

# 中国経済展望

2021年3月



調査部 マクロ経済研究センター

<https://www.jri.co.jp/report/medium/china/>

- ◆本資料は2021年2月26日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。
- ◆照会先： 関辰一 (Tel: 080-4618-0167 Mail: seki.shinichi@jri.co.jp)

- ◆日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」は下記urlから登録できます(右側QRコードからもアクセスできます)。新着レポートの概要のほか、最新の経済指標・イベントなどに対するコメントや研究員のコラムなどを随時お届け致します。  
<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>



本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

# 足許で成長ペースが鈍化

## ◆景気は回復

中国経済は総じて回復基調が継続。固定資産投資は積極的な経済対策を受けて急回復。そのうち、国有企業の設備投資や不動産開発投資には過熱感。外需の拡大も顕著。一方で、個人消費は活動制限により回復に遅れ。

## ◆マイルドなペースの成長へ

今後を展望すると、活動制限の強化が景気の下押し圧力となる見通し。本年入り後、新型コロナの新規感染者が増加したため、政府は省・市・自治区を跨ぐ移動を中心に活動制限を再度実施。春節には外出の自粛を呼び掛け。その結果、足許で成長ペースが鈍化。

ただし、政府による消費刺激策がこうした活動制限による景気下押し圧力のある程度相殺する見込み。実際、地方政府が商品券や観光地の入場券を広く配布したこと、各省・市・自治区の域内の活動制限は限定的であったことなどから春節休暇の消費は大幅減少を回避。

他方、国有企業の設備投資は、政府の抑制姿勢を反映して過剰設備・過剰債務が問題となっている分野を中心にスローダウンする公算大。すでに、国有企業の社債発行を通じた資金調達が増勢が鈍化。不動産開発投資も政府の抑制策を受けて減速へ。

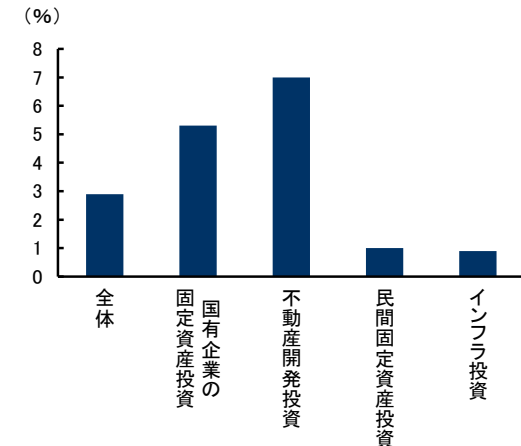
消費と投資のバランスを考慮した政策誘導により、中国経済はマイルドなペースで成長を続ける見込み。2021年通年では、前年の水準が低いいため、その反動でやや上振れ、+8.0%成長になる見通し。22年は、政府の投資抑制スタンスを受けて、+5.1%成長へ減速すると予測。

## 固定資産投資と輸出(季調値)



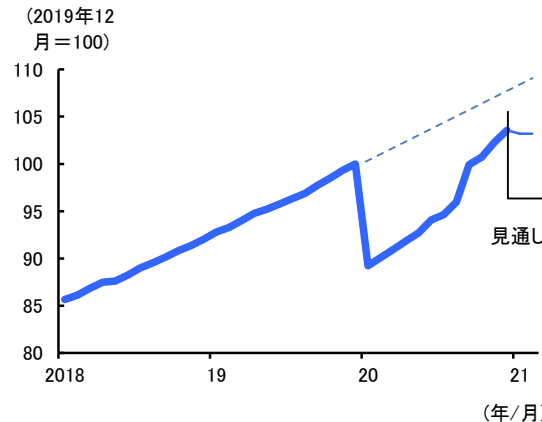
(資料) 国家統計局「全国固定資産投資」、海関総署「貿易統計」を基に日本総研作成  
(注) 固定資産投資は政府公表の季調値前月比から作成。

## 固定資産投資(2020年、前年比)



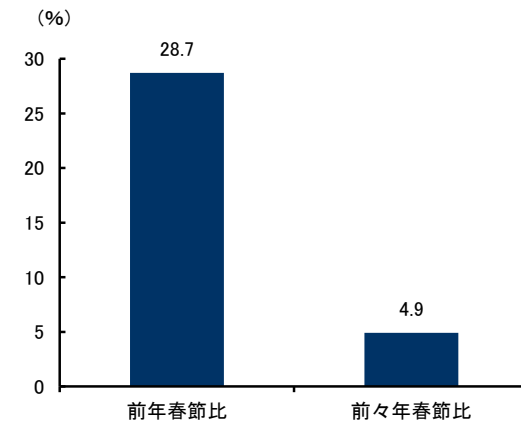
(資料) 国家統計局「全国固定資産投資」「全国房地產開発投資和銷售情況」

## 小売売上高(季調値)



(資料) 国家統計局「社会消费品零售総額」を基に日本総研作成  
(注) 実績値は、政府公表の季調値前月比から作成。  
2021年1~2月の見通しは、春節の小売売上高から試算。

## 春節休暇の小売売上高(2021年)



(資料) 商務部「春節全国重点零售和餐飲企業實現銷售額」

# 輸出は堅調に拡大

## ◆輸出は拡大

輸出は拡大傾向が続き、足許は新型コロナ前を大きく上回る水準へ拡大。地域別にみると、アジア・新興国向けが一段と増加。米国向けもトランプ政権が関税を引き上げる前の水準へ回復。EU向けも緩やかに回復。品目別にみると、コンピュータ（含む部品）は過去最高水準へ急増。マスクを含む繊維・玩具類、携帯電話も高水準。

主要国の景気回復の足取りに鈍さはあるものの、テレワークや5G需要の広がりを受けて、輸出は当面回復傾向が続く見通し。

## ◆輸入も拡大

国内需要の回復により、輸入も拡大。地域別にみると、NIEsやASEANからの輸入拡大が顕著。日欧米からの輸入も急回復。当面、高めの経済成長によって、輸入は高水準を維持する見通し。

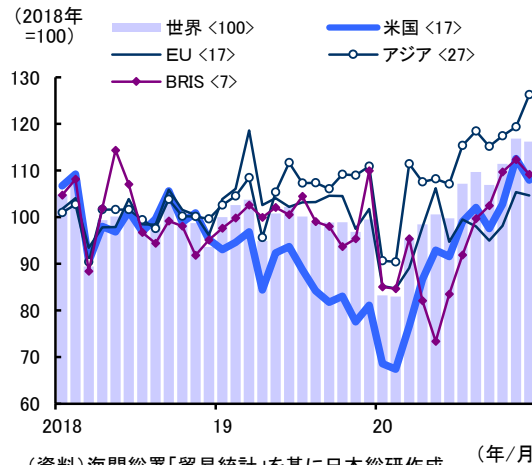
## ◆対中直接投資は二極化

中国の景気回復や元高観測の強まりなどを背景に、2020年の対中直接投資（除く金融業、米ドルベース）は前年同期比+4.5%増加。

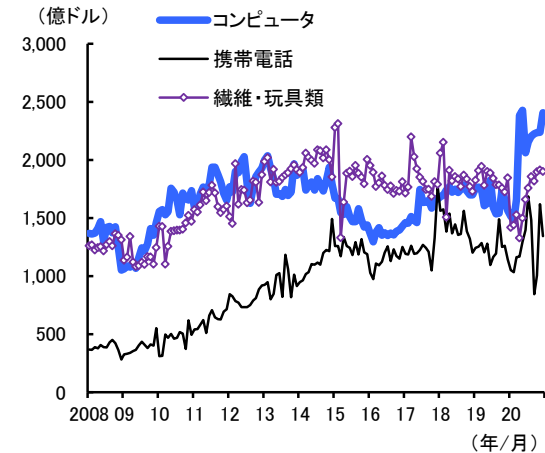
ただし、内訳をみると二極化の動き。サービス業は同+12.1%と着実に増加。外資企業は、拡大する中国市場におけるシェアを高めるため、サービス業への投資を拡大。中国政府による外資投資規制の緩和やハイテク分野の優遇策も追い風に。

一方、製造業が9割を占めるその他は、同▲15.4%と大幅に減少。外資企業は、人件費の上昇、米中対立の激化、コロナ禍によるサプライチェーンの見直しなどを受けて、製造業への投資を抑制。

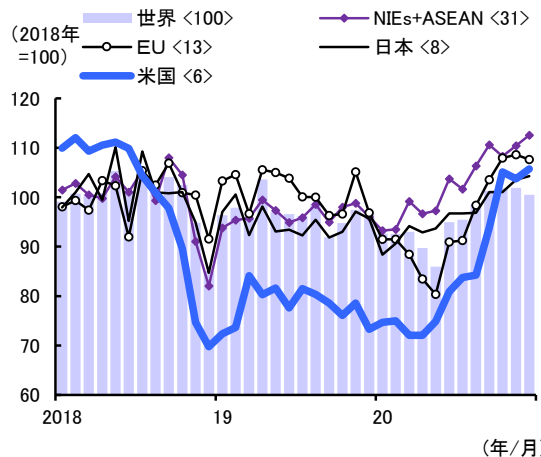
### 地域別輸出額(季調値、米ドルベース)



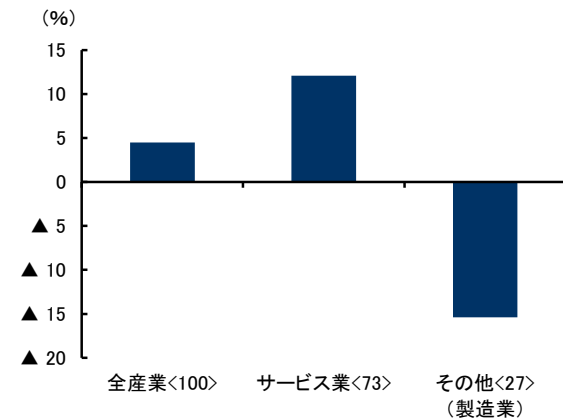
### 主要品目の輸出額(季調値年率)



### 地域別輸入額(季調値、米ドルベース)



### 対中直接投資(2020年、前年比)



# 消費刺激策が下支えとなり個人消費に底堅さ

## ◆小売売上高は回復傾向

2020年12月の小売売上高は、前年同月比+4.6%と4カ月連続のプラス。もっとも、新型コロナ前は前年同月比+8%前後のペースで増加していたことを踏まえれば、新型コロナの影響は残存。感染再拡大を回避するための活動制限が、外食を中心とした個人消費の足枷に。

今後を展望すると、活動制限が引き続き足枷となるものの、消費刺激策が下支えとなり、個人消費は底堅く回復する見込み。

実際、本年の春節休暇の小売売上高は、地方政府による商品券の配布などを受けて、前年春節比+28.7%、前々年春節比+4.9%と好調。この状況を踏まえると、1~2月の小売売上高は、前年同期比+25%程度の増加となる見通し。なお、季節調整値で見ると、これは昨年末頃から横ばいの水準。

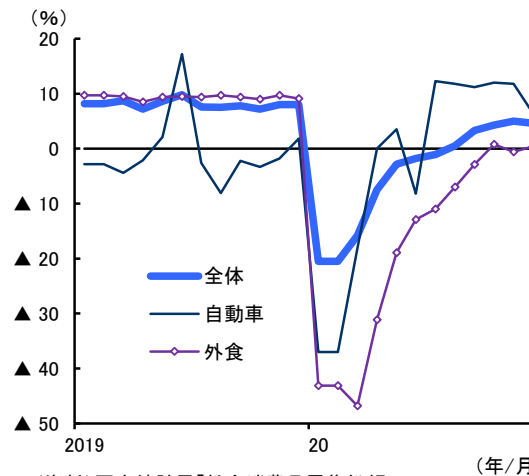
地方政府のみならず、中国政府も本年1月、農村部における自動車や家電、家具の購入補助金を拡充すると発表。

## ◆雇用・所得環境は順調に改善

雇用・所得環境が順調に改善していることも個人消費の安心材料。コロナ禍からの早期回復を目指すという政府の意向を受け、2020年3月頃から各地で操業再開率の引き上げ競争が激化。その結果、失業率は早くも同月から低下に転じ、12月には新型コロナ流行前と同等の水準に復帰。

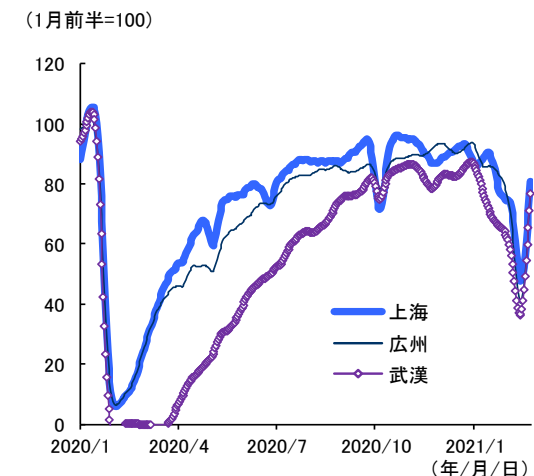
雇用見通しDIが良し悪しの目安となる「50」を上回るなど、先行きの雇用環境も良好との見方が多い。名目可処分所得も2020年春頃から回復に転じ、10~12月期には前年同期比+7.1%増まで回復。

## 小売売上高(前年比)



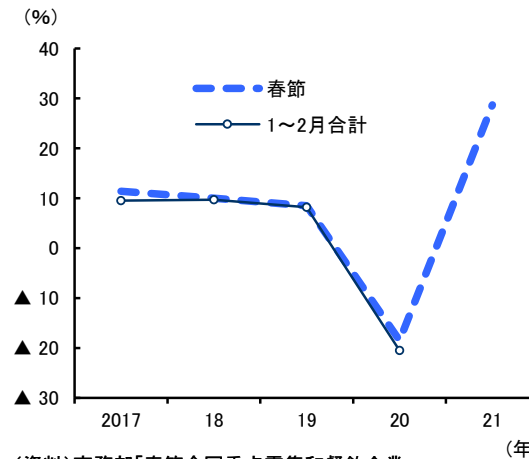
(資料) 国家统计局「社会消费品零售总额」  
(注) 1月と2月は1~2月の合計。

## 地下鉄乗客数(HPフィルター)



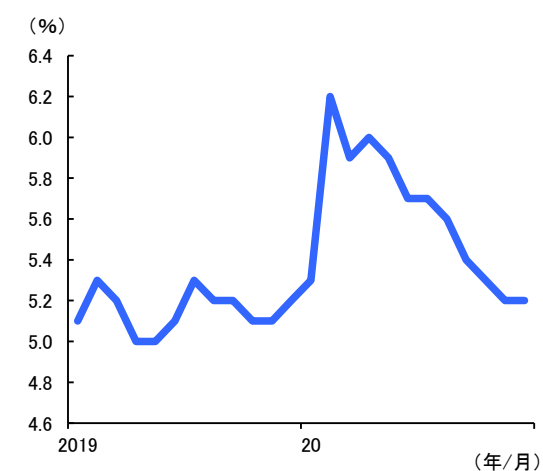
(資料) Wind Database「地鉄運客量」を基に日本総研作成

## 小売売上高(前年比)



(資料) 商務部「春節全国重点零售和餐飲企業實現銷售額」、国家统计局「社会消费品零售总额」を基に日本総研作成

## 失業率



(資料) 国家统计局「都市調査失業率」

# 政府は投資抑制スタンスへ

## ◆固定資産投資は拡大

2020年の固定資産投資は前年比+2.9%拡大。とりわけ、国有企業は、昨年1～3月期のマイナス成長から早期回復を目指すという政府の意向を受けて、固定資産投資を急ピッチで拡大。産業補助金や減税、金融緩和も下支えとなり、情報通信業や新エネルギーといったハイテク分野に加え、鉄鋼など過剰設備・過剰債務問題を抱える分野の投資も拡大。

民間固定資産投資も設備稼働率の上昇などから持ち直し。

## ◆デレバレッジ政策へ舵を戻す政府

昨年、国有企業の社債の債務不履行が大幅増加。10月以降、高位の格付けを得ていた社債の債務不履行が複数発生。

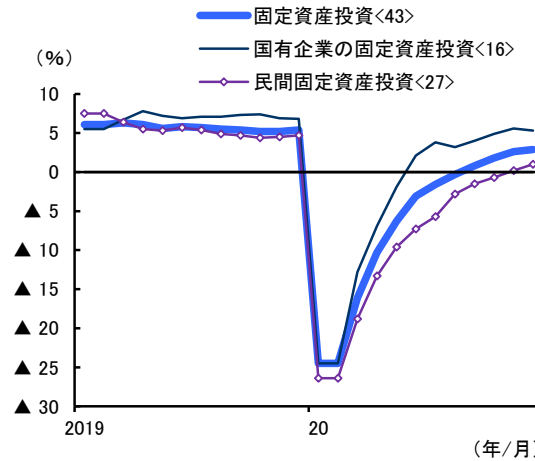
この背景には、政府が過剰債務を抱える国有企業に対する資金繰り支援を縮小したことが指摘可能。景気や企業収益が改善するなか、政府はコロナ禍で中断していたデレバレッジ（債務圧縮）政策へと再び舵を切ったと判断可能。

この結果、社債発行を通じた資金調達の増勢は鈍化。社債のデフォルト率は依然として低いため、システミックリスクに至る可能性は低いものの、国有企業の資金調達コストは上昇。先行き、過剰設備・過剰債務が問題となっている分野を中心に、国有企業の固定資産投資はスローダウンする見込み。

## ◆不動産開発投資の増勢も鈍化へ

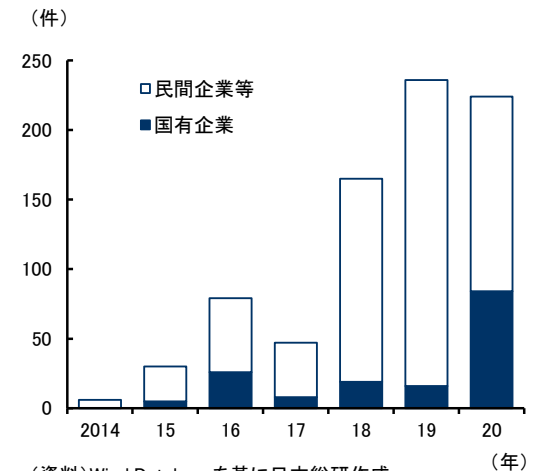
不動産開発投資も足許は好調ながら、住宅需要抑制策などを受けて、先行き増勢が鈍化する見通し。

### 固定資産投資（年初来累計、前年比）



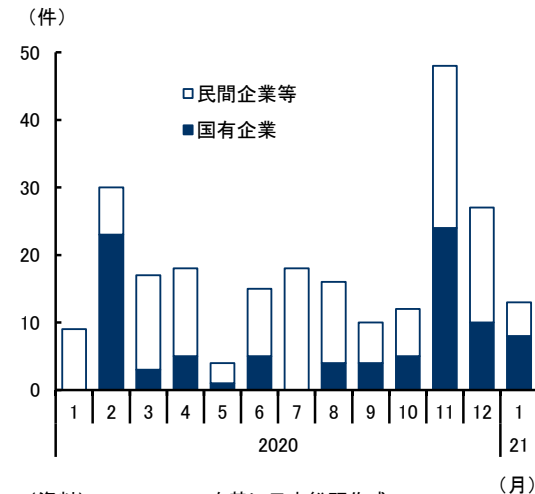
(資料) 国家统计局「全国固定資産投資」  
(注) <>はGDPに占めるシェア

### 社債のデフォルト件数



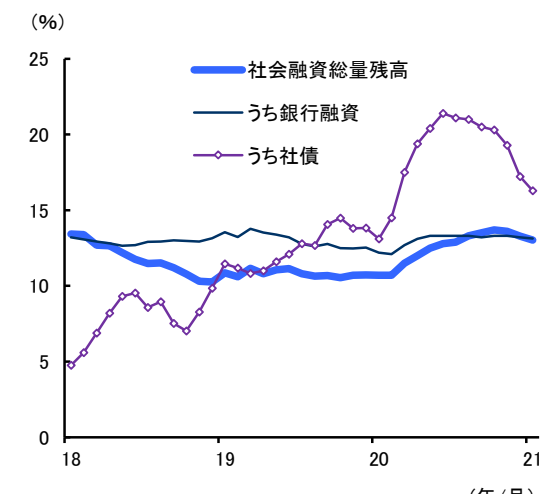
(資料) Wind Databaseを基に日本総研作成  
(注) 2013年以前はゼロ件。

### 社債のデフォルト件数（月次）



(資料) Wind Databaseを基に日本総研作成

### 社会融資総量残高（前年比）



(資料) 中国人民銀行「社会融資規模存量統計」



# 不動産価格や株価は一段と上昇

## ◆物価上昇率は低水準

1月のCPI上昇率は前年同月比▲0.3%と2カ月ぶりの前年割れ。昨年の春節休暇は1月24～30日であったため、1月に航空券等の需要が盛り上がり、価格が大きく上昇。本年は、春節休暇が2月11～17日であったため、1月の非食料品の需要と価格は前年同月に比べて低水準。

加えて、供給拡大によって豚肉価格が下落に転じたこともCPI上昇率の大きな押し下げ要因に。インターネットショッピングの普及を主因に、食料・エネルギーを除く総合CPI上昇率（いわゆる米国型コア）も低下傾向。

1月のPPI上昇率は同+0.3%と1年ぶりのプラス。国際商品価格の上昇などにより、生産財価格が上昇。他方、インターネットショッピングの普及などにより、消費財価格は前年割れが継続。

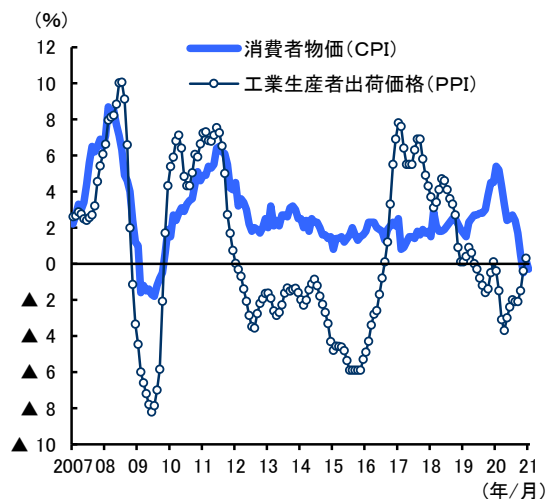
## ◆不動産価格は上昇

1月の主要70都市のうち価格が上昇した都市数は53へ増加。政府は昨年夏頃から住宅購入規制を厳格化したものの、家計の住宅投資意欲は景気回復や低金利により依然として強い状況。もともと、足許で政府は住宅ローン規制を強化。上海や広州、深センでは、住宅ローン業務を停止する銀行も。先行き、住宅需要が抑制され、住宅価格の上昇ペースは鈍化する見通し。

## ◆株価も上昇

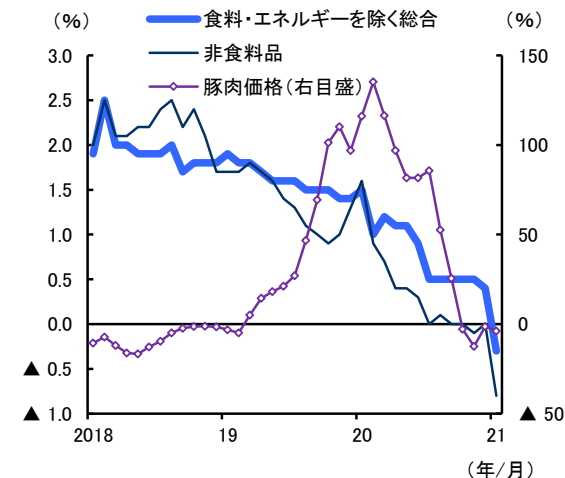
上海総株価指数は世界的な株高の流れを受けて一段と上昇。今後は、中国政府の投資抑制スタンスなどを受けて、上昇ペースが鈍化する見通し。

CPIとPPI(前年比)



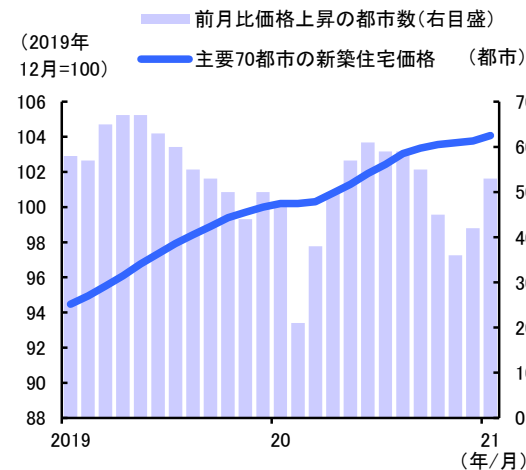
(資料) 国家統計局「居民消費价格」「工業生産者出荷价格」

費目別CPI(前年比)



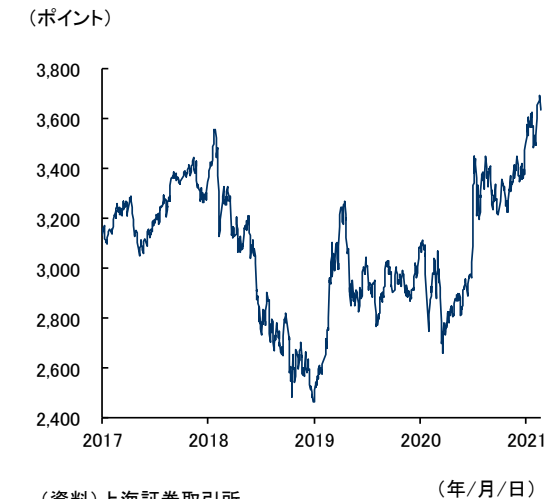
(資料) 国家統計局「居民消費价格」を基に日本総研作成

住宅価格と価格上昇都市数



(資料) 国家統計局「全国房地產開發投資和銷售情況」、Thomson Reutersを基に日本総研作成

上海総合株価指数



(資料) 上海証券取引所