

## 米中摩擦一服で持ち直すも 6%割れを許容（11月主要経済指標）

米中貿易協議が一応の合意に至り、当面の不透明さは払拭されたため、中国経済は輸出の復調や設備投資の再開をきっかけに前向きの動きを取り戻そう。ただ、中央経済工作会議が示した2020年の姿は安定成長を目指しながらも減速を許容しており、中国経済は一旦持ち直したあと、構造改革を進めるため持続可能なペースを目指して再び緩やかに減速していくとみられる。

## 米中貿易摩擦は「第1段階の合意」に到達

12月13日、米中貿易協議はようやく「第1段階の合意」に達した。その内容は、既に多く報道されている通り、中国が農産品を中心に米国から輸入を拡大するほか、知的財産権・技術移転強要への対応、企業に対する補助金の抑制、通貨政策の透明性確保など、所謂「構造問題」へ取り組むことに対して、米国は追加関税第4弾の前半部分の税率を縮小（9月実施済分を15%から7.5%へ）、12月15日に実施予定だった後半部分の実施を見送るものであり、10月の「部分合意」から更に踏み込んだ内容になった<sup>1</sup>。現時点では、中国の輸入額や構造問題への取り組みなどについて、米中の報道に相違点もあり、合意内容の最終調整が続けられているものと推察される。最終的な合意文章は1月初にも両国首脳によって署名される見通しであり、どのようなところで落ち着くのか注目される。

## 「第1段階の合意」の主な内容

中国	米国
米国産の農畜産物の輸入拡大（米国発表では500億ドル） 米国からの輸入を今後2年間で2,000億ドル拡大 知的財産権の保護、技術移転の強制の見直し 為替、金融サービスの問題についても合意	関税引き上げ第4弾後半部分（12/15～1,600億ドル相当対象）の実施を見送り 関税引き上げ第4弾前半部分（9/1～1,200億ドル相当対象）の引き上げ幅縮小（15%→7.5%）
共通	
合意文書は来年1月初めにワシントンで署名後、公表 追加関税を段階的に取り消す 合意の違反があった場合には、紛争解決の執行メカニズムに基づき、米中双方が関税を課することができる	
<small>（出所）各種報道に基づき伊藤忠総研が作成</small>	

いずれにしても、今回の合意によって、関税引き上げ合戦がひとまず休戦となったばかりか、中国が強く求めていた既存の追加関税の撤廃（引き下げ）についても、第4弾前半の税率半減だけとはいえ実現したことは、合意すら困難だという向きもあった中で、想定以上の結果だと言えるだろう。

その背景について考えると、今回実施が見送られた第4弾後半部分は、中国製品のシェアが高い消費財が多く含まれており、仮に関税を引き上げていたとすれば、代替品の調達が困難なため、米国の流通業者や消費者に増税負担の大部分を背負わせる可能性が高かったとみられる。

## 追加関税の状況

追加関税 （開始時期）	中国→米国	
	取引額	関税
第1～3弾 （2018/7-9）	2,500 億ドル	25% → 据え置き
第4弾前半 （2019/9/1）	1,200 億ドル	15% → 7.5%
第4弾後半 （2019/12/15）	1,600 億ドル	15% → 見送り

<sup>1</sup> 「部分合意」については、2019年10月29日付 Economic Monitor 「中国経済：内需の停滞により成長率は一段と鈍化（7～9月期 GDP）」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2019/1754/>

大統領選が本格化している現状に照らせば、消費者などからの反発を買う恐れの高い関税引き上げは、トランプ政権にとって有効なカードとはなり得なかったのだろう。それよりも、農産品輸入の拡大という成果を勝ち取った方が得策であり、それが故に第4弾前半分の追加関税引き下げという譲歩をしてまで合意にこだわったと考える方が合理的である。つまり、今回の合意点は米中双方の譲歩によって到達したものであり、極めて落ち着きの良い均衡点だという評価ができそうである。

こうした見方が正しいとすれば、米国が速やかに開始を望んでいる「第2段階の協議」においても、前進するためには双方バランスした譲歩が必要となる。すなわち、米国が構造問題へのより効果的で具体的な対応を望むのであれば、これまでに設定した追加関税の引き下げが不可欠であり、逆も然りであろう。仮に次の均衡点をそこに求めるとしても、構造問題への対応、特に補助金の問題は、これまでの難航が示す通り中国側の抵抗が非常に強く、交渉には相当の時間を要するだろう。さらには、そうした中で、これまで何度か見られたように、焦れた米国側から恫喝的に関税を再び引き上げる可能性も否定できない。今回の米中摩擦の休戦は一時的であり、終戦ではないことだけは間違いない。

### 2020年の成長率目標は「6%前後」に

とはいえ、対米輸出が落ち込み、米中対立の先行きに対する不透明感もあって企業の設備投資も抑制され、停滞感が強まっていた中国経済にとって、今回の合意が、ひとまず景気を押し上げる方向に作用するとみることにはできそうである。対米輸出は11月に前年同月比▲23.0%まで落ち込んだが（景気の現状についての詳細は後半の「主な指標の動き（2019年11月）」参照）、追加関税1~3弾の影響は今が最大であろう。9月1日に実施された第4弾前半部分の影響も、今回の税率引き下げにより、今後は解消に向かうとみられる。堅調拡大が続く米国の旺盛な需要動向も勘案すれば、中国の米国向け輸出は早晚持ち直しに向かうと見込まれる。設備投資についても、関税合戦の休戦を受けて、一時的に留保していたものは再開が期待される。輸出と設備投資が持ち直せば、十分に在庫調整が進んだ中国経済にとっては、前向きな循環を取り戻すきっかけとなるだろう。

景気の先行きを見通す上では、12月10~12日に開催された「中央経済工作会議」の内容についても確認しておく必要がある。この会議は、翌年の経済運営方針を決めるため、例年この時期に開催されている。今回は、2020年も「積極的な財政政策と安定した金融政策を引き続き実施」することで、「小康社会の全面完成」と「第13次5ヵ年計画の目標達成」を達成するとした一方で、報道によると成長率目標を2019年の「6~6.5%」から「6%前後」へ引き下げようである。これらが意味する姿は、成長率を足元と同程度（2019年7~9月期の前年同期比+6.0%）で維持するよう景気を財政金融政策で支えつつ、2020年の所得（実質GDP）を2010年比で倍増させるという目標を達成するものであろう。

所得倍増目標を現行統計に基づいて「正確に」達成するためには、2019年の成長率が前年比+6.2%で着地したとしても、2020年は+6.0%を若干上回る必要がある。ただ、「概ね倍増（四捨五入して2.0倍）」で達成という見方もあり、また、統計の改定によりGDPの水準が底上げされるため、そこまでの成長は不要という指摘もある。そうであれば、「6%前後」へ成長率目標を引き下げた意味には、6%割れの容認も含まれることになる。一人当たりGDPが今年にも1万ドルに到達するなど成熟化が進む中国経済にとって、6%を超える高成長を続ける方が不自然であり持続不可能である。中国経済は、2020年に入り一旦持ち直したとしても、かつてのような高成長は目指さず、むしろ5%前後の中成長に向けて、中断していたデジバレッジなどの構造改革を進めながら拡大速度を落としていくとみておくべきだろう。

## 主な指標の動き (2019年11月)

## PMI (購買担当者指数)

11月の製造業PMIは50.2と前月の49.3より上昇、景気拡大と悪化の分かれ目となる50を7カ月ぶりに上回った。

主な内訳をみると、米国の関税引き上げ前の駆け込み需要や好天が多く建設工事が順調だったことなどから新規受注(10月49.6→11月51.3)、新規輸出受注(47.0→48.8)とも大きく上昇した。ただ、輸出と同様、新規輸入受注も依然50を下回っており、輸出入は低調な状況が続いている。生産(50.8→52.6)は前月から大幅上昇し、完成品在庫(46.7→46.4)引き続き50を下回る水準ながら前月比0.3

ポイント低下、在庫調整が進んでいる一方で、雇用(47.3→47.3)は前月から横ばい、景気拡大と悪化の分かれ目となる50を2年以上上下回り、企業は雇用拡大には慎重な状態が続いている。

11月の非製造業PMIは54.4と前月(52.8)から3ヶ月ぶりの上昇、景況感的良好さを維持している。業種別では、サービス業(10月51.4→11月53.5)が前月から2.1ポイント上昇、宿泊業や情報通信業、金融業なども好調なのに対し、運輸業や不動産業などで景況感が悪化した。

なお、製造業と非製造業を合わせた総合PMIは、前月比1.7ポイント上昇53.7だった。

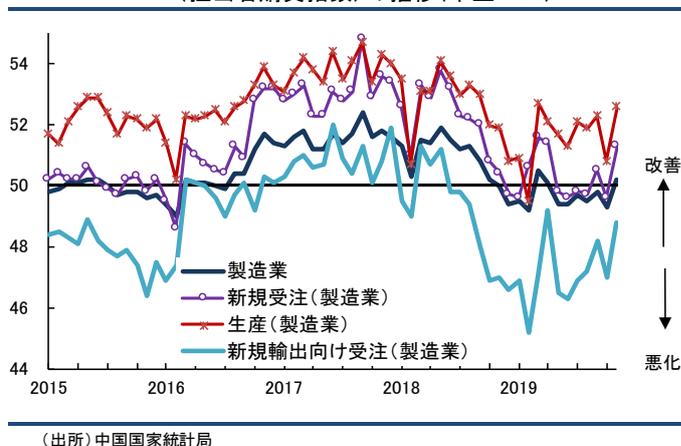
## 輸出 (通関統計、米ドルベース)

11月の輸出金額(ドルベース)は、前年同月比▲1.1%となり、10月の▲0.9%から小幅悪化した。当社試算の季節調整値で見ると、10~11月平均の水準は、7~9月期を0.2%下回っており、輸出は全体で見れば停滞している。

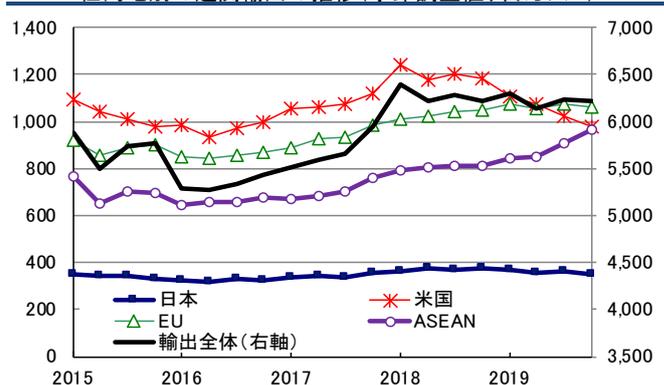
主な仕向地別(季節調整値)の動きをみると、米国向けは7~9月に比べて10~11月平均は4.3%減少したほか、日本向けは3.5%、EU向けも0.8%と主要先進国向けが軒並み減少した一方で、ASEAN向けが6.1%の大幅増で全体の落ち込みを緩和、台湾向け(2.4%)、韓国向け(0.9%)も増加した。

また、主な財別にみると、機械設備や電気製品を含む電機製品(7~9月前年同期比▲0.9%→10~11月前年同期比▲2.2%)が軟調、集積回路(+24.6%→+16.5%)の伸びは大きく鈍化した。一方、携帯電話(▲11.8%→▲8.9%)はマイナス幅を縮小した。

PMI(担当者購買指数)の推移(中立=50)



仕向地別の通関輸出の推移(季節調整値、百万ドル)



## 社会消費品販売総額（小売販売）

11月の社会消費総額（小売販売）は、名目で前年同期比+8.0%と、10月の+7.2%から伸びが拡大、自動車販売を除くと10月の+8.3%から+9.1%へより加速した。物価の影響を除いた実質ベースでは11月も前月と同じ+4.9%となった。

主な品目別内訳（名目）をみると、通信機器（10月前年同月比+22.9%→11月前年同月比+12.1%）が前月から大きく鈍化した一方、ECの大規模セールによる押し上げで日用品（+12.0%→+17.5%）や食料品（+8.8%→+10.5%）が伸びを高め、化粧品（+6.2%→+16.8%）も前月から大きく加速した。

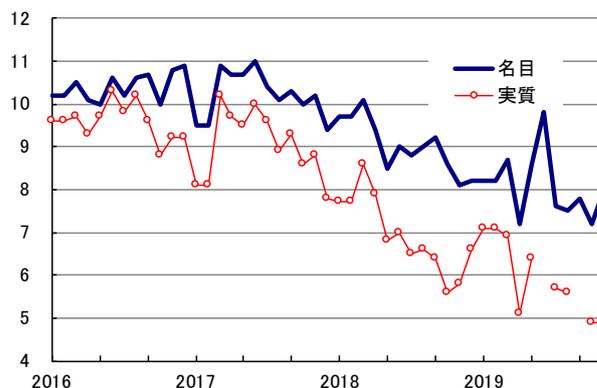
なお、乗用車販売を台数ベースで見ると、11月は前年同月比▲5.4%となり10月（▲5.8%）から若干改善した。ただ、当社試算の季節調整値では10月の年率2,112万台から11月の2,082万台へ減少しており、自動車販売は下げ止まる程度にとどまっている。

## 固定資産投資（都市部）

11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+5.2%となり、10月（+3.7%）から伸びが加速した。ただ、10～11月平均では、前年同期比+4.4%と、7～9月期の+4.8%から若干鈍化しており、インフラ投資も停滞感を払拭できない状態にある。

業種別では、全体の3割を占める製造業（7～9月期前年同月比+1.7%→10～11月期前年同月比+2.5%）は伸びを高めた。そのうち需要が停滞している自動車（+5.0%→▲9.0%）は大きく鈍化したものの、電気機器（▲6.8%→▲3.9%）は下げ幅を縮小、情報通信機器（+16.8%→+22.1%）や特殊機器（+11.0%→+12.2%）は伸びを一段と高めている。一方、インフラ関連分野（+5.1%→+4.5%）は小幅に鈍化、うち鉄道（+3.9%→▲21.3%）は大きなマイナスに転じたほか、水利・環境・公的施設（+5.1%→+0.3%）は大きく鈍化した。そのほか、不動産業（+9.8%→+9.0%）は若干減速したが、高い伸びを維持した。

社会消費品販売総額の推移（前年同期比、%）

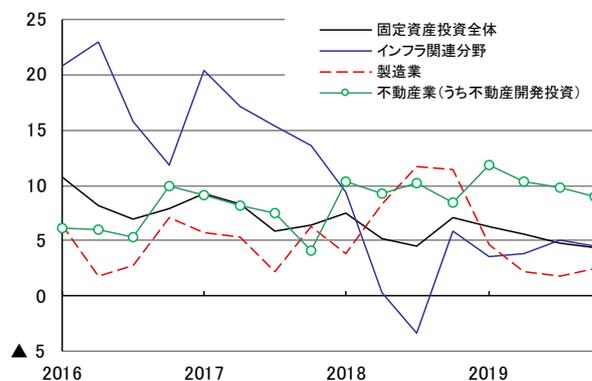


（出所）中国国家统计局

（注）最新期は11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10-11月。

## 工業生産

11月の工業生産は、前年同月比+6.2%と10月（+4.7%）から伸びは大幅に加速し、5ヶ月ぶりの高い伸びとなった。産業別に見ると、製造業（10月前年同月比+4.6%→11月前年同月比+6.3%）の伸び率は前月から1.7ポイント拡大し、工業生産全体を押し上げた。また、エネルギー業（+6.6%→+6.7%）、鉱業（+3.9%→+5.7%）とも前月から伸びを高めた。

好調な製造業の内訳を産業別に見ると、部品を含めた自動車（+4.9%→+7.7%）、PC・通信機器を含む電子製品製造業（+8.2%→+9.7%）、特殊機器（+5.0%→+7.0%）、電気機械（+10.7%→+12.6%）、汎用機器（+3.1%→+6.2%）など、幅広く改善した。

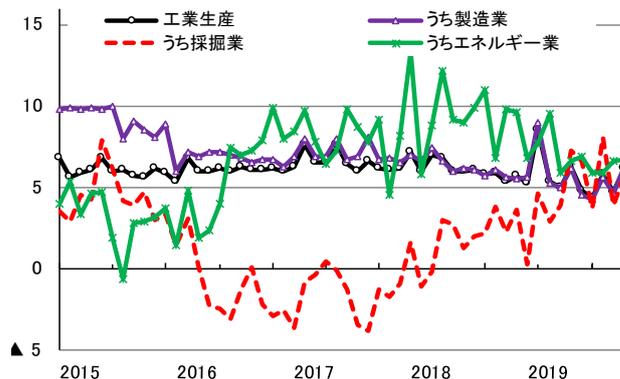
主な財別では、インフラ関連の鉄鋼（+3.5%→+10.4%）やセメント（▲2.1%→+8.3%）が前月から大きく加速したほか、自動車（完成車、▲2.1%→+3.7%）は前月からプラスに転じ、そのうちスポーツ用多目的車（SUV）（+2.6%→+14.6%）の伸び率が大幅に拡大、自動車全体を押し上げた。一方、携帯電話（+2.9%→+2.7%）が若干鈍化したが、うちスマートフォン（▲1.9%→▲1.3%）は前月からマイナス幅が縮小した。

## 消費者物価

11月の消費者物価は、前年同月比で+4.5%、前月（+3.8%）より0.7ポイント伸びが拡大した。1～11月の平均で+2.8%となり、政府目標の+3.0%に近づいている。豚肉高騰の影響で食品（10月前年同月比+15.5%→11月+19.1%）が前月から一段と伸びを高めたことが主因。一方で、食品・エネルギーを除く総合（+1.5%→+1.4%）は前月から減速し、食品以外の価格上昇圧力は弱い状態が続いている。

食品の内訳をみると、畜肉類商品（10月+66.8%→11月+74.5%）が一段と伸びを高めた。そのうち豚肉（10月+101.3%→11月110.2%）が前月から上昇し、全体を押し上げた。非食品では光熱・水道・燃料（▲0.8%→▲0.5%）や自動車燃料・部品（▲15.1%→▲10.6%）は前月から下げ幅を縮小した一方、通信機器（▲3.0%→▲3.8%）のマイナス幅は拡大、観光（+1.2%→+0.6%）は前月から鈍化した。

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いため、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

10月の生産者物価は、全年同月比▲1.4%と前月（▲1.6%）から下げ幅を縮小した。財別にみると、生産財（10月前年同月比▲2.6%→11月▲2.5%）のマイナス幅が小幅縮小したほか、食品を含む消費財（+1.4%→+1.6%）も前月から加速した。

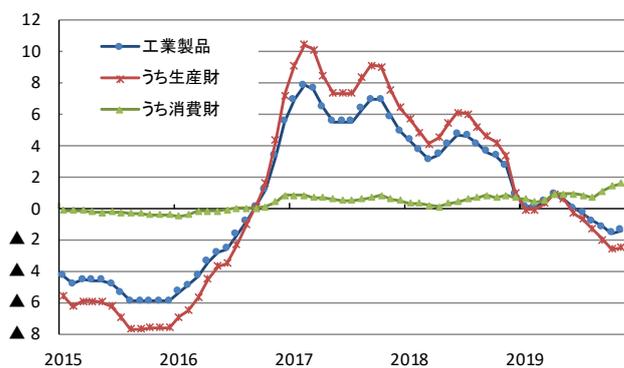
生産財の内訳をみると、鉱産物（▲1.9%→▲1.4%）や原材料（▲5.6%→▲5.0%）が下げ幅を縮小した一方、加工品（▲1.5%→▲1.6%）が前月から拡大した。消費財の内訳をみると、食料品（+4.4%→5.4%）の上昇が加速した一方で、日用品（+0.4%→+0.1%）は鈍化、耐久財（▲1.8%→▲2.1%）は前月からマイナス幅が拡大した。

## 人民元相場

11月27日にトランプ大統領が「香港人権・民主主義法案」に署名、12月4日には中国が報復措置を発表<sup>2</sup>するなど、米中間の緊張の高まりを受けて元安が進行、1ドル=7.06元まで下落した。その後、米中貿易交渉の「第1段階」の合意を受けて、1ドル=7元を回復1カ月ぶりの元高水準に戻した。足元では、米中通商協議の詳細や今後の行方を見極めながらの狭いレンジでの取引となっている。

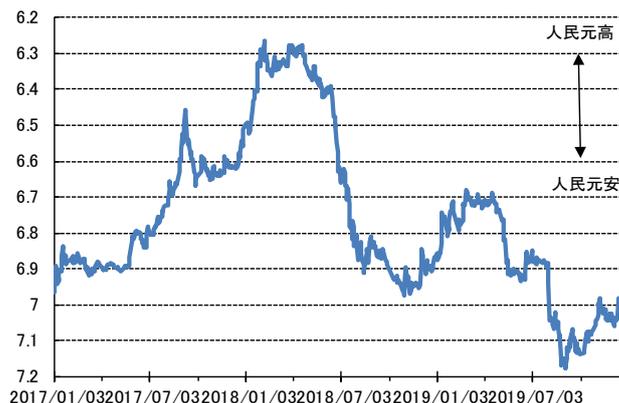
なお、11月の外貨準備高は、前月の3兆1,050億ドルから3兆955億ドルへ2カ月ぶり減少したが、年初より229億ドル増、増加率は+0.7%だった。外国為替市場の需給は概ね均衡しており、元安・元高のいずれにも大きな圧力は見られない。

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、%)

人民元相場の推移(元/米ドル)



(出所) 中国銀行

<sup>2</sup> その具体的な措置として、米国の軍艦が香港に寄港するための申請に対する審査を暫定的に停止、さらに、全米民主主義基金や全米民主研究所、国際共和研究所などの米国のNGOに対する制裁を実施。