

2026年6月3日

中国経済

りそなホールディングス 市場企画部

伊田 道紀

中国経済マンスリー2026年6月号： 需要不足が価格転嫁を制約し、低インフレ環境は継続

要約

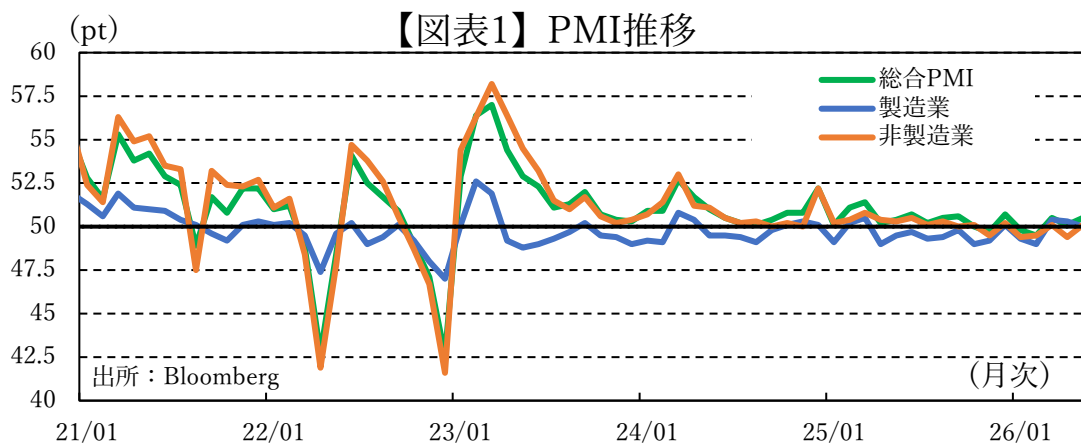
- 5月の製造業 PMI は 50.0 へ 4月の 50.3 から低下した。ただし、生産指数を除いた製造業 PMI は長期にわたり 50 を下回って推移しており、ヘッドラインほど実体経済は強くはない印象。
- 4月の CPI・コア CPI は前年比+1.2%と低位にとどまる一方、PPI は同+2.8%へ上昇した。資源価格上昇を背景に生産財価格は上昇しているが、内需が弱いため価格転嫁は制約されている。
- 需要不足と低インフレが続く中、人民銀行は緩和的な金融政策を維持するとみられる。当面は政策金利の据え置きを基本としつつ、必要に応じて追加的な利下げが行われるとみられる。

景気は底割れ回避も、回復力はなお限定的

中国国家统计局と中国物流連購買連合会が5月31日に発表した5月の製造業 PMI は 50.0 と、4月の 50.3 から低下し、2か月連続で悪化した(図表1)。背景には、中東情勢緊迫化に伴うコスト上昇の影響や労働節連休による稼働日減少の影響があったとみられる。

一方、非製造業 PMI は 50.1 と、4月の 49.4 からは 0.7 ポイント上昇した。ただし、建設業の景況感 は 48.8 と 50 を下回る状況が続いており、弱さが残る結果となった。総合 PMI は 50.5 と、前月の 50.1 から上昇しており、中国景気全体は拡大基調を維持する結果となった。したがって、中国景気は底割れを回避しているが、製造業・非製造業ともに改善の勢いは限定的であることが見て取れる。

以下、景気循環を見極める上で重要な製造業 PMI について、内訳項目を用いて変動を詳細に分析する。その後、特異な動きの見られた価格指数の背景にあるインフレ動向について CPI・PPI を用いて確認する。最後に、一連の分析を踏まえ、中国人民銀行の金融政策及び経済について展望する。

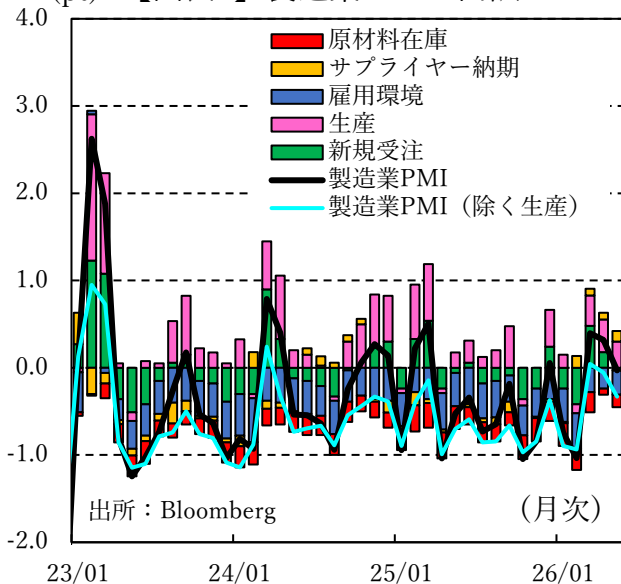


PMIは生産に支えられるも、需要不足が価格転嫁を制約

製造業 PMI の内訳を見ると、生産指数は 51.2 と 50 を上回って推移しており、生産活動は拡大が続いている(図表2)。一方、新規受注指数は 49.9 と生産指数を下回る状況が続いており、需要不足が続いていることがうかがえる。このため、製造業 PMI は需要拡大よりも生産活動によって押し上げられている側面が大きい。ヘッドラインは景況判断の節目である 50 を維持しているものの、その内訳をみると需要主導の景気回復を示しているとは言い難い。実際、生産指数を除いた製造業 PMI は長期にわたり 50 を下回って推移しており、生産活動が景況感を下支えしている構図が確認できる。こうした生産と需要の乖離は、中国製造業において供給能力に対して需要が十分に追いついていないことを示唆しており、過剰生産が価格転嫁を難しくしている可能性がある。

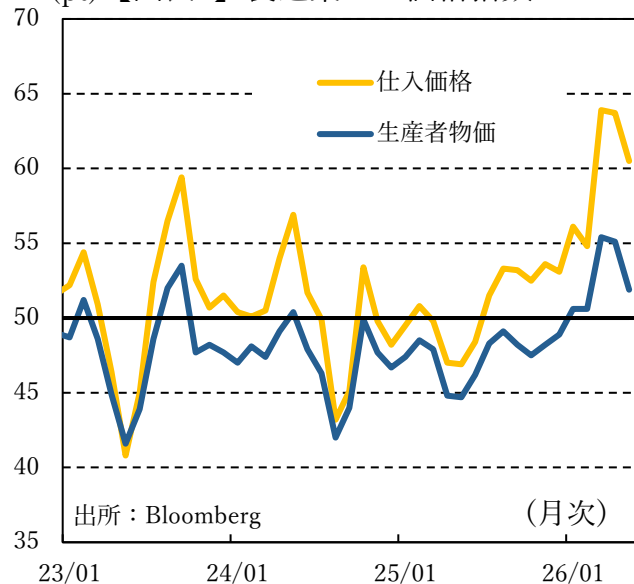
価格面では、5月の製造業 PMI の仕入れ価格指数は 60.5 と、4月の 63.7 からは低下したものの、極めて高い水準を維持した(図表3)。一方、製造業 PMI の生産者物価指数は 51.9 と、こちらも 50 を上回るが、仕入れ価格指数を下回って推移している。これは、企業の仕入れコストが大きく上昇する一方、販売価格への転嫁は相対的に限定的であることを示唆する。特に、原油・化学品・非鉄金属などの国際商品市況上昇がコストを押し上げている一方、国内需要の弱さが価格転嫁を制約しているとみられる。

(pt) 【図表2】 製造業PMIの内訳



(注)各構成項目は景況感の分岐点である 50 からの乖離幅に、製造業 PMI 算出上のウェイトをかけて表示。プラスは PMI を 50 超方向に、マイナスは 50 割れ方向に押し下げる寄与を示す。

(pt) 【図表3】 製造業PMI価格指数



CPIは緩やかな伸び、PPIは川上主導で上昇

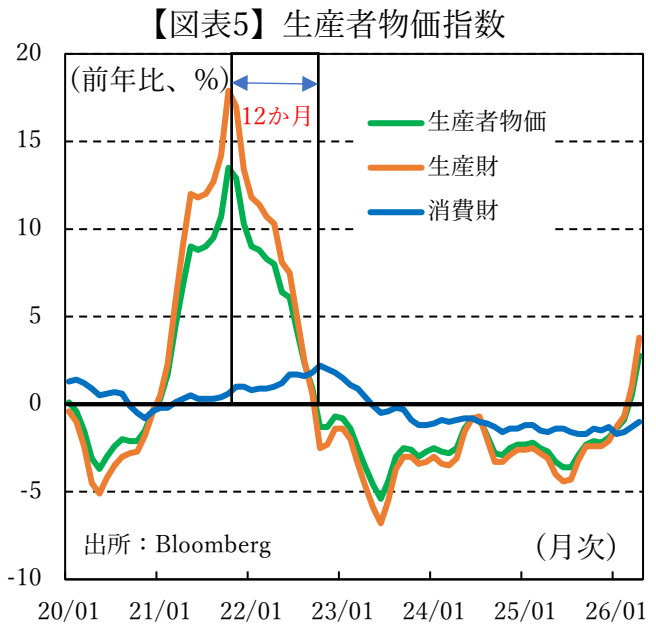
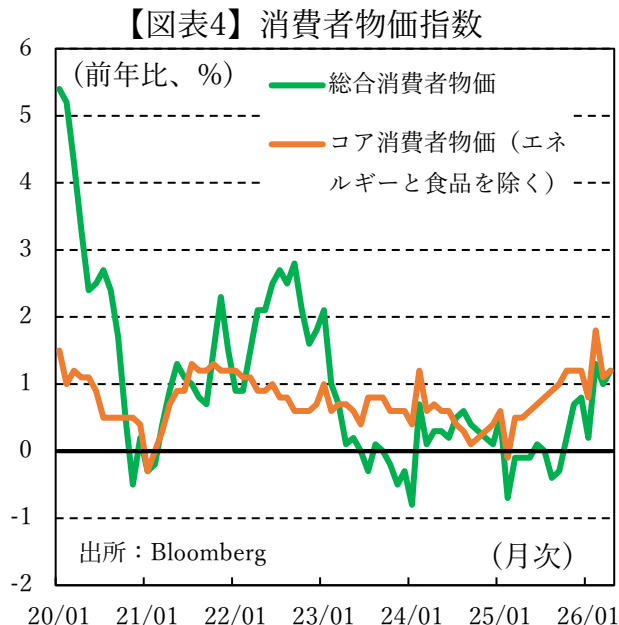
4月のCPIは前年比+1.2%と、3月の+1.0%から伸びがやや加速した(図表4)。食品・エネルギーを除くコアCPIも前年比+1.2%と、3月の+1.1%からやや伸びは加速する結果となった。もっとも、依然として+1%台前半にとどまっており、基調的な物価上昇圧力はなお緩やかである。

品目別にみると、食料品価格は前年比▲1.6%と下落し、CPIの押し下げ要因となった。特に豚肉価格は前年比▲15.2%とCPIを約0.29%ポイント押し下げた。一方、ガソリン価格は前年比+19.3%、金アクセサリ価格は前年比+46.9%と大きく上昇し、CPIの押し上げ要因となった。したがって、4月のCPI上昇は、エネルギーや一部財価格の上昇による面が大きい。

4月のPPIは前年比+2.8%と、3月の+0.5%から大きく上昇した(図表5)。特に生産財価格が前年比+3.8%となり、PPI全体を約2.98%ポイント押し上げた。内訳では、採掘業が+10.6%、原材料工業が+7.1%と大きく上昇しており、川上分野の価格上昇がPPIを押し上げた。

一方、消費財価格は前年比▲1.0%と下落している。食品、衣料、日用品、耐久消費財はいずれも前年比で下落しており、川上分野の価格上昇が最終消費財価格へ波及している状況ではない。もっとも、過去をみると、生産財価格の上昇は一定のラグを伴って消費財価格に波及している。実際、生産財価格の上昇がみられた2022年の局面では約12か月後に消費財価格にも上昇圧力が波及した。

したがって、4月のPPI上昇は、原油・非鉄金属などの資源価格上昇を背景としたコスト面の影響が大きく、内需の強さを反映した物価上昇とは評価しにくい。ただし、川上分野での価格上昇が続けば、過去と同様に今後1年程度かけて消費財価格へ波及する可能性がある。



◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

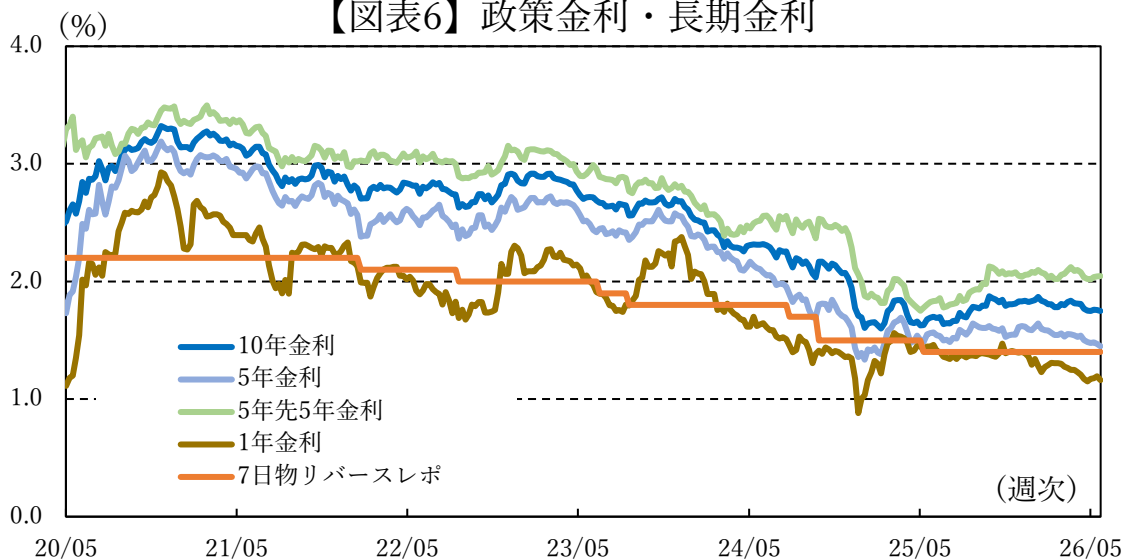
低インフレ環境下で緩和的な金融政策を維持

中国人民銀行は、7日物リバースレポ金利を1.40%に据え置いている(図表6)。人民銀行は2026年も「適度に緩和的な金融政策」を継続し、預金準備率や金利の引き下げを活用する方針を示しており、政策スタンスは引き続き緩和方向にある。もっとも、足元ではPPIの伸びが拡大しており、資源価格高によるコスト上昇も意識される。このため、人民銀行は追加緩和余地を残しつつも、当面は物価や人民元相場への影響を見極めながら慎重に対応するとみられる。CPIやコアCPIが低位で推移するなかで景気下支えの必要性が強まれば、追加利下げが選択肢となろう。

中国10年国債利回りは、5月末時点で1.75%前後と低水準で推移している。低インフレが金利低下圧力となる一方、PPI上昇や人民元相場への配慮は金利低下を抑える要因となる。このため、長期金利は当面、横ばい圏での推移が見込まれる。また、5年先5年金利は5年金利を上回って推移しており、中長期では景気の回復が織り込まれている。一方で、1年金利は7日物リバースレポ金利よりも低位で推移していることから、市場では短期的には一段の金融緩和を織り込み、景気や物価の弱さを背景とした低金利環境の継続が意識されていることがうかがえる。

もっとも、製造業PMIは生産活動に支えられている側面が大きく、生産を除いたPMIの弱さを踏まえると、中国経済の実態はヘッドラインが示すほど強いものではない。詳細は割愛するが、需要不足と過剰生産がバランスシート不況という構造的要因を背景としている以上、景気の弱さと低金利環境は続くと思われる。したがって、中長期的な金利水準の回復を織り込む市場の見方は楽観的であり、長期金利は再度低下基調となる可能性が高いとみる。

【図表6】政策金利・長期金利



◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

内需の弱さが残るなか、金融緩和環境は継続へ

5月の中国製造業PMIは50.0と景況判断の節目を維持したものの、2か月連続で低下した。生産指数は50を上回る一方、新規受注は50を下回っており、製造業は生産活動に支えられつつも、需要不足が続いている。物価面では、4月のCPI・コアCPIが前年比+1.2%と低位にとどまる一方、PPIは上昇した。PPI上昇は採掘業や原材料工業など川上分野が中心であり、需要主導の物価上昇ではなく、資源価格高によるコスト面の影響が大きいと考えられる。このため、中国経済では内需の弱さと低インフレ環境が続いていると考えられ、人民銀行は当面、景気下支えを意識した緩和方向の政策運営を維持する可能性が高い。もっとも、PPI上昇や人民元相場への影響も意識されるため、大幅な利下げを急ぐ状況ではなく、政策金利は当面据え置きを基本としつつ、必要に応じて段階的な対応が行われるとみられる。