

中国、民間企業マインドが示唆する本当の苦境

～新型コロナウイルスの世界的流行による外需の弱さに加え、内需も回復は道半ばと捉えられる～

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)

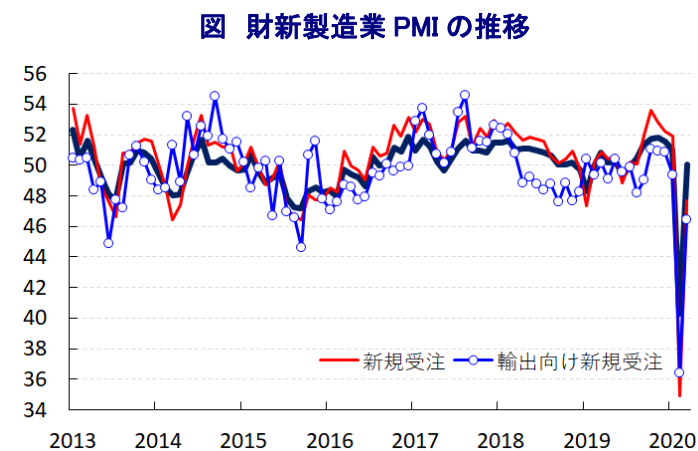
- 昨年末に中国で発生した新型コロナウイルスを巡っては、政府が経済活動を犠牲にして短期収束を図る措置を採り、2月にかけて景気は大きく下振れした。ただし、足下では事態収束の兆候が窺えるほか、景気底入れを示唆する動きがみられる。他方、金融市場の動揺を受けて中小企業を中心に資金繰りが問題となる一方、中銀による金融緩和は主要国に比べて小幅に留まるなか、民間企業のマインドの行方が注目された。
- 3月の財新製造業 PMI は 50.1 と2ヶ月ぶりに 50 を上回る水準を回復した。しかし、先行きの内・外需の行方は回復途上にある上、需要の弱さを受けて在庫が積み上がる問題も出ている。生産拡大にも拘らず雇用調整圧力はくすぶっている。新型コロナウイルスの世界的流行による世界経済の減速が外需の重石となることが避けられないなか、政府は財政・金融政策の両面で景気下支えを図る姿勢を一段と強めることが予想される。
- 他方、過去の大規模景気刺激策が過剰債務の元凶となったことに加え、潜在成長率の低下が避けられないなかでは短期的な景気下支え策は新たな課題を生む要因ともなり得る。中国景気の回復は短期的には世界経済、日本経済にもプラスになる一方、中国への過度な依存の弊害をみつめ直す必要性は高いと言える。

昨年末に中国中部の湖北省武漢市で発生した新型コロナウイルス (COVID-19) を巡っては、その後に中国政府が経済活動を犠牲にする代わりに短期的な事態収束を目指して移動制限や企業に対する操業停止措置などを課した結果、2月の企業マインドには大きく下押し圧力が掛かって過去最低の水準となるなど景気の急減速が意識された (詳細は3月2日付レポート「[衝撃の結果となった中国PMIを如何にみるか](#)」をご参照下さい)。事実、その後に中国政府が公表した1-2月の経済指標は軒並み前年を下回る伸びとなるなど過去に類をみない景気の下振れが確認されたものの (詳細は3月16日付レポート「[中国、今年の1-2月の統計は軒並み「とんでもない」水準に](#)」をご参照下さい)、足下では政府公表ベースながら感染者数の拡大ペースは鈍化するなど『封じ込め』に成功する動きが確認されたほか、経済活動の正常化に向けた取り組みが進んでいる。さらに、中国政府は来週(8日)付で新型コロナウイルスの『震源地』となった湖北省武漢市を対象とする封鎖措置を解く方針を明らかにするなど、中国全土で経済の正常化を加速させる姿勢を強めている。こうした状況を反映して、大都市部などを中心に移動制限などの影響で抑えられた家計消費が大きく底入れするいわゆる『報復性消費 (反動消費)』と呼ばれる動きが活発化しているほか、経済活動の底入れを示唆する動きもみられるなど、中国経済は『最悪期』を過ぎたと捉えられる。なお、政府機関である国家統計局及び物流購買連合会が発表したPMI (購買担当者景況感) は、上述のように2月は大きく落ち込んで歴史的な低水準となったものの、3月には製造業、非製造業ともに好不況の分かれ目となる50を上回る水準を回復するなど底打ちを果たしている (詳細は3月31日付レポート「[中国の企業マインドは急回復も、今後の懸念は「海外」](#)」をご参照下さい)

い)。ただし、政府統計は調査対象の多くが国有企業であるなど、政府による景気刺激策の恩恵を受けやすいなど政策の行方に左右されやすい傾向が強い一方、国際金融市場の動揺を受けて中国金融市場においても信用収縮が懸念されるなど多くの企業が資金繰りを巡る問題に直面しており、中国人民銀行（中銀）は先月 16 日付で一部の金融機関を対象に預金準備率を引き下げたほか、30 日付で 7 日物リバースレポ金利を 20bp 引き下げるなど金融緩和を進めている。ただし、足下の中国では様々な供給要因に加え、新型肺炎の流行に伴う不安心理を背景とする買い占め行為なども重なりインフレが上振れする状況が続いており（3 月 10 日付レポート「[中国、新型肺炎流行による「不安心理」も物価上振れの要因に](#)」をご参照下さい）、世界的には先進国、新興国問わず中銀が思い切った金融緩和に動く流れが生まれているなかでも小幅な金融緩和にしか動けない事情を抱えている。よって、資金繰りを巡る問題が直撃しやすい民間企業については、『最悪期』を過ぎるも依然として厳しい状況が続いているとみられる。

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 は 50.1 となり、前月（40.3）から +9.8pt と大幅に上昇して 2 ヶ月ぶりに好不況の分かれ目となる 50 を上回る水準を回復した。しかし、前月は前月比▲10.8pt と大幅に下落して統計が入手可能な 2004 年 4 月以降で最も低い水準となったにも拘らず当月の上昇幅は前月の下落幅に比べて小さく、年明け直後にかけては米中の「第一段階の合意」を経て中国経済にとり最大のリスク要因となってきた米中摩擦が緩和するとの期待を背景に企業マインドが改善してきたことを勘案すれば、依然として回復は『道半ば』の状況にあると判断出来る。事実、足下の生産動向を示す「生産（50.6）」は前月比 +22.1pt 上昇して 2 ヶ月ぶりに 50 を上回る水準を回復するなど、生産活動が回復している

様子はいかがなもの、先行きの生産を左右する「新規受注（47.7）」は同 +12.8pt、「輸出向け新規受注（46.4）」と同 +10.0pt 上昇するも内・外需向けがともに 50 を下回る水準に留まるなど推進力に乏しい状況にある。外需向けについては、足下で新型コロナウイルスが「パンデミック（世界的大流行）」状態となるなど世界経済のリスク要因となっており、先進国、新興国問わず世界経済全体の足かせとなることが避けられ



(出所)IHS Markit より第一生命経済研究所作成

なくなっていることは想像に難くない。他方、内需向けについては上述した反動消費などを背景に正常化に向けた動きが進んでいるとみられたものの、新規受注の水準が新型肺炎の流行前に比べて低いことは回復力の乏しさを示唆している。つまり、政府統計では足下の生産拡大の動きに加え、先行きについても国内向けを中心に活発化が期待されるなど内需が下支え役となる向きがみられたものの、民間統計が示唆している状況はまったく異なっていると判断出来る。また、生産拡大の動きを受けて「完成品在庫（51.0）」は前月比 +1.6pt 上昇して 3 ヶ月ぶりに 50 を上回る水準に転じており、内・外需の弱さが在庫の積み上がりに繋がっている様子もうかがえるなど、仮に今後も内・外需の回復が遅れば足下のペースで生産拡大を続けることは難しくなると懸念される。そうなれば、足下の生産拡大の動きに歩を

併せる形で「雇用（48.6）」は前月比+7.5pt 上昇するも依然 50 を下回る水準で推移するなど、新型コロナウイルスの流行前の水準を下回るなど引き続き調整圧力がくすぶっており、家計消費など内需の回復の足かせとなることも考えられる。他方、このところの原油をはじめとする国際商品市況の下落を受けて、企業部門にとっては投入価格が低下しており、出荷価格も下落するなど足下のインフレ圧力の緩和に繋がると期待される。中国政府は先月末、新型コロナウイルス流行による経済への悪影響を軽減させるべく、中小銀行を対象に『的を絞った』預金準備率の引き下げを今後も継続する方針を示すなど、資金繰りに苦しむ中小・零細企業支援の強化に加え、13年ぶりに地方政府による特別債発行を通じた財政支援を進める姿勢をみせており、インフレ圧力が後退すればこうした取り組みは一段と容易になるであろう。

ただし、このところの共産党及び政府の一連の対応をみると、足下の経済状況は世界金融危機の際を上回る厳しい状況にあるにも拘らず、当時の胡錦濤政権が実施したいわゆる「4兆元」規模といった大規模な財政政策の出動には及び腰の姿勢をみせている。この背景には、当時の大規模財政出動によってその後の中国経済は文字通りのV字回復を果たす一方、地方政府や企業部門を中心とする過剰債務がその後の同国金融市場のリスク要因となるとともに、経済活動の足かせとなるなどの問題の元凶になったことがある。さらに、中国は昨年時点の1人当たりGDPが1万ドルを突破して、いわゆる『中所得国の罫』が強く意識される水準にあるなど過去の経済成長モデルの延長線上での経済成長の実現が難しくなっており、過度な財政支援による『ゾンビ企業』の延命は潜在成長率の低下を招くなど新たな課題を生む可能性がある。そして、中国の人口規模は14億人を上回る一方で社会経済格差が大きい問題を抱えるなか、向こう数年以内に総人口が減少局面に転じるなど潜在成長率の一段の低下に繋がる状況が控えており、これまでのような成長率水準の維持は困難になることは避けられない。その意味では、構造転換を通じて経済成長の原動力として内・外需のバランス、かつ内需のなかでも投資依存体質からの脱却を図ることが望まれるものの、足下の景気下押しに伴いその足取りは難しくなることも予想される。中国政府が短期的な景気維持に動くことは、中国の経済成長に大きく依存している世界経済にとって短期的にはプラスに寄与すると期待される一方、その後の中国経済が抱える課題の膨張は新たなリスクとなり得ることに注意が必要である。このことは近年、様々な形で中国への依存度を高めてきた日本経済にとっても立ち止まって考えるべき課題と言えよう。

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。

