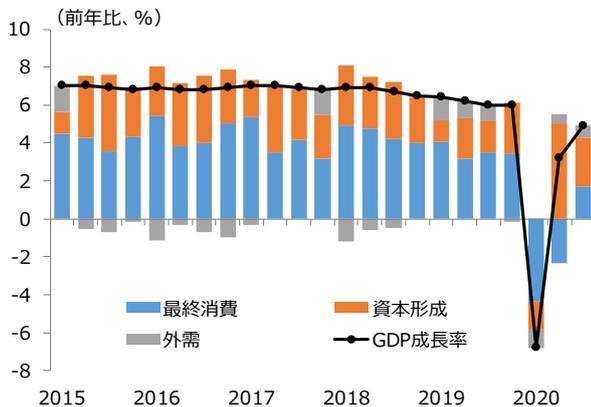


5. 中国経済

投資主導で2四半期連続のプラス成長、コロナ前の水準をすでに回復

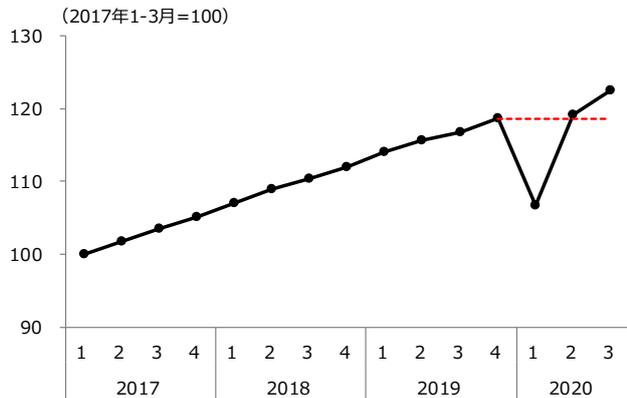
20年7-9月期のGDP成長率は前年比で+4.9%と、4-6月期の同+3.2%から成長が加速、2四半期連続のプラス成長となった(図表5-1)。需要項目別でみると、投資が引き続き経済成長をけん引しているほか、最終消費が3四半期ぶりにプラスに転じた。産業別では、第2次産業が同+6.0%と成長をけん引する構図が続いている。世界全体ではGDPがコロナ前の水準に回復するのが21年後半と見込まれているが、中国は世界に先駆けて既に20年4-6月期に達成している(図表5-2)。

図表 5-1 実質 GDP 成長率寄与度



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 5-2 実質 GDP (季節調整値)

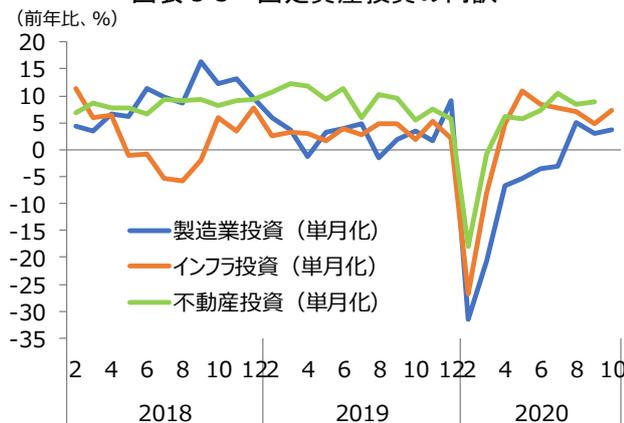


注：17年1-3月の実質GDP季節調整値を100として指数化。
出所：Wind より三菱総合研究所作成

政府主導の投資拡大を見込むも、不動産投資の過熱に警戒

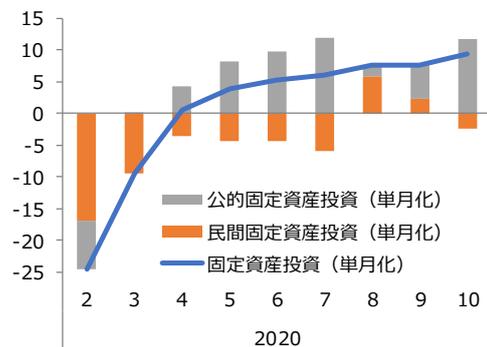
中国経済回復のけん引役となる投資の内訳をみると、特に政府部門によるインフラ投資および不動産投資の伸びが大きい。固定資産投資(年初から10月までの累積)は前年比+1.8%と2カ月連続のプラスとなった。単月での固定資産投資を推計すると、10月は前年比+9.5%と前月(同+7.5%)から伸びが加速している。さらに、固定資産投資(年初来累積)のセクター別内訳を単月化してみると、4月以降、不動産投資とインフラ投資は高い伸びが続いている(図表5-3)。一方、製造業投資も8月に今年はいじめてのプラスとなり、10月も同+3.7%と回復基調にある。しかし、固定資産投資の伸びのうち、民間部門の寄与度は10月には再びマイナスに転じた(図表5-4)。コロナ危機で民間部門の投資が落ち込むなか、中国経済の回復を主導した固定資本投資は、公的部門に支えられた面が大きい。

図表 5-3 固定資産投資の内訳



出所：Wind より三菱総合研究所作成

図表 5-4 公的・民間別でみた固定資産投資 (前年比、%)



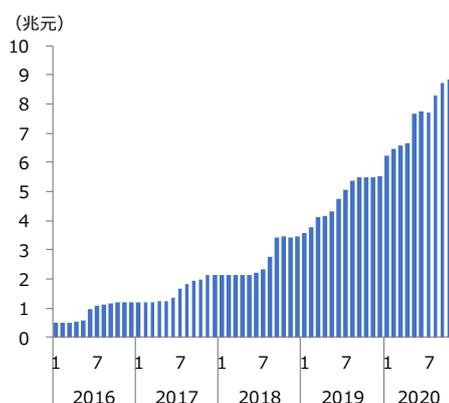
注：公的固定資産投資は全体の固定資産投資から民間を除いた残差として計算。
出所：Wind より三菱総合研究所作成

政府主導によるインフラ投資の拡大は今後も緩やかながらも続くだろう。5月の全人代において、今年3.75兆元の地方特別債の発行が承認され、新型インフラ施設(次世代情報通信ネットワーク、5Gの整備/活用、電気自動車の充電施設等)の整備などに充てることが打ち出された。これに伴い、地方政府による20年の地方特別債の発行は、10月末時点で合計3.54兆元に達し、残高は8.8兆元を上回る水準となっている(図表5-5)。地方特別債の発行から実際の投資実行までにはラグがあることから、今後

もインフラ投資はこれまでの大きな伸びは鈍化するとみられるも、引き続き堅調に推移しよう。

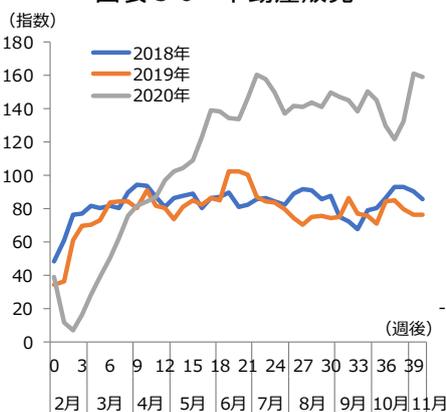
不動産市場では、中国人民銀行による金融緩和策等の影響により、富裕層を中心に不動産投資が拡大しており、不動産価格の上昇をもたらしている。不動産販売の週次データをみると、春節後に販売された床面積（累積）を前年と比較すると、11月上旬の時点で前年比+41.7%となっており、不動産市場の過熱が懸念される（図表 5-6）。主要 100 都市の住宅平均価格は 10 月前年比+3.52%上昇しており、特に中小規模都市の上昇が顕著となっている（図表 5-7）。仮に過熱した不動産市場が急落すれば、逆資産効果から中国の内需悪化をもたらし、その影響が世界に及ぶ可能性があるため注意を要する。

図表 5-5 地方特別債発行残高



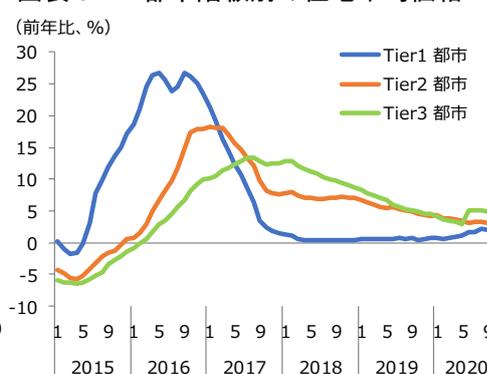
出所：Wind より三菱総合研究所作成

図表 5-6 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。直近は 11 月 8 日の週。
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 5-7 都市階級別の住宅平均価格



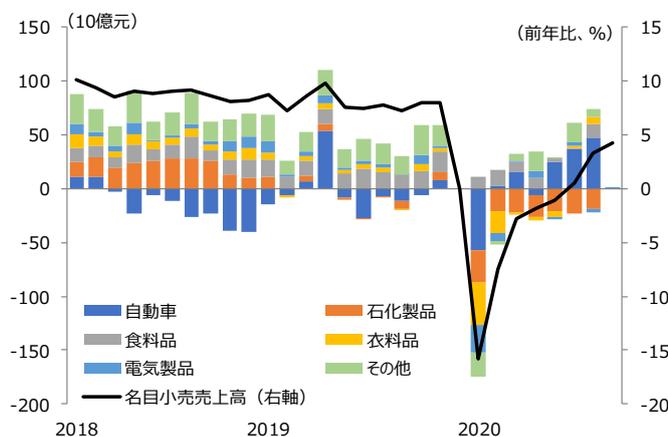
注：Tier1 都市は、政府直轄 4 市（北京、深圳、上海、広州）など大規模都市、Tier2 都市は、省都、副省級市クラス、Tier3 都市は、地区クラスの中小規模都市。
出所：Wind より三菱総合研究所作成

政府支援策もあり消費持ち直しも、自律回復には道半ば

消費では、10 月の名目小売売上高は前年比+4.3%と 3 カ月連続のプラスとなるなど、緩やかな持ち直しがみられている（図表 5-8）。もっとも消費の回復は、自動車の消費増加に依存するところが大きい。10 月の新車販売台数は前年比+12.6%の 257.3 万台となり、4 月から前年同月比で高い伸びが続いている。地方政府は消費喚起策として新車の購入補助制度を導入したほか、EV などの新エネルギー車（NEV）に対するナンバープレートの発給規制を緩和しており、NEV の販売が同+104.5%と倍増している。また、政府のインフラ投資の推進の影響からトラックなどの商用車が同+30.2%となった。しかし、20 年 1-9 月の 1 人当たり実質可処分所得は前年比+0.6%と、今年はずべてプラスに転じるなど回復傾向にはあるものの、所得環境は依然として弱い（図表 5-9）。民間消費全体が自律回復に至るには時間を要しよう。

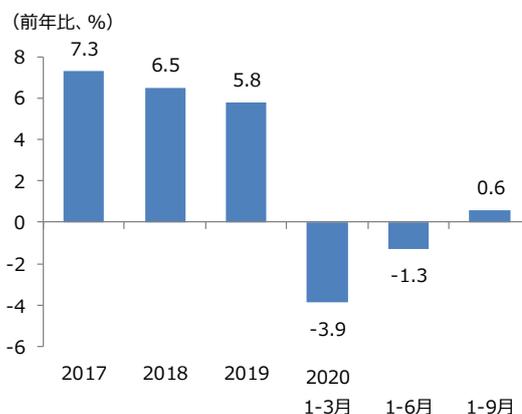
雇用統計をみても、10 月の全国都市部調査失業率が 5.3%と前月 5.4%から 0.1%ポイント低下したが、1-10 月の都市部の新規就業者数は 1,009 万人と前年同期を 184 万人下回るなど、雇用創出も力不足となっている。10 月下旬、中国共産党の第 19 期中央委員会第 5 回全体会議（5 中全会）が開催され、内需と外需を好循環させて質の高い成長を目指す「双循環」の実現が第 14 次 5 カ年計画（2021-25 年）に明記された。そのためには民間消費の自律回復が欠かせず、所得・雇用環境の一層の改善が求められよう。

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 1 人当たり実質可処分所得



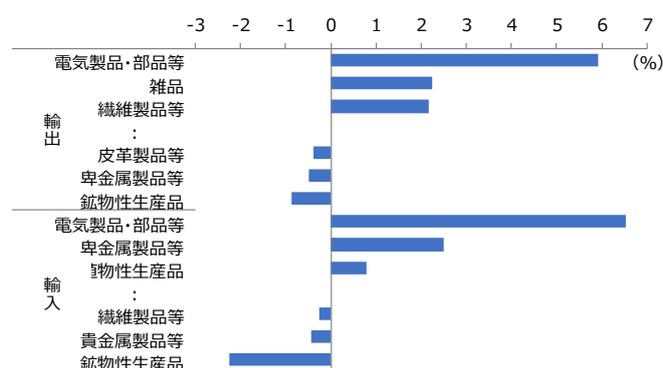
注：20 年は 1-3 月、1-6 月、1-9 月期の前年比。
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

堅調な輸出も持続性に懸念

コロナ危機で世界的に貿易が低迷するなか、10月は輸出が前年比+11.4%と4カ月連続で高い伸びとなった。また、輸入も同+4.7%とプラスとなった。品目別に7-9月期の輸出入増減をみると、輸出では、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、マスクの原材料を含む繊維などの輸出も拡大した(図表5-10)。ただし、コロナ危機におけるリモートワーク対応などのための電気製品の需要が一巡すれば、輸出の伸びは抑制されよう。

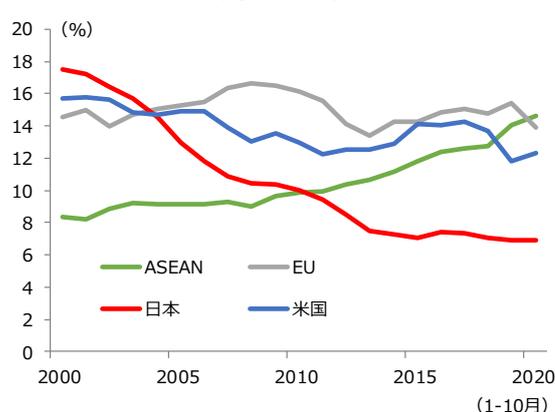
国・地域別でみると、1-10月の輸出と輸入を合計した貿易額で、ASEANは前年比+5.1%とコロナ危機下でも伸びており、地域別シェアでEUを抜いて首位となっている(図表5-11)。近年の米中貿易摩擦の影響、さらにコロナ危機を受けてサプライチェーンの再構築が進むなか、中国企業がASEANへの投資を増やしており、中国とASEANとの経済的結びつきは今後強まりをみせるだろう。また、RCEPが発効すれば、この傾向に拍車がかかり、中国のASEAN地域での経済的プレゼンスは中長期的に高まっていくものとみられる。

図表5-10 輸出入の品目別増減(前年同期比)



注: 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:雑品と記載。20年7-9月の平均。
出所: Wind より三菱総合研究所作成

図表5-11 中国貿易量の各国・地域別シェア



注: 20年は1-10月。他は年データ。
出所: CEIC より三菱総合研究所作成

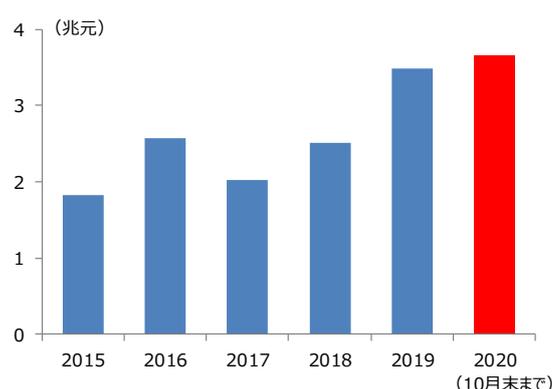
内需の緩やかな回復を想定、債務拡大に伴う信用収縮や米中対立の深まりに要注意

20年4-6月期がプラス成長に転じ、7-9月期に加速したことで、20年のGDP成長率がプラス成長となることはほぼ間違いないだろう。政府主導の投資拡大が引き続き見込まれるほか、設備投資や消費などの民間部門や外需も21年末にかけて緩やかに回復することを想定、20年および21年の実質GDP成長率はそれぞれ前年比+2.2%、同+7.8%になると見込む。

中国経済のリスクとしては、①中国国内の債務拡大に伴う信用収縮、②米中対立の深まりが挙げられよう。まず①について、中国ではコロナ危機を受けた景気対策のため、前述のような地方特別債の記録的な積み増しなどでみられるように、債務が積み上がっている。さらに地方政府傘下の投資会社「融資平台」の債券発行額は、20年10月末までで3.6兆円と、19年通年の3.5兆円をすでに上回っており、中国経済のリスク材料となりうる(図表5-12)。省別では、江蘇省(8,431億元)、浙江省(3,413億元)が多く、これまで単発的に起きている「融資平台」発行の債券の債務不履行が連鎖的に広がる事態となれば、信用収縮により金融危機を招く恐れがある。

また②について、バイデン次期政権は、トランプ現政権とは異なり、関税を武器とするような対中政策は抑制しよう。しかし、米国の対中強硬姿勢は超党派によるものであり、バイデン次期政権はむしろ日本を含めた同盟国と共に中国包囲網を再構築していくと予想される。従って、米中のデカップリングはバイデン政権発足後も想定すべきシナリオであることには変わりはない。米国の対中制裁が西側同盟国に広がり、デカップリングが地理的に拡大すれば、中国企業の生産活動等にも影響を及ぼそう。

図表5-12 融資平台による債券発行額



出所: Wind より三菱総合研究所作成