

5. 中国経済

重要イベントが続く中国、マクロ経済運営は安全運転へ

6月の英コーンウォールでのG7サミットでは、中国が核心的利益とする台湾を巡り、「台湾海峡の平和と安定の重要性」を明記した首脳宣言を採択した。G7首脳共同宣言に台湾海峡に関する言及が盛り込まれるのは初めてであり、米国主導で中国への圧力が強まりつつある。また、G7首脳は、中国の広域経済圏構想「一帯一路」に対抗し、新興国向けにインフラ投資を支援する枠組みを構築することで合意した。価値観を共有する同盟国との間で、経済連携強化に向けた取り組みが進められている。

一方、中国では7月、共産党が結党100年を迎え、1日に北京の天安門広場で記念式典が行われた。習近平国家主席は式典での演説で、中華民族の偉大な復興を実現すると強調するとともに、米国を念頭に、外部勢力のいかなる圧力も決して許さないと断言した。また、台湾問題を解決し、祖国の完全な統一を実現することは共産党の歴史的任務であるとし、揺るがない立場であることを鮮明にした。

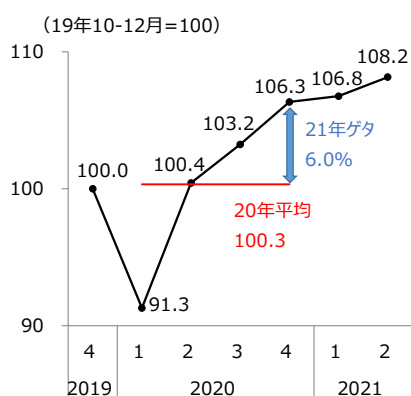
今後も中国では22年2月の北京冬季五輪、同年秋の共産党大会と重要イベントが続く。5年に一度の共産党大会では、習近平国家主席は党主席に就任し長期政権を目指すと思われる。それまでのマクロ経済運営は安全運転が予想されよう。長期的には厳しい国際情勢を背景に、内需拡大を進めて強大な国内市場を形成し、半導体技術の強化を含め、自律的な成長力を強化していくとみられる。

先行きの消費は改善傾向を辿るも力強さを欠く状況が続く

21年4-6月期の中国の実質GDP成長率は、前年同期比+7.9%となった。第2次産業の実質GDP成長率は同+17.2%と、好調な輸出を背景に製造業主導の景気回復が続いている。季節調整済前期比の伸び率をみると+1.3%と、春節連休期間の移動制限の影響のあった1-3月期+0.4%から加速した(図表5-1)。今回の4-6月期の成長率を踏まえ、仮に7-9月期以降が前期比ゼロ成長で推移したとしても、21年の実質GDP成長率は前年比+7.5%に達する計算となる。

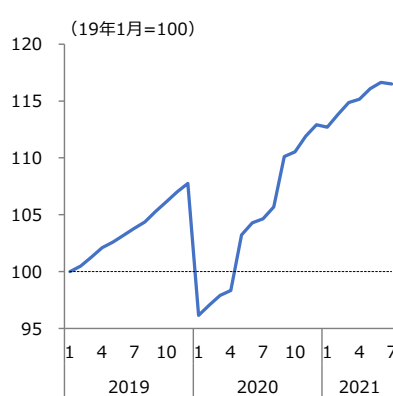
名目小売売上高は外出制限措置が実施されていた前年同月からの反動が続く、季節調整済前月比でみるとコロナ危機前19年の前月比伸び率程度で推移している(図表5-2)。昨年央にコロナ危機前の水準を回復していた都市部における21年4-6月の一人当たり実質可処分所得は、前年比+10.7%と2期連続で2桁の伸びとなるなど、21年に入り所得環境は緩やかに改善している(図表5-3)。一方、6月の自動車販売台数は前年比▲12.4%の202万台と低い水準まで落ち込んだが、この背景には世界的な半導体不足で自動車生産が低迷した影響も顕在化したとみられる。後述するように、企業を取り巻く環境が厳しくなりつつあるなか、今後の雇用所得環境の改善は緩やかなものにとどまろう。22年にかけての消費は改善傾向を辿るも力強さを欠く状況が続くと予想する。

図表 5-1 実質 GDP(季調値)



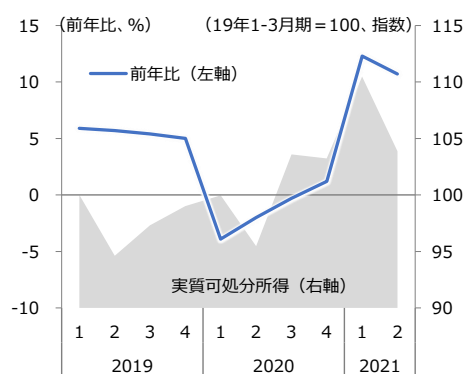
出所: Wind より三菱総合研究所作成

図表 5-2 小売売上高(季調値)



出所: Wind より三菱総合研究所作成

図表 5-3 一人当たり実質可処分所得(都市部)



出所: Wind より三菱総合研究所作成

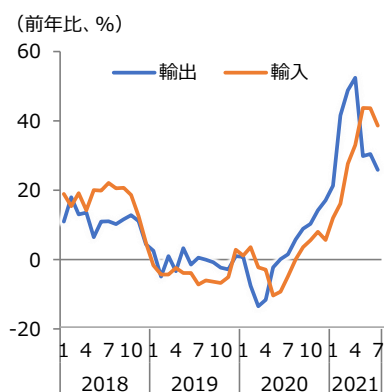
国際商品市況の高騰により交易条件の悪化が顕著に

国際的な商品価格の高騰は、企業収益の悪化をもたらしている可能性がある。4-6月の輸入額は前年同期比+43.7%と、1-3月同+27.6%からさらに増加した(図表5-4)。品目別では、鉱物性生産品の輸入額が4-6月同+10.4%ポイント、輸入増に寄与している。国際商品市況をみると、6月の鉄鉱石、天然ガス、石炭の価格は、いずれも21年に入り上昇が加速し、20年1月対比で2倍程度の上昇となっている。中国の原油・鉄鉱石の輸入価格も21年に入り上昇傾向を強めており、企業の供給面からの採算悪化が懸念される状況だ

(図表 5-5)。特に国際的な鉄鉱石価格の高騰は、国内の鉄鋼製品価格の上昇をもたらしており、中国政府の価格抑制に向けた対策にもかかわらず、中国国内の鉄鋼製品価格は高止まりしている(図表 5-6)。製造業 PMI における企業の「原材料調達価格」の判断が高水準で推移していることや、生産者物価の大幅上昇に比して消費者物価の伸びが緩やかとなっており、企業が価格転嫁できずにコスト負担を余儀なくされていることがうかがわれる(図表 5-8)。

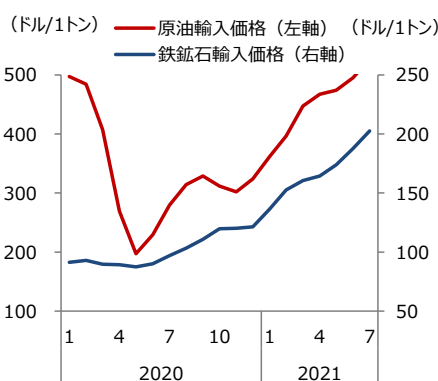
こうした原材料調達価格の上昇を背景に、インフラ投資が厳しい局面を迎えている。6月の固定資産投資は年初来累計で前年比+12.6%となった。好調な輸出を背景に製造業投資が同+19.2%と高い伸びを維持するも、インフラ投資が同+7.2%と減速した(図表 5-9)。国際商品市況の高まりから国内でも原材料価格が高騰しており、インフラ投資に悪影響をもたらしている可能性がある。今後、地方政府がインフラ関連事業などを目的とする専項債券の発行を積み増すことでインフラ投資は底堅く推移するも、20年にみられたような拡大傾向を辿ることは期待できないだろう。また、供給制約の影響から企業負担が増すなかで、製造業投資も緩やかに減速するとみる。さらに、21年1月に銀行の住宅ローンや不動産企業への融資に対する総量規制を設定した影響が徐々に顕在化することで不動産投資が抑制され、今後、中国経済の下振れ要因となる恐れがある。

図表 5-4 輸出入動向



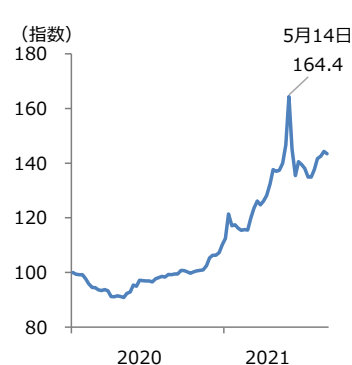
注:後方3カ月移動平均。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-5 原油・鉄鉱石輸入価格



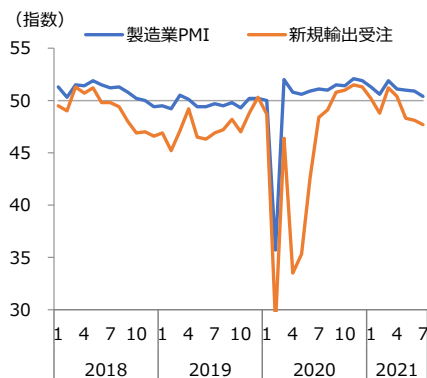
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-6 国内鉄鋼製品価格指数



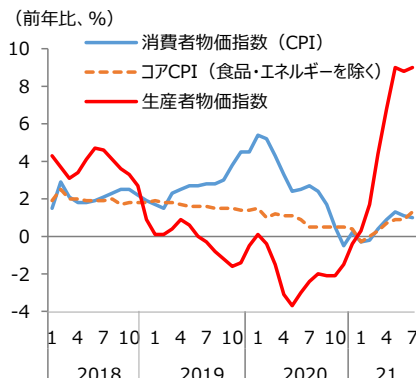
注:直近は21年8月6日。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-7 製造業 PMI



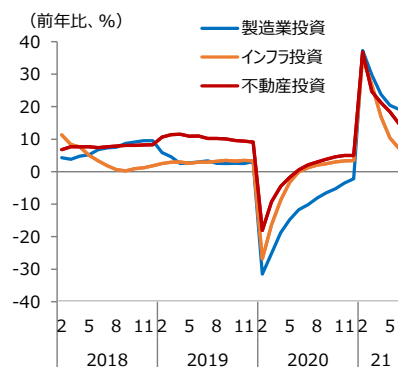
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-8 物価指数



出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-9 セクター別固定資産投資 (年初来累計値)



出所:Windより三菱総合研究所作成

デジタル化関連品目を中心とした好調な輸出は一服、外需の追い風は徐々に弱まる

輸出は拡大が続いている。4-6月の輸出額は前年同期比+30.4%の増加となり、1-3月同+48.8%からやや鈍化したものの引き続き好調だ(図表 5-4)。国・地域別で見ると、1-3月に同+74.8%と高い伸びだった米国向けが4-6月には同+22.7%と伸びが一服した。EU向けも1-3月同+56.7%から4-6月同+21.0%へと増加幅が縮小するも、ASEAN 向けが同+38.5%と増加ペースが加速した。品目別にみると、世界的なりモートワークの拡大を支える電気製品・部品などの輸出が4-6月は前年同期比+6.3%ポイント、輸出増に寄与した。しかし、こうした特需は年後半にかけて一服するだろう。米国で経済活動の正常化が進み、サービス消費が回復に向かうなか、電気製品などの特需は剥落し、中国から米国向けの財輸出は徐々に減速すると見込む。6月の製造業 PMI の「新規輸出受注」は48.1と、拡大・縮小の分かれ目となる50を2カ月連続で下回っており、外需の追い風は徐々に弱まるだろう(図表 5-7)。

マネーサプライの伸び率は縮小、今後のグローバル金融市場へのリスク材料にも

中国における供給制約の問題は、原材料調達分野以外からも生じている。米中対立の影響などから半導体不足の問題が長期化していることから、自動車生産は5月前年比▲2.6%と6月同▲11.8%、7月同▲17.9%と3カ月連続で落ち込みをみせている(図表5-10)。また、電力消費量、鉄道貨物輸送量、銀行融資残高の3指標から算出され、中国の景気動向を測るうえで重視される「李克強指数」は6月に4カ月連続で低下した(図表5-11)。特に、鉄道貨物輸送量の落ち込みが顕著となっており、6月は前年比+0.2%と前年とほぼ同水準の輸送量にとどまっている。金融面についても、中国経済に流通するマネー総量(マネーストック、M2)の伸びは21年に入って既に縮小傾向にある(図表5-12)。こうしたなか、中国人民銀行は7月に約1年ぶりに預金準備率を0.5%引き下げた。原材料調達価格の上昇に苦しむ中小零細企業向け融資の拡大を狙うなど軌道修正を図っている状況だ。中国経済の減速は同国への輸出減などを通じて世界経済、ならびに国際金融市場に大きな影響を与えることになる。中国のマネー総量の動向は1年程度のタイムラグを置いて米国株式市場へ波及する傾向があり、今後の国際金融市場へのリスク材料にもなりうるため、注意を要する。

図表 5-10 自動車生産



出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-11 李克強指数



注:電力消費量、鉄道貨物輸送量、銀行融資残高の3指標から算出。
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 5-12 マネー総量(M2)



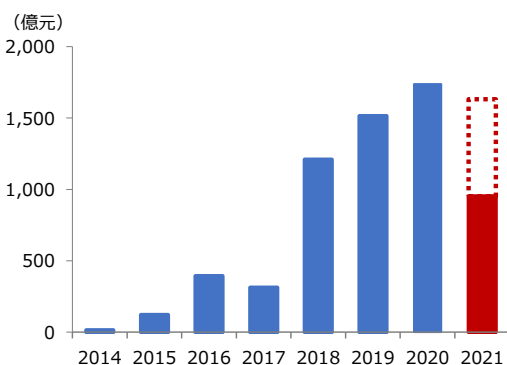
注:中国マネー総量は、1年前の値を表示。直近は、中国マネー総量6月、NYダウ工業株7月末。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

製造業、卸小売業で目立つ社債のデフォルト、その連鎖的波及が懸念材料

以上のように、国際商品市況の高騰など供給制約の影響から企業負担が増すなかで、インフラ投資、設備投資は今後やや鈍化すると予想する。しかし、専項債券などによる地方政府によるインフラ投資、5Gネットワークの整備・活用といった「新型インフラ」分野での設備投資など、政策支援による投資拡大は引き続き期待できよう。民間消費が緩やかなペースで回復することを想定し、21年の実質GDP成長率を前年比+8.5%、22年を同+5.5%になると見込む。

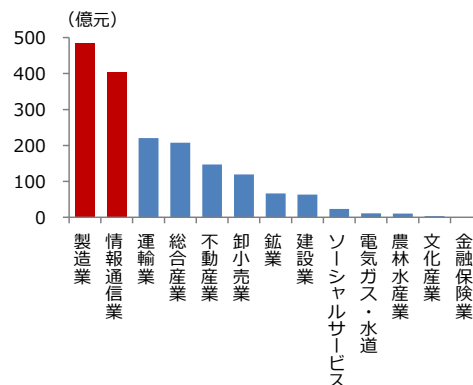
中国経済のリスクとしては、国内の債務拡大に伴う信用収縮が挙げられる。中国の国有企業および民間企業が発行した社債のうち、21年6月までに債務不履行となった銘柄件数は77件、金額は762億元に上り、過去最高額となった20年と同程度のペースで頻発している(図表5-13)。特に、一般的にはコロナ危機の影響が小さい製造業、情報通信業でデフォルトが目立っており、過剰債務の不良債権化が懸念される(図表5-14)。仮にデフォルトが連鎖的に波及する事態となれば、信用収縮により金融危機を招く恐れもある。

図表 5-13 企業の社債デフォルト



注:21年は、7月末時点。点線は21年通年での予測。
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-14 産業別の企業の社債デフォルト



注:20年1月から21年7月までの累計。
出所:Windより三菱総合研究所作成