

2021年6月22日 全8頁

中国経済見通し：物価上昇と業績悪化

自動車販売が変調。輸出は「コロナ特需」剥落を世界需要回復が相殺

経済調査部 主席研究員 齋藤 尚登

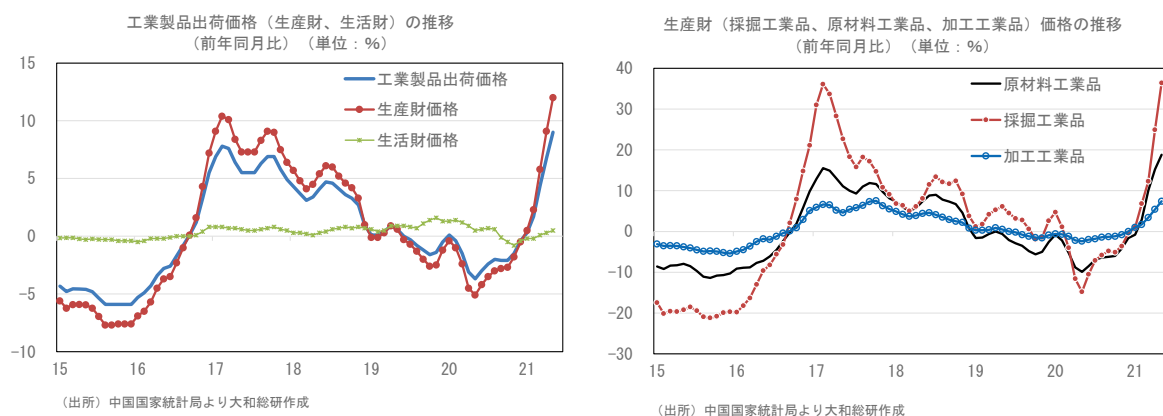
[要約]

- 中国の卸売物価が大きく上昇している。今後、生産財の川下分野、そして生活財への価格転嫁が進めば、最終的には消費者物価の大幅な上昇が懸念されるが、その可能性は低い。中国では加工工業品や生活財分野の価格競争は厳しく、消費者に近い分野ほど、価格転嫁の動きは部分的にとどまる可能性が高い。一方、価格転嫁が進まなければ、コスト増加によって企業業績は悪化を余儀なくされ、企業の業績悪化⇒所得の伸び悩み⇒消費の抑制が懸念される。この点で、中国政府による投機抑制策や国家備蓄放出などコモディティ価格抑制策が奏功するかどうか、当面の注目材料となろう。
- 中国国家统计局によると、2021年1月～5月の固定資産投資は、コロナ禍以前の2019年1月～5月との比較で、8.5%増（1月～4月の同比較は8.0%増）、同様に小売売上は8.8%増（同8.6%増）となり、内需はやや加速している。5月の輸出については、マスク・防護服など繊維品や、医療機器・器械が前年同月比で2桁の減少となるなど、これまでの好調の主因であった「コロナ特需」の剥落が輸出の足を引っ張るようになっていく。それでも輸出が3割近く伸びたのは、世界需要の回復によるところが大きい。中国経済見通しに変更はなく、2021年は前年比8.8%程度、2022年は同6.0%程度の実質成長を遂げよう。

卸売物価上昇による業績悪化に要注意

中国の卸売物価が大きく上昇している。中国国家統計局によると、工業製品出荷価格は2021年1月に前年同月比+0.3%（以下、変化率は前年同月比、前年同期比、前年比）と、1年ぶりに上昇に転じた後、上昇ペースを速め、5月は+9.0%となった。これは、2008年9月の+9.1%以来の高い伸び率である。その内訳は、生産財価格が+12.0%となった一方で、生活財（食品、衣類、日用品、耐久消費財）価格は+0.5%にとどまっており、後者はほとんど上昇していない。さらに、生産財価格の内訳を見ると、採掘工業品が+36.4%、原材料工業品は+18.8%、加工工業品は+7.4%と、川上の価格上昇が著しい。

工業製品出荷価格の推移（前年同月比）（単位：%）



品目別には、エネルギー、鉄、非鉄金属、化学工業原料・同製品などの価格が大きく上昇しているが、この背景には、世界的な需要回復に加え、投資・投機資金の流入などがある。中国政府は企業の売り惜しみなどがこうした動きに拍車をかけていると認識し、国家発展改革委員会、工業・情報化部、国有資産監督管理委員会など5部門は5月23日に、鉄鉱石、鋼材、銅、アルミニウムなどの重点企業に対して、「結託して市場価格を操作し、価格上昇を誘導する情報を捏造・拡散してはならず、商品の囲い込み・売り惜しみによって価格を押し上げてはならない」旨の指導を行った。この他、国家食糧・物資備蓄局は6月17日に、価格安定化を目的に銅、アルミニウム、亜鉛の国家備蓄を順次放出するとの公告を発表した。中国政府は市況冷却化に対する取り組みを本格化させている。

今後、生産財の川下分野、そして生活財への価格転嫁が進めば、最終的には消費者物価の大幅な上昇が懸念されるが、その可能性は低い。中国では加工工業品や生活財分野の価格競争は厳しく、消費者に近い分野ほど、価格転嫁の動きは部分的にとどまる可能性が高い。一方、価格転嫁が進まなければ、コスト増加によって製造業企業の業績は悪化を余儀なくされることになる。次頁の図表は、工業製品出荷価格指数（アウトプット）を工業生産者購入価格指数（インプット）で除した値の推移であり、工業製品全体の取引条件はここへきて大きく悪化し、業績への悪影響が懸念される。

交易条件（工業製品出荷価格指数／工業生産者購入価格指数）の推移

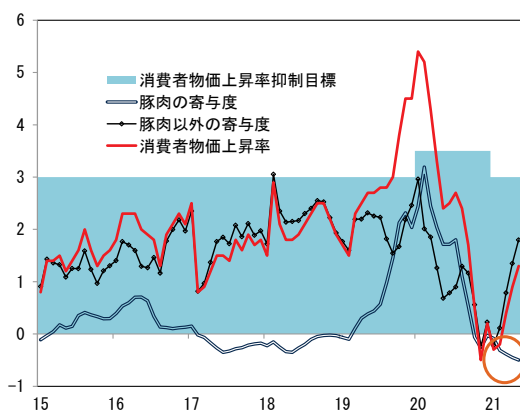


(注) 交易条件は工業製品出荷価格指数／工業生産者購入価格指数
(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

これとは別に、当面の消費者物価が上がりにくい理由には、豚肉価格が大きく下落し、物価全体を押し下げていることもある。豚肉のウエイトは消費者物価全体の2%強を占めるにすぎないが、変動幅が大きく、往々にして物価全体を左右することがある。これは主に豚肉供給量の変動によるもので、価格高騰⇒飼育頭数・供給増加⇒価格下落⇒飼育頭数・供給減少⇒価格高騰、というサイクルが繰り返されてきた。豚肉価格は2020年2月に+135.2%を記録し、これによって同月の消費者物価は3.2%pt押し上げられて、+5.2%となった。しかし、上記サイクルに加え、国家備蓄の放出や冷凍豚肉の輸入急増などもあり、豚肉価格は2020年10月に下落に転じ、2021年5月は23.8%下落した。これによって、2021年5月の消費者物価は0.5%pt押し下げられて、+1.3%となっている。

このように、消費者物価が今後大きく上昇する可能性は低い。よって、物価上昇による実質消費への悪影響は限定されよう。むしろ、企業の業績悪化⇒所得の伸び悩み⇒消費の抑制、の方が懸念される。この点で、既述した中国政府のコモディティ価格抑制策が奏功するかどうか、当面の注目材料となろう。

消費者物価上昇率と豚肉・豚肉以外の上昇率寄与度、消費者物価年間抑制目標（単位：％、%pt）



(注) 豚肉のウエイトは2.1%と固定して試算
(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

足元の内需は拡大加速

中国国家统计局によると、2021年1月～5月の固定資産投資は15.4%増、小売売上は25.7%増となり、1月～4月のそれぞれ19.9%増、29.6%増から伸び率は低下した。ただし、これはコロナ禍における中国経済の最悪期であった2020年1月～2月との比較による反動増の影響が縮小したためであり、むしろ内需はやや加速している。コロナ禍以前の2019年1月～5月との比較では固定資産投資は8.5%増（1月～4月の同比較は8.0%増）、小売売上は8.8%増（同8.6%増）であった。

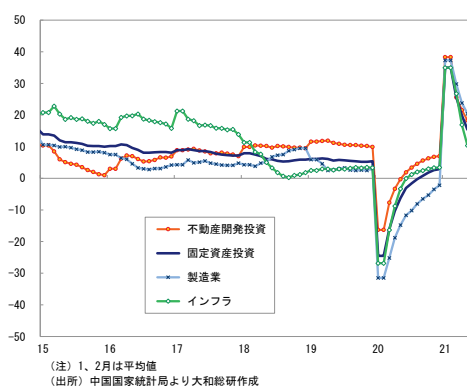
インフラ投資が大きく減速、相対的に堅調な製造業投資

2021年1月～5月の固定資産投資を分野別に見ると、不動産開発投資は18.3%増（1月～4月は21.6%増）、製造業は20.4%増（同23.8%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資が10.4%増（同16.9%増）となり、1月～4月との比較では、インフラ投資の伸び率の低下が大きくなった。3月の全人代では、インフラ投資の資金調達のひとつである地方政府特別債券発行枠が、前年の3.75兆元（74.4%増）から、2021年は3.65兆元（2.7%減）へと減額された。

一方で、2020年に前年割れとなった製造業投資は、相対的に高い伸び率を維持している。これは、前年の反動に加え、①ハイテク製造業向け投資が大きく加速していること（2020年は11.5%増、2021年1月～5月は29.9%増）、②国際商品市況の急騰を受けて、鉄や非鉄、化学原料・製品向けの投資も大きく増加していること、などが背景にある。

先行きが懸念されるのが、不動産開発投資である。不動産取引が過熱化¹したのを受けて、中国政府は冷却措置を矢継ぎ早に発表している。例えば、2021年3月26日には、中国銀行保険監督管理委員会、住宅・都市農村建設部、中国人民銀行が「経営用途の貸出が違法に不動産分野に流入することを防止することに関する通知」を出した。実務上は、貸出に関する審査や事後の調

固定資産投資（1月から累計の前年同期比、%）



¹ 2021年1月～2月の不動産販売金額は143.5%増を記録したが、コロナ禍以前の19年1月～2月比でも58.9%増と、不動産取引は過熱化した（直近2021年5月は20.1%増、19年5月比は39.5%増）。

査が強化され、例えば、運転資金の名目で借り入れた資金が不動産市場に流入していた場合、期日前の返済が求められるなどしている。この他にも、各地方政府は当該都市に戸籍のない家計の住宅購入を制限したり、条件を厳しくするなどの措置を講じている。

住宅関連統計を見ると、新規住宅着工面積は2021年1月～2月の68.5%増をピークに伸び率が圧縮され、4月、5月は前年割れとなった。上記政策により、住宅の投資・投機需要は減退するとの期待が高まったのであろう。今後ある程度のタイムラグを経て、不動産開発投資は抑制される公算が大きい。

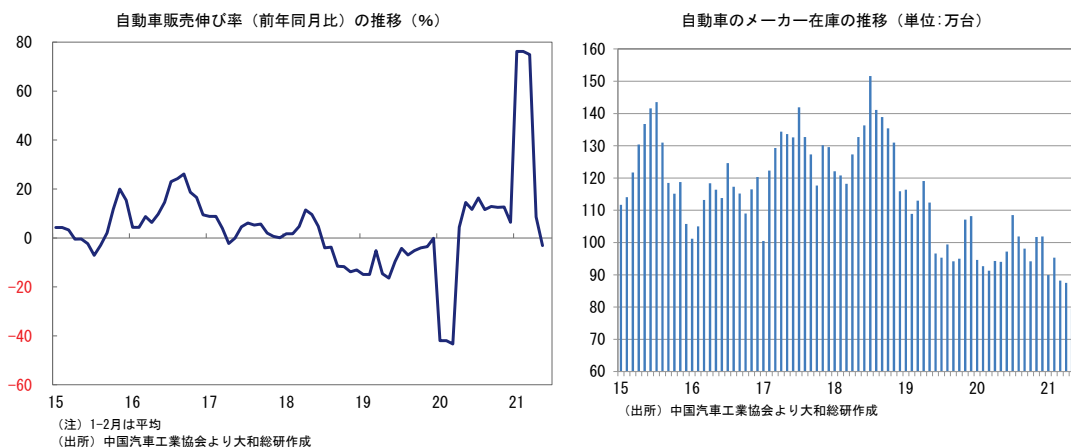
消費は回復基調だが、自動車販売は変調

2021年1月～5月の小売売上は25.7%増（1月～4月は29.6%増）、コロナ禍以前の2019年1月～5月との比較では8.8%増（1月～4月の同比較は8.6%増）となった。5月単月は12.4%増と4月の17.7%増から伸び率が低下したが、2019年5月比は9.3%増であり、同4月の8.8%増から加速している。消費は回復基調にあるといえるだろう。

しかし、これまで消費の回復を支えてきた自動車販売に変調が見られる。5月の自動車販売金額は6.3%増と、4月の16.1%増から減速した。5月の自動車生産台数は6.8%減（4月は6.3%増）、販売台数は3.1%減（同8.6%増）、在庫は15.4%減（同7.2%減）となったが、これには車載半導体の供給不足が影響している。半導体の供給不足は少なくとも当面は続く見通しであり、生産・販売の下押し要因となろう。

接触型消費はある程度まで回復したが、なかなか本来の姿に戻れないでいる。文化観光部（省庁）によると、6月12日～14日の端午節期間中の国内旅行客数は94.1%増の8,913.6万人、旅行金額は139.7%増の294.3億元となったが、2019年の同時期を100とすると、それぞれ98.7%、74.8%の水準にとどまった。同様に、5月1日～5日の労働節期間中の国内旅行客数と旅行金額は、2019年の同時期のそれぞれ103.2%、77.0%の水準であったことからすると、回復ペースは

自動車販売伸び率（前年同月比、%）と自動車のメーカー在庫（万台）の推移



鈍化してしまっている。旅行金額の戻りが特に鈍く、国内旅行は「安・近・短」が主流で、省を跨ぐ旅行は本格的な回復には至っていない。

一方で、非接触型の消費は強さを維持している。ネット通販第2位の JD.com の創業記念日である 6 月 18 日に向けて実施される全国的なネット・セールでは、2021 年 6 月 1 日～18 日に 26.5%増の 5,784.8 億元（約 9.8 兆円）を売り上げたという。

輸出はコロナ特需の剥落を世界需要の回復が相殺

2021 年 1 月～5 月の輸出（以下、貿易はドル建て）は 40.2%増（5 月は 27.9%増）、輸入は 35.6%増（同 51.1%増）となり、貿易収支は 2,034 億ドルの黒字（同 1,195 億ドルの黒字）を計上した。2019 年 1 月～5 月比でも輸出は 29.0%増、輸入は 24.3%増と大幅な増加となっている。これまで、「コロナ特需」を輸出好調の主因に挙げてきたが、5 月の輸出統計では、マスク・防護服など繊維品が 41.3%減、医療機器・器械が 17.6%減となるなど、むしろ、特需の剥落が輸出の足を引っ張るようになってきている。それでも 5 月の輸出が 3 割近く伸びたのは、世界需要の回復によるところが大きい。

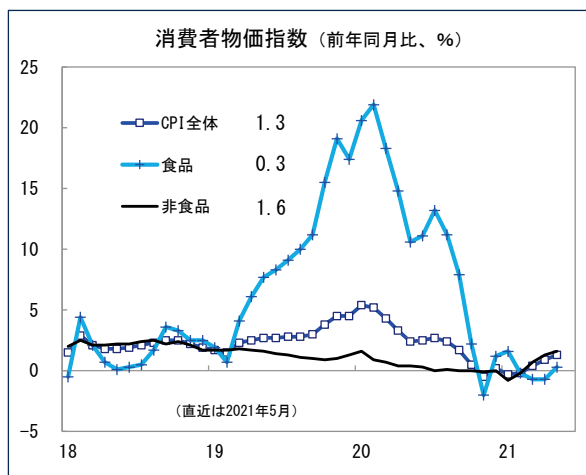
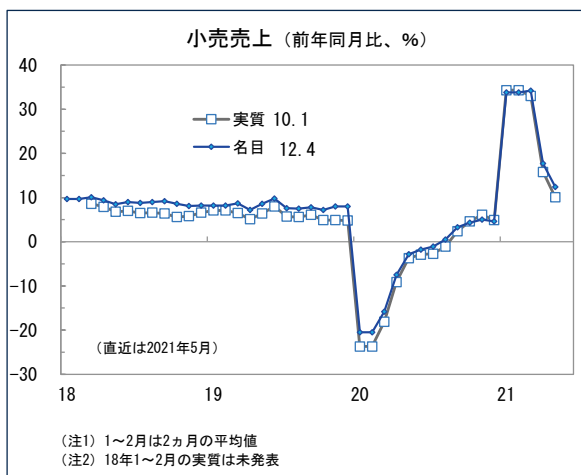
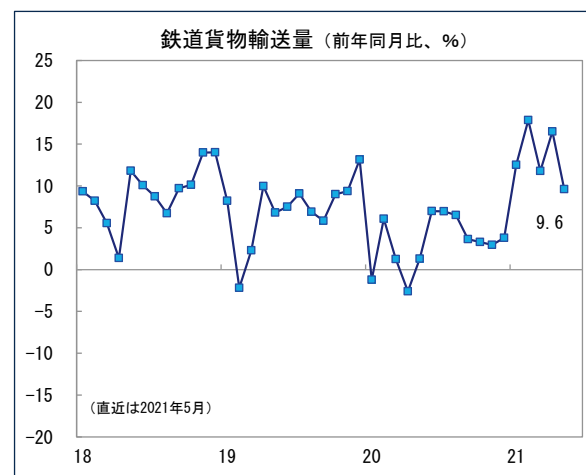
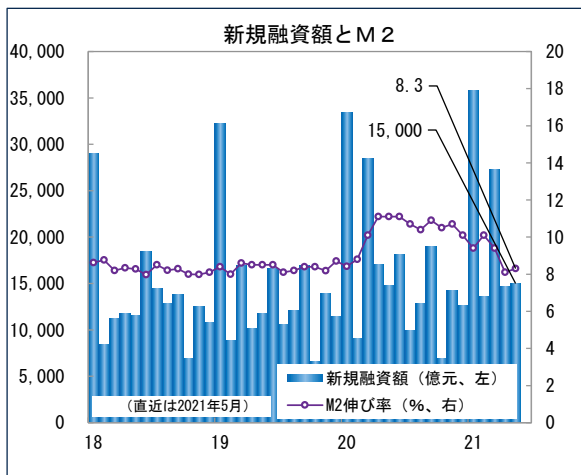
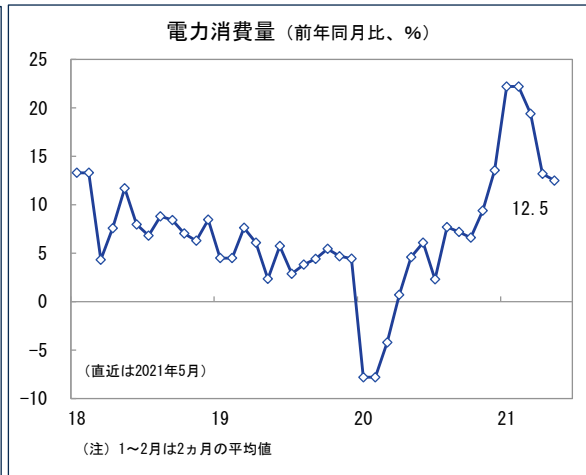
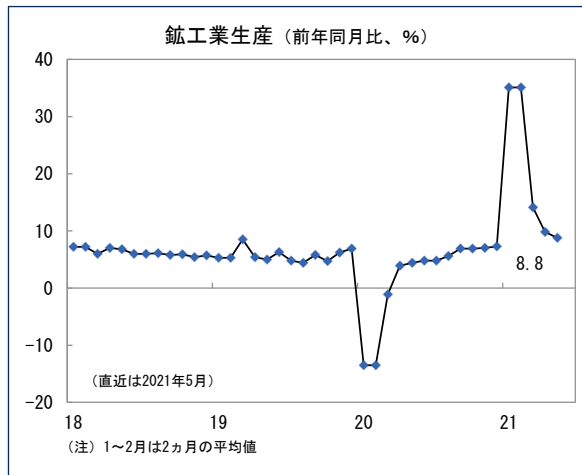
最後に中国経済見通しに変更はない。2021 年は 8.8%程度、2022 年は 6.0%程度の実質成長を遂げよう。

主要経済指標一覧

	2020年6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2021年1月	2月	3月	4月	5月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	3.2	-	-	4.9	-	-	6.5	-	-	18.3	-	-
鉱工業生産（前年同月比、%）	4.8	4.8	5.6	6.9	6.9	7.0	7.3	35.1		14.1	9.8	8.8
電力消費量（前年同月比、%）	6.1	2.3	7.7	7.2	6.6	9.4	13.6	22.2		19.4	13.2	12.5
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	7.0	7.0	6.5	3.6	3.3	3.0	3.8	12.5	17.9	11.8	16.5	9.6
固定資産投資（前年累計比、%）	-3.1	-1.6	-0.3	0.8	1.8	2.6	2.9	35.0		25.6	19.9	15.4
不動産開発投資（前年累計比、%）	1.9	3.4	4.6	5.6	6.3	6.8	7.0	38.3		25.6	21.6	18.3
小売売上 名目（前年同月比、%）	-1.8	-1.1	0.5	3.3	4.3	5.0	4.6	33.8		34.2	17.7	12.4
実質（前年同月比、%）	-2.9	-2.7	-1.1	2.4	4.6	6.1	4.9	34.3		33.0	15.8	10.1
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	2.5	2.7	2.4	1.7	0.5	-0.5	0.2	-0.3	-0.2	0.4	0.9	1.3
食品（前年同月比、%）	11.1	13.2	11.2	7.9	2.2	-2.0	1.2	1.6	-0.2	-0.7	-0.7	0.3
非食品（前年同月比、%）	0.3	0.0	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.8	-0.2	0.7	1.3	1.6
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-3.0	-2.4	-2.0	-2.1	-2.1	-1.5	-0.4	0.3	1.7	4.4	6.8	9.0
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-4.4	-3.3	-2.5	-2.3	-2.4	-1.6	0.0	0.9	2.4	5.2	9.0	12.5
新規融資額（億元）	18,100	9,927	12,800	19,000	6,898	14,300	12,600	35,800	13,600	27,300	14,700	15,000
M2伸び率（%）	11.1	10.7	10.4	10.9	10.5	10.7	10.1	9.4	10.1	9.4	8.1	8.3
輸出（前年同月比、%）	0.2	6.8	9.1	9.4	10.9	20.5	18.1	60.5		30.6	32.3	27.9
輸入（前年同月比、%）	3.2	-0.8	-1.7	13.3	4.7	4.3	7.0	22.7		38.2	43.1	51.1
貿易収支（億ドル）	447.9	604.7	572.5	355.8	575.3	747.8	769.9	507.5		135.5	428.6	455.4
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	3.6	3.3	3.4	3.8	4.2	2.4	2.3	2.9	3.4	3.6	4.5	4.3
上海（前年同月比、%）	3.7	4.2	4.5	4.5	4.4	4.1	4.2	4.4	5.0	5.3	4.9	4.5
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-7.6	-4.5	-3.6	-3.4	-2.6	-2.0	-1.2	64.3		28.2	12.8	6.9
完工面積（前年累計比、%）	-10.5	-10.9	-10.8	-11.6	-9.2	-7.3	-4.9	40.4		22.9	17.9	16.4
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-8.4	-5.8	-3.3	-1.8	0.0	1.3	2.6	104.9		63.8	48.1	36.3
金額（前年累計比、%）	-5.4	-2.1	1.6	3.7	5.8	7.2	8.7	133.4		88.5	68.2	52.4

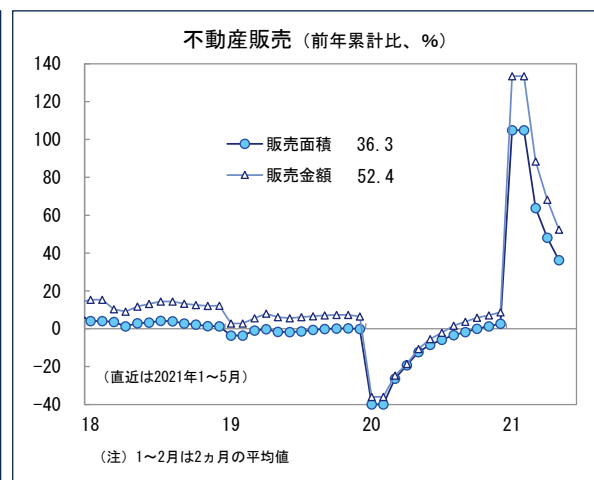
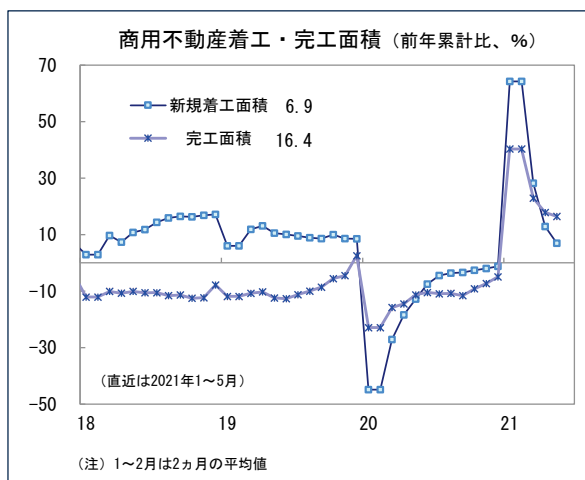
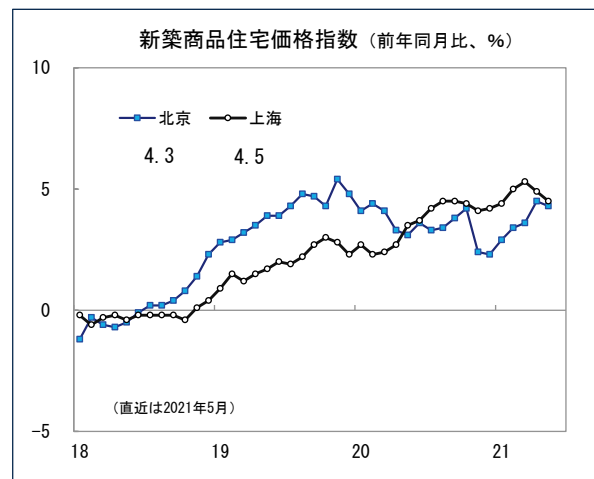
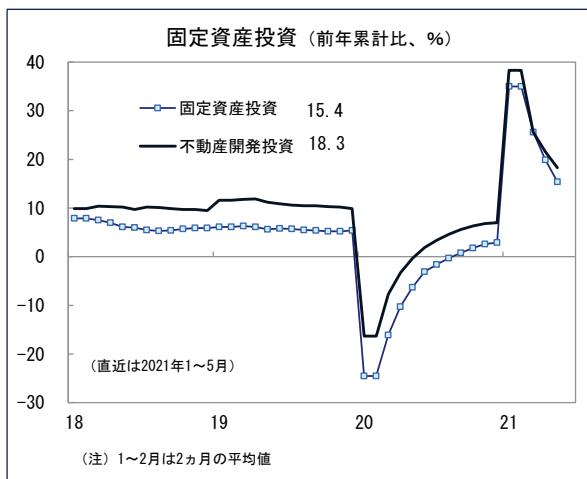
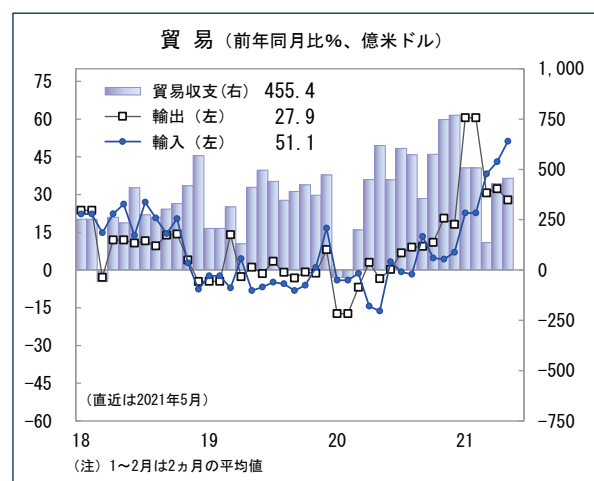
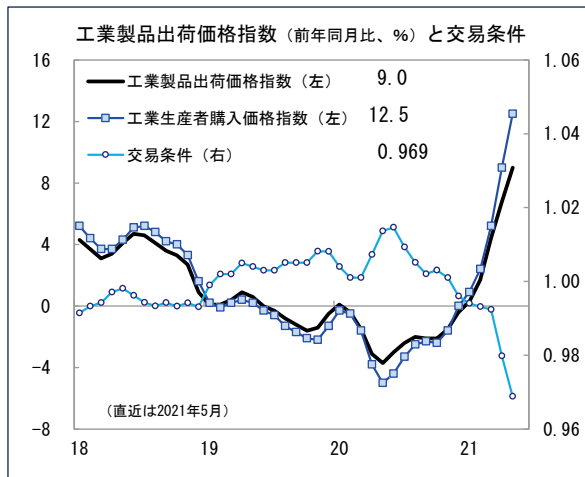
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成