

中国経済：2021 年はコロナ・ショックの反動で 8%成長も、中長期的には 5%台の安定成長を目指す（経済見通し）

11 月の主要経済指標は、10～12 月期の成長率が前年同期比 7%程度まで高まり、2020 年通年では 2%台のプラス成長となる可能性を示した。中央経済工作会議で示された 2021 年の経済政策運営は、景気に配慮した緩和的な財政金融政策を維持しつつ内需主導の成長を目指すとするも、過剰債務や住宅価格高騰の問題を懸念して徐々に中立方向に調整する方針も示された。そのため、今後は固定資産投資が減速、個人消費は「15 年で所得倍増」ペースに見合った安定成長を探ろう。輸出は世界的なコロナ感染再拡大を受けて当面伸び悩むが拡大傾向を維持。成長率は 2021 年こそ前年の反動もあり 8%台へ高まるが、その後は 5%台を目指すとする。

2020 年の成長率は 2%台のプラスを確保する見通し

11 月の主要経済指標は、中国経済の回復が一段と進んでいることを示した（右図）。

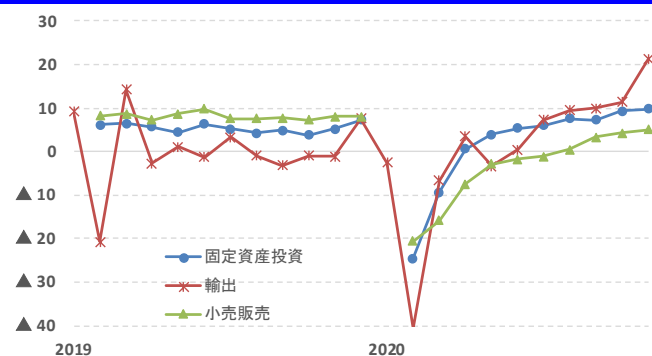
輸出（ドルベース）は前年同月比 +21.1%まで伸びを高め（10 月 +11.4%）、1～11 月累計では前年同期比 +2.4%となり、2020 年通年でも前年比プラスが見通せる状況となった。固定資産投資は 11 月に +9.7%まで伸びを高め（10 月 +9.2%）、1～11 月累計では前年同期比 +2.6%となった。輸出同様、固定資産投資も 2020 年通年で前年比プラスで着地する見通しである。一方で、小売販売は 11 月に +5.0%まで回復（10 月 +4.3%）したが、1～11 月累計では前年同期比 ▲4.8%と依然水面下である。12 月にある程度挽回したとしても、2020 年通年で前年比マイナスから脱するのは困難であろう。

これら需要の 3 本柱の動きを 10 月以降に限って見ると、輸出は 10～11 月平均で前年同期比 +16.3%、固定資産投資は +9.5%、小売販売は +4.6%となる。そのため、10～12 月期の実質 GDP 成長率は、7～9 月期の前年同期比 +4.9%から 7%程度まで高まり、2020 年通年では前年比 +2.4%程度になると予想される。コロナ禍により世界全体では大幅なマイナス成長が見込まれる中で、主要国では中国だけがプラス成長を維持することになる。そして、上記の通り、その原動力はインフラ関連や不動産分野を中心とした固定資産投資と、コロナ・ショックによる停滞の挽回分が上乗せされ急速に持ち直す輸出であり、個人消費はサービス分野の回復が遅れ完全復調には至っていない。

今後は固定資産投資が減速、個人消費は安定成長を探る

2021 年の中国経済の姿を展望するためには、まず、政府の方針を確認しておく必要がある。12 月 16～18 日に開催された中央経済工作会議では、①科学技術力の強化、②サプライチェーンの自主制御、③内需拡大、④改革開放の推進、⑤食料安全保障（種子と耕地の問題）、⑥独占禁止の強化（ネット企業規制）、

主な需要関連指標の推移（前年同月比、%）



（出所）中国国家统计局

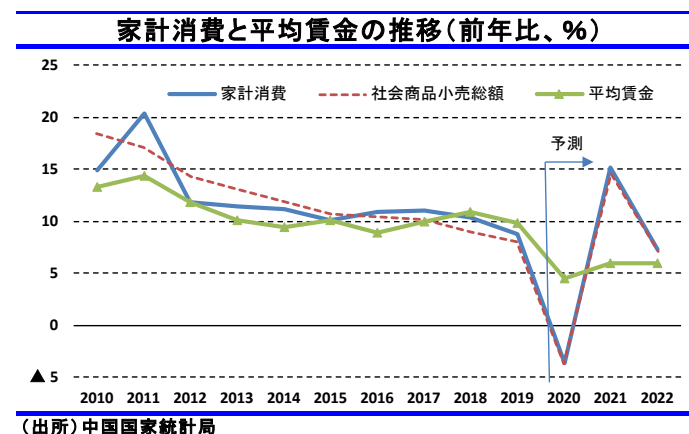
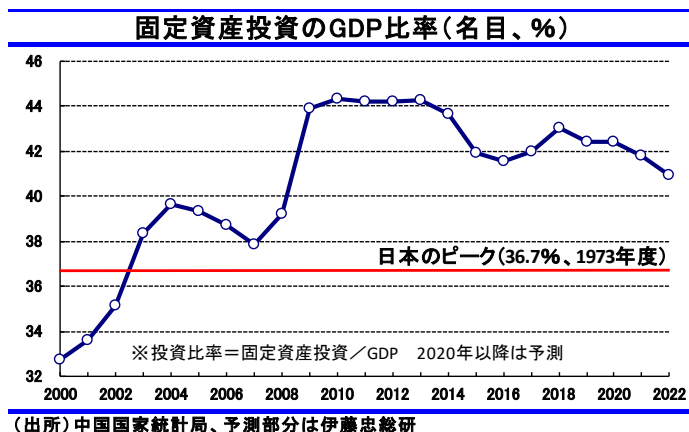
⑦大都市の住宅問題、⑧二酸化炭素排出抑制／カーボンニュートラル、の8点を重点項目とした。簡単に整理すると、米中摩擦激化が見込まれる中で、自力ないしは改革開放によって米国以外からの協力を得て技術開発を進めサプライチェーンを維持するとともに、食料・環境問題や不動産価格高騰に配慮しつつ内需拡大を推進、そのために独占企業の存在が障害になるのであれば規制強化も検討する、ということであろう。また、経済情勢を見極めつつ現在の拡張的な金融財政政策を維持するものの、「通貨供給量と名目成長率のスピードを基本的に一致させ、債務比率の基本的な安定を維持」することで、その程度を徐々に中立方向に戻していく方針も改めて示された。

こうした政策の方向性は、概ねこれまでレポートした通りであり¹、これらを踏まえると、今後の固定資産投資は、これまでの牽引役だったインフラ関連や不動産分野で伸びが鈍化すると見込まれる。固定資産投資のGDP比率は、44%に達していた2010年代前半に比べると低下しているものの、2019年でも42.4%と日本のかつてのピーク36.7%を大きく上回る過大投資の状況が続いており（右図）、その抑制は解決を優先すべき重要課題の一つである。そのため政府は、固定資産投資の主役をインフラ・不動産から製造業などへシフトさせつつ、過剰債務と表裏一体の過剰投資を修正するため、固定資産投資全体の拡大ペースを持続可能なものに減速させることを目指しているとみられる。そのペースは、当面は景気を過度に下押ししないことが求められるため、名目成長率を6%程度とすると前年比3~4%程度であろう。

内需主導の成長を目指す一方で固定資産投資の減速も求められる中国にとって、個人消費は成長の中核となるが、その動向は基本的に所得環境に左右される。2019年までは、平均賃金が前年比10%程度で増加する中、家計消費も概ね同程度のペースで拡大してきた（右図）が、2020年は新型コロナウイルス感染拡大の影響を受け、賃金の伸びは大きく鈍化、小売販売（社会商品小売総額）の落ち込みが示す通り家計消費も前年比で大きく落ち込んだとみられる。2021年の家計消費は、コロナ・ショックの反動もあり前年比15%程度まで伸びを高めるとみられるが、より長い目で見れば、「15年で所得倍増」という新たな方針の下、賃金の上昇ペースはかつてのような年10%までは戻らず、5~6%程度へ減速しよう。そして、家計消費もそれに収れんする形で拡大ペースを落としていくこととなろう。2021年については7%程度の増加を予想する。

2021年の成長率は8%台へ高まるも、2022年以降は5%台へ減速

インフラ投資とともに景気回復を牽引した輸出は、日欧米など最近のコロナ感染再拡大によって景気の停



¹ 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）」など参照。

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

滞が見込まれる地域向けを中心に、当面は伸び悩む見通しである。5月の1ドル＝7.1元台から足元での6.5元台まで一本調子で進む人民元高も輸出によって逆風となる。再び増勢を強めるのは、欧米でワクチンが普及し景気回復が見込まれる2021年春ないしは夏以降であろう。そのため、2021年の輸出の伸びはさほど高まらない。一方で、輸入は国内景気の回復に伴って順調に伸びを高めよう。その結果、2021年の純輸出（輸出－輸入）はGDP成長率に対してマイナス寄与となり、まさに内需中心の成長となる（下表）。その内需は、固定資産投資、個人消費とも前年の反動により大きく伸びを高めるため、2021年の実質GDP成長率は前年比＋8.4%程度まで高まると予想する。

2022年以降の中国経済は、「双循環」という目標に沿った成長を目指す。かつてからの成長エンジンである外需は、世界経済の回復に加え、人民元高の一服が見込まれることから成長を押し上げる方向に転じ、新たな成長エンジンである内需は、前述の通り固定資産投資が過大な債務負担を抱えて減速する中、個人消費が持続可能な所得の増加ペースに合わせた安定的な拡大を目指すため、全体としては以前に比べ緩やかな成長となる。その結果、2022年の実質GDP成長率は、15年間で所得倍増というペースに見合った4%後半という中成長に向けて、まずは5%台へ減速すると予想する。

中国のGDP成長率予測

前年比, %, %Pt	2017 実績	2018 実績	2019 実績	2020 予想	2021 予想	2022 予想
実質GDP	6.9	6.7	6.1	2.4	8.4	5.5
名目GDP	11.5	10.5	7.8	3.1	9.7	6.2
個人消費	11.1	10.4	9.0	▲3.7	15.2	7.3
固定資産投資	12.3	13.1	7.2	3.3	7.9	4.0
在庫投資（寄与度）	(0.2)	(▲0.1)	(▲0.2)	(▲1.6)	(0.5)	(▲0.3)
政府消費	11.2	11.9	8.9	18.0	2.2	10.0
純輸出（寄与度）	(▲0.3)	(▲0.9)	(0.8)	(2.0)	(▲0.3)	(0.3)
輸出	10.3	8.6	4.8	3.2	2.2	8.8
輸入	17.6	13.6	1.3	▲8.5	7.1	10.5

（出所）中国国家统计局、輸出入は当研究所の推計

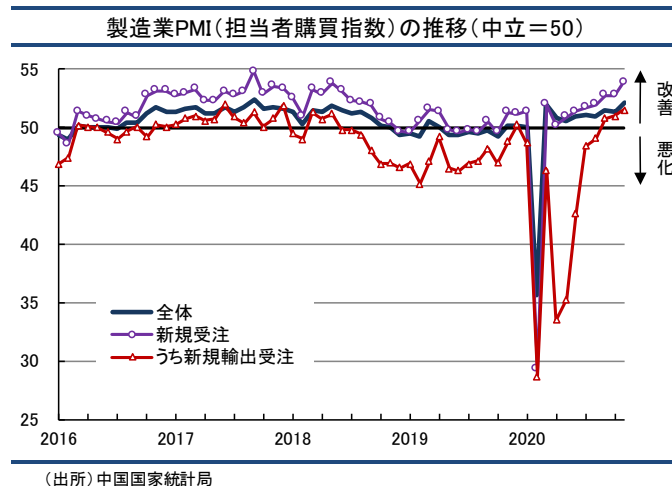
主な指標の動き (2020 年 11 月)

PMI (購買担当者指数)

11 月の製造業 PMI 指数は 52.1 となり、景況感の分かれ目となる 50 を 9 か月連続で上回った。また、前月 (51.4) から 0.7 ポイント上昇し、2017 年 9 月以来 3 年 3 か月ぶりの高い水準となった。

主な内訳を見ると、新規受注 (10 月 52.8→11 月 53.9) は 3 年 3 か月ぶり、うち新規輸出受注 (51.0→51.5) は 3 年ぶりの高水準を記録、好調な内外需を背景に受注の改善が続いていることを示した。

新規受注の回復によって生産 (53.9→54.7) も 3 年 3 か月ぶりの高水準まで改善、原材料在庫 (48.0→48.6)、製品在庫 (44.9→45.7) とともに前月より上昇した。ただ、雇用 (49.3→49.5) は前月よりやや上昇したものの、7 か月連続で 50 割れが続いており、雇用調整圧力は根強く残っている。



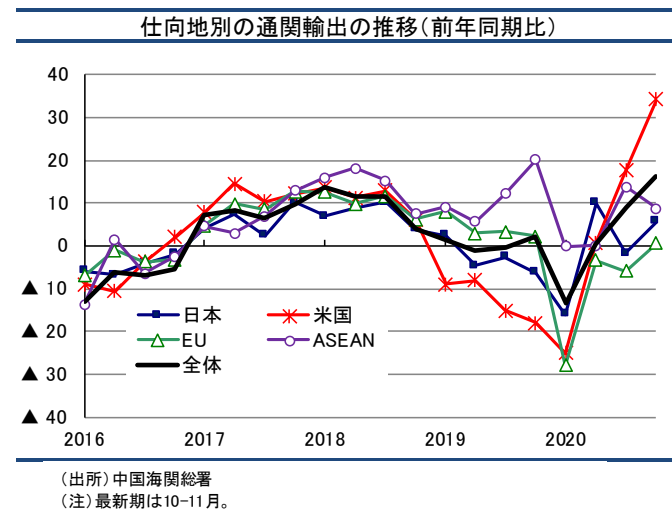
11 月の非製造業 PMI 指数は 56.4 と前月 (56.2) から上昇し、2012 年 6 月以来 8 年 6 か月ぶりの高水準となった。サービス業² (55.5→55.7) のほか、固定資産投資の拡大 (後述) を背景に建築業 (59.8→60.5) で一段と改善が進んだ。

輸出 (通関統計、米ドルベース)

11 月の輸出額は、前年同月比 +21.1% と前月 (+11.4%) から伸びが大幅に高まった。10~11 月の平均で見ても前年同期比 +16.3% と、7~9 月期 (+8.8%) より一段と伸びを高めている。

主な仕向地別の動向を見ると、ASEAN 向け (7~9 月期前年同期比 +13.8%→10~11 月 +8.7%) は伸びが鈍化したものの、米国向け (+17.6%→34.2%) の伸びが大幅拡大、日本向け (▲1.8%→+5.7%)、EU 向け (▲5.9%→+0.6%) がプラスに転じた。

主な財別では、携帯電話 (▲2.9%→+4.4%) がプラスに転じたほか、自動車部品 (+9.2%→+36.6%) や半導体 (+14.8%→+20.1%) の伸びが加速、家具 (+25.7%→+37.4%) や玩具 (+9.2%→+34.3%) が大幅に伸びを高め、衣類 (▲1.0%→+3.7%) もプラスに転じるなど、消費財の回復が顕著だった。また、パソコン (+40.8%→+30.5%) は鈍化したものの高い



² 国家統計局は、サービス業のうち、特に交通運輸やインターネット通信、金融で大幅な改善が進んでいる、とした。

伸びを維持した。

社会消費品販売総額（小売販売）

11月の社会消費品販売総額（小売販売）は、前年同月比+5.0%と前月（+4.3%）より伸びが高まった。10～11月の平均で見ても前年同期比+4.6%と、7～9月期（+1.0%）から加速している。9割を占める物販（7～9月期前年同期比+2.0%→10～11月+5.3%）がさらに伸びを高め全体をけん引した。ただ、飲食（▲6.8%→+0.1%）は10月によりやく前年同月比プラス（+0.8%）に転じたものの、11月は▲0.6%と再びマイナスとなり、新型コロナの影響を大きく受けたサービス分野の消費は力強さに欠ける状況である。

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、通信機器（7～9月期前年同期比+10.0%→10～11月+24.2%）の伸びが大幅に高まり、自動車（+11.7%→+11.9%）も小幅加速したほか、衣料品（+3.6%→+8.1%）、医薬品（+7.2%→+11.8%）、化粧品（+14.1%→+25.7%）といった生活関連品目での加速が目立った⁴。

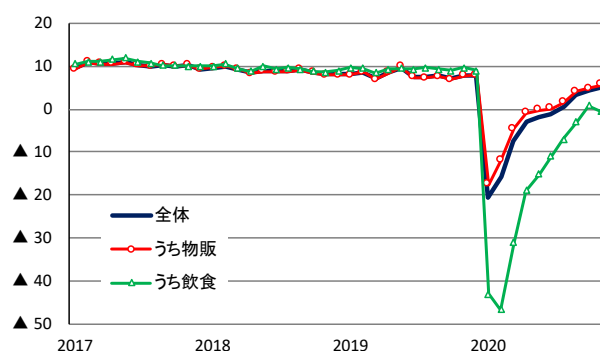
自動車販売を新車の台数ベース（乗用車）で見ると、11月は前年同月比+11.7%と、前月（+9.4%）より伸びが高まった。10～11月の平均で見ても前年同期比+10.6%と、7～9月期（+7.7%）より一段と改善が進んだ。

固定資産投資（都市部）

11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+9.7%と前月（+9.2%）から伸びが高まり、10～11月の平均で見ても前年同期比+9.5%と、7～9月期（+6.9%）から増勢が加速した。

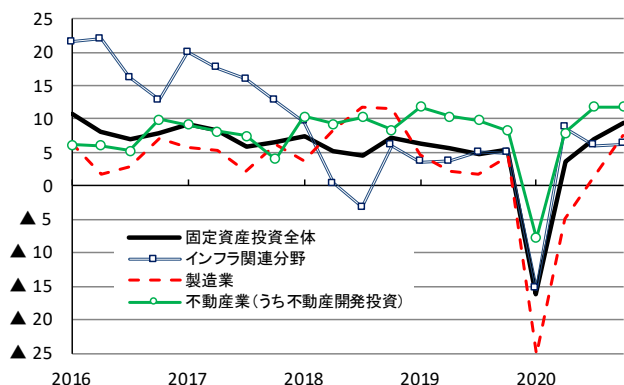
業種別では、製造業（7～9月期前年同期比+1.5%→10～11月+7.6%）が大幅に加速したが、インフラ関連分野の投資（+6.0%→+6.2%）や不動産業の不動産開発投資（+11.9%→+11.8%）は概ね横ばいにとどまった。

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
（注）最新期は10-11月。

固定資産投資の推移（前年同期比、%）



（出所）中国国家统计局
（注1）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、運輸倉庫（道路、鉄道含む）の合計。
（注2）最新期は10-11月。

³ iPhone の新機種販売開始が昨年より 1 か月遅れの 10 月下旬となったことが一因と見られる。

⁴ ただし、11月は大手 E コマース企業が「独身の日」（11月11日）オンライン販売セールを実施したため、消費者が生活関連品目を買いためするなど需要を先食いしている可能性も高い。

インフラ関連については、全体の5割強を占める水利・環境・公的施設（+2.4%→+6.3%）は伸びを高めたが、道路（+6.2%→▲0.5%）はマイナスに転じ、鉄道（+8.4%→▲13.3%）は大幅マイナスとなった。また、政府は住宅関連取引・貸出の抑制策⁵を実施、全国の住宅販売価格は10～11月平均で前年同期比+8.3%と7～9月期（+9.8%）から伸びが鈍化するなど、不動産政策は抑制的とみられる。

工業生産

11月の工業生産は、前年同月比+7.0%と前月（6.9%）から小幅に加速、2018年4月以来2年7か月ぶりの高い伸びとなった。産業別にみると、鉱業（10月前年同月比+3.5%→11月+2.0%）は減速したものの、製造業（+7.5%→+7.7%）やエネルギー業（+4.0%→+5.4%）が加速した。

製造業について業種別にみると、PC・通信機器を含む電子部品製造業（10月+5.0%→11月+9.3%）、特殊機器（+8.0%→+10.5%）、電気機器（+17.6%→+18.0%）、化学原料・製品（+8.8%→+9.2%）など幅広い業種で伸びが高まったほか、部品を含めた自動車（+14.7%→+11.1%）は鈍化したものの全体を上回る高い伸びを維持した。

財別で見ると、インフラ・不動産分野と関連の深い鋼材（+15.4%→+12.8%）の伸びが鈍化、半導体（+52.0%→+35.6%）や産業用ロボット（+49.4%→+47.0%）も鈍化したが高い伸びを維持した。

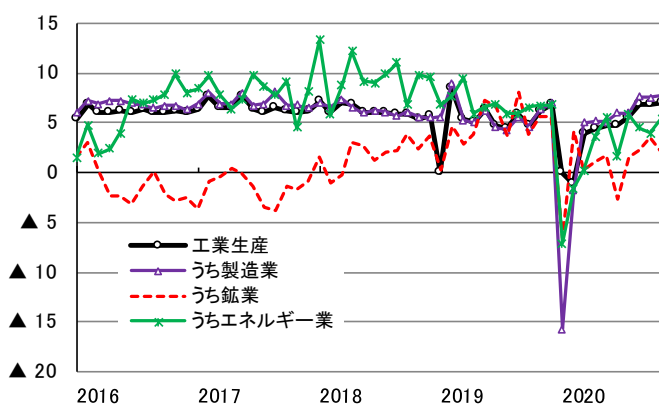
消費者物価

11月の消費者物価は、前年同月比▲0.5%（10月+0.5%）と2009年10月以来11年2か月ぶりにマイナスに転じた。ただ、全体の3割を占める食料品（10月前年同月比+2.2%→11月▲2.0%）の価格低下が主因であり、食料品・エネルギーを除いた総合（+0.5%→+0.5%）で見れば小幅プラスを維持した。

食料品の主な内訳をみると、生鮮野菜（+16.7%→+8.6%）の伸びが大幅に低下したほか、豚肉（▲2.8%→▲12.5%）のマイナス幅が拡大し、食料品物価の伸びを押し下げた。

消費者物価の動向に大きく影響している豚肉価格（前年比）下落の背景には、豚の飼育頭数の回復と前年

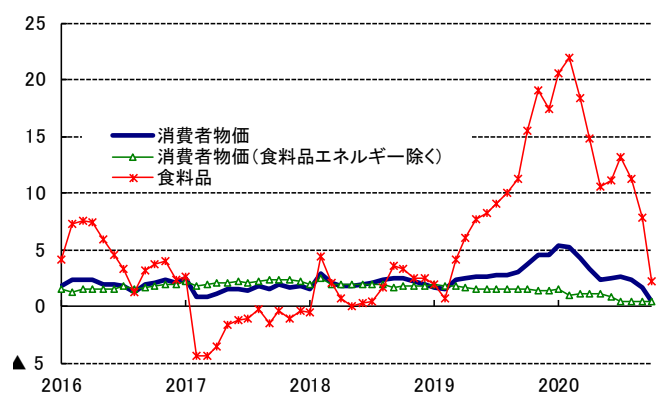
工業生産の推移（実質、前年同月比、%）



（出所）中国国家統計局

（注）1、2月は月次データが公表されないため、累積値の前年同期比。

消費者物価の推移（前年同月比、%）



（出所）中国国家統計局

⁵ 「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）」『Economic Monitor』2020年12月17日（https://www.itochu-research.com/ja/uploads/em20201023_2020-051_C.pdf）参照。

の価格急騰の反動がある。ただ、価格の水準は 2018 年のアフリカ豚熱発生前と比較すると依然として 2 倍程度にあるため、飼育頭数の増産によって下落傾向は当面続くことが見込まれる。

生産者物価

11 月の生産者物価は、前年同月比▲1.5%と前月（▲2.1%）よりマイナス幅が縮小した。

内訳をみると、生産財（10 月前年同月比▲2.7%→11 月▲1.8%）は、原油価格の上昇を背景に鉱産物（▲5.1%→▲3.6%）の下落幅が縮小したことが主因で、材料・燃料（▲6.0%→▲4.2%）、加工品（▲1.2%→▲0.8%）もマイナス幅が小幅縮小した。

一方で、消費財（▲0.5%→▲0.8%）は、食料品（+0.8%→+0.1%）の伸びが低下したことからマイナス幅が拡大した。衣料品（▲1.7%→▲1.8%）もマイナス幅が小幅拡大したが、耐久財（▲1.8%→▲1.8%）は横ばい、日用品（▲0.7%→▲0.5%）はマイナス幅が縮小した。

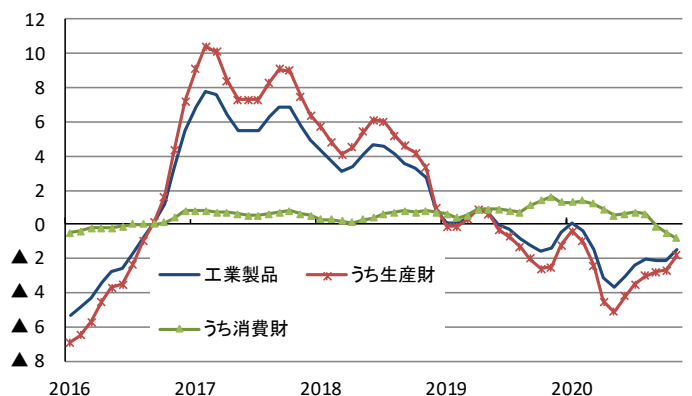
生産財の上昇、消費財の下落とも原油や生鮮品の価格という外的要因が中心であり、需給環境に大きな変化はない模様である。

人民元対ドル相場

人民元の対ドル相場は、人民元高傾向が継続、11 月 9 日に約 2 年 4 か月ぶりとなる 1 米ドル 6.5 元台まで上昇した後、一旦 6.6 元台に戻したが、16 日以降は再び上昇、12 月 16 日には 6.52 元まで値を切り上げた。

全面的なドル安地合いの中、中国経済の順調な回復継続や、米中金利差（中国＞米国）を背景とする人民元買い圧力が依然として根強い。

生産者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局

人民元相場の推移(元/米ドル)



(出所) 中国銀行