

中国、対米輸入で報復の影響一巡も、物価上昇は内需のリスク要因に

～スタグフレーションが意識されるなかで政策余地は限られる「八方ふさがり」の状況に～

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)

- 中国の外需は米中摩擦や世界経済の減速懸念が重石になってきたが、「第一段階の合意」に向けた一時休戦により企業マインドは反転するなど改善の機運がうかがえる。なお、当初から米中摩擦の影響が色濃く現れた輸入は早くも底打ちするなど、一巡しつつある。他方、輸出は依然下押し圧力が残り、不透明感もくすぶる。米トランプ政権は 15 日付の対中制裁強化の姿勢を崩しておらず、輸出への影響はしばらく残るであろう。
- 他方、内需面では雇用・所得環境の悪化に加え、物価上昇に伴う実質購買力の下押しが重石になっている。11 月のインフレ率は前年比+4.5%と約8年ぶりの高水準となり、豚肉を中心とする供給インフレの影響が色濃く現れている。一方でコアインフレ率は一段と鈍化しており、景気減速によるディスインフレ圧力もくすぶる。ただし、当面のインフレ率は上振れしやすく、先行きはスタグフレーションが一段と意識される展開が続こう。
- 年明け以降の政府はデレバレッジ政策の転換、預金準備率の引き下げなど金融緩和に動いているが、インフレが意識されるなかで政策余地は限られる。政策的には「八方ふさがり」の状況に直面していると言える。

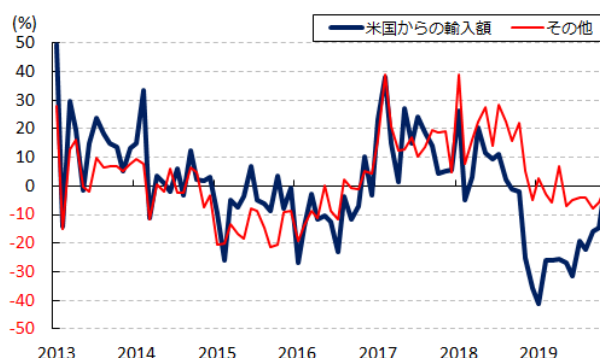
昨年以降の中国の外需を取り巻く環境は、米トランプ政権による中国からの輸入品に対する制裁関税の付加をきっかけとする米中摩擦の激化の動きに加え、世界的な保護主義姿勢の強まりなどを背景とする世界貿易の萎縮の動きなどを受けた世界経済の減速懸念も重なり、大きく下押し圧力が掛かる展開が続いている。一方、米中両国政府は 10 月の閣僚級協議を経て「第一段階の合意」に向けた詰め協議に進むことで合意するとともに、米トランプ政権による対中制裁措置の強化（第 1 ～ 3 弾目の関税率引き上げ）は延期されるなど『一時休戦』状態にある。こうした状況変化を受けて、昨年以降は世界貿易の萎縮の動きに呼応する形で世界的に製造業の企業マインドは悪化傾向を強める展開が続いてきたものの、足下では底打ちして好不況の分かれ目となる水準を上回るなど、緩やかな回復を示唆する動きをみせている。さらに、足下では中国国内の企業マインドも上述の米中摩擦の『一時休戦』の動きを受けて底打ちの動きをみせているほか（詳細は 2 日付レポート「[中国、企業マインドは幅広く改善も、先行きのリスクは依然山積](#)」をご参照下さい）、こうした動きは中国経済との連動性が高いアジア新興国の企業マインドの改善を促すなどの動きもみられる。

なお、米中双方による貿易制裁措置の第3弾目までが発動から丸1年が経過するなか、制裁発動直後は中国の対米輸入を中心に急速に下押し圧力が掛かる動きに繋がったものの、足下ではその影響が一巡する傾向がうかがえる。事実、11月の輸入額は前年比+0.3%と前月（同▲6.2%）から7ヶ月ぶりに前年を上回る伸びとなったほか、対米輸入額も同+2.7%と前月（同▲14.6%）から15ヶ月ぶりに前年を上回る伸びに転じるなど、中国政府による報復措置の影響が早くも一巡しつつあると捉えられる。そして、米国以外からの輸入額も前年比+0.2%と前月（同▲5.7%）から7ヶ月ぶりに前年を上回る伸びに転じており、年明け以降の原油をはじめとする国際商品市況の頭打ちの動き

や、輸出低迷に伴う素材及び部材など原材料需要の低迷が続いた流れにも底打ち感が出つつある様子もうかがえる。当研究所が試算した季節調整値に基づく前月比は2ヶ月ぶりに減少に転じているものの、中期的な基調は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、輸出財の生産に必要な素材及び部材関連の輸入額は前年比▲14.3%と大幅マイナスで推移しているほか、年明け以降も堅調な動きが続いた外資系企業による機械装置関連の輸入額も同▲14.1%と11ヶ月ぶりに前年割れに転じるなど下押し圧力が掛かる一方、国内需要向けを中心とする一般的な輸入額が同+5.0%と7ヶ月ぶりに前年を上回る伸びに転じたことが押し上げに繋がっている。財別でも、石炭や原油のほか、鉄鉱石や銅など鉱物資源関連の輸入量が軒並み拡大傾向を維持しているほか、大幅減が続いた半導体関連の輸入量も拡大に転じており、報復措置に伴う米国からの輸入減が重石になってきた小麦やとうもろこし、大豆などの穀物輸入量も中南米などからの代替調達も追い風に前年を上回る伸びに転じるなど、輸入の押し上げに繋がっている。ただし、単月の輸入額の水準は依然としてピークを大きく下回る水準に留まっており、中国の国内需要が世界経済の下支えに十分な役を担う状況にはほど遠く、あくまで『最悪期』を過ぎつつあると捉えた方が良いと考えられる。

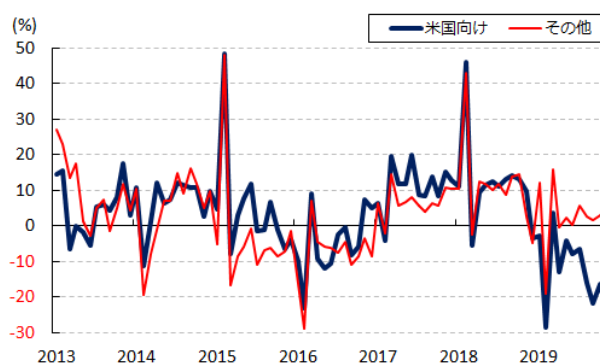
一方、11月の輸出額は前年比▲1.1%と4ヶ月連続で前年を下回る伸びで推移し、前月（同▲0.8%）からわずかにマイナス幅も拡大しており、前月比も3ヶ月ぶりに減少に転じている上、中期的な基調も減少傾向が続くなど、上述のように底打ちの兆候がうかがえる輸入の動きとは対照的な状況にある。対米輸出額は前年比▲23.0%と引き続き大幅マイナスで推移しており、上述のように米中摩擦は一時休戦状態となっているものの、制裁関税が輸出の重石となる状況は変わっていない。なお、米国向け以外の輸出額は前年比+4.5%と前年を上回る伸びが続き、昨年来の人民元相場の下

図1 仕向地別輸入額(前年比)の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 仕向地別輸出額(前年比)の推移



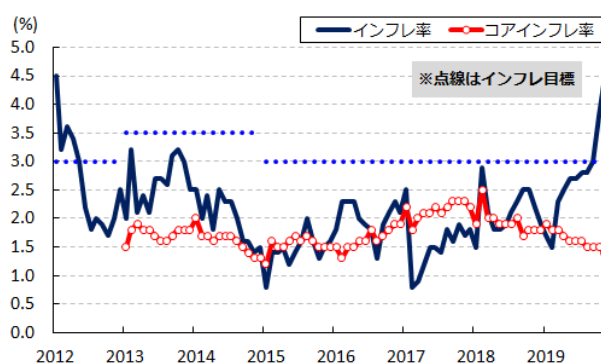
(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

落などに伴う価格競争力の向上などを背景に底堅く推移するなど輸出全体を下支えしているものの、世界貿易の萎縮の動きが足かせとなっている状況は変わらない。国・地域別では、米中摩擦の激化の動きを受けて中国企業が新たな生産拠点としている上、中国製品の『迂回輸出』先として目されるASEAN（東南アジア諸国連合）向けが前年比+18.0%と引き続き高い伸びで推移しているほか、米中摩擦の背後で関係改善の動きが進むロシア向けも同+8.6%と堅調な伸びをみせており、日本向け（同▲7.8%）やEU（欧州連合）向け（同▲3.8%）など先進国向けが軒並み減少傾向にある状況とは対照的である。こうした状況は、習政権が掲げる産業政策である「中国製造 2025」に伴い重点化が進められてきたハイテク関連の輸出額が前年比▲1.5%と引き続き前年を下回る伸びに留まっているほか、近年世界的に存在感を高めてきた電気モーター及び発電機関連（同▲9.9%）や電気製品関連（同▲2.1%）なども軒並み前年を下回るなど、中国の輸出産業を取り巻く環境は依然厳しい状況にある。さらに、上述のように足下の輸入は外資系企業による中国国内での設備投資の頭打ちのほか、輸出財の生産鈍化を示唆する動きが続くなど今後の劇的改善は見通しにくい。現時点においても米トランプ政権は毎月 15 日付で対中制裁の第 4 弾目の残りを発動する予定を変えておらず、輸入に対する米中摩擦の影響は一巡感が出ている一方、輸出に対しては今後も影響が色濃く残る可能性は高いと判断出来る。

なお、中国の家計消費をはじめとする内需を巡っては、外需の不透明感の高まりに加え、昨年の習政権によるデレバレッジ（債務抑制）政策などを背景とする雇用・所得環境の悪化が足かせとなる懸念が高まったため、年明け以降はデレバレッジ政策の転換を進めてきたものの、足下ではインフレ率の急上昇に伴う実質購買力への影響が重石となる難しい状況に直面している。11 月のインフレ率は前年比+4.5%と政府目標（3%）を大きく上回るとともに、約 8 年ぶりの水準となるなどインフレ懸念が一段と高まっている。前月比は+0.4%と前月（同+0.9%）から上昇ペースが鈍化しているものの、食料品やエネルギーなど生活必需品を中心とする物価上昇の動きが加速感を強める展開が続いている。なかでも、政府は豚肉の輸入量拡大や冷凍豚肉の備蓄抛出などの取り組みを強化し

ているにも拘らず、同国内におけるアフリカ豚コレラの大流行に伴う供給減を受けて豚肉価格は前月比+3.8%と引き続き上昇しており、穀物価格の高止まりを受けて牛肉（同+2.8%）も上昇傾向が続くなど、畜産品全般で物価上昇が続いている。一方、食料品とエネルギーを除いたコアインフレ率は前年比+1.4%と前月（同+1.5%）から一段と鈍化しており、前月比も▲0.1%と前月（同+0.1%）から 8 ヶ月ぶりに下落に転じるなど下押し圧力が掛かっている。幅広くサービス物価に下押し圧力が掛かるなど雇用・所得環境の悪化を反映した動きがみられるなど、足下の状況は供給インフレに伴うインフレ率の加速の背後で需要インフレ圧力は後退する典型的な「スタグフレーション」状態にあると捉えることが出来る。また、川上の物価に当たる生産者物価は前年比▲1.4%と 5 ヶ月連続でマイナスとなるも前月（同▲1.6%）からマイナス幅は縮小する一方、前月比は▲0.1%と前月（同+0.1%）から 3 ヶ月ぶりに

図 3 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

ているにも拘らず、同国内におけるアフリカ豚コレラの大流行に伴う供給減を受けて豚肉価格は前月比+3.8%と引き続き上昇しており、穀物価格の高止まりを受けて牛肉（同+2.8%）も上昇傾向が続くなど、畜産品全般で物価上昇が続いている。一方、食料品とエネルギーを除いたコアインフレ率は前年比+1.4%と前月（同+1.5%）から一段と鈍化しており、前月比も▲0.1%と前月（同+0.1%）から 8 ヶ月ぶりに下落に転じるなど下押し圧力が掛かっている。幅広くサービス物価に下押し圧力が掛かるなど雇用・所得環境の悪化を反映した動きがみられるなど、足下の状況は供給インフレに伴うインフレ率の加速の背後で需要インフレ圧力は後退する典型的な「スタグフレーション」状態にあると捉えることが出来る。また、川上の物価に当たる生産者物価は前年比▲1.4%と 5 ヶ月連続でマイナスとなるも前月（同▲1.6%）からマイナス幅は縮小する一方、前月比は▲0.1%と前月（同+0.1%）から 3 ヶ月ぶりに

下落に転じている。ただし、食料品価格の上昇を受けて加工食品関連で物価上昇圧力が掛かりやすい状況にあるなか、足下ではEC（電子商取引）サイトでの価格競争激化なども影響して日用品価格に下押し圧力が掛かるほか、需要低迷を受けて耐久消費財価格も下落傾向が続くなど、幅広く財価格の上昇圧力は後退している。足下で豚肉価格の上昇傾向は徐々に落ち着きを取り戻しつつあるものの、当面は統計上前年の反動が出る形でインフレ率が上振れしやすい環境にあることを勘案すれば、スタグフレーションへの意識が一段と強まることが予想される。

上述のように、年明け以降の中国政府はデレバレッジ政策からの転換を図っており、中国人民銀行（中銀）は預金準備率の引き下げに動いているほか、8月には『金利改革』として最優遇金利の算出を開始して事実上の『ステルス利下げ』に動く環境を整えている（詳細は8月21日付レポート「[中国の金利改革、その狙いと効果は](#)」をご参照下さい）。ただし、足下ではインフレ率が政府目標を大きく上回る水準に加速しており、先行きもしばらくは高止まりが予想されるなかで思い切った金融緩和に動くことは出来ず、結果的に資金繰りを巡る懸念が中小・零細を中心とする民間企業部門にとっての問題となっている。なお、中国金融市場においては民間企業が発行した社債を巡ってデフォルト（債務不履行）が発生し、今年の件数は過去最多を更新する事態となっているほか、足下では国有企業でも社債のデフォルトが発生するなどその影響は民間部門のみならず公的部門にも波及する兆しがみられる。足下の中国経済については、企業部門を中心とする資金繰り問題に加え、雇用・所得環境の悪化などが景気の重石となってディスインフレ圧力となっていることを勘案すれば金融緩和が望ましい一方、インフレが昂進するなかで緩和余地は限られるなかで政策対応はこれまで以上に困難さを増している。金融緩和に伴う人民元安圧力は外需の下支えに繋がると期待される一方、過度な人民元安の動きは資金流出懸念を招くほか、米中協議を巡る懸念要因になる可能性もあるなど、政策的には『八方ふさがり』の状況になりつつあると言えよう。

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。見通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。

