

米中対立の長期化が予想されるなか、アジアや欧州との経済連携の強化を進める

冬場に世界で新型コロナの感染が再び拡大するなか、中国でも局所的に感染が広がり都市封鎖が行われるなど警戒すべき状況にある。21年3月に全国人民代表大会（全人代）を控え、中国政府は感染拡大を抑えるべく、春節連休期間（2/11-17）の帰省自粛を以前から呼びかけていた。このため、人の移動規模は例年より小さくなり、国内需要を下押しした可能性がある。なお、中国では12月中旬よりワクチン接種が開始されており、ワクチンを少なくとも1回接種した人の数は2月上旬に4,000万人を超えた。

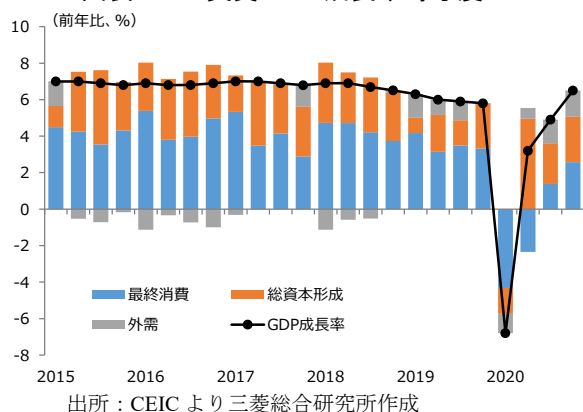
外部環境では、米国で1月20日にバイデン新大統領が就任した。中国は、新政権発足後の米国とも選択的なデカップリングが進行することを想定し、アジアや欧州との経済連携の強化を進めている。20年11月にRCEP（東アジア地域包括的経済連携）に署名、習近平国家主席は同月、TPP11（環太平洋経済連携協定）参加を「積極的に検討する」と表明した。また12月末には、EUとの間でCAI（包括的投資協定）締結で大筋合意し、さらにワクチン外交を展開して新興国でのプレゼンスを高めている。

こうした状況下、20年10月に打ち出した新たな5カ年計画で、国内市場と国際市場をうまく連結させ、国内大循環を主体とする、国内外の「双循環」が互いに促進しあう新たな発展構造を形成することを明記した。厳しい国際情勢を背景に、中国政府は消費促進を中心とした内需拡大を進める方針だ。

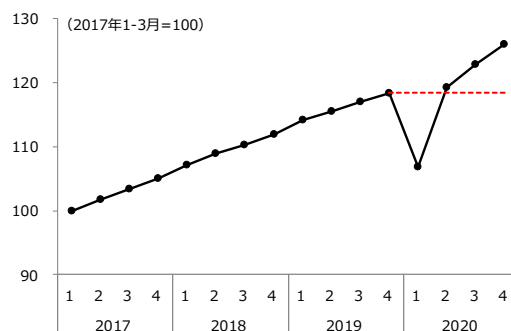
コロナ危機下でも20年はプラス成長

20年10-12月期の中国の実質GDP成長率は前年同期比+6.5%と、7-9月期の同+4.9%から成長が加速した（図表5-1）。20年の実質GDP成長率は前年比+2.3%と、日米欧がマイナス成長となるなか、主要国で唯一プラス成長を維持した。世界全体ではGDPがコロナ危機前の水準に回復するのが21年後半と見込まれるなか、中国は世界に先駆けて既に20年4-6月期に達成するなど、新型コロナの感染拡大を抑制した中国の景気回復ぶりが他の先進国と比べて顕著となっている（図表5-2）。

図表 5-1 実質 GDP 成長率寄与度



図表 5-2 実質 GDP (季節調整値)



過剰債務の積み上がりにより投資効率の低下に拍車がかかるおそれ

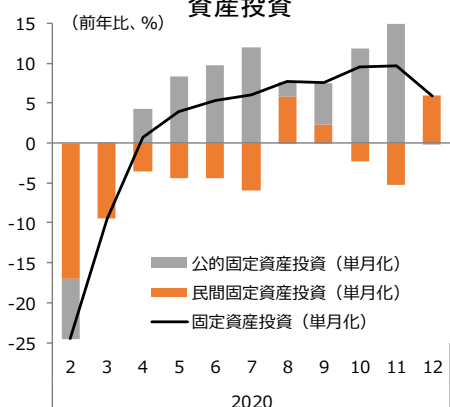
これまでの中国経済の回復は総資本形成が牽引してきた（図表5-1）。また、固定資産投資の伸びは公的部門に支えられた面が大きい（図表5-3）。20年に、地方政府がインフラ関連事業などを目的に発行した専項（特別）債券の総額は、3.3兆元に達するなど記録的な積み増しとなった（図表5-4）。しかし、経済の正常化に伴い、地方特別債の発行は20年末に一巡している。12月に行われた中央経済工作会議では「積極的な財政政策と穏健な金融政策を維持する」方針を確認、22年にかけて次世代情報通信ネットワーク（5Gなど）の整備・活用といった「新型インフラ」への投資拡大は見込まれるも、公的部門の固定資産投資は20年のような拡大ペースからは鈍化しよう。インフラ投資の拡大ペースは20年後半にやや鈍化する一方、製造業投資が増えており、遅れていた設備投資の回復もみられつつある（図表5-5）。

また、中国の国有企業および民間企業が発行した社債のうち、20年に債務不履行となった銘柄件数は150件、金額は1,697億元にのぼり、19年1,495億元を上回って過去最高額となった（図表5-6）。特に昨年11月以降、中国で半導体国産化の担い手として期待されていた紫光集団が立て続けに債務不履行を起こすなど、国有大手企業のデフォルトが目立っている。中国経済が正常化に向かうなか、中国当局は金融環境をコントロールしつつ公的支援を徐々に縮小しており、資金調達環境が厳しくなっている状況が窺える。

国際決済銀行によると、中国の家計、企業、政府の総債務は世界金融危機後に右肩上がり増加し、20年4-6月期にはGDP比で280.3%に達した(図表5-7)。過剰債務がもたらす実体経済への影響は以下の2点で顕在化しよう。まず、過剰債務の存在が設備投資を抑制する方向に働く点だ。過剰債務企業は債務返済を優先させ、新規投資を手控える傾向にあり、投資拡大ペースは今後鈍化する可能性が高い。

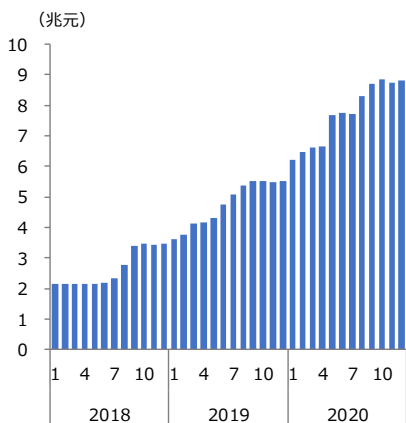
次に、過剰債務企業の存続により、経済全体の生産性が低下するおそれがある点だ。世界金融危機後、債務の過剰な積み上がりと並行して、過剰投資の影響などから投資効率の低下がみられている。1%の経済成長率引き上げのために必要な追加的な資本ストックを示す限界資本係数を推計すると、同係数はここ10年で一貫して上昇しており、世界金融危機前に比べて2倍以上となっている(図表5-7)。ゾンビ企業が市場から退出せず、経済全体で労働力や資本などの生産要素の非効率な配分が放置されれば、投資効率の低下に拍車がかかろう。

図表 5-3 公的・民間別でみた固定資産投資



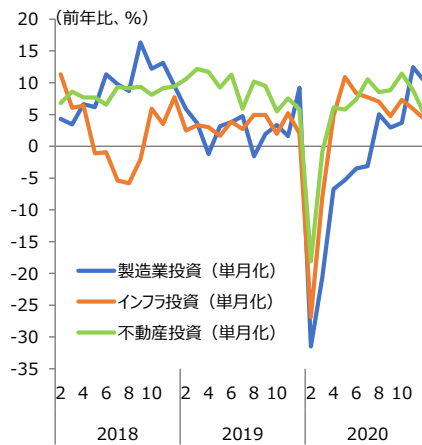
注：公的固定資産投資は全体の固定資産投資から民間を除いた残差として計算。
出所：Wind より三菱総合研究所推計

図表 5-4 地方特別債発行残高



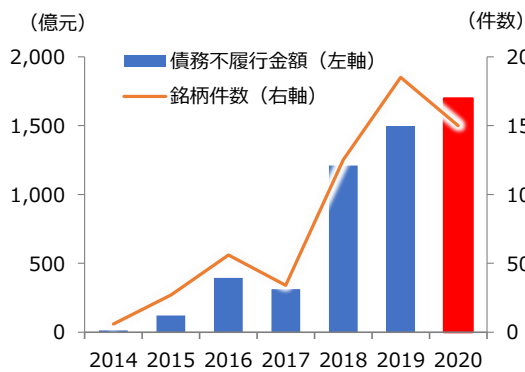
出所：Wind より三菱総合研究所作成

図表 5-5 固定資産投資の内訳



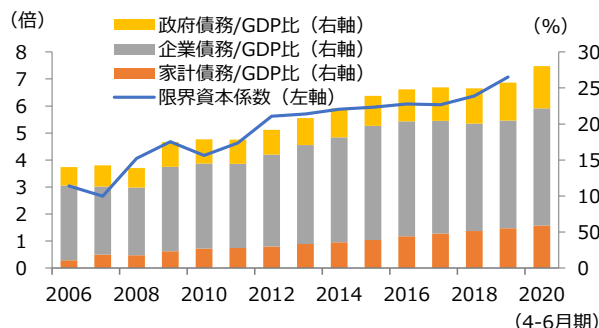
出所：Wind より三菱総合研究所推計

図表 5-6 企業の社債デフォルト



出所：Wind より三菱総合研究所作成

図表 5-7 総債務と限界資本係数



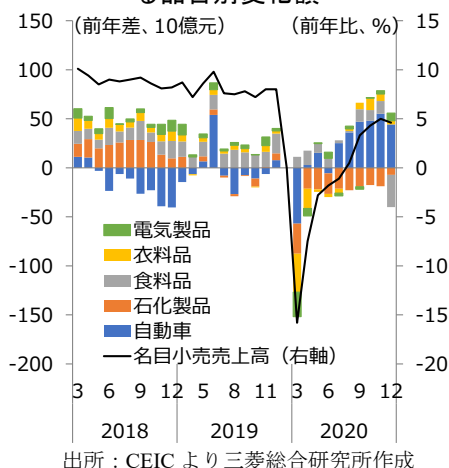
注：限界資本係数=総固定資本形成の対名目GDP比/実質GDP成長率。係数が大きくなるほど投資効率は低下。
出所：Wind、BIS より三菱総合研究所推計

「双循環」実現に向けて求められる民間消費の自律回復には時間を要する

消費では、12月の名目小売売上高は前年比+4.6%と前月の同+5.0%からわずかに減速するも5カ月連続のプラスとなり、消費は緩やかな回復傾向にある(図表5-8)。ただし、自動車消費の増加分が小売売上全体の増加分の約4割を占めるなど、地方政府による販売支援策を受けた自動車購入の増加に依存するところが大きい。ここ数年、前年比8%前後で推移していた一人当たり名目可処分所得は、20年同+3.5%に低下した。四半期データから推計すると、20年10-12月期には前年同期比+5.7%まで戻すも、所得環境は依然として弱い(図表5-9)。また、1月の消費者物価指数は前年比▲0.3%、食品・エネルギーを除くコア指数も同▲0.3%と09年11月以来のマイナスに転じるなど、需要の弱さがうかがえる(図表5-10)。前述のように、春節期間中の移動自粛による需要下押しの影響も懸念される。

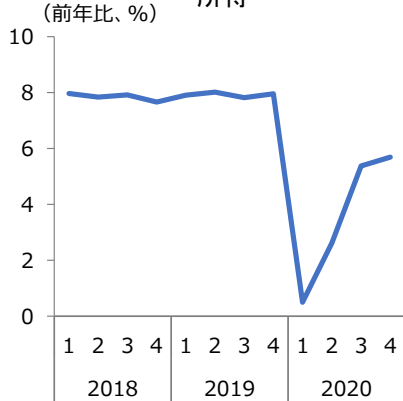
先行きについては、雇用所得環境は22年にかけて改善傾向を辿るも緩やかなペースになると予想する。政府による自動車購入支援もEVなどの新エネルギー車向けを除けば段階的に縮小しよう。「双循環」実現に向けて必要な民間消費全体の自律回復にはまだ時間を要するとみられる。

図表 5-8 小売売上高と消費に占める品目別変化額



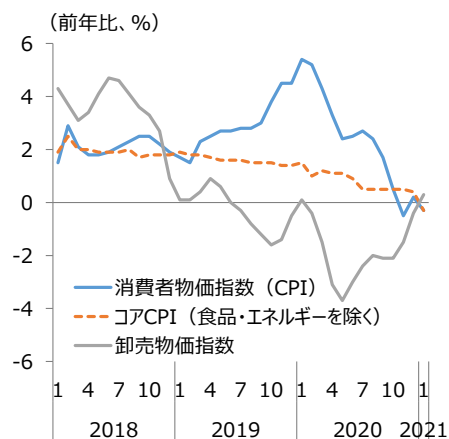
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 5-9 一人当たり名目可処分所得



出所：Wind より三菱総合研究所推計

図表 5-10 物価指数



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

輸出は電気製品・部品が牽引して堅調、世界貿易の中国依存度高まる

コロナ危機で世界的に貿易が低迷するなか、中国では 12 月の輸出が前年比+18.1%と好調が続いている (図表 5-11)。品目別にみると、世界的なリモートワークの拡大などを支える電気製品・部品の輸出が 12 月は前年比+34.6%と高い伸びとなっている。また、輸入も同+6.5%とプラスが続いている。

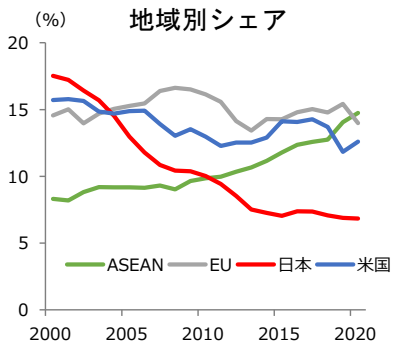
国・地域別でみると、20 年の ASEAN との貿易額は前年比+7.0%増加、地域別シェアで 14.7%と EU を抜いて首位となった (図表 5-12)。近年の米中貿易摩擦の影響、さらにコロナ危機を受けてサプライチェーンの再構築が進むなか、中国企業が ASEAN への投資を増やしている。さらに RCEP の効果も見込まれることから、貿易・投資面で ASEAN と中国の経済的結びつきは一層強化されよう。また、オランダ経済政策分析局 (CPB) による世界貿易量指数をみると、コロナ危機で世界全体の輸出が大きく落ち込むなか、中国の輸出は 20 年 7 月以降、前年比プラスで寄与するなど、世界貿易における中国の存在感が高まっている (図表 5-13)。マスクなどの繊維製品や電気製品といった 20 年の特需は剥落し減速するも、世界需要の緩やかな回復を受けて、輸出は底堅く推移すると見込む。

図表 5-11 輸出入動向



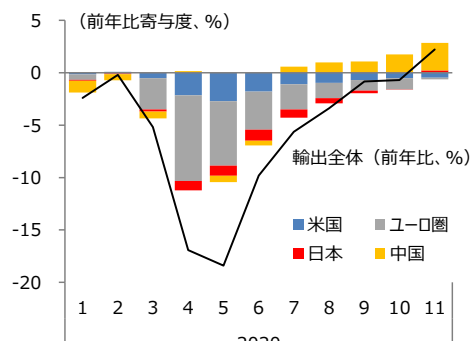
出所：CEIC より三菱総合研究所

図表 5-12 中国貿易量の各国・地域別シェア



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 5-13 世界貿易量指数 (輸出)



出所：CPB より三菱総合研究所作成

内需の緩やかな回復を想定、債務拡大に伴う信用収縮や米中対立の深刻化のリスクに要注意

21 年以降、「新型インフラ」や環境分野では引き続き公的部門による投資拡大が見込まれるものの、全体として公的部門の投資は鈍化しよう。一方、民間部門による設備投資は緩やかな回復傾向を迎えること、また堅調な輸出が続くことを想定し、21 年の実質 GDP 成長率を前年比+7.8%、22 年を同+5.7%になると見込む。ただし、所得の回復が遅れることから、消費の成長率押し上げは限定的なものにとどまろう。

中国経済のリスクとして、感染再拡大と防疫措置の実施、中国国内の債務拡大に伴う信用収縮、米中対立の深刻化が挙げられよう。まず、債務の拡大について、地方政府傘下の投資会社「融資平台」の債券発行額は、20 年に 4.1 兆円と 19 年 3.5 兆円を上回り過去最高額となっている。企業の社債デフォルトの頻発により、融資平台に対しても「暗黙の政府保証」への懐疑的な見方が強まることで、デフォルトが連鎖的に波及する事態となれば、信用収縮により金融危機を招くおそれがあり注意を要する。また、米中の選択的デカップリングはバイデン政権となっても想定すべきシナリオだ。米国の対中制裁が西側同盟国に広がり、金融面などにもデカップリングが拡大することになれば、中国経済への影響は深刻化しよう。