

中国景気は国慶節休暇に向け一段と「底入れ」の動きを強めている

～民間統計の改善は好材料の一方、政府統計の雇用不安や人民元相場を巡る動きには不透明感～

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)

- 新型コロナウイルスは世界的に事態収束の見通しが立たない状況が続く。なお、中国では感染拡大により景気に深刻な悪影響が出たが、その後の事態収束と経済活動の正常化を受けて景気回復が進む。来月には次の5ヶ年計画の結末に向けた重要会議が予定され、中期計画の立案が進む可能性がある。他方、ポスト習近平に向けた動きが活発化することも考えられるなど、米大統領選の行方同様に目が離せないと言える。
- なお、中国では10月上旬の連休に向けた経済活動の活発化を受けて非製造業、製造業ともに企業マインドは改善傾向を強めている。非製造業は2013年11月以来の水準となり、幅広いサービス部門や建設部門で改善が続く。一方の製造業も2018年6月以来の水準となるなど幅広い部門で改善が続いた。内・外需双方での受注改善が回復を促す一方、雇用には依然調整圧力がくすぶるなど内需の不透明要因はくすぶる。
- 一方、製造業の民間マインド統計は内・外需双方で受注が改善しているほか、雇用拡大を示唆する動きが確認された。8月の財新サービス業PMIも雇用改善が示唆されるなど民間部門では雇用改善が進んでいる。ただし、足下の景気回復で国進民退色が強まるなかでこうした動きが内需回復に繋がるかは不透明である。
- 世界的な「カネ余り」が続くなか、中国景気回復や米ドル安を背景に人民元高圧力が強まったが、当面は同様の動きが強まり輸出競争力の重石となる可能性もあり、景気動向は外部環境次第の展開が続こう。

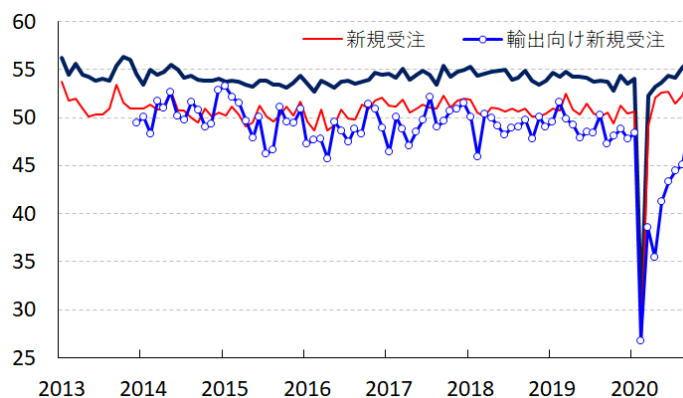
昨年末に中国で発見された新型コロナウイルス (SARS-CoV-2) を巡っては、中国国内での感染の動きは概ね収束しているものの、感染拡大の震源地がアジアや南米をはじめとする新興国にシフトするなど事態収束の見通しが立たない状況が続いている。事実、足下では新興国を中心に新型コロナウイルスの新規感染者数は拡大傾向を強めて感染者数も900万人を上回る水準となっているほか、累計の感染者数は3300万人を上回り、累計の死亡者数も100万人を上回る事態となっている。他方、中国では年明け直後に感染拡大が直撃するとともに、感染封じ込めに向けた都市封鎖措置などにより経済に深刻な打撃が生じたものの、その後は感染収束による経済活動の正常化の動きを受けて一転して回復の動きを強めている。さらに、中国に次いで感染拡大に見舞われた欧米をはじめとする主要国においては、足下では感染拡大の『第2波』が懸念される兆候はみられるものの、これらの地域での経済活動の再開を受けて世界経済の回復期待が高まる動きもみられる。こうした動きを反映して、新型コロナウイルスの感染拡大を受けて大きく下押し圧力が掛かった中国の経済指標は軒並み底入れしており、なかでも生産や輸出のほか、公共投資の進捗促進が景気を押し上げる動きも確認出来る (詳細は15日付レポート「[中国の小売売上高は「名目」では前年を上回る伸びとなったが…](#)」をご参照下さい)。なお、8月は小売売上高が名目ベースで年明け以降初めて前年を上回る伸びとなったものの、これは減税や補助金などの消費喚起策を追い風に自動車販売が大きく拡大していることが影響しており、自動車を除けば依然として前年を

下回る伸びで推移している。さらに、物価の影響を除いた実質ベースでも前年を下回る伸びで推移しており、外出制限なども追い風にEC（電子商取引）の普及が進んだことでECとの親和性が高い財ではペントアップ・ディマンドが発現する動きがみられる一方、耐久消費財関連や外食関連の売り上げは軒並み前年を大きく下回る伸びに留まるなど跛行色が強まっている。こうした背景には、景気の底入れ期待を反映して幅広い分野で企業マインドが改善しているにも拘らず、雇用を巡る不透明感がくすぶるなかで低所得者層を中心に財布の紐が固い状況が続いていることが影響している可能性がある。中銀（中国人民銀行）による金融緩和を受けた『カネ余り』を背景に金融市場は活況を呈しており、不動産市況も底入れするなどバブルの萌芽がうかがえる一方、需要の弱さを反映してデフインフレ懸念がくすぶるなど、中銀は難しい舵取りを迫られている（詳細は9日付レポート「[中国の金融政策はインフレとデフインフレ、バブルの間で揺れ動く](#)」をご参照下さい）。他方、中国の政策運営を巡っては、来年からの第14次5ヶ年計画（十四五）の策定に向けた詰めの作業が進められており、来月26日から4日間の日程で5中全会（中国共産党第19期中央委員会第5回全体会議）の開催が予定されている。5中全会では十四五に加え、2035年までを対象とする長期目標も協議される見通しであり、国内での生産、分配、消費を循環させる『内需大循環』と貿易や資本、投資の対外開放を通じた世界経済との一体化による『国際大循環』により経済成長を促すモデル（『双循環』）の具体的な肉付けが行われるとみられる。ただし、この実現には大胆な構造改革が不可欠となるが、過去数年の構造改革の動きをみれば小手先の対応に終始している上、足下の景気回復の動きがいわゆる『国進民退』に沿っていることを勘案すれば心許ない。5中全会に向けてはいわゆる『ポスト習近平』に向けた政治的な動きの顕在化も予想されるなか、11月の米大統領選の行方と同様に目が離せない展開が続くと予想される。

こうしたなか、中国では明日（10月1日）に国慶節と中秋節を迎えて秋の大連休に突入するなど、観光関連を中心に家計消費の押し上げが期待されるなか、9月の非製造業PMI（購買担当者景況感）は55.9と7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（55.2）から+0.7pt上昇して2013年11月以来となる高水準となるなど、大きく改善している。先行きの動向を左右する「新規受注（54.0）」は前月比+1.7ptと大幅に上昇するなど内需の改善を示唆する動きがみられるほか、「輸出向け新規受注（49.1）」は引き続き50を下回る水準で推移するも同+4.0ptと大幅に上昇しており、米中摩擦の激化など不透明要因はくすぶるものの、世界経済の回復期待が外需の押し上げに繋がっているとみられる。業種別では、サービス業で一段と改善の動きが強ま

っており、なかでも運輸関連や通信・インターネットソフト関連、宿泊関連、飲食関連などでは、地方部における消費喚起策の効果発現などが押し上げ要因になっている模様である。また、これまで回復が遅れていたリース及びビジネスサービス関連、環境ビジネス関連などでも回復が進むなど、経済活動の

図1 非製造業PMIの推移

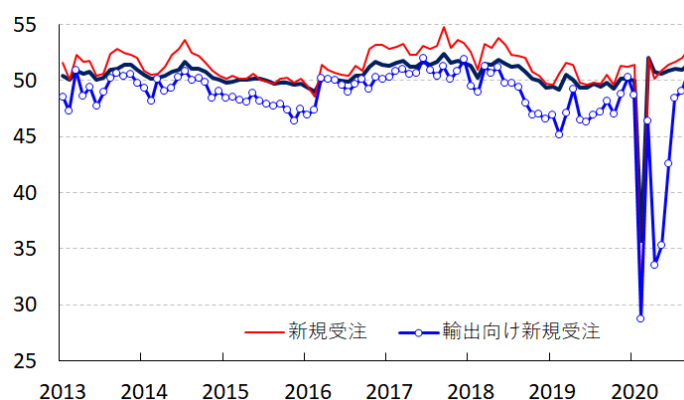


（出所）国家統計局より第一生命経済研究所作成

正常化に向けた動きが幅広い分野に広がっている様子もうかがえる。さらに、インフラ関連を中心とする公共投資の進捗を背景に活況を呈する展開が続いている建設関連の企業マインドも高水準で推移している。足下では新規契約件数の拡大も追い風に楽観的な見方が強まっている模様であり、当面は強気姿勢が続く可能性が高いと見込まれる。ただし、上述のように幅広い分野でマインドが改善傾向を強めているにも拘らず「雇用 (49.1)」は前月比+0.8pt 上昇するも依然として 50 を下回る水準に留まり、雇用調整圧力がくすぶるなど企業は雇用拡大に及び腰となっている様子もうかがえる。その意味では、足下のディスインフレ懸念や家計消費の足かせとなっている雇用及び所得を巡る不透明感は依然払しょく出来ていない状況にあると判断出来る。

一方、9月の製造業PMIも51.5と前月(51.0)から+0.5pt 上昇して2018年6月以来の水準となるなど、非製造業ほどではないものの改善の動きを急速に強めている。足下の生産動向を示す「生産 (54.0)」は前月比+0.5pt 上昇して2ヶ月ぶりの水準となるなど生産拡大の動きを強めているほか、先行きの生産を左右する「新規受注 (52.8)」も同+0.8pt 上昇して2018年6月以来の水準となっている上、「輸出向け新規受注 (50.8)」も同+1.7pt 上昇して9ヶ月ぶりに50を上回る水準となるなど、内・外需双方で改善の動きを強めている。また、生産拡大の動きが強まっているにも拘らず「完成品在庫 (48.5)」は前月比+1.2pt 上昇するも依然として50を下回る水

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

準で推移しており、在庫が積み上がっておらず生産余力は充分にあると判断出来る。さらに、生産拡大の動きに呼応する形で「購入量 (53.6)」は前月比+1.9pt 上昇して2017年12月以来の高水準となっているほか、「輸入 (50.4)」も同+1.4pt 上昇して2018年6月以来となる50を上回る水準に転じており、世界経済の回復期待を受けた国際商品市況の底入れの動きが一段と強まることも期待される。業種別では、食品関連や軽工業関連のほか、一般機械関連、特殊機械関連、通信・電子部品関連、ハイテク関連など幅広い分野で改善が進んでおり、連休を前にした生産前倒しの動きも影響しているとみられる。また、企業規模別でも大企業 (52.5) のみならず、中堅企業 (50.7)、中小企業 (50.1) いずれの規模でも50を上回るなど、マインド改善の動きの裾野が広がっている様子もうかがえる。しかし、「雇用 (49.6)」は前月比+0.2pt 上昇するも引き続き50を下回る水準で推移しており、マインド改善にも拘らず製造業も雇用の創出力が低下するなど、家計消費の足かせとなることが懸念される。

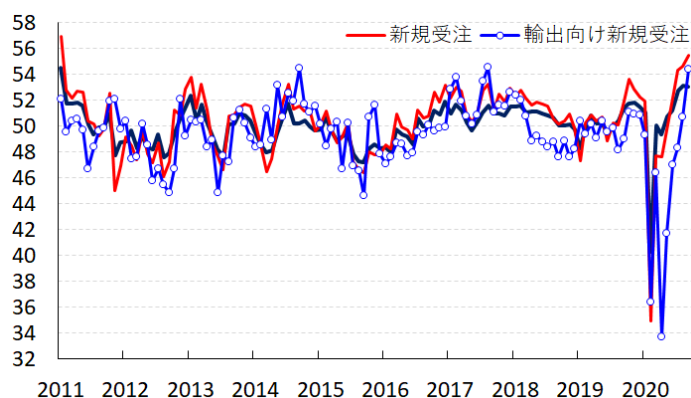
また、英調査会社の IHS Markit 社が公表した民間統計である9月の財新製造業PMIは53.0と5ヶ月連続で好不況の分かれ目となる水準を上回る水準で推移しており、前月(53.1)から▲0.1pt 低下するも好調さを維持していることが示された。足下の生産動向を示す「生産 (54.2)」は前月比▲2.0pt と大幅に低下するなど生産拡大の動きに一服感が出ているものの、先行きの生産を左右する「新規受注 (55.5)」は同+0.9pt 上昇して2011年1月以来の水準となっているほか、「輸出向け新規受注 (54.4)」

は同+3.7pt と大幅に上昇して2017年9月以来の水準となるなど、内・外需双方で受注が改善傾向を強めている。なお、生産拡大の動きには一服感が出ているものの、「完成品在庫(50.4)」は前月比+0.1pt 上昇して2ヶ月連続で50を上回る水準で推移するなど在庫が積み上がっている様子が見え始めるなど、生産拡大余力は徐々に狭まっている。一方、政府統計と同様に「購入量(55.2)」は前月比+2.3pt 上昇して2011

年1月以来の高水準となっており、国際商品市況を下支えすることが期待されるほか、その動きに呼応する形で「調達価格(54.1)」も同+0.9pt 上昇している。また、「雇用(50.1)」は前月比+0.3pt 上昇して9ヶ月ぶりに50を上回る水準となるなど、雇用を取り巻く不透明感が解消する兆候が見え始める。なお、企業マインド統計を巡っては8月の財新サービス業PMIにおいて雇用指数が7ヶ月ぶりに50を上回る水準となるなど、GDPの6割を占めるサービス業における雇用改善の動きが確認されているが(詳細は3日付レポート「[中国・民間PMIの堅調さは「V字回復」に繋がるか](#)」をご参照下さい)、製造業でも雇用の回復が見られることは家計部門を取り巻く環境改善に繋がると期待される。ただし、政府統計では依然として雇用を巡る不透明感が懸念される展開が続いている上、足下の景気回復では『国進民退』色が強まっていることを勘案すれば、こうした動きが持続力のあるものとなるかは見通しにくい。

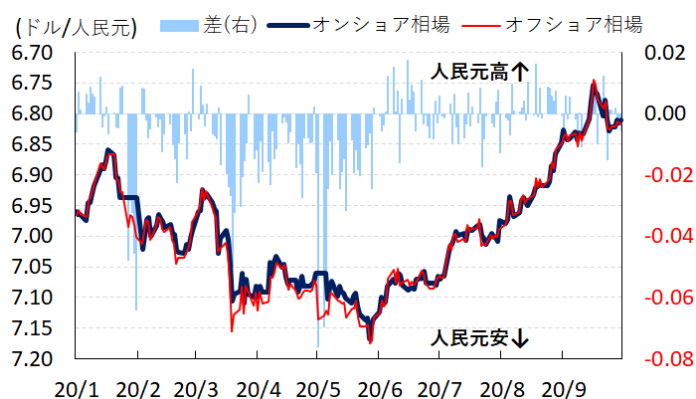
なお、国際金融市場においては全世界的な金融緩和を背景に『カネ余り』が続いている上、主要国のなかで中国が唯一景気の回復感が進むとともに、新型コロナウイルスの影響を克服していることも追い風に資金流入の動きが強まっており、米トランプ政権による追加対策期待などを受けた米ドル安の動きも相俟って人民元相場は底入れの動きを強めてきた。今月中旬以降は米ドル安圧力が後退していることを受けて、そうした動きに一服感が出るなど人民元高の動きも落ち着いているものの、当面は11月に予定される米大統領選に向けて不透明感が再燃することも考えられ、結果的に人民元高圧力が強まる可能性はくすぶる。仮にそうした動きが強まれば、人民元高による価格競争力の低下が製造業を中心とする外需の足かせとなることが見込まれるなど、足下の回復が進むかは引き続き外部環境次第となることも予想される。

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

図4 人民元相場(対ドル)の推移



(出所)Refinitiv より第一生命経済研究所作成

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。