

2019 年 10 月 25 日

通貨ニュース

中国：景気の減速基調が続く

中国景気の成長鈍化が緩やかに進んでいる。18 日に発表された 7～9 月期実質 GDP は前年比+6.0%と 4～6 月期の同+6.2%から減速したほか、市場予想(同+6.1%)も下回った。1～9 月期では前年比+6.2%と、1～6 月期の同+6.3%から減速。1～3 月期は同+6.4%であったので、時間の経過につれ成長率が鈍化しつつある様子が確認できる。寄与度でみると、最終消費支出(1～9 月期: +3.75%pt)と純輸出(同: +1.22%pt)が低下するなか、総資本形成(同: +1.23%pt)の伸びでは相殺しきれない状況が確認できる。1～3 月期時点ではそれぞれ、+4.17%pt、+1.46%pt、+0.77%pt、であった(図表 1)。

個別の経済指標で見ると、9 月の輸出額(米ドルベース)は前年比▲3.2%と 8 月(同▲1.0%)からさらに減速、市場予想(同+2.8%)も下回った。輸入額がそれ以上のペースで落ち込んでいることもあり、GDP への寄与度ベースではプラスを維持しているものの、製造業を中心に企業活動への影響は大きい。1～9 月の鉱工業生産は前年比+5.6%と 1～6 月(同+6.0%)から減速した。民間セクターの 1～9 月の固定資産投資も前年比+4.7%と 1～6 月(同+5.7%)から減速。第二次産業の減速(前年比+2.9%→同+2.0%)が目立つ。これらを公的セクターの伸び(前年比+6.9%→同+7.3%)が補う格好だ。

企業活動の鈍化は賃金にも影響を与えている可能性がある。また、アフリカ豚コレラの影響による豚肉高騰で物価が上昇(9 月の CPI は前年比+3.0%、うち豚肉の寄与度は+1.65%pt)していることは家計の負担増となる。足許の自動車販売の伸び悩みには、シャドーバンキングの規制等に伴うデレバレッジや補助金見直しといった政策要因も指摘される。家計向けの減税は打ち出されたものの、その効果は今のところ限定的となっているようだ。1～9 月の小売売上高は前年比+8.2%と、1～6 月期(同+8.4%)から鈍化した。

経済指標が出揃ってくるに従って、中国景気の先行きに対する市場の目線もこよう。IMF が 15 日に公表した最新の世界経済見通しでは、中国の実質 GDP 成長率の見通しが、2019 年は前年比+6.1%、2020 年を同+5.8%とし、7 月時点(それぞれ同+6.2%、同+6.0%)から下方修正された。ただ、中国の成長率見通しについてはさらなる下振れリスクがあるというのが実際のところだろう。IMF が 11 日に公表した試算結果によると、米中間での追加関税措置の応酬が既に明らかにされている通りに実現すれば、中国の実質 GDP が 2020 年で 2.0%程度下振れするだけでなく、2023 年時点でも下振れ圧力が残るという。

カギとなる米中協議については予断を許さない状況にある。10 月に再開された閣僚級協議の結果、通商問題においては特定分野において暫定合意に至ったことが明らかにされた。10 月 15 日に予定されていた、米国による対中追加関税第 1～3 弾の追加関税率引き上げ(25%→30%)は一旦見送られた。この点は、米中両国にとって成果といえる。

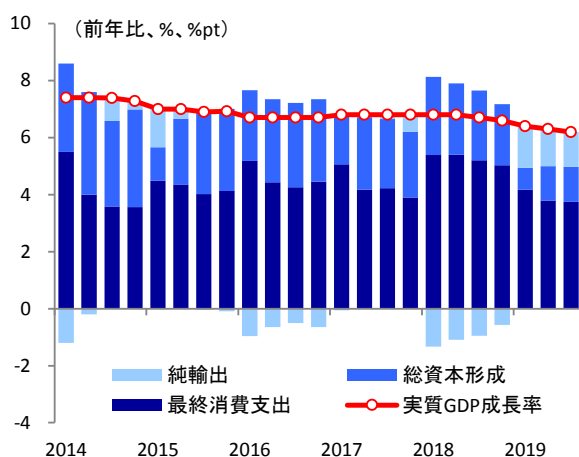
市場営業部
マーケット・エコノミスト
堀内 隆文
03-3242-7065
takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

一方で、合意内容については詰めの作業が残っているというのが現状である。米中両国で合意を目指す内容で一致しない部分も報じられる。11 月 16～17 日にチリで開催される APEC 首脳会議で米中首脳会談を行い、合意文書に署名することが目標とされているが、それまでは議論の紆余曲折もありそうだ。包括合意間近で決裂に至った 5 月のケースも思い出される。協議決裂なら、見送られた追加関税率引き上げが実行される可能性が高い。

また、報じられている暫定合意内容を考慮すれば、無事に合意に至ったとして米中景気への影響は限定的といえる。米中両国にとってウィンウィンの結果が期待できる米国の農産物の輸入拡大を除けば、中国が米国に譲歩する余地は実質的にほとんどない。12 月 15 日に予定されている追加関税第 4 弾の後半（9 月 1 日に先行適用された 1100 億ドル相当の輸入品に続き、1700 億ドル相当の輸入品が追加対象に）の先送りにつながるような合意内容になるとは考えにくい。実際、トランプ大統領は「第 1 段階の合意に至った」とし、「第 2、第 3」の合意を目指す姿勢をみせている。困難な通商分野（補助金や国有企業優遇等）や安全保障分野（エンティティリスト等）の協議に際しては、米国が再び追加関税拡大や税率引き上げの圧力を強めるだろう。

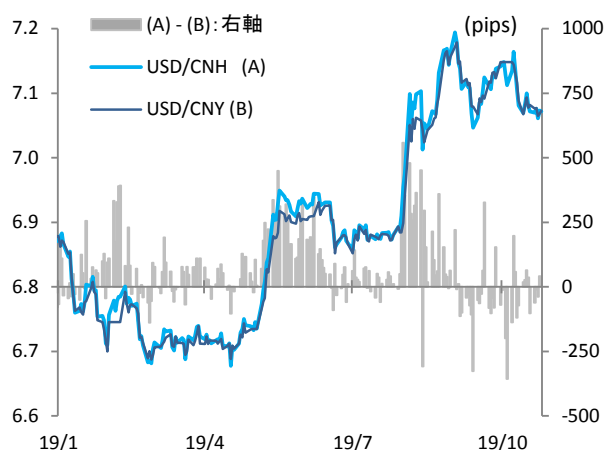
為替市場では USD/CNY が 7.0 台後半で推移している。9 月には一時 7.2 に接近していた。オフショアレートの USD/CNH との乖離がマイナスとなることも珍しくなくなっており（図表 2）、市場の人民元安への警戒感はやや和らぎつつあるようだ。10 月に入ってからドル安や米株式市場のインプライド・ボラティリティ低下に示唆されるリスク許容度の回復等も寄与している面があるだろう。ただ、上述の「第 1 段階の合意」の後には、より厳しい米中協議（もしくは米中の緊張再燃）が控える。市場のリスク回避が重なる格好で人民元安へ振れる展開が予想される。年末にかけての USD/CNY の想定レンジについては 7.00～7.25 と幅を持って考えておきたい。

図表 1: 中国の実質 GDP 成長率（年初来、寄与度）



出所: CEIC、みずほ銀行

図表 2: USD/CNY と USD/CNH



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。