

中国、企業マインドは幅広く改善も、先行きのリスクは依然山積

～米中協議、米トランプ政権による対中制裁の行方など、マインド一変に繋がる材料は多い～

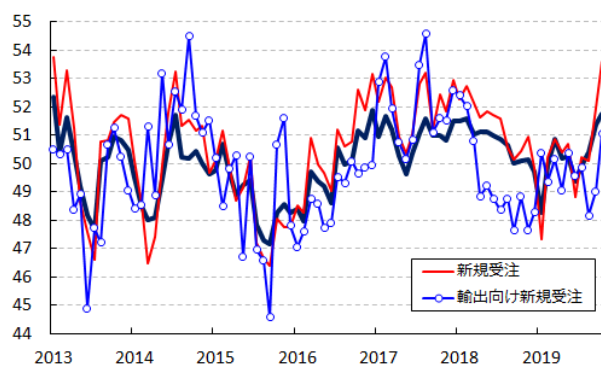
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
主席エコノミスト 西濱 徹 (Tel: 03-5221-4522)

(要旨)

- 中国経済を巡る最大の不透明要因である米中摩擦は、10 月の閣僚協議を経て「一時休戦」となるなどさらなる激化は避けられている。こうした状況は輸出関連を中心とする製造業企業のマインド改善に繋がり、11 月の財新製造業 PMI は 51.8 と 4 ヶ月連続で 50 を上回った。ただし、先行きの頭打ちを示唆する動きもみられ、米中協議の動向や米トランプ政権による追加制裁の行方などに揺さぶられる展開は変わっていない。
- 他方、対照的に弱含んできた政府統計の製造業 PMI は、11 月は 50.2 と 7 ヶ月ぶりに 50 を上回った。幅広い分野で改善が進む一方、資金繰りを巡る問題をリスク要因に挙げる企業は増えるなど懸念はくすぶる。また、非製造業 PMI も 11 月は 54.4 と 8 ヶ月ぶりの高水準となったが、「独身の日」が改善に繋がったと可能性がある。また、建設部門で頭打ちするなど公共投資の下支え効果をその他の鈍化が上回っている模様である。
- 中銀は先月 20 日に最優遇金利を引き下げるなど緩和姿勢を強めているが、インフレが昂進するなかで緩和余地は限定的でその効果も期待しにくいなど、先行きはマインド回復の「息切れ」に要注意と言えよう。

このところの中国経済を取り巻く最大の不透明要因となっている米中摩擦を巡っては、10 月の米中閣僚級協議を経て「第一段階の合意」に至ったとして『一時休戦』状態となり、その後は合意内容に関する文書作成及び両国首脳による署名合意に向けた詰め作業が行われている。なお、上述の合意形成から間もなく 2 ヶ月が経過しようとしているものの、両国間の認識の隔たりは依然として大きいとみられ、共同文書への署名時期などの目途が立たない状況が続く一方、米中摩擦の激化が避けられている状況は輸出関連を中心とする中国企業のマインド改善に大きく寄与している可能性がある。事実、調査対象に占める沿海部の輸出企業や民間の中小・零細企業の割合が相対的に高いとされる財新製造業 PMI（購買担当者景況感）は、米トランプ政権が 10 月 15 日付での発動を検討していた対中貿易制裁「第 1 ～ 3 弾目」の強化を前に 9 月に駆け込み的な生産拡大を反映して上向きの動きをみせた後、上述の合意に伴う制裁強化の見送りを受けてその後も改善の動きを強めてきた。さらに、11 月は 51.8 と前月（51.7）から 0.1pt 上昇して 4 ヶ月連続で好不況の分かれ目となる 50 を上回る水準で推移するなど、改善を示唆する動きをみせている。ただし、足下の生産動向を示す「生産（52.9）」は前月比 ▲0.1pt 低下するなど頭打ちしているほか、先行きの生産に影響を与える「新規受注（52.8）」も同

図 1 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

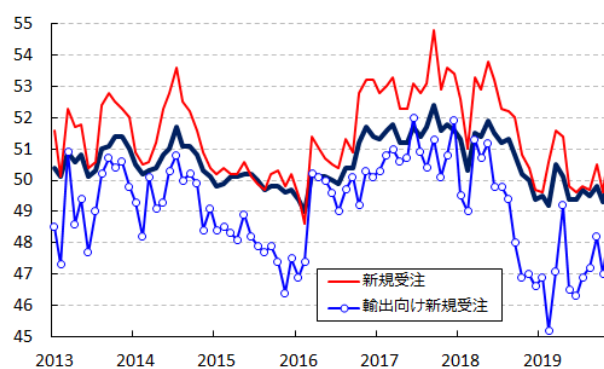
▲0.8pt、「輸出向け新規受注（51.0）」も同▲0.1pt 低下しており、いずれも 50 を上回る水準を維持しているものの、先行きの頭打ちを示唆する動きがみられることには注意が必要である。他方、足下の生産拡大の動きを反映して「雇用（50.1）」は前月比+1.9pt と大幅に上昇して 8 ヶ月ぶりに 50 を上回る水準を回復するなど、雇用拡大に繋がる動きがみられることは足下で低調な動きが続く家計消費の底打ちに繋がる可能性はある。また、過去数ヶ月に亘る生産拡大の動きにも拘らず「完成品在庫（49.4）」は前月比±0.0pt と 2 ヶ月連続で 50 を下回る水準に留まるなど在庫が積み上がる状態とはなっておらず、この点は先行きの生産余力に繋がると期待される。ただし、上述のように先行きの頭打ちを示唆する動きに加え、「受注残（52.8）」も前月比▲0.5pt と依然高水準ながら頭打ちしており、米中協議の行方や米トランプ政権が今月 15 日付で発動予定の対中貿易制裁「第 4 弾目（の一部）」の動向により状況が一変するリスクはくすぶる。その意味では、引き続き米中双方による様々な政府高官の発言やニュースなどに一喜一憂される可能性には注意が必要な展開は変わらないと捉えられよう。

他方、民間統計とは対照的に政府機関の国家統計局及び物流購買連合会が発表する製造業 PMI は過去数ヶ月に亘って弱含む展開が続いてきたものの、11 月は 50.2 と前月（49.3）から+0.9pt 上昇して 7 ヶ月ぶりに好不況の分かれ目となる 50 を上回る水準となるなど、低迷が続いた状況からの底打ちを示唆する動きが確認されている。なお、足下の生産動向を示す「生産（52.6）」は前月比+1.8pt 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（51.3）」も同+1.7pt、「輸出向け新規受注（48.8）」も同+1.8pt といずれも大きく上昇しているものの、輸出向け新規受注は依然 50 を下回る水準に留まるなど米中摩擦や世界経済の減速懸念

が重石となっている状況は変わっていない。また、生産拡大の動きにも拘らず「雇用（47.3）」は前月比±0.0pt と雇用調整圧力がくすぶる状況が続いており、近年の生産調整の背後で進んでいる省力化投資の動きなどを背景に、製造業においては生産拡大の動きが必ずしも雇用拡大に繋がりにくくなっている可能性も考えられる。また、上述のように受注に関する指数は内・外需双方で底打ちしているにも拘らず「受注残（44.9）」も前月

比±0.0pt と 50 を大きく下回る水準に留まっており、長期的な生産拡大に繋がる動きには至っていない可能性もある。他方、生産拡大の動きをみせるなかで「完成品在庫（46.4）」は前月比▲0.3pt 低下するなど在庫の圧縮が進むなど、先行きの生産余力は充分にあると捉えられることは、急激な生産調整に繋がる可能性は減じられると期待される。さらに、企業規模別では「大企業（50.9）」が前月比+1.0pt、「中堅企業（49.5）」が同+0.5pt、「中小企業（49.4）」が同+1.5pt と幅広い分野で改善している様子が見えてくるものの、大企業を除けば依然として景気減速が意識される展開が続くなど、マインドの改善に跛行色が存在する状況は変わっていない。なお、分野別ではこれまで堅調な動きをみせてきたハイテク関連や特殊機械関連、消費財関連に加え、食品加工関連や医薬品関連、自動車関連、鉄道・航空宇宙関連などで底打ちする動きがみられるなど、製造業を取り巻く環境は『最悪期』を過ぎつつある様子

図 2 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

はうかがえる。ただし、製造業企業におけるリスク要因に「資金繰りを巡る問題」を挙げる企業の割合が上昇するなど、中銀（中国人民銀行）は預金準備率の引き下げなどを通じて中小企業を中心とする資金繰りの改善に向けた取り組みを強化しているものの、その効果を十分に挙げる事が出来ていない実情もうかがえる。足下のインフレ率はアフリカ豚コレラの流行に伴う豚肉供給の急減を受けて大幅に加速しており、インフレ期待も高止まりするなかでは一段の金融緩和余地は限られており、資金繰りを巡る問題が景気の足かせとなる状況は続くと言われる。

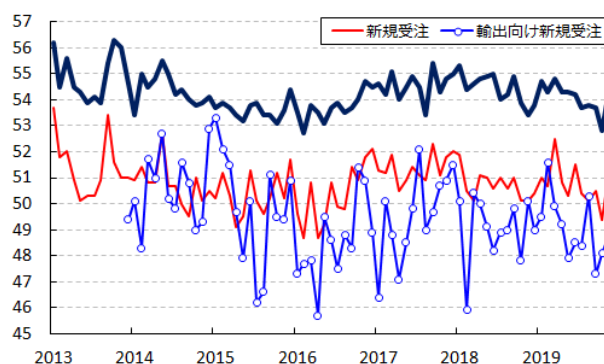
また、製造業に比べて企業マインドは高止まりしているものの、過去数ヶ月に亘って頭打ちの様相を強めてきた非製造業PMIだが、11月は54.4と前月（52.8）から+1.6pt上昇して8ヶ月ぶりの高水準となるなど大きく底打ちしている。足下の状況は大きく改善しているほか、先行きの動向に影響を与える「新規受注（51.3）」は前月比+1.9pt上昇して2ヶ月ぶりに50を上回る水準を回復する一方、「輸出向け新規受注（48.8）」は同+0.7pt上昇するも

3ヶ月連続で50を下回る水準に留まるなど、外需を取り巻く状況が厳しいことは変わっていない。さらに、受注の改善を示唆する動きにも拘らず「受注残（44.6）」は前月比+0.6pt上昇するも依然として50を大きく下回る水準に留まっており、中長期的な生産拡大に繋がるかは不透明と捉えることが出来る。また、足下の状況は大幅な好転を示唆しているものの、「雇用（49.0）」は前月比+0.8pt上昇するも50を下回る推移が続いて

おり、雇用調整圧力がくすぶるなど家計部門を取り巻く環境は厳しい。業種別では、製造業での改善の動きを反映して、製造業と密接に関係する生産サービス関連や物流関連などで大きく改善する動きがみられたほか、これら以外についても比較的堅調な動きをみせてきた通信関連やソフトウェア関連などに加え、金融関連など幅広いサービス業で改善が続いている。なお、小売・卸売関連のほか、物流関連で大きく改善している背景には、11月11日のいわゆる『独身の日』におけるEC（電子商取引）サイトでの大規模セールが影響した可能性が考えられるほか、この活況が需要の先食いにつながっている可能性を勘案すれば（詳細は11月14日付レポート「[中国、「節約志向」の強まりを示唆する家計消費の動き](#)」をご参照下さい）、先行きも同様の勢いを継続出来るかは不透明と考えられる。さらに、中銀による金融緩和の動きなどを反映して銀行や保険など金融関連で改善の動きがみられるものの、足下の株価は米中協議の行方に一喜一憂しつつ引き続き上値の重い展開で推移しており、こうした状況は家計部門の消費意欲の足かせになりやすいことを勘案すれば、足下の改善の動きが息の長いものになるかは見通しにくい。他方、建設関連の企業マインドは高水準で推移するも頭打ちの兆候が出ており、政府はインフラ投資の拡充及び前倒し執行の意思をみせているものの、企業部門による設備投資意欲の弱さや商業用不動産を中心とする市況低迷が建設需要の重石になっているとみられる。その意味では、製造業と同様に企業部門の資金繰りを巡る問題が企業活動の足かせとなる状況は変わっていないと言えよう。

中銀は先月20日に銀行貸出を巡る新たな指標金利である最優遇貸出金利について（詳細は8月21日

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

付レポート「[中国の金利改革、その狙いと効果は](#)」をご参照下さい)、1年物LPRを5bp引き下げて4.15%とするなど8月の導入後3度目となる引き下げに動いたほか、5年物LPRも同様に5bp引き下げて4.80%とするなど導入後初めて引き下げられるなど、金融緩和に向けた姿勢を強めている。しかし、上述したように足下の中国ではインフレ率が加速している上、インフレ期待が高止まりするなど金融緩和余地に限られるなかで思い切った緩和に動けない実情もうかがえ、引き下げ幅はいずれもわずかなものに留まるなど効果は期待にくい。その意味では、資金繰りを巡る問題が幅広く企業マインドの足かせとなる状況は変わらず早期に事態打開に繋がる道筋が描けないことを勘案すれば、先行きも足下と同様のペースで回復が進むとは見通しにくい。他方、米中協議の行方や世界経済の動向など外部環境の変化に揺さぶられやすい状況は変わっておらず、早晚『息切れ』が懸念される展開にも警戒が必要と考えられる。

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。

