

## 中国経済：成長エンジンに内需を加えた「双循環」で持続的成長を目指す（7～9月GDPなど）

7～9月の実質GDP成長率は一段と伸びを高め、中国経済の着実な回復が確認された。ただ、旅行など一部のサービスは回復が遅れている。一方、インフラ投資拡大や貸出増を背景とする建設・不動産の好調など財政金融政策の後押しが成長を支える中で、輸出拡大を背景とする製造業の回復が明確となり、成長の主役交代を期待させる動きも。ただ、欧米経済の回復力は弱く、米中摩擦の激化もあり輸出に多くを期待できないため、中国政府は内需を成長の柱に加えた「双循環」により持続的な成長を目指す方針。

### 金融・財政政策と輸出回復の恩恵を受ける分野で回復が先行

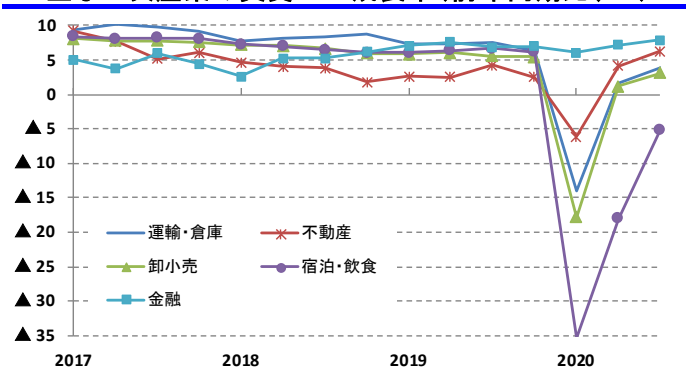
7～9月期の実質GDP成長率は4～6月期の前年同期比+3.2%から+4.9%へ加速したが、業種別の内訳を見ると、インフラや不動産分野の投資拡大を追い風に建設業（4～6月期+7.8%→7～9月期+8.1%）が高成長を維持、輸出回復を背景に製造業（+4.1%→+5.6%）が伸びを高めるなど、2次産業が全体を牽引した（詳細は後半の「主な指標の動き（2020年7～9月）」参照）。3次産業では、銀行貸出の大幅拡大などから金融（+7.2%→+7.9%）で高成長が続いたほか、不動産（+4.1%→+6.3%）

の成長が加速するなど、金融緩和の恩恵を強く受ける分野での好調ぶりが目立った。そのほか、経済活動の正常化に伴い運輸・倉庫（+1.7%→+3.9%）や卸小売（+1.2%→+3.1%）の持ち直しも顕著だった。一方で、宿泊・飲食（▲18.0%→▲5.1%）は、大きくマイナス幅を縮小してはいるものの前年割れが続いており、他業界に比べると回復が遅れている

また、国慶節休暇（10/1～8）の消費動向をみると、小売販売（含む飲食）は昨年同期間と比べ1日当たり平均額が4.9%増加した。この伸びは、9月の前年同月比+3.3%を上回っており、消費活動は10月に入っても着実に回復しているようである。ただ、旅行関連の数字を見ると、国内旅行者数は前年同期比▲21.0%、消費額では▲30.1%と大幅に落ち込んでいる。5月のメーデー連休における旅行者数が前年比半減だったことと比べると改善しているが、渡航制限により海外旅行需要の一部が国内旅行にシフトし押し上げられていることも考慮すると物足りない数字である。

このように、コロナ感染の拡大がほぼ収束したとされる中国においても、消費者が以前に比べ人との接触機会を抑えている様子が窺える。このことは、日本のウィズ・コロナないしはアフター・コロナにおける経済活動の姿を展望する際に参考となろう。

主な三次産業の実質GDP成長率(前年同期比、%)



(出所) 中国国家统计局

## 金融緩和の抑制で成長の主役交代

それでも、中国においては経済の正常化が進むに伴って、先月までにも触れた通り<sup>1</sup>景気刺激策の調整が始まっている。7～9月期の名目GDP成長率は、4～6月期の前年同期比+3.1%から+5.5%へ伸びを高めしたが、銀行貸出（4～6月期前年同期比+13.2%→7～9月期+13.0%）、マネーサプライ（+11.1%→+10.7%）とも逆に伸びは小幅ながらも鈍化しており、その分、金融緩和の程度は抑制されている。

財政面でも、固定資産投資はインフラ関連分野（4～6月期前年同期比+8.7%→7～9月期+6.0%）が鈍化し、景気押し上げ効果は弱まり始めている。また、金融緩和の恩恵により高い伸びを維持する不動産分野も月単位ではピークアウトの兆し<sup>2</sup>が見られる一方で、製造業（▲4.9%→+1.5%）は前年比でプラスに転じており、経済成長の主役が政策的な後押しを受ける分野から輸出など民間需要の回復に支えられる分野に移り始めている。

ただ、今後を展望すると、欧州におけるコロナ感染再拡大や米国の景気回復ペースの鈍化を見る限り当面は輸出の回復に大きくを期待できない。成長を高めていくには、個人消費を中心とする内需の本格回復が待たれるところである。

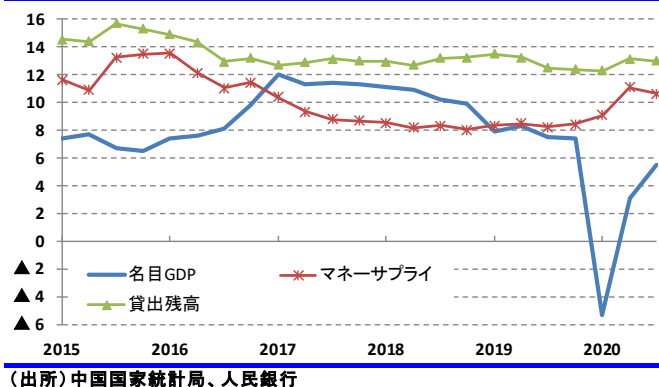
## 「双循環」政策で成長エンジンとしての内需を強化

そうした観点からも注目される次期5ヵ年計画であるが、その発表の場となる共産党第19期中央委員会第5回会議（五中全会）の日程が当初見込まれていた10月中旬から10月26～29日となり、詳細は現時点で明らかになっていない。とはいえ、その経済政策における目玉は「双循環」と銘打たれた内需振興策で間違いないだろう。

「双循環」の解釈として、当社は、先月示した通り、これまでの輸出を軸とした経済活動の循環に内需中心の循環を加えたものだと考えている。2010年頃まで続いた二桁成長は、低コストを武器とした輸出の拡大と、それを支えるための設備投資拡大の相乗効果によるものである。しかしながら、所得水準の上昇や人民元高に伴いにコストの優位性が低下、過剰設備の裏返しとして過剰債務が積み上がり、もはやその成長モデルが持続可能でないことは周知の通りである。そのため政府は、コロナ前から成長ペースを落とした「新常态」の下で、成長の一翼を個人消費に担わせるべく、造改革を進めようとしていた。

そうした中で、米中対立の激化や世界的なコロナ禍という環境変化が加わったこともあり、これまでの輸出増と設備投資拡大という海外需要を起点とする循環に、所得増と消費増という国内需要を軸とする新たな循環を加え、両輪走行による安定成長を目指すことが急務となったわけである。国内循環の柱としては、半導体など最先端分野の内製化や、海外旅行から国内旅行へのシフトなどが見込まれており、今後、中国政府はこうした分野に集中的に資本を投下することになるだろう。「双循環」の詳細が注目される。

名目GDPと資金供給（前年同期比、%）



<sup>1</sup> 2020年9月18日付 Economic Monitor 「中国経済：脱コロナが進み次期五ヵ年計画に注目（8月主要指標）」参照。

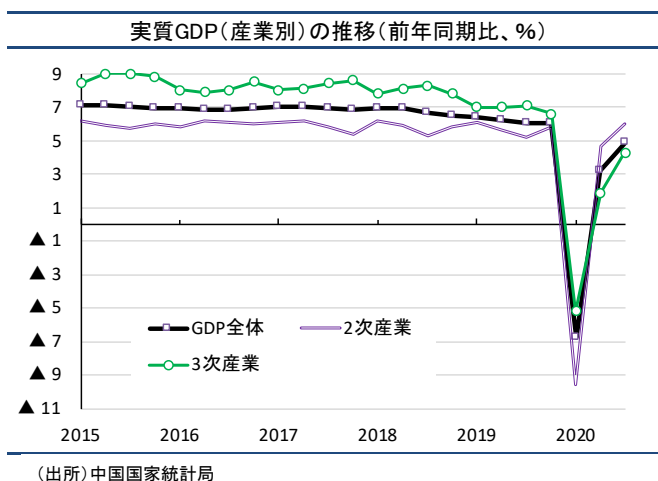
<https://www.itochu-research.com/ja/report/2020/1905/>

<sup>2</sup> 不動産業の固定資産投資を月単位で見ると（当社試算）、7月の前年同月比+10.5%をピークに、8月は+8.5%へ鈍化、9月は+8.8%へ小幅伸びを高めたがピークを下回っている。

## 主な指標の動き (2020年7~9月)

## GDP

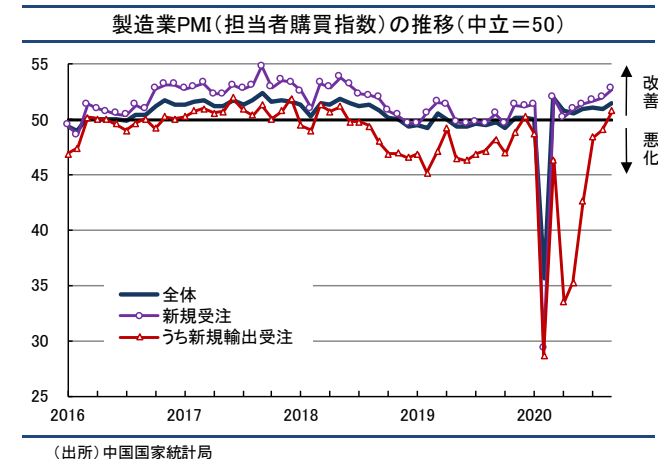
7~9月期の実質 GDP 成長率は、前年同期比+4.9%と4~6月期の+3.2%から加速、中国経済の順調な回復が確認された。産業別には、製造業を中心とする二次産業(4~6月期前年同期比+4.7%→7~9月期+6.0%)が新型コロナウイルス拡大前(2019年10~12月期+5.8%)を越える6四半期ぶりの高い伸びとなった。三次産業(+1.9%→+4.3%)も加速、とりわけ、情報通信・ソフトウェアサービス(+15.7%→+18.8%)、不動産(+4.1%→+6.3%)、交通運輸・倉庫・郵便(+1.7%→+3.9%)で伸びが高まったほか、ホテル・飲食(▲18.0%→▲5.1%)はマイナス幅が大きく縮小した。



## PMI (購買担当者指数)

9月の製造業 PMI 指数は、51.5 と前月(51.0)から0.5ポイント高まり、景況感の分かれ目となる50を7か月連続で上回った。

主な内訳を見ると、新規受注(8月52.0→9月52.8)が2018年6月以来の高水準となり、需要の着実な回復が続いていることを示した。うち新規輸出受注(49.1→50.8)は9カ月ぶりに50を上回り、海外需要(輸出)の改善が確認された。そのほか、生産(53.5→54.0)は一段と水準を高め、原材料在庫(47.3→48.5)や製品在庫(47.1→48.4)は前月より1ポイント以上高まったものの引き続き50を下回っており、在庫の積み上がりは見られない。ただ、雇用(49.4→49.6)も50割れが続いており、雇用調整圧力は残る。



9月の非製造業 PMI 指数は55.9 と前月(55.2)から上昇し、2013年11月以来の高水準となった。うちサービス業(54.3→55.2)は一段と改善し<sup>3</sup>、建築業(60.2→60.2)は住宅投資やインフラ投資の拡大を背景に高水準を維持した。

<sup>3</sup> 国家统计局は、サービス業のうち、交通運輸やインターネット通信のほか、ホテル・飲食でも大幅に回復が進んでいる、とした。

## 輸出（通関統計、米ドルベース）

9月の輸出額は、前年同月比+9.9%と前月（+9.5%）より伸びは高まった。四半期で見ると、7～9月期は前年同期比+8.8%となり、4～6月期の+0.1%から大幅に改善した。

主な仕向地別の動向を見ると、日本向け（4～6月期前年同期比+10.0%→7～9月期▲1.8%）がマイナスに転じ、EU向け（▲3.4%→▲5.9%）はマイナス幅が拡大したものの、米国向け（+0.7%→+17.6%）、ASEAN向け（▲0.1%→+13.8%）が大幅に増加した。

主な財別では、携帯電話（+7.3%→▲2.9%）がマイナスに転じたものの、パソコン（+36.8%→+40.8%）や半導体（+11.2%→+14.8%）が高い伸びを維持したことに加え、自動車部品（▲18.0%→+9.2%）がプラスに転じた。そのほか、家具（▲7.0%→+25.7%）や玩具（▲8.5%→+9.2%）が大幅なプラスに転じ、衣類（▲21.2%→▲1.0%）もマイナス幅が大幅に縮小するなど、労働集約型産業の財輸出も回復が進んでいる。

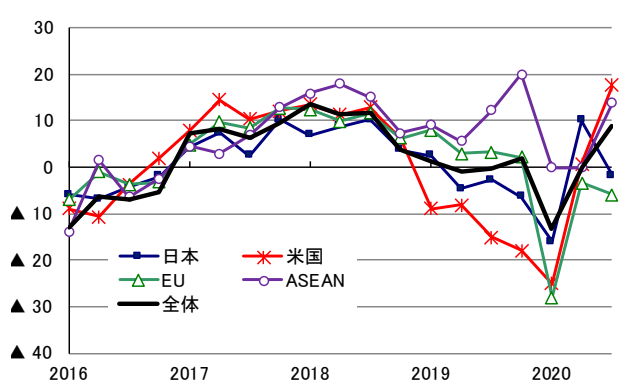
## 社会消費品販売総額（小売販売）

9月の社会消費品販売総額（小売販売）は、前年同月比+3.3%と前月（+0.5%）より伸びが高まった。四半期で見ると、7～9月期は前年同期比+1.0%と4～6月期の▲3.9%からプラスに転じ、個人消費の回復が一段と進んでいることを示した。ただ、全体の9割を占める物販分野（4～6月期前年同期比▲1.8%→7～9月期+2.0%）に比べ、飲食分野（▲21.3%→▲6.8%）の回復は遅れている。

物販のうち、主な品目別の内訳（一定規模以上の企業）を見ると、自動車（4～6月期前年同期比▲1.9%→7～9月期+11.7%）が大幅に回復、化粧品（+12.9%→+14.1%）は伸びを高めたほか、衣料品（▲5.9%→+3.6%）や宝飾類（▲7.2%→+12.2%）も前年比プラスに回復した。一方で、通信機器（+14.7%→+10.0%）や日用品（+14.4%→+9.8%）は伸びが鈍化した。

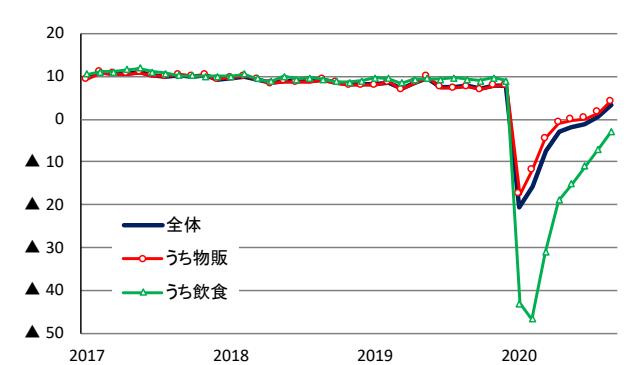
自動車販売を新車の台数ベース（乗用車）で見ると、9月は前年同月比+8.2%と、前月（+6.1%）より伸びは高まり、四半期で見ても7～9月期は前年同期比+7.7%と、4～6月期（+2.3%）から改善した。

仕向地別の通関輸出の推移（前年同期比）



(出所) 中国海関総署

社会消費品販売総額の推移（前年同月比、%）



(出所) 中国国家统计局

## 固定資産投資（都市部）

9月の固定資産投資（設備投資、公共投資、住宅投資の合計、都市部）は、前年同月比+7.3%と前月（+7.5%）より伸びはやや低下した。四半期でみると、7～9月期は前年同月比+6.9%と4～6月期（+3.6%）より大きく伸びを高めたが、今後は増勢が鈍化する可能性もある。

業種別では、不動産業の不動産開発投資（4～6月期前年同月比+8.0%→7～9月期+11.9%）が増勢加速、製造業（▲4.9%→+1.5%）はプラスに転じた。一方で、インフラ関連分野の投資（+8.7%→+6.0%）はやや伸びが鈍化した。うち5割強を占める水利・環境・公的施設（+1.8%→+2.4%）は伸びを高めたが、鉄道（+17.4%→+8.4%）や道路（+10.6%→+6.2%）の伸びが鈍化した。

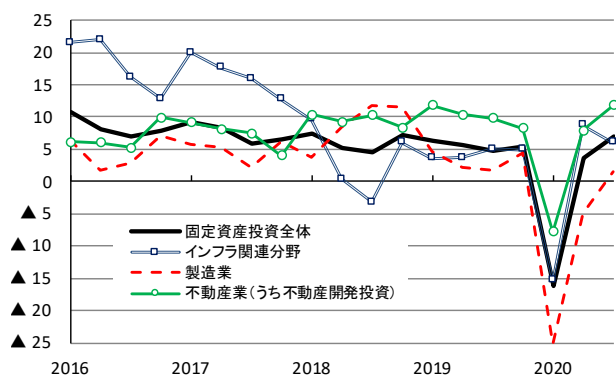
なお、不動産開発投資が旺盛な背景には、住宅価格の上昇<sup>4</sup>があるが、不動産市場の過熱を懸念する政府・人民銀行は、8月に不動産企業への貸出抑制方針を打ち出したほか、価格の上昇が著しい都市では9月に入ってから住宅の転売や住宅購入向け貸出の規制を実施<sup>5</sup>している。これら政府の規制強化により、今後は不動産分野の投資が抑制される可能性がある。

## 工業生産

9月の工業生産は、前年同月比+6.9%と前月（+5.6%）より加速し、2019年12月以来の高い伸びとなった。産業別にみると、エネルギー業（8月前年同月比+5.8%→9月+4.5%）は減速したものの、製造業（+6.0%→+7.6%）、鉱業（+1.6%→+2.2%）の伸びが高まった。

製造業について業種別にみると、汎用機器（8月+10.9%→9月+12.5%）、部品を含めた自動車（+14.8%→+16.4%）、電気機器（+15.1%→+15.9%）、化学原料・製品（+6.9%→+7.5%）など幅広い業種で伸びが高まった。PC・通信機器含む電子部品製造業（+8.7%→+8.0%）は鈍化したものの製造業全体を上回る堅調な伸びを維持した。

固定資産投資の推移（前年同月比、%）

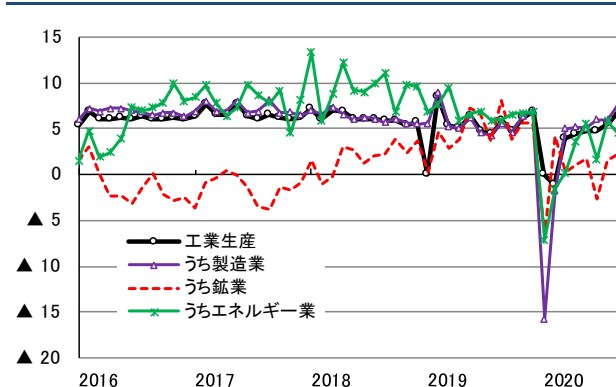


（出所）中国国家统计局

（注）1.固定資産投資の対象は、建物、機械、輸送機器などで、無形資産は含まない。  
2.固定資産投資全体のうち、製造業は31.3%、不動産業(うち不動産開発投資)は18.4%、インフラ関連分野は22.6%を占める(2019年)。

3.インフラ関連分野は、水利・環境・公的施設管理、道路、鉄道、電気・ガス・水道の合計。

工業生産の推移(実質、前年同月比、%)



（出所）中国国家统计局

（注）1、2月は月次データが公表されないため、累積値の前年同月比。

<sup>4</sup> 例えば、広東省深圳市の新築住宅価格（前年同月比）は、2019年は平均+1.4%であったが、2020年1～9月は平均+5.1%まで上昇した。

<sup>5</sup> 一線都市では広東省深圳市、二線都市では江蘇省南京市、浙江省杭州市、浙江省寧波市などがすでに導入した。

財別でみると、インフラ関連の鋼材（+12.0%→+13.1%）の伸びが高まったほか、高い伸びが続く半導体（+23.2%→+31.6%）や産業用ロボット（+41.5%→69.0%）は大幅に加速した。

### 消費者物価

9月の消費者物価は、前年同月比+1.7%と前月（+2.4%）より伸びが一段と低下した。全体の3割を占める食料品（8月前年同月比+11.2%→9月+7.9%）の価格低下が主因である。なお、食料品・エネルギーを除く総合（+0.5%→+0.5%）でみれば、消費者物価上昇率は引き続き低位安定して推移している。

食料品の主な内訳をみると、生鮮野菜（+11.7%→+17.2%）は伸びが上昇したものの、豚肉（+52.6%→+25.5%）が大幅に低下し<sup>6</sup>、食料品物価の伸びを押し下げた。

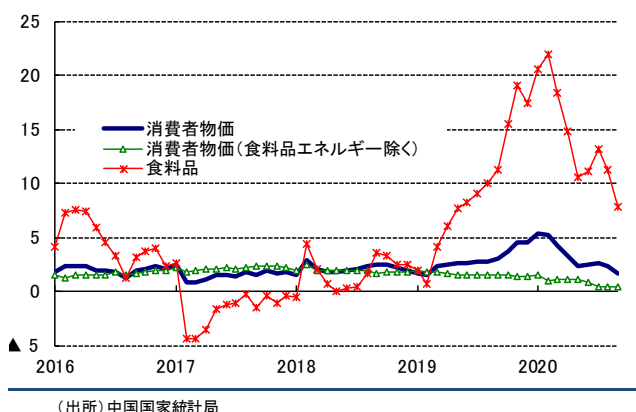
### 生産者物価

9月の生産者物価は、前年同月比▲2.1%と前月（▲2.0%）より下落幅が小幅拡大した。

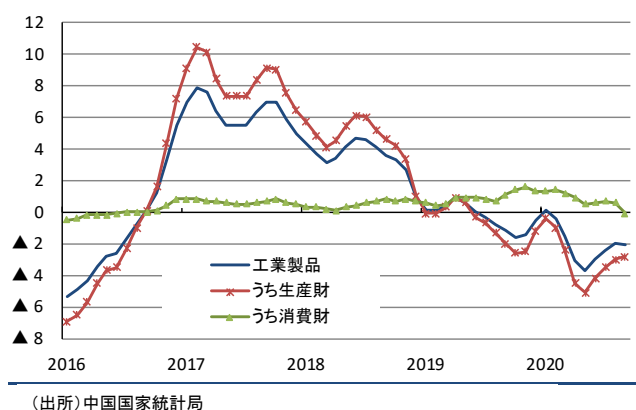
内訳をみると、生産財（8月前年同月比▲3.0%→9月▲2.8%）は、市況の底入れなどから鉱産物（▲5.8%→▲4.8%）や材料・燃料（▲6.4%→▲6.2%）を中心にマイナス幅の縮小が続いた。しかしながら、消費財（+0.6%→▲0.1%）が、食料品（+3.1%→+2.1%）の伸びの低下や、衣料品（▲1.1%→▲1.3%）、日用品（▲0.4%→▲0.8%）、耐久財（▲1.5%→▲1.9%）のマイナス幅拡大により、マイナスに転じた。

消費財需要は回復に向かっているが、生産も相応に回復しており、需給が引き締まる状況には至っていない。

消費者物価の推移(前年同月比、%)



生産者物価の推移(前年同月比、%)



<sup>6</sup> 9月の豚肉価格は、豚の飼育頭数の回復を背景に、前月比で▲1.6%（8月+1.4%）と低下した。そのほか、前年9月の価格が大幅に上昇（2019年8月前年同月比+46.7%→9月+69.3%）した影響も考えられる。

## 人民元対ドル相場

人民元の対ドル相場は上昇が続き、10月21日には約2年3か月ぶりに6.66元台まで値を切り上げた。米国で金融緩和の長期化方針が示される中、景気の回復モメンタムの低下を受けて全面的なドル安地合いが続いており、米中金利差（中国>米国）を背景とする人民元買い圧力が根強い。

人民銀行は10月10日、市中銀行に対し外貨買い（人民元売り）のコストを高めていた規制<sup>7</sup>を撤廃することで人民元売りを促したものの、目立った効果は見られず、人民元相場の上昇に歯止めが掛からない状況にある。



<sup>7</sup> 為替予約時の20%の準備金預け入れ義務。