

国内外経済の動向

中国経済は順調な成長が続くか

【ポイント】

1. 世界に先んじて景気回復を遂げた中国経済の先行きを危ぶむ声が聞かれる。
2. 中国経済は急速な回復局面が終了し巡航速度の成長へと移りつつある。ただし、インフラ投資や輸出が主導する回復から、製造業の投資や個人消費といった民間内需がけん引する成長への切替えはやや遅滞している感がある。
3. 中国経済は緩やかな成長が続くと見込んでいるが、その持続性を見極めるうえで、コロナ特需のピークアウトが見込まれる輸出の減速度合いや、国際商品市況高騰に伴う企業収益への悪影響を注視する必要がある。

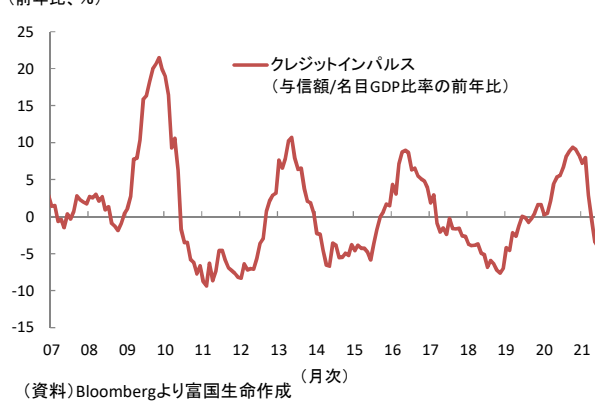
世界が見舞われたコロナ禍において、中国経済は先んじて景気回復を果たしてきたが、足元でその先行きを危ぶむ声が聞かれ始めてきた。本稿では、主要な論点を踏まえつつ中国経済の現状を確認し、先行きについて考察する。

1. 強まる景気の先行き懸念と預金準備率の引き下げ

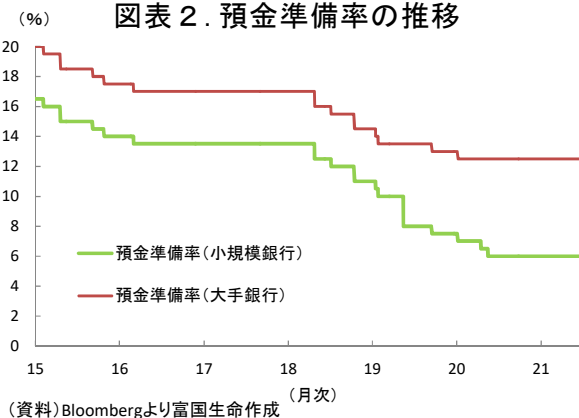
市場参加者が中国の景気循環を見極めるに当たって注視する指標の一つであるクレジットインパルスが低下している（図表1）。名目GDPに対する与信額の比率がどう変化したかを示したもので、中国当局の政策スタンスを反映し、値が高いほど、民間への資金供給が増えていることを意味する。クレジットインパルスは数年ごとに拡大と縮小を繰り返してきた。2018年終盤からは米中貿易摩擦などにより減速した景気を支えるべく景気刺激策を講じたことや、コロナ対策などにより上昇した。その後景気回復が進み中国当局がコロナ対応策の段階的な縮小を模索し始めるなかで、クレジットインパルスは2020年10月にピークを打ち、2021年4月以降はマイナス圏で推移している。直近では、局所的に発生する新型コロナウイルス感染拡大もあり、中国経済に対する悲観論が散見されるようになってきた。

こうしたなか、中国人民銀行は預金準備率を7月15日から0.5ポイント引き下げた（図表2）。預金準備率の引き下げはコロナ禍の悪影響が広がっていた2020年5月以来、1年2ヵ月ぶりである。準備預金制度は、市中銀行が受け入れて

図表1. クレジットインパルス



図表2. 預金準備率の推移



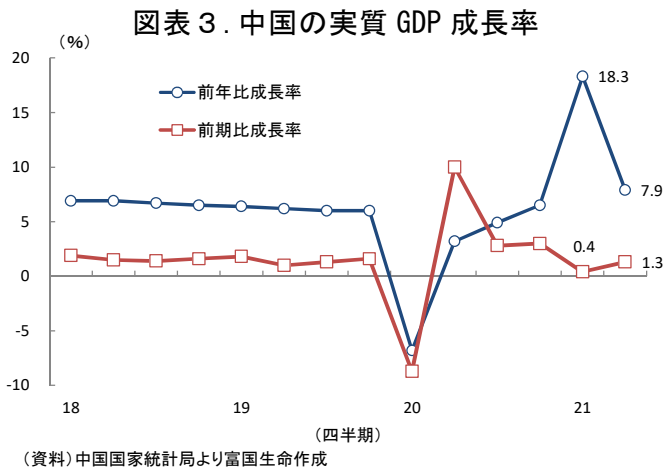
いる預金残高に対して一定の割合を人民銀行に預け入れることを義務付けるものである。預金準備率を引き下げると市中銀行が人民銀行に預けるお金が減り、貸し出しなどに回すお金が増える。人民銀行によると、今回の措置により約 1 兆元（約 17 兆円）の長期資金が市場に放出されるとのことで、国際商品市況の高騰によるコスト高の悪影響を強く受けやすい中小零細企業の資金繰りを支援する目的があるとみられる。人民銀行は「これまでの金融政策の方向性には変わりはない」と強調したが、市場参加者の一部では、預金準備率を引き下げて金融機関の貸出を促さなければならないほど中国企業・経済は厳しいのではないかと捉えられ、警戒感が強まった。

株式市場においては、7月に上海総合株価指数が▲5.4%と大幅な下落率となるなど、中国株からの急速なマネー流出が話題にのぼった。背景には、中国政府によるIT・教育業界などにおける規制強化の動きがある。7月26日には配達アプリの運営会社に対し社会保険の加入など配達員の権利を保護するよう求める指導意見を発表、7月27日に中国政府が小中学生向け学習塾の非営利団体化を柱とした規制策を公表したことなどが響いた。後者については、中国政府が1組の夫婦の産児制限を2人から3人へと緩和するなど少子化対策を進めるなか、学習塾を規制することで教育費の高騰を抑え、家計の負担低減を図るものとみられる。こうした株式市場の動揺の直接的なきっかけは中国政府による民間企業の統制強化にあるが、コロナ禍が続くもとの実体経済の先行き懸念も底流にある。

2. 中国経済は巡航速度の成長へと切り替わりつつある

中国の2021年4～6月期の実質GDP成長率は前年比7.9%となった（図表3）。2020年1～3月期がコロナ禍で同▲6.8%と大幅なマイナスとなった反動により、2021年1～3月期は同18.3%と非常に高い成長率となったが、4～6月期はこの反動部分が小さくなった。一方、前期比でみると4～6月期は+1.3%（年率換算+5.2%）となり、1～3月期の前期比+0.4%から伸び率は高まった。1～3月期は、局所的な感染再拡大を受けた警戒感から政府が制限措置を強化し、春節期間の帰省・旅行の自粛を要請した影響がでたが、4～6月期はそうした制限措置が解除された。

成長率の振れを均してみするため、半年ごとに前期比成長率の推移を辿ってみると、2019年7～12月期が年率+5.3%、2020年1～6月期が同▲6.6%、2020年7～12月期が同19.5%、2021年1～6月期が同+5.2%となる。コロナ禍



による落ち込みからの急速な回復局面が終了し、巡航速度の成長へと移りつつある。成長の源泉としては、これまでのインフラ投資と輸出が主導する形から、製造業の設備投資と個人消費といった民間内需がけん引する成長へと切り替わっていくことを想定していたが、その切替えがやや遅滞している感がある。企業収益の改善を背景に製造業の投資は持ち直しの動きがみられ始めたものの、所得の増加ペースが緩やかにとどまるなかで個人消費は勢いを欠いている。局所的な新型コロナウイルス感染拡大もあって外食などサービス分野の回復が思うように進んでいないことや、自動車分野において世界的な半導体不足に伴う減産、それに伴う販売の低迷も重石となっている。

3. 固定資産投資は底堅く推移も、不動産市場には注意が必要

昨年後半の中国経済の急速な景気回復をけん引した固定資産投資は、1～6月期が前年比

12.6%増と、昨年がマイナスとなった反動もあるが、高めの伸びが続いている。内訳をみると、このところ製造業の設備投資が企業収益の改善や輸出の増加を受けて持ち直しの動きを強めている。米国との対立が深まるなか、IT分野の製造業の投資が増加していることが要因の一つにあり、今後も持ち直しが続くことが期待される。

一方、不動産開発投資は高い伸びが続いているが、不動産市場の行方には注意が必要である。今年に入って中国政府は不動産バブルへの警戒感を強め、不動産への過剰融資を抑制する規制を導入した。不動産向け融資の減速で今後の不動産開発投資は抑制される公算が大きい。

昨年後半の景気を支えたインフラ投資については、このところの伸びが鈍化している。2021年の財政赤字の許容幅がGDP比3.2%と2020年の3.6%より低く設定されたとおり、政府の財政スタンスは昨年と比べ引き締め方向となっている。インフラ投資の資金調達手段の一つである地方政府特別債券の発行額が2020年3兆7,500億元から2021年3兆6,500億元へと減額されていることも影響していよう。ただし、その減少額は小幅にとどまっており、インフラ投資が急減するような状況にはなく、今後も底堅い推移が続くと見込んでいる。2021年後半以降、仮に減速感が強まれば中国政府は再びインフラ投資拡大に向けてアクセルを踏み、景気下支えを図る可能性もあるだろう。

4. 輸出の先行きはコロナ特需の一服などで増勢は鈍化、減速度合いが焦点

インフラ投資に並んで昨年後半の景気をけん引したのは輸出である(図表4)。今後も世界経済の回復を背景に堅調さを維持するものの増勢は次第に鈍化していくと予想しているが、その減速度合いが一つの焦点となるだろう。輸出の内訳をみると、マスク・防護服や医療機器といった医療関連、また、巣ごもり需要の高まりを背景としたPC関連などが好調となるなど、いわゆるコロナ特需が押し上げ要因となっていた。また、コロナ禍により世界的に供給力が落ちているなかで先んじて経済活動が再開した中国企業が受注を代替的に獲得していたという面もあり、コロナ禍は中国の輸出にとっては思わぬ追い風となった。

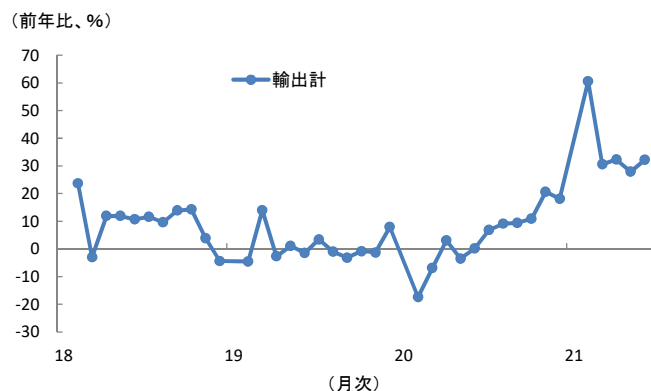
2021年入り後も輸出額は高い伸びが継続しており、2021年1~6月期は前年比38.7%となった。ただし、医療関連の伸びが鈍化し始めるなど、コロナ特需剥落の兆しがみられている。製造業PMI

をみても、足元で新規輸出受注指数が低下し好不調の節目である50を下回って推移するなど、先行きの輸出増加ペースの鈍化を示唆している。コロナ特需の一服に加えて、海外消費者の行動変化も少なからず影響を及ぼす可能性がある。先進国を中心に、ワクチン接種の進展を受けた制限措置の緩和などで消費の対象がモノから外食、旅行といったサービスにシフトしていけば、中国からの消費財の輸出はこれまでのような高い伸びは期待しにくい。また、アジアなどの新興国ではワクチン接種の遅れもあって感染再拡大が顕著となり経済の下押し圧力が強まっていることも、それら地域に向けた輸出の重石となろう。

5. 国際商品市況高騰による企業収益の圧迫懸念

当面の懸念材料としては、国際商品市況の高騰に伴う影響が挙げられる。コロナ禍からの世界的な需要回復に加え、緩和的な金融環境を背景とした資金流入などにより、資源価

図表4. 中国の輸出(ドルベース)の推移



(資料)中国海関総署より富国生命作成
(備考)各年2月は1~2月累計の前年比

格や商品価格が大きく上昇した。中国政府は銅・アルミ・亜鉛などについては国家備蓄を放出して需給調整を図っているが予断を許さない。PPI（工業製品出荷価格指数）は2021年1月に1年ぶりに上昇に転じた後、上昇ペースが加速し、6月は前年比+8.8%となった（図表5）。内訳をみると、生産財価格が+11.8%と大きく伸び率が高まる一方で、生活財価格は+0.3%にとどまっている。また、CPI（消費者物価指数）も6月前年比+1.1%と政府が目標とする3%前後を大きく下回る伸びに抑えられている。中国では政府の指導もあって消費者に近い分野の価格転嫁は進んでおらず、米国のように消費者が直面する物価が大幅に上昇する懸念は小さい。ただし、企業側に立てば、コスト増加を製品へ価格転嫁ができなければ企業業績は悪化を余儀なくされる（図表6）。こうした状況が続けば、企業業績悪化が家計所得の減少・伸び悩みを通じて、消費を抑制するといった悪循環が生じる。また足元で好調な輸出と企業収益の回復を背景に製造業の設備投資がようやく持ち直してきたが、再び企業業績が落ち込めば設備投資意欲に水を差す可能性がある。

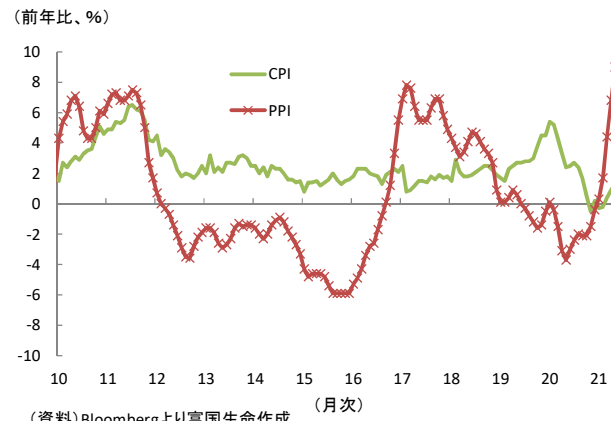
現時点では、生産性向上といった企業努力によって多くの部分は吸収されることなどで、国際商品市況の高騰が企業収益に及ぼす影響に対する懸念は杞憂に終わると考えているが、今後も資源価格や輸入物価の動向には注意が必要となる。

6. おわりに

8月入り後、中国各地で市中感染が確認されるなど、これまで感染拡大を封じ込めてきた中国でも再び新型コロナウイルスに対する警戒感が強まっている。夏季休暇シーズンの観光業や消費などに短期的に悪影響が及ぶことは避けられないだろう。しかし、中国政府の大規模な検査体制や局地的な封鎖措置などにより広範囲にわたる感染拡大には至らず、経済への下押し圧力は限定的にとどまると想定している。こうしたなか、政府による電気自動車や家電の購入補助金といった消費刺激策や、自動車市場も半導体不足が徐々に解消に向かうことも消費回復のサポートとなり、中国経済は緩やかな成長が続くと見込んでいる。とはいえ、米国との経済・安全保障面における対立の深まりなど外部環境の不確実性もあり、中国経済の先行きを楽観視できる状況ではない。足元の輸出は堅調さを維持しているものの、コロナ特需にピークアウトの兆しがでてきただけに予断を許さないほか、国際商品市況高騰により企業収益が圧迫される懸念もある。持続的な成長に向けて製造業の投資や消費といった民間内需が主導する成長へ移っていくことが期待されるが、輸出の失速や企業収益悪化により、それが阻害されるリスクに注意が必要である。今後の成長の持続性を見極めるうえで、当面は輸出、企業収益の動向を注視する必要がある。

（財務企画部 大野 俊明）

図表5. PPI と CPI の推移



図表6. 工業部門の企業収益の推移

