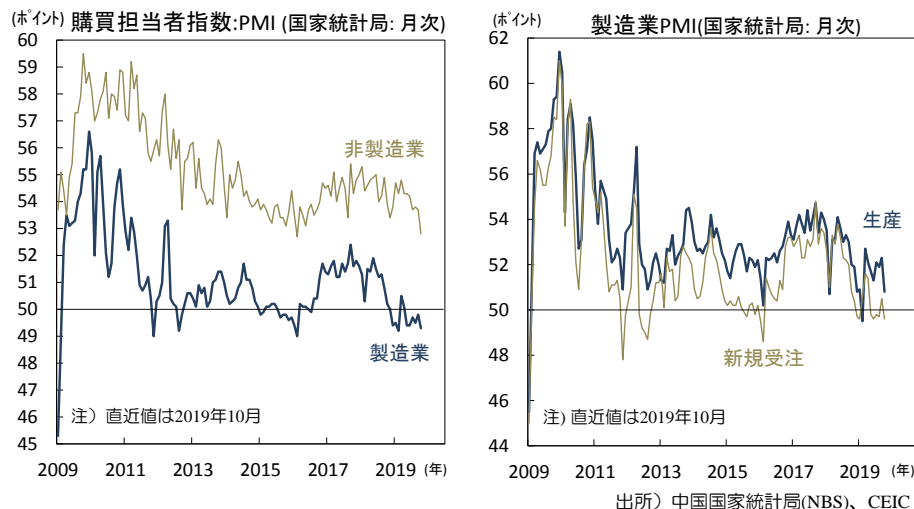


## 中国：政府の製造業PMIの低下は9月に改善した景気の再悪化を示唆しているのか

【図1】軟調なPMI(左)、製造業の生産指数が大きく悪化(右)

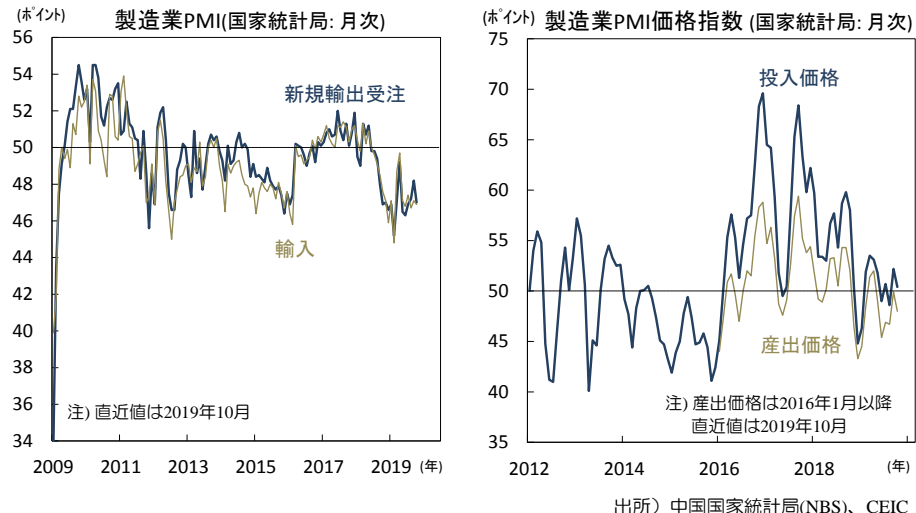


先週31日、中国政府(国家統計局)は10月の製造業PMIが49.3と前月の49.8より低下し、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の49.8を下回ったことを公表。企業活動の縮小を示す50割れは6ヵ月連続です(図1左)。非製造業PMIも52.8と前月の53.7より低下し、市場予想の53.6に届かず。9月にやや改善した景気は10月に再び悪化した模様です。

製造業PMIの内訳では、新規受注が49.6と前月の50.5より低下し、生産も50.8と前月の52.3より大きく低下(図1右)。10月1日の国慶節前に強化された環境規制(軍事パレード時の空を青く保つため)は10月上旬より緩和され、鉄鋼や金属製品などの生産が正常化したものの、需要の落込みに伴って生産活動全般は低迷を続けた模様です。なお、9月の製造業生産は前年比+5.6%と前月の+4.3%より加速。輸出が低迷する中でも電機や電子機器などの輸出財の生産が加速が目立ちました。10月半ばには米国による追加関税率の引上げ(延期が決定)、12月半ばには新規追加関税の適用が予定されており、米国の年末商戦に向けて関税引上げ前に輸出財の駆込み生産が行われていた模様(注)。

注) アジア投資環境レポート2019年10月21号 1頁を参照。

【図2】低迷する輸出入(左)とくすぶる生産者物価デフレ懸念(右)



10月の生産指数の落込みは、こうした駆込み生産からの反動とみられます。新規輸出受注は47.0と前月の48.2より低下し、輸入も46.9と前月の47.1より小幅に低下(図2左)。世界景気の鈍化に加えて、米国が導入済の対中制裁関税も輸出を下押ししているとみられます。原材料在庫は47.4と前月の47.6より低下し、完成品在庫も46.7と前月の47.1より低下。企業は引き続き先行きに悲観的であり、在庫の圧縮に向けた生産調整を続けている模様です。投入価格は50.4と前月の52.2より低下し、産出価格も48.0と前月の49.9より低下しました(図2右)。9月の総合生産者物価は前年比▲1.2%と3ヵ月連続で下げ幅を広げており、川上部門の物価下落圧力は10月以降も続いている模様。デフレに伴う収益悪化圧力も、企業の信頼感を悪化させ投資を抑制させているとみられます。

雇用は47.3と前月の47.0を上回り3ヵ月連続で改善。水準は低いものの、悪化を続けた雇用環境には底打ちの兆しも見られます。非製造業の雇用も48.2と前月と同水準。新卒労働者による求職活動のピークを過ぎ、雇用市場は安定化し始めた模様です。

## ● 非製造業PMIでは建設が改善し、サービス部門が悪化

10月の非製造業PMI(政府)の業種別内訳では、建設業が60.4と前月の57.6より上昇(図3左)。10月初の国慶節に向けて強化された環境規制が10月上旬に緩められるとともに、規制によって抑制されていた建設活動が正常化した影響とみられます。一方で、サービス部門は51.4と前月の53.0より低下しました。業種別では空運やインターネット・ソフトウェア等が堅調であった一方で、卸売りや金融など製造業との結びつきの強い部門が節目の50を割り込んで低下。製造業の低迷の影響が及び始めた模様です。また、不動産部門も悪化。当局による同部門規制の強化の影響とみられます。

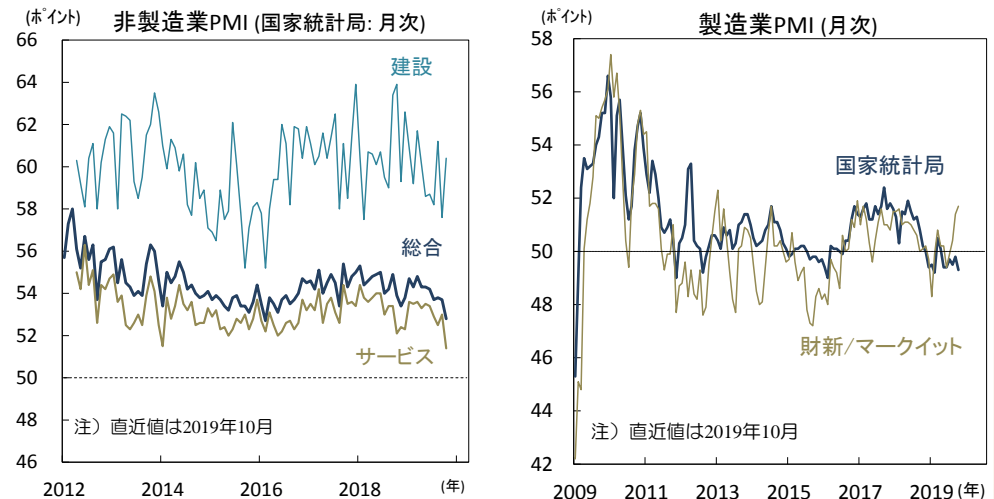
一方、先週1日に民間調査会社マークイットが公表した10月の財新製造業PMIは、政府のPMIとは対照的に改善(図3右)。51.7と前月の51.4より上昇し、市場予想の51.0を上回りました。2ヵ月連続で政府のPMIが悪化する一方で財新PMIが改善するのは奇妙に見えるものの、主に両者の調査対象の違いによるとみられます。財新製造業PMIが沿海部の民間中小企業(主に輸出企業)を主要な調査対象とする一方、政府のPMIは内陸部の大手国有企業も含めて幅広い企業をカバー。調査企業数も3,000社前後と財新PMIの5-6倍に上り、鉱工業生産など景気指標との連動性も勝ります。

## ● 景気は今後も緩やかな鈍化を継続か

財新製造業PMIの堅調さの背景には、(1)民間企業輸出の回復期待、(2)当局による民間中小企業支援策の恩恵等があると考えられます。(1)米中通商交渉は部分合意の期待が浮上。また一部の電子部門の回復期待も高まっています。(2)当局は民間中小企業と製造業の支援に向けて、同部門向け貸付を伸ばすよう銀行を指導しています。政府の企業規模別製造業PMIでは中規模企業が49.0と前月の48.6より改善し(図4左)、民間中小企業を対象とするCKGSB企業信頼感指数も10月まで2ヵ月連続で改善(図4右)。民間中小企業の資金調達環境の改善が景況感の回復を促していると考えられます。一方、財新PMIでは生産や新規受注や新規輸出受注が改善したものの、雇用(49.9→48.2)や完成品在庫(50.6→49.4)が悪化。採算の悪化する輸出企業は雇用調整によってコストを圧縮しており、先行きの不透明感から在庫の圧縮も急いでいるとみられます。

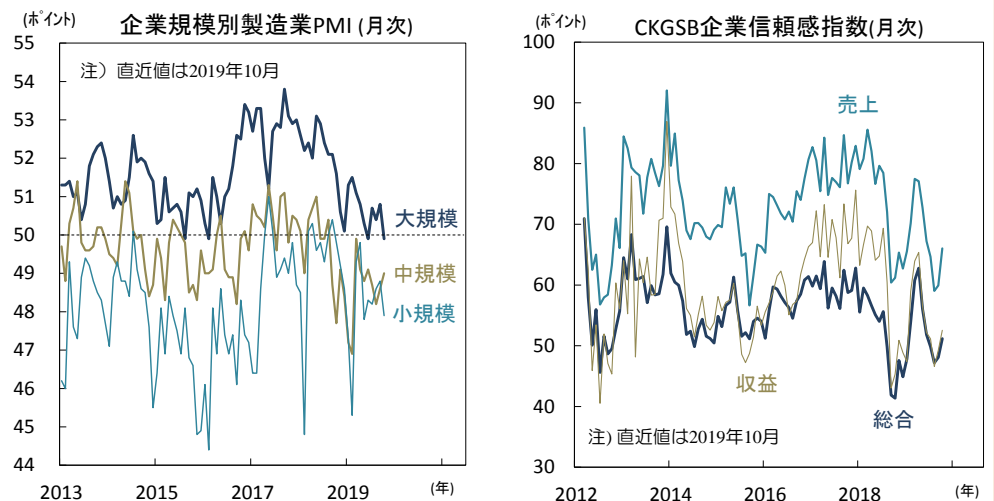
当局は預金準備率(RRR)の引下げやインフラ投資の促進(地方政府特別債の発行額引上げ)等で景気支援を図るも、景気下押し圧力は強い模様です。今年10-12月期のGDP成長率も7-9月期と同じ+6.0%に留まり今年通年の成長率は+6.2%前後と昨年の+6.6%より鈍化、来年は+5.8%前後と成長率は更に鈍化すると予想されます。(入村)

【図3】財新PMIが改善し政府PMIが悪化と指数が二極化(右)



出所) 中国国家統計局(NBS)、マークイット、CEIC、Bloomberg

【図4】財新PMI改善の背景は政策措置による中小企業の改善か



出所) 中国国家統計局(NBS)、Cheung Kong Graduate School of Business(CKGSB)、CEIC

### ・本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料は、投資環境等に関する情報提供のために三菱UFJ国際投信が作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成したものではありません。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況または作成時点での見通し・分析であり、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また、税金・手数料等を考慮しておりません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の三菱UFJ国際投信戦略運用部経済調査室の見解です。また、三菱UFJ国際投信が設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。



三菱UFJ国際投信

三菱UFJ国際投信株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404号  
加入協会：一般社団法人投資信託協会  
一般社団法人日本投資顧問業協会