

## 中国経済の「V字回復」は望み薄の状況が続く

～外需の不透明感に加え、雇用環境の弱さは内需の足かせとなる悪循環の懸念も～

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)

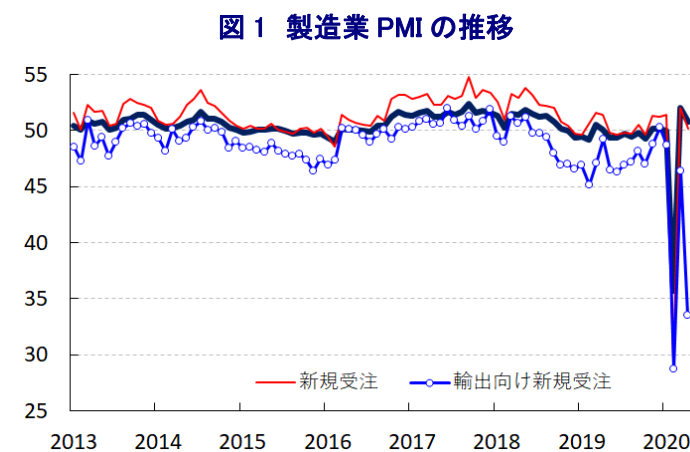
- 昨年末に武漢市で発見された新型コロナウイルスは爆発的に感染が拡大した結果、中国政府は経済活動を犠牲にする形で短期収束を目指す封じ込めに動いた。結果、中国景気には壊滅的な悪影響が出たが、その後は経済活動の正常化に向けた取り組みが進むなど最悪期を過ぎつつある。さらに、延期された全人代も来月22日に開催が決定されるなど政治日程の正常化も進むなど、中国は「正常化」の道を歩みつつある。
- なお、2月に大きく落ち込んだ反動で3月は回復が確認された政府統計の製造業PMIだが、4月は50.8とわずかに頭打ちした。内需向けの受注に頭打ち感が出たことに加え、新型肺炎の世界的大流行に伴う世界経済の減速懸念が外需向け受注を大きく下押ししており、世界経済の不透明感がマインドの重石になった。
- 他方、民間統計である4月の財新製造業PMIは49.4と2ヶ月ぶりに50を下回る水準に転じるなど政府統計と対照的に弱含んでいる。操業再開に伴う生産拡大の動きが続く一方、内・外需双方で受注動向に下押し圧力が掛かるなど全般的に厳しい状況が続く。雇用調整圧力もくすぶり、内需環境への悪影響も懸念される。
- GDPの半分以上を第3次産業が占めるなか、政府統計の4月の非製造業PMIは53.2と回復が続いた。公共投資の進捗に伴う建設業の回復や、経済活動再開に伴う一部サービス業の改善が押し上げに繋がる一方、外出制限の余波が重石となる状況が続く。マインド改善にも拘らず雇用調整圧力がくすぶる展開が続く。
- 中国経済は新型肺炎感染拡大に伴う最悪期は過ぎたものの、政策対応が揃わないなかで足踏みしている。全人代に向けて政策期待は高まるが、過去の財政拡張策が構造問題の元凶であることを勘案すれば過度な期待は禁物と言える。現時点では中国経済の「V字回復」は望み薄の状況にあると判断出来よう。

昨年末に湖北省武漢市で発見された新型コロナウイルス（SARS-CoV-2）を巡っては、感染拡大が1年で最もヒトが移動する春節（旧正月）の時期と重なったことから、中国全土に流行が広がる事態となった。その後、中国政府は感染封じ込めに向けて主要都市を中心に都市封鎖など『強硬策』を採り、それに伴い幅広い分野の企業が操業停止状態に追い込まれるなど、経済活動を犠牲にすることで『短期収束』を目指す姿勢をみせた。結果、2月の企業マインドは幅広い分野で大幅に下押し圧力が掛かり世界金融危機直後を大きく下回る水準となったほか、その動きを反映して1-2月の主要経済指標も軒並み前年を大きく下回る伸びとなるなど景気に急ブレーキが掛かった。ただし、上述の短期収束を目指した強硬策を受けて、3月以降は中国国内における新型肺炎の感染者数は政府公表ベースながら大きく鈍化したため、多くの都市で封鎖措置が解かれるなど経済活動の正常化に向けた支援が行われる動きが活発化した。こうしたことから、上述のように2月に大きく下押し圧力が掛かった企業マインドは3月に反転して大きく底入れするなど、中国経済は早期に回復を遂げるかにみられた。なお、中国の企業マインド統計を巡っては、国家統計局及び物流購買連合会など政府機関が公表する指数（製造業・非製造業PMI

(購買担当者景況感)は幅広い分野で回復を示す動きをみせる一方、民間統計(財新製造業・サービス業PMI)はサービス業を中心に回復が道半ばであることが示されるなど、不透明感がくすぶっている。今年1-3月の実質GDP成長率は前年比▲6.8%と四半期ベースで初めてのマイナス成長となり、前期比年率ベースでも▲30%超の大幅なマイナス成長となるなど中国経済は壊滅的な状況に直面したとみられる一方、月次ベースの統計では生産には底打ち感がうかがえるものの、家計消費は力強さを欠くなど内需を取り巻く状況の厳しさが確認された。こうした状況は、地方政府レベルでは独自に家計消費の喚起に向けた補助金政策などが実施されているものの、今年には新型コロナウイルスの感染拡大に伴いマクロ経済政策を討議する全人代(全国人民代表大会)の開催が延期されており、中央政府レベルでの対策がまとまっていないことが景気回復の足かせになっているとみられる。なお、先月初めには感染拡大初期においてその中心地となった武漢市の封鎖措置が解かれたほか、中国進出企業の稼働率も感染拡大前の水準に回復する動きがみられるなど、経済活動面では事態収束に向けた動きが前進している。さらに、26日から開催された全人代常務委員会では、全人代を5月22日と当初予定(3月5日)から2ヶ月半ほど遅いタイミングで開催することが決定されるなど、政治日程の正常化に向けた動きも前進している。足下では新型コロナウイルスのパンデミック(世界的大流行)による世界経済の減速が不可避な上、感染の中心地も欧米など主要国から新興国にシフトするなど事態収束の兆しがみえない状況が続いているものの、中国については『正常化』に向けた足取りを着実に前進させている様子が見えてくる。

上述のように中国経済は正常化に向けた取り組みが期待される一方、新型コロナウイルスの世界的大流行による世界経済の減速は中国経済にとって外需の不透明要因となることが懸念されるなど、内需喚起効果の動向が注目されるなか、政府統計である4月の製造業PMIは50.8と2ヶ月連続で好不況の分かれ目となる50を上回る水準を維持した。しかし前月(52.0)から▲1.2pt低下するなど景気回復は道半ばの状況が示された格好である。足下の生産動向を示す「生産(53.7)」は前月比▲0.4pt低下するも、2ヶ月連続で比較的高水準で推移するなど生産拡大が進んでいる様子が確認されたが、先行きの生産に影響を与える「新規受注(50.2)」は同▲1.8ptと

内需向けに早くも頭打ち感が出ている。さらに、「輸出向け新規受注(33.5)」は前月比▲12.9ptと大幅に低下しており、新型コロナウイルスの世界的大流行に伴う世界経済の減速懸念及び不透明感の高まりが外需の足かせになっている様子が見えてくる。外需を取り巻く不透明感の高まりを反映して「受注残(43.6)」は前月比▲2.7pt低下して50を大きく下回る水準で推移している一方、このところの経済活動の正常化に伴う生産拡大



(出所) 国家統計局より第一生命経済研究所作成

の動きを受けて「完成品在庫(49.3)」は依然50を下回る水準ながら前月比+0.2ptとわずかに上昇するなど、在庫が徐々に積み上がりつつある様子が見えてくる。なお、企業規模別では「大企業(51.1)」が前月比▲1.5pt、「中堅企業(50.2)」が同▲1.3pt、「零細企業(51.0)」は同+0.1ptとまばらな状況

がうかがえるものの、今月 25 日時点においては製造業の中小・零細企業の 99.7%が操業を再開させるなど『最悪期』は過ぎていると判断出来る。ただし、足下の生産は比較的堅調な動きを見せているにも拘らず「雇用 (50.2)」は 2ヶ月連続で 50 超の水準を維持するも前月比▲0.7pt 低下しており、外需を中心とする不透明感の高まりが雇用拡大の動きを妨げる一因になっているとみられる。

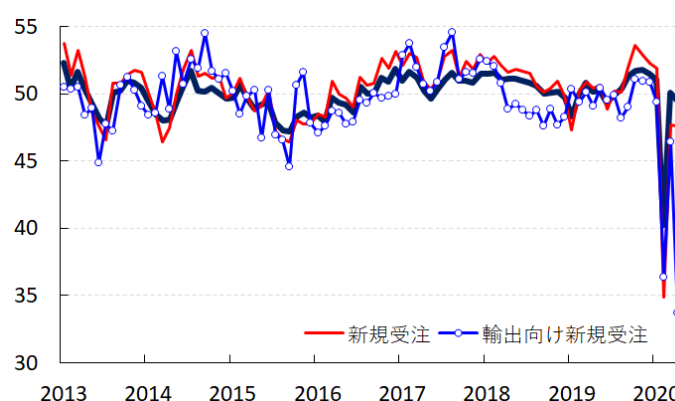
他方、上述のように政府統計は製造業の緩やかな回復持続を示唆する動きをみせているものの、民間統計である 4 月の財新製造業 PMI は

49.4 と前月 (50.1) から▲0.7pt 低下して 2ヶ月ぶりに好不況の分かれ目となる水準を下回っており、政府統計に比べて民間統計が弱含むなど景気に対する不透明感を示唆する動きが確認された。足下の生産動向を示す「生産 (51.1)」は前月比+0.5pt 上昇するなど、操業再開の動きなどを反映して生産が拡大傾向を強めている様子がうかがえる一方、先行きの生産を左右する

「新規受注 (47.6)」は同▲0.1pt、「輸出向

け新規受注 (33.7)」は同▲12.7pt とともに低下している上、ともに 50 を下回るなど内・外需双方に不透明感がくすぶっている。特に、輸出向け新規受注については 2月 (36.4) を下回り過去最低水準となっており、2月時点では中国国内での操業停止に伴う受注停止などが重石になったとみられるものの、操業再開にも拘らず大幅な落ち込みをみせていることは、世界経済の減速懸念に伴う受注の落ち込みが急激に進んでいる可能性を現している。さらに、上述のように地方政府レベルでは補助金政策などを通じて様々な家計消費喚起に向けた取り組みが進められているにも拘らず、内需向けの新規受注が弱含んでいることは雇用環境の悪化が進む一方で物価高が続くなど家計部門の実質購買力に下押し圧力が掛かるなか、家計部門を取り巻く状況が依然として厳しいことを示唆している。また、生産拡大の動きが続く一方で受注状況が弱含んでいることを反映して、「完成品在庫 (50.8)」は前月比▲0.2pt 低下しているものの、2ヶ月連続で 50 を上回るなど在庫の積み上がりが顕在化しており、先行きの需要動向によっては在庫調整圧力が強まる可能性にも注意が必要である。さらに、足下の生産拡大の動きにも拘らず「雇用 (47.7)」は前月比▲0.9pt 低下しており、先行きに対する不透明感の高さに加え、近年の人件費上昇などの影響で自動化・省力化の動きが広がってきたことも重なり雇用調整圧力に繋がっていると捉えられる。製造業の企業マインドを巡っては、政府統計及び民間統計ともに外需の不透明感が重石となる様子が確認されたほか、民間統計では内需向けにも弱さがみられるなど、足下の状況は依然として『新型肺炎流行前』の状態にはほど遠いとみられる。

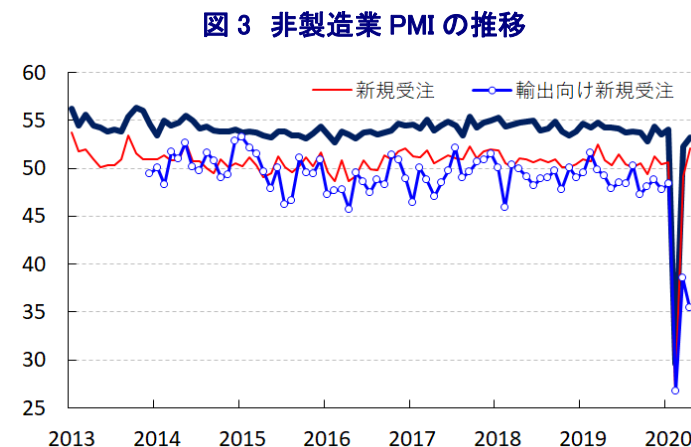
図 2 財新製造業 PMI の推移



(出所)IHS Markit より第一生命経済研究所作成

なお、足下の中国経済はサービス業をはじめとする第3次産業がGDPの半分以上を占めるなど、経済全体の動向を左右する傾向が強まっているが、政府統計である4月の非製造業PMIは53.2と前月(52.3)から+0.9pt上昇して2ヶ月連続で50を上回る水準を維持している。業種別では、「建設業(59.7)」が前月比+4.6ptと大幅に上昇して

おり、インフラ関連を中心とする建設需要の活発化が後押しに繋がっているとみられる一方、「サービス業(52.1)」も顕著さを維持するも同+0.3ptとわずかな上昇に留まるなど、建設業とは対照的な状況が続いている。サービス業のなかでは、経済活動再開の影響で小売関連や飲食サービス関連で大きく回復しているほか、外出制限措置の影響が長引いていることを受けてITサービス関連やソフトウェア関連などで堅



(出所) 国家統計局より第一生命経済研究所作成

調な動きが続いている。その一方、観光関連や文化関連、スポーツ・娯楽関連、住宅サービス関連では興業中止や外出制限措置の余波が長引いていることを受けて低迷が続いており、経済活動の正常化に向けた取り組みが依然として道半ばの状況にあることを示唆している。先行きの動向に影響を与える「新規受注(52.1)」は前月比+2.9pt上昇して3ヶ月ぶりに50を上回る水準を回復している一方、「輸出向け新規受注(35.5)」は同▲3.1pt低下して引き続き50を大きく下回る水準に留まるなど、外需を取り巻く不透明感がマインドの重石となる状況は変わっていない。さらに、マインドの改善にも拘らず「雇用(48.6)」は前月比+0.9pt上昇するも引き続き50を下回る水準で推移しており、雇用回復の弱さは先行きの家計消費の足かせとなるとともに、翻って企業マインドの重石となる悪循環に繋がる可能性にも注意が必要である。

このように、足下の中国経済は新型コロナウイルス感染拡大に伴う『最悪期』を過ぎたと捉えられるものの、政策的な後押しも依然として不透明な状況が続くなかで足踏み状態が続いていると言える。上述の通り来月末には全人代が開催されることから、今後は政策支援の内容が徐々に明らかになることが期待される一方、世界金融危機後に実施した巨額の景気刺激策の影響で過剰債務が経済の足かせとなるなど問題を抱えていることを勘案すれば、同様の財政出動に動くことのハードルは極めて高い。他方、足下では民間企業や外需関連企業を中心に世界経済の減速懸念に伴う苦境も懸念されるほか、家計部門にとっては雇用・所得環境の悪化が足かせとなる状況が続いており、これらを対象とする直接的な支援が手薄になれば先行きの景気回復の足取りが覚束ない状況となることも懸念される。その意味では、世界金融危機後のように中国経済が『V字回復』を遂げるとの期待は依然として現実味に乏しい状況にあると捉えることが出来よう。

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。