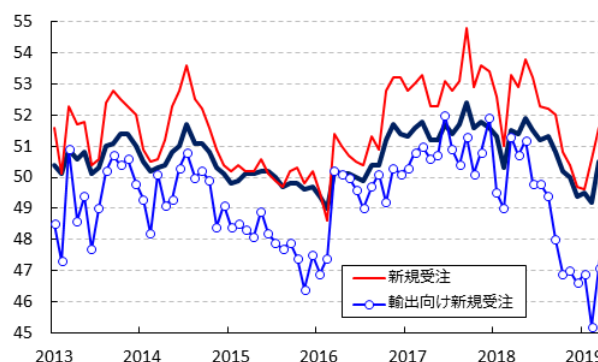
昨年来の中国経済を巡っては、習政権が主導するデレバレッジ(債務抑制)策に伴う内需鈍化に加え、米中貿易摩擦の激化や世界経済の減速懸念などによる外需への下押しが重なり、減速傾向を強める展開が続いたが、今年1-3月の実質GDP成長率は前年同期比+6.4%と前期(同+6.4%)から横這いで推移して4四半期ぶりに減速基調を脱した(詳細は4月17日付レポート「[中国景気に予想外の早い底入れの兆候](#)」をご参照下さい)。これは、昨年末以降の人民銀行(中銀)の金融緩和など当局による景気刺激策への期待などを背景に年明け以降の株価が大幅に上昇するなど金融市場が盛り上がりを見せていることに加え、3月の全人代(全国人民代表大会)で減税や補助金の内需喚起策が打ち出され、幅広い分野で企業マインドに改善の動きが強まったことなどが影響している。特に、3月は全人代で政府がインフラ関連を中心とする公共投資の積み上げを発表したことも追い風に、資材関連を中心に鉱工業生産の伸びが大きく加速して景気の底打ちを促したとみられる一方、家計消費や企業部門による設備投資、公共投資の進捗は生産の伸びに比べて力強さを欠く展開が続き、在庫の積み上がりが景気下支えに繋がったとみられる。事実、国家統計局は1-3月のGDP統計発表に併せて行った記者会見で、政府の一連の景気下支え策について実施段階が鍵を握るとの見方を示し、これは足下における景気回復期待が依然として『期待先行』の色合いが極めて強いことを滲ませたものと捉えられる。なお、今年は春節(旧正月)の時期が前年に比べて大きくずれしており、2月及び3月の企業マインドが例年以上に振れることが予想されたものの、3月の企業マインドは製造業、サービス業ともに予想以上に大幅な改善を示

唆する動きがみられ、このことも中国景気に対する過度な期待に繋がった可能性は高い（詳細は4月1日付レポート「[中国景気の「大返し」が始まるか](#)」をご参照下さい）。よって、先月30日に政府機関の国家統計局及び物流購買連合会が発表した4月の製造業PMIは50.1と2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も前月（50.5）から▲0.4pt低下したことは、足下における景気下支え策の効果発現が『道半ば』であることを示唆している。

足下の生産動向を示す「生産（52.7）」は前月比▲0.6pt低下したほか、先行きの生産を左右する「新規受注（51.4）」は同▲0.2pt低下する一方で「輸出向け新規受注（49.2）」は同+2.1pt上昇するも引き続き50を下回る展開が続いており、内需回復への期待はある一方、外需が足かせとなる状況は変わっていない。国家統計局は足下の製造業を取り巻く状況について、①需給の改善、②ハイテク関連の改善、③輸出入の底入れ、④物価動向の改善に伴う企業業績の改善期待、⑤大企業を中心とする回復、の5つを挙げた。ただし、こうした状況は足下の景気がこれまでの景気回復と同様に公的部門が主導していることを意味しており、いわゆる『国進民退』が進んでいることを示唆するなど、中国国内の製造業を巡るバランスの悪化が一段と進む可能性に留意する必要がある。

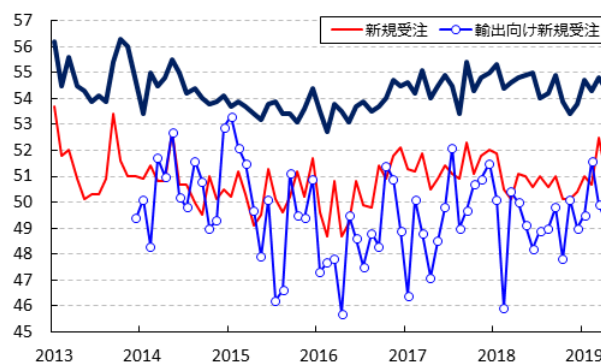
一方、同日に発表された4月の非製造業PMIも54.3と引き続き好不況の別れ目となる50を大きく上回る推移が続いたものの、前月（54.8）から▲0.5pt低下するなど、足下の景気が一進一退の様相をみせている。足下の商業活動の拡大ペースに一服感が出ているほか、先行きの動向に影響を与える「新規受注（50.8）」は前月比▲1.7ptと大幅に低下している上、「輸出向け新規受注（49.2）」も同▲0.7ptと内・外需双方で一進一退の動きが続くなど、国内景気の行方を注視している様子がうかがえる。なお、業種別ではサービス業の調査対象である21業種中19業種が好不況の別れ目となる50を上回る水準を維持し、なかでも航空輸送業、郵便配送業、宿泊・観光業、電気通信業、リース業、ビジネスサービス業、住宅サービス業で改善の動きが続くなど、近年の都市化の進展や都市部を中心とする生活レベルの向上に関連する業種で改善が続く。また、昨年末以降の人民銀による金融緩和を背景に企業部門の資金繰りを取り巻く環境が改善したことに加え、上述の景気回復期待を追い風に年明け以降の金融市場が活況を呈しており、金融関連でも企業マインドの改善が続くなど全体の押し上げに繋がっている。さらに、昨年末以降の度重なる金融緩和の実施を受けて企業部門の資金繰りを巡る状況が改善している上、こうした『カネ余り』に伴い不動産市場に資金が回帰する動きもみられ、イン

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 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

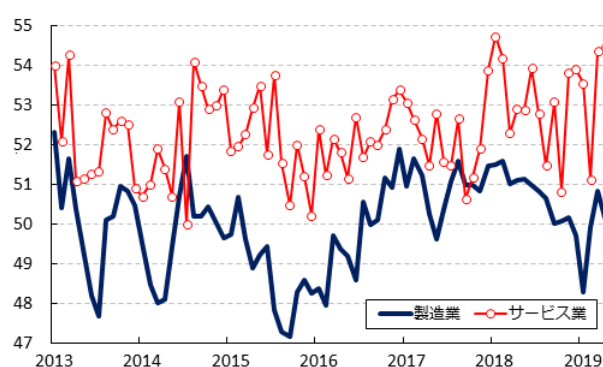
フラ投資拡充の動きも建設業における設備稼働率の向上を促しており、企業マインド全体の下支えに繋がっている。なお、足下では製造業、非製造業ともに生産拡大の動きが続いているものの、雇用に関する指数は製造業（47.2）及び非製造業（48.7）ともに50を下回る推移が続くなど、生産拡大の動きが雇用拡大に繋がりにくくなっており、政府は今年の全人代において重点政策の柱のひとつに『雇用拡大』を掲げたものの、その実現は一段と難しくなっている様子がうかがえる。

中国の企業マインド統計を巡っては、金融市場では上述の政府統計以上に英調査会社の IHS Markit 社が発表する財新PMIが重視される傾向が強いが、4月の財新製造業PMIは50.2と2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も前月（50.8）から▲0.6pt低下するなど、政府統計同様に製造業を取り巻く状況は一進一退の状況にある。足下の生産動向を示す「生産（50.7）」は前月比▲0.6pt低下したほか、先行きの生産を左右する「新規受注（50.4）」も同▲0.5pt、「輸出向け新規受注（49.1）」も同▲1.1pt低下するなど、外需を巡る不透明感が生産の足かせとなる状況は変わっていない。生産調整の動きを受けて「完成品在庫（48.3）」は前月比▲1.5pt低下するなど在庫の積み上がりは回避されているが、「雇用（49.1）」も同▲1.5pt低下して2ヶ月ぶりに50を下回る水準に鈍化するなど雇用調整が再び懸念される。他方、4月の財新サービス業PMIは

54.5と大幅に上昇した前月（54.4）から+0.1pt上昇するなど一段と回復しており、一進一退の展開をみせる製造業とは対照的な状況にある。ただし、足下の状況は改善が続いているものの、「新規受注（53.6）」は前月比▲0.2pt低下しているほか、「将来活動期待（56.6）」も同▲0.5pt低下しており、先行きに対する見通しは現状判断に比べていずれも悪化を示唆するなど不透明感がくすぶる。「雇用（51.4）」が前月比+1.2ptと大幅に上昇するなど、製造業で伸び悩む雇用拡大の動きをサービス業で吸収出来ていることは好材料と判断出来るものの、先行きに対する不透明感を勘案すれば過度な楽観視は難しい。足下の中国経済を巡っては、GDPの半分以上を第3次産業が占めるなど経済のサービス化が進む一方、雇用面では依然として製造業に負うところが大きい。近年は賃金上昇などに伴う労務コストの増大が製造業における雇用拡大の足かせとなっていることを勘案すれば、事態打開は容易ではない。年明け以降の家計消費の底入れの動きは、株価上昇など金融市場環境の改善に伴うところが大きく、持続可能な家計消費拡大の実現に向けた道のりは依然として不透明と言えよう。

なお、製造業及び非製造業ともに先行きの輸出に関する不透明感がマインドの足かせとなる状況が続く一方、昨年末以降その最大の要因となってきた米中貿易摩擦を巡る協議が続けられてきたが、米トランプ大統領は5日に自身のSNSに、年間輸入額2000億ドル相当の中国からの輸入品を対象とする制裁関税の税率を「金曜日（10日）に10%から25%に引き上げる」と発表した。さらに、「現状は制裁関税の対象外である年間輸入額3250億ドル相当の中国からの輸入品」についても「まもなく25%になる」との考えを示し、対中制裁を強化する考えを示した。トランプ大統領の突然の発表について、米中協議

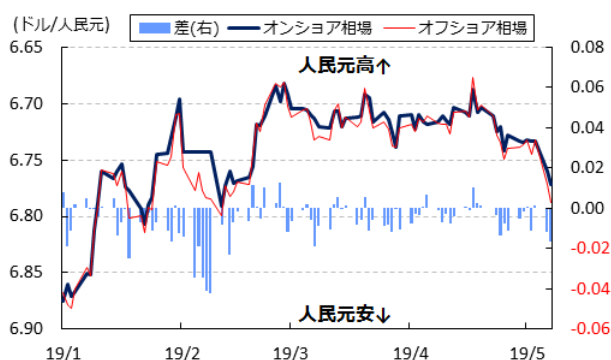
図3 財新製造業・サービス業 PMI の推移



(出所)IHS Markit より第一生命経済研究所作成

の米国側代表団を率いるUSTR（米通商代表部）のライトハイザー代表やムニューシン財務長官は、一連の協議のなかで中国側が協議内容の後退を示唆する動きを強めたことをトランプ大統領に報告したことが影響したとの考えを示している。他方、米国時間8日から中国の劉鶴副首相を団長とする交渉団が訪米して次回協議が予定される直前にトランプ大統領が上述の考えを示したため、協議の実現を危ぶむ向きもみられるが、中国政府（外交部）は日程には触れない一方で協議継続には前向きな姿勢を示しており、今回の動きを以って協議が決裂したと判断するのは早計である。他方、両者の見解に依然として大きな隔たりがあることが明らかになったことで、協議の進展が容易ではないことは明確になったほか、今後もトランプ大統領による『ちゃぶ台返し』に翻弄される可能性はくすぶる。こうしたなか、人民銀行は6日に中小銀行1000行を対象とする預金準備率の引き下げを実施する方針を発表し、今月15日、6月17日、7月15日の3段階で引き下げ、最終的に中小信用組合と同水準である8%に引き下げられる。人民銀行は一連の措置に伴い「金融市場に2800億円の資金供給が行われ、民間企業向け融資がしやすくなるとともに、経済の下支えに繋がる」との見方を示しているが、今回の決定は昨年以降行われた預金準備率の引き下げに伴う効果としては最も小規模なものに留まり、实体经济への影響は限定的とみられる。同行は先月以降、景気の底打ちを示唆する経済指標が相次いで発表されたことを受けて『ハト派』的なスタンスを後退させる姿勢をみせてきたが、上述の米トランプ政権による強硬姿勢に対する金融市場の『沈静化』を目指して姿勢転換を図った可能性があり、今後も外部環境に応じて一段の緩和に動く可能性も考えられる。以前の中国は巨額の経常黒字が人民元相場の下支え要因となってきたが、ここ数年経常黒字幅は急速に縮小して人民元相場は海外資金の動向に左右されやすくなっており、人民銀行の動きが人民元相場を取り巻く状況を大きく変化させる可能性にも注意が必要であろう。

図4 人民元相場(対ドル)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。