

## 中国、現状は貿易摩擦の影響を世界経済の回復が相殺

～米トランプ政権の態度硬化、中国の債務償還本格化などリスク要因はくすぶる～

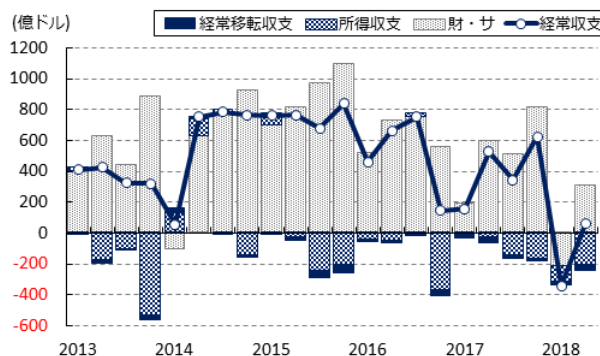
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

### (要旨)

- 年明け以降の中国金融市場は株式相場の調整に加え、人民元安が進展するなど弱気相場が続いてきた。米中貿易摩擦に伴い人民元安観測が強まるなか、中国国内の資金逃避も拍車を掛けた可能性がある。足下では共産党が景気下支えに舵を切ったほか、人民銀も人民元抑制策を打ち出したことで市場の雰囲気は変わる可能性はある。ただし、貿易摩擦の行方は中国金融市場の動揺の引き金を引くリスクもくすぶる。
- 足下の中国企業マインドには米中貿易摩擦や人民元安による悪影響を懸念する向きが出ている。しかし、7月の貿易統計は輸出入ともに高い伸びが続き、貿易制裁対象で鈍化する動きがみられる一方、世界経済の自律回復による需要増が影響を相殺している。今後は米トランプ政権が貿易制裁の強化に動くともみられ、輸出入への悪影響が懸念されるが、当面の動きについては世界経済の動向が鍵を握る展開が続くであろう。
- 7月の貿易黒字幅は縮小したが、その太宗を対米貿易黒字で説明可能となるなど、米トランプ政権の態度硬化を招くリスクがある。追加制裁の動きが加速化すれば、中国の輸出入への悪影響が早期化し、世界経済や国際商品市況の動揺に繋がることも懸念される。また、7月末の外貨準備高は予想外に増加したが、今後は中国企業の外貨建債券の償還が本格化するため、外貨準備には下押し圧力が掛かると見込まれる。

年明け以降の中国金融市場を巡っては、当局のデレバレッジ促進の動きに伴う金融政策の引き締めスタンスへのシフトを反映して金利が上昇基調を強めた結果、昨年は景気の持ち直しを受けて大きく上昇した株式相場は一転して調整局面を迎えた。さらに、その後は米中貿易摩擦による中国経済への悪影響が懸念されたため、株式相場は調整圧力を強めた。また、米中貿易摩擦の動きがエスカレートするにつれて金融市場では中国当局の「対抗措置」に注目が集まり、米国債の売却や人民元相場の切り下げに動くとの見方が広がった。人民元の対ドル相場は外国人投資家が自由に取引可能なオフショア市場を中心に下落基調を強めたほか、市場参加者が限られるオンショア市場でも当局が営業日前に発表する「基準値」が徐々に人民元安方向に設定されたため、こうした見方に拍車が掛かった。中国金融市場では2015年、バブル的に急上昇した株式相場が大きく調整するなど混乱した際、当局が景気下支えの観点から人民元の切り下げに動いたことで資金流出圧力が急速に強まり、結果的に資本規制に踏み切る事態に見舞われた。当時の中国経済は減速傾向を強めていた一方、足下の中国経済

図1 経常収支の推移

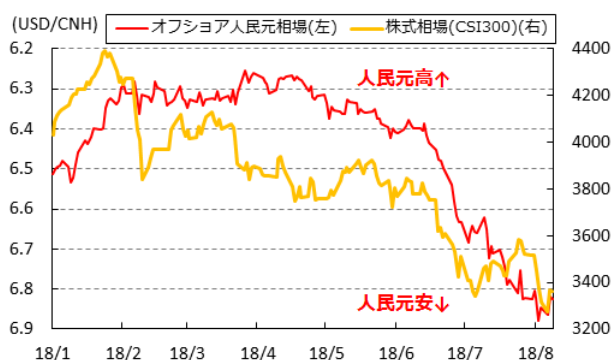


(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

は世界経済の自律回復も追い風に底堅い動きが続いていることを勘案すれば、同様の事態に陥る可能性は必ずしも高くない。しかし、人民元相場はオフショア市場を通じて外国人投資家の取引が拡大している上、株式市場でも今年5月には上海と香港の証券取引所間の株式相互取引の売買額が大幅に引き上げられたほか、6月には中国A株が国際的な株価指標であるMSCI新興国指数に組み入れられるなど、外国人投資家や外資系企業への門戸が広がっている。こうしたことから、外国人投資家を中心に資金流出圧力を強める動きが強まったほか、ここ数年の国際収支統計では当局が把握出来ない「誤差・脱漏」が大幅マイナスで計上される状況が続いており、中国国民による資金逃避の動きが活発化した可能性もある。こうした動きは足下の実体経済が比較的堅調さを維持しているにも拘らず、金融市場は弱気姿勢が強めるなどアンバランスな状況を生むとともに（詳細は7月31日付レポート「[中国、弱気な金融市場と底堅い景況感のアンバランス](#)」をご参照下さい）、弱気な金融市場が自己実現的に実体経済の下押し圧力に繋がるのが懸念された。その後、先月31日に共産党は中央政治局会議を開催し、財政・金融政策を通じて景気下支えに舵を切る方向転換を決定し（詳細は8月1日付レポート「[中国、再び「いつか来た道」に戻るか](#)」をご参照下さい）、人民銀行は今年3月に外国為替フォワード取引の際に銀行に対して20%の準備金保有を義務付けるなど人民元安抑制策を発表した。こうした動きを反映して、足下では調整模様が続いた人民元相場及び株式相場に底打ちの兆しが出ており、中国金融市場を覆ってきた弱気姿勢が修正される可能性は高まっている。ただし、米トランプ政権は今年6月に決定した中国への貿易制裁措置の第2段目に当たる年間輸入額160億ドル相当を今年23日に発動する方針を決定したほか、現在は第3段目として年間輸入額2000億ドル相当分に対して25%の制裁関税を課すことを検討しており、これらが実現すれば中国経済への悪影響は必至とみられる。その意味では、今後は当局が一段と景気下支えに動くほか、資本規制や市場介入などを通じ力尽くで金融市場の封じ込めに動く可能性もある。それは中国側の「対抗手段」の乏しさを示すことにもなりかねず、結果的に中国金融市場が再び動揺する引き金となる可能性もある。

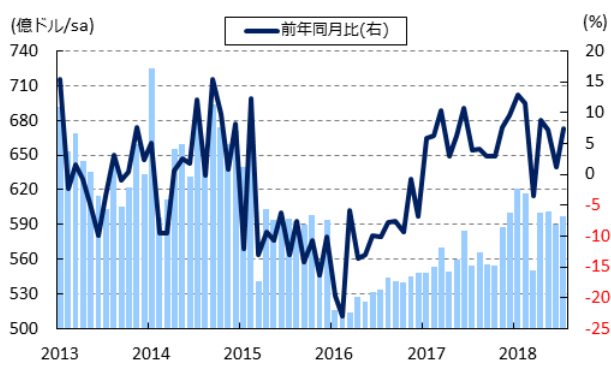
足下の中国国内の企業マインドを巡っては、米中貿易摩擦の激化を懸念して製造業を中心に先行きの輸出への下押しを懸念する向きが強まっているほか、製造業の景況感悪化や人民元安の進展はサービス業の景況感の重石となる動きもみられるなど、緩やかに状況が悪化に向かいつつある。ただし、現時点で発動している米中間の貿易制裁措置は、年間の貿易額にして340億ドル相当と中国の輸出額の2%弱、輸入額に対して8%強

図2 オフショア人民元相場と株式相場の推移



(出所) Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

図3 輸入素材・部材による加工組立輸出額の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成、季調値は当社試算

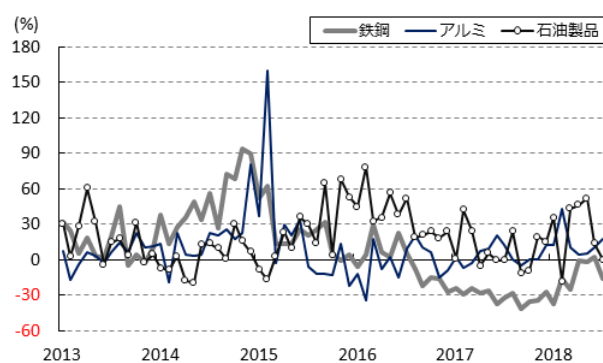
に留まる上、発動から1ヶ月ほどであり、中国の貿易統計に目立つ形で影響が表面化してはいないとみられる。7月の輸出額は前年同月比+12.2%と前月（同+11.2%）から伸びが加速して4ヶ月連続で二桁の伸びが続いている上、年初からの累計ベースでも同+12.6%と前年同月（同+7.5%）を上回るなど、世界経済の自律回復の動きが輸出を下支えする一方、貿易摩擦の動きが輸出の下押し圧力となる様子はいかたがえな。なお、当研究所が試算した季節調整値に基づく前月比は4ヶ月ぶりに減少に転じているが、中期的な基調は引き続き拡大傾向を維持するなど底堅く推移している。

種類別では、米国による貿易制裁措置の影響に伴い中国製品の輸出額に下押し圧力が掛かる動きがみられる一方、前月に伸びが鈍化した輸入素材・部材による加工組立関連の輸出額は再び増勢を強めており、世界経済の自律回復が輸出を押し上げる構図は変わっていない。財別では、米国の制裁対象であるにも拘らずアルミの輸出量は前年を大きく上回る推移が続く一方、鉄鋼製品の輸出量に大きく下押し圧力が掛かったほか、原油相場の底入れに伴う石油精製マージンの縮小を受けた独立系石油精製業者

（通称「ティーポット」）の稼働率低下を反映して石油製品関連の輸出量にも下押し圧力が掛かった。また、国・地域別では貿易制裁の余波を受けて米国向けに頭打ちの兆候がみられるが、日本やEUなど他の先進国向けに底堅さがみられるほか、ASEAN（東南アジア諸国連合）をはじめとする新興国向けの堅調さも輸出を下支えしている。よって、米国による貿易制裁の対象品目についてはその影響が現われる動きはあるが、それ以外の輸出の堅調さが影響を相殺している。一方、7月の輸入額は前年同月比+27.3%と前月

（同+14.1%）から伸びが加速して輸入額を上回る伸びが続き、年初からの累計ベースでも同+21.0%と前年同月（同+17.7%）を大きく上回るなど、輸出同様に堅調に推移している。前月比も2ヶ月ぶりに拡大に転じている上、中期的な基調も拡大傾向を強めるなど、米中貿易摩擦の激化による懸念にも拘らず、足下の輸出が引き続き底堅いことが輸入を下支えしている。種類別では、中国国内需要向けの一般輸入額は引き続き堅調に

図4 鉄鋼・アルミ・石油製品の輸出量(前年比)の推移



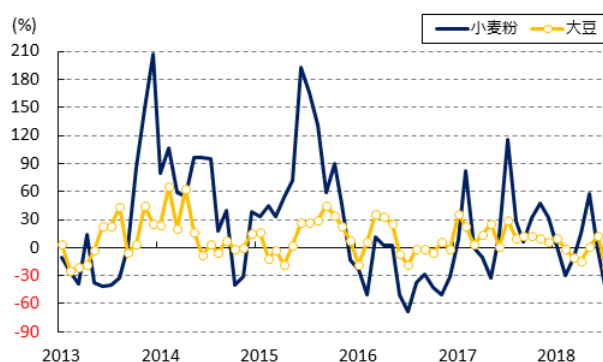
(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

図5 素材・部材関連の輸入額の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成、季調値は当社試算

図6 小麦粉・大豆の輸入量(前年比)の推移

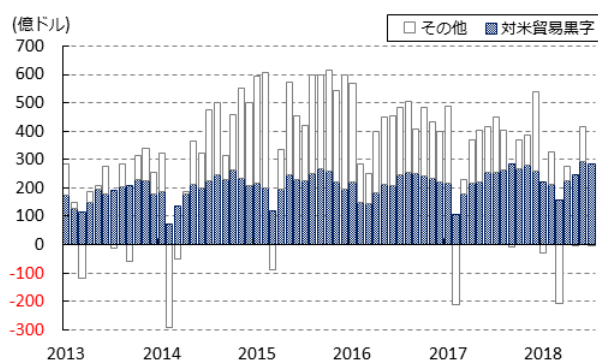


(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

推移しているほか、前月は前年を下回る伸びに転じた素材・部材関連の輸入額は再び増勢を取り戻している上、保税地域向けの輸入額も拡大基調を強めるなど、足下の輸出の底堅さが輸入を押し上げる構図が続いている。財別では、米国の貿易制裁の影響などに伴い鉄鋼生産に下押し圧力が掛かったことを反映して、鉄鋼石の輸入量は鈍化したほか、中国政府が制裁対象とする小麦粉や大豆の輸入量は前年を大きく下回る伸びとなるなど、制裁の影響が現われる動きはみられる。一方、加工組立輸出の堅調さを反映して半導体関連の輸入量は前年を大きく上回る伸びとなるなど増勢を強めたほか、電子部品関連の生産に不可欠な銅の輸入量にも押し上げ圧力が掛かり、経済活動の活発化や猛暑に伴う発電需要の拡大などを反映して原油や石炭の輸入量も拡大傾向を強めている。なお、足下では原油をはじめとする国際商品市況は底入れしており、これも輸入額の押し上げに繋がった可能性が考えられる。

この結果、7月の貿易収支は+280.51億ドルと前月（+414.60億ドル）から黒字幅は縮小したが、対米貿易黒字幅は+280.89億ドルと前月（+289.33億ドル）からわずかに黒字幅は縮小したが、貿易黒字の太宗を対米貿易黒字で説明することが出来る。上述したように、米トランプ政権は先月6日に貿易制裁の第1段目として中国からの年間輸入額340億ドル相当を対象に制裁発動に踏み切ったほか、今月23日には第2段目として年間輸入額160億ドル相当への貿易制裁を発動する方針を示している。さらに、第3段目として年間輸入額2000億ドル相当を対象とする制裁関税を課す検討を進めているが、足下の中国貿易の動きはこうした流れを一段と加速させることが懸念される。仮にそうした流れが加速する事態となれば、中国の輸出を取り巻く環境は急速に悪化する懸念があるほか、それに伴って中国の輸入にも玉突き的に下押し圧力が掛かることが予想され、世界経済や国際商品市況の動向を大きく揺さぶる事態も考えられる。なお、7月は貿易黒字幅が大きく縮小したほか、中国金融市場では人民元安の加速に加え、株式相場も調整圧力を強める動きがみられたにも拘らず、7月末時点の外貨準備高は3兆1179億ドルと前月末（3兆1121億ドル）から+58億ドルと2ヶ月連続で増加した。当局は「金融資産価格の変動とドル以外の通貨変動が外貨準備高の小幅増に繋がった」との見方を示しており、ユーロが対ドルで上昇したことに加え、人民元安の進展にも拘らず当局は大規模な為替介入を見送ったことが影響したとみられる。ただし、中国では近年、企業によるドルをはじめとする外貨建債券を通じた資金調達の動きが活発化している。今後は償還の本格化に伴う外貨需要の増大が見込まれるなか、外貨準備高には下押し圧力が強まる可能性は高いと予想される。以上

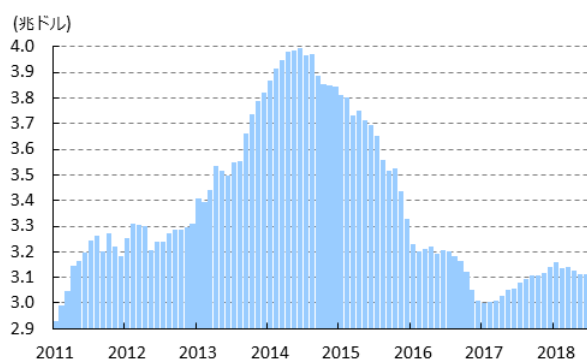
図7 貿易収支の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

7月は貿易黒字幅が大きく縮小したほか、中国金融市場では人民元安の加速に加え、株式相場も調整圧力を強める動きがみられたにも拘らず、7月末時点の外貨準備高は3兆1179億ドルと前月末（3兆1121億ドル）から+58億ドルと2ヶ月連続で増加した。当局は「金融資産価格の変動とドル以外の通貨変動が外貨準備高の小幅増に繋がった」との見方を示しており、ユーロが対ドルで上昇したことに加え、人民元安の進展にも拘らず当局は大規模な為替介入を見送ったことが影響したとみられる。ただし、中国では近年、企業によるドルをはじめとする外貨建債券を通じた資金調達の動きが活発化している。今後は償還の本格化に伴う外貨需要の増大が見込まれるなか、外貨準備高には下押し圧力が強まる可能性は高いと予想される。以上

図8 外貨準備高の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

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、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。