

「第一段階の合意」の期待を素直に好感する中国の製造業

～金融市場の活況にも拘らずサービス業に頭打ち感、不透明要因もまだまだ山積～

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)

- 中国経済の最大の不透明要因である米中摩擦は、「第一段階の合意」を経て一時休戦状態となっている。さらに、昨年末にかけては世界的な「カネ余り」も追い風に国際金融市場は活況を呈し、全世界的に企業マインドの底打ちが促された。中国金融市場でも、昨年末にかけて株価は底入れするなど同様の兆しがみられた。
- 底打ちのタイミングが遅れた政府統計の製造業 PMI は、12 月も 50.2 と2ヶ月連続で好不況の分かれ目となる水準を上回った。米中摩擦の一時休戦に拠る外需底入れ期待を織り込む動きがみられた。一方で非製造業 PMI は 53.5 と高水準を維持するも、頭打ちの様相を強める対照的な状況にある。金融市場の活況にも拘らず幅広い分野で雇用調整圧力が強まるなど、内需を取り巻く環境は厳しさを増している様子もうかがえる。
- 他方、底打ちのタイミングが早かった民間統計の財新製造業 PMI は 12 月も 51.5 と4ヶ月連続で 50 を上回った。ただし、在庫の積み上がりやコスト増圧力など先行きの不透明要因も出現している。サービス業 PMI は 52.5 と前月の大幅上昇分の半分程度失われるなど頭打ちしている。景気減速に伴う「節約志向」によりコスト増の一方で価格転嫁が難しい事情も浮き彫りになるなど、全体的なマインド改善にはほど遠い状況にある。
- 米中摩擦の一時休戦は製造業の追い風となるが、過剰債務による資金繰り懸念は依然企業マインドの重石となる。中銀は預金準備率を引き下げたが、インフレ懸念は政策余地を狭める。米中摩擦の再燃リスクや中東情勢の不透明さなどリスク要因もくすぶるなか、中国景気は引き続き右往左往する展開が続くであろう。

このところの中国経済にとって最大の不透明要因となっている米中摩擦を巡っては、昨年10月の両国の閣僚級協議を経て「第一段階の合意」に至ったことが示されたほか、先月にはその原則合意を理由に米トランプ政権が先月15日付での対中制裁『第4弾目』の残り（年輸入額約1600億ドル相当）の発動を見送る一方、中国政府が米国産農産品及びサービスの輸入拡大を図ることで合意に至るなど再び「一時休戦」状態となっている。なお、「第一段階の合意」については今月初旬にも両国による署名を行った後、30日後に米トランプ政権はすでに発動済の対中貿易制裁の一部（『第4弾目』の一部（年間輸入額約1200億ドル相当））に対する関税率を現行の15%から7.5%に半減させる見通しを示したが、昨年末にはトランプ米大統領が今月15日に「第一段階の合意」に関する署名を行う方針を明らかにした。さらに、米トランプ大統領が訪中した上で「第2段階の合意」に向けた協議を始める

図1 主要株式指数(上海総合指数)の推移



(出所)Refinitivより第一生命経済研究所作成

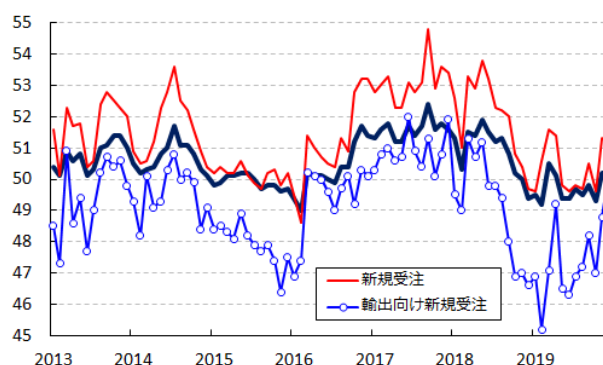
考えを明らかにするなど、両国が歩み寄りを強めている様子が見えてくる。こうしたことも追い風に、昨年末にかけての国際金融市場では米FRB（連邦準備制度理事会）による「予防的利下げ」に伴う世界的な『カネ余り』も重なり、世界的に株価は最高値を更新するなど活況を呈する動きをみせている。世界的な企業マインドを巡っては、株価上昇の動きを受けて金融をはじめとするサービス業で底堅い動きをみせる一方、米中摩擦の激化や世界経済の減速懸念などを理由に製造業で下押し圧力が掛かる展開が続いてきたものの、米中による「第一段階の合意」への期待を背景に底打ちするなど改善の期待が高まる動きがみられた。事実、米中による歩み寄りへの期待から中国の製造業の企業マインドは、民間統計のみならず弱含んできた政府統計も底打ちしており（詳細は12月2日付レポート「[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](#)」をご参照下さい）、米中双方の対応に注目が集まった。こうしたなか、上述のように米中両国が歩み寄りの姿勢を強めていることを受けて、中国金融市場においても頭打ちの展開が続いた株価が底入れするなど活況を呈する動きをみせており、企業マインドの底入れを後押しする流れに繋がっているとみられる。

なお、先月31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12月の製造業PMI（購買担当者景況感）は50.2と前月（50.2）から横這いであったものの、2ヶ月連続で好不況の分かれ目となる50を上回る水準となるなど景気の底打ちを示唆する動きをみせている。足下の生産動向を示す「生産（53.2）」は前月比+0.6pt上昇しているほか、

先行きの生産に影響を与える「新規受注（51.2）」は同▲0.1ptの一方、「輸出向け新規受注（50.3）」は同+1.5pt上昇して19ヶ月ぶりに50を上回る水準に回復するなど、外需の改善期待を織り込んだ動きをみせている。また、生産拡大の動きにも拘らず「完成品在庫（45.6）」は前月比▲0.8pt低下するなど在庫が積み上がっている様子が見え、米中摩擦の一段の悪化が避けられたことは輸出に対する下押し圧力の後退に繋がっている

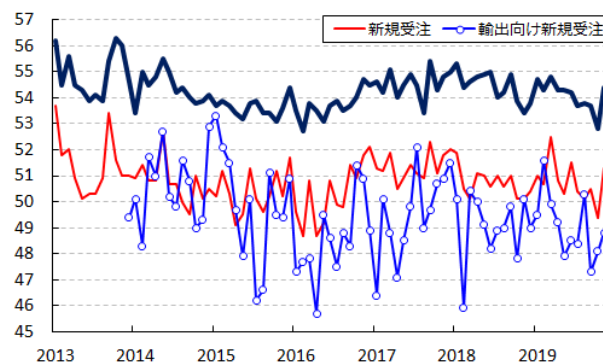
可能性は考えられる。また、企業規模別でも政府によるインフラなど公共投資拡充の動きなどの影響を受けやすい「大企業（50.6）」は引き続き50を上回る水準を維持するなか、「中堅企業」は前月比+1.9ptと大幅に上昇して16ヶ月ぶりに50を上回る水準に回復するなど、改善の動きが裾野広く及んでいる様子が見えてくる。ただし、生産拡大の動きや先行きの回復期待の高まりにも拘らず「雇用（47.3）」は前月比±0.0ptと雇用拡大の動きには繋がっておらず、中国景気の本格回復は道半ばの状態にある。同様の状況は12月の非製造業PMIは53.5と引き続き好不況の分かれ目を

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

図3 非製造業 PMI の推移

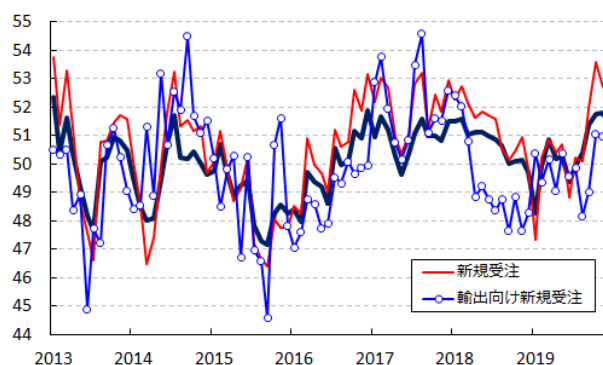


(出所) 国家統計局より第一生命経済研究所作成

上回る水準を維持しているものの、年末にかけての株高にも拘らず前月比▲0.9pt 低下していることにも現れている。足下の状況を示す「業況動向 (59.1)」は前月比▲1.9pt と大幅に低下して 35 ヶ月ぶりの低水準となっているほか、「新規受注 (50.4)」も同▲0.9pt、「輸出向け新規受注 (47.8)」も同▲1.0pt とともに低下するなど内・外需双方で力強さを欠いている様子がうかがえる。運輸・通信関連や金融関連、インターネット関連を中心に活況を呈する動きが続く一方、不動産関連や建設関連の低迷がマインドの重石になる傾向は顕著になっており、公共投資の進捗動向に左右される傾向は一段と強まっているとみられる。また、非製造業についても「雇用 (48.3)」は前月比▲0.7pt 低下するなど雇用調整圧力が強まる動きがみられ、家計消費など内需を取り巻く環境は企業マインドの堅調さとは裏腹に厳しさを増していると捉えられる。

米中による歩み寄りの姿勢が強まっていることは、調査対象企業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英調査機関の IHS Markit 社が発表する財新製造業 PMI が政府統計に先んじて改善する動きをみせていることに影響を与えているが、12月は51.5と前月(51.8)から▲0.3pt 低下するも5ヶ月連続で好不況の分かれ目となる水準を上回るなど、政府統計以上に好調を示唆する動きをみせている。足下の生産動向を示す「生産 (52.8)」は前月比▲0.1pt 低下するも引き続き堅調な動きをみせている一方、先行きの生産を左右する「新規受注 (52.3)」は同▲0.6pt、「輸出向け新規受注 (50.9)」も同▲0.1pt とともに低下しており、早くも頭打ちの兆候がうかがえる。さらに、生産拡大の動きが進む背後では「完成品在庫 (50.5)」が前月比+1.1pt と上昇して3ヶ月ぶりに50を上回る水準に転じるなど在庫が積み上がっているほか、国際原油市況の底入れの動きなどを反映して「投入価格 (51.0)」も同+0.6pt 上昇するなどコスト増圧力に直面している様子もうかがえる。また、生産拡大の動きが続いているにも拘らず「雇用 (50.0)」は2ヶ月連続で50を上回る水準を維持しているものの、前月比▲0.1pt と雇用拡大に繋がっていない。米中摩擦の一段の激化が回避されていることを受けて製造業の企業マインドは改善の動きをみせているものの、米トランプ政権による制裁が継続している状況を勘案すれば、足下の状況はせいぜい『底打ち』の域を出ず、早晚頭打ちの様相を強める可能性には注意が必要である。さらに、政府統計と同様に年末にかけての株価底入れにも拘らず12月の財新サービス業 PMI は 52.5 と前月比▲1.0pt と大きく低下して前月の大幅上昇の半分程度を失う格好となっている。先行きの動向を左右す

図4 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5 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

る「新規受注 (53.2)」は前月比+0.1pt とわずかに上昇しているものの、「将来活動期待 (55.1)」は前月比▲1.4pt と大幅に低下して 50 ヶ月ぶりの低水準となっており、国際原油市況の底入れに伴うコスト増圧力にも拘らず価格転嫁が難しいなど『節約志向』が強まっていることもマインドの足を引っ張っている。そして、「雇用 (50.8)」は 50 を上回るなど雇用増に繋がる動きはみられるものの、前月比▲0.2pt とそのペースは鈍化しており、金融市場の活況などの好材料にも拘らず家計消費など内需を取り巻く環境の厳しさが重石になっている様子もうかがえる。

このように米中摩擦の一段の悪化が回避されていることは、輸出の改善期待を背景に製造業企業のマインドの底打ちを促す一方、金融市場の活況と対照的にサービス業の企業マインドは頭打ちの様相をみせており、足下の状況が全体的な中国経済の底入れに繋がると判断するのは些か早計と捉えられる。その背景には、中国の企業部門が抱える過剰債務を理由に金融市場の活況にも拘らず資金繰りを巡る懸念がくすぶっていることがあり、昨年末に開催された中央経済工作会議では「マクロレバレッジの安定を実現する」と過去 2 ヶ年は債務抑制 (デレバレッジ) に主眼が置かれた姿勢からの後退が示唆されたことも影響している (詳細は 12 月 16 日付レポート「[中央経済工作会議からみえる 2020 年の中国経済の行方](#)」をご参照下さい)。こうした姿勢を反映して、今月 1 日に中国人民銀行 (中銀) は 6 日付でノンバンクやリース企業、自動車ローン会社を除くすべての金融機関を対象に預金準備率を 50bp 引き下げる方針を明らかにしており、これに伴い大手銀行の預金準備率は 12.50% となる。なお、同行は昨年以降度々預金準備率の引き下げを通じた流動性拡大による景気下支えに取り組んでおり、直近では昨年 9 月にすべての金融機関 (除、ノンバンク、リース会社、自動車ローン会社) を対象に預金準備率を 50bp 引き下げる一方、10 月及び 11 月には民間の中小・零細企業の支援を目的に一部の地方商業銀行のみを対象に預金準備率をそれぞれ 50bp (計 100bp) 引き下げる『[的を絞った](#)』対応を進めてきた。この背景には、足下のインフレ率が政府目標を大きく上回るなどインフレ懸念が高まっており (詳細は 12 月 10 日付レポート「[中国、対米輸入で報復の影響一巡も、物価上昇は内需のリスク要因に](#)」をご参照下さい)、米中融和を演出することで物価上昇圧力に歯止めを掛けたいとの中国政府の思惑に繋がっている可能性もある。なお、中銀内からは預金準備率の引き下げについて「[政策スタンスの変更を意味するものではない](#)」としつつ、足下の預金準備率の水準の高さを理由に「[長期的に安定的な流動性供給に向けて比較的調整余地は大きい](#) (阮健弘・調査統計局長)」との見方が示されるなど今後も追加的な引き下げに含みを持たせる向きもみられる。ただし、インフレ率が高止まりしていることに加え、仮に米中摩擦が再燃すれば人民元相場への悪影響も懸念されるほか、足下では中東情勢の不透明感を理由に国際原油市況は上振れするなど企業部門にとってはコスト増要因もくすぶる。その意味では、足下の動きのみを以って中国景気の回復を期待することは難しく、政策余地も限られるなかで中国景気は外部環境に揺さぶられながら右往左往する展開が続くであろう。

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。