

中国、サービス業にも景気減速の影響が表面化

～「総悲観」にはほど遠いが、政府の景気対策の行方に左右される展開は避けられない～

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)

- 米中貿易摩擦は9月末に「第3弾目」が発動され、中国の輸出入への悪影響が懸念される。なお、7-9月の実質 GDP 成長率は減速感が強まったが、制裁発動前の駆け込みで外需は比較的堅調な一方、株価低迷などに伴う内需鈍化が景気の重石になっている。製造業を中心に民間企業ではマインド悪化が進み、足下では国有企業など大企業でも、外需のみならず内需の鈍化がマインド悪化を招くなど、景気減速が警戒される。
- 10月の財新サービス業 PMI は 50.8 に低下し、13ヶ月ぶりの低水準となった。新規受注は約 10年ぶりの低水準となるなど、内需を取り巻く状況の厳しさを示唆している。先行きへの期待は高いなど「総悲観」にはほど遠いが、足下の景気減速は深刻である。こうしたなか、政府は「弱い分野」のインフラ投資強化を通じた景気下支えに動く。短期的には中国景気にプラスに作用する一方、過剰債務問題など中長期的課題の「先送り」が懸念される。当面の金融市場は、米中貿易摩擦と中国の景気対策に向けた動きに左右されるであろう。

米中貿易摩擦を巡っては、9月に米トランプ政権が『第3弾目』の発動に踏み切り、直後に中国政府も報復措置を発動した結果、中国の対米輸出の約半分、対米輸入の約7割に制裁関税が適用されるなど、中国にとっては輸出入双方に下押し圧力が掛かると懸念される。なお、7-9月の実質GDP成長率は前年同期比+6.5%と9年半ぶりの低い伸びに減速したが、今年9月までの累計ベースの輸出額は前年同時期を上回る伸びとなるなど、貿易制裁発動前の駆け込みの動きが押し上げに繋がった可能性がある。他方、年明け以降の中国株式市場では米中貿易摩擦の激化に伴う企業業績の悪化懸念などを反映して調整しており、中国では家計部門の資産に占める株式の割合が相対的に高く、株価下落に伴うバランスシート調整圧力が家計消費の重石となっている。さらに、中国政府による制裁関税は米国からの主要輸入財である飼料用穀物の上昇を通じて生鮮品を中心に食料品価格の上昇を招き、株価下落によるバランスシート調整圧力と相俟って家計消費を下押ししている。また、中国政府は年明け以降、企業部門による過剰債務が金融市場のシステムリスクに発展することを警戒してデレバレッジ（債務圧縮）に取り組んできたが、結果的にこの動きは企業部門にとって投資意欲の低下を

図1 主要株式指数(CSI300)の推移



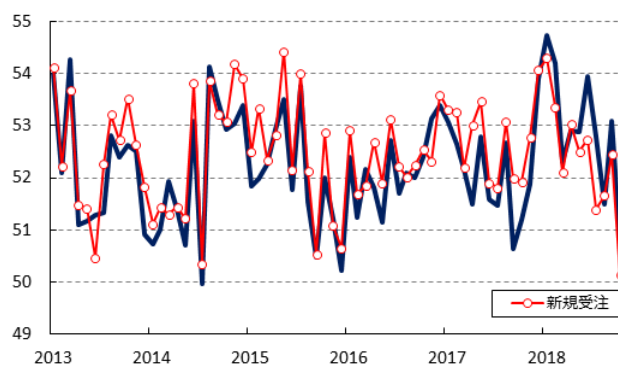
(出所)Refinitiv より第一生命経済研究所作成

招いている。そして、上述の株式市場の低迷を受けて、多くの企業では証拠金差入れ（マージン・コール）を迫られるなど流動性を巡る問題が懸念され、そのことが株価のさらなる下押し圧力に繋がる悪

循環に陥った。よって、年明け以降の中国景気は世界経済の自律回復の動きを追い風に外需は比較的底堅く推移した一方、家計消費をはじめとする内需鈍化が景気の重石になる展開が続いてきたが、今後は米中貿易摩擦の本格化に伴い外需に対する下押し圧力が強まること懸念される。こうした状況を反映して、輸出依存度が相対的に高い民間部門を中心とする製造業の企業マインドは急速に悪化しているほか（詳細は1日付レポート「[中国製造業、「景気後退」を辛うじて回避](#)」をご参照下さい）、国有企業を中心とする大企業でも製造業のみならず、非製造業も企業マインドが頭打ちしている（詳細は10月31日付レポート「[中国、「政府統計」でも隠せなくなった貿易戦争の影響](#)」をご参照下さい）。米中貿易摩擦の激化に伴い、米国向けを中心に外需の先行きに対する不透明感が強まることは容易に想像出来る一方、足下では内需向けの新規受注にも急速に下押し圧力が掛かるなど、内需の勢いの陰りを示唆する動きもみられる。このように、足下の中国景気を巡っては米中貿易摩擦の影響に加え、国内要因を理由に下押し圧力が強まること懸念されるなど、一段の景気減速を警戒する向きが強まっている。

こうしたなか、5日に英調査会社のMarkit社が発表した10月の財新サービス業PMI（購買担当者景況感）は50.8と好不況の別れ目となる50を上回る水準を維持したものの、前月（53.1）から▲2.3ptと大幅に低下して13ヶ月ぶりの低水準となった。上述のように、米中貿易摩擦の激化を受けて製造業では早い段階からマインドへの下押し圧力が強まる動きがみられたものの、内需向けが太宗を占めるサービス業では相対的に力強い展開が続いた。しかし、足下では国内景気に対する不透明感が強まっており、サービス業でも景況感に陰りが出ている様子が見え始める。先行きの生産動向を左右する「新規受注（50.1）」は50を上回る水準を維持したものの、前月比▲2.3ptと大幅に低下しており、世界金融危機直後の2008年11月以来となる約10年ぶりの低水準と

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

なり、内需を巡る状況は歴史的にみて極めて悪い水準にある。また、受注鈍化を反映する形で「受注残（49.7）」は前月比+0.2pt上昇したものの、2ヶ月連続で50を下回る水準で推移しており、足下の受注に一段と下押し圧力が掛かっている影響でさらに鈍化する可能性もくすぶる。なお、受注動向が悪化しているにも拘らず「雇用（51.1）」は前月比+2.1ptと大きく上昇して2ヶ月ぶりに50を上回るなど雇用拡大の動きがみられるほか、「将来活動期待（57.8）」は同▲0.4pt低下するも50を大幅に上回る水準で推移しており、『総悲観』にはほど遠い状況にあるとみられる。ただし、相対的に堅調な動きが続いたサービス業の景況感悪化は、足下の中国経済が深刻な状況に直面していることを示唆している。こうしたなか、先月31日に共産党は中央政治局会議で足下の経済状況などについて討議したほか、国務院も同日付で内需拡大に向けた『弱い分野を対象とするインフラ投資の強化』を図る方針を発表した。具体的には、①主要プロジェクトに対する準備強化、②予備作業と建設スピードの促進、③建設中のプロジェクトの円滑な進捗、④地方政府が発行した特別債券と事業計画管理の強化、⑤建設中及び主要プロジェクトに対する財政支援の強化、⑥正常な融資プラットフォーム（融資平台）を通じた資金需要に

対する保証、⑦民間投資の積極化、⑧官民連携（PPP）の積極化、⑨『放管服（行政簡素化と権限委譲、監督管理の強化、サービスの最適化）』に向けた投資強化、⑩隠れた債務リスクと地方政府の財務リスクの抑制及び解決、という10項目が示された。また、重点セクターとして①貧困対策、②鉄道、③道路及び水運、④空港、⑤水資源管理、⑥エネルギー、⑦農村、⑧環境保護、⑨社会生活、といった分野を挙げ、商業銀行に対して融資拡大を要請する方針が掲げられた。この動きは短期的には中国景気の下支えに繋がると期待される一方、過去には過剰投資を背景とする過剰債務が足下の金融市場のシステミックリスク懸念の遠因となったことを勘案すれば、中長期的な課題解決の『先送り』に繋がる可能性もくすぶる。習近平氏（共産党総書記、中国国家主席）は5日に開幕した中国国際輸入博覧会の開幕式で演説を行い、「輸入関税の一段の引き下げや開放の質向上を通じて市場アクセスの拡大を継続する」ほか、「教育、通信、文化の分野で市場開放を促進する」とし、「保護主義に反対すべき」と述べるなど、共産主義国家のトップが『自由貿易の守護者』を語る奇妙な状況が続く。中国を中心とするサプライチェーンに組み込まれているアジアの国々にとっては今後も暫く、米中貿易摩擦の動向に加え、中国による景気対策に向けた一挙手一投足に左右される展開が続くことは避けられないであろう。

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。