

輸出減速で弱含む中国製造業投資

上場企業の設備投資動向にみる米中貿易摩擦の影響

アジア調査部中国室主任研究員
佐藤直昭
03-3591-1367
naoaki.sato@mizuho-ri.co.jp

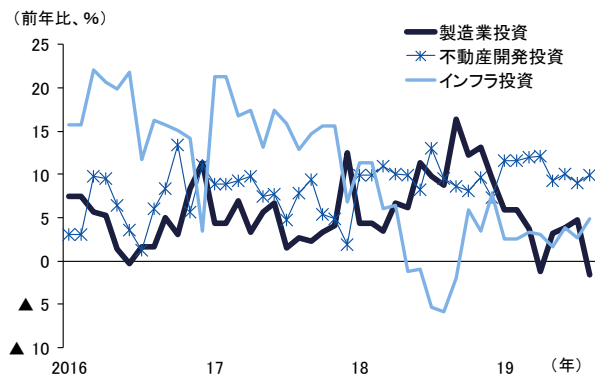
- 世界的な製造業不振や米中貿易摩擦の再激化など、輸出下押し圧力が強まるなか、中国の製造業投資の伸びは2018年9月をピークに減速し、2019年入り後も力強さを欠く状況が続く
- 上場企業の投資動向を確認すると、輸出依存度の高い企業で、2019年前半にかけて投資の伸びが悪化。輸出低迷が製造業投資の重石となっていることがうかがわれる
- 米国による対中制裁関税第4弾が予定通り全額発動された場合、輸出企業を中心とする製造業投資への下押し圧力が続く可能性が高い。製造業投資は当面、減速が続き、2020年も低調となる見通し

1. 減速感が強まる中国製造業投資

2019年8月の固定資産投資の伸びは前年比+4.2%（7月：同+5.1%）と2カ月連続で鈍化した。インフラ投資、不動産開発投資が小幅ながら上向いた一方で、製造業投資が前年比▲1.6%と減少し、全体を押し下げた（図表1）。製造業の内訳では、非鉄金属や一般機械、電気機器をはじめ、幅広い業種で前年割れとなった。

世界的な製造業不振や米中貿易摩擦の再激化が、中国製造業の重石となっている可能性がある。製造業投資の伸びは、2018年9月をピークに減速し、2019年4月に同▲1.2%と約3年ぶりの前年割れに陥った後、5~7月には一時持ち直した。しかし8月に再びマイナスを記録するなど、力強さに欠く状況が続いている。製造業の景況感を示す製造業PMI（政府版）は、8月に49.5と、4カ月連続で景気判断の分かれ目となる50を下回った（図表2）。PMI構成指数の新規受注（内需+輸出）が50近傍で推移し

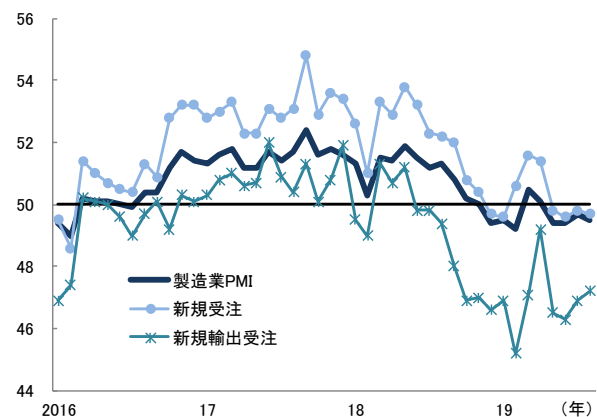
図表1 製造業投資



（注）年初来累計を単月に変換。各年1、2月は、1~2月累計の前年同期比。

（資料）国家統計局、CEIC Dataより、みずほ総合研究所作成

図表2 製造業PMI



（資料）国家統計局、CEIC Dataより、みずほ総合研究所作成

ているのに対し、参考指数の新規輸出受注は47.2と、14カ月連続で50を大きく下回る水準で推移している。

米中貿易摩擦の悪影響が、輸出のみならず投資にも広く波及した場合には、中国景気の減速傾向が強まる恐れがある。それだけでなく今後の中国経済は、所得の伸び低下や失業率の高まり、家計債務の増大等が足かせとなり、消費の伸びが上向くことは見込みにくいほか、中国政府の住宅市場引き締め策の継続に伴い、不動産開発投資も力強い回復が期待できない。そこで本稿では、詳細な財務情報が入手可能な上場企業の設備投資のデータをもとに、企業の輸出依存度の違いによる投資動向の差異について分析し、今後を展望する。

2. 上場製造業企業の投資動向

(1) 輸出依存度に基づく企業分類

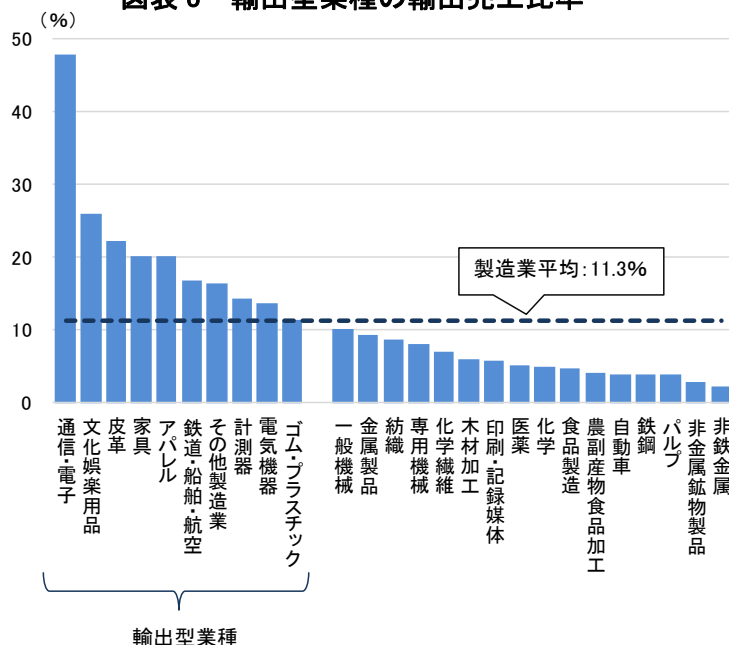
まず、分析対象とする上場企業のデータを整理する。wind（中国大手の金融情報サービスベンダー）に収録されている中国本土証券市場（A、B株）に上場する企業のうち、製造業企業は2,326社ある（以下、上場製造業企業という）。上場製造業企業の投資動向を示す指標としては、投資活動によるキャッシュフローの「有形固定資産、無形資産およびその他長期資産の購入・建設による現金支出¹」（以下、投資関連支出という）を用いる。本稿では、上場製造業企業のうち、2015年1～3月期から2019年4～6月期までの投資関連支出のデータが入手可能な企業1,697社のデータを利用する。

次に、上場製造業企業を輸出依存度の高い業種とそれ以外の業種に分類する。ここでは、国家統計局の工業企業統計を用いて、輸出売上比率（輸出販売高÷工業販売高）を算出し、その製造業全体の平均（11.3%、2016年）を基準に、「輸出型業種」（10業種²）と、それ以外の業種に区分した（図表3）。

さらに、データ数は限られるが、輸出依存度の高さがより明確であるwindが定義する「輸出型企業」（中国本土証券市場に上場する企業のうち、2018年の輸出売上比率が60%を超える企業）のデータも用いる³。対象となる全165社のうち、投資関連支出のデータが入手可能な上場製造業企業は76社ある。なお、「輸出型企業」の業種は、上述の「輸出型業種」以外にも含まれる⁴。

以上の分類基準をもとに、①「輸出型企業（依存度60%以上）」（76社）、②「輸出型業種（依存度11.3%以上）」（603社）、③「輸出型業種（依存度11.3%以上）」、「輸出型企業（依存度60%以上）」のいずれにも属さないその他企業（1,053社）の順に分類する。概ね、①～③の順で輸出依存度が高いといえる。

図表3 輸出型業種の輸出売上比率



(注) 1. 輸出売上比率＝輸出販売高÷工業販売高（2016年）。

2. 金属製品・機械・設備修理業は、該当する上場企業が存在しなかったため、除外した。また、輸出売上比率が2%以下の石油、酒・飲料、たばこは省略した。

(資料) 国家統計局、CEIC Data より、みずほ総合研究所作成

（２）輸出依存度が高い企業ほど投資の伸びは減速

上述の①～③の企業分類に基づく投資関連支出の前年比の推移を示したのが図表4だ。これを見ると、輸出依存度が高いと考えられる企業の投資関連支出が、米中貿易摩擦の激化に伴い、2018年後半から落ち込み始めたことがわかる。投資関連支出の落ち込み幅は①、②の順となっており、特に①は2019年4～6月期に前年比▲37.7%を記録するなど、マイナス幅を大きく拡大させている。他方で、売上を海外に依存する傾向が低い③は、2018年末にやや鈍化したものの、2019年入り後もプラスの伸びを維持している。従って投資の落ち込みは、輸出依存度が高いほど顕著であると推察される。

（３）業種別では通信・電子、電気機器で投資意欲が減退傾向

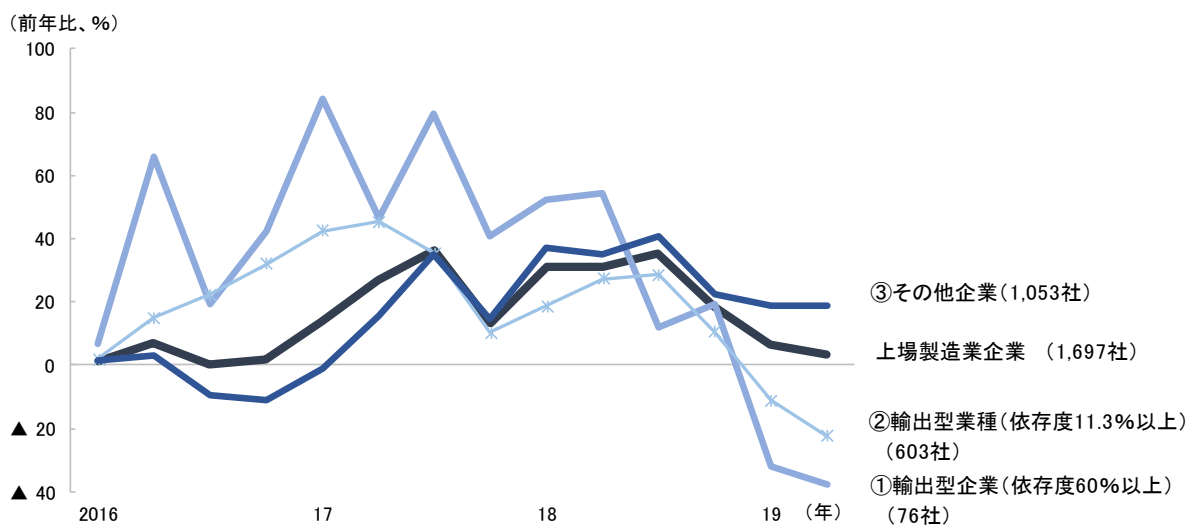
また、輸出型業種（依存度11.3%以上）の投資関連支出に対する業種別の寄与度を確認すると、通信・電子（237社）、電気機器（184社）の2業種が大きく押し下げていることがわかる（次頁図表5）。さらに、この2業種では、足元にかけて、収益の拡大が投資に結びつきにくくなっている可能性がうかがわれた。2017年1～6月期から2019年1～6月期までの5期における投資関連支出と、その前年同期の企業収益⁵の関係をみると、企業収益の伸びがプラスであるにもかかわらず、投資関連支出が前年比でマイナスとなっている企業数が、2019年1～6月期に業種全体の30%を超える水準まで増加しており、企業が設備投資に慎重となっている様子がうかがえる⁶（次頁図表6）。

以上より、上場製造業企業の資産取得支出の伸びは、外需に依存する傾向の高い企業ほど大きく落ち込んでいるほか、輸出型業種では、投資意欲が減退傾向にあるなど、米中貿易摩擦に伴う輸出下押し圧力が製造業投資の重石となっていることがわかる。

3. 今後の展望～2020年も低調が続く見通し

今後を見通すと、製造業投資は当面、減速傾向が続き、2020年入り後も低調となるだろう。米国による制裁関税第4弾が予定通りに全額発動された場合、2020年も中国の対米輸出を押し下げると予想され⁷、製造業投資への下押し圧力が続く可能性が高い。米中両国は9月19日、次官級協議を開催し、10

図表4 上場製造業企業の投資関連支出



(注) 1. 「輸出型業種」は、工業企業統計の輸出売上比率（輸出販売高÷工業販売高）が製造業全体の平均（11.3%、2016年）を上回る業種。

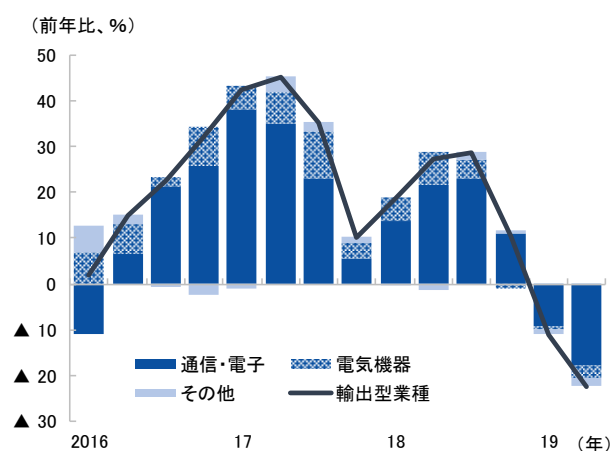
2. 「輸出型企業」は、windの統計で、2018年の輸出売上高比率が60%を超える企業。

(資料) windより、みずほ総合研究所作成

月第二週目に予定されている閣僚級協議に向けた準備が行われており、状況改善に向けた動きはみられるものの、先行き不透明感を払しょくするには至っていない。

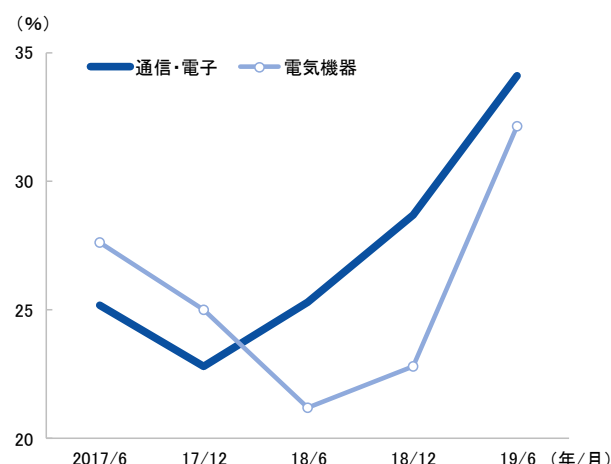
中国政府は、税負担軽減や手数料削減、銀行に対する小規模・零細企業向け貸出奨励といった政策を打ち出しているものの、先行き不透明感が残存するなか、企業は投資に踏み切りにくく、政策効果は限定的なものとなる可能性がある。インフラ投資についても、拡大の動きは緩慢で、それに依拠した製造業投資の大幅な回復も期待しづらい。米中摩擦の影響が続くなか、中国経済が自律的な回復力を取り戻すには、まだ時間を要しそうだ。

図表5 輸出型業種の投資関連支出（業種別）



(注) その他には、文化娯楽用品、皮革・毛皮・羽毛、アパレル、家具、計測器、鉄道・船舶・航空、ゴム・プラスチック、その他製造業が含まれる。
(資料) windより、みずほ総合研究所作成

図表6 収益対比で投資関連支出が減少した企業比率



(注) 通信・電子 (237社)、電気機器 (184社) において、各期の投資関連支出の前年比伸び率がマイナスである企業のうち、その前年同期における収益の前年比伸び率がプラスの企業の比率。
(資料) windより、みずほ総合研究所作成

¹ 財政部「企业会计准则第31号—现金流量表」等参照。

² 金属製品・機械・設備修理業も製造業全体の輸出売上高比率を上回っていたが、該当する上場企業が存在しなかったため、本稿では除外している。

³ 日本の監理銘柄に相当するST、*ST銘柄を除く。

⁴ 「輸出型企業」76社の業種内訳は以下の通り：通信・電子 (17社)、特殊機械 (9社)、電気機器 (9社)、化学 (8社)、一般機械 (6社)、医薬 (4社)、金属製品 (4社)、紡織 (3社)、家具 (2社)、食品 (2社)、皮革 (2社)、非金属鉱物製品 (2社)、アパレル (2社)、鉄道・船舶・航空 (2社)、自動車 (1社)、酒・飲料 (1社)、ゴム・プラスチック (1社)、非鉄金属 (1社)。

⁵ 企業収益は、税引前利益 (利润总额) を用いた。

⁶ 企業収益は、製造業投資に約1年先行する傾向があるといわれている。联讯证券「制造业投资高速增长还能延续吗？」(2019年1月27日)、国金证券「2019年制造业投资何去何从？」(2019年5月11日)等参照。

⁷ 2020年の輸出の見通しについては、大和香織「中国経済の現状評価と見通し 米制裁第4弾発動で2020年も輸出は低調に」(『みずほインサイト』、2019年8月19日)参照。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。