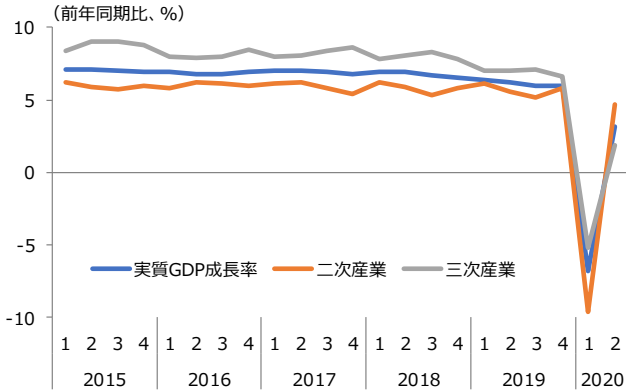


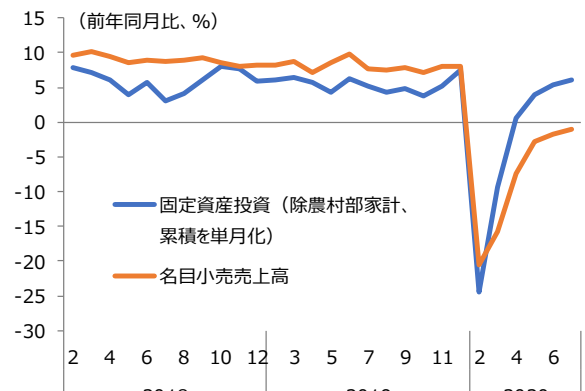
20年4-6月期は投資が牽引してプラス成長へ

20年4-6月期の中国の実質GDP成長率は前年同期比で+3.2%と、1-3月期の同▲6.8%から1四半期でプラス成長に復した(図表5-1)。武漢市の封鎖が解除されたのが4月8日であったことから、4-6月期は全土で経済活動の正常化が徐々に進展した。産業別にみると、第2次産業および第3次産業はそれぞれ同+4.7%、同+1.9%と第2次産業が牽引した。

図表 5-1 実質 GDP 成長率

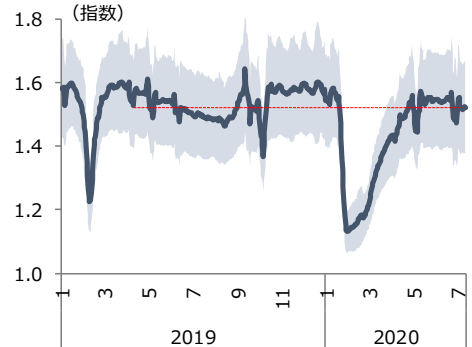


図表 5-2 小売・投資



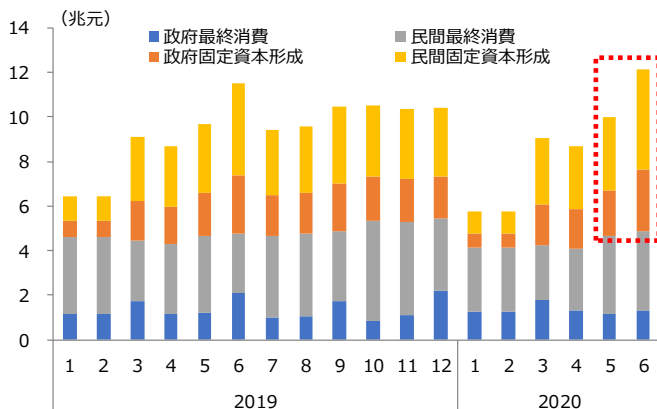
まず消費では、7月の名目小売売上高は前年同月比▲1.1%とマイナス成長となった(図表5-2)。一方、固定資産投資(年初からの累積)は同▲1.6%とマイナス成長となったが、単月での投資額を推計すると6月は同+5.3%、7月は同+6.1%とプラス成長となった。中国では感染リスクが低い地域で7月20日から映画館の再開が始まるなど、新常态のなかではあるが徐々にコロナ前の生活に戻りつつある。携帯電話の位置情報をもとに算出した市中混雑度の高頻度データをみても、全国平均では5月頃から既に前年と同程度の市中混雑度となっている(図表5-3)。ただし、長距離移動を含む旅客移動(鉄道、高速道路、空運)の利用状況は6月時点で前年比40%前後にとどまっており、こうした変化は今後新常态として定着する可能性もある。

図表 5-3 市中混雑度

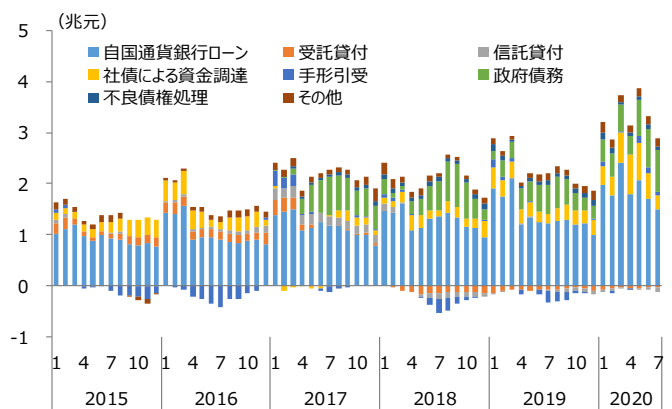


足もとの経済活動の回復は、民間固定資本形成の拡大によるところが大きい。政府および民間の最終消費と固定資本形成のGDP寄与度を月次に推計すると、特に民間固定資本形成による寄与拡大が顕著となっている(図表5-4)。その背景としては、①緩和的な金融政策、②インフラ投資の加速、③不動産(特に住宅)投資の加速があるとみられ、このうち①、②は政策的な支援による貢献、③は民間が主導する成長といえる。

図表 5-4 政府および民間の消費・投資寄与 (MRI 推計)



図表 5-5 社会融資総量



## 政策的な支援と民間の自律的な成長の双方により投資が加速

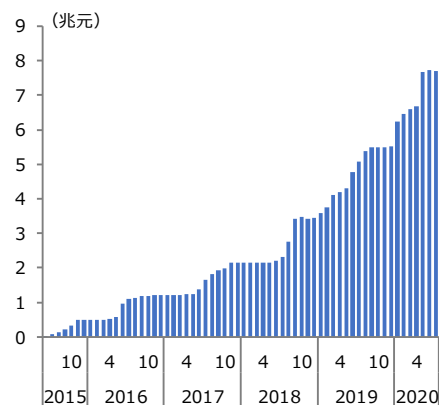
まず①の緩和的な金融政策により借入（社会融資総量）の増加が続く（図表 5-5）。中国政府は 18 年、19 年に受託貸付や信託貸付などのいわゆるシャドバンキングの縮小を進めたが、足もとではこうした動きは抑制され、顕著に銀行ローンや社債が拡大している。特に中国で新型コロナウイルスの感染拡大が本格的に進んだ 20 年 2 月以降、これまでを大きく上回るペースで債務の蓄積が進んでいる。コロナ禍で追加的に積み上がった債務は 20 年 6 月まででおよそ 5 兆元程度だが、このうちの一定割合が不良債権化する可能性があり、今後の中国経済の下押し要因となろう。

次に②インフラ投資の加速は地方特別債の積み増しからもみとれる。中国政府は上半期に 2 兆 2,300 億元の特別債を発行した。この金額は、事前に設定された限度額の 97% に上る。これに伴い、特別債の残高は 8 兆元を超える水準となった（図表 5-6）。特別債の用途としては交通インフラや工業団地、民生サービスなどさまざまな用途が記載されているが、十分な収益性があるかは定かではない。

通常インフラ投資には政府による特別債に加え民間の投資が入ることが多く、これが図表 5-4 で示した民間投資拡大の一因にもなっている。しかし、投資したインフラの収益性が低く回収が進まなければ、民間の不良債権もさらに拡大することとなり、中国の金融システムへの負荷を高める。中国は世界金融危機時に投資に依存した経済成長を実現したものの、その後過剰生産設備に苦しんだ。コロナ禍でも、過度に供給したインフラと住宅が将来的に中国経済の成長を押し下げる懸念がある。

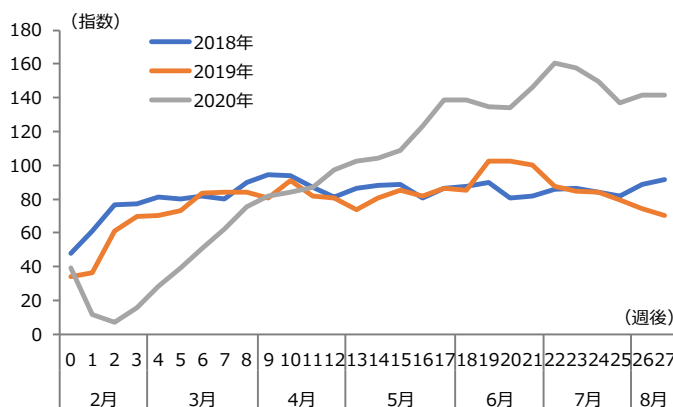
最後に③不動産（特に住宅）投資の加速について、不動産販売の週次データによれば、不動産販売は今年の旧正月後の落ち込みが甚大だった一方、足もとで急速に反動がみられている（図表 5-7）。春節後に販売された床面積（累積）を前年と比較すると、8 月上旬の時点で既に前年比+22% となっており不動産市場の過熱が懸念される。不動産市場過熱の背景には、世界的な景気低迷に伴う元安懸念から不動産に資産を移す富裕層の存在などが指摘されているが、投資過熱に伴う不動産バブルの再燃には注意が必要だ。特に 18 年以降住宅目的での不動産投資は急増しており、どこまで実需を反映した投資となっているかには疑問が残る（図表 5-8）。

図表 5-6 特別債発行残高



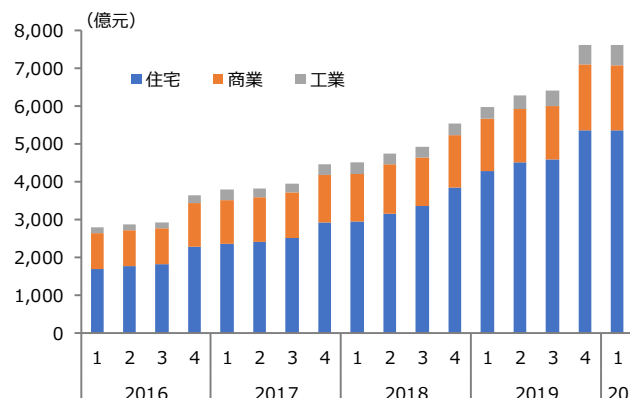
注：直近は 20 年 8 月 13 日。  
出所：Wind より三菱総合研究所作成

図表 5-7 不動産販売



注：旧正月からの経過週数で算出。3 週間平均で平滑化。  
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 5-8 用途別不動産投資

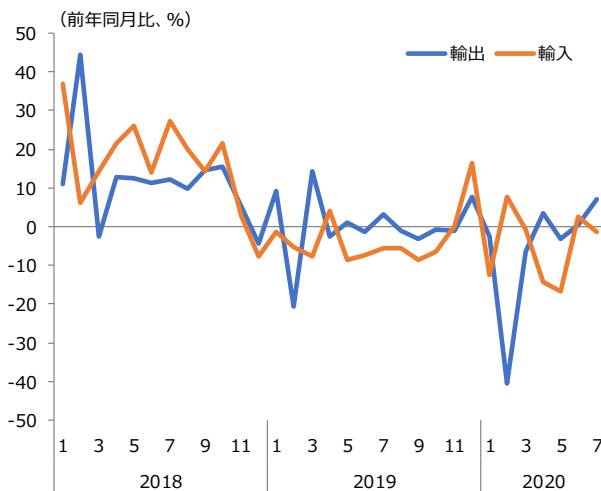


注：上場企業による用途別の新規不動産投資額。  
出所：Wind より三菱総合研究所作成

## コロナ禍でも貿易は堅調

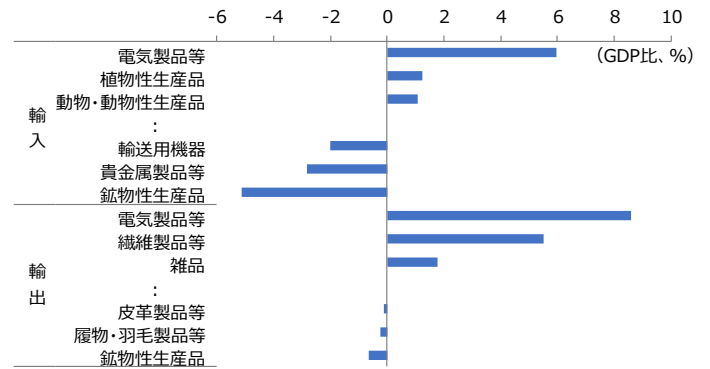
世界的に貿易が低迷するなか、20 年 7 月の輸出は前年同月比 7.2% 増加し、前月から 2 カ月連続のプラスとなるなど堅調な結果となった（図表 5-9）。4-6 月の輸出入の品目別増減をみると、輸入では、リモートワークの拡大などを支える電気製品などの輸入が増えた一方、資源価格の下落により鉱物性生産品の輸入が減少したほか、景況感の悪化を背景に貴金属製品や輸送用機器の輸入も減少した。輸出では、輸入同様世界的なリモートワークの拡大などを支える電気製品の輸出が増えたことに加え、マスクなどの繊維製品の輸出も拡大した（図表 5-10）。

図表 5-9 輸出入



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 5-10 輸出入の前年比増減



注 1：HS コード別に 1 部：動物・動物性生産品、2 部：植物性生産品、5 部：鉱物性生産品、8 部：皮革製品等、11 部：繊維製品等、12 部：履物・羽毛製品等、14 部：貴金属製品等、16 部：電気製品等、17 部：輸送用機器、20 部：雑品。

注 2：20 年 4-6 月の平均。

出所：Wind より三菱総合研究所作成

## 20 年は成長減速もプラス成長は維持する見込み

20 年 4-6 月期がプラス成長となったことで、20 年の実質 GDP がプラス成長となる可能性は高まった。21 年末にかけて現状と同程度の一定の防疫措置を継続するシナリオ①(詳細は総論 P.7 参照)のもとで、20 年および 21 年の実質 GDP 成長率はそれぞれ前年比+1.0%、+8.0%を見込む。

リスクは、①世界的な新型コロナの感染拡大の長期化、②中国国内の債務拡大に伴う信用収縮、③米中対立の一段の激化だ。特に新型コロナ感染は、中国国内では足もとで落ち着いているものの、今後中国で第二波が発生する可能性や、世界的な感染拡大が長期化する可能性も高い。仮に 21 年以降も世界で経済影響が継続することとなれば、中国では景気対策のため、さらに債務が積み上がることが予想される。この結果、バブル崩壊などの急激な信用収縮のリスクが高まる。中国が信用収縮を引き起こせば、ともに債務が拡大している米国や欧州などへ波及する可能性も高い。また、急減速を回避できたとしても、拡大した不良債権処理のための成長押し下げ効果は無視できない。また③については、大統領選が一つの分岐点となろう。仮にトランプ大統領が続投となれば、これまでと同様に貿易や投資を標的とすることで、米中双方の経済への下振れ圧力が再燃することが予想される。一方バイデン氏が大統領となれば、日本を含めた同盟国とともに中国包囲網を再構築することが予想される。