

中国経済：輸出低迷で停滞続くが米中通商協議再開は朗報

中国経済は、輸出の低迷が続き停滞状態から脱していない。政府の景気刺激策はインフラ投資や耐久財消費に一定の効果が出始めており、金融面でも資金供給は十分に拡大、今後の緩和余地もあるため、引き続き景気を下支えしよう。ようやく米中首脳会談の実施が決まり、貿易摩擦緩和への期待を残したことは、経済活動の過度な委縮を避けるという意味で明るい材料。

輸出の低迷で景気の停滞が続く

5月の経済指標は、中国経済が未だ停滞から脱していないことを示した。輸出は、4月の前年同月比マイナスから5月はプラスに転じ、前月比でも増加するなど改善が見られたが、4~5月を均してみればマイナスであり、1~3月期のプラスから悪化している（詳細は後半の「主な指標の動き（2019年5月）」参照）。そうした中で、昨年終盤以降、景気を下押ししたスマートフォン関連について、輸出が前年比のマイナス幅を大きく縮小させ、国内販売では通信機器の伸びが高まるなど、持ち直しの動きを見せている。当社が従前から指摘している中国経済減速3要因（①デレバレッジ、②情報関連分野の調整、③米中貿易摩擦）のうち、情報関連分野については底入れの兆しが見られたと言えそうである。

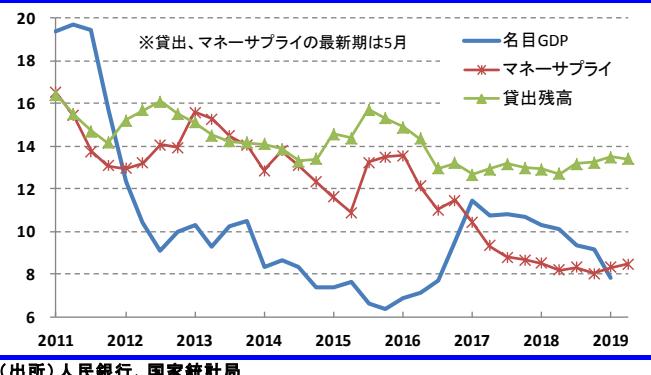
しかしながら、米中貿易摩擦の影響は、むしろ本格化しつつある。米国向け輸出は4~5月も比較的大きな減少が続いているが、昨年末にかけての駆け込み輸出が反動落ちし、第3弾10%までの関税引き上げの影響が表面化しているためであろう。さらに、製造業の設備投資にまで悪影響が波及、5月は若干伸びを高めたものの（4月前年同月比▲1.2%→5月+3.2%）、2018年通年の前年比+9.5%を大きく下回る伸びにとどまっている。今後は、5月に米国が決めた第3弾分の追加関税引き上げ（10%→25%）による影響が出始める。米国向け輸出や製造業の設備投資には、引き続き下押し圧力がかかることとなろう。

政策効果は徐々に顕在化

そうした中、政府は需要を刺激し景気を下支えするための施策を幅広く打ち出しており、その効果は十分とは言えないものの、インフラ投資は鉄道分野で4~5月平均で前年比2割増近くまで伸びを高め、家電製品や自動車などの耐久消費財販売にも持ち直しの動きが見られるなど、徐々に表れ始めているようである。こうした動きを受けて、スマートフォンや半導体の生産に復調の動きが見られ、インフラ関連の鋼材やセメントの生産は堅調な拡大を見せるなど、関連分野にはある程度の改善が確認されている。

また、金融面についても周知の通りデレバレッジ政策を一時棚上げし、専ら量的な面で緩和の度合いを強めることで、景気の底上げを図っている。5月の貸出残高は前年同月比+13.4%と極めて高い伸びを持続、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による資金供給は引き続き抑制しているため、マネーサプライ（M2）の伸びは5月も

マネーサプライ、貸出残高と名目GDP（前年同月比、%）



（出所）人民銀行、国家統計局

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。作成時点では、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。

前年同月比+8.5%にとどまっている。ただ、それでも、1~3月期の名目GDP成長率+7.8%（前年同期比）を上回っており、しかも、伸びは緩やかとはいえ拡大傾向にある。

今後の緩和余地もまだ十分にある。消費者物価上昇率は5月に前年同月比+2.7%まで上昇、3%程度とする政府目標に近づいているが、主に疫病による供給減を受けた豚肉や、気候変動の影響による生鮮商品の値上がりによるものであり、食品を除くと+2.0%にとどまっている。この程度であれば、物価動向は金融緩和の大きな制約とはならないだろう。緩和の手法についても、政策金利とされる預金基準金利（1年）は1.5%、貸出基準金利（1年）は4.35%であり、いずれも引き下げ余地はある。量的な面でも、このところの緩和手段の中心である預金準備率（大手銀行）は13.5%と依然水準は高い。

米中通商協議の再開は朗報

政策対応余地があるとは言っても、中国経済の先行きを見通す上で最大の注目点が米中貿易摩擦の行方であることは言うまでもない。その米中通商協議は、一定の合意が得られ関税合戦に終止符が打たれると期待されていたが、5月のトランプ大統領のツイッターにより暗礁に乗り上げた¹。そればかりか、米国は対中追加関税第4弾の実施に向けて準備を進めており、米通商代表部（USTR）は6月17日から関税引き上げに関する公聴会を開始、7月上旬まで実施し、その結果も踏まえて最終判断される。公聴会では、小売業界やベビー用品、衣料品や靴業界などから慎重論が出されたようであるが、トランプ大統領がそうした声に耳を傾けるかどうかは、全く予測不可能である。

そして、最大の注目点は、G20大阪サミット（6/28-29）に合わせて、ようやく開催が決まった米中首脳会談である。今後、急ピッチで事務レベルの協議が進められるとみられるが、ロス米商務長官が「G20では、よくても前向きに協議を再開するという合意にとどまりそうだ」とコメント²するなど、残り10日程度という限られた時間で、両者が合意に至るまで協議が進む可能性は高いとは言えない。

改めて米中の論点を確認すると、米国の要求は、デジタル分野の対応、技術移転強要の法制化、国有企業への補助金見直しなどであり、既に合意済みの点について中国が再交渉を求めたため第3弾の追加関税引き上げを決めたと主張している。一方の中国は、その米国の主張を間違いとしたうえで、合意のための条件として①全ての追加関税の撤廃、②現実的な米国からの輸入規模、③合意文章のバランス改善、を示した。米国は従前より追加関税は状況を見ながら廃止したいとしており、第4弾をちらつかせての高圧的な姿勢からは対等な合意文章を受け入れる姿を想像し得ない。今回の首脳会談での合意は、やはり難しいのだろう。

中国の主張（貿易協議に関する白書より）

- ・中国が既に同意していた通商合意の一部を撤回したとの米国側の主張は間違い
- ・米国との貿易戦争を望まないが、それを恐れることもないだろう
- ・通商合意の前提条件は以下の通り
①米国の全ての追加関税撤廃
②中国による米国製品の購入を現実的なものとする
③合意のテキストで適切なバランスを保つこと

（出所）bloomberg

それでも、会談見送りとなれば米中の摩擦激化が懸念され、米中のみならず、両国と関係の深い国を中心に世界的に企業活動が慎重化し、消費者の行動にも悪影響を与え、世界経済失速の可能性が高まっていたはずである。首脳会談の実施は、先行きの状況改善に期待を残した点で朗報であろう。

¹ 詳細は2019年5月22日付 Economic Monitor「中国経済：米中通商協議の中止により再び視界不良に」参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2019/1662/>

² 2019年6月17日bloomberg報。パリでのインタビュー。

主な指標の動き（2019年5月）

PMI（購買担当者指数）

5月の製造業 PMI は、前月の 50.1 から 49.4 へ鈍化した。

3 カ月ぶりに、拡大・縮小を判断する節目となる 50 を下回った。

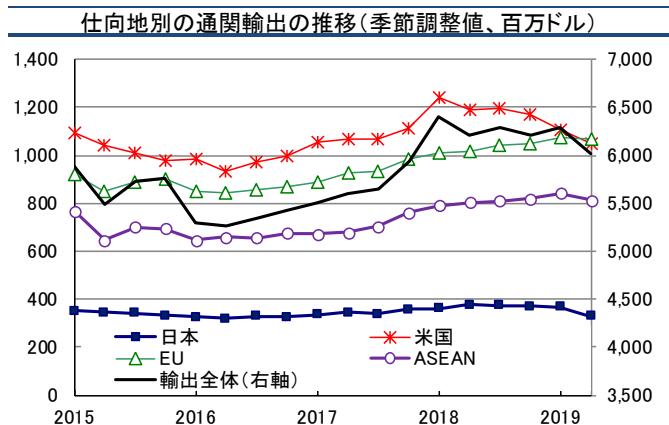
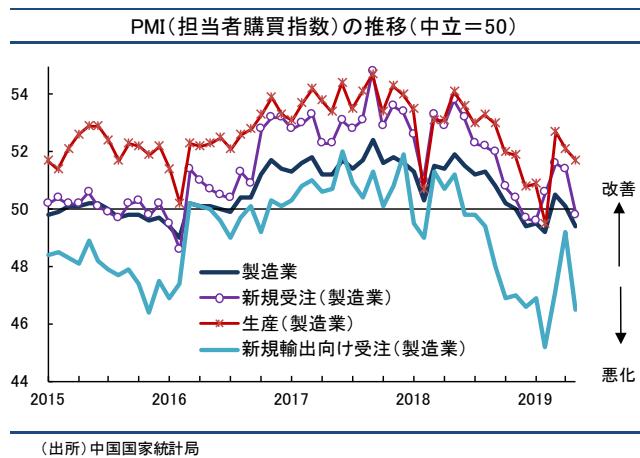
主な内訳をみると、新規輸出受注（4月 49.2→5月 46.5）の急低下を受けて、新規受注（51.4→49.8）が4ヶ月ぶりに 50 を下回った。外需の落ち込みを内需で支えきれない状況であることを示している。ただ、生産（52.1→51.7）は、若干低下したものの 50 超を維持、拡大が続いている。そうした中で、原材料在庫（47.2→47.4）、完成品在庫（46.5→48.1）が小幅ながら上昇、引き続き 50 を下回っており過剰感はないものの、在庫の積み上がりがみられた。また、雇用（47.2→47.0）が2ヶ月連続で前月比悪化、リーマン・ショック直後以来となる約 10 年ぶりの低水準となり、雇用調整圧力が一段と強まっている。

5月の非製造 PMI は 54.3 と前月（54.3）から横ばいとなり、引き続き 50 を大きく上回る高い水準で推移している。業種別では、サービス業（4月 53.3→5月 53.5）が前月より 0.2 ポイント上昇し好調さを維持、建築業（60.1→58.6）は前月から悪化したが、引き続き高水準にある。なお、製造業と非製造業を合わせた総合 PMI は、前月比 0.1 ポイント低下の 53.3 だった。

輸出（通関統計、米ドルベース）

5月の輸出金額（ドルベース）は、前年同月比 +1.1% となり、4月（▲2.7%）のマイナスから2ヶ月ぶりのプラスに転じた。当社試算の季節調整値でも前月比 +3.3% と2ヶ月ぶりに増加した。ただ、4~5月を均すと前年同期比▲0.7%となり、1~3月の+1.0%から反転減少、季節調整値でも4~5月期の水準は1~3月期を 2.8% 下回っており、輸出は軟調に推移している。

主な仕向け地別の動向をみると、米国向け（4月前年同月比▲13.1%→5月▲4.2%）は前月からマイナス幅が大幅に縮小した。米国が検討を開始した対中追加関税第4弾の対象 3,805 品目で駆け込み輸出が膨らんだ可能性がある。それでも、4~5月平均（季節調整値）では1~3月期を 2.4% 下回っており、下げ止まったとは言い切れない。米国以外では、日本向け（4~5月平均の 1~3 月期比▲5.0%）や台湾向け（▲4.1%）の落ち込みが目立つほか、EU 向け（▲0.7%）、アセアン向け（▲1.8%）も減少が続いた。香港向け（+0.8%）は下げ止まりの動きが見られたが、中国外向けは総じて軟調であった。



また、主な財別にみると、集積回路（1～3月期前年同期比+21.5%→4～5月期+19.3%）がやや鈍化した一方、スマートフォン（▲18.9→▲11.6%）のマイナス幅は大幅に縮小した。米国との貿易摩擦において注目されるレアアース（▲8.1%→▲13.8%）は、輸出規制の導入が検討される中でマイナス幅を拡大、単月では4月の前年同月比▲8.8%から5月に▲18.9%と急速に落ち込んでいる。

社会消費品販売総額（小売販売）

5月の社会消費総額（小売販売）は、前年同期比+8.6%と前月（+7.2%）から加速、物価の影響を除いた実質ベースでも+6.4%と前月（+5.1%）から伸びを高めた。ただ、4～5月平均では前年同期比+7.8%であり、1～3月期の+8.3%には及ばなかった（実質でも1～3月期の+6.9%に対して4～5月は5.8%と鈍化）。

品目別にみると、家電製品（4月前年同月比+3.2%→+5月+5.8%）や通信機器（+2.1%→6.7%）など耐久財が前月から伸びが加速、自動車（▲2.1%→+2.1%）はプラスに転じた。そのほか、日用品（+12.6%→+11.4%）はやや鈍化したが、食料品（+9.3%→5月+11.4%）、化粧品（+6.7%→+16.7%）、通信機器（+2.1%→+6.7%）いずれも伸びが加速した。

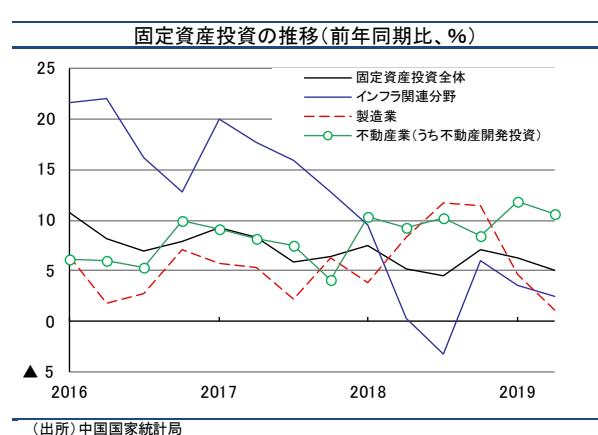
なお、自動車販売（乗用車）を台数ベースでみると、5月は前年同月比▲17.4%と4月（▲17.7）からマイナス幅が若干縮小した。当社試算の季節調整値でみると、1～3月期の年率2,092万台から4～5月期は2,105万台へ小幅増加しており、下げ止まりが期待される状況。

固定資産投資（都市部）

5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+4.3%と4月（+5.7%）から伸びが鈍化、4～5月でも、1～3月期の+6.3%から+5.0%へ減速した。

分野別では、鉱業（1～3月期+14.8%→4～5月+34.4%）が大幅に加速した一方で、電気機器（▲3.1%→▲8.3%）や汎用機器（+6.8%→▲2.9%）、金属加工（+2.7%→▲10.4%）を中心に製造業（+4.6%→+1.1%）が一段と減速した。インフラ関連分野は、鉄道（+11.0%→+18.2%）が大きく伸びを高めたが、道路（+10.5%→+2.5%）や

運輸倉庫（+6.5%→+3.7%）が鈍化しており、全体としては弱い。不動産業は、4～5月期に前年同期比+10.6%と1～3月期（+11.8%）からやや鈍化したが、引き続き高い伸びを維持している。



工業生産

5月の工業生産は、前年同月比+5.0%と4月(+5.4%)から伸びが鈍化し、約17年ぶりの低い伸びとなった。産業別にみると、鉱業(4月+2.9%→5月+3.9%)が伸びを高めたのに対し、製造業(+5.3%→+5.0%)が小幅鈍化、電気・ガスを含む公益事業(+9.5%→+5.9%)は大きく減速した。製造業のうち、PC・通信機器含む電子部品製造業(+12.4%→+10.2%)が高い伸びを維持したのに対し、自動車製造業(▲1.1%→▲4.7%)は前年同月比マイナス幅が拡大した。

主な財別でみると、インフラ投資関連製品では、鋼材(4月+11.5%→5月+11.5%)が高い伸びを維持、セメント(+3.4%→+7.2%)が前月から加速した。また、半導体(▲2.1%→+6.7%)やスマートフォン(+1.9%→+2.4%)も前月から伸びを高めた。一方で、自動車は、販売は下げ止まりつつあるが生産(▲15.8%→▲21.5%)は前月から下げ幅を拡大した。

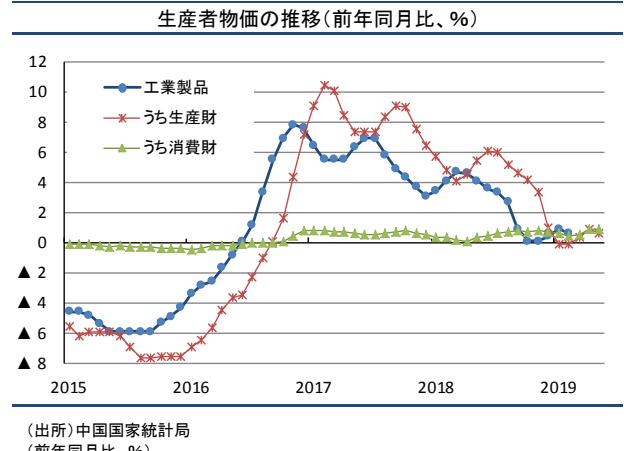
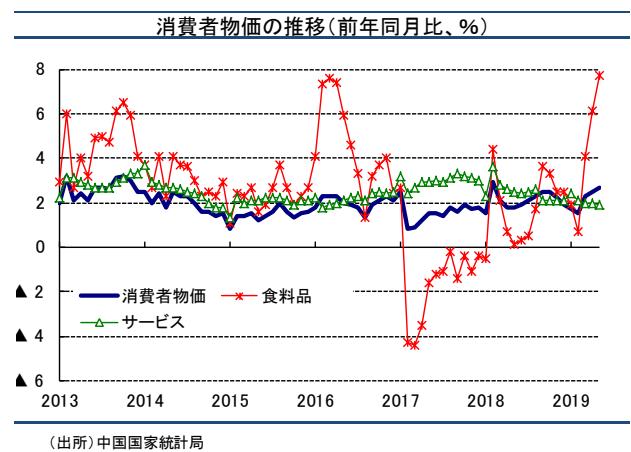
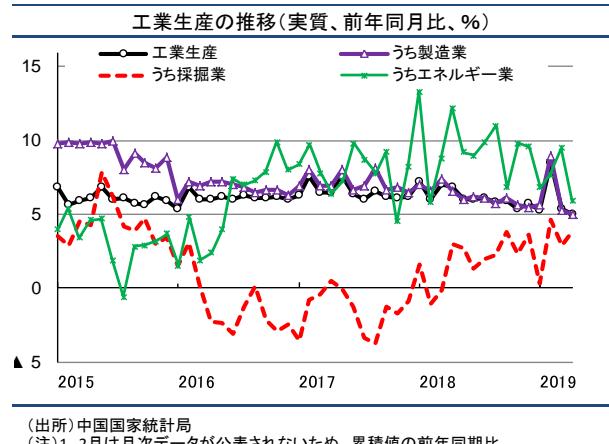
消費者物価

5月の消費者物価は前年同月比+2.7%と前月(+2.5%)からさらに加速しており、15ヶ月ぶりの高い伸びとなった。うち、食品価格(4月+6.1%→5月+7.7%)が3ヶ月連続で加速し、物価全体を押し上げた。ただ、非食品(+1.7%→+1.6%)は前月から伸びが鈍化しており、食品・エネルギーを除く総合も前年同期比+1.6%と前月(+1.7%)から0.1ポイント鈍化、物価上昇加速は食品に限られる。

食品の内訳を見ると、豚コレラの蔓延および米中貿易摩擦を受けた輸入減少³により供給不足に陥った豚肉(4月+14.4%→5月+18.2%)が一段と伸びを高めたほか、主要産地が悪天候に見舞われた生鮮果物(+11.9%→+26.7%)も前月から大幅に上昇した。非食品では、原油価格の下落を反映して自動車燃料・部品(+0.2%→▲1.4%)がマイナスに転じたほか、在庫調整中とみられる通信機器(▲1.2%→▲1.5%)が前月から下げ幅が拡大した。

生産者物価

5月の生産者物価は、前年同月比+0.6%となり、4月(+



³ 1~4月累計豚肉輸入量が前年同期比▲0.9%、うち米国から▲53.6%と大幅に減少した。

0.9%) から一段と鈍化している。財別にみると、消費財 (+0.9%) は前月から横這いであったが、生産財 (4月+0.9%→5月+0.6%) ののみが鈍化した。生産財の内訳をみると、鉱産物 (+5.3%→+6.1%) が前月から伸びを高めたが、加工品 (+0.9%→+0.5%) は前月から鈍化、原材料 (0.0%→▲0.6%) はマイナスに転じた。

なお、消費財のうち、耐久消費財 (▲0.6%→▲0.8%) は前月から下げ幅が拡大し需給の弱さを示唆、食品 (+1.9%→+2.2%) や一般日用品 (+0.3%→+0.4%) は前月から伸びを高めた。

人民元相場

人民元相場は5月に対ドルで2.5%下落し、2018年半ば以来最大の月間下落率を記録した。5月半ば以降は概ね1ドル=6.9元程度の横ばい推移が続いたが、中国人民银行の易綱総裁の発言⁴が元安容認と受け止められ、一時1ドル=6.96元台まで下落するなど、足元はやや元安地合いとなっている。

なお、一部には、米国による追加関税の影響を緩和するため中国通貨当局が元安誘導しているという見方があるが、過去においては元安が資本流出に繋がる恐れがあるため、その可能性は低いと考えられる。当局が人民元の対ドル基準値を人民元高方向に設定する日が散見されることがその証左である。



⁴ 6月7日ロイター報によると、中国人民银行の易綱総裁は、中国や世界経済にとって人民元の「多少の柔軟性」が好ましいとし、人民元相場については「数値」が他より重要というわけではないと発言した。この発言を市場参加者の多くは、人民银行が一定の相場水準を死守するわけではなく、緩やかな元安であれば容認すると受け止めた模様。