Asia Trends

発表日:2020 年1月 17 日(金)

米中「合意文書」署名で一服も、景気の緩やかな減速は続こう

～2019 年の成長率は＋6.1%と 29 年ぶりの低水準、一部に底打ちの兆候も下押し圧力はくすぶる～

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 西濵 徹(TEL:03-5221-4522)

(要旨)

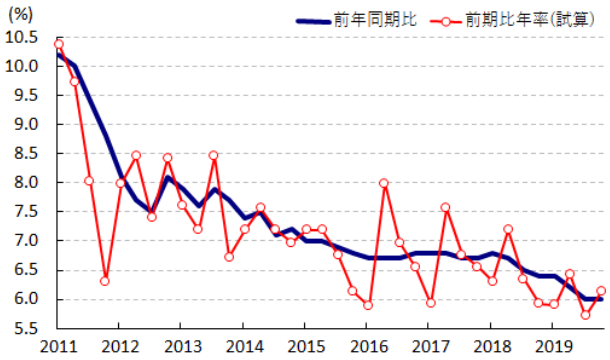
- 中国経済にとって最大の不透明要因である米中摩擦は、米国時間の 15 日に「第一段階の合意」に関する文書署名に至り、名実ともに休戦状態に入った。内容は総花的な印象が強く米中ともに国内向けの宣伝にはプラスの一方、様々な面で実現性に疑問符が付く。「第二段階の合意」では中国の「核心的利益」に及ぶ上、「第一段階の合意」の履行も困難な状況が予想され、米中摩擦が完全に払拭される可能性は低いとみられる。
- 昨年の中国経済は内･外需双方で景気に下押し圧力が掛かる展開が続いたが、10-12 月の実質 GDP 成長率は前年比＋6.0%と底這いで推移した。前期比は＋1.5%とわずかに加速するも力強さには乏しい。通年の経済成長率も＋6.1%と 29 年ぶりの低水準となるなど減速が顕著になった。米中合意や金融市場の活況など好材料はあるが、中国経済を取り巻く環境の劇的改善に繋がる可能性は低く、減速傾向が続くであろう。
- 12 月単月では貿易統計に春節のズレの影響がみられたが、鉱工業生産は前年比＋6.9%と幅広い分野で底打ちの動きがみられた。設備投資の弱さを受けて鈍化が続いた固定資産投資も 12 月は年初来前年比＋5.4%と久々に加速するなど、建設需要が押し上げに繋がった。他方、小売売上高(実質)は政府発表では前年比＋6.0%に加速したとされたが、物価統計を勘案すれば信じがたい。当研究所の試算値では 2003 年の SARS 大流行時を下回る伸びとなるなど厳しい状況にある。足下では新型コロナウイルスの流行が懸念されるなか、春節にこれが重なれば家計消費を取り巻く状況に一層打撃を与える可能性に要注意と言えよう。

このところの中国経済に関する最大の不透明要因となってきた米中摩擦を巡っては、昨年末の米中閣僚級協議を経て合意形成がなされた「第一段階の合意」を元に、米中双方が追加的な制裁付加を回避するとともに一部で譲歩する姿勢を示すなど一時休戦状態が続いてきたが、米国時間の 15 日に米中両国による正式文書への署名がなされた結果、名実ともに『休戦状態』に入ったと判断出来る。なお、上記の合意においては、事前に報道などで漏れ伝わったテーマ（知的財産、技術移転、中国による米国産品の輸入、金融サービス、マクロ政策及び為替、順守状況の検証枠組み）などが『総花的』に盛り込まれた。さらに、事前には中国側は米国産品の輸入拡大に関する具体額の枠組み設定に反対したとみられるものの、最終的に向こう２ヶ年で計 2000 億ドル（2020 年は 767 億ドル、2021 年は 1233 億ドル）と設定された。具体的な財・サービス別では、農産品（320 億ドル）、エネルギー（524 億ドル）、その他の米国製品（777 億ドル）、サービス関連（379 億ドル）とされたものの、「商業的考慮から市場価格で購入することに留意」や「農産品の購入時期は市場環境に応じて決める可能性があることに留意」と付言されるなど、状況が変わる可能性に含みを持たせている。なお、仮にこの合意事項が完全に履行されれば、米国による中国向けの財・サービス輸出額は 1.5 倍程度に急拡大することを意味する一方、足下の中国経済は内需鈍化も追い風に減速感を強めていることを勘案すれば、それだけの内需を創出し得るか不透

明である。また、知的財産関連では「企業のビジネス情報に関する分野及び商標に関する分野などで権利保護を強化する」ほか、技術移転関連でも「公式、非公式を問わず技術移転の強要を行わない」旨が示されたものの、如何なる形で合意内容の検証を行うかは不透明である。さらに、金融サービス分野でも「外資規制を緩和する」とされたものの、中国では昨年すでに証券及び資産運用セクターで外資による出資規制の撤廃を公表しており、あくまで既存の政策の『焼き増し』が行われた感は否めない。これは、過去の米中協議における中国側が提示した『譲歩策』の大宗が過去の政策の焼き増しであったことを勘案すれば、文書署名を済ませたことでさらなる改革の深掘りの必要性が後退したと捉えられる可能性も考えられる。他方、合意に基づく形で米トランプ政権は来月中旬を目途に、発動済の対中制裁のうち『第４弾目』の一部（年間輸入額約 1200 億ドル相当）に対する関税率を現状の 15%から 7.5%に半減させるほか、今後は「第二段階の合意」に向けた協議を始めるとしているものの、そのスケジュール感は未定のままである。また、合意では順守状況の検証を経て履行されていないと確認された場合の紛争解決手段が規定されているが、最低でも同プロセスでは約 90 日を要するなど、当初の協議では米国側が制裁関税の行使の可否に重きを置いていたことを勘案すれば譲歩を迫られたと言える。さらに、紛争解決手段を通じて事態解消が進まなければ合意自体の瓦解に至るリスクがあり、米中摩擦が再燃するリスクが反って高まる可能性も考えられる上、今後協議が始まる模様の「第二段階の合意」では国有企業を巡る問題など中国が『核心的利益』とする課題が山積していることを勘案すれば、事態が完全に打開する状況にはほど遠いと判断出来よう。

なお、昨年の中国経済は米中摩擦の激化や世界経済の減速懸念の高まりが外需の重石となるなか、同国内では外需関連産業を中心に雇用・所得環境が急速に悪化したことに加え、アフリカ豚コレラ（ＡＳＦ）の流行などの影響で物価上昇圧力が高まり家計部門の実質購買力に下押し圧力が掛かったほか、企業部門における過剰債務懸念がくすぶるなかで習政権主導によるデレバレッジ（債務抑制）に向けた取り組みが企業活動の足かせとなるなど、内・外需双方が景気の重石となる展開が続いた。7－9 月の実質ＧＤＰ成長率は前年比＋6.0%と四半期ベースで過去最低の伸びを記録したが（詳細は昨年 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）、10-12 月も同＋6.0%と横這いとなるなど、足下の中国景気は底に沈んだままの状況にあると捉えられる。前期比ベースでは＋1.5%と前期（同＋1.4%）からわずかに拡大ペースが加速しており、年率換算では＋６%程度になると推計されるものの、基調としては『右肩下がり』の状況にあることは変わっていない。さらに、昨年通年の経済成長率も＋6.1%と昨春の全人代で示された政府目標（６～6.5%）はクリアしたものの、前年（＋6.6%）から一段と鈍化して 29 年ぶりの低水準となるなど、同国経済が極めて厳しい状況に直面していることが明らかになった。なお、10-12 月に限れば上述のようにわずかに加速する動きがみられ、米中摩擦の一段の激化が回避されたことに加え、国際金融

図１ 実質 GDP 成長率の推移



（出所）国家統計局, CEIC より第一生命経済研究所作成

市場が活況を呈するなかで世界的に製造業を中心とする企業マインドが底打ちするなど外需を取り巻く環境に好転の兆しが出たほか、こうした状況を受けて中国国内でも企業マインドに改善の動きが出たことも影響したと考えられる（詳細は６日付レポート「「第一段階の合意」の期待を素直に好感する中国の製造業」をご参照下さい）。ただし、上述のように米中による「第一段階の合意」は文書署名に至ったものの、依然として中国の対米輸出の７割以上に制裁関税が課される異常事態は変わっておらず、一方で合意履行に向けて輸入を拡大させれば内需を取り巻く状況が覚束ないなかで新たなリスクを生む要因ともなり得る。さらに、足下の世界経済は国際金融市場の活況を追い風に一部に底打ちの兆しはみられるものの、12 月の貿易統計の予想外の力強さは春節の時期のズレが影響した可能性がある上（詳細は 14 日付レポート「米中は「第一段階の合意」に向けてさらに一歩前進」をご参照下さい）、依然として力強さを欠く展開が続くなど外需の大幅な好転は期待しにくい一方、スタグフレーションに直面する状況の改善も見通しにくい（詳細は９日付レポート「中国の「スタグフレーション」打開への道のりは未だ遠い」をご参照下さい）。その意味では、中国経済への過度な楽観は期待しにくい状況にある。

12 月単月の動きをみると、上述のように貿易統計については春節の時期のズレの影響も重なり上振れする動きがみられたなか、そうした状況は少なからずその他の経済統計にも影響した可能性はある。12 月の鉱工業生産（実質ベース）は前年比＋6.9％と前月（同＋6.2％）から加速して９ヶ月ぶりの高い伸びとなった。なお、前月比は＋0.58％と前月（同＋0.66％）から拡大ペースは鈍化しており、依然生産の底入れにはほど遠いものの、短期的にみれば一段の悪化は免れたと捉えることが出来る。インフラ投資の拡充期待を反映して関連する粗鋼（前年比＋11.6％）及び鋼材（同＋11.3％）、板ガラス（同＋7.1％）、セメント（同＋6.9％）などで堅調な動きがみられるなど、政府による政策期待が生産を押し上げる動きがみられる。さらに、足下では長期に亘って低迷が続いた自動車販売に底打ちの兆候が出ていることを反映して、自動車（前年比＋8.1％）の生産が底入れする動きをみせているほか、米中摩擦の激化懸念を受けたハイテク関連輸出の拡大期待を受けて集積回路（同＋30.0％）やマイコン（同＋18.3％）のほか、産業用ロボット（同＋15.3％）などの生産も底入れの動きを鮮明にしつつある。また、昨年末にかけて国際原油市況が底入れの動きを強めたことで精製マージンが上昇したことで石油加工量（前年比＋13.6％）は拡大傾向を強めたほか、冬場の電力需要拡大期を受けて天然ガス（同＋7.5％）も堅調な動きをみせるなど、幅広い分野で生産に押し上げ圧力が掛かったと捉えることが出来る。

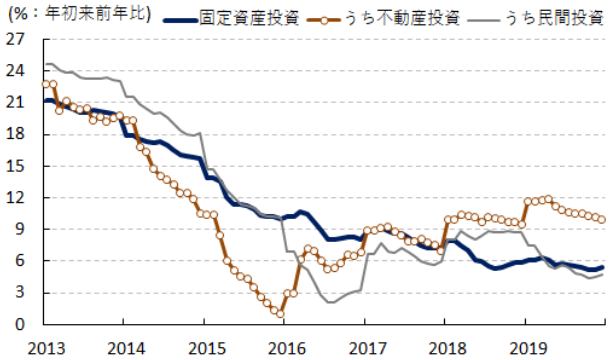
図２　鉱工業生産(前年比:実質ベース)の推移

（出所）国家統計局, CEIC より第一生命経済研究所作成

さらに、企業部門による設備投資の弱さを受けて減速傾向が続いてきた固定資産投資も 12 月は年初来前年比＋5.4％と前月（同＋5.2％）から加速するなど、６ヶ月ぶりに減速基調から転じる動きが確認された。12 月単月の前月比も＋0.44％と前月（同＋0.42％）から拡大ペースが加速しており、なかなか動きの出なかった投資活動にも底打ち感が出つつ様子がうかがえる。実施主体別では国有企業（年初来

前年比＋6.8%）で伸びが一段と頭打ちする一方、民間企業（同＋4.7%）で伸びが加速しており、伸びの高さを比較すれば依然として『国進民退』とも呼べる展開は変わっていないものの、設備投資を巡る状況に少しずつ変化の兆候がうかがえる。また、投資対象別でも設備投資（年初来前年比▲0.9%）と依然前年を下回る水準で推移するも、マイナス幅は縮小するなど底打ちを示唆する動きがみられるなか、建設関連（同＋5.4%）で伸びが加速しており、インフラ関連をはじめとする建設の活発化が投資需要の下支えに繋がっているとみられる。分野別では、第３次産業（年初来前年比＋6.5%）で伸びが一段と鈍化するなど内需の弱さが重石になっている可能性がうかがえるものの、第２次産業（同＋3.2%）で伸びが加速しており、なかでもコンピュータ関連（同%＋16.8%）や特殊機械関連（同＋9.7%）、医薬品関連（同＋8.4%）など、習政権が掲げる産業政策（中国製造 2025）に関連する分野を中心に投資が活発化している。こうした状況は、米中摩擦など外的環境の影響如何に拘らず、中国政府が中長期的に掲げる『製造強国』入りを目指す動きが着実に前進していることを示唆する。他方、投資全体の動きに比べて高い伸びが続いてきた不動産投資は、12 月は年初来前年比＋9.9%と１年ぶりに１ケタ台に鈍化しており、単月ベースの試算値では前年比＋7.3%と２年ぶりの低い伸びとなるなど急速に下押し圧力が掛かっている。中国人民銀行（中銀）は一昨年以降、景気下支えの観点から預金準備率の引き下げを通じて金融市場への資金供給拡大を図ってきたものの、政府は不動産投資の拡大に慎重な姿勢を崩さず、地方レベルでの規制強化の動きも重石になったとみられる。昨年末の中央経済工作会議では不動産投機を諌める文言を残す一方、地方レベルでの柔軟な施策を促す姿勢もみられ（詳細は昨年 12 月 16 日付レポート「中央経済工作会議からみえる 2020 年の中国経済の行方」をご参照下さい）、先行きの投資を下支えする可能性は期待される。

図 3　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

また、12 月の小売売上高（名目ベース）は前年比＋8.0%と前月（同＋8.0%）と同じ伸びとなったものの、国家統計局の説明に基づけば物価の影響を除いた実質ベースでは同＋6.0%と前月（同＋4.9%）から伸びが加速したとされる。ただし、実質化の算出根拠である 12 月の小売物価上昇率は前年比＋3.4%と前月（同＋3.0%）から伸びが加速しているほか、消費者物価上昇率も 12 月は同＋4.5%と高い伸びが続いたことを勘案すれば、この説明をそのまま鵜呑みにすることは難しい。なお、当研究所の試算では 12 月の実質ベースの小売売上高は前年比＋4.6%と一段と鈍化し、いわゆるＳＡＲＳ（重症呼吸器症候群）が大流行した影響などが重なり消費が低迷した 2003 年５月を下回る

図 4　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

など、足下の家計消費は極めて厳しい状況にあると考えられる。前月比は＋0.53%と前月（同＋0.80%）から拡大ペースが鈍化しているものの、物価上昇の影響を勘案すればわずかに上昇ペースが加速した可能性は考えられる一方、昨年末にかけての株価底入れに伴う資産効果による押し上げの影響は大きくなかったと捉えることも出来る。また、国家統計局は過去数ヶ月に亘って自動車を除くベースの小売売上高（名目ベース）を発表してきたが、足下では自動車販売台数に底打ちの兆候が出ていることを受けて12 月は前年比＋9.0%と前月（同＋9.1%）から鈍化している。財別では自動車（前年比＋1.8%）や宝飾品（同＋3.7%）など高額品の販売が久々に前年を上回る伸びに転じる一方、その他の財では伸びが軒並み鈍化するなど、支出の方向性が変わっただけと捉えることも出来る。また、12 月のＥＣ（電子商取引）を通じた小売売上高は年初来前年比＋16.5%と前月（同＋16.6%）から伸びが鈍化しており、いわゆる『独身の日』のセールに伴い前月に押し上げられた反動も影響したと考えられる。なお、家計消費の伸びがＳＡＲＳの頃を下回るなか、足下では中部の湖北省武漢市を中心に新型コロナウイルスが大流行する事態に直面しており、仮にこれがＳＡＲＳ同様に広がりをみせる事態となれば、来週からの春節（旧正月）の消費に直撃する可能性にも注意する必要があろう。

なお、統計発表に際して記者会見に臨んだ国家統計局の寧吉哲局長は、足下の景気について「11 月及び 12 月を中心に 10-12 月に前向きな変化がみられる」との認識を示すなど、景気の底打ちが近いとの見通しを示した。そして、今年の政策運営については引き続き「積極的な財政政策と穏健な金融政策を維持する」との方針を示すとともに、経済成長率についても「妥当なレンジ内での成長を確実にする」と景気安定に自信を覗かせた。その上で、経済成長率の動向について「変動するのは正常であり、政府は意図的に高い経済成長を追及している訳ではない」と、一定程度の景気減速を容認する姿勢を示しつつ、「今年の中国経済は下押し圧力に直面しており、さらなる支援措置を講じる用意がある」との考えを示した。また、米中による「第一段階の合意」については「中国経済のみならず世界経済に対する金融市場の期待に資するものになる」とのとの見方を示しつつ、「先を見据えつつ引き続き的を絞った効果的な政策を維持しつつ、供給側改革を継続する」と述べるなど、過去数年の政策スタンスは変わらない姿勢もうかがえる。その意味では、３月に開催される全人代（全国人民代表大会）で示される今年の経済成長率目標は「６％前後」に引き下げられると予想し、緩やかな景気減速を容認する展開が続くであろう。

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。