

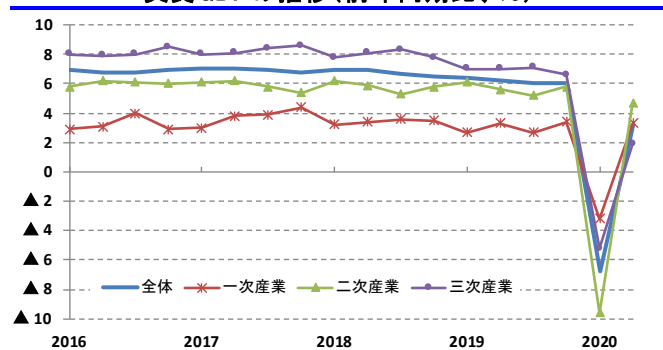
概ね予想通りの持ち直しを見せる中国経済（4～6 月期 GDP）

4～6 月期の実質 GDP 成長率は予想通りの前年比プラスとなった。輸出が予想以上に持ち直したほか、インフラ投資の拡大などから固定資産投資が順調に回復していることが主因。一方で、個人消費は期待したよりも足取りが重く、コロナ感染再拡大への懸念が足枷になっている模様。そのコロナの状況は、今のところ新規感染者がやや増加している程度であるが、米国による「香港自治法」制定が新たな懸念材料として浮上。米中対立の行方とその影響には留意が必要。

4～6 月期は予想通りのプラス成長

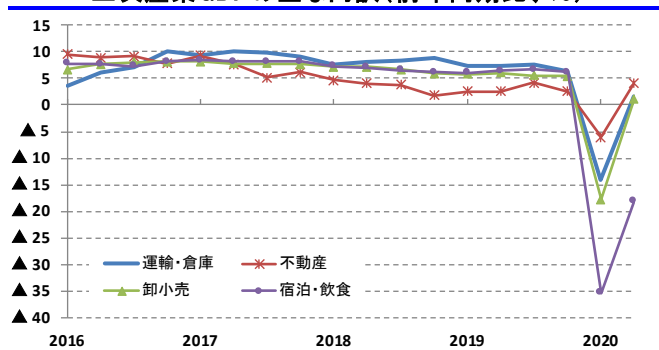
今月 16 日に発表された 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 +3.2% と市場の予想を若干上回ったが、サプライズというほど強いわけではなく、中国経済が 1～3 月期の大幅マイナス成長（▲6.8%）からある程度立ち直ったという評価が適当であろう。業種別の内訳を見ると、製造業と建設業を中心とする二次産業が大きくリバウンド（1～3 月期前年同期比 ▲9.6% → 4～6 月期 +4.7%）したが、サービス業などの三次産業（▲5.2% → +1.9%）は回復力に欠いた。

実質GDPの推移（前年同期比、%）



(出所) 中国国家统计局

三次産業GDPの主な内訳（前年同期比、%）



(出所) 中国国家统计局

三次産業の主な内訳を見ると、金融緩和を追い風に不動産業（▲6.1% → +4.1%）が 2019 年 7～9 月期以来の伸びを記録したほか、卸小売業（▲17.8% → +1.2%）や運輸・通信業（▲14.0% → +1.7%）は消費活動が徐々に正常化に向かうに伴い小幅プラスまで持ち直した。しかしながら、宿泊・飲食（▲35.3% → ▲18.0%）は依然として二桁マイナスであり、旅行や外食などのサービス消費はコロナへの警戒感が根強く、未だ大幅な落ち込みから脱していない。

また、4～6 月期の主要経済指標を見ると（詳細は後半の「主な指標の動き（2020 年 4～6 月）」参照）、輸出が前年並みまで持ち直したほか、固定資産投資に至っては前年比で明確にプラスとなり、それぞれ製造業と建設業の回復に貢献したとみられる。しかし一方で、小売販売はマイナス幅が縮小するにとどまっており、ここでも個人消費の回復が相対的に遅れている様子が窺える。

コロナ感染第 2 波への懸念が個人消費を抑制

このように、中国経済は今のところ輸出が予想より早く持ち直している一方で、個人消費の足取りが思った以上に重い。その一因として、最近の新型コロナウイルスの感染状況が挙げられよう。中国全体の新規感染者数は、6 月半ばに北京の食品卸売市場で集団感染が発生して以降、毎日概ね二桁で推移、7 月に入

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。

ると増加傾向が明確となり、16日には新疆ウイグル自治区のウルムチ市で約5ヵ月ぶりに感染者を確認、3日間で30人の感染者が発見されるなど、感染再拡大が懸念される状況にある。ただ、既にウルムチ市は市民の移動を制限し収束に務めるなど迅速に対応、そもそも新規感染者は全土を合計しても1日100人に満たないことから、状況は日本の比ではない。とはいえ、感染再拡大への懸念は根強く、それが消費者の行動を抑制し経済の正常化を遅らせる要因になっていることも間違いないだろう。

米「香港自治法」が新たな懸念材料に

そうした中で、新たな悪材料として浮上したのが米国による「香港自治法」の制定である。トランプ大統領は7月14日、香港の自治や自由を侵害するものに対して制裁を科せるようにする「香港自治法」に署名、成立した。同法により、まず、香港の自治や自由を侵害する個人・団体のドル資産凍結が可能となり、さらに、対象となった個人・団体と取引のある「米国外」の金融機関に対して、米国銀行による融資や外貨取引、貿易決済の禁止や、米国内の資産凍結、米国からの商品・ソフトウェア・技術の輸出を禁止できるようになる。

報道¹によると、前者の対象として香港担当の韓正副首相が、後者の対象として中国銀行や中国工商銀行、中国建設銀行などの大手銀行が見込まれている。仮にこれらの制裁が実施された場合、米中関係の一層の悪化のみならず、制裁対象の金融機関の顧客（主に中国企業）のドル資金繰り悪化、ドル資金確保のための米国債売却、さらには香港ドルの米ドルペッグや香港ソブリン格付けの見直しなどを通じて、米国長期金利への上昇圧力や、香港ドル・人民元への下落圧力がかかる恐れがある。

ただ、現実的には、香港に拠点を置く米国企業は700社を超えるとされ²、これらの企業のビジネス環境が金融市場の混乱などによって悪化することは、トランプ大統領にとって望ましい選択肢ではないだろう。また、同法は、第1段階である制裁対象の個人・団体を特定するまでに最大90日、第2段階となる金融機関の特定までに最大60日、更に制裁発動までに最大1年の時間をかけることを認めている。大統領選まで残り4ヵ月を切った現状に照らせば、トランプ大統領は制裁を発動するよりも、制裁の可能性を交渉材料として使うことに重きを置いていると考えるのが自然であろう。もっとも、トランプ大統領の行動は常に予測不能であり、米国内のコロナ感染加速や劣勢にある支持率などを踏まえると、形成逆転のために「香港自治法」に基づく対中制裁カードが切られる可能性には留意しておくべきであろう。

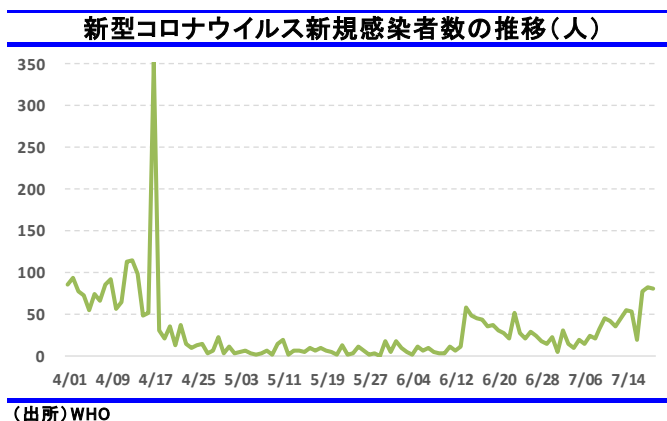
「香港自治法」による2段階の制裁

対象	制裁内容	予想されるターゲット
香港の自治・自由を侵害した個人・団体	ドル資産の凍結	韓正副首相（香港担当）
上記の対象と取引のある米国外の金融機関	米銀による融資・外貨取引・貿易決済の禁止 米国内の資産凍結 米国からの投融資の制限 米国からの商品・ソフトウェア・技術の輸出禁止	中国銀行 中国工商銀行 中国建設銀行

（出所）2020年7月16日付日経新聞

¹ 2020年7月16日付日経新聞。

² 2020年7月2日 bloomberg 報による。



主な指標の動き (2020 年 4~6 月)

PMI (購買担当者指数)

6 月の製造業 PMI 指数は 50.9 と前月 (50.6) からやや改善、4 か月連続で景況感の分かれ目となる 50 を上回った。

主な内訳を見ると、新規受注 (5 月 50.9→6 月 51.4) の改善が続き、景気が着実に復調していることを示した。うち新規輸出受注 (35.3→42.6) は依然 50 を下回ったものの比較的大きな改善を見せ、輸出が底入れし持ち直しつつあることが確認された。

内外需の復調を受け、生産 (53.2→53.9) も上昇したが、原材料在庫 (47.3→47.6) や製品在庫 (47.3→46.8) は引き続き 50 を下回っており、在庫の積み上がりは見られず。ただ、雇用 (49.4→49.1) の悪化が続いており、雇用調整圧力は強まっている。

非製造業 PMI 指数は、5 月の 53.6 から 6 月は 54.4 へ一段と上昇、50 を大きく上回る高い水準で推移している。うちサービス業 (52.3→53.4) は大きく改善、建築業 (60.8→59.8) は悪化したが高い水準を維持した。

輸出 (通関統計、米ドルベース)

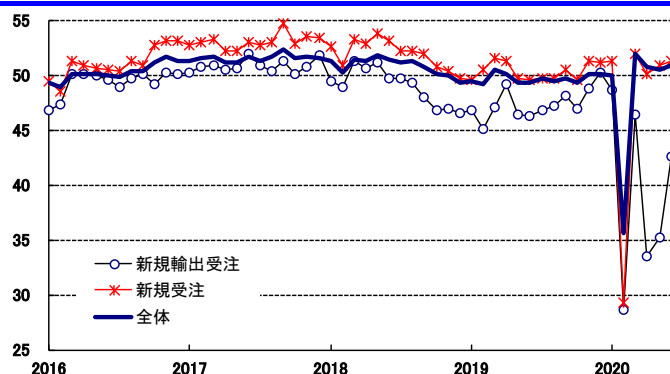
5 月の輸出額 (ドルベース) は、前年同月比 +0.5% と 2 か月ぶりのプラスに転じ、4~6 月期でも前年同期比 +0.1% と、わずかながらプラスとなった。1~3 月の▲13.3% から大きく改善し、コロナ感染拡大による落ち込みから持ち直しつつある。

主な仕向け地別の動向を見ると、日本向け (1~3 月期前年同期比▲16.1%→4~6 月 +10.0%) や台湾向け (+2.2%→+13.0%) が大幅プラスとなったほか、米国向け (▲25.1%→+0.7%)、韓国向け

(▲11.3%→0.0%) もマイナスを脱し、EU 向け (▲28.0%→▲3.4%) はマイナス幅が大きく縮小、アセアン向け (▲0.1%→▲0.1%) は概ね前年並みを維持した。

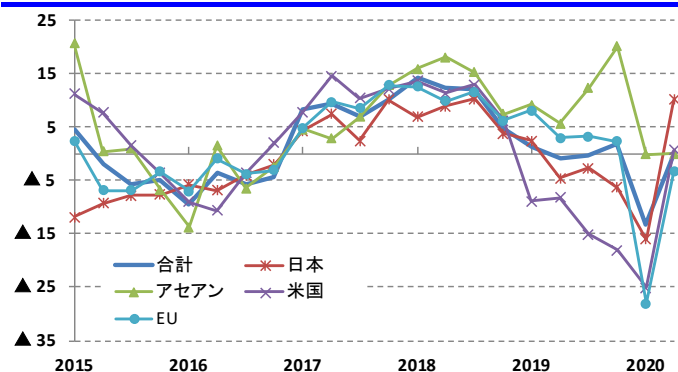
主な財別では、コロナ対策関連分野の増加が目立ち、マスクなどの繊維品 (1~3 月期前年同期比▲15.6%→4~6 月期 +62.0%) やアクリル板などのプラスチック製品 (+35.7%→+67.2%) が大幅に増加した。そのほか、ハイテク製品 (▲12.3%→+7.8%) は復調したが、衣類 (▲23.3%→▲21.2%) は低迷が続いた。

製造業 PMI 指数の推移 (中立=50)



(出所) 中国国家统计局

主な仕向け地別の輸出動向 (前年同期比、%)



(出所) 中国海関総署

社会消費品販売総額（小売販売）

6月の社会消費総額（小売販売）は、前年同期比▲1.8%と依然マイナスながら前月（▲2.8%）より落ち込みは縮小し回復傾向を維持した。なお、4～6月期は前年同期比▲3.9%となり、1～3月期の▲19.0%から大幅に改善している。

主な品目別内訳（名目）を見ると、4～6月期は通信機器（前年同期比+14.7%）や日用品（+14.4%）、化粧品（+12.9%）、医薬品（+8.5%）が比較的高い伸びとなった一方で、石油製品（▲13.7%）や宝飾品（▲7.2%）、衣料品（▲5.9%）の落ち込みが目立った。

6月の新車販売台数（乗用車）は前年同月比+2.1%となり5月（+7.2%）から伸びが鈍化したが、4～6月期では前年同期比+2.3%とプラスを回復、1～3月期（▲45.4%）から大幅に持ち直した。

固定資産投資（都市部）

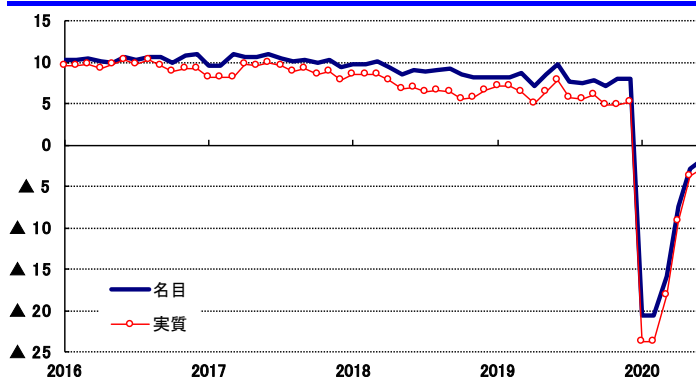
6月の固定資産投資（設備投資、公共投資、住宅投資の合計、都市部）は、前年同月比+5.4%と5月（+3.9%）から一段と伸びを高めた。その結果、4～6月期は前年同期比+3.6%となり、1～3月期（▲16.1%）から大幅に改善した。

業種別では、製造業（1～3月期▲25.2%→4～6月▲4.9%）のマイナス幅が縮小したほか、不動産業（▲9.3%→+6.5%）がプラスに転じ、鉄道（▲28.6%→+17.4%）や道路（▲17.5%→+10.6%）、電気ガス水道（+2.0%→+18.2%）などのインフラ関連が大幅に増加した。

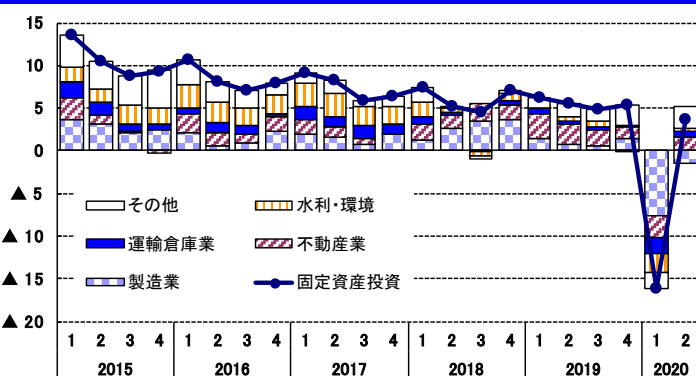
消費者物価

6月の消費者物価は前年同月比+2.5%となり、前月（+2.4%）から小幅伸びを高めた。全体の3割を占める食料品（5月前年同月比+10.6%→6月+11.1%）の上昇が主因であり、衣料品は▲0.4%で変わらず、サービス（+1.0%→+0.7%）は伸びが鈍化しており、食品・エネルギーを除く総合（+1.1%→+0.9%）で見れば消費者物価は抑制されている。

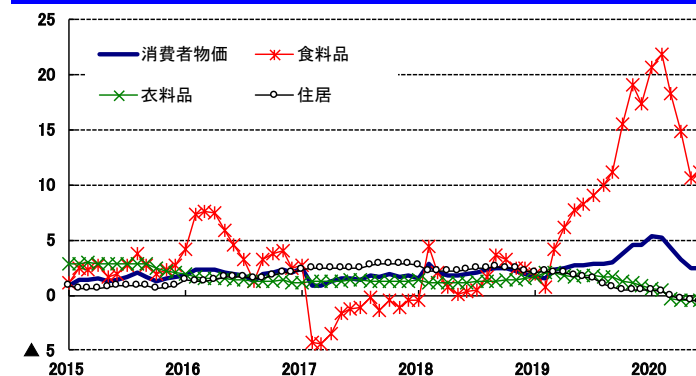
社会商品小売総額の推移（前年月比、%）



固定資産投資の推移（前年同期比、%）



消費者物価の推移（前年同月比、%）



食料品の内訳をみると、豚肉（+81.7%→+81.6%）は前月並みの伸びとなったが、生鮮野菜（▲8.5%→+4.2%）が上昇し食料品物価を押し上げた。

生産者物価

6月の生産者物価は前年同月比▲3.0%となり、前月（▲3.7%）より下落幅が縮小した。内訳を見ると、生産財（5月前年同月比▲5.1%→6月▲4.2%）は市況の底入れなどから鉱産物（▲14.8%→▲10.5%）や材料・燃料（▲9.9%→▲8.5%）の下落が一巡したことを主因にマイナス幅が縮小した。

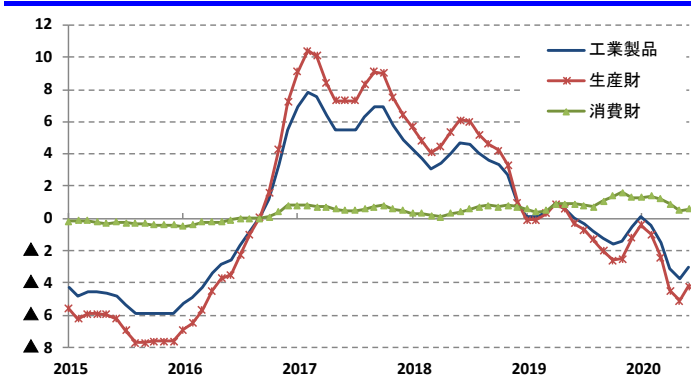
また、消費財（+0.5%→+0.6%）は、食料品（+2.9%→+3.2%）の上昇によりプラス幅がやや拡大した。ただ、衣料品（▲0.6%→▲0.8%）や耐久財（▲1.7%→▲1.8%）のマイナス幅は拡大しており、国内の需給は緩いままである。

人民元対ドル相場

人民元の対ドル相場は、7月に入り1ドル=7元前後まで上昇した。コロナ感染拡大により行動制限の緩和が足踏みし景気回復の遅れが懸念される米国と、コロナ感染拡大が収束し景気が比較的着実に持ち直している中国との格差を反映したものとの見方が大勢。

6月末の外貨準備高は前月から106億ドル増加の3兆1,112億ドルとなり、足元の元高がドル売り元買い介入によるものではない可能性を示唆した。

生産者物価の推移（前年同月比、%）



(出所) 中国国家统计局

人民元相場の推移（元／米ドル）



(出所) CEIC DATA