

## 委縮する中国経済（10月主要経済指標）

10月の主要経済指標は、中国経済が再び悪化したことを示した。特に悪化が目立つ製造業では、在庫水準の大幅な抑制が示す通り、需要動向の懸念から企業のマインドは慎重化している。実際に需要動向は、個人消費やインフラ投資を中心に動きが鈍く、企業マインドの委縮が金融緩和の効果を減殺している。米中貿易協議が進展し、マインド改善につながることを期待される。

### 景気は再び悪化

10月の主要月次経済指標は、9月に改善の兆しを見せた中国経済が再び悪化していることを示した。企業景況感を示すPMI指数は、製造業で9月に50近くまで改善したものの10月は再び悪化、非製造業は依然として50超を維持しているが、2016年2月以来の水準まで低下しており、企業のマインドは総じて冴えない。

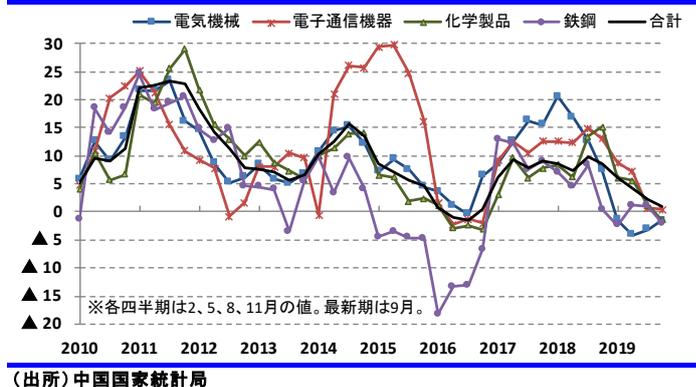
こうしたマインドの悪化は、実際の企業活動にも悪影響を与えている。相対的に景況感の悪い製造業においては、企業の需要動向に対する意識が慎重化し、在庫を抑制する姿勢が一段と強まっていることをPMI在庫指数は示している。実態面でも、昨年8月に前年同月比+9.8%まで伸びを高めた製造業全体の在庫が今年9月には前年同月比+1.0%まで鈍化しており、企業が在庫抑制を進めている様子が窺える。どの程度の在庫の伸びが適正なのか明確な基準はないが、在庫が需要動向に備えるものであるならば、平均的に需要の伸びと同程度であれば妥当だと言えるだろう。この考え方に基づけば、最近の製造業のGDP成長率が前年同期比+5%台であること比べ、在庫の伸びは明らかに抑制的である。

なかでも、昨年後半以降の景気減速をもたらした三大要因<sup>1</sup>の一つ、情報通信関連分野に関しては、電子通信機器や電気機械の在庫が前年比でマイナスないしはゼロ%台に鈍化しており、強力に在庫調整が進められていることが見て取れる。一方で、需要動向については、例えばスマートフォン（通信機器）の輸出こそ10月でも前年比1割程度のマイナスであるが、国内販売は前年を2割以上も上回っており、既に持ち直しの動きが見られている。にもかかわらず、在庫の抑制を続けていることは、前年に在庫を大きく積み上げた反動という部分を割り引いて考えても、企業行動が慎重化している印象が強い（詳細は後半の「主な指標の動き（2019年10月）」参照）。

### 企業を慎重化させる需要動向の心許なさ

確かに需要動向全体を見れば、米中貿易摩擦という大きな不透明要因を払い除けてまで企業行動を積極化

主な財の在庫の推移（前年比、%）



<sup>1</sup> 当社では、中国経済の昨年後半以降の減速について、その三大要因を、影響が生じた順に①政府によるデレバレッジ政策、②スマートフォンや半導体など情報関連分野の在庫調整、③米中貿易摩擦の激化、としている。

させるほどに強くないことは間違いない。特に弱さが目立つのは個人消費であり、10月の小売販売は前年同月比で+7.2%、構造的要因も相まって低迷が続く自動車販売<sup>2</sup>を除いても+8.3%にとどまっている。さらに、専ら豚肉価格の高騰で上昇している物価の変動を除いた実質ベースでは10月に+4.9%まで鈍化、7~9月期の実質GDP成長率+6.0%（前年同期比）を大きく下回り、もはや期待された成長の牽引役を果たせなくなっている。

そうした中で、景気押し上げ役を期待されるインフラ投資は、7~9月期に前年同期比+5.1%まで伸びを高めたが、10月には前年同月比+2.2%まで減速、息切れしている。政府はインフラ投資拡大の方針を維持しているが、その主体となる地方政府の財源不足に加え、依然として残るデレバレッジへの意識、これまでの景気対策において柱の一つとなった不動産分野に対する政府の抑制的姿勢など、アクセルとブレーキが混在しており、政策効果を斑模様になっているようである。

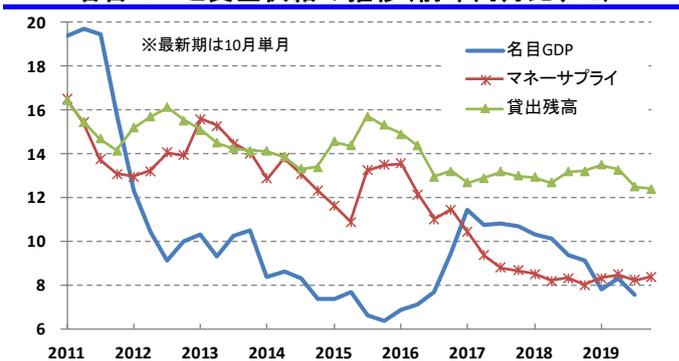
米中摩擦という逆風に晒される輸出は、米国向けこそ落ち込みが続いているが、欧州やアジア向けの拡大がカバーし、全体で見れば減少は免れている。とはいえ、景気を牽引するほどの増勢にはなく、未だ不透明感は払拭されていない。企業の行動を慎重化させるには十分過ぎる状況だと言えよう。

### 政策と米中貿易摩擦の行方

政府はまた、年初より企業向けの大規模な負担軽減策（社会保険料負担軽減など）に加え、市場金利の低下を促す形での金融緩和により、企業に対する広い意味での資金供給を拡大したが、上記のような委縮した企業の状況の下では、資金が債務の返済に優先的に充てられ、設備投資などの需要拡大には結び付き難い。実際に、預金準備率の引き下げを含めた事実上の金融緩和が進められたにもかかわらず、貸出残高の伸びは2019年3月の前年同月比+13.7%をピークに鈍化しており、直近10月は+12.4%にとどまっている。それでも十分に高いように見えるが、一方で「委託貸出」や「信託貸出」といった所謂シャドーバンキングの縮小による資金供給減を補う必要があり、その結果、マネーサプライの伸びは8%台、名目GDP成長率とさほど変わらない程度にとどまっている。

懸案の米中貿易摩擦は、協議が大詰めを迎えており、あとは合意文章への署名のため、治安悪化で中止となったチリ APEC に代わる首脳会談の場を見つけるばかりの状況のようである。米国内を望むトランプ大統領に対し、中国側は米国外での開催を求めており、その調整に時間を要していると報じられているが、いずれにしても景気の悪化が顕著な中国はもとより、大統領選前に物価上昇が堅調な景気拡大に水を差すことは避けた米国のためにも、さらなる関税引き上げ望ましくはないだろう。新たな問題が生じ協議が再び暗礁に乗り上げる前に、無事、署名に至れば、委縮していた企業のマインドは幾分明るさを取り戻し、中国経済も改善に向けて一歩前進できるだろう。早期の米中首脳会談開催が待たれるところである。

名目GDPと資金供給の推移（前年同月比、%）



（出所）人民銀行、中国国家统计局

<sup>2</sup> 詳細は前月号を参照されたい。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2019/1754/>

## 主な指標の動き (2019年10月)

## PMI (購買担当者指数)

10月の製造業 PMI は 49.3 と前月の 49.8 より低下した。9月はやや改善したが10月は8ヶ月ぶりの低水準へ悪化するなど、製造業の景況感は改善が足踏みしている。

主な内訳をみると、新規受注 (9月 50.5→10月 49.6) は2か月ぶりの50割れ。新規輸出受注 (48.2→47.0) が前月から大きく悪化しており、輸出の停滞が影響した模様である。需要の落込みに伴って、完成品在庫 (47.1→46.7) が前月から低下するなど在庫圧縮に向けた動きが見られ、生産 (52.3→50.8) も停滞感を強めている。雇用 (47.0→47.3) は3ヶ月連続で改善したが、水準は低く雇用環境は依然として悪い。

10月の非製造業 PMI も 52.8 と前月 (53.8) から一段と低下、3年8か月ぶりの低水準となった。引き続き景気拡大と悪化の分かれ目となる 50 を上回る水準を維持しているものの、足元の状況は厳しいことを示唆している。業種別では、サービス業 (9月 53.0→10月 51.4) は前月から大幅に低下し、卸業や金融、不動産などが節目の 50 を下回った。一方で、航空輸送関連、郵便関連などが比較的好調を維持した。

なお、製造業と非製造業を合わせた総合 PMI は、前月比 1.1 ポイント低下 52.0 だった。

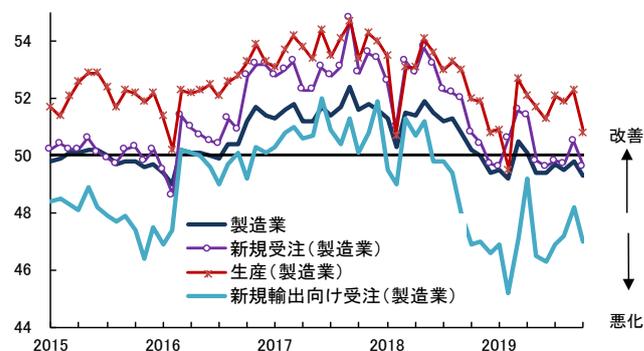
## 輸出 (通関統計、米ドルベース)

10月の輸出金額 (ドルベース) は、前年同月比▲0.9% となり、7~9月期 (▲0.3%) からマイナス幅が拡大した。ただ、当社試算の季節調整値でみると、10月の水準は7~9月期を0.8%上回っており、若干改善した。

主な仕向地別の動向をみると、米国向け (7~9月期前年同期比▲15.1%→10月前年同月比▲16.2%) は再び悪化した。日本向け (▲2.7%→▲7.8%) もマイナス幅が拡大した。ただ、EU 向け (+3.2%→+3.1%) は概ね同じ伸びを維持、ASEAN 向け (+12.2%→+15.8%) や台湾向け (+19.3%→+19.7%)、韓国向け (+1.9%→+5.5%) はいずれも伸びを高め、米国向けの落ち込みを補った。

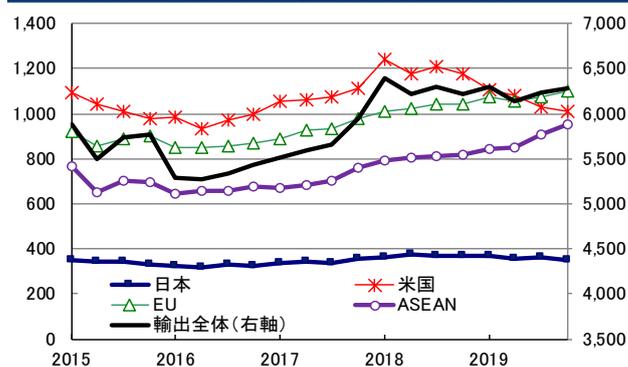
また、主な財別にみると、集積回路 (7~9月期前年同期比+24.6%→10月+9.5%) の伸びが大きく鈍化したほか、携帯電話 (▲8.0%→▲11.8%)、機械設備や電気製品を含む電機製品 (▲0.9%→▲2.4%) のマイナス幅が拡大しており、これらの持ち直しの動きは足踏みした。

PMI (担当者購買指数) の推移 (中立=50)



(出所) 中国国家统计局

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月。

## 社会消費品販売総額（小売販売）

10月の社会消費総額（小売販売）は、名目で前年同月比+7.2%と、9月の+7.8%から伸びが鈍化、6カ月ぶりの低い伸びとなった。また、自動車販売を除いても、9月の+9.0%から+8.3%へ鈍化した。物価の影響を除いた実質ベースでは10月に+4.9%、1~9月累計の+6.4%を大きく下回り、全般的に低迷している。

主な品目別内訳（名目）をみると、携帯電話の新機種発売を受けて通信機器（9月前年同月比+8.4%→10月+22.9%）が大きく増加したほか、日用品（+12.0%→+12.0%）にも堅調な動きがみられる。一方、建設用品（+4.2%→+2.6%）や家具（+6.3%→+1.8%）が前月から鈍化、自動車（▲2.2%→▲3.3%）は前年比マイナス幅が拡大した。

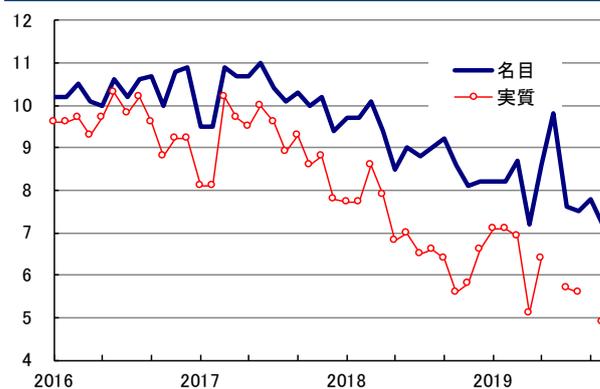
なお、乗用車販売を台数ベースでみると、10月は前年同月比▲5.8%となり9月（▲6.3%）から若干改善した。ただ、当社試算の季節調整値では9月の年率2,130万台から10月の2,112万台へ減少しており、回復の兆しは見られない。

## 固定資産投資（都市部）

10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）は前年同月比+3.7%となり、9月（+4.8%）から鈍化した。インフラ関連分野の伸びが9月の+7.9%から10月の+2.2%へ急減速したことが主因であり、中国政府はインフラ投資についても拡大方針を示しているが、掛け声通りには伸びていない現状が浮き彫りになった。

10月の伸びは7~9月の前年同期比+4.8%と比べても鈍化した。内訳をみると、インフラ関連分野（7~9月期前年同期比+5.1%→10月+2.2%）と不動産（+9.8%→+8.6%）が鈍化した。インフラ関連については、鉄道（+3.9%→▲15.8%）や水利・環境・公的施設（+5.1%→▲3.0%）がマイナスに転じた。一方で、全体の3割を占める製造業（+1.7%→+3.3%）は伸びを高めた。情報通信機器（+16.8%→+28.1%）や特殊機械（+11.0%→+17.2%）などが伸びを高めた一方で、自動車（+5.0%→▲15.3%）がマイナスに転じ、汎用機器（▲0.1%→▲4.0%）はマイナス幅が拡大、電気機械（▲6.8%→▲6.8%）は比較的大きなマイナスが続いた。

社会消費品販売総額の推移（前年同期比、%）

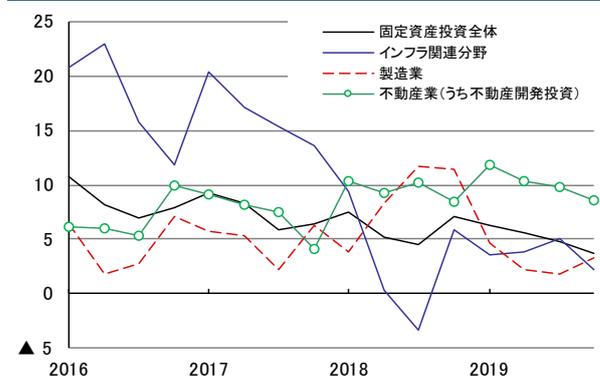


(出所) 中国国家统计局

(注) 最新期は10月期

(注) 6月、9月単月の実質ベースの実績が未発表

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32.0%、不動産業(うち不動産開発投資)は

17.7%、インフラ関連分野は22.8%を占める(2018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10月。

## 工業生産

10月の工業生産は、前年同月比+4.7%と9月（+5.8%）から伸びは大幅に鈍化した。産業別にみると、エネルギー業（9月前年同月比+5.9%→10月+6.6%）は伸びを高めたものの、製造業（+5.6%→+4.6%）や鉱業（+8.1%→+3.9%）は前月から鈍化し全体を押し下げた。製造業では、部品を含めた自動車（+0.5%→+4.9%）が前月から伸びを高めたものの、PC・通信機器を含む電子製品製造業（+11.4%→+8.2%）や特殊機器（+7.0%→+5.0%）、電気機械（+12.1%→+10.7）などが比較的高い伸びながら鈍化した。

主な財別では、産業ロボット（9月前年同月比▲14.6%→10月+1.7%）は前年を上回る伸びに転じたのほか、自動車（完成車、▲6.9%→▲2.1%）は下げ幅を縮小した。一方で、インフラ関連の鋼材（+6.5%→+3.5%）やセメント（+4.1%→▲2.1%）の生産などは軒並み悪化している。

## 消費者物価

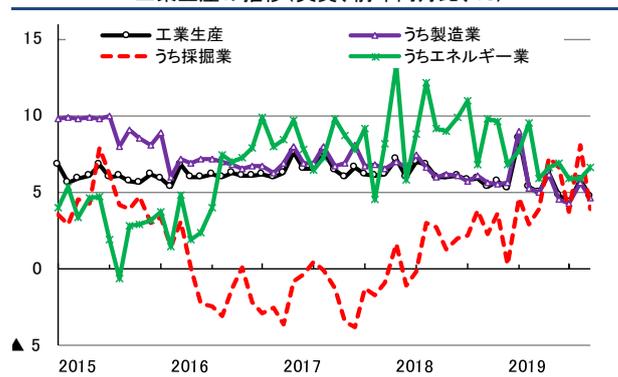
10月の消費者物価は、前年同月比で+3.8%上昇した。上昇率は前月（+3.0%）より0.8ポイント拡大し、ほぼ8年ぶりの高い伸びとなった。豚肉高騰の影響で食品（9月前年同月比+11.2%→10月+15.5%）が前月から一段と伸びを高めたことが主因。一方で、非食品（+1.0%→0.9%）は伸びがやや鈍化した。食品・エネルギーを除く総合（+1.5%→+1.5%）は前月と変わらず、食品以外の価格上昇圧力はさほど高まっていない。

食品の内訳をみると、豚肉（9月+69.3%→10月+101.3%）は前月から大幅に上昇した。また、豚肉の不足で牛肉や羊肉などの需要が拡大し、畜肉類商品価格も（+46.9%→+66.8%）一段と伸びを高めた。一方、非食品では光熱・水道・燃料（▲0.4%→▲0.8%）や自動車燃料・部品（▲12.1%→▲15.1%）が下げ幅を拡大している。

## 生産者物価

10月の生産者物価は、前年同月比▲1.6%と前月（▲1.2%）から下げ幅を拡大した。財別にみると、生産財（9月前年同月比▲2.0%→10月は▲2.6%）は前月から下げ幅を拡大したのに対し、消費財（+1.1%→+1.4%）は前月から伸びを高めた。

工業生産の推移(実質、前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局

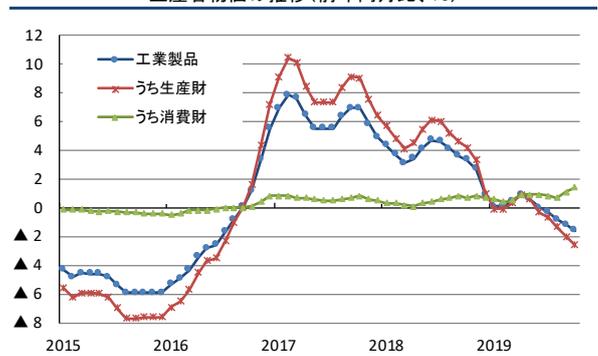
(注) 1、2月は月次データが公表されなため、累積値の前年同期比。

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局

生産者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局

(前年同月比、%)

生産財の内訳をみると、鉱産物（+0.6%→▲1.9%）がマイナスに転じたほか、原材料（▲4.8%→▲5.6%）、加工品（▲1.2%→▲1.5%）がマイナス幅を拡大した。一方、消費財の内訳をみると、食料品（+3.3%→+4.4%）の上昇が加速した一方で、日用品（+0.8%→+0.4%）は前月から鈍化した。

### 人民元相場

人民元相場は、米中貿易摩擦の緩和期待を背景に元対ドルで急伸し、11月に入り一時1ドル=7元を割り込む約3ヶ月ぶりの元高水準に戻した。ただ、その後は交渉の行方を見守りながら元安気味で推移している。

なお、10月の外貨準備高は、ドル安によってドル以外の外貨建て資産の価値が押し上げられた影響で前月より126億ドル増加し3兆1,050億ドルとなった。



(出所) 中国銀行