

中国経済：景況感の悪化が続き、今後は貿易摩擦の影響が本格化

11月の経済指標は景気の明確な悪化を示唆。背景にある成長減速の主因はインフラ投資の落ち込みと個人消費の不振であり、貿易摩擦は今のところマインドの悪化を通じた影響に限られる。ただ、今後は関税引き上げ前の対米駆け込み輸出の反動が見込まれる。一方で、政府はデレバレッジ政策を転換、インフラ投資は持ち直し、個人消費も政策的な支援により下げ止まるとみられる。残る懸念材料である貿易摩擦は、米中首脳会談を受けた一部の楽観論が期待するほど簡単ではなく、2019年も中国経済の重石となり続けよう。

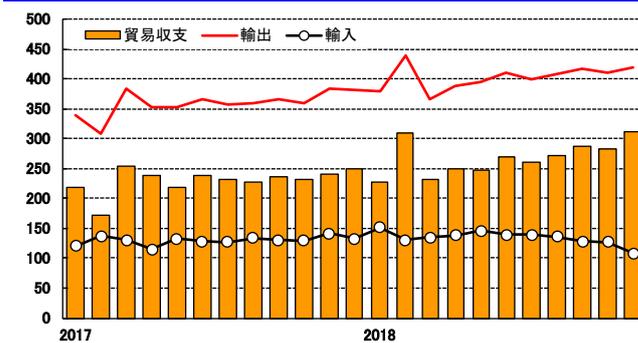
インフラ投資の落ち込みや個人消費の不振により成長減速

中国経済は、11月に製造業 PMI 指数が好不調の境目となる 50 ちょうどまで低下、「景気」という意味では明確に悪化している（詳細は後段「主な指標の動き（2018年11月）」参照）。12月初旬の北京出張で聞いた現地の声の中には、7～9月期の成長率が前年同期比+6.5%まで減速したのは政府の予想を超えていた、という指摘もあったように一部で悲観論が台頭している。一方で、先月の本レポート¹の通り、政府の対策効果が出始めていることも事実であるが、米中貿易摩擦という重石の下で、先行きに対する不透明感は払拭されず、企業の景況感悪化が続いているのが現状であろう。

ただ、これまでの成長減速の主因はインフラ投資の落ち込みと個人消費の不振であり、今のところ貿易摩擦の影響は主に懸念材料として企業や消費者のマインドに反映されているに過ぎない。現地でも、米中貿易摩擦の影響は現時点で紡績産業など一部の業界の業績悪化や、輸出の先行きに対する懸念、そこから波及した設備投資抑制の「兆し」程度にとどまるとの見方が大勢であった。

そのことは、対米輸出入の動きからも容易に確認できる（右図）。対米輸出の推移を見ると、9月に2,000億ドル規模の対米製品について関税が10%引き上げられたにもかかわらず、11月まで緩やかな拡大傾向にある（当研究所試算の季節調整値）。この背景には、関税の引き上げ幅が1月に10%から25%へ拡大する前に輸出をしておこうという動き、いわゆる駆け込み需要がある。その一方で、米国からの輸入は6月から減少が続いており、11月には前月比▲14%もの大幅な落ち込みとなった。その結果、対米貿易黒字、米国から見れば対中貿易赤字は、その意図とは逆に拡大している。

対米輸出入と貿易収支の推移(季節調整値、億ドル)



(出所) 中国海関総署

むしろ、今後の景気を見通すうえで注意すべきは、貿易摩擦の行方如何にかかわらず、1月以降は対米輸出が反動で落ち込む可能性が高いことである。その動きを先取りする形で PMI 指数の新規輸出受注は 50

¹ 2018年11月21日付 Economic Monitor「中国経済：個人消費中心に減速続く中、インフラ投資が急回復し政策効果が顕在化」
https://www.itochu.co.jp/ja/economic_monitor/report/2018/icsFiles/afieldfile/2018/11/21/20181121_2017-053_C.pdf

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、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、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。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

を下回り続けており、今後は輸出の減少が景気を下押しすることとなろう。

関税引き上げは一時凍結も貿易摩擦の出口は未だ見えず

輸出について、反動落ちの更に見通すためには、もちろん米中貿易摩擦の行方が重要になる。アルゼンチン G20 に合わせて 12 月 1 日に開催された米中首脳会談は、それを占う重要なイベントであった。しかしながら、その内容についての報道が米中で大きく異なっており、貿易摩擦の行方を見通すための材料は少ない。具体的に示すと、米中の報道で共通しているのは①1 月の関税引き上げを見送る、②貿易問題に関する協議を開始する、③中国は米国からの輸入を拡大する、くらいであり、「90 日間」の交渉期間について中国メディアは当初 1 社しか報道せず、中国の農産品輸入の再開についても言及されなかった。その一方で、中国で報じられた台湾問題について米国では触れられていない。そのため、米国にとって当初の目的であった対中貿易赤字の削減に限れば妥協点を見出せる余地はあるが、そのほかの論点とされる①技術移転の強要、②知的財産権保護、③非関税障壁、④サイバーテロについては、そもそも中国と認識が異なる部分も多く、落としどころは今のところ見えない。

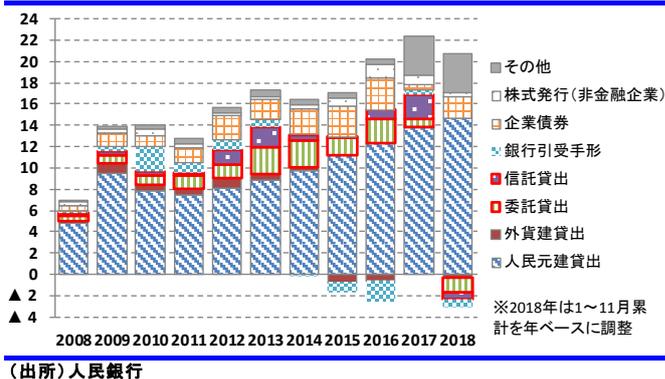
米中首脳会談の後、中国は米国から 1 兆 2,000 億ドルを超える輸入の拡大方針を示し、実際に大豆輸入を再開、自動車輸入に対する関税を 40% から元の 15% へ引き下げる方針を決めるなど譲歩の動きを見せている。こうした動きを見て、一部には貿易摩擦の緩和を期待する見方も出始めているが、ここに来て米国の要請を受けたカナダにおける中国通信機器大手ファーウェイ副会長の逮捕、その報復のようにも見える中国でのカナダ人の拘束と、米中の対立の構図は通商問題の外にも広がりつつある。通商問題に限っても、上記の通り米国が協議の対象とする分野は幅広く、さらに言えば各論点において米国の求める水準感は押し量り難いのが実情である。まずは、1 月に開催される見通しとなった米中の協議に向けた両国の動きを注視していくしかない。

政府はデレバレッジ方針を転換し景気下支えを強化

もう一つの成長鈍化の主因であるインフラ投資の落ち込みは、政府が進めるデレバレッジ（債務削減）によるところが大きい。シャドーバンキングが大幅に縮小され、地方政府の資金調達に困難になったためである。政府は、過剰設備の裏側にある過剰債務を削減するため、シャドーバンキングに対する規制を強化し、その規模を大幅に縮小させてきた。その様子は、シャドーバンキングを含めた総資金供給の動きを示す社会融資総量（右下図）において、「信託貸出」や「委託貸出」が減少していることが如実に示している。その結果、シャドーバンキングの主な運用先である地方政府の資金調達プラットフォーム（融資平台）や不動産事業者だけでなく、民間企業（中小企業）までも資金調達難に陥り、インフラ投資の縮小に加え、資金繰り倒産の増加などにより景気が急速に悪化した。

その意味では、そこまでの景気悪化は想定範囲内だったとも言える。しかしながら、米中貿易摩擦という新たな景気下押し要因の発生により、事情は大きく変わった。政府は、貿易摩擦の悪影響に備えるため、デレバレッジを一時休止し、預金準備率の引き下げによる事実上の金融緩和を実施したほか、地方債の発行を加速、さらに 2019 年には増額を予定し

社会融資総量の推移(前年比増加額、兆円)



ている。そのほか、社債に対する保証制度を導入、借入金に対する保証も検討するなど、民間企業に対する資金供給も強化しつつある。こうした政府の方針転換を受けて、冒頭で触れた通り、インフラ投資は10月以降、持ち直しつつある。

もう一つの大きな要因である個人消費に関しては、住宅ローン負担の増加、マインド悪化、不動産市況の悪化（資産効果）が低迷の背景として指摘されているが、不振が目立つ自動車販売は減税の反動という見方もあり、また、減税復活を期待した買い控えの可能性もある。さらには、食料品やエネルギー価格の上昇も、購買力の低下を通じて個人消費を抑制する要因となっていたと思われる。そうした中で、11月の統計では、食料品やエネルギー価格が低下に転じたことが確認された。また、政府は1月に追加の所得税減税を予定するなど、個人消費のテコ入れに本腰を入れている。

以上の通り、2019年にかけての中国経済は、輸出の反動落ちが避けられない一方で、インフラ投資は持ち直し、個人消費は下げ止まりが期待される状況にあり、ここまでで済めば一層の悪化は避けられそうである。中国経済は2019年も、残る大きな要素である米中貿易摩擦の行方に左右されることになろう。

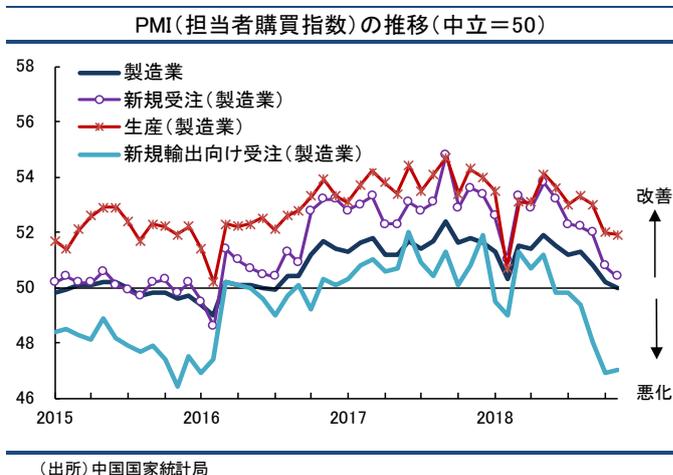
主な指標の動き(2018年11月)

PMI(購買担当者指数)

11月の製造PMIは50.0と前月(50.2)を0.2ポイント下回った。3ヵ月連続の低下であり、景況判断の節目となるラインまで落ち込んだ。

主な内訳を見ると、原油などコモディティ商品下落の影響で原材料購入価格(10月58.0→11月50.3)が大幅に低下したほか、出荷価格(52.0→46.4)は50を割り込み、生産(52.0→51.9)は安定傾向を維持した。需要に関しては、新規受注(50.8→50.4)や購買量(51.0→50.8)がやや低下した。ただ、新規輸出受注(46.9→47.0)はひとまず悪化に歯止めが掛かっており、受注の悪化は専ら国内需要によるものとみられる。

一方、11月の非製造業PMI(53.9→53.4)は前月を0.5ポイント下回り、2ヶ月連続で下落した。気温低下により建築業(63.9→59.3)が4.6ポイント低下し、前年同期を2.1ポイント下回った。ただし、景況感は引き続き高い水準を維持した。なお、製造業と非製造業を合わせた総合PMIは52.8となり、前月から0.3ポイント悪化した。



輸出(通関統計、米ドルベース)

11月の輸出額(ドルベース)は前年同月比+5.4%となり、10月の+15.6%から大きく鈍化した。また10~11月の平均でも前年同期比+9.4%と7~9月の+11.6%から鈍化した。

主な仕向地別に見ると、EU向け(10月+14.6%→11月+6.0%)、米国向け(+13.2%→+9.8%)、日本向け(+7.9%→+4.8%)、ASEAN向け(+13.7%→+5.1%)とも前年比は鈍化した。米国向けの鈍化は他地域に比べると小幅であり、関税引き上げ前の駆け込み輸出が下支えしている可能性が指摘できる。

主な品目別には、前月好調だった電子・機械製品(10月+15.3%→11月+2.8%)、ハイテク製品(+19.5%→+2.8%)とも伸びが大幅に鈍化したほか、自動データ処理機(+9.4%→▲4.4%)はマイナスに転じた。

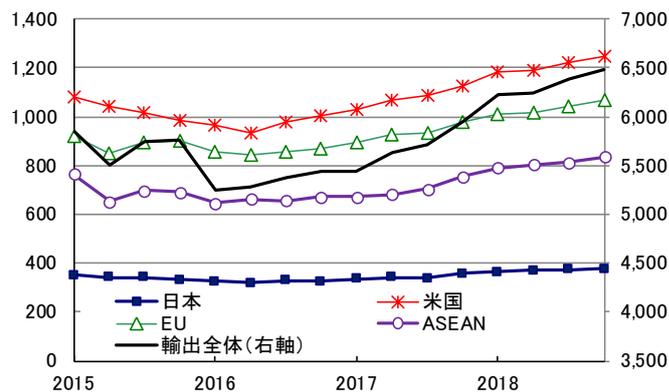
社会消費品販売総額(小売販売)

11月の社会消費販売総額(小売販売)は、10月の前年同月比+8.6%から+8.1%へ伸びが0.5ポイント低下したが、物価上昇を除いた実質では、10月の+5.6%から11月の+5.8%へ小幅ながらも加速しており、下げ止まりの兆しが見られた。

品目別の内訳(名目)を見ると、石油製品(10月+17.1%→11月+8.5%)が大幅に鈍化したことが目立つ。原油価格下落の影響が波及したとみられる。そのほか、自動車(▲6.4%→▲10.0%)のマイナス幅がさらに拡大、通信機器(+7.1%→▲5.9%)はマイナスに転じるなど、選択的支出は低迷が続いた。一方で、飲食料品(10月+7.7%→11月+7.9%)、日用品(+10.2%→+16.0%)といった生活必需的な品目は伸びを高めており、物価抑制により改善した購買力が、まずは身の回りの消費回復につながっている様子が窺える。なお、オンライン小売販売(1~10月+26.7%→1~11月+25.4%)は、やや鈍化したがい依然として高い伸びを維持している。

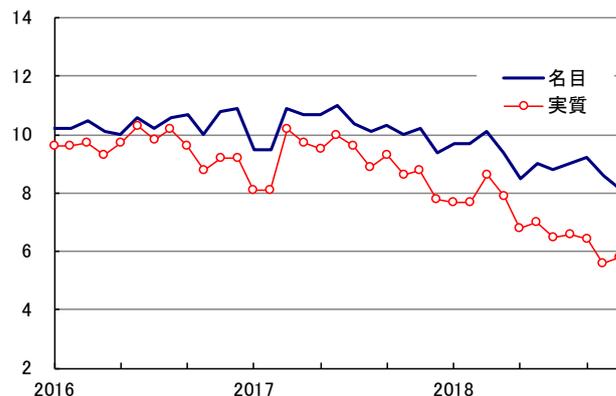
自動車(乗用車)販売を台数で見ると、11月は前年同月比▲16.1%と10月(▲13.0%)から減少幅が一段と拡大した。当研究所試算の季節調整値で見ても、10月の年率2,239万台から11月は2,175万台へ減少している。うち、スポーツ用多目的車(SUV)(10月前年同月比▲14.7%→11月▲18.1%)の低迷が目立つが、内陸部で住宅価格急騰による負担増が、SUVや国産ブランドを中心に新車販売を圧迫した模様である。なお、自動車販売台数は、1990年以来28年ぶりに前年水準を割り込む見通し。

仕向地別の通関輸出の推移(季節調整値、百万ドル)



(出所) 中国海関総署
(注) 当研究所試算の季節調整値。最新期は10-11月。

社会消費品販売総額の推移(前年同期比、%)



(出所) 中国国家统计局
(注) 最新期は11月期

固定資産投資(都市部)

11月の固定資産投資（設備投資、公共投資、住宅投資の合計、都市部）は10月の前年同月比+7.9%から+7.7%へ伸びが小幅鈍化した。ただ、10～11月で見れば前年同期比+7.8%と7～9月期の+4.5%を上回っており、持ち直しの動きを維持していると評価すべきであろう。

主な内訳を見ると、インフラ関連分野では水利・環境・公的施設管理業（7～9月期▲3.9%→10～11月+3.1%）、鉄道（▲10.9%→+29.1%）が大幅に改善、道路（+6.1→+7.1%）も増勢を維持している。そのほか、製造業（+11.7%→+12.6%）は一段と伸びを高め、不動産（+9.3%→+8.6%）は比較的高い伸びを維持するなど、総じて堅調な拡大が続いている。

工業生産

11月の工業生産は、前年同月比+5.4%と10月（+5.9%）から0.5ポイント減速した。採掘業（10月+3.8%→11月+2.3%）、製造業（+6.1%→+5.6%）とも前月から鈍化した。

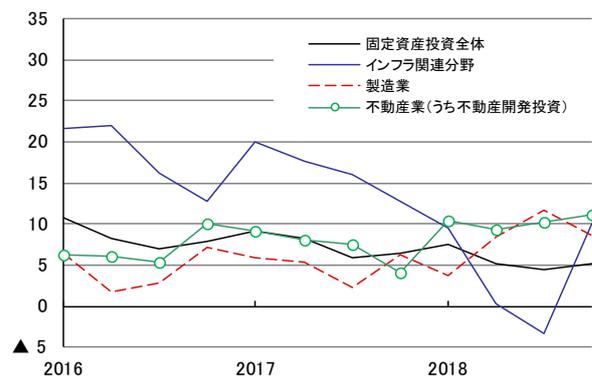
製造業の内訳を見ると、電気機器（+6.8%→+9.0%）は伸びを高めた一方、コンピューター・通信機器（+14.6%→+12.3%）は鈍化し、自動車（▲0.7%→▲3.2%）はマイナス幅が拡大した。

消費者物価

11月の消費者物価は、前年同月比+2.2%上昇と前月の+2.5%から0.3ポイント低下。食料品（10月前年同月比+3.3%→11月+2.5%）の上昇幅が縮小したほか、エネルギーを中心に非食品（+2.4%→+2.1%）も前月から伸びが鈍化した。なお、食品・エネルギーを除く総合CPIは前月と同じ+1.8%であった。

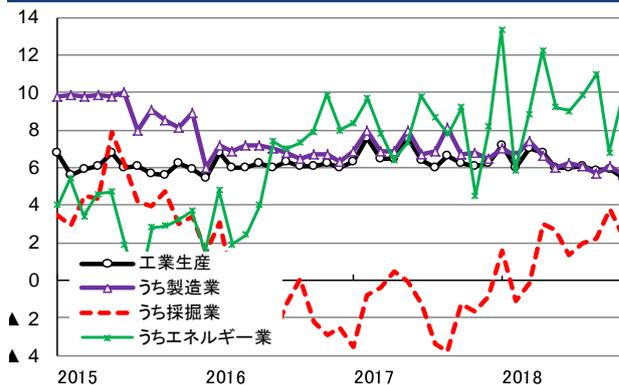
食料品価格の上昇幅縮小は、生鮮野菜（+10.1%→+1.5%）の供給が回復したことが主因。豚肉価格も前月より▲0.6%低下、前年同月比でも▲1.1%となったがマイナス幅は6か月連続で縮小している。アフリカ豚コレラの影響で、一部産地がリスクを回避するた

固定資産投資の推移(前年同期比、%)



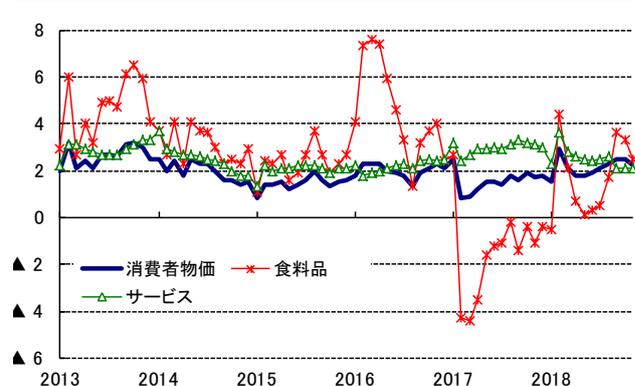
(出所) 中国国家统计局
 (注) 1. 固定資産投資の対象は、建物、機械、輸送機器などで、無形資産は含まない。
 2. 固定資産投資全体のうち、製造業は30.9%、不動産業(うち不動産開発投資)は17.1%、インフラ関連分野は23.7%を占める(2017年)。
 3. インフラ関連分野は、水利・環境・公的施設管理、道路、鉄道、電気・ガス・水道の合計。
 4. 最新期は11月。

工業生産の推移(実質、前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局
 (注) 1、2月は月次データが公表されないため、累積値の前年同期比。

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局

め食肉処理を急いだことが背景。非食品では、自動車燃料・部品（+22.0%→+12.6%）が大幅に鈍化した。

生産者物価

11月の生産者物価は前年同月比+2.7%上昇。上昇幅は10月+3.3%より0.6ポイント縮小し、2年1ヶ月ぶり低い伸びとなった。

財別に見ると、生産財（10月+4.2%→11月+3.3%）が鈍化した。そのうち鉱産物（+12.4%→+9.2%）や原材料・燃料（+6.7%→+4.6%）が前月から鈍化した。業種別にみると、石油・天然ガス採掘（+42.8%→+24.4%）や石油・石炭加工（+24.0%→+17.6%）で上昇幅が大きく鈍った。

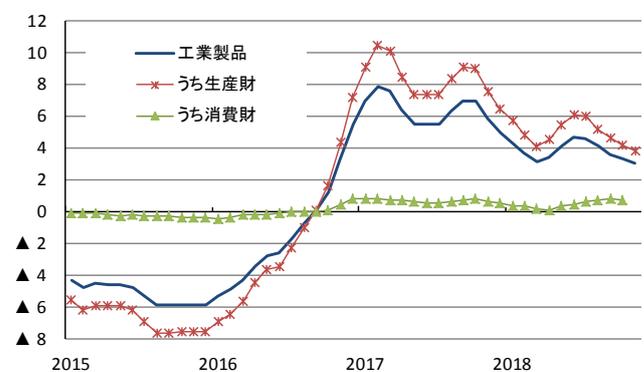
一方で、消費財（+0.7%→+0.8%）は伸びを高めており、最終製品の需給には目立った緩和の動きは確認されていない。

人民元対ドル相場

人民元対ドル相場は、米中首脳会談（12/1）の開催を受けて貿易摩擦の緩和期待が高まったことから、12月上旬に一時1ドル=6.84元台まで元高が進行した。しかしながら、その後は6.9元前後へ押し戻されている。

報道によると、中国当局は人民元相場が1ドル=7元を超える元安となれば、相場安定のためにより多くのコストを支払わなければならないとの認識を示している。そうした中で、11月の外貨準備高は4ヵ月ぶりに前月比で増加（+86億ドル）し3兆617億ドルとなった。貿易黒字の拡大（10月349億ドル→11月447億ドル）が背景とみられ、今のところ為替介入によって元を買い支える余力は確保されていると考えられる。

生産者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局

人民元相場の推移(元/米ドル)



(出所) 中国銀行