

中国貿易の底堅さが確認される反面、新たな火種も

～巨額の対米貿易黒字は米中対立の激化に繋がる懸念～

発表日：2017年7月13日(木)

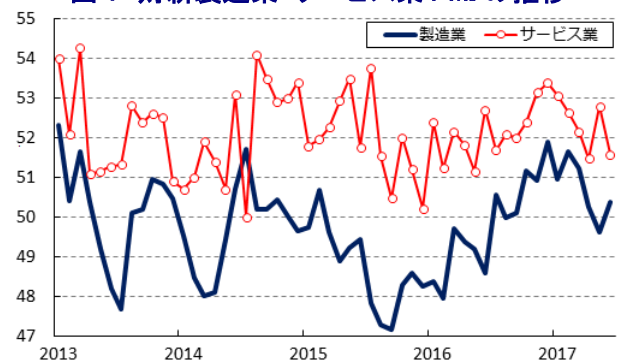
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 年明け以降における中国の製造業景況感の頭打ちは中国景気の重石になると懸念されたが、昨年来のけん引役となった「オールドエコノミー」に一服感が出る一方、「ニューエコノミー」が景気を下支えしている。また、足下では製造業に底入れ感が出ており、この動きは連動性が高い新興国景気を下支えし、世界経済の底堅さに繋がる。中国発の景気下振れ懸念は後退しており、世界経済の波乱要因も軽減している。
 - 6月の輸出額は前年比+11.3%に加速しており、景気拡大が続く先進国向けが輸出全体を押し上げている。過剰生産が懸念される鉄鋼及び石油製品の輸出量には頭打ち感が出る一方、米中対立の火種となり得るアルミ輸出は堅調に推移している。今週末には米中両国で5月に合意した「100日計画」が期日を迎えるが、今後についてはアルミを起点に両国の貿易問題を巡る対立が激化する事態が懸念される。
 - 一方の輸入額も前年比+17.2%と伸びが加速し、内需の堅調に加え、輸出拡大に伴う原材料需要も輸入を押し上げる好循環が続く。需要のピークアウトなどを反映して石炭輸入は落ち込む一方、原油や鉄鋼石の輸入量は依然旺盛な推移をみせる。石油関連で増産の動きが懸念されるほか、鉄鋼生産も高水準での推移が見込まれる。他方、粗悪な鉄鋼を中心に生産能力削減を進める中国当局の方針は変わらないであろう。
 - 巨額の貿易黒字に加え、金融市場の安定による資金流出懸念の後退は外貨準備の減少に歯止めを掛けている。資金流出懸念後退の背景には、人民元相場を巡る不透明感も影響した面は否めない。他方、貿易黒字の半分以上を対米黒字で計上しており、両国貿易を巡る対立が激化する可能性には要注意と言えよう。
- 年明け以降、昨年来の中国経済の持ち直しを演出した製造業の景況感の改善の動きに陰りがみられ、中国景気の重石になることが懸念されたものの、今月初めに発表された6月の財新製造業PMI（購買担当者景況感）は2ヶ月ぶりに好不況の分かれ目となる50を上回る水準に回復するなど、そうした見方はひとまず「杞憂」に終わりつつある（詳細は3日付レポート「[中国製造業を巡る不透明感は一とまず後退](#)」をご参照下さい）。事実、昨年来の中国景気の持ち直しの動きは、インフラや不動産関連を中心とする投資拡大の動きに代表されるように「オールドエコノミー」がけん引してきた側面は大きい。その一方、足下では食料品やエネルギーといった生活必需品を中心にインフレ圧力の後退が進んで家計部門の実質購買力が押し上げられ、個人消費をはじめとする内需も堅調な動きをみせている。さらに、昨年末以降は金融政策のスタンスが「やや引き締め」方向にシフトしており、金利が上昇基調を強める動きがみられるなど、短期金融市場を中心に資金需給のタイト化が懸念される展開が続いているが、国際金融市場の落ち着きなども背景に海外資金の流出圧力は弱まり、昨年初めまでのような切迫した状況は大きく後退している。こうしたことも追い風に、足下では一進一退の動きをみせつつもサービス業の景況感は一貫して

図1 財新製造業・サービス業 PMI の推移



(出所)Markit より第一生命経済研究所作成

好不況の分かれ目となる 50 を上回る水準で推移しており、着実に「ニューエコノミー」も景気の下支え役として機能している。さらに、足下のインフレ率は生活必需品を中心とするディスインフレの動きが重石となり、政府が掲げるインフレ目標を大きく下回る水準で推移しているものの、近年の経済成長などを背景とする消費市場の成熟化に加え、賃金上昇の動きも後押しする形でサービス物価に上昇圧力が掛かり、コアインフレ率は緩やかに加速感を増している（詳細は 10 日付

レポート「[中国に緩やかながらインフレの兆し](#)」をご参照下さい）。こうした状況を勘案すれば、足下の中国経済は昨年来の景気持ち直しの動きに比べてペースは緩慢ながら、引き続き景気は拡大基調を維持していると捉えられる。なお、中国における製造業景況感底打ちの動きは、アジアをはじめとする多くの新興国でも景況感に底入れの動きに繋がり、結果的に世界全体でも製造業景況感の底堅い動きを促すなど、昨年来の世界経済の自律回復の動きを下支えしている。足下の先進国経済を巡っては、欧州で改善の動きが続いている一方、米国や日本で回復の動きに一服感が出るなど不透明感がくすぶるものの、当面大きく下振れする事態は考えにくく、新興国においても中国景気の下振れを引き金とした下押し懸念が後退しており、当面は緩やかな拡大が続く可能性が高い。この動きは翻って、中国経済にとっても外需をきっかけとする景気下振れの動きを抑制すると期待され、世界経済の波乱要因の軽減に繋がると見込まれる。

- こうしたなかで発表された中国の 6 月の輸出額（米ドル）は前年同月比+11.3%と前月（同+8.7%）から伸びが加速して 3 ヶ月ぶりに二桁を上回る伸びとなり、当研究所が試算した季節調整値に基づく前月比も 2 ヶ月連続で拡大している上、中期的な傾向も拡大基調を維持するなど底堅い展開が続いている。年明け以降も先進国がけん引役となる形で世界経済の自律回復の動きが続いており、それに伴い堅調な景気拡大が続く EU のみならず、米国や日本など先進国向け輸出の拡大基調が強まり、輸出全体が押し上げられる好循環となっている。これまで中国の輸出に底入れの動きが出た際には、保税地域として利用される香港向け輸出の拡大などを利用した「偽輸出」などが問題になることがあったものの、足下においては依然低水準で推移しており、こうした事態とはなっていないとみられる。一方、ASEANをはじめとするアジア新興国向け輸出には一服感が出て

おり、年明け以降における中国製造業の景況感一服の動きに伴い、その動きに連動性が高いアジア新興国の景気に下押し圧力が掛かったことが影響した可能性がある。ただし、上述のように足下において中国の製造業景況感に底打ちの動きがみられることは、ひいてはアジアをはじめとする新興国景気にプラスの影響を与えることが期待され、先行きの輸出を下支えすると見込まれる。なお、主要な財別の輸出量の動きをみると、中国国内における過剰生産能力及び在庫の問題が懸念

される鉄鋼製品については、前年を大きく下回る伸びが続いており、生産能力解消に向けた取り組みの進展に加え、中国国内におけるインフラ投資などに伴う旺盛な需要が輸出の下押し圧力になっている。また、中国国

図 2 世界の製造業 PMI の推移

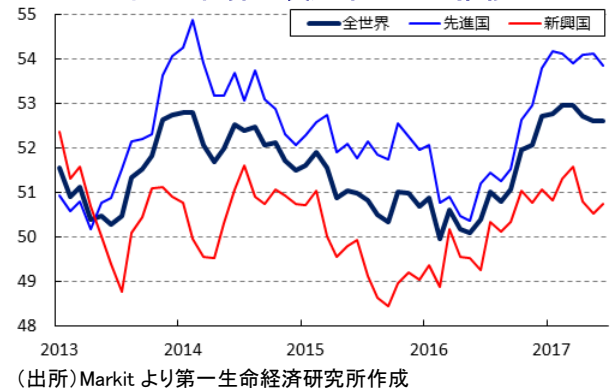
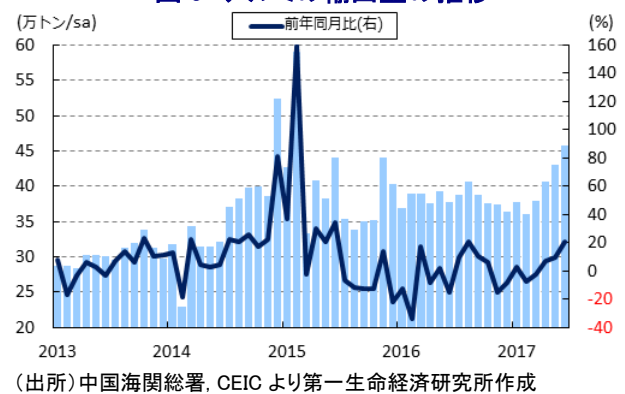


図 3 アルミの輸出量の推移

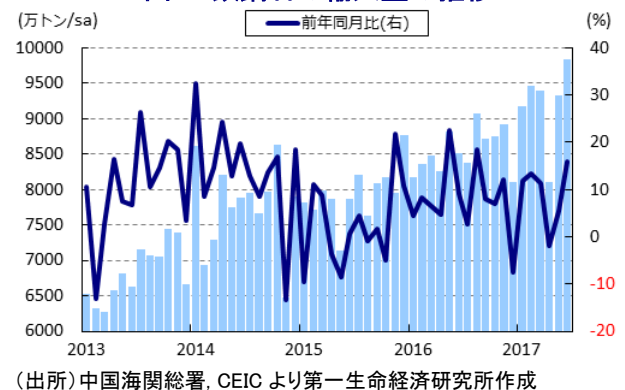


内の小規模製油業者（ティーポット）による過剰精製及び供給が続く一方、中国国内では「環境問題」を名目に化石燃料依存の脱却を目指す動きが強まっており、石油製品輸出の拡大が世界的な燃料価格の下押しを招くことが懸念されてきたが、足下ではその動きも落ち着いた推移をみせている。一方、米国際貿易委員会（ITC）は、今月初めに発表した報告書において「中国によるアルミの過剰生産が価格暴落を招いている」としたほか、米トランプ政権も中国のダンピング（不当廉売）への対抗措置を講ずる方針を示すなど、米中貿易の新たな「火種」となることが懸念されるが、アルミ輸出量は依然前年を上回る伸びが続いており、足下の輸出量は拡大基調を強めている。中国政府（商務部）は先月末、米商務省の公聴会において米国の主張に反論する姿勢をみせていたが、現実には中国のアルミ輸出は勢いを増していることが裏付けられている。この週末には米中両国が5月に合意した「100 日計画」が期日を迎えるが、合意事項の 10 項目に鉄鋼やアルミなどの減産に関する話題は盛り込まれておらず、今後両国間の交渉が激化する事態も懸念されよう。

- 一方の輸入額も前年同月比+17.2%と前月（同+14.5%）から伸びが加速しており、年明け以降は6ヶ月連続で二桁の伸びが続くなど堅調な推移をみせている。前月比については、前月に大きく拡大した反動も重なり2ヶ月ぶりに減少に転じているものの、そのペースはわずかに留まっており、中期的な傾向についても減少ペースが縮小するなど底打ちが示唆される。中国国内の個人消費が堅調に推移しているほか、インフラ投資などの底堅さも背景に内需向けの輸出額は引き続き高い伸びをみせている上、輸出が拡大基調を強めていることも追い風に輸出財の生産に関連する経済特区での輸入額も底入れしており、内・外需がともに輸入を押し上げる好循環が続いている。夏場が近づくなど需要のピークを超えていることに加え、中国国内では環境問題を理由に「脱石炭」に向けた動きが強まっていることも重なり、

石炭の輸入量は前年を下回る伸びに急減速するなど下押し圧力が掛かっている。一方、輸出財の生産に関連して半導体をはじめとする電子部品の生産が活発化することが見込まれるが、その生産に必要とされる銅鉱石の輸入量が5月に大きく落ち込んだことで製造業の動きに影響が出ることが懸念されたものの、6月は再び拡大して堅調な需要が確認されており、当面は生産拡大の動きが続く可能性が高い。ただし、足下では石

図4 鉄鋼石の輸入量の推移



油製品の輸出量に頭打ちの動きが出ているにも拘らず、原油輸入量は前年を大きく上回る伸びで推移しており、年明け以降の原油相場の頭打ちなどに伴う採算性向上を受けて一部のティーポットが精製の動きを拡大させるリスクは残る。また、インフラ投資の拡大期待などを反映して鉄鋼石の輸入量は拡大基調を強めており、先行きについても鉄鋼生産量が引き続き高水準で推移する可能性はある。なお、中国当局が鉄鋼に関連した生産能力の削減対象としているのは「地条鋼」と呼ばれる電炉による粗悪な鉄鋼及び鋼材であり、鉄鋼石を元にした高炉での高品質な鉄鋼及び鋼材生産は引き続きインフラ投資などに伴う需要も見込まれる。昨年来上昇基調が続いてきた中国国内の鉄鋼石価格は、年明け以降一転して調整する展開をみせてきたものの、足下では底打ちしており、豪州をはじめとする輸出国経済の押し上げに資すると期待される。

- 足下の中国の貿易は輸出入ともに堅調を維持しており、6月単月の貿易収支も+427.65 億ドルと前月（+404.90 億ドル）から黒字幅も拡大するなど、対外収支構造は引き続き堅調である。6月末時点の外貨準備高は3兆568 億ドルと前月末から32 億ドル増加しており、国際金融市場の落ち着きなどに伴い海外資金の流出

懸念が後退していることで、外貨準備の減少に歯止めが掛かっている。外貨準備の減少が抑えられている背景の一つとしては、今年5月末に当局が人民元の基準値の算出方法の再見直しを発表し、これに伴い人民元相場の方向性が読みづらくなったことも影響している。今回の変更では、前日の終値にドル相場の動きを加味して基準値が算定された従来のモデルに「カウンターシクリカル（景気循環）な調整要素」が導入され、実態として透明性が低下する一方、金融市場に根強く残る人民元安見通しに「歪み」を与えることに成功したと言える。結果、人民元安圧力を引き起こす海外資金の流出懸念の抑制することで、人民元相場の安定にも繋がっている。なお、6月の貿易黒字を巡っては、黒字幅の半分以上を占める254億ドルを対米国で計上するなど、週末に「100日計画」の期日を迎えることを勘案すると、今後は米国トランプ政権による中国への圧力が様々な形で強まることも予想される。ただし、米国トランプ政権が対中強硬姿勢を強めた場合、中国同様に米国にとって巨額の貿易赤字を計上しているわが国にもその姿勢が「飛び火」する可能性も考えられ、今後の両国の交渉がどのように進展するかには注意を払う必要があるだろう。

以 上