

## 中央経済工作会議からみえる 2020 年の中国経済の行方

～米中摩擦「一時休戦」やレバレッジ「安定化」という好材料の一方、米中関係の行方は引き続き重石に～

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)

- 中国経済の懸案事項である米中摩擦は、13日に「第一段階の合意」が原則合意に至り、米トランプ政権は15日付での対中制裁強化を猶予する一方、中国が米国産品の輸入拡大で合意する「一時休戦」状態となった。ただし、合意内容に関する米中の意見の隔たりは大きく、合意上では米国も一定の「譲歩」に動いたが履行されるかは不透明である。その意味では、来年以降も米中摩擦は再燃リスクを抱えた状態が続くであろう。
- 足下では中国の景気減速が意識される一方、米中摩擦の一時休止で企業マインドに改善の動きもみられるなか、中国では10～12日で来年の政策方針を討議する中央経済工作会議が開催された。現状認識及び方向性に大きな違いはなかったが、金融リスクへの危機感が些か後退したほか、不動産投機は抑制の一方でスラム街の改善など新たな動きもみられた。ただし、成長率目標は「6%前後」に引き下げられると予想する。
- 企業マインドの改善に歩を併せるように、11月の実質鉱工業生産は前年比+6.2%に加速するなど底打ちしている。他方、家計の「節約志向」の強さを反映して11月の実質小売売上高は+4.9%と力強さを欠き、ECサイトでの価格競争の厳しさも重石になっている。また、11月の固定資産投資は年初来前年比+5.2%と底這いで推移しており、インフラ投資の進捗の一方で設備投資や不動産投資の弱さが重石になっている。中央経済工作会議や米中合意など明るい材料はみられるが、当面の中国景気は緩やかな減速が続くであろう。

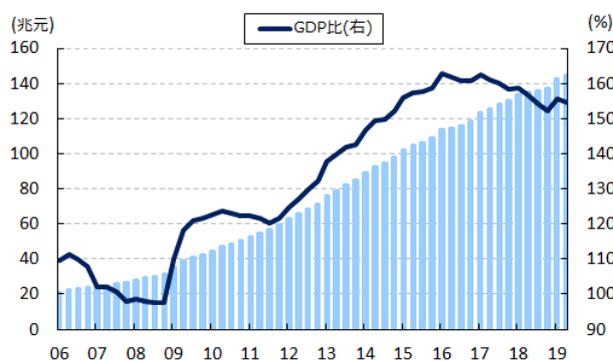
昨年来の中国経済にとって最大の懸念要因となっている米中摩擦を巡っては、13日に「第一段階の合意」に関する原則合意に至ったことが示され、米トランプ政権が15日付で発動を検討していた対中制裁『第4弾目』の残り（年輸入額約1600億ドル相当）を見送る一方、中国政府が米国産の農産品やサービスの輸入を拡大することで合意したとされた。なお、今後は来月初旬にも米中両政府が合意文書に署名するほか、正式署名から30日後に米トランプ政権はすでに発動済の対中制裁措置の一部（『第4弾目』の一部（年輸入額約1200億ドル相当））に対する関税率を現行の15%から7.5%に半減させる見通しが示されている。米中協議については、米国が中国に対して米国産品の輸入拡大による対米貿易黒字の縮小を求める一方、中国は米国に対して発動済の対中制裁の撤廃を求めたことで平行線を辿る展開が続いてきたものの、最終的に米トランプ政権が対中制裁の一部緩和という『譲歩』に動いた格好となる。「第一段階の合意」が原則合意に至ったことを受けて、今後は「第二段階の合意」に向けた交渉が始まる見通しであるものの、その時期については現状未定であるなど具体的な段階には至っていない模様である。それ以上に、今回の「第一段階の合意」についても詳細を巡っては、多くの点で米中双方による説明にズレが生じており、来月初旬にも予定される署名合意やその後の合意内容に関する検証作業などでの紆余曲折は避けられそうにない。例えば、米国政府は中国による米国産品の輸入拡大に関連して「今後2年間で2000億ドル拡大する（ライトハイザーUSTR代表）」とする一方、中国政府は「具体的な規模

は後日発表する（寧吉哲・国家発展委員会副主任）」と具体的な数値の言及を避ける姿勢をみせている。また、これまでの米中協議においても両国間の認識の差が縮まらなかったとされる知的財産分野、技術移転分野、国有企業などに対する補助金問題など『構造問題』を巡るテーマについては、米国側は具体的な取り組みを示す一方で中国側は内容に差があるほか、全く言及がなされないなどの対応を示している。そして、今後の取り組みやその後の検証作業などを通じて両国の対立が再燃した場合に関しても、その際の紛争解決手段について米国側は関税の再発動を認める旨の説明を行う一方、中国側は全く言及しないなど『詰め』の作業が残された分野は山積している様子がうかがえる。このようにみると、米中摩擦は過去に行われた協議同様に決裂状態を避ける『一時休止』には至ったと捉えられる一方、問題解決にはほど遠い状況にあり、今後の事態によっては対立が再燃するリスクはくすぶったままとと言える。

他方、7-9月の実質GDP成長率は前年比+6.0%と統計開始以来最も低い伸びに留まっている上（詳細は10月18日付レポート「[中国、7-9月の経済成長率は前年比+6.0%と過去最低を更新](#)」をご参照下さい）、その後も家計消費をはじめとする内需は家計部門の『節約志向』の強まりなどを反映して鈍化傾向を強めるなど（詳細は11月14日付レポート「[中国、「節約志向」の強まりを示唆する家計消費の動き](#)」をご参照下さい）、景気の下振れが意識されやすい経済指標の発表が続いている。他方、今月初めに発表されたPMI（購買担当者景況感）では製造業やサービス業問わず幅広い分野で改善の動きが示されているほか（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）、上述のように米中摩擦が先行きの状況は不透明ながら『一時休戦』状態に至るなど好転に繋がる材料もみつきつつある。こうしたなか、中国では10日から12日までの日程で毎年末に翌年のマクロ経済の運営方針について、共産党最高指導部や国務院（内閣）指導部のみならず、地方政府や国家機関、人民解放軍、国有企業など幅広い分野の責任者が一堂に会する形で討議される中央経済工作会議が開催された。なお、具体的な経済運営の方針自体は毎年春に開催される全人代（全国人民代表大会）で最終決定されるため、今回の会議後に公表されたコミュニケでは『現状認識』と来年の『方向性』が示されるに過ぎない。ただし、現状認識については昨年同様に減速感が強まっているとの見方は据え置かれる一方、昨年は米中摩擦など外的要因を主要因とみる姿勢が強かった一方、今年はこれに構造的且つ循環的な内部要因も影響しているとの認識を示すなど、経済成長モデルの転換が足かせになっているとの考えを示し、積極的な財政政策と穏健な金融政策を継続する姿勢を示した。また、

リスク認識についても過去2年は金融システムリスクの抑制を『3大リスク』の筆頭に掲げ、その後のデレバレッジ（債務抑制）策に繋がった経緯があるものの、今回の会議では「[マクロレバレッジの安定を実現する](#)」と縮小に主眼が置かれた状況から大きく後退している。さらに、不動産政策についても過去2年と同様に投機を諫める文言（住宅は住むためのもので投機対象ではない）は残される一方、都市ごとに柔軟な政策を展開すべく都市部貧困層の住宅問題の解決、具体的

図1 非金融企業部門向け信用残高の推移



（出所）BIS（国際決済銀行）より第一生命経済研究所作成

にはスラム街（棚戸区）の改造を進めるなど、不動産投資の積極化にも繋がり得る姿勢が示された。その上で、全体的な方針については「来年の目標実現のために安定性を優先する必要がある、マクロ政策は安定、ミクロ政策は柔軟に社会政策に裏打ちされたものとする」としたほか、「マクロ政策を将来を見据えたものとしつつ、目標を絞りより効果的なものにする必要がある」とし、過去数年同様に『ターゲット型』の政策運営を進める考えを示している。なお、経済成長率目標については具体的な数値は示されていないものの、現状認識の動きなどを勘案すれば、今年（6.0～6.5%）から引き下げられる可能性は高く、現時点において当研究所は「6.0%前後」とする可能性が高いと予想する。その意味では、今後も一定程度の景気減速は容認する一方、過度な減速懸念に対しては財政及び金融政策などを通じて断固とした対応を続けると考えられる。

なお、上述のように足下では幅広い分野で企業マインドに底打ちの動きがみられたため、事前には11月の経済指標も同様に底打ちするとの期待が高まるなか、11月の鉱工業生産（実質ベース）は前年比+6.2%と前月（同+4.7%）から加速して5ヶ月ぶりの高い伸びとなるなど底打ちが確認された。前月比も+0.78%と前月（同+0.20%）に予想外の形で大きく下振れした反動も重なり、8ヶ月ぶりの高い伸びとなるなど比較的堅調な動きをみせている。分野別では、冬場に向けたエネルギー需要の高まる傾向を反映して電力関連（前年比+6.7%）で伸びが加速しているほか、製造業（同+6.3%）や鉱業（同+5.7%）でも軒並み伸びが加速しており、企業形態別では国有企業（同+3.7%）や外資企業との合弁企業（同+3.2%）で鈍化する一方、外資系企業（同+7.0%）や純粋民間企業（同+8.9%）で伸びが加速するなど、民間部門を中心に底打ちが進んでいる様子が見えてくる。さらに、製造業のうちハイテク関連（前年比+8.9%）で伸びが底打ちしているほか、一般機械関連（同+6.2%）、特殊機械関連（同+7.0%）、電気機械関連（同+12.6%）、コンピュータ関連（同+9.7%）などでいずれも伸びが加速しており、需要鈍化に伴い下押しが続いた自動車関連（同+7.7%）で底打ちの動きが鮮明になっている。他方、インフラ関連での生産押し上げの動きが一巡した影響で鉄道・船舶・航空宇宙関連（前年比+0.1%）は伸びが鈍化しており、米中摩擦の動きも少なからず影響した可能性が考えられる。

なお、具体的な財別でも産業用ロボット（前年比+4.3%）で底打ちしたほか、マイコン設備（同+6.5%）、発電機（同+16.7%）、半導体などの集積回路（同+18.2%）などでは大幅な伸びとなるなど、米中摩擦の『一時休戦』状態は生産現場にとっては追い風になったと見込まれる。また、政府によるインフラ投資の拡充の動きによる需要増が期待される鋼材（前年比+10.4%）やセメント（同+8.3%）、板ガラス（同+7.3%）などの生産も軒並み底打ちしており、年末にかけて追い込みによる進捗促進の動きが押し上げに繋がっているとみられる。上述のように、米中協議は「第一段階の合意」の原則合意を経て米トランプ政権は対中貿易制裁措置の強化を猶予しているほか、今後は一部緩和に動く可能性が出ていることから、これらが着実に前進すれば頭打ちの様相を強めてきた生産動向の底打ち、底入れに繋がる可

図2 鉱工業生産(前年比:実質ベース)の推移



(出所) 国家統計局, CEIC より第一生命経済研究所作成

能性は高い一方、あくまでその状況如何という展開は変わっていないことは要注意である。

他方、家計部門の『節約志向』の高まりが重石になる展開が続いてきた小売売上高の動きだが、11月は名目ベースで前年比+8.0%と前月（同+7.2%）から加速して5ヶ月ぶりの高い伸びとなり、前月比も+0.80%と前月（同+0.48%）から拡大ペースが加速して5ヶ月ぶりの水準となるなど、一見すると底打ちを示唆する動きが確認されている。ただし、足下の中国では昨年来のアフリカ豚コレラの大流行など供給要因に伴うインフレに見舞われており

（詳細は10日付レポート「[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](#)」

をご参照下さい）、物価の影響を除いた実質ベースでは前年比+4.9%と前月（同+4.9%）と同じ伸びに留まるなど力強さを欠いており、過去に遡ればいわゆるSARS（重症呼吸器症候群）による影響で伸びが鈍化した2003年5月以来の低水準となっている。こうした状況は、近年のインターネットの爆発的普及を背景に高い伸びが続い

ているEC（電子商取引）を通じた小売売上高にも影響しており、当月は11月11日のいわゆる『独身の日』が重なり、今年は大手ECの売上高が過去最高を更新するなどの動きがみられたものの、名目ベースで年初来前年比+16.6%と前月（同+16.4%）から伸びが加速するも以前に比べて力強さを欠く展開が続いている。このことは、ECサイト間での激しい価格競争に伴い物価上昇圧力が抑えられていることに加え、その背景に家計部門による強い『節約志向』も影響を与えていることに注意する必要がある。財別の動きをみると、新型の携帯電話発売による影響が続いたことで通信機器関連（前年比+12.1%）は高い伸びで推移しているほか、ECサイトによる取引が多い日用品関連（同+17.5%）や化粧品関連（同+16.8%）、家電・音響機器関連（同+9.7%）などは大規模セールスの効果も押し上げに繋がったとみられる。その一方、宝飾品（前年比▲1.1%）や自動車（同▲1.8%）など高額品に対する需要は依然として前年を下回る推移が続いているほか、住宅需要の弱さを反映して建築資材関連（同▲0.3%）も前年を下回る伸びとなるなど、不要不急の消費に対する需要が弱まっている可能性は高い。なお、当局（国家統計局）は年明け以降の自動車販売が落ち込んでいることを考慮して、過去数ヶ月は自動車を除いた伸び率（名目ベース）を発表しており、当月は前年比+9.1%と前月（同+8.3%）から伸びは加速しているものの、足下の物価上昇が食料品など生活必需品を中心に起こっていることを勘案すれば、実質ベースでみれば力強さを欠く状況は変わらない。仮にこのところの企業マインドの改善を受けて雇用拡大の動きが強まるほか、米中摩擦の『一時休戦』を受けて株式相場が一段と盛り上がりを見せる事態となれば、家計部門の財布の紐が緩む可能性はある一方、足下のインフレは供給インフレであるなど早期の事態打開が見出しにくい状況にあることから、実質購買力に対する下押し圧力はしばらく残存する。一段の金融緩和に動きにくい環境が続くこともあり、家計消費を取り巻く環境が劇的に改善して底入れを果たすのはしばらく難しいと捉えた方が良いでしょう。

図3 小売売上高(前年比:実質ベース)の推移



(出所)国家統計局, CEICより第一生命経済研究所作成

さらに、政府は過去数ヶ月に亘ってインフラ関連を中心とする公共投資の拡充及び前倒し執行を通じて景気下支えを図る姿勢を鮮明にしてきたため、その動きに伴い投資活動が幅広く押し上げられると期待されたものの、11月の固定資産投資は年初来前年比+5.2%と前月（同+5.2%）と同じ伸びに留まる

など押し上げまでには至っていない。前月比は+0.42%と前月（同+0.40%）から拡大ペースが加速するなど下支えは確認されているものの、基調としては頭打ちの状況が続いている。実施主体別では、国有企業（年初来前年比+6.9%）で伸びが頭打ちする一方、民間企業（同+4.5%）はわずかに伸びが加速しているものの、国有企業の方が依然として高い伸びで推移するなどいわゆる『国進民退』の状況は変わっていない。投資対象別でも、設備投資（年初来前年比▲1.8%）はマイナス幅が

拡大するなど下押し圧力が掛かる一方、建設関連（同+5.0%）で伸びが加速する対照的な動きがみられるなど、インフラ投資をはじめとする建設需要が下支えに繋がっている様子はいかががえる。業種別では、第3次産業（年初来前年比+6.7%）でわずかに伸びが鈍化しており、これまでけん引役となってきた運輸関連での投資拡大の動きが一服していることが重石になっている一方、第2次産業（同+2.4%）でわずかに伸びが加速している。製造業のなかではコンピュータ関連（年初来前年比+13.8%）のほか、特殊機械関連（同；9.5%）、医薬品関連（同+7.8%）など、習政権が掲げる産業政策（中国製造2025）の対象分野を中心に投資が底堅く推移しており、中国政府が目指す『製造強国』入りを目指した動きが着々と前進しているとみられる。その一方、足下で引き続き需要が弱含んでいる自動車関連（年初来前年比▲0.4%）は前年を下回る展開が続いているほか、米トランプ政権が『標的』と定めている電気機械関連（同▲6.8%）、鉄道・船舶・航空宇宙関連（同▲5.7%）も軒並み前年割れが続き、その原材料である金属関連（同▲3.8%）や非鉄金属関連（同▲1.3%）など川上での設備投資需要の足かせになっている。なお、不動産投資は年初来前年比+10.2%と前月（同+10.3%）からわずかに伸びが鈍化しており、中央及び地方政府などによる投機抑制策を通じて不動産価格が前月比で上昇している都市数も減少するなど頭打ちの様相を強めている。上述のように、先日の中央経済工作会议においても来年は引き続き不動産投機は厳しく規制される可能性がある一方、スラム街の改造など一部で投資の活発化に繋がり得る動きのほか、デレバレッジ政策を一段と弱める見通しを示すなど不動産市場にとって追い風になりやすい材料は散見される。ただし、インフレ懸念がくすぶるなかで当局が緩和姿勢を強める余地は限定的であること、米中摩擦の動きも先行きの履行状況の検証作業などを通じて如何様にも転び得ることを勘案すれば、現時点で過度に楽観に振れることは極めて難しい。中国経済のハードランディングなど過度な悲観に振れる必要性は乏しい一方、当面は緩やかな景気減速が続いていく可能性を念頭に置いた対応が必要になっていくであろう。

以上

図4 固定資産投資(年初来前年比)の推移



(出所) 国家統計局, 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。