

2019年10月23日 全9頁

中国：米中「部分」合意への期待と懸念

期待は景気底入れ、懸念は人民元ショックの再燃

経済調査部
主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 10月10日、11日の米中閣僚級協議では、中国が米国からの農産物輸入を大幅に増やし、為替政策の透明性を高めることなどで部分的な合意に達した。今後は、11月16日～17日にチリで開催されるアジア太平洋経済協力会議（APEC）における米中首脳会談で合意文書に署名がなされるか、そして具体的な内容がどうなるかが注目される。注意を要するのは、為替政策であり、仮に為替水準について米中合意がなされると、（追加関税率引き上げなど米国に起因する以外の）何らかの要因で元安が進展する際には、合意遵守（対米配慮）のために中国が元買い介入を行う可能性が出てくる。外貨準備の費消の程度によっては、2015年夏や2016年1月の人民元ショック（チャイナ・ショック）の再燃も懸念されよう。
- 米中摩擦の一段の激化が当面、回避されることになれば、朗報である。米中摩擦問題が「尻」の時に、中国が景気テコ入れ策を本格化することで、底入れ期待は高まろう。大和総研では引き続き、①現在大手行で13.0%の預金準備率のさらなる引き下げ（1%ptの引き下げで1.6兆元程度の貸出増加が可能）、②インフラ投資のさらなる加速、③自動車・家電の補助金支給による購入・買い替え促進など、の実施に期待をしている。

米中摩擦問題の「尻」は実現するのか

10月10日、11日に開催された米中閣僚級協議では、中国が、①米国産農産品の輸入を大幅に拡大する、②為替政策の透明性を向上する、③知的財産権の保護を強化する、④金融サービス分野の開放を拡大することで、米国は、(1)中国に対する為替操作国の認定の解除を検討し、(2)10月15日に予定されていた2,500億ドル分（第1弾～第3弾）の中国からの輸入品に対する追加関税率を25%から30%に引き上げる措置を先送りすることで合意したとされる。

「とされる」と記述したのは、これは米国の発表によるもので、中国から具体的な発表がないためである。米国によると、中国は大豆や豚肉など400億ドル～500億ドル分を米国から輸入することで、為替政策については、中国は意図的な元安誘導を控えることで合意がなされた。一方で、中国政府は「農業、知的財産の保護、為替、金融サービス、貿易協力の拡大、技術移転、

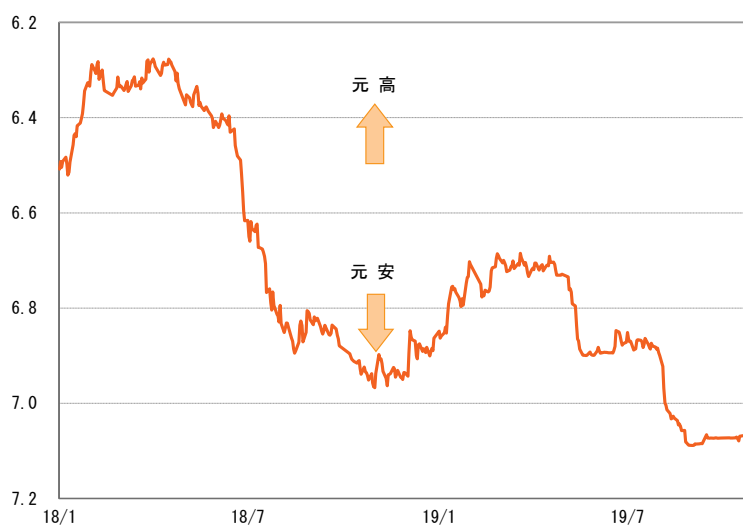
紛争解決などの分野で実質的な進展があった」としたのみで、具体的な内容への言及はなかった。

特に注意を要するのは、為替政策であろう。対ドル基準レートの設定において、既に、中国は逆周期因子（カウンター・シクリカル）を活用して、元安に歯止めをかけている。中国では毎朝9時15分に主要通貨に対する基準レートが発表され、対ドルでは基準レートに対して当日は±2.0%以内の変動が許されている。元安期待が高い中でも、場中は極力、為替介入（元買い介入）をしないことで、これまでのところ巨額の外貨準備の費消は回避されている。当日の終値が基準レートと比べて元安となった場合、翌日の基準レート算出の際には元高になる係数をかけて、基準レートを前日とほぼ同じ水準に設定する。この係数がカウンター・シクリカルと呼ばれるものである。

これによって、対ドル基準レートを動かさないようにすることは可能である。しかし、これが長期化すると、為替レートが実勢以上に元高となり、輸出製品の価格競争力が一段と低下するリスクが高まる。あるいは、仮に為替水準について米中合意がなされると、（追加関税率引き上げなど米国に起因する以外の）何らかの要因で元安が進展する際には、合意遵守（対米配慮）のために中国が元買い介入を行う可能性が出てくる。外貨準備の費消の程度によっては、2015年夏や2016年1月の人民元ショック（チャイナ・ショック）の再燃も懸念されよう。為替政策について、米中間でどのような合意がなされるのか、注視する必要がある。

米中摩擦問題について、今後は11月16日～17日にチリで開催されるアジア太平洋経済協力会議（APEC）における米中首脳会談で合意文書に署名がなされるか、そして具体的な内容がどうなるか、さらには12月15日に予定される第4弾の保留分の追加関税賦課が回避されるかが注目される。

人民元の対米ドル基準レートの推移（単位：元）



（出所）中国人民銀行より大和総研作成

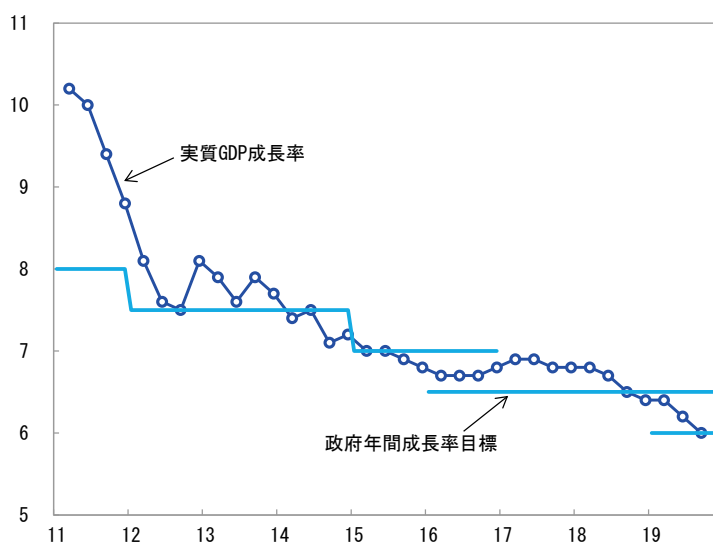
当然、米中摩擦の一段の激化が回避されることになれば、朗報である。米中摩擦問題が「風」の時に、中国が景気テコ入れ策を本格化することで、底入れ期待は高まろう。大和総研では引き続き、①現在大手行で 13.0%の預金準備率のさらなる引き下げ（1%pt の引き下げで 1.6 兆元程度の貸出増加が可能）、②インフラ投資のさらなる加速、③自動車・家電の補助金支給による購入・買い替え促進など、の実施に期待をしている。

2019 年 7 月～9 月の実質 GDP 成長率は前年同期比 6.0%に低下

国家統計局によると、2019 年 7 月～9 月の中国の実質 GDP 成長率は前年同期比 6.0%（以下、変化率は前年同月比、前年同期比、前年比）と、1 月～3 月の 6.4%、4 月～6 月の 6.2%から一段と低下した。景気減速に歯止めがかからない状況は続いている。ただし、1 月～9 月の実質 GDP 成長率は 6.2%となり、年間の政府目標である 6.0%～6.5%の範囲内にとどまった。計算上は 10 月～12 月は 5.4%で年間 6.0%の実質成長が可能であり、政府目標達成の可能性は高い。

1 月～9 月の 6.2%成長に対する需要項目別寄与度は、最終消費支出が 3.8%pt、総資本形成が 1.2%pt、純輸出は 1.2%pt であった。内需の寄与度は 5.0%pt（2018 年は 7.1%pt）にとどまり、2019 年に入り内需の伸び悩みが続いている。純輸出の寄与度がプラスとなったのは、輸出が抑制された以上に、輸入の落ち込みが大きかったためであり、これには内需の弱さが反映されている。

実質 GDP 成長率（四半期）と政府年間成長率目標の推移（%）



(注) 2016年の政府年間目標は6.5%～7.0%、2019年は6.0%～6.5%
 (出所) 中国国家統計局、各年の政府活動報告により大和総研作成

実質 GDP 成長率（前年比）需要項目別寄与度（単位：％、％pt）

	実質 GDP 成長率	最終消費 支出	総資本形成	純輸出
2011	9.6	5.9	4.4	-0.8
2012	7.9	4.3	3.4	0.2
2013	7.8	3.6	4.3	-0.1
2014	7.3	3.6	3.4	0.3
2015	6.9	4.1	2.9	-0.1
2016	6.7	4.5	2.9	-0.6
2017	6.8	3.9	2.3	0.6
2018	6.6	5.0	2.1	-0.6
2019. 1-9	6.2	3.8	1.2	1.2

（注）四捨五入の関係で需要項目別寄与度の合計が実質GDP成長率と同じにならない場合がある
（出所）CEIC、中国国家統計局より大和総研作成

小売売上は減速が続く

2019年1月～9月の小売売上（名目）は8.2%増となり、2018年の9.0%増から伸び率が低下した。四半期毎には1月～3月は8.3%増、4月～6月は8.6%増、7月～9月は7.6%増となった。ただし、4月～6月の好調は、多くの都市で自動車の排ガス規制が強化された7月1日を前に、旧基準の自動車の在庫一掃セールが行われたことが主因¹であり、この影響を除くと、4月～6月の小売売上は8.1%増にとどまった計算である。結局、1月～3月以降、小売売上は減速が続いたことになる。

一方で、国家統計局は自動車販売以外の消費は堅調であったとしている。既述したように、1月～9月の小売売上は8.2%増であったが、自動車販売を除くと9.1%増であったという。

当面の消費は自動車販売の回復が鍵を握るということだが、マイナス幅は縮小しているとはいえ、明るい見通しは描き難い。昨年来の自動車販売の不振は、(1) 車両購入税減税（通常税率は価格の10%。2015年10月～2016年末は5%に半減、2017年は7.5%の軽減税率）の終了による反動減、(2) 米中摩擦の深刻化・長期化による景気や所得の減速と、先行き不透明感の増幅、さらには、(3) デレバレッジ（負債率の引き下げ）の強化による中小・零細企業の資金繰りの悪化や、P2P金融プラットフォーム²の経営破綻、などが背景にあった。(2)と(3)の影響は続いている。(3)について、当局による規制強化もあり、P2P金融プラットフォームは壊滅的な影響を受けた。9月末のP2P金融プラットフォームによる融資残高は6,099億元と、ピークであった2018年6月末の1兆3,170億元から53.7%もの減少となった。しかも減少は止まっていない。出し手の多くの資金回収は困難になっているとされ、これによって自動車をはじめとする高額な耐久消費財の購買意欲が削がれている可能性は高い。

¹ 小売売上の約1割を占める自動車販売金額は、5月に2.3%増と13ヵ月ぶりにプラス転換し、6月は17.2%増を記録した。7月以降は再び前年割れとなり、7月は2.6%減、8月は8.1%減、9月は2.2%減となった。

² ネット上で資金の貸し手と借り手を結び付ける金融プラットフォーム。

小売上の推移（前年同月比、%）



（注）旧正月の時期のずれによる影響を避けるため1月と2月は平均値
（出所）中国国家统计局より大和総研作成

固定資産投資は減速

2019年1月～9月の固定資産投資は5.4%増となり、1月～6月の5.8%増から減速した。分野別では、1月～9月の不動産開発投資は10.5%増（1月～6月は10.9%増）、製造業投資は2.5%増（同3.0%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資は3.4%増（同3.0%増）であった。

今後について、不動産開発投資は投資・投機需要抑制策による住宅価格の上昇鈍化などを受けて、緩やかな減速が続く可能性が高い。中国政府は「住宅は住むためのものであり、投資・投機商品ではない」旨を繰り返し、7月末には「不動産を景気刺激策に用いない」とした。中国人民銀行は8月20日以降、毎月20日に銀行の1年物貸出金利の参照レートとして、LPR（Loan Prime Rate）1年物を、住宅ローン金利の参照レートとしてLPR5年物を発表しているが、LPR1年物は4.31%から4.25%、4.20%（10月21日に発表されたLPR1年物は据え置き）に段階的に引き下げられた一方で、LPR5年物は4.85%で据え置かれている。

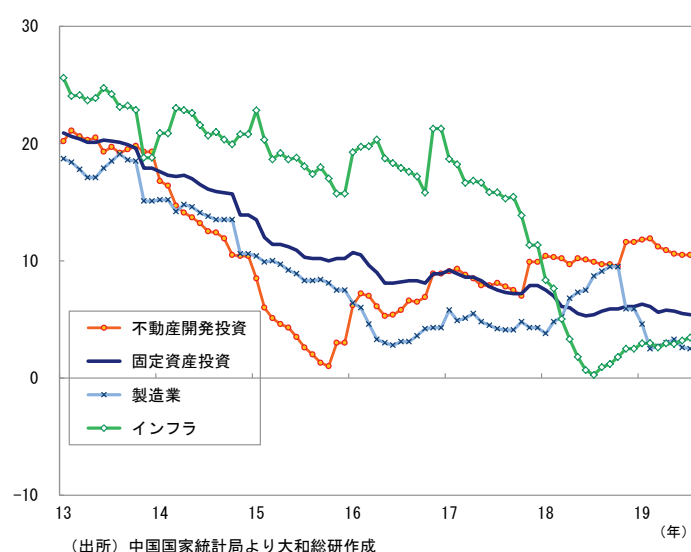
製造業投資は、中国政府の肝煎りによって、パソコン・通信・その他電子設備製造業投資は当面高い伸び率が続く可能性がある。しかし、米中摩擦問題の長期化により、多くの分野で今後も手控えムードが続く公算は大きい。ちなみに、1月～9月は鉄道・船舶・航空宇宙・その他輸送設備製造業、食品加工・製造業、電気機械・器材製造業、紡績業、非鉄金属冶金・圧延加工業など幅広い分野で固定資産投資が前年割れとなった。

インフラ投資については、同投資のための専用債券である地方政府特別債券や企業債券の発行急増など潤沢な資金調達割には、伸び悩みが続いたが、8月以降は増加ペースが上がっている。単月ベースでは8月、9月はともに5%程度の増加となった。「上に政策あれば下に対策あり」といわれる中国では、地方政府が特別債券によって調達した資金を「隠れ債務」（正規ル

ート以外の債務)の返済に流用した可能性が指摘されており、6月と9月には調達した資金は本来の目的であるインフラ投資に充当しなければならない旨の通達が出されていた。「下」の対策の弊害が大きくなれば、「上」はそれを封じ込める手段を講じるということなのであろう。

2019年の地方政府特別債券のネットの発行枠は2.15兆元であったが、これは政府の指示通り9月末までに使い切った。10月以降は来年予算の前倒し執行が既に決定され、潤沢な発行が続く見通しである。当然のことながら2020年の発行枠も相応に増やされよう。

固定資産投資（1月からの累積の前年同期比、%）



輸出以上に輸入が落ち込み、貿易黒字が拡大

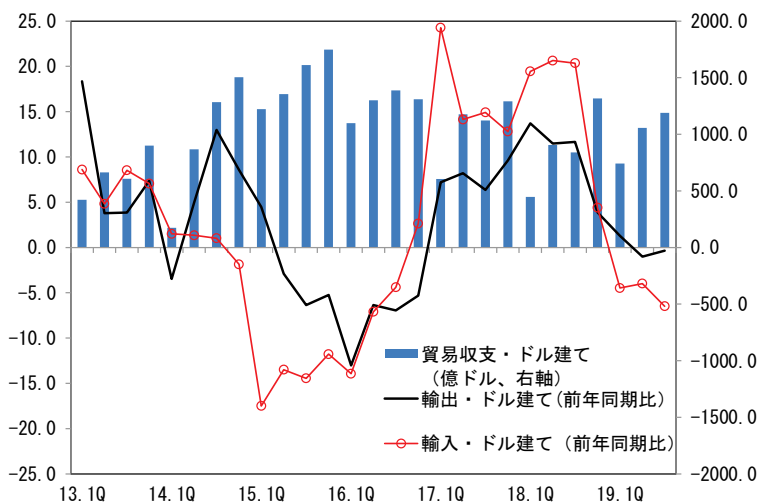
2018年11月以降、中国の貿易は低迷している。中国通関統計（ドル建て）によると、2019年1月～9月の輸出は0.1%減（前年同期は12.2%増）、輸入は5.0%減（同20.2%増）、貿易黒字は36.2%増の2,986億ドル（同24.5%減の2,193億ドル）となった。

米中摩擦の長期化・深刻化を受けて、1月～9月の対米輸出は11.0%減（前年同期は12.5%増）、対米輸入は26.4%減（同8.6%増）、対米貿易黒字は2.7%減の2,212億ドル（同14.8%増の2,273億ドル）となった。増加が続いていた対米貿易黒字は7月に縮小に転じ、8月、9月はマイナス幅が大きく拡大した。

米国と中国は9月1日に、第4弾の一部の追加関税を発動した。米国は家電や衣料品など消費財を中心に中国からの輸入品1,100億ドル分に対して15%の追加関税を発動し、中国は原油や大豆などを中心に5%、もしくは10%の報復関税を発動した。これを受けて、9月の対米輸出は21.9%減と8月の16.0%減からマイナス幅を大きく広げた。その一方で、9月の対米輸入が

15.7%減と8月の22.3%減からマイナス幅が縮小したのは、10月10日、11日に開催された米中閣僚級会議を前に、中国が米国からの農産物の輸入を増やしたことが大きい。

ドル建て輸出入(前年同期比)と貿易収支(金額)の推移 (単位: %、億ドル)



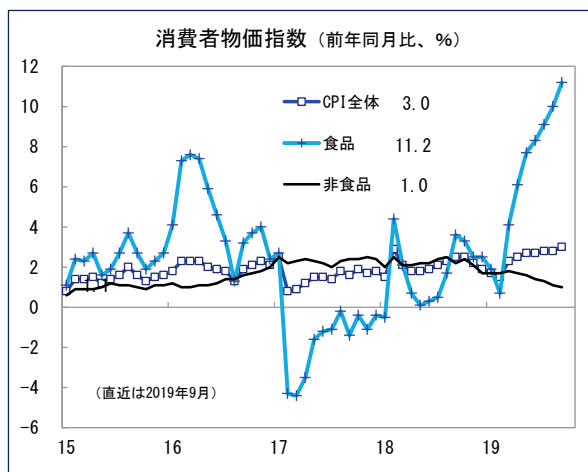
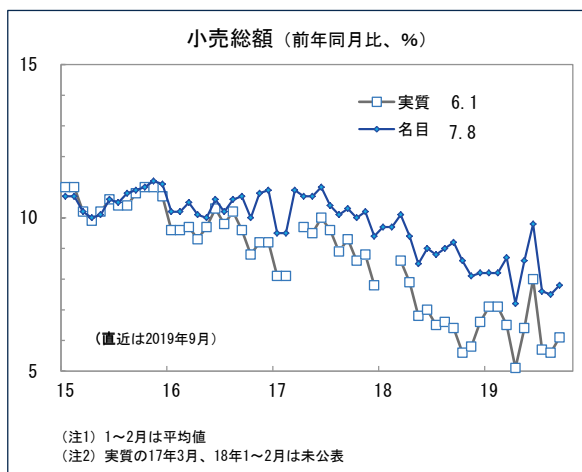
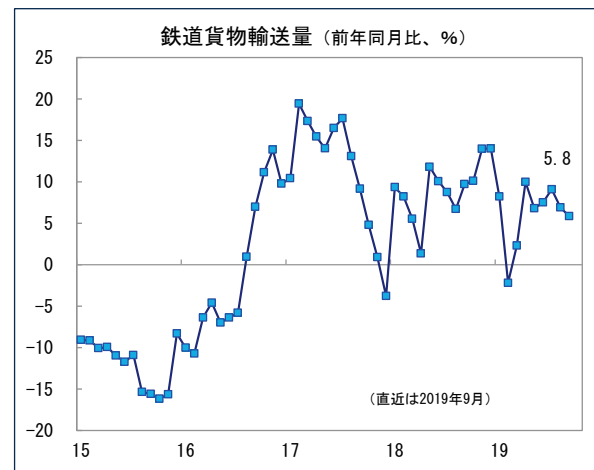
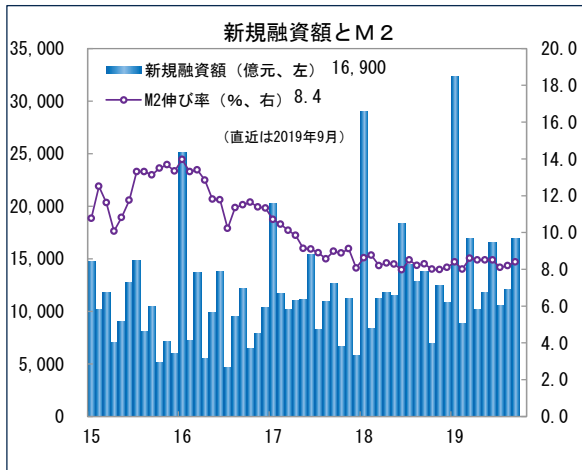
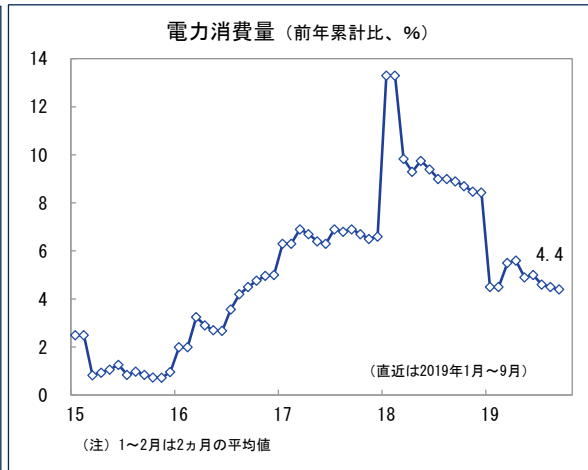
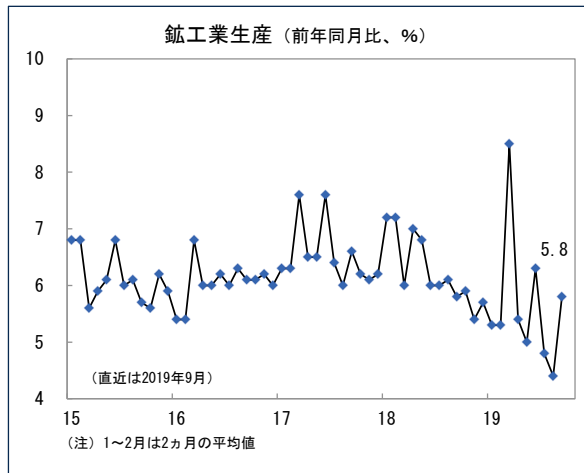
(注) 輸出・輸入は四半期毎の前年同期比、貿易収支は合計
(出所) 中国通関統計より大和総研作成

主要経済指標一覧

	2018年10月	11月	12月	2019年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
実質GDP成長率(四半期、前年同期比、%)	-	-	6.4	-	-	6.4	-	-	6.2	-	-	6.0
鉱工業生産(前年同月比、%)	5.9	5.4	5.7	5.3		8.5	5.4	5.0	6.3	4.8	4.4	5.8
電力消費量(前年累計比、%)	8.7	8.5	8.4	4.5		5.5	5.6	4.9	5.0	4.6	4.5	4.4
鉄道貨物輸送量(前年同月比、%)	10.1	14.0	14.0	8.2	-2.2	2.3	10.0	6.8	7.5	9.1	6.9	5.8
固定資産投資(前年累計比、%)	5.7	5.9	5.9	6.1		6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4
不動産開発投資(前年累計比、%)	9.7	9.7	9.5	11.6		11.8	11.9	11.2	10.9	10.6	10.5	10.5
小売総額 名目(前年同月比、%)	8.6	8.1	8.2	8.2		8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8
実質(前年同月比、%)	5.6	5.8	6.6	7.1		6.5	5.1	6.4	8.0	5.7	5.6	6.1
消費者物価指数 全体(前年同月比、%)	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8	3.0
食品(前年同月比、%)	3.3	2.5	2.5	1.9	0.7	4.1	6.1	7.7	8.3	9.1	10.0	11.2
非食品(前年同月比、%)	2.4	2.1	1.7	1.7	1.7	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3	1.1	1.0
工業製品出荷価格指数(前年同月比、%)	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6	0.0	-0.3	-0.8	-1.2
工業生産者購入価格指数(前年同月比、%)	4.0	3.3	1.6	0.2	-0.1	0.2	0.4	0.2	-0.3	-0.6	-1.3	-1.7
新規融資額(億元)	6,970	12,500	10,800	32,300	8,858	16,900	10,200	11,800	16,600	10,600	12,100	16,900
M2伸び率(%)	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2	8.4
輸出(前年同月比、%)	14.3	3.9	-4.6	9.3	-20.8	13.8	-2.8	1.0	-1.3	3.3	-1.0	-3.2
輸入(前年同月比、%)	20.4	2.8	-7.7	-1.3	-4.6	-7.6	4.2	-8.5	-7.2	-5.3	-5.6	-8.5
貿易収支(億米ドル)	329.7	418.6	568.0	391.4	31.4	318.4	133.8	416.7	505.7	444.5	347.8	396.5
新築商品住宅価格指数 北京(前年同月比、%)	0.8	1.4	2.3	2.8	2.9	3.2	3.5	3.9	3.9	4.3	4.8	4.7
上海(前年同月比、%)	-0.4	0.1	0.4	0.9	1.5	1.2	1.5	1.7	2.0	1.9	2.2	2.7
商用不動産 着工面積(前年累計比、%)	16.3	16.8	17.2	6.0		11.9	13.1	10.5	10.1	9.5	8.9	8.6
完工面積(前年累計比、%)	-12.5	-12.3	-7.8	-11.9		-10.8	-10.3	-12.4	-12.7	-11.3	-10.0	-8.6
不動産販売 面積(前年累計比、%)	2.2	1.4	1.3	-3.6		-0.9	-0.3	-1.6	-1.8	-1.3	-0.6	-0.1
金額(前年累計比、%)	12.5	12.1	12.2	2.8		5.6	8.1	6.1	5.6	6.2	6.7	7.1

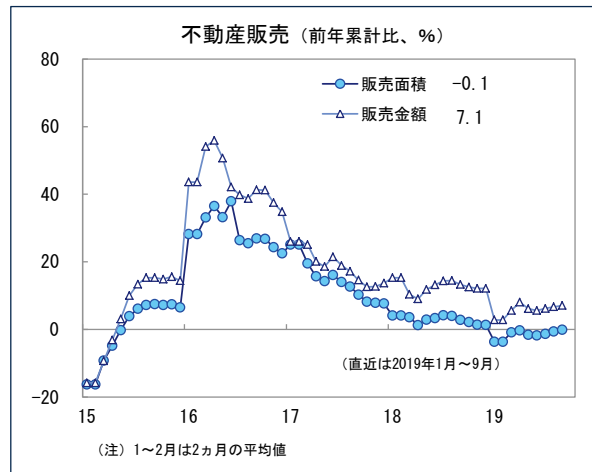
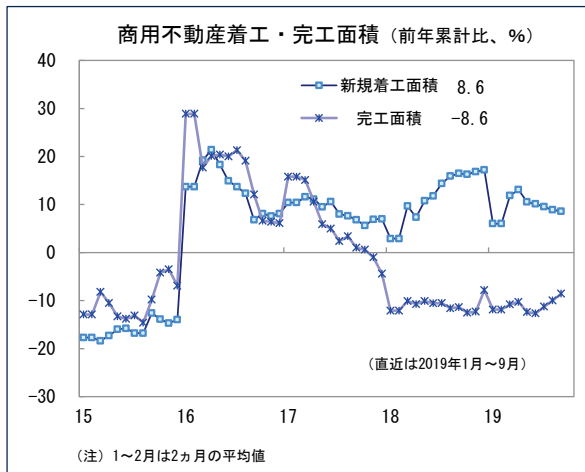
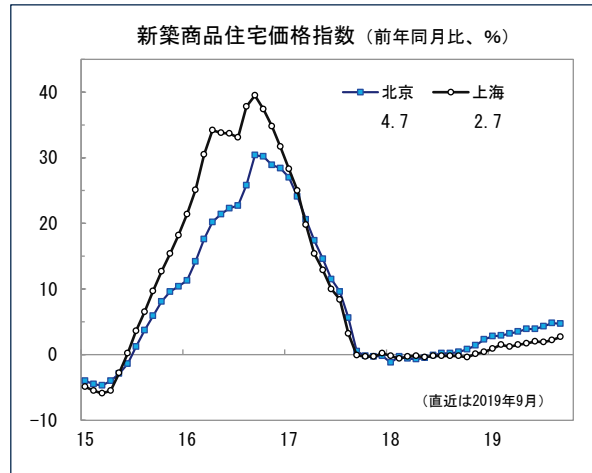
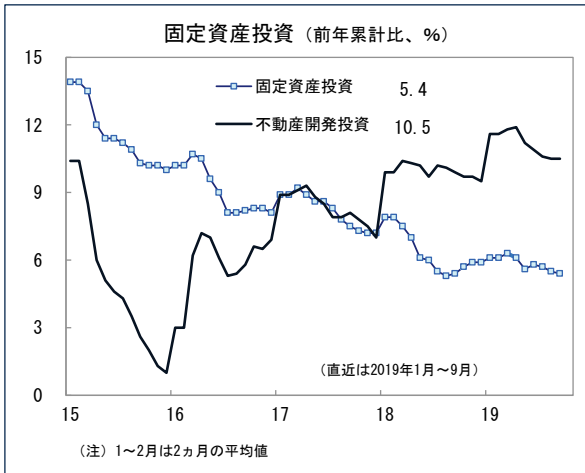
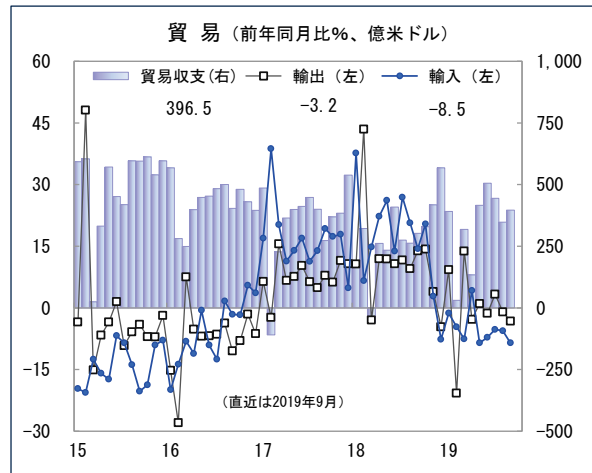
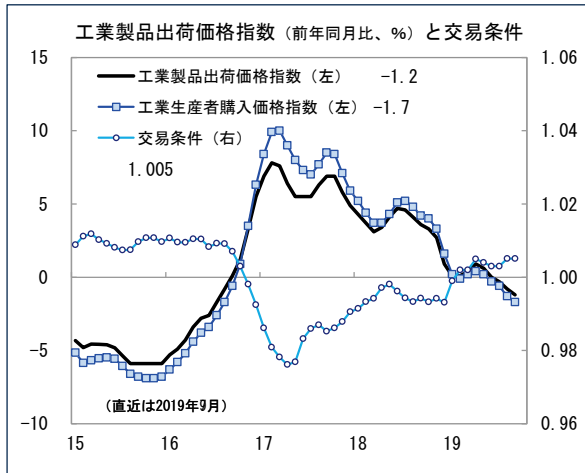
(出所) 中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEICより大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家統計局、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）中国国家統計局、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