

2021年7月20日 全10頁

# 中国：景気下振れ懸念と政策余地

## 交易条件・企業業績の悪化 VS 大手行の預金準備率引き下げ

経済調査部 主席研究員 齋藤 尚登

### [要約]

- 中国国家统计局によると、2021年4月～6月の実質GDP成長率は前年同期比7.9%となり、1月～3月の同18.3%から低下した。1月～3月は前年の低迷の反動増で高成長を遂げたが、4月～6月はその影響が小さくなった。
- 資源・コモディティ価格が大きく上昇しているが、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。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。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ほか、企業は設備投資を抑制する可能性が高くなるだけに、今後の輸入物価や卸売物価の動向が注目される。
- 中国人民銀行は7月15日、实体经济へのサポートと企業の資金調達コスト低下を目的に、預金準備率を0.5%引き下げた。それでも大手行の預金準備率は12.0%と高い。景気下振れ懸念はあるが、いざとなったときの政策余地は残されている。

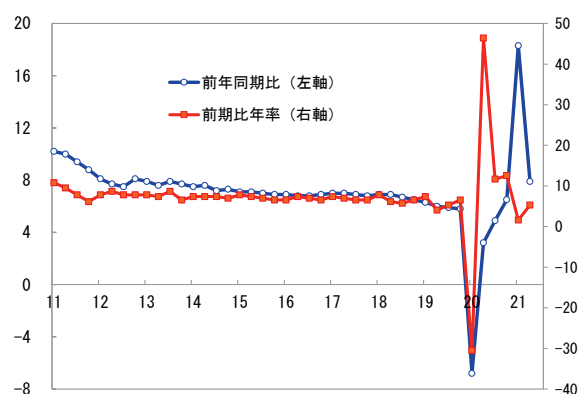
## 2021年4月～6月の実質 GDP 成長率は前年同期比 7.9%

中国国家统计局によると、2021年4月～6月の実質 GDP 成長率は前年同期比 7.9%（以下、断りのない限り、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）となり、1月～3月の18.3%から低下した。コロナ禍によって2020年1月～3月は▲6.8%と極端に低迷し、2021年1月～3月にその反動が大きく出たが、4月～6月はこの影響が小さくなった。

一方で、4月～6月の前期比年率は5.3%と、1月～3月の同1.6%から改善した。1月～3月は、1月～2月初旬に河北省・黒竜江省・北京市の一部で新型コロナウイルス感染症のクラスターが発生し、局所的なロックダウンが実施され、政府が春節前後の帰省や省をまたぐ旅行を全国的に自粛するように呼び掛けた影響が色濃く出た。その後、4月～6月には行動制限はほぼ解除された。

1月～6月の12.7%成長に対する需要項目別寄与度は、最終消費支出 7.8%pt、総資本形成 2.4%pt、純輸出 2.4%pt となった。2020年の実質 GDP 成長率が 2.3%と、プラスを維持した原動力は総資本形成であったが、2021年1月～6月は最終消費支出の寄与度が最大となった。

### 中国の実質 GDP 成長率（前年比、前期比年率）の推移（単位：％）



（出所）中国国家统计局より大和総研作成

### 実質 GDP 成長率（前年比） 需要項目別寄与度（単位：％、％pt）

	実質 GDP 成長率	最終消費支出	総資本形成	純輸出
2015	7.0	4.9	1.6	0.6
2016	6.8	4.5	3.1	▲ 0.8
2017	6.9	3.9	2.7	0.3
2018	6.7	4.3	2.9	▲ 0.5
2019	6.0	3.5	1.7	0.8
2020. 1-3	▲ 6.8	▲ 4.3	▲ 1.4	▲ 1.1
2020. 1-6	▲ 1.6	▲ 2.9	1.5	▲ 0.2
2020. 1-9	0.7	▲ 2.2	2.5	0.4
2020. 1-12	2.3	▲ 0.5	2.2	0.6
2021. 1-3	18.3	11.6	4.5	2.2
2021. 1-6	12.7	7.8	2.4	2.4

（出所）CEIC、中国国家统计局より大和総研作成

## 2021年1月～6月の小売売上は23.0%増。半導体供給不足が自動車販売に悪影響

2021年1月～6月の1人当たり可処分所得は12.6%増（1月～3月は13.7%増）、1人当たり消費支出は18.0%増（同17.6%増）となった。1月～3月と1月～6月の1人当たり消費支出の内訳の伸び率を比較すると、交通・通信、教育・文化・娯楽、医療・保健、衣類、その他用品・サービスといった、2020年に前年割れとなった多くの分野で伸び率が加速している。

1月～6月の小売売上は23.0%増（1月～3月は33.9%増）となった。1月～6月のレストラン収入は48.6%増（1月～3月は75.8%増）を記録した。これは前年同期が大幅なマイナスだった反動が大きく、2019年1月～6月比ではほぼ変わらずであった。

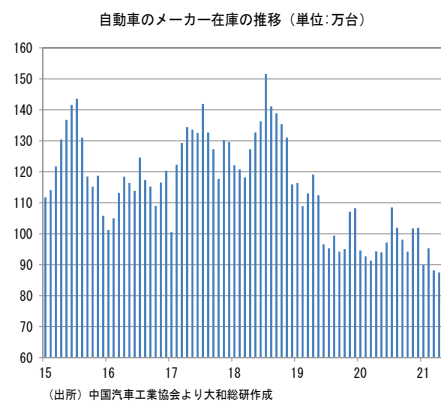
一方、これまで消費の回復を支えてきた自動車販売は変調をきたしている。1月～6月の自動車販売金額は30.4%増となったが、5月以降は1桁の増加率となり、6月は4.5%増にとどまった。自動車生産台数は5月に14カ月ぶりの前年割れとなり、6月は16.5%減とマイナス幅を広げ、同月の自動車在庫は23.7%減を記録した。これは車載半導体の供給不足によって、作るに作れず、在庫を吐き出しているためであるが、需要を満たすには至っていない。半導体の供給不足は少なくとも当面は続く見通しであり、生産・販売の下押し要因となろう。

### 1人当たり消費支出（元）と内訳、前年比増減率（%）

	2020年		2021年1～3月		2021年1～6月	
	元	%	元	%	元	%
食品・たばこ・酒	6,397	5.1	1,986	16.3	3,536	14.2
住居関連	5,215	3.2	1,345	8.7	2,649	7.5
交通・通信	2,762	-3.5	702	16.0	1,455	17.5
教育・文化・娯楽	2,032	-19.1	545	55.7	1,119	68.5
医療・保健	1,843	-3.1	484	16.1	1,015	19.7
衣類	1,238	-7.5	437	18.4	742	21.4
生活用品・サービス	1,260	-1.7	339	19.9	669	15.1
その他用品・サービス	462	-11.8	139	24.2	286	33.0
消費支出（合計）	21,210	-1.6	5,978	17.6	11,471	18.0

（出所）中国国家統計局より大和総研作成

### 自動車生産台数伸び率（前年同月比）（単位：%）と自動車のメーカー在庫（単位：万台）



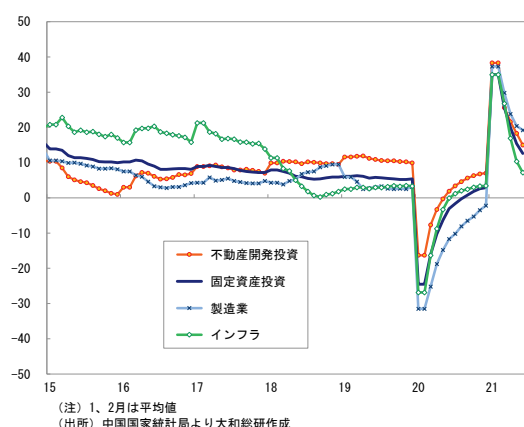
## 2021年1月～6月の固定資産投資は12.6%増。懸念は不動産開発投資の先行き

2021年1月～6月の固定資産投資は12.6%増（1月～3月は25.6%増）であった。

分野別には、1月～6月の製造業は19.2%増（1月～3月は29.8%増）、不動産開発投資は15.0%増（25.6%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資が7.1%増（26.8%増）であった。製造業が比較的堅調なのは、前年がマイナスだった反動に加え、①米中ハイテク覇権争いのさなか、ハイテク製造業向け投資は高成長が続いていること（2020年は11.5%増、2021年1月～6月は29.7%増）、②国際商品市況の急上昇を受けて、鉄や非鉄金属、化学原料・製品向けの投資が大きく増加していること、などが背景にある。一方で、インフラ投資の伸び率は大きく鈍化した。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、地方政府の投資余力は低下している。

こうした中で、先行きが懸念されるのが、不動産開発投資である。2021年1月～2月にかけて不動産取引が過熱化したのを受けて、中国政府は旧正月明けの2月下旬以降、不動産関連貸出の審査の厳格化や、不動産投資・投機に用いられた貸出の期日前返済を求めるなどの市場冷却措置を矢継ぎ早に打ち出した。その効果は既に発現している。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月以降は前年割れとなった。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。

### 固定資産投資（1月から累計の前年同期比）（単位：％）



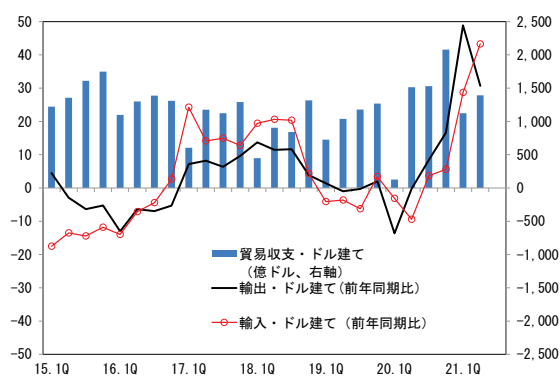
## 2021年1月～6月は貿易黒字が急増、純輸出の寄与度が高まる

2021年1月～6月の輸出（以下、断りのない限り貿易はドル建て）は38.6%増（1月～3月は48.9%増、4月～6月は30.7%増）、輸入は36.0%増（同様に28.7%増、43.3%増）となり、貿易収支は2,515億ドルの黒字を計上した。貿易黒字は53.4%増を記録し、1月～6月の実質GDP成長率12.7%における純輸出の寄与度は2.4%ptとなった。

春までは「コロナ特需」が好調な輸出を牽引したが、マスク・防護服など繊維品は4月以降、医療機器・器械は5月以降、前年割れとなるなど、特需は剥落しつつある。それでも輸出が大きく伸びているのは、米国を中心とする世界需要の回復によるところが大きい。

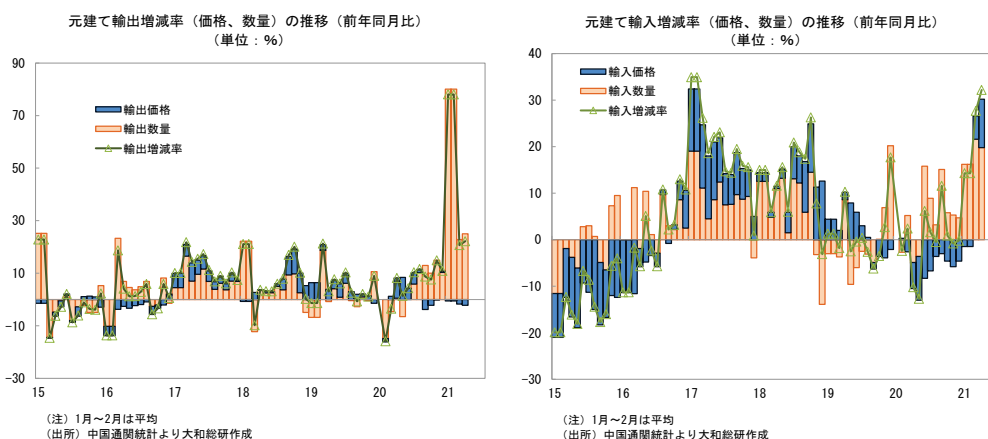
一方で、3月以降の輸入の急増は、後述する石油や銅、鉄鉱石など資源・コモディティ価格上昇の効果も大きい。元建ての輸入増減率（直近は4月）を価格と数量に分解すると、3月以降は価格の上昇が輸入増加率に寄与していることが分かる。今後、輸入の伸び率が相対的に大きい状態が続くと、貿易黒字が縮小（純輸出の実質GDP成長率への寄与度が低下）することになる。特に今後の輸入価格の動向には注意が必要である。

### 輸出入（前年同期比）と貿易収支（金額）の推移（単位：％、億ドル）



(注) 輸出・輸入は四半期毎の前年同期比。貿易収支は合計  
(出所) 中国通関統計より大和総研作成

### 元建て輸出・輸入増減率（価格、数量）の推移（前年同月比）（単位：％）



(注) 1月～2月は平均  
(出所) 中国通関統計より大和総研作成

(注) 1月～2月は平均  
(出所) 中国通関統計より大和総研作成

### 当面の最大の懸念材料は資源・コモディティ価格急上昇の悪影響

世界的に資源・コモディティ価格が大きく上昇している。この背景には、コロナ禍からの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。資源・コモディティの輸入大国である

中国はこの影響を大きく受ける。前節では2021年3月、4月と輸入価格が大きく上昇したことを指摘したが、5月以降はさらに加速している可能性が高い。一方で、輸出価格は直近4月まで前年割れとなっており、価格転嫁は進んでいない。タイムラグの存在は否定しないが、そもそも中国の輸出製品は価格競争が厳しい上に、元高の進展があり、価格転嫁の動きは限定的にとどまる可能性が高い。輸出価格指数を輸入価格指数で除した交易条件はここへきて大きく悪化している（下左図）。

資源・コモディティの輸入価格の急上昇によって、国内の卸売物価も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%、6月は+8.8%となった。6月の内訳は、生産財価格が+11.8%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+0.3%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+35.1%、原材料工業品は+18.0%、加工工業品は+7.4%と、川上の価格上昇が著しい。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。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。

中国政府は5月下旬に鉄鉱石、鋼材、銅、アルミニウムなどの国内重点企業に対して、商品の囲い込みや売り惜しみなどによって、価格吊り上げに加担しないように行政指導を行い、国家食糧・物資備蓄局は銅、アルミニウム、亜鉛の国家備蓄を放出するなどの価格安定化措置を講じた。6月の工業製品出荷価格の伸び率が若干低下したのは、こうした政策が効き始めた可能性がある。ただし、安心はできない。6月の工業製品購入価格は+13.1%と、5月の+12.5%からむしろ加速してしまった。出荷価格をアウトプット、購入価格をインプットの価格とすると、交易条件は一段と悪化し、これは、コスト増を価格転嫁できない程度がより深刻化したことを意味している（下右図）。こうした状況が続けば、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ほか、企業は設備投資を抑制する可能性が高くなるだけに、今後の輸入物価や卸売物価の動向が注目される。

## 悪化する交易条件



(注) 交易条件は輸出価格指数／輸入価格指数  
(出所) 中国国家統計局より大和総研作成



(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) 中国国家統計局より大和総研作成

## 預金準備率引き下げ<sup>1</sup>

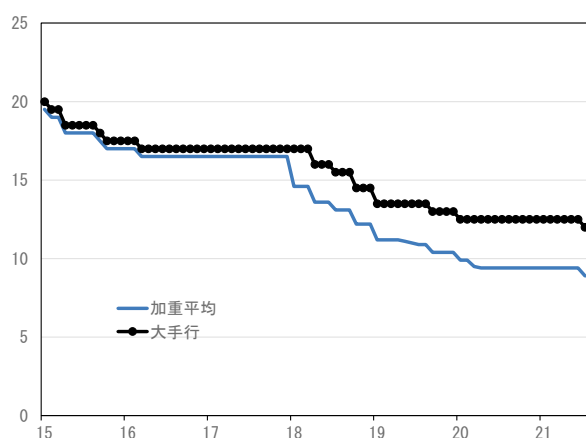
中国人民銀行は7月15日、実体経済へのサポートと企業の資金調達コスト低下を目的に、預金準備率を0.5%引き下げた。準備預金制度は、銀行が受け入れている預金残高の一定割合を人民銀行に預け入れるのを義務付ける制度であり、その割合が預金準備率である。銀行の規模や貸出先の特徴<sup>2</sup>などによって異なる預金準備率が適用されているが、今回の引き下げにより、加重平均の預金準備率は9.4%から8.9%となり、預金の約1兆元（約17兆円）分が「解凍」され、貸出等に充当することが可能になった。

預金準備率引き下げの主眼は、中小・零細企業の資金繰りサポートである。資源・コモディティ価格急上昇によるコスト増加の悪影響は、価格決定権のない中小・零細企業に色濃く出る。しかし、今回の引き下げの目的はそれにとどまらない。人民銀行の声明文は「中小（・零細）企業・グリーン発展・科学技術イノベーションを支援し、質の高い発展とサプライサイド構造改革のために適切なマネー・金融環境を作り上げる」とした。キーワードは「中小（・零細）企業」「環境」「イノベーション」であり、今後、景気下振れ懸念が高まる際には、こうした企業・分野を中心に、景気サポート策が強化されることになろう。

これまで指摘したように、当面の中国経済には景気下振れ懸念はあるが、いざとなったときの政策余地は残されている。例えば、大手行の預金準備率は7月15日以降でも12.0%と高い。

最後に、大和総研による中国経済見通しに変更はない。2021年4月～6月の実質GDP成長率は7.9%と発表され、予想（8.0%）とほぼ見合いであった。7月～9月は6.5%、10月～12月は5.0%との想定で、2021年年間では8.8%程度となろう。2022年は6.0%程度との見通しを維持する。

### 預金準備率の推移（単位：%）



（出所）中国人民銀行より大和総研作成

<sup>1</sup> 齋藤尚登「中国：預金準備率引き下げが意図するもの」（2021年7月12日、大和総研レポート）参照。

<sup>2</sup> 例えば、中小企業向け貸出の多寡など。

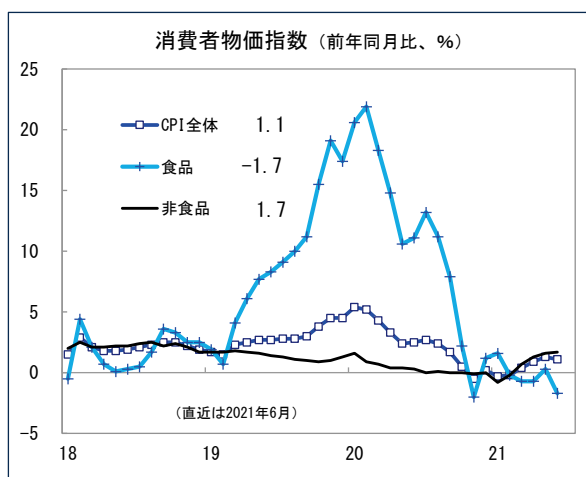
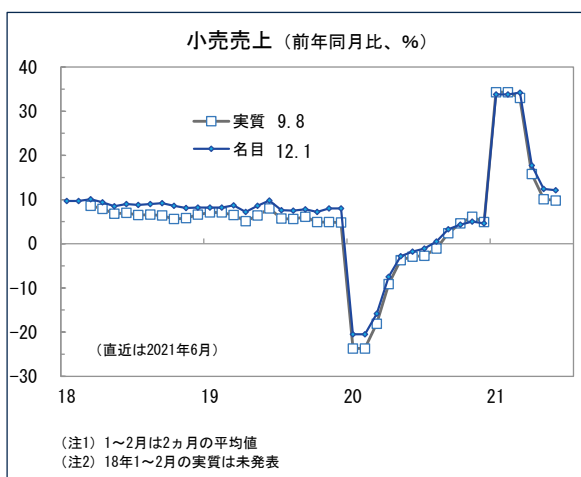
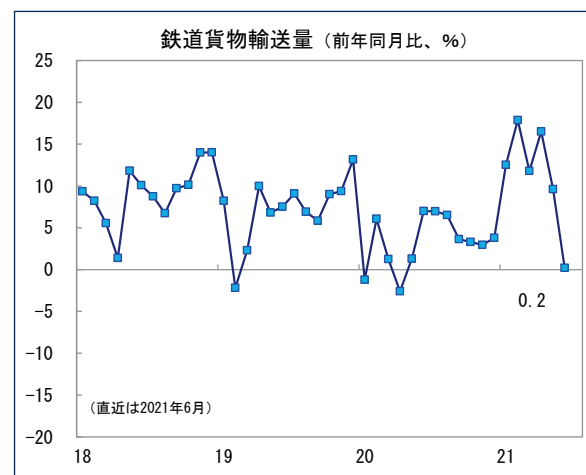
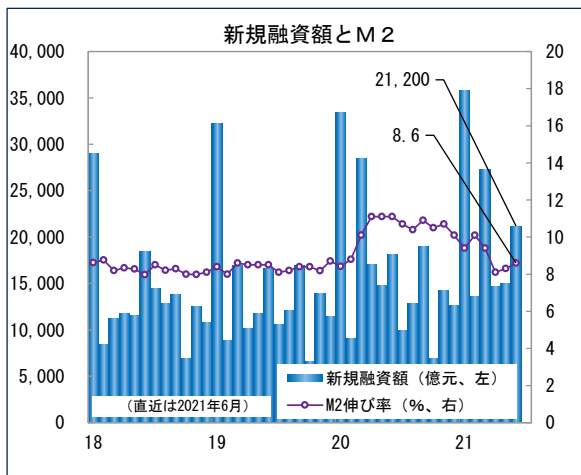
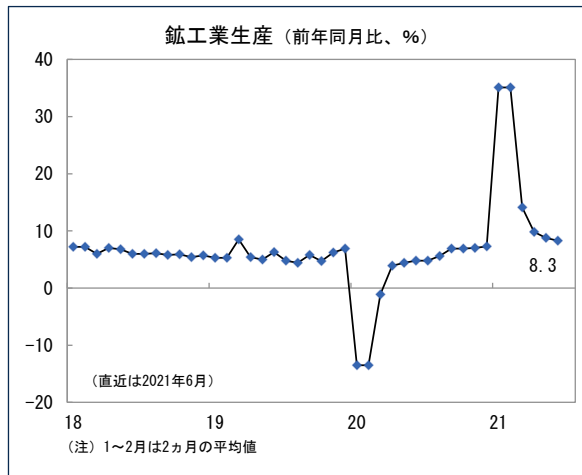
## 主要経済指標一覧

	2020年7月	8月	9月	10月	11月	12月	2021年1月	2月	3月	4月	5月	6月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	-	4.9	-	-	6.5	-	-	18.3	-	-	7.9
鉱工業生産（前年同月比、%）	4.8	5.6	6.9	6.9	7.0	7.3	35.1		14.1	9.8	8.8	8.3
電力消費量（前年同月比、%）	2.3	7.7	7.2	6.6	9.4	9.5	22.2		19.4	13.2	12.5	9.8
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	7.0	6.5	3.6	3.3	3.0	3.8	12.5	17.9	11.8	16.5	9.6	0.2
固定資産投資（前年累計比、%）	-1.6	-0.3	0.8	1.8	2.6	2.9	35.0		25.6	19.9	15.4	12.6
不動産開発投資（前年累計比、%）	3.4	4.6	5.6	6.3	6.8	7.0	38.3		25.6	21.6	18.3	15.0
小売売上 名目（前年同月比、%）	-1.1	0.5	3.3	4.3	5.0	4.6	33.8		34.2	17.7	12.4	12.1
実質（前年同月比、%）	-2.7	-1.1	2.4	4.6	6.1	4.9	34.3		33.0	15.8	10.1	9.8
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	2.7	2.4	1.7	0.5	-0.5	0.2	-0.3	-0.2	0.4	0.9	1.3	1.1
食品（前年同月比、%）	13.2	11.2	7.9	2.2	-2.0	1.2	1.6	-0.2	-0.7	-0.7	0.3	-1.7
非食品（前年同月比、%）	0.0	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.8	-0.2	0.7	1.3	1.6	1.7
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-2.4	-2.0	-2.1	-2.1	-1.5	-0.4	0.3	1.7	4.4	6.8	9.0	8.8
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-3.3	-2.5	-2.3	-2.4	-1.6	0.0	0.9	2.4	5.2	9.0	12.5	13.1
新規融資額（億元）	9,927	12,800	19,000	6,898	14,300	12,600	35,800	13,600	27,300	14,700	15,000	21,200
M2伸び率（%）	10.7	10.4	10.9	10.5	10.7	10.1	9.4	10.1	9.4	8.1	8.3	8.6
輸出（前年同月比、%）	6.8	9.1	9.4	10.9	20.5	18.1	60.5		30.6	32.3	27.9	32.2
輸入（前年同月比、%）	-0.8	-1.7	13.3	4.7	4.3	7.0	22.7		38.2	43.1	51.1	36.8
貿易収支（億米ドル）	604.7	572.5	355.8	575.3	747.8	769.9	507.5		135.5	428.6	455.4	515.3
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	3.3	3.4	3.8	4.2	2.4	2.3	2.9	3.4	3.6	4.5	4.3	4.9
上海（前年同月比、%）	4.2	4.5	4.5	4.4	4.1	4.2	4.4	5.0	5.3	4.9	4.5	4.6
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-4.5	-3.6	-3.4	-2.6	-2.0	-1.2	64.3		28.2	12.8	6.9	3.8
完工面積（前年累計比、%）	-10.9	-10.8	-11.6	-9.2	-7.3	-4.9	40.4		22.9	17.9	16.4	25.7
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-5.8	-3.3	-1.8	0.0	1.3	2.6	104.9		63.8	48.1	36.3	27.7
金額（前年累計比、%）	-2.1	1.6	3.7	5.8	7.2	8.7	133.4		88.5	68.2	52.4	38.9

（出所）中国国家统计局、中国人民银行、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

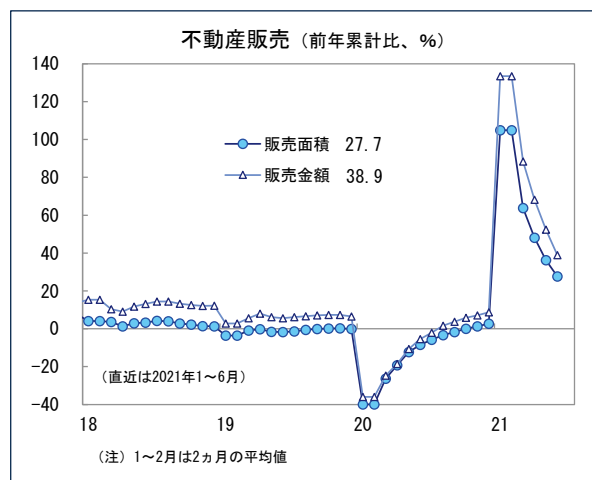
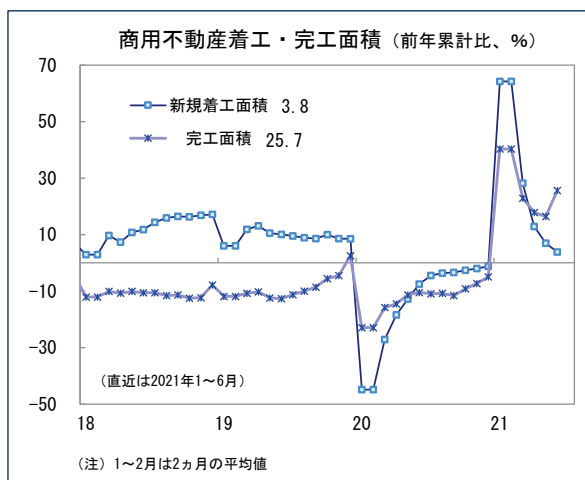
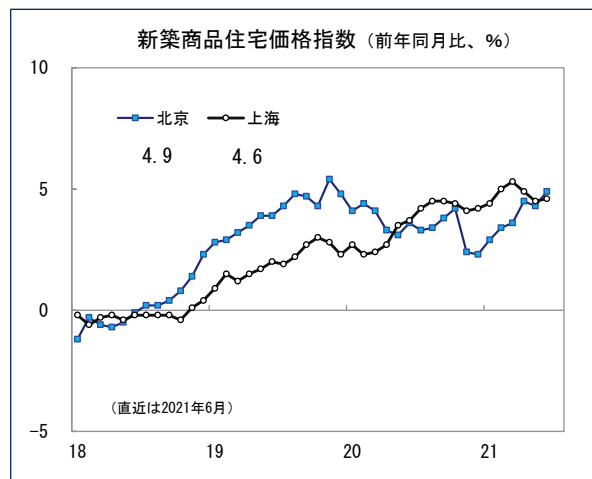
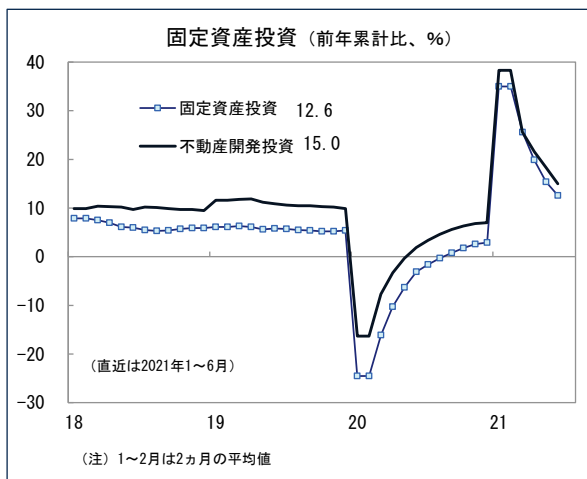
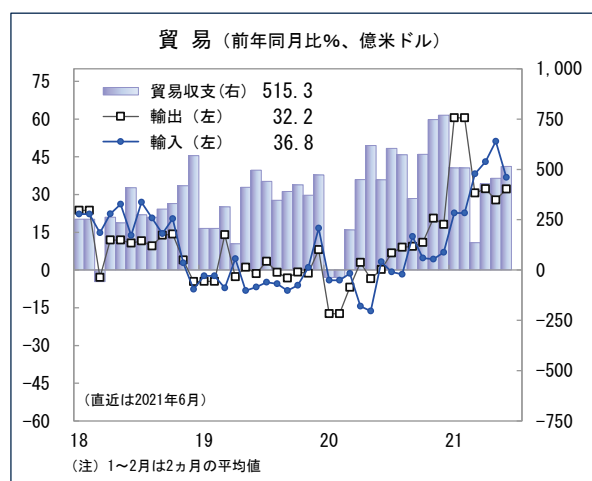
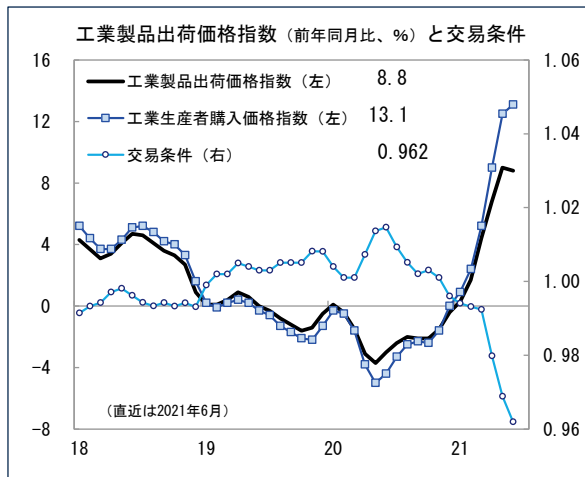


## 主要経済指標一覧（続き）



（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