

## 中国景気は引き続き外需がけん引役も、米中関係は不透明感だらけ

～次期政権の対中政策には不透明感が山積、中国金融市場の動向は当局の対応を難しくするリスクも～

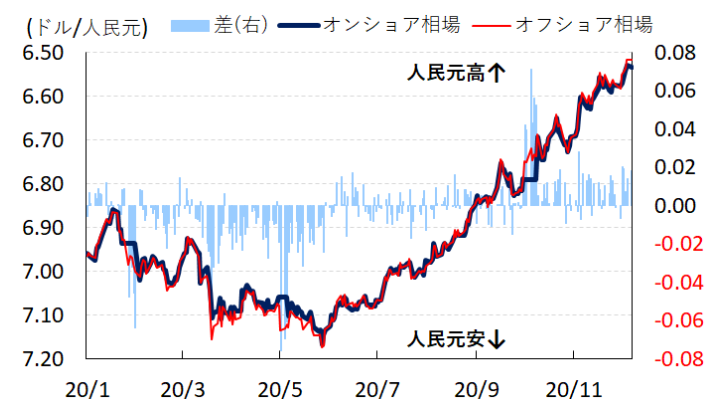
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

### (要旨)

- 足下の世界経済は主要国での新型コロナウイルスの感染再拡大などの影響が懸念される一方、国際金融市場は「カネ余り」が続くなかで活況を呈する対照的な状況にある。米大統領選でバイデン氏の勝利が確実となり米ドル安圧力が強まるなか、中国では資金流入が強まり人民元高が進んでいる。世界経済を巡る不透明感や人民元高は輸出に悪影響を与えると懸念されたが、企業マインドは輸出の堅調を示す動きが続く。
- 11月の輸出額は前年比+21.1%と33ヶ月ぶりの高い伸びとなり、前月比も6ヶ月連続で拡大するなど底入れしている。年末商戦向け需要に加え、サプライチェーンの見直しの動きも輸出を押し上げる展開が続く。一方、輸入額も前年比+4.5%と前年を上回るなど底堅く推移している。輸出の堅調さが輸入を下支えする一方、内需の弱さや外需の先行き不透明感を反映する動きもみられるなど過渡期的な状況にあると言える。
- 11月の貿易黒字は過去最大となり、その半分以上を対米黒字が占めるなど米トランプ政権の強硬策の効果は乏しい。バイデン次期政権の対中姿勢は不透明だが、米議会は強硬姿勢を示すなど早々に変わるとは見通しにくい。米国に上場する中国企業が香港、中国本土に重複上場を加速、「カネ余り」が続くなかでバブルを誘発するリスクもあるなど、当局の政策運営はこれまで以上に困難さが増すことは避けられそうにない。

足下の世界経済を巡っては、新型コロナウイルス (SARS-CoV-2) の当初の感染拡大の中心地となった中国では収束が進むとともに経済活動の正常化が進む一方、欧米など主要国では感染再拡大により行動制限が再強化される動きがみられるほか、新興国でも感染収束の見通しが立たないなど不透明要因がくすぶる展開が続いている。一方、国際金融市場においては全世界的な金融緩和を背景とする『カネ余り』が続くなか、新型コロナウイルス向けのワクチン開発に対する期待が高まっており、先行きの世界経済の回復期待を織り込む形で活況を呈する展開をみせている。さらに、先月に実施された米大統領選では民主党のバイデン前副大統領の勝利が確実となっており、次期政権でも財政拡張的な政策運営がなされるとの期待を反映して米ドル安圧力が強まっている。結果、国際金融市場が活況を呈する『リスク・オン』姿勢が強まるなか、一部のマネーはより高い収益を求めて新興国に回帰する動きが出ており、新興国通貨に上昇圧力が掛かっている。中国経済については、

図1 人民元相場(対ドル)の推移



(出所)Refinitiv より第一生命経済研究所作成

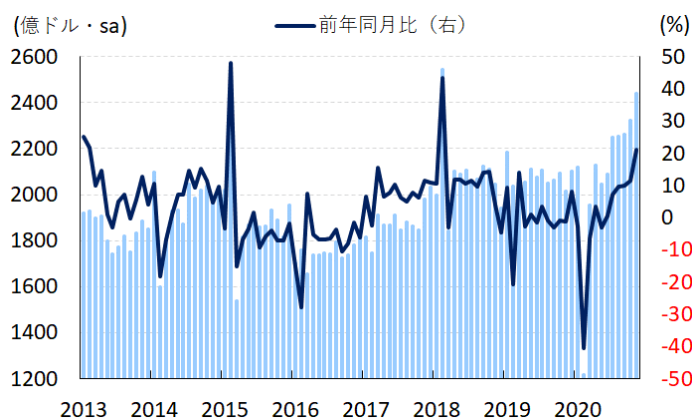
上述のように感染収束が進むとともに経済活動は正常化している上、足下の実質GDPの規模はすでにパンデミック（世界的大流行）前の昨年末の水準を上回るなど、新型コロナウイルスの感染拡大の影響を克服していると捉えられる。こうしたことから、このところの通貨人民元相場は海外資金の流入の動きも相俟って上昇傾向を強めており、輸出競争力の低下に繋がるほか、上述のように世界経済を取り巻く不透明感が高まるなかで足下の景気底入れを促す一助となってきた外需の足かせとなることが懸念された。しかし、足下の中国企業のマインドの動きをみると、製造業、非製造業ともに輸出向け新規受注に関する数値の改善が続いている上、製造業においても企業規模の大小を問わず改善の動きがみられるなど、外需を巡る動きは堅調な推移を示唆する展開が続いている（詳細は1日付レポート「[世界的な感染再拡大による不透明感も中国企業は「どこ吹く風」](#)」をご参照下さい）。よって、足下の中国経済は引き続き堅調な外需が景気を押し上げる展開が続いていると捉えられる。

事実、11月の輸出額は前年同月比+21.1%と前月（同+11.4%）から2ヶ月連続で二桁%を上回る伸びとなっている上、2018年2月以来33ヶ月ぶりの高い伸びとなるなど大きく底入れが進んでいることが確認された。当研究所が試算した季節調整値に基づく前月比も6ヶ月連続で拡大している上、拡大ペースも加速するなど一段と底入れの動きが強まっている上、単月ベースの輸出額の規模も過去最高水準となるなど、新型コロナウイルスの影響の

みならず、米トランプ政権による貿易制裁措置などの影響も克服していると捉えられる。上述のように、足下の世界経済は新型コロナウイルスのパンデミックによる影響がくすぶっているにも拘らず、中国国内については強力な感染封じ込めを背景に経済活動が正常化している上、世界的に年末商戦に向けた需要が期待されることが輸出の押し上げに繋がっているとみられる。国・地域別では、米国向け（前年比

+46.1%）と底入れの動きが大幅に進んでいるほか、EU向け（同+8.6%）など先進国向け全般で前年を上回る伸びで推移しており、新型コロナウイルスの感染再拡大による行動制限の再強化にも拘らず、年末商戦に対する期待が中国製品に対する需要の押し上げに繋がっているとみられる。また、台湾向け（同+18.1%）や韓国向け（同+9.5%）のほか、ASEAN（東南アジア諸国連合）向け（同+10.0%）などアジア新興国向けも軒並み堅調な動きをみせており、ここ数年の米中摩擦の激化や新型コロナウイルスのパンデミックを受けたサプライチェーンの見直しの動きを反映した流れも一段と強まっているとみられる。なお、その他の地域向けについても南米向け（前年比+29.3%）やアフリカ向け（同+20.3%）も軒並み高い伸びをみせており、新型コロナウイルスの感染収束にはほど遠い状況が続いているものの、主要先進国同様に年末商戦向け需要が輸出を押し上げているとみられる。分類別でも、一般的な中国製品のみならず、これまで弱含む展開が続いてきた輸入素材・部材による加工組立関連（前年比+15.7%）が前年を大きく上回る水準となっており、幅広い分野で中国製品に対する需要が底入れしている様子が

図2 輸出額の推移



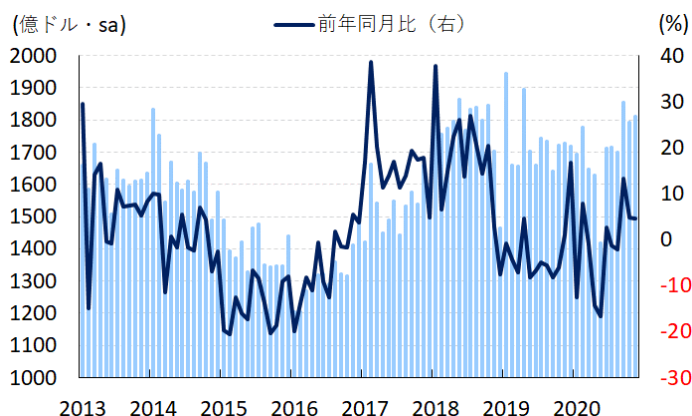
うかがえる。財別では、鉄鋼製品（前年比▲3.7%）やアルミ（同▲6.2%）、石油製品（同▲32.5%）といった重厚長大産業では弱含む展開が続く一方、電気製品（同+25.0%）やハイテク財（同+21.1%）などで高い伸びをみせており、世界的にテレワークの動きが広がるなかでパソコンをはじめとするIT製品需要が高まっていることも中国の輸出を押し上げる動きに繋がっている。なお、当月については上述のように主要国をはじめとする年末商戦需要という特殊要因が押し上げ要因になった可能性に留意が必要であるが、人民元高にも拘らず受注動向は堅調に推移していることを勘案すれば、当面の輸出も底堅い展開が続く可能性が見込まれる。

なお、足下の中国企業マインドの動きをみると、輸出の堅調さを受けて原材料や素材、部材などに対する需要も底堅く推移している様子が見え、11月の輸入額は前年同月比+4.5%と前年を上回る伸びで推移しているものの、前月（同+4.7%）からわずかに伸びが鈍化している。ただし、前月比は2ヶ月ぶりの拡大に転じている上、中期的な基調は拡大傾向を強める推移が続いており、輸出同様に底堅い動きをみせていると捉えられる。分類別では、中国国内向けの需要に関連する一般輸入（前年比▲1.6%）は前年を下回る伸びとなってい

るほか、加工組立関連（同▲11.1%）も引き続き前年を下回る水準に留まっている一方、加工組み立てに関連する輸入素材及び部材（同+37.4%）は大幅に前年を上回る伸びとみせており、海外向け需要の堅調さが素材及び部材に対する需要を押し上げている様子が見え、海外での加工組立に関連する輸入（前年比+188.2%）も年明け以降は大幅な伸びで推移しており、米中摩擦の激化や新型コロナ

ウイルスのパンデミックを受けたサプライチェーンの見直しを反映した動きもみられる。なお、国内需要向けの一般輸入が弱含んでいる背景には、原油をはじめとする国際商品市況が依然として前年を下回る水準に留まっていることが足を引っ張る要因になっているとみられる。しかし、輸入量ベースではインフラ投資の進捗を反映して鉄鉱石（前年比+8.3%）は堅調な伸びが続いているほか、大豆（同+15.8%）をはじめとする穀物関連の輸入量も堅調な推移をみせており、国内景気の底堅さを示唆する動きがみられる。他方、原油（前年比▲0.8%）や石炭（同▲43.8%）の輸入量は前年を下回る推移が続いており、習政権が推進する『グリーン成長』への取り組みが影響している可能性はある一方、銅（同▲15.1%）が弱含んでいることは、先行きの電気機械やハイテク財に対する需要が弱含む懸念を反映している可能性がある。事実、中国に進出する外資系企業による製造装置関連の輸入額は前年比▲73.7%と大幅マイナスで推移するなど、サプライチェーンの見直しの動きを反映して生産拠点としての魅力が低下している状況を反映した動きもみられる。足下の中国景気の底入れに加え、家計消費をはじめとする内需拡大によって中国の輸入が大きく拡大することを期待する向きはあるものの、実態としてはあくまで輸出財の生産拠点としての動きが主軸である状況は変わっておらず、足下については依然として過渡期的な状

図3 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

況にあると捉えることが出来よう。

結果、11月の貿易収支は+754.25億ドルの黒字と前月（+584.43億ドル）から拡大して単月ベースの黒字幅として過去最大を更新しているほか、対米貿易黒字についても+374.18億ドルと前月（+313.75億ドル）から拡大して同様に過去最大となっており、貿易黒字全体の半分近くを対米貿易黒字が占めるなど、米トランプ政権による貿易制裁が奏功したとは言い難い状況にある。なお、先月の米大統領選ではバイデン前副大統領の勝利が確実となっており、『米国第一主義』を唱えた現トランプ政権の姿勢はバイデン次期政権の下では『国際協調路線』に転換する可能性が高いと見込まれる（詳細は11月10日付レポート「[バイデン政権による米中関係、新興国を巡る状況を考察する](#)」をご参照下さい）。バイデン次期政権による対中政策を巡っては、現トランプ政権による強硬姿勢が緩和に転じるとの見方がある一方、バイデン氏はトランプ政権が課した制裁関税について早期に撤廃するつもりはないとの姿勢をみせるなど明確な態度を示していない。こうしたなか、今月初めに米議会下院は米株式市場に上場する外国企業の会計監査状況に関連して、米当局による検査を義務付ける法案を可決するなど、米議会は対中姿勢を硬化させる動きをみせており、仮にバイデン次期政権下でも対中姿勢が融和方向に転じるかは見通せなくなっている。同法では、米国に上場する企業の監査法人を米国の上場企業会計監視委員会（PCAOB）が定期的に検査することを義務付けるとともに、3年連続で検査を拒否した場合には自動的に株式の売買が禁止されるなど、事実上の上場廃止に追い込まれることになる。なお、中国政府は中国の監査法人に対する米当局の検査を拒否してきたが、このところは不正会計問題が顕在化するなど監査の質が問われる事例が相次いで発生したため、米当局としては中国企業への『特例措置』が問題視されてきた。さらに、中国国内市場においても社債市場で有力国有企業が債務不履行（デフォルト）に陥る事例が多発するなど、難しい状況に直面しており、当局も管理監督を強化する方針を示さざるを得ない事態に追い込まれている。こうした動きを受けて、米国に上場している中国企業は香港や中国本土で重複上場を目指す動きが強まると考えられる一方、貿易黒字を背景とする巨額の経常黒字が続くなど『カネ余り』が続くなかでは、株式市場への資金流入が促されて『バブル』の新たな萌芽となる可能性も考えられる。足下では景気の底入れや不動産市場への資金流入の活発化などを理由に、中銀（中国人民銀行）は政策スタンスの微調整を迫られる事態に直面しており、こうした状況は緊縮圧力を促す要因となり得るほか、そのことがさらなる人民元高圧力に繋がる可能性もある。一方で足下の中国では家計消費など内需の弱さを受けてディスインフレ圧力がくすぶっており、先行きにおける政策対応はこれまで以上に困難さが増す事態も予想される。

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。

