

世界的な感染再拡大による不透明感も中国企業は「どこ吹く風」

～外需は堅調も人民元高がネック、内需も公共投資やカネ余りへの依存が強く、微妙な舵取りが必要に～

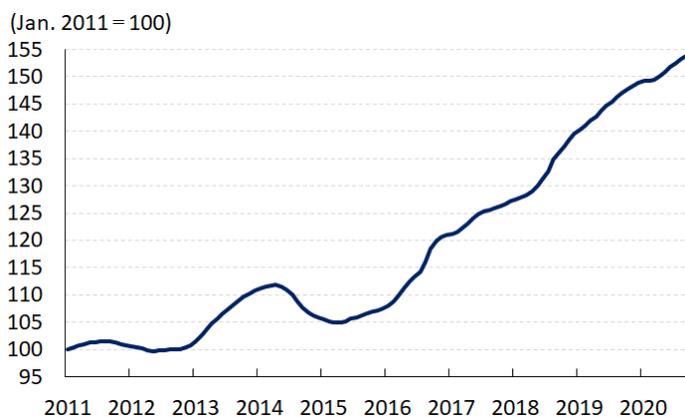
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- 足下の世界経済は主要国での新型コロナウイルスの感染再拡大が景気に冷や水を浴びせる懸念がある一方、国際金融市場は「カネ余り」やワクチンへの期待を受け活況を呈する対照的な状況が続く。中国では景気回復が進んで新型コロナウイルスを克服するなか、金融市場はカネ余りが続いて資産価格が上昇するなどバブル化懸念が出ている。他方、景気回復による支援策縮小により社債市場ではデフォルトが相次いでおり、当局は監督強化を図る一方で資金繰り支援に動かざるを得ない難しい舵取りを迫られる展開が続く。
- 世界経済を巡る不透明感にも拘らず、製造業の企業マインドは政府統計、民間統計ともに改善が続き、先行きも内・外需双方で生産拡大余地も大きい。大企業のみならず中小、零細企業でもマインドが改善する一方、足下の人民元高が足かせとなる動きもみられ、今後の政策運営を左右する可能性がある。他方、非製造業も改善が続くが、公共投資の進捗や金融市場のカネ余りが活況を促す動きが続く一方、不動産規制強化は足かせとなりつつある。全体的には世界経済の不透明感も「どこ吹く風」の状況だが、公的部門やカネ余りに依存する状況は先行きの対応を難しくする可能性があり、当局には微妙な舵取りが迫られると予想される。

足下の世界経済を巡っては、欧米など主要国で新型コロナウイルスの感染再拡大による行動制限の再強化の動きを受けて、回復が期待された流れに冷や水を浴びせることが懸念されている。他方、国際金融市場では全世界的な金融緩和を背景とする『カネ余り』が続くなか、新型コロナウイルス対応のワクチン開発を巡る期待を追い風に資産市場への資金流入の動きが活発化するなど、活況を呈する対照的な状況にある。さらに、米大統領選において民主党のバイデン前大統領が優勢となっており、次期政権においても引き続き景気刺激を図る政策運営が採られるとの期待を背景に米ドル安圧力が強まっており、国際金融市場では一部のマネーがより高い収益を求めて新興国に回帰して金融市場の活況を後押ししている。中国については、当初における新型コロナウイルスの感染拡大の中心地となるとともに、政府による強力な感染封じ込め策に伴う経済活動の停滞に直面する事態に見舞われたものの、その後は感染収束が進み経済活動の正常化が図られた。また世界経済の回復期待を背景に外需の底入れが進んでいるほか、財政及び金融政策を通じた景気刺激策の効果発現は投

図1 不動産価格(70都市の新築住宅価格)の推移



(出所) 国家統計局より第一生命経済研究所作成

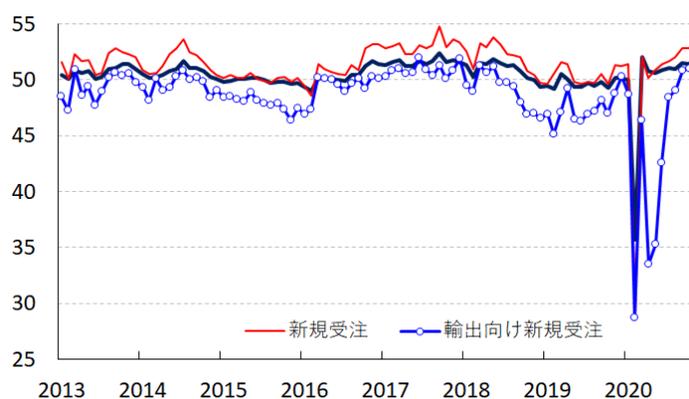
資を中心とする内需を押し上げており、多くの国が新型コロナウイルスの影響に苦しむなかで中国経済は克服していると捉えられる（詳細は11月16日付レポート「[中国景気の回復は外需と投資が主導、国進民退色も一段と強固に](#)」をご参照下さい）。なお、中銀（中国人民銀行）による金融緩和に加え、国際金融市場の活況を追い風とする資金流入の動きも相俟って同国金融市場においても『カネ余り』とも呼べる環境を醸成しており、実体経済の底入れの動きを背景に株価は堅調な動きをみせている。さらに、都市部を中心に不動産市況も底入れの動きを強めて早くも一部で『バブル』が懸念される事態となっており、一部の大都市で価格抑制に向けた規制強化の動きが広がっている。このように金融市場は活況を呈する一方、債券市場においては社債のデフォルト（債務不履行）が多数発生しており、有力国有企業もデフォルトに陥る事態となったことで金融市場のシステミックリスクに発展する可能性が懸念されている。こうした状況に陥っている背景には、新型コロナウイルスの感染拡大による金融市場の混乱を受けて政府が相次いで資金繰り支援策を実施したものの、上述のように景気回復が進んだことで『カネ余り』への懸念から支援策を縮小する動きが広がり、資金繰りに窮する企業が増大していることが影響している。中国では社債の償還が遅延した場合においても、しばらくは銀行などが運転資金を供給する例が多いなど経営破たんには陥るケースは稀とされるが、今年の債務不履行総額は過去最高を上回る見通しであり、当局も管理監督を強化する方針を示さざるを得ない事態に追い込まれている。当局は企業の資金繰り支援を図りつつ、企業の資金流用や返済逃避行為などに対して厳格な処罰を適用する姿勢を示す一方、資産市場のバブル化を回避すべく「緩和的」な金融政策を維持するも微調整を迫られる難しい状況に直面しており、その動向は企業マインドや景気に少なからず影響を与えると見込まれる。

こうした状況に加え、欧米主要国における新型コロナウイルスの感染再拡大と行動制限の再強化により世界経済の回復シナリオが崩れる懸念が出ており、足下の中国の景気回復の一翼を外需の底入れが担ってきたことを勘案すれば、その行く先に悪影響が出る懸念が懸念される。特に、世界経済との連動性が高い製造業の企業マインドにはその影響が如実に出ることが懸念されたものの、政府機関の国家統計局及び物流購買連合会が発表した11月の

製造業PMI（購買担当者景況感）は52.1と前月（51.4）から+0.7pt上昇して3年2ヶ月ぶりの高水準となっている。足下の生産動向を示す「生産（54.7）」は前月比+0.8pt上昇するなど一段と生産拡大の動きが進んでいる上、先行きの生産を左右する「新規受注（53.9）」も同+0.9pt、「輸出向け新規受注（51.5）」も同+0.5ptとともに上昇しており、内・外需向け双方で受注が拡大している。先行きの生産拡大を念頭に

置いた動きとして「購買量（53.7）」も前月比+0.6pt上昇しているほか、「輸入（50.9）」も同+0.1pt上昇するなど、原材料に対する調達圧力が強まっている様子もうかがえるなど、商品市況の押し上げ圧力に繋がることを期待される。なお、原油をはじめとする国際商品市況の底入れが進んでいることを反

図2 製造業PMIの推移



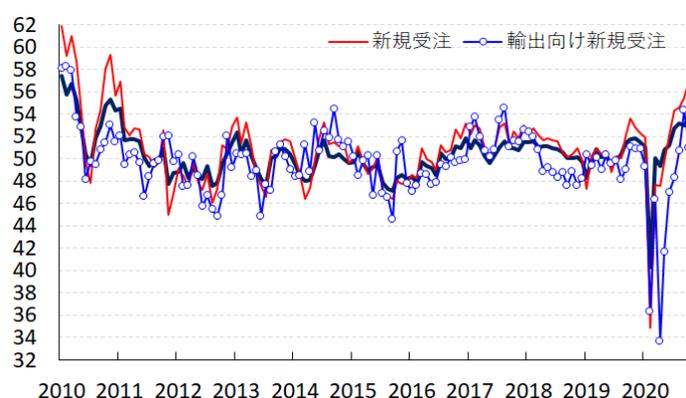
（出所）国家統計局より第一生命経済研究所作成

映して「購買価格 (62.6)」は前月比+3.8pt と大幅に上昇して丸3年ぶりの水準となっており、企業部門にとってはコスト増要因となる一方、足下では内需の弱さを反映して価格転嫁が進みにくい状況を勘案すれば収益の圧迫要因ともなり得ることに注意が必要である。他方、生産拡大の動きが続いているにも拘らず「完成品在庫 (45.7)」は前月比+0.8pt 上昇するも引き続き50を大きく下回る水準に留まっており、依然として在庫の復元余力は大きいと捉えられる。ただし、生産拡大が続くなかで「雇用 (49.5)」は前月比+0.2pt 上昇しているにも拘らず、引き続き50を下回る推移が続き調整圧力がくすぶるなど、以前に比べて製造業の雇用創出力は低下している。企業規模別では「大企業 (53.0)」のみならず、「中小企業 (52.0)」、「零細企業 (50.1)」がいずれも50を上回るなど幅広い分野でマインドが改善しているものの、こうした状況にも拘らず雇用調整圧力がくすぶることは、近年の労務コストの増大を受けて企業が雇用拡大に尻込みしている可能性も考えられる。分野別では、このところの人民元高による価格競争力の低下で繊維、衣類関連でマインドが急速に悪化するなど、跛行色が強まる動きもみられる。

一方、英調査会社の IHS Markit 社が発表しており、対象企業に占める沿海部の中小・零細企業の割合が相対的に高く、政府統計以上に世界経済との連動性が高いとみられる11月の財新製造業PMIは54.9と前月(53.6)から+1.3pt 上昇して丸10年ぶりの水準となっており、製造業を取り巻く状況は大きく改善している様子が見え始める。足下の生産動向を示す「生産 (57.1)」は前月比+2.6pt と大幅に上昇して丸10年ぶりの水準となるなど生産拡大の動きを強める展開となっているほか、先行きの生産動向に影響を与える「新規受注 (58.3)」も同+

1.3pt 上昇して丸10年ぶりの水準に、「輸出向け新規受注 (53.3)」も同+2.3pt 上昇して3年半ぶりの水準となるなど、内・外需双方で数年ぶりの活況を呈している様子が見え始める。また、先行きにおける生産拡大期待を反映して「購入量 (57.5)」は前月比+2.8pt と大幅に上昇して10年弱ぶりの水準となっている上、「原材料在庫 (52.3)」も同+0.2pt 上昇しており、この動きを反映した国際商品市況の底入れを受けて「調達価格 (54.7)」も同+2.6pt 上昇するなど調達コストの上振れが懸念される動きが見られる。ただし、調達コストが上昇していることを受けて「出荷価格 (52.5)」は前月比+1.3pt 上昇して商品価格に転嫁する動きが見られるなど、少なくとも民間部門においては商品市況の底入れの動きが直ちに収益の圧迫要因となる事態は回避されている模様である。また、足下における生産拡大の動きを受けて「完成品在庫 (51.1)」は前月比+1.8pt 上昇して2ヶ月ぶりに50を上回る水準となるなど、在庫が積み上がる動きが見られる。さらに、上述のように国営企業をはじめとする大企業部門では生産拡大にも拘らず雇用が増えにくい状況が続いているものの、「雇用 (51.3)」は前月比+1.3pt 上昇して約9年半ぶりの水準になるなど、中小・零細企業においては雇用拡大により生産拡大を図っている様子が見え始める。他方、雇用の創出源としては依然として大企業の存在感が大きいことを勘案すれば、この動きが家計消費の押

図3 財新製造業 PMI の推移



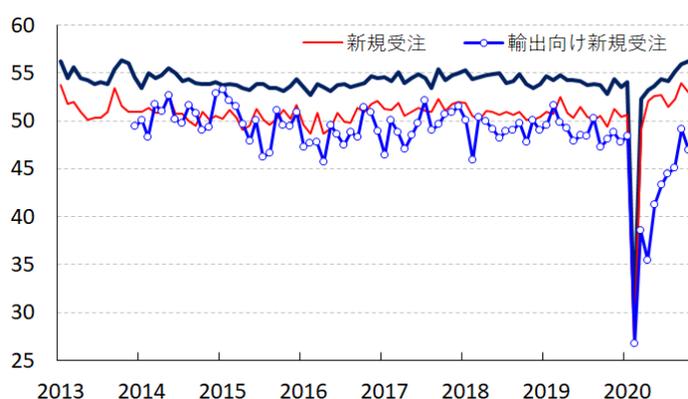
(出所)IHS Markit より第一生命経済研究所作成

した国際商品市況の底入れを受けて「調達価格 (54.7)」も同+2.6pt 上昇するなど調達コストの上振れが懸念される動きが見られる。ただし、調達コストが上昇していることを受けて「出荷価格 (52.5)」は前月比+1.3pt 上昇して商品価格に転嫁する動きが見られるなど、少なくとも民間部門においては商品市況の底入れの動きが直ちに収益の圧迫要因となる事態は回避されている模様である。また、足下における生産拡大の動きを受けて「完成品在庫 (51.1)」は前月比+1.8pt 上昇して2ヶ月ぶりに50を上回る水準となるなど、在庫が積み上がる動きが見られる。さらに、上述のように国営企業をはじめとする大企業部門では生産拡大にも拘らず雇用が増えにくい状況が続いているものの、「雇用 (51.3)」は前月比+1.3pt 上昇して約9年半ぶりの水準になるなど、中小・零細企業においては雇用拡大により生産拡大を図っている様子が見え始める。他方、雇用の創出源としては依然として大企業の存在感が大きいことを勘案すれば、この動きが家計消費の押

し上げに繋がるかは不透明と捉えられる。

また、政府統計である11月の非製造業PMIも56.4と引き続き好不況の分かれ目となる水準を上回っている上、前月(56.2)から+0.2pt上昇して7年強ぶりの高水準となるなど、製造業同様に改善の動きが続いている。足下の業況動向の改善が続いているものの、先行きの動向に影響を与える「新規受注(52.8)」は前月比▲0.2pt低下しているほか、「輸出向け新規受注(49.0)」は同+2.0ptと大幅に上昇するも引き続き50を下回る水準で推移するなど、先行きに対する不透明感はくすぶる。業種別ではサービス業で改善が続いており、なかでも政府による政策支援を受けて家計消費が押し上げられているほか、11月11日の「独身の日」セールの影響も重なり、鉄道輸送関連、航空輸送関連、電気通信関連、放送サービス関連といった関連業界を中心に活況を呈する動きが続いている。さらに、上述のように金融市場ではカネ余りが続いて資産価格が押し上げられている

図4 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

ことを反映して、金融関連も活況を呈している。一方、一部の大都市におけるバブル懸念を受けた規制強化の動きを反映して不動産関連でマインドが悪化しており、仮に不動産市況が頭打ちの様相を呈する事態となれば金融のみならず幅広い分野に悪影響を与える可能性に注意が必要である。また、不動産関連でマインドが悪化しているにも拘らず、公共投資の進捗などを反映して建設関連ではマインドが改善する対照的な状況が続いており、足下の景気動向同様に公的部門の動向が大きく影響している。なお、エネルギー価格や労務コストの上昇などを受けて「調達価格(52.7)」は前月比+1.9pt上昇する一方、「出荷価格(51.0)」も同+1.6pt上昇するなど価格転嫁の動きはうかがえるものの、受注動向に頭打ちの兆候がみられるなかで今後もこうした動きが続けられるかは見通しが立たない。さらに、全体としてマインドは改善しているにも拘らず「雇用(48.9)」は前月比▲0.4pt低下するなど調整圧力が強まっており、足下ではサービス業が雇用創出源として期待を集めるも、そうした動きには繋がっていない。

全体としては、世界経済を巡る不透明感が高まっているものの、中国企業マインドは新型コロナウイルスの感染封じ込めによる経済活動の正常化が進んでいる上、政府が主導する景気下支え策の効果が引き続き期待されることを反映して幅広く『どこ吹く風』の展開が続いている。製造業のマインドの強さは内需喚起策に加え、生産拠点としての中国の堅牢さを示している一方、非製造業は公共投資への依存体質やカネ余りに関連した動きがうかがえるなど、バブル懸念への警戒感が強まるなかで政策対応の困難さが増す可能性がある。短期的にみれば中国の『独り勝ち』の様相は強まる一方、その背後では構造問題を巡る複雑さも相俟って政策調整の必要性が高まる上、微妙な舵取りが迫られることになろう。

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。