

## 中国経済：下げ止まりの兆し確認も不透明感残す（1～3月 GDP）

1～3月期のGDP成長率は10～12月期と同じ前年同期比+6.4%となり、減速に歯止めが掛かった。3月の経済指標では、米国向け輸出の下げ止まりや個人消費持ち直しなど景気改善の兆しを確認。ただ、製造業の設備投資や自動車販売は低迷が続いており、米中貿易摩擦も協議は進展しているが予断を許さない。当面は不透明感を払拭できない状況が続く見通し。

## 予想外のGDP成長率を支えた輸出入の動き

中国の経済指標は、3月に大幅な改善を見せた（詳細は後半の「主な指標の動き（2019年3月）」参照）。なかでも顕著なのは輸出であり、2月の米中貿易摩擦や春節の影響による大幅な落ち込み（前年同月比▲20.7%）から、3月は+14.2%へ切り返した。その結果、1～3月期で見れば前年同期比+1.0%とプラスを維持した。それでも10～12月期の+4.4%と比べれば大きく落ち込んだことにはなるが、これはドル建ての数字であり、人民元ベースでは10～12月期の前年同期比+8.5%から1～3月期は+6.7%への減速にとどまっている。

主な仕向地別に10～12月期から1～3月期にかけての動きを当社試算の季節調整値（ドルベース）で見ると、米国向けは10～12月期の前期比▲1.6%から1～3月期は▲4.8%へ落ち込みが加速したが、EU向けは1～3月期に+2.9%へ加速（10～12月期は+0.6%）、アセアン向けも+1.2%から+3.0%へ伸びを高めている。つまり、米国向けは確かに落ち込んだが、他の地域向けの輸出拡大がそれを補っており、輸出全体でも1～3月期は前期比+1.5%と増加している。

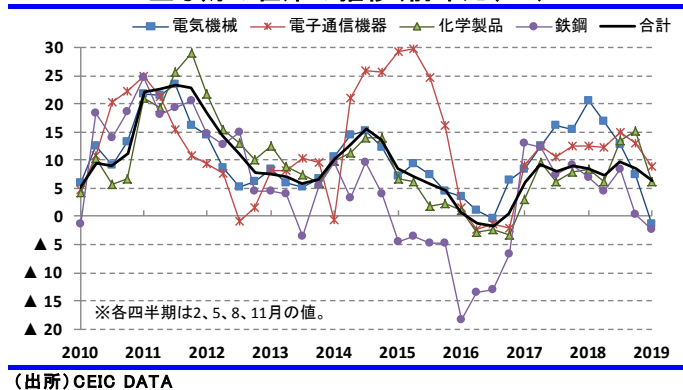
このように、1～3月期の輸出が思ったほど落ち込まなかったことが、予想外にGDP成長率が前年同期比+6.4%に踏みとどまった一因であろう。また、輸入がドルベースで10～12月期の前年同期比+4.8%から1～3月期に▲4.7%へ、人民元建てでも+9.1%から+0.3%へ急減速したことも、成長率を計算上で押し上げる要因となった。これを実態面の動きに読み替えると、需要の減速を専ら輸入の削減で吸収し、国内生産の伸びは維持したということになる。この場合、

在庫が必要以上に増加していないかどうかには留意することが肝要であるが、製造業PMI指数の在庫指数は3月まで50を下回っており、在庫統計を見ても2018年11月の前年同月比+8.6%から2019年2月は+6.2%へ伸びが鈍化するなど、在庫が積み上がっている様子はない。1～3月期の中国経済は、少なくとも数字の上では予想したほどには悪化せず、下げ止まりの兆しを見せたということになる。

## 製造業の固定資産投資や自動車販売は低迷続く

とはいえ、これで中国経済の復調が確実なものになったと考えるのは早計である。その理由を挙げると、第一に固定資産投資の落ち込みである。固定資産投資の動きを月単位で見れば、12月（前年同月比+5.9%）から3月（+6.5%）にかけて徐々に伸びを高めてはいるが、四半期単位では10～12月期の前年同期比+

主な財の在庫の推移（前年比、%）



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、株式会社伊藤忠総研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。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研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。

7.2%から1～3月期は+6.3%へ減速している。つまり、基調としては底打ちしたとは言い切れない。特に、製造業の急減速が顕著であり、インフラ関連分野でも鉄道や道路は伸びを高めているが、水利・環境で大きく減速しており、全体で見れば景気を大きく押し上げるほどではない。そうした中で、不動産業の堅調さが目立っているが、金融政策が緩和気味となっている現状では、むしろ不動産価格の上昇加速が懸念され、持続力には懸念が残る。やはり、本格的な景気回復には製造業の設備投資復調が待たれるところである。

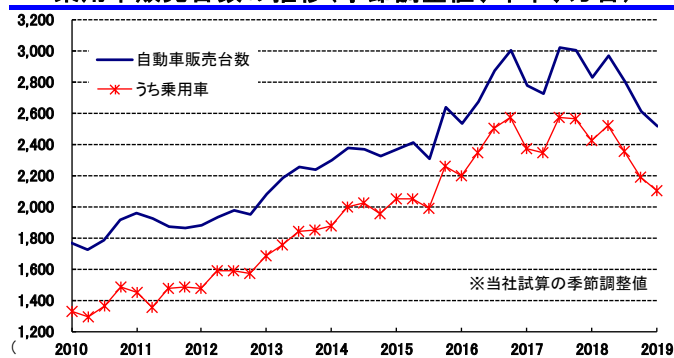
第二に、自動車販売の動向である。小売販売は総じて持ち直しており、個人消費はようやく復調の兆しを見せているが、物販で最大シェアを占める自動車販売は、未だ低迷している。自動車販売台数は3月に前年比のマイナス幅が大きく縮小(2月▲17.4%→3月▲6.9%)、下げ止まりを期待させる結果ではあったが、当社試算の季節調整値で四半期の推移を見ると、10～12月期の年率2,188万台から1～3月期は2,103万台まで減少、2015年通年の2,111万台を下回る水準まで市場が縮小している。政府(国家発展改革委員会)は1月29日、農村部の乗用車販売を促進する方針を打ち出しており、その効果が期待される。

### 米中通商協議は進展するも予断許さず

そして、第三は米中通商協議の行方である。3月28～29日には北京で、4月3～4日にはワシントンで、米国のライトハイザー通商代表部(USTR)やムニューシン財務長官と中国の劉鶴副首相が今年4回目、5回目の閣僚級会談を行い、協議は「新たな進展がみられ」、トランプ大統領は「合意がかなり近づいている」とするなど、大詰めを迎えている模様である。さらに、4月29日の週には北京で、5月第一週にはワシントンで協議が重ねられる見通しであり、5月下旬にも米中首脳会談を開催、最終的な合意に至るとの見方もある。

ただ、ここまでの頻度で閣僚級の協議を行っていることは、未だ米中両国の溝が深く、なかなか埋め切れないことの証左でもあろう。これまでの報道から判断する限り、幾つかの論点のうち、米国の対中貿易赤字については中国の輸入拡大によって削減する方向で合意できそうである。ただ、知的財産権の保護や技術移転の強要、非関税障壁、サイバーテロ、補助金といった「構造問題」については、中国が知的財産権や技術移転に関する法整備を進めるなど譲歩しており、妥協点を探る議論が続いている模様であるが、米国が許容できる水準に到

乗用車販売台数の推移(季節調整値、年率、万台)



(出所) 中国自動車技術研究センター

### これまでの米中通商協議と今後の見通し

月	日	場所	レベル	内容
1月	7～9日	北京	次官級	当初8日までの予定を1日延長
	30～31日	ワシントン	閣僚級	中国の輸入拡大と市場開放で一定の進展、技術移転強要や産業補助金など構造課題は難航
2月	14～15日	北京	閣僚級	構造改革に案して進展せず、トランプ大統領は期限延長を否定せず
	21～22日	ワシントン	閣僚級	知的財産侵害や技術移転の強要など構造問題への対応について覚書作成作業に着手
3月	1日	交渉期限		期限を1か月前後延長、首脳会談開催の方針
	12日	電話協議	閣僚級	合意文章の対立部分について協議、次回閣僚級協議の日程調整、首脳会談は来月以降へ
	28～29日	北京	閣僚級	合意文書について協議、米中双方において「新たな進展がみられた」と報じられる
4月	3～4日	ワシントン	閣僚級	トランプ大統領は「合意がかなり近づいており、4週間以内に合意に達する可能性がある」と明言
	29日の週	北京	閣僚級	ライトハイザー米通商代表部(USTR)代表とムニューシン米財務長官が北京訪問予定
5月	第一週	ワシントン	閣僚級	劉鶴副首相がワシントン訪問、交渉妥結と合意文章署名の米中首脳会談について発表?
	下旬?		首脳会談	合意文章に署名?

(注) 各種報道などから伊藤忠総研が作成

達できるかどうか予断を許さない。また、これまで引き上げた関税について、中国は即時撤廃、米国は段階的引き下げを求め平行線、合意事項を守らなかった際のペナルティについても激しい議論が行われていると伝わっており、最終的に落としどころが見出せるのかどうか見通し難い。

さらに言えば、今回、関税について一定の合意に至ったとしても、米国は輸出や投資の規制強化により中国への技術流出を制限する姿勢を強めており、それが新たな摩擦の火種となる恐れがある。関税引き上げ合戦が終息すれば、大きな景気下押し要因が一つ解消されることになるのは間違いないが、それが米中間の摩擦の終焉を意味するわけではない点には十分に留意しておくべきであろう。

## 主な指標の動き (2019年3月)

## GDP

2019年1~3月期の実質のGDP成長率は、2018年10~12月期と同じ前年同期比+6.4%となり、1年ぶりに下げ止まった。また、2019年通年目標の6%~6.5%を維持した。産業別には、三次産業(2018年10~12月期前年同期比+7.4→2019年1~3月期+7.0%)の伸びが低下した一方で、二次産業(+5.8%→+6.1%)が前期から高まった。三次産業の減速は、情報通信・ソフトウェア・情報技術サービス(+29.1%→+21.2%)や交通運輸・倉庫業(+8.7%→+7.3%)の伸びの低下が主因である。一方で、卸売・小売業(+5.5%→+6.5%)やホテル・飲食(+5.8%→6.0%)といった個人消費関連のほか、不動産業(+2.0%→+2.5%)の伸びが高まった。

二次産業については、製造業(+5.7%→+6.5%)が大幅に加速し全体をけん引、建築業(+6.1%→+6.2%)もインフラ投資拡大策により小幅に加速した。

## PMI (購買担当者指数)

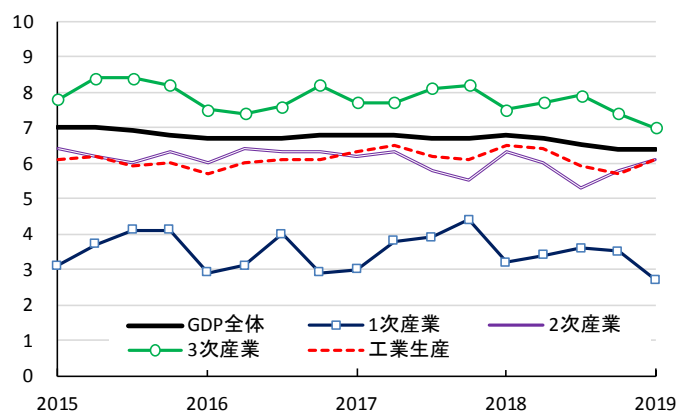
3月の製造業PMIは、前月の49.2から50.5へ上昇し、5ヶ月ぶりに拡大・縮小を判断する節目となる50を上回った。政府による景気対策の効果が出始めた可能性があることに加え、春節(旧正月)休暇が前年より早く<sup>1</sup>、影響の大部分が2月中に出尽くしたこともある。

主な内訳みると、生産(2月49.5→3月52.7)や、新規受注(50.6→51.6)が2ヶ月連続で前月から上昇、いずれも50を上回った。新規輸出受注

(45.2→47.1)、輸入(44.8→48.7)はいずれも50以下が続いたものの、前月から大幅に上昇した。また、完成品在庫(46.4→47.0)も小幅上昇したが、50を下回る水準が続いており、在庫の積み上がり感はない。一方で、原油相場の上昇を反映して購買価格(51.9→53.5)が前月から上昇、雇用(47.5→47.6)は前月比0.1ポイントのわずかな上昇にとどまるなど、景気にネガティブな状況も見られた。

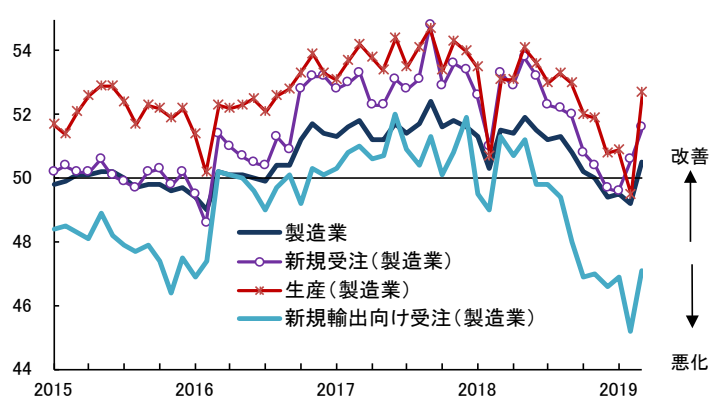
3月の非製造PMIは54.8となり、前月(54.3)から0.5ポイント上昇した。業種別では、サービス業(2月53.5→3月53.6)が前月から小幅上昇、建築業(59.2→61.7)が2.5ポイントの大幅上昇となった。製

実質GDP(産業別)の推移(前年同期比、%)



(出所) 中国国家统计局

PMI(担当者購買指数)の推移(中立=50)



(出所) 中国国家统计局

<sup>1</sup> 2018年の春節休暇は2月15~21日、2019年は2月4~10日。

造業と非製造業を合わせた総合 PMI は、前月比 1.6 ポイント上昇の 54.0 だった。

### 輸出（通関統計、米ドルベース）

3 月の輸出金額（ドルベース）は、前年同月比 +14.2%（2 月▲20.7%）と大幅なプラスに転じ、5 ヶ月ぶりの高い伸びとなった。2 月から 3 月にかけては春節休暇の影響により月次データには歪が生じるため、四半期の推移を当社試算の季節調整値で見ると、1~3 月期は 10~12 月期に比べ +1.5% と比較的低い伸びを維持している。

なお、主な仕向け地別の動向を見ると、米国向け（2 月▲28.6%→3 月+3.7%）が 4 ヶ月ぶりにプラスに転じた。米国以外向けでは、EU 向け（▲13.2%→+23.7%）、アセアン向け（▲13.2%→+24.8%）、日本向け（▲9.5%→+9.6%）、韓国向け（▲6.9%→+6.7%）がいずれも好調、香港向け（▲26.5%→▲0.9%）もマイナス幅が大幅に縮小した。四半期で見ると、米国向けが 10~12 月の前年同期比 +6.3% から 1~3 月期は▲9.0% と大幅なマイナスに転じたが、米国向けを除くと全体で +3.9% から +3.2% への小幅な鈍化にとどまっている。

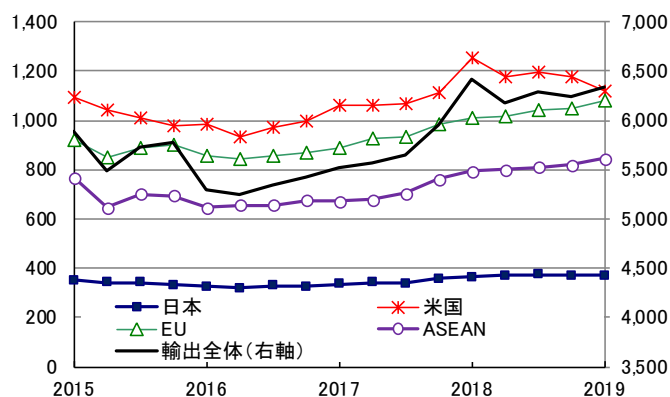
また、主な財別にみると、米国の関税引き上げ対象が多く含まれている電機製品（10~12 月期前年同期比 +3.1%→1~3 月期 0.0%）やハイテク製品（+2.9%→▲1.9%）のみならず、衣服・繊維製品（+0.9%→▲2.2%）も減少した。一方、電子集積回路（+20.2%→+21.5%）が一段と伸びを高めた。

### 社会消費品販売総額（小売販売）

3 月の社会消費品販売総額（小売販売）は、前年同月比 +8.7% と前期 1~2 月の +8.2% から伸びが高まった。四半期では、10~12 月期の前年同期比 +8.3% から 1~3 月期も変わらずで下げ止まり、物価上昇を除いた実質では、10~12 月期の +6.0% から 1~3 月期は +6.9% へ大きくリバウンドした。品目別に 1~2 月から 3 月にかけての動きを見ると（名目）、食料品（1~2 月前年同期比 +10.1%→3 月 +11.8%）や日用品（+15.9%→+16.6%）など生活必需品は底固く推移している。

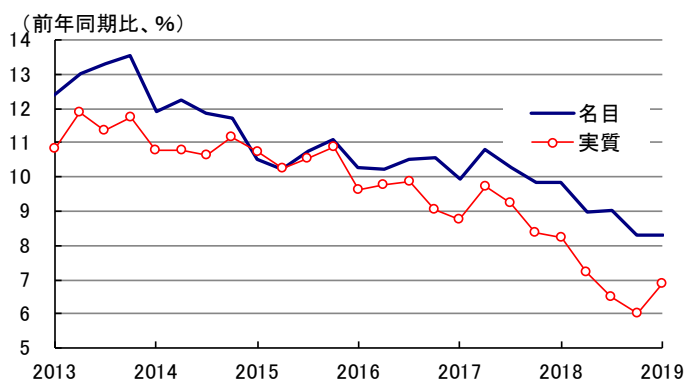
また、家電製品（+3.3%→+15.2%）や通信機器（+8.2%→+13.8%）は大幅に回復、家具（+0.7%→+12.8%）や建築資材（+6.6%→+10.8%）といった住宅関連も好調であった。一方、自動車（▲2.8%→▲4.4%）のマイナス幅は拡大し、低迷が続いた。

仕向け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3月。

社会消費品販売総額の推移（前年同期比、%）



（出所）中国国家統計局  
（注）最新期1~3月

自動車販売（乗用車）を台数ベースで見ると、3月は前年同月比▲6.9%と2月（▲17.3%）からマイナス幅が縮小したが、1～3月期では前年同期比▲13.8%となり10～12月期（▲15.0%）から小幅改善にとどまり、当社試算の季節調整値でも1～3月期は年率2,103万台と10～12月期の2,188万台から減少するなど、低迷から脱していない。

### 固定資産投資（都市部）

3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1～2月の前年同期比+6.1%から3月は+6.5%へ伸びが高まった。ただ、1～3月でみれば前年同期比+6.3%と10～12月期（+7.2%）を下回った。

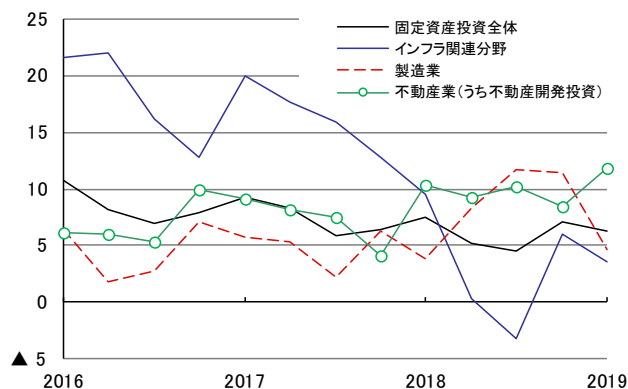
主な内訳をみると、製造業（10～12月期+11.5%→1～3月期+4.6%）が大幅に鈍化した。製造業のうち、電気機器（+24.5→▲3.1%）や自動車（+8.4%→▲1.0%）がマイナスに転じたほか、情報通信機器（+12.5%→+5.5%）の伸びが鈍化した。インフラ関連分野（+6.0%→+3.6%）では、鉄道（+9.5%→+11.0%）や道路（+6.3%→+10.5%）の伸びが高まった一方、水利・環境・公的施設管理業（+6.1%→+1.0%）が鈍化した。不動産業（+8.4%→+11.8%）は堅調さを維持した。

### 工業生産

3月の工業生産は、前年同月比+8.5%と1～2月（+5.3%）から伸びが大幅に加速して約4年半ぶりの高い伸びとなった。製造業（1～2月期前年同期比+5.6%→3月+9.0%）、鉱業（+0.3%→+4.6%）とも拡大ペースが加速した。

主な財別でみると、インフラ投資の復調を背景に、関連するセメント（1～2月期+0.5%→3月+22.2%）や粗鋼（+9.2%→+10.0%）などの伸びが高まったほか、自動車補助金政策の効果を期待して自動車（▲15.1%→▲2.6%）のマイナス幅が縮小した。業種別では、通信機器・電子設備産業（+6.0%→+10.2%）や電気機械設備産業（+8.0%→+15.2%）が大幅に伸びを高めた。

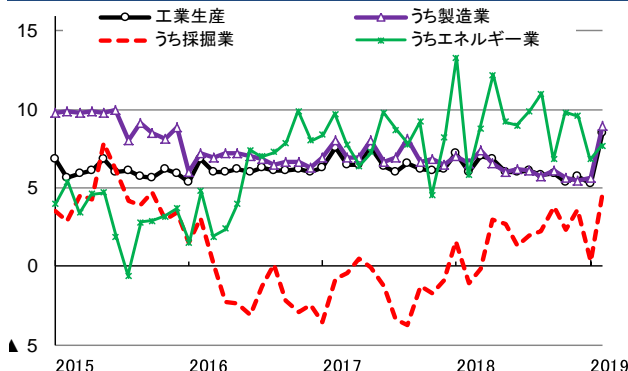
固定資産投資の推移（前年同期比、%）



(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1-3月。

工業生産の推移（実質、前年同月比、%）



(出所) 中国国家统计局

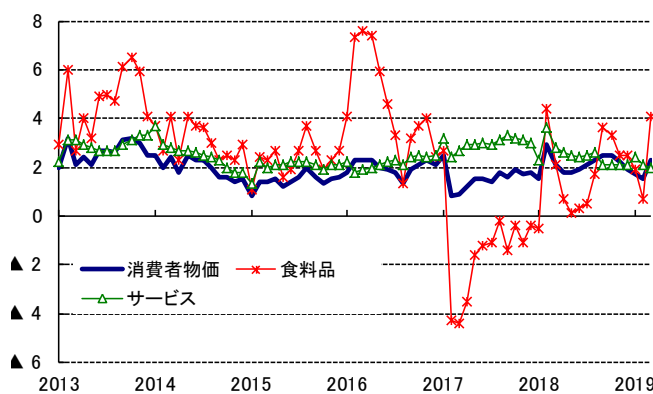
- (注) 1、2月は月次データが公表されないため、累積値の前年同期比。

## 消費者物価

3月の消費者物価は前年同月比+2.3%と、前月(+1.5%)から大幅に伸びを高めた。野菜や豚肉などの食品価格(2月+0.7%→3月+4.1%)の値上がりが全体を押し上げており、非食品(+1.7%→+1.8%)は前月から小幅拡大にとどまった。そのため、食品・エネルギーを除く総合では前月の前年同期比+1.8%から変わらずであった。

食料品のうち、豚肉が豚コレラの広がりでも供給が減少した影響で価格が大幅に上昇した(▲4.8%→+5.1%)。また、多くの地域で低温が続いたため、生鮮野菜(+1.7%→+16.2%)も大きく伸びを高めた。非食品では、石油製品の価格引き上げが2回行われたことから、自動車燃料・部品(▲2.9%→+3.3%)がプラスに転じた。

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局

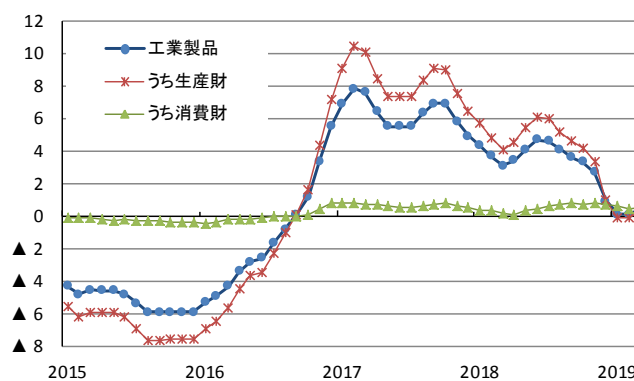
## 生産者物価

3月の生産者物価は、前年同月比+0.4%となり、2月の+0.1%から伸びを高めた。前月比も+0.1となり、5ヶ月ぶりのプラスに転じた。

財別に見ると、生産財(2月前年同期比▲0.1%→3月+0.3%)がプラスに転じたが、うち鉱産物(+1.8%→+4.2%)は伸びを高め、原材料(▲1.5%→▲0.6%)はマイナス幅が縮小した。原油価格の上昇を背景に、石油・天然ガス採掘業(▲0.6%→+9.7%)や石油・石炭その他燃料加工業(▲0.9%→+3.5%)で上昇が目立った。

消費財(+0.4%→+0.5%)も前月から伸びを高めたが、うち耐久消費財(▲0.6%→▲0.7%)はマイナス幅が拡大した一方で、食品(+0.8%→+1.2%)が前月から伸びを高めた。

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、%)

## 人民元相場

人民元相場は、このところ対ドルで6.70元前後の横ばい推移となっている。中国の経済指標改善は元高材料となるが、米中通商協議の進捗が滞っていることから方向感を失っている模様である。

3月末の外貨準備高は、5か月連続の増加となる前月比+86億ドルの3兆988億ドルとなった。保有する外国債の評価額が利回り低下によって増加したため。

人民元相場の推移(元/米ドル)



(出所) 中国銀行