

減速傾向の中でひとまず下げ止まる中国経済（10～12 月期 GDP）

米中貿易交渉は第 1 段階について正式に署名、近く第 2 段階が始まる見通し。関税引き上げ合戦はひとまず休戦し、今後は中国経済の成長持続に必要な先端技術を巡る争いとなろう。10～12 月期 GDP 成長率は前期から横ばいとなり減速に歯止め。通年では 6.1%まで減速したが、経済の成熟化を踏まえれば自然なスピード調整であり、今後も安定成長に向けた減速傾向が続こう。

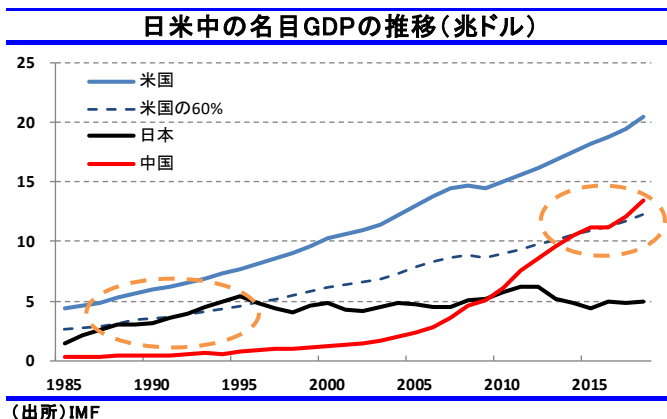
米中貿易交渉は「第 2 段階」へ

昨年 12 月、合意に至った米中貿易交渉の「第 1 段階」は、今年 1 月 15 日、概ね事前に報道された通りの内容で正式に署名された。これまでの交渉の経緯と合意内容を照らし合わせると、米中ともに相応の歩み寄りが見られる。中国は、以前、「合意のための 3 条件」としたうちの 1 つ、「現実的な米国製品の購入」とは到底思えない 2 年間で 2,000 億ドルもの輸入拡大を約束した。一方の米国は、既に実施した追加関税について引き下げを頑なに拒んでいたにもかかわらず、最終的に第 4 弾のうち 9 月実施分の 15%を 7.5%へ引き下げるとした。さらに、昨年 5 月にトランプ大統領が「進展なし」として交渉のテーブルを蹴った「構造問題」、すなわち「知的財産権の保護」や「技術移転強要の見直し」、「政府補助金の在り方」、「為替相場の透明性」について目立った進捗がないにもかかわらず、今回は合意に応じた。こうした米中両国の「譲歩」は、これ以上の関税引き上げ合戦を両国とも基本的には望んでいないということであろう。

トランプ大統領は、「第 2 段階」が近く始まるとしているが、その内容は上記「構造問題」が中心となり、これまでの経緯から判断する限り難航必至である。また、今回の合意に関して違反があった場合には米中双方とも関税を課すことができるとしているため、トランプ大統領は関税引き上げ合戦再開という選択肢を持ち続けている（もちろん中国にもあるが）。第 2 段階の交渉が暗礁に乗り上げ、米中の対立が再び激化する可能性を残している点には十分に留意が必要であろう。

では、対立はいつまで続くのか。その答えは、当然ながら、米国が第 2 段階の協議において何を目標にしているかに依るが、それは経済覇権の死守だ、とする見方がある。かつて米国は、GDP 規模で接近するソ連や日本に対して、経済成長を抑え込むような行動をとった。日本の例を挙げると、1980 年代後半、当時 GDP 世界第 2 位、米国に迫る勢いで存在感を強めていた日本に対して、米国は大幅な円高や半導体分野の規制強化などを進め、結果的に日本の製造業は競争力を削がれた。その後、日本経済は資産バブルの崩壊を経て低成長時代に入り、米国との経済規模の差が拡大の一途を辿っているのは周知の通りである。

代わって台頭した形の中国は、その経済規模（GDP）が 2014 年に警戒ラインとされる「米国の 6 割」を突破、その後も現在に至るまで米中の経済規模の差は着実に縮まっている。米国にとって中国の高成長は



脅威であり、その成長力を削がなければ GDP 世界一の座を奪われかねない。一方、一人当たり GDP が 1 万ドルに到達し、高所得国（先進国）入りを目前にした中国にとっては、「中所得国の罠」を乗り越えて成長を続けるため、これまでの低コストと膨大な供給量を武器とする世界の工場、言い換えると「製造大国」から、より高度な技術に成長力を裏打ちされた「製造強国」への進化が必要となる。そのため、先端技術を求める中国と、それを阻止しようとする米国とのせめぎ合いが第 2 段階の真の構図であり、その主戦場は、米国による対米投資規制の強化¹、輸出に関する規制強化²のほか、必要に応じて個別企業の活動を制限するような局地的なものとなりつつある。関税引き上げに比べると経済全体に与える影響は限定的となろうが、企業にとっては先端分野を中心にサプライチェーンにおける米中分断（デカップリング）が生じる可能性に留意が必要となる。

なお、構造問題のうち「為替相場の透明性」については、米国が 1 月 13 日に公表した「半期為替政策報告」において中国の為替操作国認定を解除しており、ひとまず論点から外れると考えて良いだろう。そもそも、米国側が人民元安誘導を阻止したいということであれば、少なくとも物価上昇圧力が高まり、資金流出懸念も燃える現在の中国において、人民元安誘導は無用の心配である。人民元の下落は輸入品の価格を押し上げインフレを加速するだけでなく、投資家は資産価値の低下を嫌って外貨ヘシフト、外貨建て債務を抱える企業は返済を急ぎ、人民元売り外貨買いが加速するため、中国当局が人民元安を促す動機に乏しく、むしろ人民元高を願っているはずである。

GDP 成長率の鈍化は経済成熟化の証

1 月 17 日には、2019 年 10～12 月期の GDP が発表された（詳細は次ページ「主な指標の動き（2019 年 10～12 月）」参照）。成長率は前年同期比 +6.0%、前の期（7～9 月期）の +6.0% から横ばいとなり、2018 年第 1 四半期から続いていた減速に歯止めが掛かった。中国経済が減速していた原因は、米中摩擦だけでなく、政府による債務削減（デレバレッジ）や、2018 年に盛り上がった半導体サイクル一巡（後退）など複合的であり、今回の下げ止まりは、これらのうち、半導体サイクルが下げ止まったことによる部分が大きい。また、政府がデレバレッジ政策を中断したことや、インフラ投資を拡大したことも、多少の効果はあったとみられる。

今後は、米中貿易協議第 1 段階の署名を受けて、米中摩擦による悪影響が一旦は後退し、これまで様子見をしていた設備投資を中心に、企業の活動が再開されることにより、中国経済は徐々に持ち直そう。ただ、中国経済の成熟度、中国の国民の生活水準は着実に高まってきており、先述の通り一人当たり GDP で見れば先進国に近づきつつある。そのため、いつまでも 6% を超える成長を続けている方が不自然であり、続ければ、今、問題になっている過剰債務のように、どこかに無理が生じることになる。中国政府も、3 月の全人代では、2019 年は 6～6.5% としていた成長率目標を 2020 年は 6% 前後に引き下げ、5% 台の成長をも許容する姿勢を示すだろう（2019 年通年は 6.1% で着地）。

このことは、仮に今後、景気が持ち直せば、政府はデレバレッジなどの構造改革を再開、インフラ投資も自然体近づけることを意味する。その結果、2020 年後半の中国経済は、再び減速に向かうとみておくべきだろう。ただ、それは中長期的に安定した成長を目指すためのものであり、言い換えれば先進国化の証のようなものである。中国ビジネス全体にとっては必ずしも悲観的なものではない。

¹ 外国投資リスク審査現代化法（FIRRMA）による外国投資委員会（CFIUS）の投資規制の強化。

² 輸出規制改革法（ECRA）の見直し。

主な指標の動き (2019 年 10~12 月)

GDP

10~12 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 +6.0% となり、7~9 月期から横ばい。2019 年通年では前年比 +6.1% と政府目標の数値 (+6.0%~+6.5%) を達したものの、米中貿易摩擦の影響や国内需要の低下により 2018 年の +6.6% から大幅減速した。

産業別にみると、サービス分野中心の三次産業は 10~12 月期の +6.6% (7~9 月期 +7.1%) と伸びが低下した一方で、二次産業は +5.8% (+5.2%) へ伸びが高まった。三次産業の減速は、ホテル・飲食 (+6.7%→+6.2%) や卸売・小売業 (+5.5%→+5.4%)

といった個人消費関連ほか、不動産業 (+4.2%→+2.5%) で伸びが低下したことが主因である。情報通信・ソフトウェア・情報技術サービス (+18.1%→+15.6%) も鈍化したが高い伸びを維持した。

二次産業については、インフラ投資関連の建築業 (+6.1%→+5.3%) が鈍化した一方で、製造業 (+4.8%→+5.9%) が伸びを高めた。

PMI (購買担当者指数)

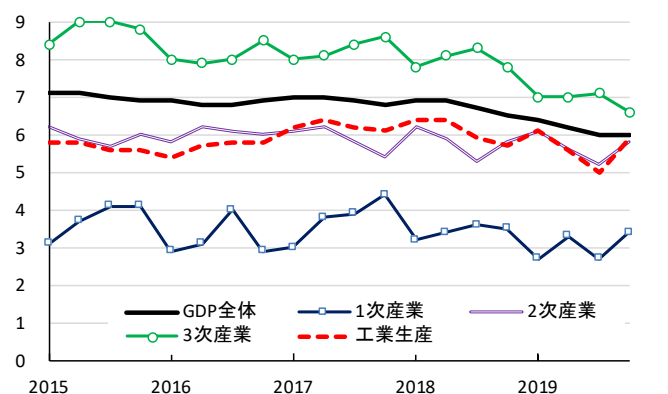
12 月の製造業 PMI は 50.2 と前月から横ばいながら、景気拡大と悪化の分かれ目となる 50 を 2 カ月連続で上回った。米中による「第一段階の合意」が背景で、マインド改善に繋がることが期待され、景気の底打ちを示唆する動きをみられた。

主な内訳をみると、新規受注 (11 月 51.3→12 月 51.2) は前月から 0.1 ポイント低下したものの、新規輸出受注 (48.8→50.3) は 1.5 ポイントも上昇、19 カ月ぶりに 50 を上回る水準を回復した。また、生産 (52.6→53.2) は前月から 0.6 ポイント上昇、堅調な状況が続いている。ただ、完成品在庫 (46.4→45.6) は引き続き 50 を下回る水準ながら前月比 0.8 ポイント低下し、積み上がりの兆しは見られない一方で、雇用 (47.3→47.3) は前月から横ばい、50 を下回る水準を 2 年以上続けており、企業は雇用拡大に慎重な姿勢を維持している。

12 月の非製造業 PMI は 53.5 と前月 (54.4) から引き続き 50 を上回る水準を維持したものの 0.9 ポイント低下した。業種別にみると、サービス業 (11 月 53.5→12 月 53.0) が前月から 0.5 ポイント低下しており、運送業、宿泊業、情報通信業の事業活動が好調だった一方、卸売業、不動産業、建設関連が低調だった。

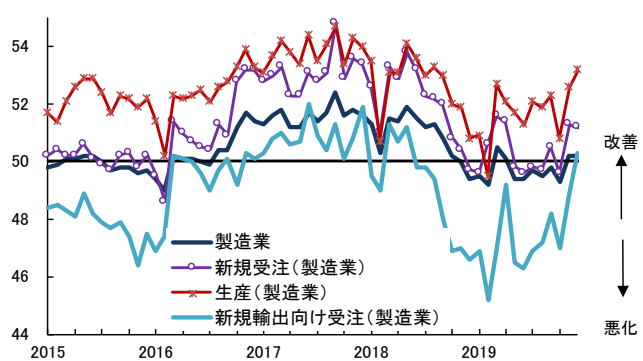
なお、製造業と非製造業を合わせた総合 PMI は、前月比 0.3 ポイント低下し 53.4 となった。

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

輸出（通関統計、米ドルベース）

12月の輸出額（ドルベース）は前年同月比+7.6%となり、11月の▲1.1%から大幅に改善した。当社試算の季節調整値でみると、10～12月期は7～9月期を0.5%上回っており、輸出は全体で見れば拡大傾向にある。

10～12月期の主な仕向地別（季節調整値）の動きをみると、米国向けは前期比▲4.7%と減少が続いたほか、日本向けも▲3.1%、EU向けも▲0.4%と減少したものの、ASEAN向けが+7.1%、台湾向け+2.3%、韓国向け+0.2%とそれぞれ増加し、全体を押し上げた。

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%→10～12月前年同期比+1.0%）は伸びがプラスに転じ、携帯電話（▲8.0%→▲7.9%）はマイナス幅をわずかながらも縮小した。また、集積回路（+24.6%→+22.2%）は若干減速したが、引き続き高い伸びを維持している。

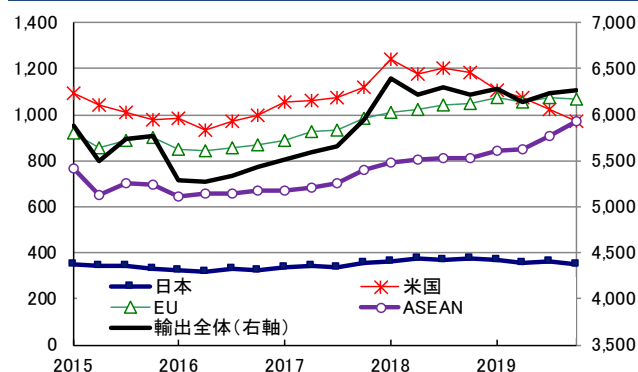
社会消費品販売総額（小売販売）

12月の社会消費総額（小売販売）は、11月の前年同期比+8.0%から横ばい、自動車販売を除くと11月の+9.1%から+8.9%へ小幅減速した。一方、10～12月期は7～9月期の前年同期比+7.6%から+7.7%へ伸びを高めた。2019年通年では前年同期比+8.0%、物価上昇を除いた実質では+6.0%となった。

主な品目別内訳（名目）をみると、自動車（7～9月期前年同期比▲4.2%→10～12月期▲0.8%）はマイナス幅縮小、通信機器（+4.6%→+15.2%）が大幅加速したほか、日用品（+12.6%→+14.5%）も底堅く推移している。一方、食料品（+10.4%→+5.4%）は伸びが大幅に鈍化し、化粧品（+12.0%→+11.8%）は若干減速したが高い伸びを維持した。

なお、乗用車販売を台数でみると、12月は前年同月比▲0.9%、18ヶ月連続で減少したが、11月（▲5.4%）から減少幅が縮小、底入れに近い可能性を示唆した。ただ、通年では、米国との貿易摩擦などから経済成長が鈍化したほか、新たな排出基準が導入されたため、販売台数は前年比▲9.6%の2,144万台にとどまった。新エネルギー車の販売台数も、補助金の削減により前年比▲4.0%の120万台と初めての前年実績割れとなった。中国政府が20年目標に掲げた200万台の達成は難しくなった。

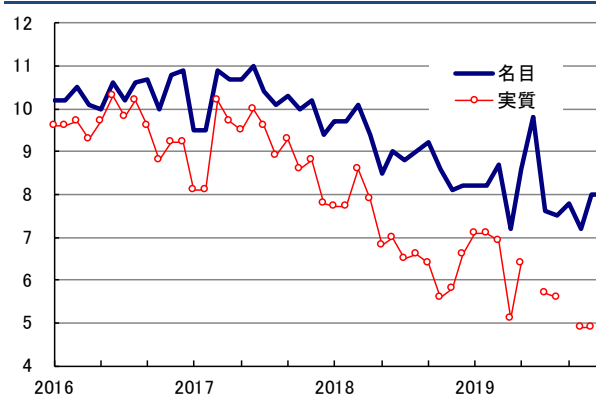
仕向地別の通関輸出の推移（季節調整値、百万ドル）



（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10-12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）最新期は12月期

（注）6月、9月、12月単月の実質ベースの実績が未発表

固定資産投資（都市部）

12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+7.2%となり、11月（+5.2%）から伸びが加速した。10～12月期でみても前年同期比+5.4%と7～9月期（+4.8%）を上回った。

業種別では、全体の3割を占める製造業（7～9月期前年同期比+1.7%→10～12月+4.5%）は伸びを高めた。そのうち自動車（+5.0%→▲10.0%）は大きく落ち込んだものの、情報通信機器（+16.8%→+30.1%）や非鉄金属加工（▲1.6%→+13.6%）は伸びを一段と高めている。一方、インフラ関連分野（+5.1%→+4.9%）は小幅鈍化、うち道路（+7.6%→+12.0%）、電気ガス水道（+1.8%→+14.5%）は伸びを高めたものの、鉄道（+3.9%→▲16.2%）や水利・環境・公的施設（+5.1%→+1.4%）は落ち込んだ。そのほか、不動産（+9.8%→+8.2%）も若干減速した。

工業生産

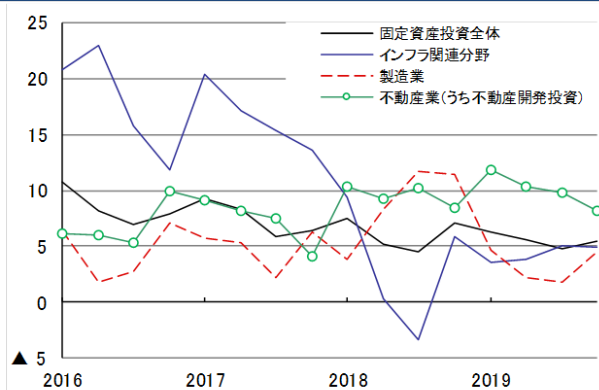
12月の工業生産は、前年同月比+6.9%と11月（+6.2%）から伸びを高めた。産業別にみると、製造業（11月前年同月比+6.3%→12月+7.0%）の伸び率は前月から0.7ポイント拡大し、工業生産全体を押し上げた。また、エネルギー業（+6.7%→+6.8%）も若干伸びを高めたが、鉱業（+5.7%→+5.6%）は小幅減速した。製造業の内訳を産業別にみると、部品を含めた自動車（+7.7%→+10.4%）やPC・通信機器を含む電子製品製造業（+9.7%→+11.6%）は前月から伸びを高めた一方、特殊機器（+7.0%→+6.5%）、電気機器（+12.6%→+12.4%）、汎用機器（+6.2%→+4.9%）などは若干鈍化した。

主な財別では、インフラ関連の鉄鋼（+10.4%→+11.3%）は前月から加速、政府による景気刺激策への期待が生産を押し上げたとみられる。自動車（完成車、+3.7%→+8.1%）も好調、そのうちスポーツ用多目的車（SUV）（+14.6%→+30.3%）の伸びが目立った。ハイテク関連輸出の回復期待を受けて集積回路（+18.2%→+30.0%）やPC（+6.5%→+18.3%）のほか、産業用ロボット（+4.3%→+15.3%）などの生産も底入れの動きを鮮明にしつつある。

消費者物価

12月の消費者物価は、前月と同じ前年同月比+4.5%となった。食品（11月前年同月比+19.1%→12月+17.4%）は若干伸びが鈍化した。引き続き豚コレラの感染拡大を受けた豚肉価格の高騰に押上られ、高い伸びが続いた。一方で、食品・エネルギーを除く総合（+1.4%→+1.4%）は前月から変わらず、穏や

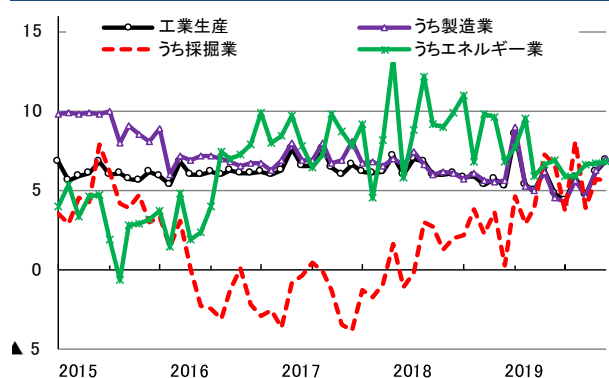
固定資産投資の推移（前年同期比、%）



(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10-12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。

かな伸びにとどまった。なお、消費者物価上昇率は2019年通年では+2.9%となり、かろうじて政府目標の「+3.0%前後」以下に収まった。

食品の内訳をみると、畜肉類商品（11月前年同月比+74.5%→12月+66.4%）が前月から伸びが鈍化、そのうち、豚肉（+110.2%→+97.0%）の上昇率が中央政府による輸入拡大や備蓄投入などにより鈍化し、全体の安定化に寄与した。非食品では通信機器（▲3.8%→▲4.5%）や家用电器（▲1.2%→▲1.4%）などが下げ幅拡大したのに対し、光熱・水道・燃料（▲0.5%→+0.1%）、自動車燃料・部品（▲10.6%→+0.6%）が前年同月比プラスに転じた。

生産者物価

12月の生産者物価は、前年同月比▲0.5と前月（▲1.4%）から下げ幅を縮小した。財別にみると、生産財（11月▲2.5%→12月▲1.2%）のマイナス幅が縮小、一方で食品を含む消費財（+1.6%→+1.3%）は前月から伸びが小幅鈍化した。

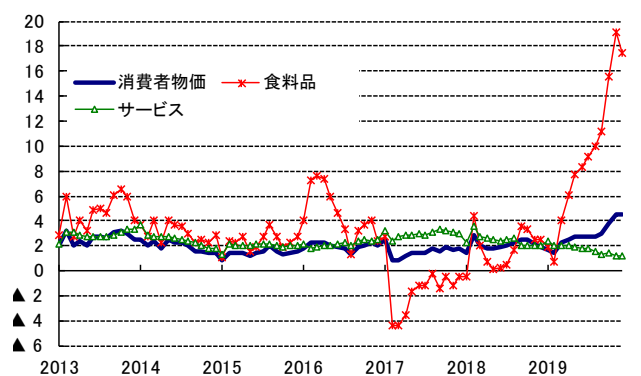
生産財の内訳をみると、鉱産物（▲1.4%→+2.6%）が3ヶ月ぶりに前年同月を上回ったほか、原材料・燃料（▲0.5%→▲2.6）や加工品（▲1.6%→▲0.9%）はマイナス幅を縮小した。一方、消費財の内訳をみると、食料品（+5.4%→+5.0%）が鈍化したほか耐久財（▲2.1%→▲2.4%）が下げ幅を拡大した。

人民元相場

1月15日の米中貿易協議「第1段階」の署名を前に、米財務省は中国に対する「為替操作国」の認定を5カ月ぶりに解除、これを受けて人民元相場は1ドル=6.88元まで上昇、昨年8月1日以来の元高水準となった。人民元の対ドル相場は、米中が第1段階の合意に至った2019年12月から上昇が加速している。

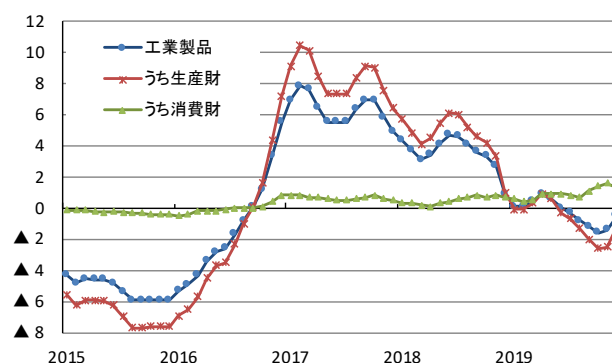
なお、12月の外貨準備高規模は、前月比123億ドル増加の3兆1,079億ドルとなり、年初に比べると352億ドル増加した。年間を通じて外貨準備高は3兆ドル台を維持、人民元相場の下支えに寄与した。

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