

中国貿易、貿易摩擦以上に世界的な景気頭打ちの影響が色濃く出る

～「一時休戦」の条件も不明ななかで新たな「火種」もくすぶり、景気への不透明感は一層強まる～

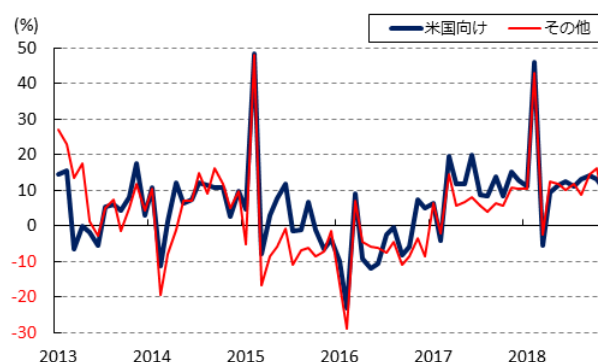
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- 米中貿易摩擦は一段と激化の様相をみせるなど中国貿易への悪影響が懸念されたが、11月の輸出額は前年比+5.4%に鈍化した。ただし、堅調な景気拡大が続く米国向けは比較的堅調な一方、世界経済の頭打ちを背景にその他向きで鈍化傾向が強まった。貿易制裁に伴いハイテク関連に頭打ち感が出る一方、一般的な中国製品の輸出額は堅調を維持するなど対照的な動きもみられる。足下の状況は米中貿易摩擦の影響は一部にみられるが、世界経済の頭打ち懸念が中国にとって輸出の重石になりつつあると判断出来る。
- 中国の対米輸入にはすでに中国政府による対抗措置の影響が現われているが、11月の輸入額は前年比+3.0%、対米輸入は同▲25.0%に大きく鈍化した。先行きの輸出減を警戒して素材・部材のほか、工作機械などの輸入も減少するなど生産鈍化に繋がると見込まれる。アジア新興国などからの輸入額は軒並み前年割れとなるなど、米中貿易摩擦の激化はアジアのサプライチェーンにも悪影響を与えつつあると言えよう。
- 貿易摩擦の動きは中国の対米輸入にすでに影響を与えており、中国では穀物価格の高騰を通じてインフレ圧力が高まった。ただし、足下の原油市況の急激な調整はインフレ圧力の後退を促している。米中首脳会談を経て制裁強化の一時猶予が決まったが、中国側の対応には不透明なところが多い。他方、新たな「火種」の噴出などに伴い今後の協議が円滑に進むとは見通し難く、中国景気を取り巻く状況の好転は見込みにくい。中国景気の行方は世界経済の動向を左右するだけに、これまで以上に注意を払う必要性は高いと言える。

米中貿易摩擦を巡っては、9月24日付で米トランプ政権が『第3弾目』の発動に踏み切り、中国政府もすかさず対抗措置を発動した結果、中国にとっては対米輸出の約半分及び対米輸入の約7割が制裁関税の対象となっている。ただし、10月までの貿易統計の動きをみると、輸出については外資系企業を中心とするグローバル企業がその太宗を占めており、米中双方による制裁発動の動きを睨みつつ各社が最適化を目指す動きを活発化させてきた。結果、米国向けに制裁発動前の駆け込みの動きがみられたほか、夏場以降における人民元安による輸出競争力の向上も追い風に米国以外向けの輸出が拡大するなど、世界経済の自律回復の動きが中国の輸出を後押しする動きが続いた。しかし、11月の輸出額は前年同月比+5.4%と前月(同+15.5%)から伸びが大きく鈍化したほか、当研究所が試算した季節調整値に基づく前月比も3ヶ月ぶりに減少に転じ、中期的な基調も拡大ペースが鈍化するなど

図1 中国の仕向け地別輸出額(前年比)の推移

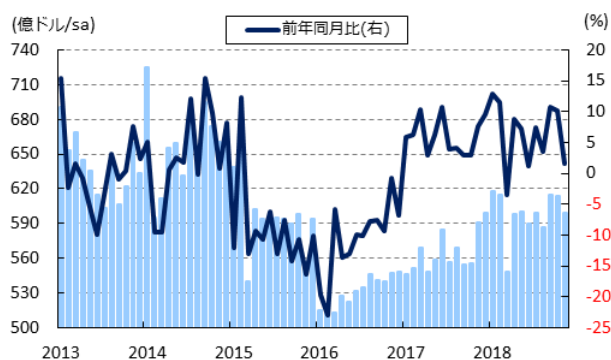


(出所) 中国税関総署, CEIC より第一生命経済研究所作成

頭打ちしている。国・地域別では米国向けが前年同月比+9.8%と頭打ちするも比較的堅調な伸びをみせる一方、米国以外向けは同+4.29%と大きく鈍化しており、具体的には香港向け（同+2.7%）や日本向け（同+4.8%）、ASEAN（東南アジア諸国連合）向け（同+5.1%）、EU向け（同+6.0%）などで軒並み鈍化傾向が強まった。足下の米国経済は依然堅調な景気拡大を続けており、米中貿易摩擦に伴う制裁対象についても、事前に米国経済への悪影響を極力抑えるべく対象除外が決められたほか、国際金融市場での米ドル高に伴い輸入物価に下押し圧力が掛かったことも対米輸出の下支えに繋がったと考えられる。他方、昨年末にかけて加速感を強めたEU（欧州連合）景気は年明け以降一転して頭打ちの様相をみせており、この動きに引っ張られるように世界経済も頭打ち感を強めるなど勢いに陰りが出ている。また、米中貿易摩擦の激化に加え、世界的に保護主義的な政策運営の色合いが強まっており、昨年末にかけて拡大ペースが加速してきた世界貿易の伸びは年明け以降頭打ちし、この動きも世界経済の重石になっているとみられる。さらに、米中貿易摩擦の激化を受けて足下では中国企業のマインドは急速に悪化しており、過去数年に亘り中国を中心とするサプライチェーンに組み込まれてきたASEANや韓国、台湾などのアジア新興国では先行きの輸出鈍化を警戒する向きも強まり、結果的に企業マインドが悪化する悪循環もみられる。貿易種類別では、ハイテク関連を中心とする輸入した素材・部材による加工組立関連の輸出額が前年同月比+1.5%と大きく鈍化し、米中貿易摩擦の激化に伴う制裁関税措置が下押し圧力に繋がる一方、一般的な中国製品の輸出額は同+8.8%と堅調な伸びが続くなど対照的な動きもみられる。さらに、財別でも米トランプ政権が個別の制裁対象としている鉄鋼輸量は前年割れ（前年同月比▲1.0%）となる一方、アルミ（同+41.1%）は大幅な伸びが続くなど対照的な動きがみられ、米中貿易摩擦のみでは説明が難しい状況が続いている。他方、足下で国際原油市況が急速に調整していることに伴う製品価格の下押しを反映して石油製品の輸量は前年同月比▲22.9%と大きく下振れしており、こうした動きも足下の輸出鈍化を促している。よって、足下の輸出に頭打ち感が強まっている背景には、一部に米中貿易摩擦の激化が影響しているとみられるものの、それ以上に世界経済の拡大ペースが鈍化するなど頭打ちしつつあることが色濃く影響を与えていると考えられる。

他方、中国国内における輸入を巡っては輸出同様に外資系企業を中心とするグローバル企業の存在感が高い一方、米国からの輸入品の多くは飼料用穀物をはじめとする農産品の割合が高く、これらの主要な輸入主体は国営企業が担うなど共産党及び中国政府の命令が行き届きやすい関係にある。結果、対米輸出とは対照的に対米輸入には制裁関税といった外形的な要因以外にも左右される傾向が強く、すでに対米輸入額は前年を下回る伸びで推移してきたが、11月は前年同月比▲25.0%とさらに深掘りした。輸入額全体の伸びも前年同月比+3.0%と前月（同+20.8%）から大きく伸びが鈍化しており、当研究所が試算した季節調整値に基づく前月比も2ヶ月ぶりに減少に転じている上、中期的な基調も減少傾向を

図2 輸入素材・部材での加工組立輸出額の推移



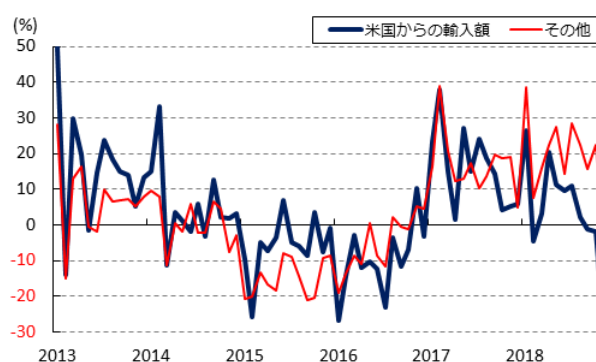
(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成、季調値は当社試算

強めるなど大きく頭打ちしている。財別では、対米輸入の大幅減を反映するように小麦及び小麦粉などの輸入量は前年同月比▲56.2%と半減したほか、大豆の輸入量も同▲38.0%と前年を大きく下回る伸びとなるなど、農産品の輸入量に色濃く影響が出ている。また、米中貿易摩擦の激化による先行きの対米輸出への悪影響に加え、上述のように足下では世界経済の頭打ちが輸出の重石となる動きが顕在化しており、輸入種類別では中国国内での加工組立に必要な素材・部材関連の輸入額が前年同月比▲3.3%と前年割れしたほか、外国企業による機械装置の輸入額も同▲17.5%と7ヶ月連続で前年割れとなるなど下押し圧力が掛かっている。こうした動きを反映するように、半導体関連の輸入量は前年同月比+1.8%と伸びが大きく鈍化しているほか、機械製品関連

の輸入量は同▲30.5%と大きく前年割れしており、先行きの輸出財の生産に一段と下押し圧力が掛かることが予想される。また、この動きは国・地域別の輸入額を巡って、韓国（前年同月比▲8.0%）や台湾（同▲6.9%）、ASEAN（同▲5.0%）や日本（同▲1.3%）が軒並み前年割れとなっていることにも現れており、中国を中心とするサプライチェーンに大きな影響を与えている。さらに、中国景気の減速感が強まっていることに加え、原油をはじめとする国際商品市況の調整も相俟って中国の内需を対象とする一般的な輸入額も鈍化しているが、財別の輸入量は鉄鋼石（前年同月比▲8.8%）が前年を下回る伸びとなるなど、インフラ投資の進捗が芳しくない様子もうかがえる。他方、冬場の燃料需要のピークに向けて原油（前年同月比+15.8%）及び石油製品（同+22.1%）の輸入量は高い伸びが続く一方、環境規制などが影響して石炭（同▲13.1%）は前年割れとなるなど、財ごとに差が生じている。なお、足

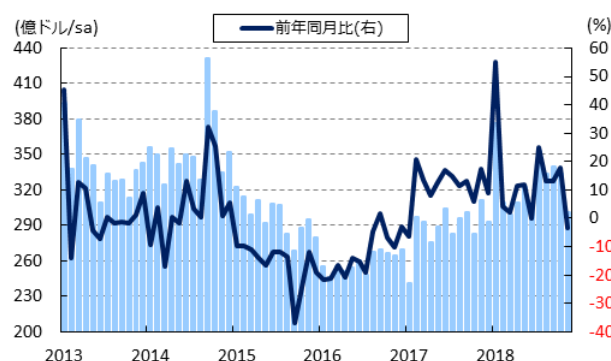
下の動きは多くの中国企業が先行きの輸出鈍化を警戒して身構える姿勢を強めていることを反映したものと捉えられ、中国の製造業PMI（購買担当者景況感）が政府及び民間が発表する双方で先行きの輸出悪化を見据える姿勢を強めていることにも現れており、今後は世界経済の頭打ちの動きも相俟って減速が色濃くなるであろう。

図3 中国の仕向地別輸入額(前年比)の推移



(出所) 中国税関総署, CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 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

上述のように、米中貿易摩擦の激化は現時点では中国の対米輸入に明確に影響を与えており、すでに飼料用穀物価格の高騰などを通じてインフレ圧力に繋がる動きがみられたが、このところの国際原油市況の大幅な調整はそうした圧力の緩和に繋がっている。11月の消費者物価は前年同月比+2.2%と前月（同+2.5%）から上昇ペースが鈍化し、前月比も▲0.3%と前月（同+0.2%）から5ヶ月ぶりに下落に転じるなど物価上昇圧力に一服感が出ている。なお、飼料用穀物価格の

高止まりを反映して羊肉（前月比+2.9%）や牛肉（同+1.3%）などの価格に上昇圧力はくすぶるが、異常気象の一巡などに伴い野菜（同▲12.3%）の大幅下落に伴い、食料品全体でも同▲1.2%と2ヶ月連続で下落するなど物価上昇圧力の後退が促された。また、このところの国際原油市況の調整を反映してガソリン（前月比▲4.8%）が大きく下落しており、それに伴う輸送コストの低下は幅広く消費財価格の下押し圧力に繋がっている。ただし、このところの物価上昇に伴う家計部門の実質購買力への下押し圧力に加え、年明け以降における株価低迷は家計部門に対するバランスシート調整圧力に繋がっており、家計消費など内需の足を引っ張る動きが景気を下押しするなか、製造業を中心とする雇用調整圧力の高まりも追い風にサービス物価も鈍化している。食料品とエネルギーを除くコアインフレ率は前年同月比+1.8%と前月（同+1.8%）から横這いで推移しており、前月比も+0.0%と前月（同+0.2%）から上昇ペースが鈍化するなど伸び悩んでいる。足下では川上の物価に当たる生産者物価も前年同月比+2.7%と前月（同+3.3%）から伸びが鈍化し、前月比も▲0.2%と前月（同+0.4%）から7ヶ月ぶりに下落に転じており、原油をはじめとする国際商品市況の調整が原材料価格の下押し圧力に繋がっている。原油相場の調整はすでに消費者段階の物価にも下押し圧力となる動きが鮮明となっているが、今後は原材料価格の調整が消費者段階における物価の重石となることが期待される一方、米中貿易摩擦の行方も引き続き物価動向を左右する材料となり得る。今月初めに行われた米中首脳会談では、米トランプ政権は当初来月からとしていた『第3弾目』の制裁関税率の引き上げを一時猶予することで中国政府と合意し、その条件として、米大統領行政府（ホワイトハウス）は「中国は貿易不均衡を正に向けて米国から農産品やエネルギー、工業製品などの輸入を拡大し、そのうち農産品は直ちに購入を開始する」との見解を示した（詳細は4日付レポート「[米中貿易摩擦の「一時休戦」と中国経済の行方](#)」をご参照下さい）。ただし、現時点において中国政府は米トランプ政権による貿易制裁への対抗措置として米国からの農産品輸入に報復関税を課しており、報復関税を課した状態を維持するか否かは不透明である。仮に中国政府が報復関税を取り下げた上で米国の農産品の購入を行えば、中国国内のインフレ圧力は一段の後退が期待される一方、習政権としては中国側が一方的な譲歩を迫られる状況は避けたいと考えるのが実情であろう。また、『一時猶予』の条件とされる米中協議を巡っては、米国側の交渉団を対中強硬派であるライトハイザーUSSTR（米通商代表部）代表が務めるなど、交渉が円滑に進展するか否かも不透明である。さらに、今月初めには米トランプ政権の要請に基づいてカナダ当局が中国の通信機器大手企業の

図5 インフレ率の推移



(出所) 国家統計局, CEIC より第一生命経済研究所作成

幹部の身柄を拘束するなど、新たな『火種』もくすぶる。『一時休戦』に期待を寄せる向きもあった金融市場も、世界経済の頭打ち懸念に加え、米中両国関係を巡る不透明感を理由に一転して調整圧力を強めており、中国本土株は引き続き上値の重い展開が続き、結果的に家計消費に対する下押し圧力が残ることも避けられない。中国景気の減速は世界経済そのものの足かせとなり得るため、こうした一連の動きをきっかけに国際金融市場に動揺が広がり、そのことが实体经济の足を引っ張る悪循環に繋がる可能性もあり、今後は中国景気の動向にこれまで以上に注意を払う必要性が高まっていると言えよう。

図 6 中国本土株(上海総合指数)の推移



(出所)Refinitiv より第一生命経済研究所作成

以上

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。