

# 中国経済展望

2021年10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9月28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/>

<メルマガ>



<Twitter>



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。本資料の情報に基づき起因してご閲覧者様及び第三者に損害が発生したとしても執筆者、執筆にあたっての取材先及び弊社は一切責任を負わないものとします。

# 景気は足許にかけてペースダウンしたものの、今後は再加速へ

## ◆経済活動はペースダウン

夏場にかけて中国の経済活動は、以下の3点を背景にペースダウン。第1は、コロナの感染封じ込めに向けた活動制限の強化。個人消費は、人出の減少により横ばい状態。第2は、政府の投資抑制策。政府は、過剰投資を警戒して、インフラ投資や国有企業の固定資産投資、不動産開発投資を抑制。この結果、鉄鋼生産は減少。第3は、半導体不足による供給制約。東南アジアの半導体生産がコロナの感染拡大で減少したため、国内の自動車生産が減少。

7～9月期の実質GDPは前期比年率3%台へ鈍化すると予想（4～6月期は同+5.3%）。

## ◆今後は再加速へ

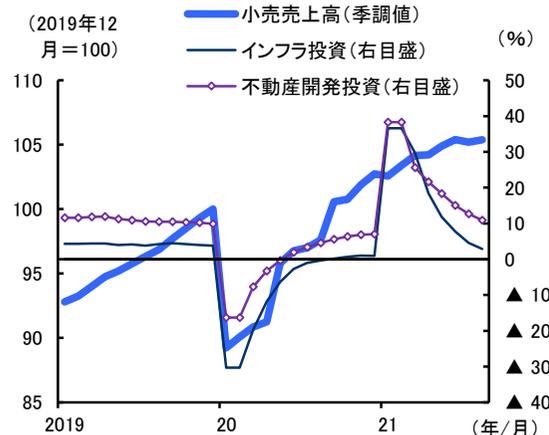
先行きを展望すると、政府が活動制限と投資抑制策を緩和したことで、経済活動は持ち直す見通し。10～12月期の実質GDPは、前期比年率8%台へ加速すると予測。

まず、個人消費は、活動制限の緩和、リベンジ消費の顕在化、雇用・所得環境の改善により加速する見込み。また、インフラ投資や国有企業の固定資産投資は再拡大へ。内外需の不透明感が強まるなか、政府は投資拡大に向け地方債の発行や国有企業の社債発行を再び促進する公算大。一方で、輸出は情報通信機器需要の一巡などにより伸び悩む見通し。

2021年の実質成長率は+8.4%と、前年の反動で高めの伸び、22年は潜在成長率並みの+5.4%となる見込み。

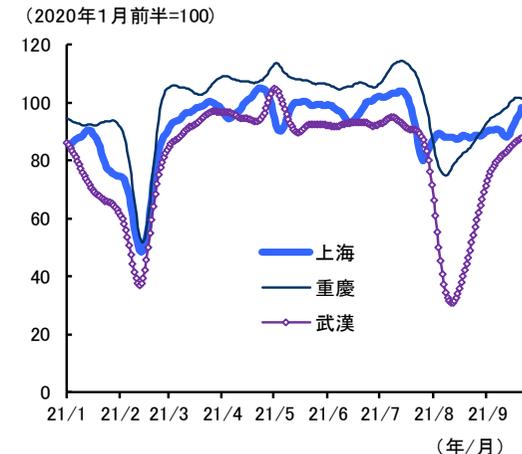
なお、大手不動産企業・恒大集団が資金繰り難から経営危機に直面。不動産への警戒感が強まるものの、価格急落リスクは小。

## 小売売上高、インフラ投資、不動産開発投資



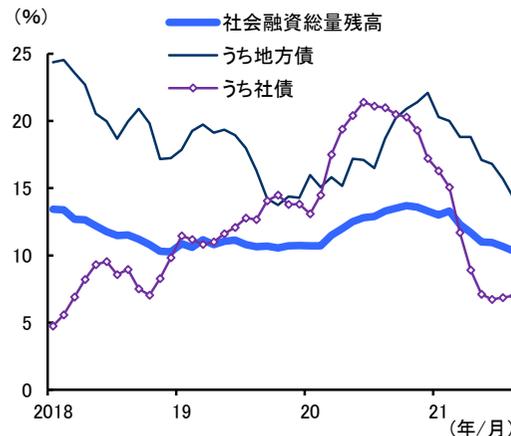
(資料) 国家统计局「社会消费品零售总额」「全国固定资产投资」「全国房地产开发投资和销售情况」  
(注) インフラ投資と不動産開発投資は年初来累計前年比の値。

## 地下鉄乗客数(HPフィルター)



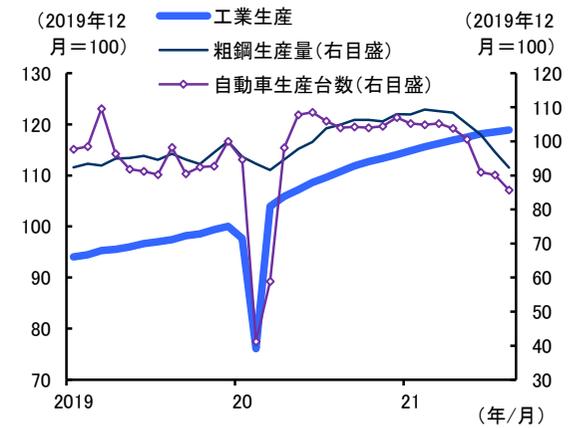
(資料) Wind Database「地铁运客量」を基に日本総研作成

## 社会融資総量(前年比)



(資料) 中国人民銀行「社会融資規模存量統計」

## 工業生産、粗鋼と自動車の生産量(季調値)



(資料) 国家统计局「规模以上工业增加值」を基に日本総研作成  
(注) 自動車生産台数と粗鋼生産量は原系列から独自に試算。

# 輸出は伸び悩みへ

## ◆輸出に頭打ち感

本年入り後、輸出の増勢は鈍化。地域別にみると、米国向けがいち早く頭打ちに。EU向けや新興国向けの増勢も鈍化。

この背景として、世界におけるテレワークやオンライン教育の普及が一服し、情報通信機器需要が一巡しつつあることが指摘可能。コンピュータの輸出は横ばい圏内で推移しており、携帯電話は減少。マスクなどの医療用品も頭打ち。

当面、情報通信機器や医療用品の需要の一巡を受けて、輸出は伸び悩み見通し。

## ◆輸入はやや減速

輸入の増勢も、経済活動のペースダウンや東南アジア製造業の停滞によりやや鈍化。米国からの輸入は、原材料を中心に減少。EUや日本からの輸入は、資本財を中心に増勢がやや鈍化。NIEsやASEANからの輸入は、輸送機械（含む部品）を中心に鈍化。

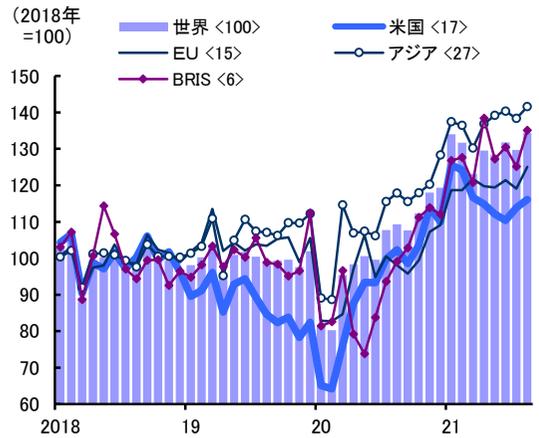
今後を展望すると、輸入は活動制限の緩和やインフラ投資の持ち直しなどを背景に再拡大する見通し。

## ◆対中・対外直接投資は増加

1～8月の対中直接投資は、前年同期比+22.3%の増加。内訳をみると、サービス業が、卸小売業を中心に大幅増加。製造業・その他も昨年の減少から増加へ転換。今後も、中国の市場規模の大きさや中間層の拡大を受けて、外資企業は中国事業を拡大するための投資を増やす見通し。

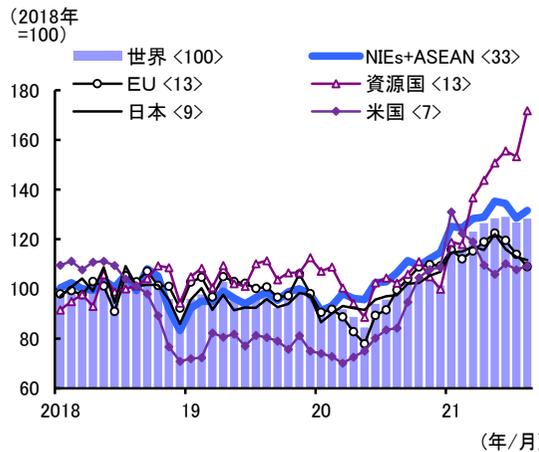
対外直接投資は、新興国向けを中心に増加。先行きも、新興国の旺盛なインフラ需要を背景に拡大を続ける見通し。

## 地域別輸出額(季調値、ドル建て)



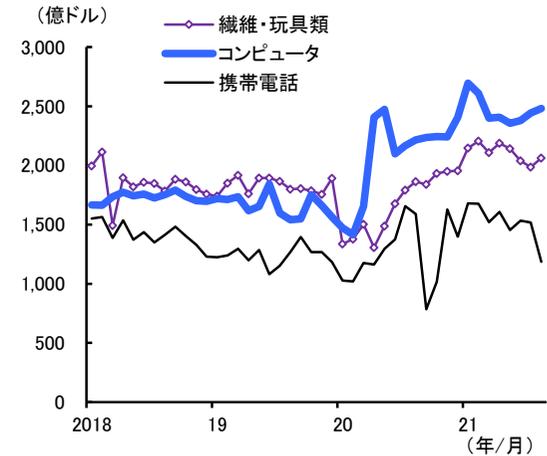
(資料)海関総署「貿易統計」を基に日本総研作成 (年/月)  
(注1)<>は2020年のシェア。  
(注2)BRISはブラジル、ロシア、インド、南アフリカ。

## 地域別輸入額(季調値、ドル建て)



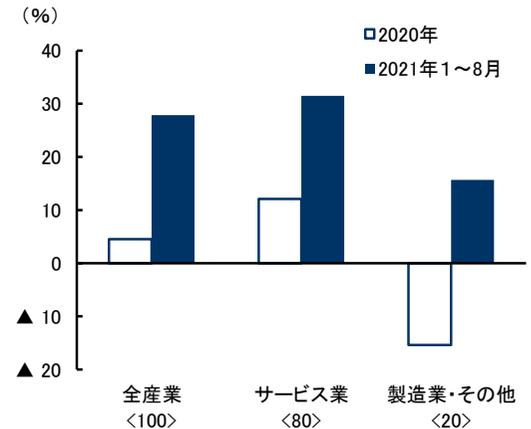
(資料)海関総署「貿易統計」を基に日本総研作成  
(注1)<>は2020年のシェア。  
(注2)資源国はオーストラリア、ブラジル、ロシア、南アフリカ。

## 品目別輸出額(季調値年率)



(資料)海関総署「貿易統計」を基に日本総研が季節調整

## 対中直接投資(前年比)



(資料)商務部「全国吸収外資状況」を基に日本総研作成  
(注)除く金融業、米ドルベース、<>内は2020年のシェア。

# 個人消費は再拡大へ

## ◆小売売上高は一時的に下振れ

足許の小売売上高は、横ばい圏内で推移。内訳をみると、外食が前年割れとなるなど、サービス消費を中心に下振れ。

この背景として、政府がコロナの感染封じ込めに向けて活動制限を強化したことが指摘可能。この結果、8月は多くの都市で人出が減少。

今後を展望すると、個人消費は以下の3点を背景に、増勢が加速する見通し。第1は、活動制限の緩和。コロナ感染は総じて抑制されてきたため、活動制限は徐々に緩和されつつある状況。

第2は、リベンジ消費の本格化。2020年以降、旅行などの消費が活動制限で抑制されたほか、金融資産投資が銀行理商品の規制強化などによって抑制されたため、家計の貯蓄は預金を中心に積み上がり。

第3は、雇用・所得環境の改善。失業率が大きく低下したほか、出稼ぎ労働者数は過去最高を更新。所得もコロナ前の増勢に復帰。

## ◆自動車販売は減少

8月の自動車販売台数は供給制約で年率換算2,200万台へ減少したものの、需要は旺盛。車載半導体の不足が解消するにつれ、自動車販売は回復に向かう見込み。

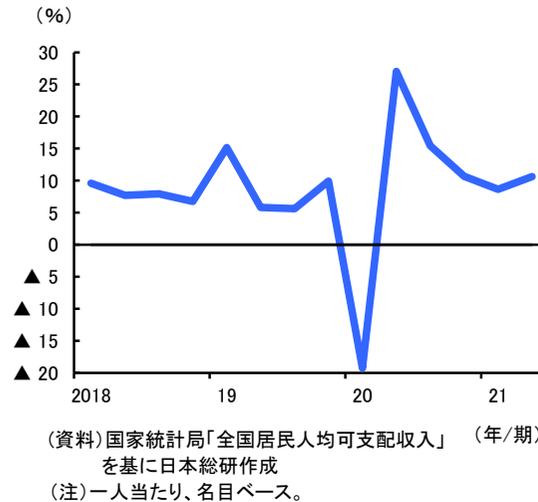
## ◆住宅販売は減少

分譲住宅販売床面積は減少。政府が、住宅ローンの総量規制や住宅購入規制など一連の不動産市場に対する過熱抑制策を講じたため。今後を展望すると、政府が住宅需要抑制策を緩めることで住宅販売は底入れする見通し。

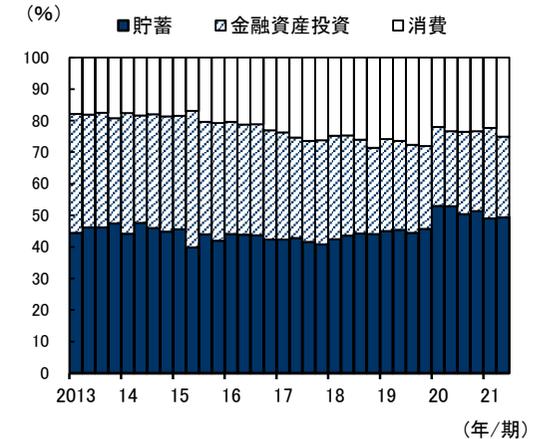
## 小売売上高



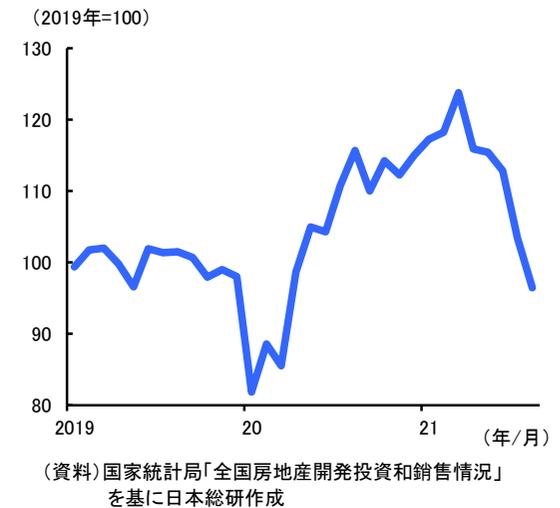
## 可処分所得(季調値、前期比年率)



## 家計の消費・貯蓄・投資意欲



## 分譲住宅販売床面積(季調値)



# インフラ投資や国有企業の固定資産投資は持ち直しへ

## ◆固定資産投資の増勢は鈍化

1～8月の固定資産投資は前年同期比+8.9%へ鈍化。資本財輸入にも頭打ち感。政府が、過剰投資を警戒して、昨年後半から投資抑制策を講じてきたため。

内訳をみると、インフラ投資は急失速。とりわけ、鉄道は前年割れに。主因は、政府がインフラ投資の財源となる地方債の発行を抑制したこと。地方政府の隠れ債務拡大を防ぐために、銀行理财产品などのスキームを通じた地方政府向け融資（いわゆるシャドーバンキング）の抑制を強化したことも一因。

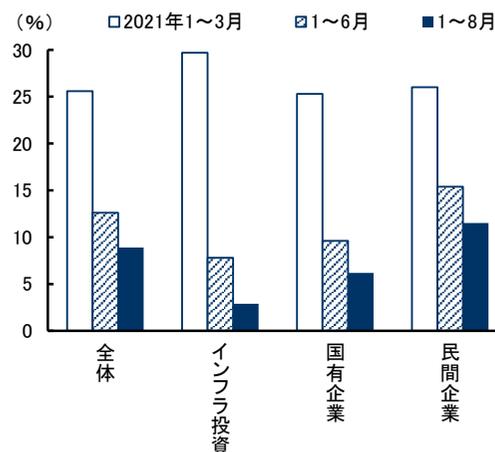
国有企業の固定資産投資も鈍化。政府が国有企業の社債デフォルトを容認したことを受けて、国有企業の社債発行を通じた資金調達が低調となったほか、銀行融資の増勢も鈍化。不動産開発投資も鈍化。この背景として、昨年夏から不動産企業の資金調達条件が厳格化されたこと、足許で住宅需要が減少していることが指摘可能。

民間固定資産投資はややスローダウン。民間企業の資金調達環境は、依然として緩和的であり、稼働率や利益率は高水準を維持しているものの、内外需の先行き不透明感の強まりが下押し要因に。

## ◆先行きは持ち直しへ

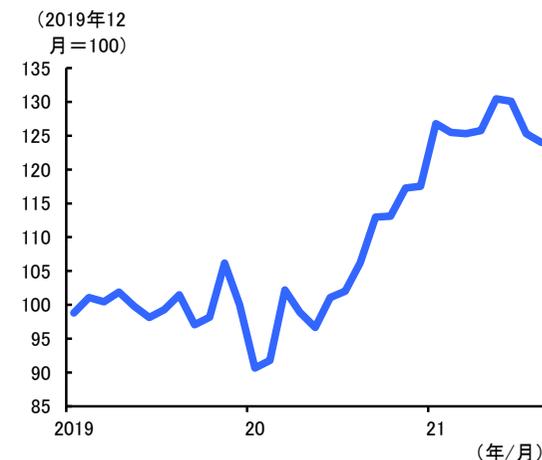
今後、インフラ投資と国有企業の固定資産投資は持ち直しに転じる見通し。投資の過熱感が相応に抑えられてきたことにより、追加の投資抑制策が打ち出される可能性は小。むしろ、政府は景気の先行き不透明感を和らげるために、地方政府や国有企業の投資を促進して、ファインチューニングを行う公算大。

## 固定資産投資（前年比）



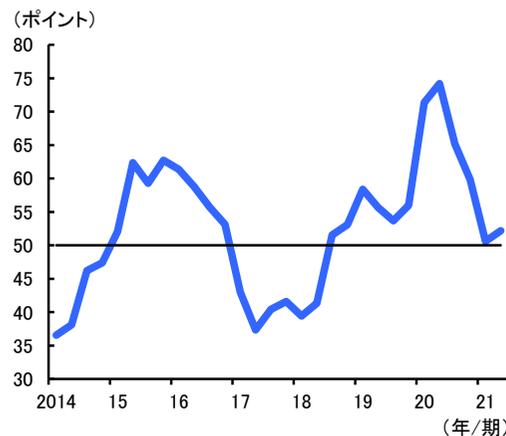
(資料) 国家统计局「全国固定資産投資」

## 機械類の輸入額（季調値、ドル建て）



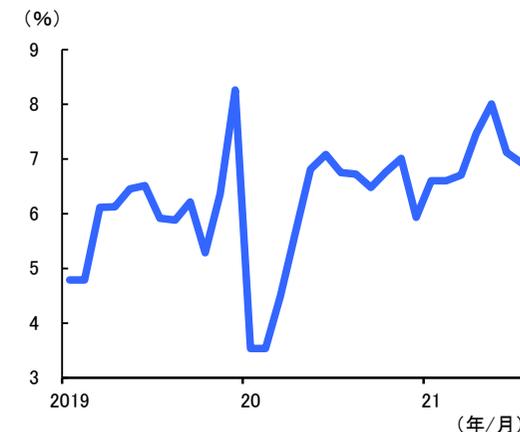
(資料) 海関総署「貿易統計」を基に日本総研作成

## 金融政策スタンスに対する評価（季調値）



(資料) 中国人民銀行「銀行家問巻調査報告」  
(注) 金融政策スタンスDIは「緩和」-「引締め」+50。調査対象は全国約3,100の銀行、日本総研が季節調整。

## 工業企業の売上高利益率



(資料) 国家统计局「工業企業経済指標」を基に日本総研作成  
(注) 売上高利益率=利潤総額/売上高。

# 不動産への警戒感が強まるものの、価格急落リスクは小

## ◆消費者物価は小幅上昇

8月のCPI上昇率は前年同月比+0.8%と小幅上昇。航空券価格に加え、ガソリン価格も大幅上昇。他方、ウエイトの大きい工業製品の上昇は限定的。

8月のPPIは同+9.5%と大幅上昇。内訳をみると、国内生産財価格が、国際商品価格の上昇を受けて高騰。もっとも、価格転嫁の動きは限定的で、消費財の価格は小幅上昇にとどまる状況。

今後、国際商品価格の騰勢鈍化、中国政府の価格統制、豚肉飼育数の増加による豚肉価格の下落などを受けて、国内物価は大幅上昇を回避する見通し。

## ◆不動産価格は上昇

8月の主要都市の新築住宅平均価格は前月比+0.2%上昇。不動産大手の恒大集団は、債務返済のために不動産在庫を大幅に値下げしているものの、以下の3点から全国の不動産価格が急落するリスクは小さいと判断。第1に、不動産セクター全体では、政府による供給抑制策を受けて、在庫過剰感は見られず。第2に、近年の不動産価格の上昇ペースは所得と同等のペースに収まっている状況。第3に、住宅需要はコロナ前の水準へ抑制されたため、先行き政府は住宅需要抑制策を緩める公算大。

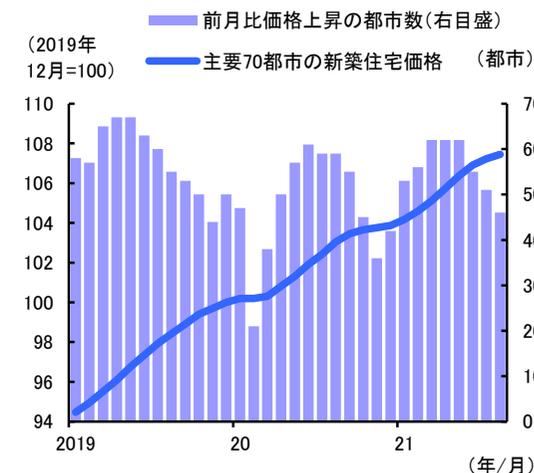
## ◆株価は上昇

上海総合指数は上昇。恒大集団の債務不履行問題による不動産業全体への影響は限定的との見方から、不動産業指数も持ち直し。今後、金融財政政策への期待などから、株価は緩やかに上昇する見通し。

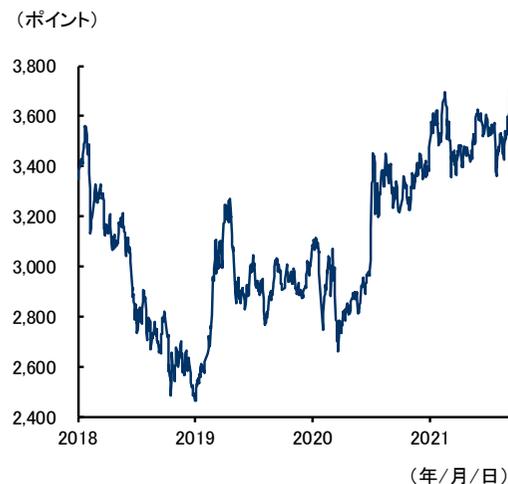
CPIとPPI(前年比)



住宅価格と価格上昇都市数



上海総合株価指数



業種別株価指数

