

2019年5月24日 全9頁

中国経済見通し：米中摩擦激化、景気は減速へ

第一幕は株式・為替市場の動揺、第二幕は景気への悪影響拡大

経済調査部
主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 米中摩擦が再び激化し、中国の株式市場や為替市場は大きく動揺した。景気の先行き不透明感が強い中での元安加速は、元安→資本逃避→景気悪化→一段の元安、という2015年夏や2016年1月のような人民元ショックの再演を招きかねない。それを阻止することが目下の重要任務となっている。
- 4月の主要経済統計の多くは減速したが、米中摩擦再激化による高関税率の掛け合いの影響は5月以降、顕在化する。景気底入れ期待は遠のいた。大和総研は2019年の実質GDP成長率を6.5%程度、2020年は6.3%程度と予想していたが、それぞれ6.3%程度、6.2%程度に引き下げる。

米中摩擦は再び激化。第一幕は株式・為替市場の動揺

米中摩擦が再び激化し、米国政府は5月10日、中国からの輸入品2,000億ドル分に対する追加関税を10%から25%に引き上げ、13日には新たに3,000億ドル分に対する25%を上限とする追加関税リストを発表した。過去分と合わせ、米国は対中輸入のほぼ全額に対して追加関税を賦課する方針を示したことになる。一方、中国はこれまで対米輸入500億ドル分に25%、600億ドル分に5%、10%の追加関税を賦課し、2019年6月1日以降は既述の600億ドル分に5%、10%、20%、25%の4段階で追加関税をかけるとしている。

トランプ大統領が5月5日に追加関税引き上げをツイートするまで、中国国内では協議の先行きに楽観的なムードが高まっていた。昨年12月1日の米中首脳会談では、米国は2019年1月1日に予定していた、中国からの輸入品2,000億ドル分に対する10%の追加関税を25%に引き上げる措置を90日間凍結することで合意。さらに、3月1日の期限以降も継続して協議を行い、その間は追加課税が凍結されることになっていた。中国では米中協議は近いうちに合意に達し、その暁には過去の追加関税（米国が中国からの輸入品500億ドル分に課した25%の追加関税、2,000億ドル分に対する10%の追加関税）も全て撤廃されるとの期待さえ高まっていた。

今回の米中摩擦再激化の経緯を見るにつけ、既視感にとらわれた向きも多いであろう。1年前の2018年5月17日～18日の米中閣僚級会議では、中国が米国からのモノとサービスの輸入を増加させることなどで合意し、19日には共同声明が発表された。2大経済大国が貿易戦争に突入する事態が回避されるとの安堵感が広がったのも束の間、5月29日には米トランプ政権は知的財産権侵害への制裁として中国からの輸入品500億米ドル分に25%の追加関税をかけると表明した。その後の経緯は省略するが、関係改善の期待が最高潮に達した後のちゃぶ台返しはこれで2度目となる。

今回も楽観ムードは一気に吹き飛び、株式市場や為替市場は大きく動揺した。

4月中旬に3,200ポイント台に急反発していた上海総合株価指数は米中摩擦の再激化を嫌気して大きく下落した。5月6日に前日比5.6%急落した後、8日には2,851ポイントで引け、直近高値からは12.6%の下落となった。その後は政府系資金である「国家隊」の買い支えにより、下落に歯止めをかけようとしているもようであるが、予断は許されない。

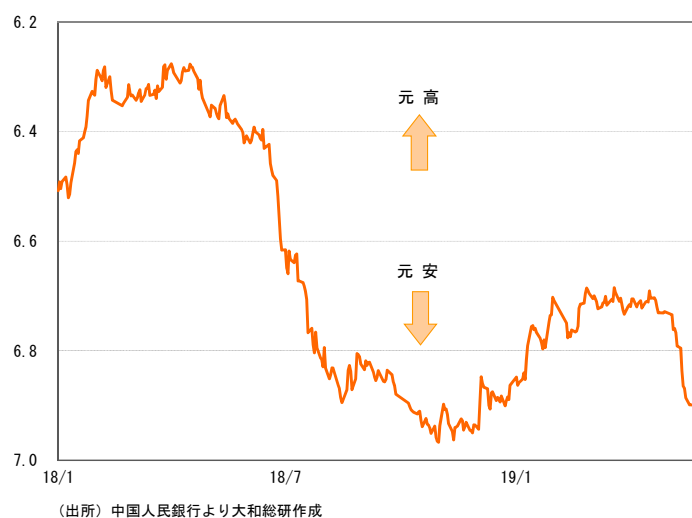
人民元の対ドル基準レートは大きく元安に振れた。4月末時点の元レートは1ドル=6.7286元であったが、5月22日には同6.8992元と、2.5%の元安となった。中国には過度の為替変動を阻止するためのセーフティ・ネットがある。これは、対ドル基準レート算出の際に、逆周期（カウンター・シクリカル）因子と呼ばれる価格変動を抑制する要素を加味して、過度な為替変動を回避する措置であり、5月19日には中国人民銀行の潘功勝副総裁がその活用を示唆した。

景気の先行き不透明感が強い中での元安加速は、元安→資本逃避→景気悪化→一段の元安、という2015年夏や2016年1月のような人民元ショックの再演を招きかねない。それを阻止することが目下の重要任務となっていよう。

上海総合株価指数の推移（単位：ポイント）



人民元の対米ドル基準レートの推移（単位：元）



第二幕は景気への悪影響の拡大

株式市場、為替市場の動揺が第一幕とすれば、景気への悪影響拡大が第二幕である。

国家統計局が5月15日に発表した4月の主要経済統計は1月～3月から悪化した。4月の鉱工業生産は前年同月比5.4%増（以下、変化率は前年同月比、前年同期比）と、1月～3月の6.5%増から減速し、小売売上は1月～3月の8.3%増⇒4月は7.2%増、固定資産投資は1月～3月の6.3%増⇒1月～4月は6.1%増に鈍化した。通関統計によると4月の輸出（ドル建て）は2.7%減と、1月～3月の1.3%増から前年割れに転じた。いずれも5月以降の追加関税の掛け合いが実施される前のデータであり、この悪影響は今後顕在化することになる。

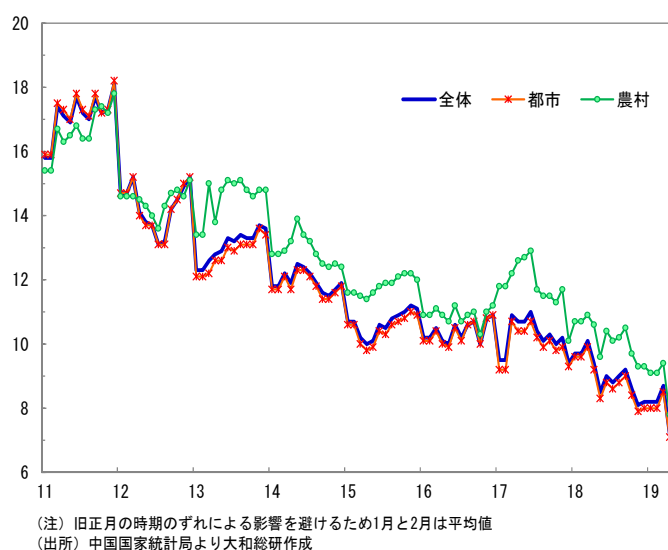
消費は一段と減速。今後の消費刺激策に注目

2019年4月の小売売上（名目）は7.2%増（実質は5.1%増）と、1月～3月の8.3%増（実質は6.9%増）から一段と減速した。ただし、国家統計局は4月の伸び率低下は、前年と比べて、消費が増える休日が2日間少なかったことが主因であり、この影響を除くと名目伸び率は8.7%増であったとしている。米中摩擦再激化の影響がどう出るか、5月以降のデータが注目される。

小売売上の1割程度を占める自動車販売金額は前年割れが続いている。大和総研は、①2017年末の車両購入税減税措置の終了による反動減の影響が薄まること、②4月中旬まで株価が急反発（上海総合株価指数は4月17日には昨年末比30.8%上昇）したこと、③米中協議が合意間近との期待が高まったことで、自動車販売も近々最悪期を脱するとみていたが、米中摩擦の再激化により、この期待は後退した。

こうした中で、夏場までには、自動車と家電の販売促進策（補助金政策）が全国的に始まる可能性があり、注目される。1月下旬に基本方針が発表され、4月中旬には、この実施細則の意見聴取版の1ページ目のみがインターネットで出回るという珍事が起きた。正式なものはまだ発表されていないが、そろそろ準備が整うと推察される。自動車では、①老朽化した自動車の廃棄・買い替え、②農村のオート三輪車を廃棄し、3.5トン以下のトラックもしくは排気量1.6L以下の自動車に買い替える場合、に補助金が支給される。家電では老朽化した家電を省エネ家電・スマート家電に買い替えたり、新規購入することで補助金が支給される。対象は冷蔵庫、洗濯機、エアコン、テレビ、レンジフード、給湯器、コンロ、パソコンが想定されており、一時的にせよ需要刺激効果が期待される¹。

小売売上（全国、都市、農村）の推移（前年同月比、%）



¹ ただし、補助金の支給を中心とした消費刺激策には、需要の先食いとの批判が付きまとう。

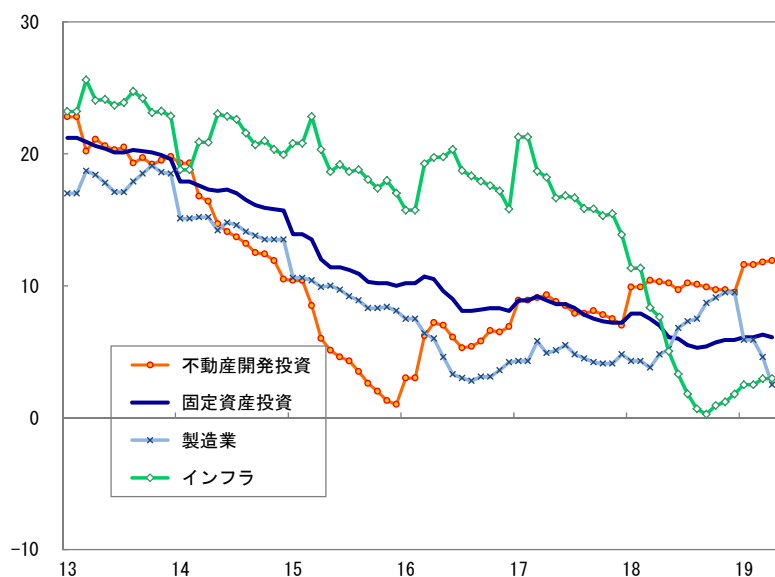
明暗が分かれる固定資産投資

2019年1月～4月の固定資産投資は6.1%増となり、1月～3月の6.3%増から若干減速した。

分野別には、不動産開発投資は2019年に入って高水準の伸び率が続き、インフラ投資は緩やかに改善している。不動産開発投資に関連して、住宅価格の上昇率(2019年4月は11.4%)は、都市一人当たり可処分所得増加率(2019年1月～3月は7.9%)を上回り、既に政府が警戒ラインとする水準を超えているが、あまり強力な引き締め策は導入されていない。政府は、強力な価格抑制策を打ち出すことによって、不動産開発投資という景気下支え役の一つを失うことを懸念している可能性がある。インフラ投資については、その資金調達手段の一つである地方政府特別債券と、企業債券が順調に発行されており、1月～4月には合わせて80.4%増の2.0兆元(約33兆円)を記録した。今後もインフラ投資は加速していく可能性が高い。

一方で、製造業投資は減速が続き、1月～4月は2.5%増にとどまった。内訳では、鉄道・船舶・航空宇宙・その他輸送設備製造業、電気機械・器材製造業、自動車製造業の投資が前年割れとなっている。今後は、米中「ハイテク」摩擦の再激化を受けて、パソコン・通信・その他電子設備製造業など、関連分野の投資の行方が注目される。さらに、米国が中国からの輸入のほぼ全額に対して追加関税を賦課するようになれば、中国でモノを作って米国に輸出する企業にとって、中国で製造する優位性は業種を問わず、大きく損なわれ、設備投資や外国からの直接投資が減少することになるだろう。

固定資産投資（1月からの累積の前年同期比、%）



(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

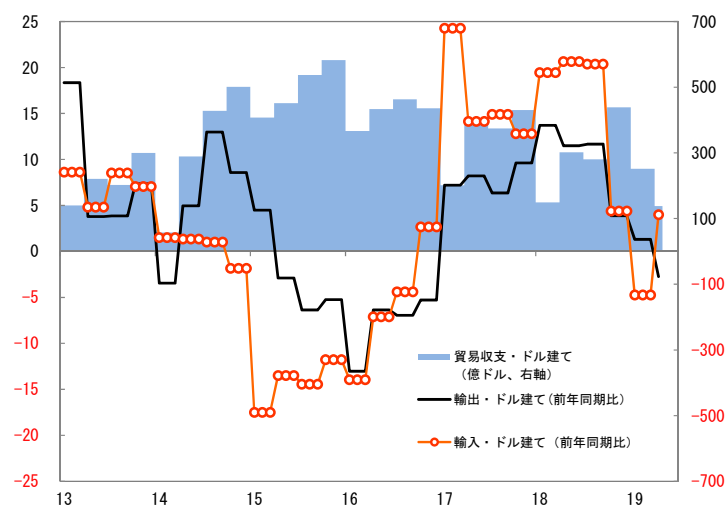
4月の輸出は前年割れ

2019年4月の輸出（ドル建て、以下同）は2.7%減と、1月～3月の1.3%増から前年割れとなった一方で、4月の輸入は4.0%増と、1月～3月の4.7%減から増加に転じた。1月～4月の輸出は0.2%増、輸入は2.5%減、貿易黒字は26.0%増の894.0億ドルであった。

米中貿易不均衡問題について、1月～4月の対米輸出は10.1%減の1,223.9億ドル、対米輸入は30.2%減の388.5億ドル、対米貿易黒字は3.8%増の835.4億ドルとなった。中国の貿易黒字と対米貿易黒字はほぼ同額である。

5月以降の米中の高関税率の掛け合いにより、輸出企業には輸出数量の減少や生産の縮小、業績悪化という悪影響が一段と大きくなり、代替が利かない輸入品を購入する企業・消費者の負担もさらに増大することになる。当然、これらは米中のみならずグローバル経済の減速懸念を否応なく高めることになろう。

輸出入（前年同期比）と貿易収支（金額）の推移（単位：％、億ドル）



(注) 輸出・輸入は四半期毎の前年同期比、貿易収支は平均。2019年4月は単月
(出所) 中国通関統計より大和総研作成

成長率見通しを引き下げ

2019年1月～3月の実質GDP成長率は6.4%と、前期から横ばいとなり、2018年1月～3月の6.8%成長を直近のピークとする成長率の低下に歯止めがかかった。4月の主要経済統計の多くは減速したが、米中摩擦再激化による高関税率の掛け合いの影響は5月以降、顕在化する。景気底入れ期待は遠のいた。

大和総研は2019年の実質GDP成長率を6.5%程度、2020年は6.3%程度と予想していたが、それぞれ6.3%程度、6.2%程度に引き下げる。

主要経済指標一覧

	2018年5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2019年1月	2月	3月	4月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	6.7	-	-	6.5	-	-	6.4	-	-	6.4	-
鉱工業生産（前年同月比、%）	6.8	6.0	6.0	6.1	5.8	5.9	5.4	5.7	5.3		8.5	5.4
電力消費量（前年累計比、%）	9.8	9.4	9.0	9.0	8.9	8.7	8.5	8.5	4.5		5.5	5.6
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	11.8	10.1	8.7	6.7	9.7	10.1	14.0	14.0	8.2	-2.2	2.3	12.4
固定資産投資（前年累計比、%）	6.1	6.0	5.5	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9	6.1		6.3	6.1
不動産開発投資（前年累計比、%）	10.2	9.7	10.2	10.1	9.9	9.7	9.7	9.5	11.6		11.8	11.9
小売総額 名目（前年同月比、%）	8.5	9.0	8.8	9.0	9.2	8.6	8.1	8.2	8.2		8.7	7.2
実質（前年同月比、%）	6.8	7.0	6.5	6.6	6.4	5.6	5.8	6.6	7.1		6.5	5.1
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5
食品（前年同月比、%）	0.1	0.3	0.5	1.7	3.6	3.3	2.5	2.5	1.9	0.7	4.1	6.1
非食品（前年同月比、%）	2.2	2.2	2.4	2.5	2.2	2.4	2.1	1.7	1.7	1.7	1.8	1.7
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	4.1	4.7	4.6	4.1	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	4.3	5.1	5.2	4.8	4.2	4.0	3.3	1.6	0.2	-0.1	0.2	0.4
新規融資額（億元）	11,500	18,400	14,500	12,800	13,800	6,970	12,500	10,800	32,300	8,858	16,900	10,200
M2伸び率（%）	8.3	8.0	8.5	8.2	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5
輸出（前年同月比、%）	11.9	10.7	11.6	9.5	13.9	14.3	3.9	-4.6	9.3	-20.7	13.8	-2.7
輸入（前年同月比、%）	26.2	13.8	26.9	20.7	14.4	20.4	2.8	-7.7	-1.4	-5.0	-7.9	4.0
貿易収支（億米ドル）	234.1	409.3	274.6	262.6	302.5	330.1	418.9	567.9	393.4	38.0	324.1	138.4
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	-0.5	-0.1	0.2	0.2	0.4	0.8	1.4	2.3	2.8	2.9	3.2	3.5
上海（前年同月比、%）	-0.4	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.4	0.1	0.4	0.9	1.5	1.2	1.5
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	10.8	11.8	14.4	15.9	16.4	16.3	16.8	17.2	6.0		11.9	13.1
完工面積（前年累計比、%）	-10.1	-10.6	-10.5	-11.6	-11.4	-12.5	-12.3	-7.8	-11.9		-10.8	-10.3
不動産販売 面積（前年累計比、%）	2.9	3.3	4.2	4.0	2.9	2.2	1.4	1.3	-3.6		-0.9	-0.3
金額（前年累計比、%）	11.8	13.2	14.4	14.5	13.3	12.5	12.1	12.2	2.8		5.6	8.1

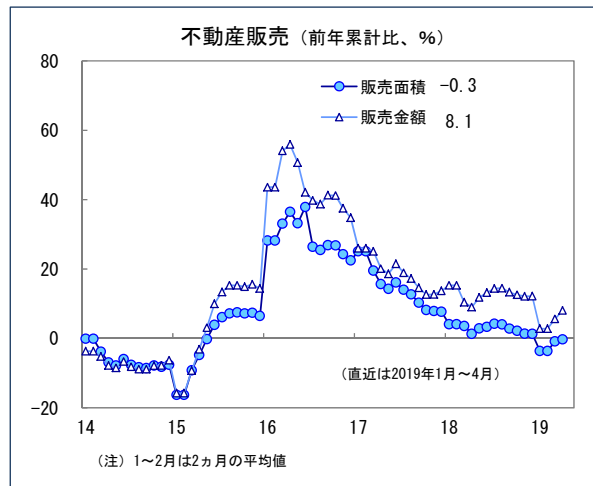
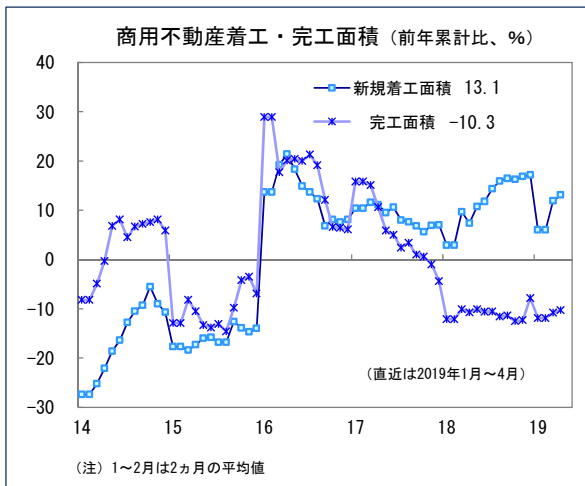
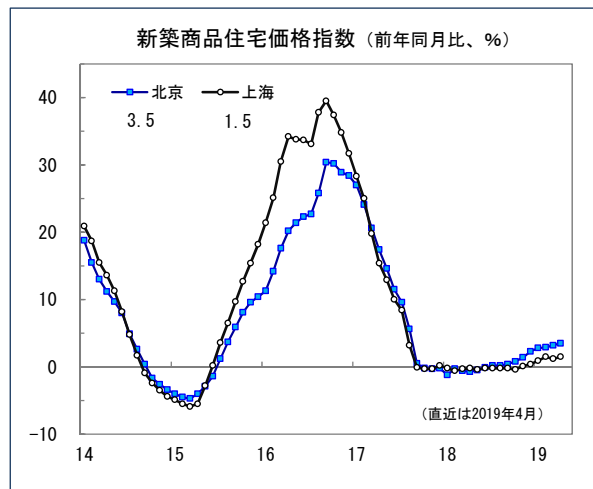
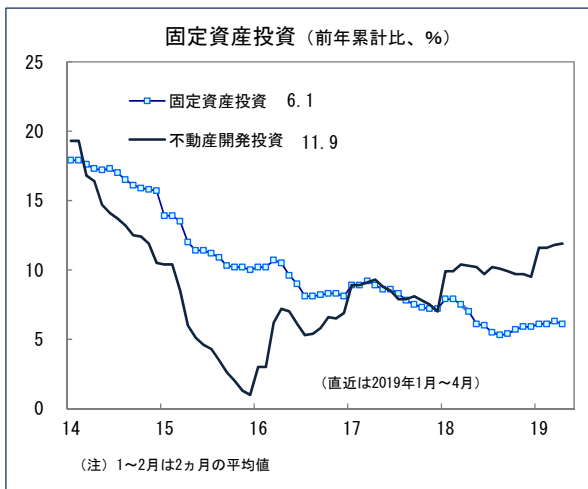
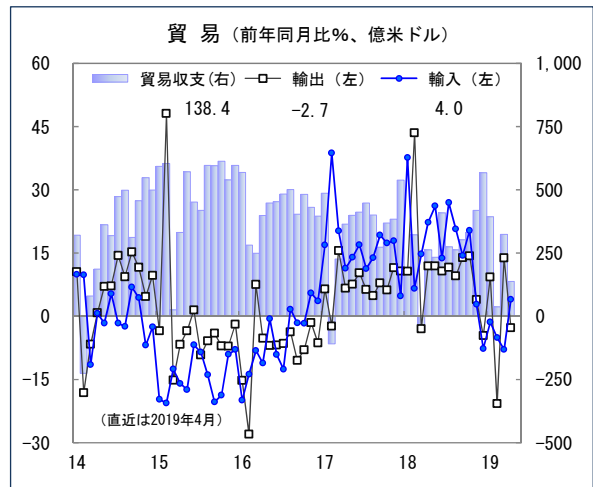
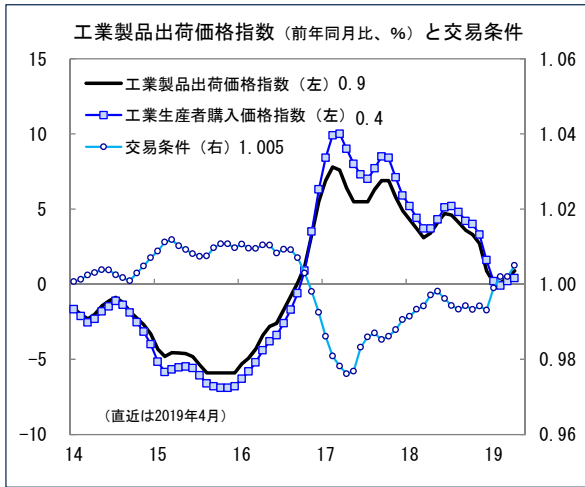
（出所）中国国家统计局、中国人民银行、通関統計、中国エネルギー一局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成