

衝撃の結果となった中国 PMI を如何にみるか

～世界金融危機直後を下回る衝撃の一方、先行きは挽回生産の余地も大きいと判断出来る～

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)

- このところの中国経済は米中摩擦などが重石となる形で減速してきたが、先月の米中合意を経て事態の改善が期待された。しかし、昨年末に発生した新型コロナウイルスの流行が春節と被ったことで、その後も経済活動に悪影響を与える事態に直面している。また、震源地である武漢市はサプライチェーンを通じて国内外の製造業と密接な関連があるなど、中国経済のみならずアジア経済に幅広く悪影響を与える懸念がある。
- こうしたなか、政府統計に基づく1月の企業マインドは新型肺炎流行前で好調を示唆したが、2月の製造業 PMI は 35.7 と世界金融危機直後を下回り過去最低を更新した。非製造業 PMI も 29.6 と過去最低を更新するなど、経済に占める第3次産業の割合が高まるなかで深刻な悪影響が確認された。ただし、2月の結果は連休延長や操業再開の見通しが立ち難いなかで過度な悲観が反映された可能性に注意が必要である。
- 一方の民間統計でも2月の財新製造業 PMI は 40.3 と過去最低を更新した。連休延長や操業再開の見込みが立たないなかで内・外需双方に下押し圧力が掛かった。ただし、いずれの統計も生産低迷により在庫が積み上がる事態は回避されており、今後は事態収拾による挽回生産余地は大きいと捉えることも出来る。
- 当研究所は先月に経済見通しの改訂を行い、1-3月は大きく減速する一方、4-6月以降は挽回生産や景気下支え効果による反動で加速感を強めるとした。1-3月の一段の下振れ懸念は高まっているものの、現時点においては3月以降の回復の可能性も残されており、見通しを維持することとする。

中国経済を巡っては、一昨年以降激化の様相を強めてきた米中摩擦が外需の足かせとなってきたほか、その動きを受けた雇用・所得環境の悪化が家計消費など内需の重石となるなど、内・外需双方で下押し圧力が掛かるなど減速感を強める展開が続いてきた。なお、先月15日の米中両国による「第一段階の合意」に関する文書署名を受けて、米中摩擦は一段と激化する事態を免れているほか、その後は米中双方が制裁関税を一部解除、緩和する動きをみせるなど、外需を巡る不透明感は若干改善することが期待された。事実、春節（旧正月）連休の前の時点で集計された中国企業のマインドは、製造業、非製造業ともに堅調な動きがみられるなど、比較的上々な展開をみせていることが確認されている（詳細は1月31日付レポート「[中国、新型肺炎の流行以前は企業マインドも上々だった模様](#)」をご参照下さい）。しかし、昨年末に同国中部湖北省武漢市で発生した新型コロナウイルス（COVID-19）が年明け以降に急激に流行したことに加え、その時期が1年で最も消費が盛り上がりを見せる春節（旧正月）連休に被るとともに、武漢市をはじめとする多くの地方都市で事実上の封鎖状態となる動きもみられた。さらに、その後に中国政府は一律で春節連休の時期を延長する措置を発表したほか、地方政府レベルでは人の移動が事実上止められる措置が採られたことで、多くの企業で操業停止状態が長期化している上、家計消費など幅広い経済活動に悪影響が出る懸念された。なお、足下では操業開始から相当時間が経っていること

に加え、政府が製造業を中心とする労働の担い手である農民工の帰還に向けた補助金及び報奨金などの支援策を実施するなどの動きもみられるなど、事態収拾に向けた取り組みが進んでいる様子が見えてくる。他方、依然としてフル操業の実現に向けた従業員の確保に苦勞している企業も多いほか、新型コロナウイルスの『震源地』となった湖北省武漢市では引き続き経済活動の停滞が長期化することが予想されるほか、同市は交通の要衝である上、サプライチェーンを通じて中国国内のみならずアジア諸国など海外との取引も多いなど、アジア地域全体の経済にも深刻な悪影響を与えることが懸念される。

こうしたなかで先月 29 日に政府機関の国家統計局及び物流購買連合会が公表した 2 月の製造業 PMI（購買担当者景況感）は 35.7 と前月（50.0）から好不況の分かれ目となる 50 を下回ったほか、その水準はいわゆる「リーマン・ショック」をきっかけにした世界金融危機直後の 2008 年 11 月（38.8）をも下回るなど、極めて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（27.8）」は前月比▲23.5pt 低下して入手可能な 2005 年以降で最も低い水準となるなど過去最低と

なり、春節連休の延長やその後も人員不足などを理由に多くの企業で操業再開が遅れるなどの動きが出た影響が色濃く現れたものと捉えられる。さらに、企業活動の停滞や操業再開の遅れに加え、幅広い分野で経済活動に悪影響が出ていることも重なり、先行きの生産に影響を与える「新規受注（29.3）」も前月比▲22.1pt、「輸出向け新規受注（28.7）」も同▲20.0pt とともに大幅に低下するなど、内・外需双方で大きく下押し圧力が掛かっている様子が見えてくる。なお、経済活動の低迷に伴い出荷が出来ない状況にある一方、生産停止状態に追い込まれていることを受けて、「完成品在庫（46.1）」は前月比+0.1pt の上昇に留まるとともに依然として 50 を下回る水準にあるなど在庫が積み上がる状況にはほど遠い。他方、先行きの企業活動の方向感を示す「業況動向（41.8）」は前月比▲16.1pt 低下して 50 を下回る水準に低下するなど、多くの企業が意気消沈状態にある様子が見えてくるものの、これはアンケート調査が実施された時期が春節休暇の延長中、ないし操業再開がままならない時期に当たった可能性を考える必要がある。上述のように 1 月の統計が新型肺炎の影響をまったく織り込むことが出来なかった一方、2 月の統計は過度に影響を織り込んで先行きの見通しが立たない時期に被った可能性を勘案すれば、足下の状況は異なっていることも考えられよう。

一方の 2 月の非製造業 PMI も 29.6 と前月（54.1）から大きく低下して好不況の分かれ目となる 50 を下回ったほか、過去に遡って入手可能なデータのうち最も低い水準となるなど、足下の状況は極めて悪化している様子が確認出来る。ここ数年の中国経済を巡っては、GDP の半分以上がサービス業をはじめとする第 3 次産業となっている上、成長の原動力となるなど経済構造が大きく変質していることでこの動向に注目が集まっているが、足下の状況は新型肺炎の流行に伴う幅広い経済活動の制限の余波が大きく及んでいると捉えられる。そのうち「サービス業（30.1）」は前月比▲23.0pt と大きく低下しているほか、「建設業（26.1）」と同▲33.1pt 低下するなど幅広い分野で経済活動に悪影響が出ている様子

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

がうかがえる。製造業と同様に、先行きの経済活動に影響を与える「新規受注 (26.5)」は前月比▲24.1pt、「輸出向け新規受注 (26.8)」も同▲21.6ptとともに大きく低下しており、事実上の経済活動の制限措置などを背景に企業マインドが冷え込んでいる上、海外との取引再開の目途が立たない事態に直面したと考えられる。なお、サービス業のうち春節連休の活動が制限されたことで運輸関連、観光関連、飲食関連、住宅サービス関連に大きく下押し圧力が掛かる一方、移動制限の背後で普及が

進みつつあるテレワークに関連したクラウド技術関連のほか、遠隔教育、遠隔医療といったオンライン関連サービスでは業況が相対的に堅調な動きをみせるなど、新産業の勃興に繋がる動きがみられる。さらに、春節連休後の中国金融市場では株価が一時的に大きく調整する動きがみられたものの、その後は中銀（中国人民銀行）による流動性供給策などを背景に底入れが進んだことで金融関連の業況は好不況の分かれ目となる水準を上回るなど、唯一好調を維持している。なお、非製造業についても上述の製造業と同様に経済活動低迷の影響を過度に悲観的に織り込んでいる可能性があることを勘案すれば、足下の状況には変化の兆候が出ていることも充分考えられる。

他方、新型肺炎関連の中国国内報道をみると、共産党の宣伝機関である主要マスコミの報道姿勢には疑問を呈さざるを得ない動きがみられたなか、統計についても政府統計は過去にも政府及び共産党の意向が少なからず反映される動きがみられた例は少なくない。こうした状況を勘案すれば、報道同様に独立系ないし民間統計の動向が重要になっているとみられるなか、2日に英調査会社の IHS Markit 社が公表した2月の財新製造業 PMI は 40.3 と前月

(51.1) から7ヶ月ぶりに好不況の分かれ目を下回る水準に転じたほか、統計が入手可能な2004年4月以降で最も低い水準となるなど、政府統計同様に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 (28.6)」は前月比▲23.4pt と大幅に低下しているほか、先行きの生産動向に影響を与える「新規受注 (34.9)」も同▲17.0pt、「輸出向け新規受注 (36.4)」も同▲13.0pt とともに大きく低下するなど、内・外需双方に動揺が広がった

様子がうかがえる。ただし、政府統計と同様に出荷が不可能な背後で生産も大きく落ち込んだことで「完成品在庫 (49.4)」は前月比+0.3pt 上昇するも、引き続き50を下回る水準で推移するなど在庫が積み上がっている状況にはなく、今後事態が収束した後は挽回生産による生産拡大余地が大きいと捉えることも出来る。足下では依然としてフル稼働にほど遠い企業が少なくないとみられる一方、事態収束の目途が立った後には一転して生産拡大に向けた動きが急加速する可能性もあることを勘案すれば、今後

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

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

は足下の状況の厳しさの後をみる必要が高まっていると言えよう。

なお、当研究所は先月末に定例の経済見通しの改定を実施しており、中国については新型肺炎の影響で1-3月に大きく下押し圧力が掛かる一方、中国政府が想定している4月以降の事態沈静化が進むとの見通しを前提に4-6月以降は挽回生産の動きが活発化するほか、中国政府による景気下支え策の効果も相俟って一転加速感を強めるとみている（詳細は2月26日付レポート「[アジア（中国・インド・NIES・ASEAN5）経済見通し（2020年2月）](#)」をご参照下さい）。筆者は、1-3月について減速を見込むもインフラ関連や突貫工事での病院建設など投資活動が進んでいることなどを理由に、前期比でもわずかにプラス成長を維持出来るとの見方を示したものの、足下の建設業関連のマインド悪化を勘案すると想定以上に下振れしている可能性も出ている。他方、先月末以降は多くの都市で「正常化」に向けた動きが広がりを見せていることを勘案すれば、3月には予想外の形で回復が進む可能性も残されており、現状においては上述のレポートで示した見通しを維持する。

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。

