Asia Trends

発表日：2020 年9月3日（木）

中国･民間 PMI の堅調さは「V 字回復」に繋がるか

～短期的には一段の景気回復に期待も、その背後で構造上の歪みが増す可能性に注意～

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 西濵 徹（TEL：03-5221-4522）

（要旨）

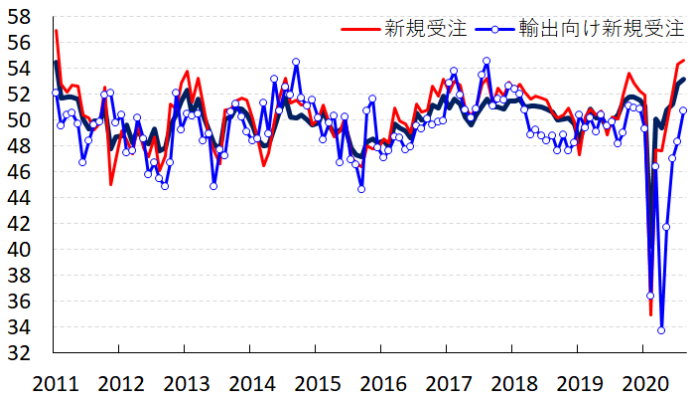
- 新型コロナウイルスは世界経済のリスク要因となるなか、中国では事態収束を受けて経済活動の正常化が進んでいる。他方、洪水被害による食品価格の上振れはインフレ昂進を招く一方、基調インフレはディスインフレ傾向が続くなど景気の弱さを示唆する状況が続く。さらに、政府が公表する PMI は製造業･非製造業ともに雇用の弱さを示唆する動きが続くなど、先行きの景気回復の持続力に不透明感が残る動きもみられた。
- 8 月の財新製造業 PMI は 53.1 と 9 年半ぶりの高水準となり、生産拡大の動きに加え、国内外で受注の改善が確認された。ただし、雇用には引き続き調整圧力がくすぶる動きがみられた。一方、8 月の財新サービス業 PMI は 54.0 に鈍化するなど 6 月の上振れが一巡するも、雇用指標は 7 ヶ月ぶりに 50 を上回るなど雇用拡大を示唆する動きがみられた。しかし、将来活動期待は頭打ちするなど先行きへの期待は陰りつつある。
- 民間 PMI は海外経済との連動性が高く、足下の動きは景気回復を示唆している。他方、様々なリスク要因が懸念されるなかで政府は景気回復を至上命題に据えるとみられる一方、政策対応は困難さが増すであろう。

新型コロナウイルス（SARS-CoV-2）は今年の世界経済にとって最大のリスク要因となっており、当初の感染拡大の中心地となった中国では都市封鎖など強硬な防疫措置も重なり景気が一時的に大きく下振れする事態に見舞われた。しかし、その後は感染収束が進むとともに、インフラ関連を中心とする投資拡充の動きや主要国での経済活動再開を受けた世界経済の回復期待も追い風に生産活動が活発化するなど、早くもその影響を克服しているとみられる。他方、足下では新型コロナウイルスの感染拡大の中心地は新興国にシフトしており、医療インフラが脆弱な新興国での感染拡大は事態収束を困難にすることが懸念される状況が続いている。なお、中国国内においても首都北京市の食肉市場で感染拡大のクラスターが発見されたほか、北西部新疆ウイグル自治区でも感染拡大の動きが確認されるなど感染拡大の再燃が懸念される動きがみられた。その後は、政府主導による徹底した検査体制の強化などが図られたことで、新規の感染者数はほぼゼロ近傍で推移しているほか、感染者の大宗も回復するなど事態収束に向かっている。一方、７月以降は中国全土で記録的な大雨が降り続いたことで全国的に洪水被害が広がっている。なかでも長江周辺では河川及びダムなどの推移が上昇するなど新たな自然災害の発生に繋がる懸念が高まっている。記録的な大雨に伴う洪水被害は農作物をはじめとする食糧生産に悪影響を与えるなど、生鮮品を中心とする食料品価格の上昇によるインフレ昂進が実質購買力の下押し圧力となることで幅広く家計部門に影響を与えることが懸念される。さらに、ここ数年の中国経済にとって最大のリスク要因となってきた米中摩擦の激化を受けて輸入に依存する飼料用穀物の調達価格が上昇しており、アフリカ豚コレラ（ＡＳＦ）の流行による供給不足も相俟って豚肉をはじめとする生鮮食料品価格は上昇傾向を強めてきた。足下のインフレ率は食料品や国際原油価格の底入れを受けたエネルギー価格

の上昇など、生活必需品を中心とする物価上昇を受けて比較的高止まりする動きが続く一方、新型コロナウイルスを巡る不透明感などが雇用・所得環境の重石となる状況が続いており、食料品とエネルギーを除いたコアインフレ率は足下で過去に遡って入手可能なデータ上最も低い伸びとなっている。足下の中国経済については景気回復を示唆する動きが強まっているものの、公共投資の進捗や外需の回復が景気の押し上げ要因となる一方、家計消費など内需が力強さを欠く展開をみせていることにも現れており、先行きの景気回復の足かせとなることが懸念される（詳細は８月 14 日付レポート「中国、企業マインド改善の動きと対照的に景気に足踏み感」をご参照下さい）。なお、先月末に政府（国家統計局）が公表した企業マインド統計では製造業、非製造業ともに堅調な動きが続く一方、雇用を巡る指標は引き続き弱含む動きをみせるなど、先行きの景気回復の行方に対する不透明感が残る動きがみられた（詳細は８月 31 日付レポート「中国・サービス業のマインド改善は好材料も、引き続き雇用に不安」をご参照下さい）。

今月１日に英調査会社の IHS Markit 社が公表した８月の財新製造業ＰＭＩ（購買担当者景況感）は 53.1 と４ヶ月連続で好不況の分かれ目となる水準を上回るとともに、前月（52.8）から＋0.3pt 上昇したことに加え、2011 年１月以来となる約９年半ぶりの高水準となるなど、新型コロナウイルスの感染拡大を受けて躓いた製造業が急回復を遂げている様子がうかがえる。足下の生産動向を示す「生産（56.2）」は前月比＋1.3pt と大きく上昇するなど生産拡大の動きを強めており、2011 年１月以来約９年半ぶりの高水準となるなど生産拡大の動きがマインドの回復をけん引している様子がうかがえる。なお、先行きの生産動向を左右する「新規受注（54.6）」も前月比＋0.2pt 上昇して生産同様に約９年半ぶりの高水準となっているほか、「輸出向け新規受注（50.7）」も同＋2.4pt 上昇して８ヶ月ぶりに好不況の分かれ目となる水準を上回っており、内需の回復のみならず、世界経済の回復期待を背景に外需の回復が進んでいることも追い風になっている。国内外からの受注拡大の動きを反映して「受注残（52.8）」は前月比＋0.4pt 上昇して４ヶ月ぶりの水準となるなど生産拡大に繋がる動きがみられる一方、足下の生産拡大の動きを受けて「完成品在庫（50.3）」も同＋0.8pt 上昇して４ヶ月ぶりに 50 を上回る水準となるなど在庫が積み上がっている様子もうかがえる。受注動向は堅調に推移している一方、これまでの生産拡大に伴い在庫が積み上がっていることを勘案すれば、当面は在庫調整により出荷を進める可能性も考えられるなど、一段の生産拡大に繋がるかは不透明と考えられる。さらに、生産活動は旺盛な推移をみせているにも拘らず「雇用（49.8）」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しており、雇用は底入れしているものの依然として調整圧力がくすぶる状況は変わっていない。中国においては製造業が雇用創出源として存在してきたことを勘案すれば、雇用調整圧力がくすぶる状況は先行きの景気回復の重石となり得ることを示唆している。

図１ 財新製造業 PMI の推移

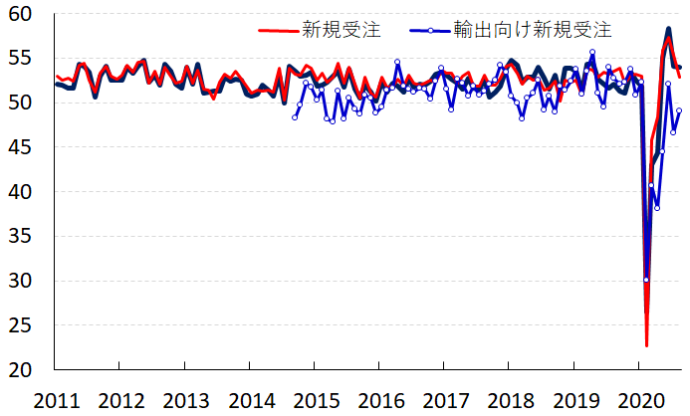


（出所）IHS Markit より第一生命経済研究所作成

他方、３日に発表された８月の財新サービス業ＰＭＩは 54.0 となり、前月（54.1）から▲0.1pt 低下

するも４ヶ月連続で好不況の分かれ目となる水準を上回るなど比較的堅調な推移をみせている。ただし、足下の状況は新型コロナウイルスの感染収束を受けて都市封鎖措置が解除されたことで５月に大きく底入れしたほか、翌６月にはいわゆる「6.18 セール」の効果も重なり大きく押し上げられたことで７月には反動が出るなかで一段と鈍化しており、ペントアップ・ディマンドによる影響が一巡しつつある様子がうかがえる。なお、先行きの動向を左右する「新規受注（52.9）」は前月比▲2.4pt 低下するなどペントアップ・ディマンドにより押し上げられた動きが一服していることを示唆するほか、長期平均を下回るなど依然として勢いに乏しい状況にあることを示唆している。また、「輸出向け新規受注（49.1）」は前月比＋2.5pt 上昇するなど底入れしているものの、依然として 50 を下回る水準で推移しており、米トランプ政権による『攻撃の矛先』が中国製アプリに向くなどＩＴ関連サービスを取り巻く状況に不透明感が出ていることも重石になっている可能性が考えられる。内需向けの受注鈍化の動きを受けて「受注残（49.8）」は前月比▲1.4pt 低下して３ヶ月ぶりに 50 を下回る水準に転じるなど、先行きに対する不透明感はくすぶる。ただし、これまで弱含む展開が続いてきた「雇用（50.8）」は前月比＋1.4pt と大幅に上昇して７ヶ月ぶりに 50 を上回る水準となるなど、ＧＤＰの約６割を占めるほか、都市部における雇用の半分を占めるサービス部門で雇用拡大の動きが広がりつつあることは、雇用・所得環境を巡る不透明感の緩和に繋がることが期待される。また、景気回復期待の高さを反映して「将来期待指数（58.7）」は依然として高水準で推移しているものの、前月比▲3.3pt と大幅に低下するなど些か将来に対する期待に陰りが出ている様子もうかがえる。

図 2　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

このように、足下の民間ＰＭＩの動きは政府が公表するＰＭＩを上回る回復感を示している上、わが国をはじめとする海外経済との連動性が高い沿海部のほか、調査対象企業に民間企業が多く含まれていることを勘案すれば、実体経済を取り巻く状況も改善が進んでいることを示唆している。他方、足下の景気回復の動きはインフラ関連を中心とする公共投資の進捗に加え、世界経済の回復期待が生産を押し上げているほか、中銀（中国人民銀行）の金融緩和による『カネ余り』を背景に不動産や株式など資産価格が上昇傾向を強めており、資産効果が富裕層を中心とする消費喚起を促す動きに繋がっている可能性がある。ただし、不動産市場では早くもバブルが意識されるなど政策の微調整の必要性が意識され始めている一方、生活必需品を中心とするインフレ懸念は低所得者層や貧困層に対する圧力が掛かりやすく、低所得者層や貧困層は経済活動の余波を受けやすいために政府にとっては景気回復の実現が至上命題となりやすい。その意味では、当面は景気拡大に向けた政策対応が続くと見込まれる一方、その背後では経済構造上の歪みが拡大する可能性にも注意が必要になると考えられよう。

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。