

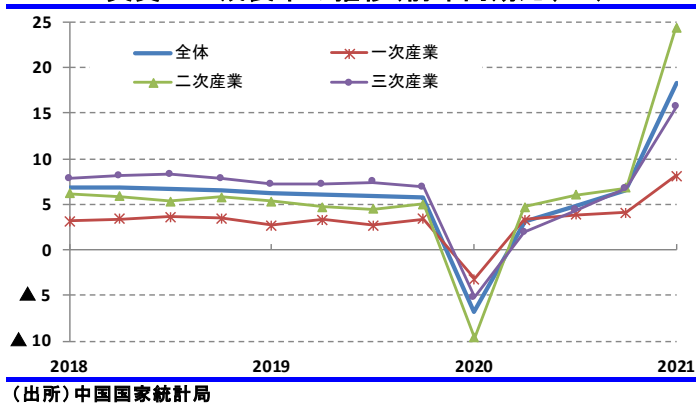
中国経済：1～3月のGDPで輸出主導の順調な回復を確認も、マネーサプライの鈍化に要注意

1～3月期の実質GDP成長率は大方の予想通りの高い伸びを記録した。前年のコロナ・ショックによる落ち込みの反動が主因であるが、中国経済は輸出を牽引役として順調に回復している。内需は製造業の設備投資やコロナ禍の影響を受ける飲食・旅行関連分野で回復が遅れているが、今後は輸出拡大やコロナ抑制を追い風に回復に向かう。2021年の成長率見通しは8%台を据え置くがマネーサプライの鈍化には留意が必要。

1～3月期のGDPは大幅に増加し経済の順調な回復を示す

本日、発表された2021年1～3月期の実質GDP成長率は、大方の予想通り、前年同期比+18.3%もの高い伸びを記録した。1992年の統計開始以降で最大の伸びとなった主因が、前年2020年1～3月期にコロナ・ショックで大きく落ち込んだ¹反動であることは言うまでもない。ただ、それでも2年前と比べた平均成長率は年+5.0%であり、中国経済がコロナ・ショックから順調に立ち直り、本来の成長を取り戻しつつあることも間違いない。

実質GDP成長率の推移(前年同期比、%)



産業別に見ると、製造業を中心とする二次産業が輸出の順調な回復を背景に前年同期比+24.4%、2年間の平均で+6.0%と堅調に拡大し全体を牽引した。サービス業などの三次産業も+15.6%と健闘したが、2年平均で+4.7%にとどまり、二次産業には及ばなかった。中国は他国に比べコロナ感染を抑制できているものの、外出や旅行は抑制気味であり、外食を中心に回復が遅れていることを反映したとみられる。

回復の主役は輸出から内需へ

需要動向から成長の様子を見ても、牽引役は明らかに輸出である（詳細は後半の「主な指標の動き（2021年1～3月）」参照）。1～3月期の輸出（ドルベース）は前年同期比+48.9%もの高い伸びを記録した。一方で、小売販売（社会消費品販売総額）は+33.9%、固定資産投資は+25.6%といずれも高い伸びながら輸出を下回っている。

今後も、海外経済がコロナ禍から立ち直るに伴い、輸出の拡大が続くと見込まれる。さらに、輸出の回復は、遅れていた製造業の設備投資の回復を後押ししよう。固定資産投資は、これまでのインフラ分野や不動産から、主役を製造業にシフトし増勢を維持すると予想される。

個人消費についても、物販は順調な回復を見せているが、サービス分野のうち外食や旅行など新型コロナウイルスの感染拡大を警戒して抑制されていた分野についても、年初からの一部地域における感染再拡大が収まったことから、中断していた正常化に向けた動きが再開し、回復色を一段と強めていくとみられる。

¹ 2020年1～3月期の実質GDP成長率は、前年同期比▲6.8%もの大幅な減少を記録した。

1～3 月期の成長率は 2 年前比で見れば年平均 5.0%であり、コロナ前となる 2019 年実績の前年比+6.0%を未だ下回っている。経済の成熟化に伴う多少の成長減速を見込んだとしても、今後、本来のペースに向けて成長が加速する余地は十分にある。

中国政府は 2021 年の成長率目標を 6.0%以上としたが、仮に 4～6 月期以降も 1～3 月期と同様、2 年前に比べて年平均 5.0%の成長を維持したとすれば、2021 年通年の成長率は前年比+7.8%程度となる。当社は 2021 年の成長率を前年比+8.4%と予想しているが²、今後、内需の回復ペースが加速するとすれば、8%台の成長はさほどハードルが高いわけではない。

資金供給の緩和度合いが今後の成長ペースを左右

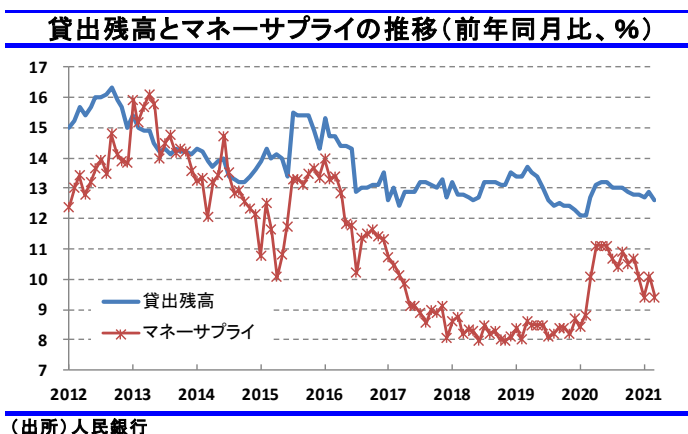
成長ペースを鈍化させる可能性のある要因を挙げるとすれば、金融緩和の調整であろう。

中国政府・人民銀行は、「穏健な」金融政策を継続する方針を示しているが、2021 年の政府活動報告では緩和度合いを調整する必要性も示唆しており、マネーサプライ (M2) の伸びを名目成長率と一致させる目標を掲げた。

実際のマネーサプライの伸びを見ると (右図)、コロナ禍に対応するため 2020 年 2 月までの前年比 8%

台から 3 月以降は 10%を超える高い伸びを続けてきたが、2021 年に入り 1 月、3 月は 9.4%まで伸びが鈍化している。仮に 2021 年通年の実質 GDP 成長率が 8%程度となれば、名目成長率は 10%程度であり、現在のマネーサプライは既に当社が見込む成長ペースに対して中立的なところまで抑制されていることになる。

今後もマネーサプライの抑制傾向が続くようであれば、まずは過剰な資金供給も追い風として高い伸びを続けてきた不動産投資は減速を余儀なくされよう。さらには、コロナ禍からの回復道半ばにある飲食や旅行関連などの業界を中心に、業績が低迷している分野では厳しい資金繰りを迫られることにもなろう。中国経済の今後の回復の姿を見通す上において、資金供給の状況を注視する必要がある。



² 2021 年 3 月 19 日付 Economic Monitor「世界経済見通しアップデート:感染再拡大でブレーキもリスク要因の顕在化は限定的、年後半にかけて回復の見通しは変わらず」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2021/2000/>

主な指標の動き（2021 年 1～3 月）

PMI（購買担当者指数）

3 月の製造業 PMI 指数は、前月の 50.6 から 51.9 へ上昇、昨年 12 月以来の水準を回復した。景況感の分かれ目となる 50 を上回るのは昨年 3 月以降、13 カ月連続。

主な内訳を見ると、新規輸出受注（2 月 48.8→3 月 51.2）の上昇を受けて、新規受注（51.5→53.6）や生産（51.9→53.9）も大きく水準を高めた。輸出の堅調拡大が製造業の生産拡大に貢献している様子が窺える。雇用（48.1→50.1）は昨年 4 月以来となる 50 超を記録、雇用情勢も改善しつつある。

3 月の非製造業 PMI 指数も前月の 51.4 から 56.3 へ大幅に上昇した。うち、サービス業（2 月 50.8→3 月 55.2）は昨年 12 月（54.8）以来の水準を回復、コロナ対応で行動制限が強化された春節休暇が明けて経済活動が着実に回復している様子を示した。建築業（54.7→62.3）もインフラ・不動産分野の固定資産投資拡大（後述）を背景に高水準を維持した。

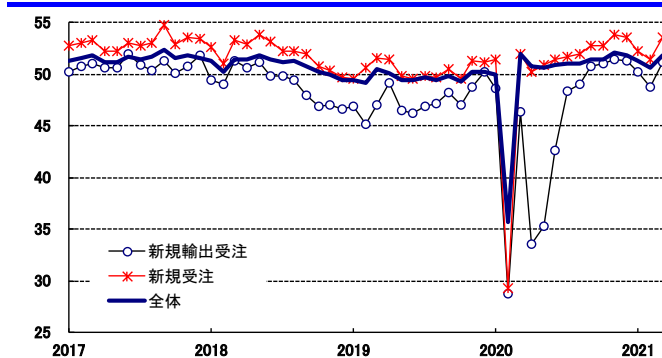
輸出（通関統計、米ドルベース）

3 月の輸出額（ドルベース）は前年同月比+30.6%と高い伸びを記録した。前年のコロナ・ショックの反動により大幅に伸びた 2 月（+154.9%）からは鈍化したものの 1 月（+24.8%）を上回っており、堅調さを維持している。

この結果、1～3 月期の輸出額は前年同期比+48.9%となり、10～12 月期の+17.0%から大きく伸びが高まった。主因はコロナ・ショックの反動である。主な仕向け地別の動向を見ると、米国向け（10～12 月期前年同期比+34.3%→1～3 月期+74.8%）の拡大が顕著であり、EU 向け（+2.0%→+56.7%）も急伸、ASEAN 向け（+12.2%→+36.5%）はコロナ・ショックの影響が小さかった³割には高い伸びを記録した。これらに比べると、日本向け（+6.5%→+30.8%）の勢いは見劣りする。

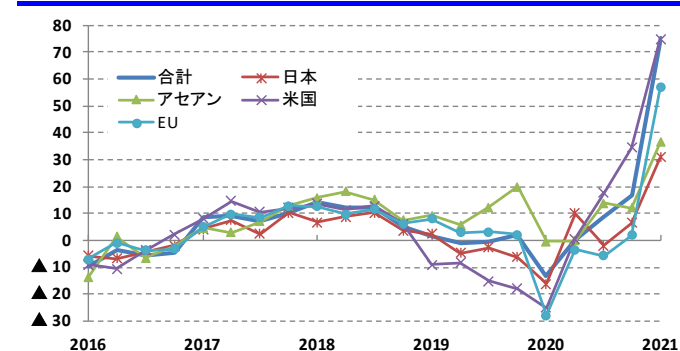
主な財別では、ハイテク製品が堅調（10～12 月期前年同期比+17.2%→1～3 月期+49.0%）、玩具（+33.4%→+71.4%）や繊維製品（+2.2%→+47.7%）など消費関連財が急回復、鉄鋼（+1.8%→+38.4%）が持ち直し、船舶（▲23.7%→+26.8%）に復調の動き。一方で、コロナ対策需要により大幅に増加していたプラスチック製品（+99.8→+51.7%）は勢いが鈍化した。

製造業PMI指数の推移（中立=50）



（出所）中国国家统计局

仕向け地別の輸出の推移（前年同期比、%）



（出所）中国海関総署

³ コロナ・ショックに見舞われた 2020 年 1～3 月期は、米国向け（前年同期比▲25.1%）、EU 向け（▲28.0%）、日本向け（▲16.1%）に比べ、ASEAN 向け（▲0.5%）の落ち込みは小さかった。

社会消費品販売総額（小売販売）

3月の社会消費品販売総額（小売販売）は前年同月比+34.2%となり、1～2月の前年同期比+33.8%からさらに伸びを高めた。物販の伸びはやや鈍化したが（1～2月前年比+30.7%→3月+29.9%）、回復が遅れていた飲食が急伸した（+68.9%→+91.6%）。

この結果、1～3月期の社会商品販売総額は前年同期比+33.9%、2年前と比べても年平均+4.2%とプラスになり、順調な回復を見せた。ただ、飲食は1～3月期に前年同期比+75.8%もの大幅増となったが2年前比では年平均▲1.0%にとどまり、上記の通り足元で加速しているものの回復は道半ばである。一方の物販は、1～3月期に前年同期比+30.4%、2年前比で平均+4.8%と比較的順調に回復している。品目別（一定規模以上の企業）では、通信機（1～3月期前年比+42.4%、2年前比平均+17.1%）やスポーツ・娯楽用品（+45.2%、+17.4%）の増加が目立った。

また、自動車販売台数は、当社試算の季節調整値で3月に年率3,040万台へ増加、2018年3月（3,010万台）以来の3,000万台となった。うち乗用車は年率2,389万台となり、2018年通年の販売台数（2,367万台）を上回る水準まで増加した。

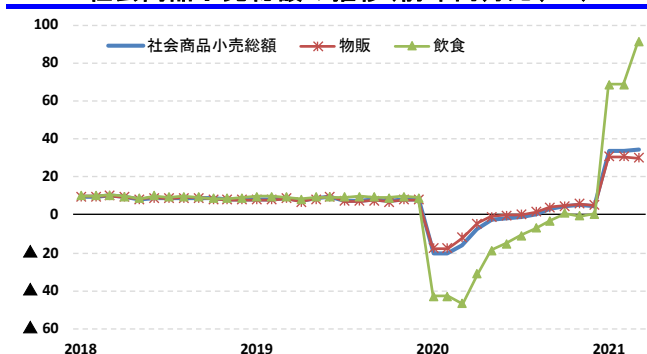
固定資産投資（都市部）

3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+19.3%となり、コロナ・ショックの反動で伸びが高まった1～2月の前年同期比+35.0%からは鈍化したが、堅調に拡大した。その結果、1～3月期では前年同期比+25.6%となり、2年前との比較でも年平均+2.9%と増加した。

ただ、産業別に見ると、二次産業は1～3月期で前年同期比+27.8%にとどまり、2年前と比べると年平均▲0.3%と回復が遅れている。大部分を占める製造業が+29.8%と急回復したものの、2年前比では平均▲2.0%と落ち込みを取り戻せなかった。

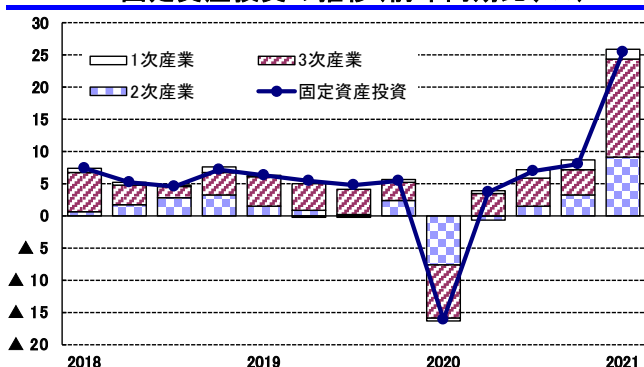
一方、三次産業は1～3月期に前年同期比+24.1%にとどまったものの、2年前比では平均+4.0%と拡大傾向を維持した。インフラ関連投資が+29.7%（2年前比平均+2.3%）と増勢を維持し、不動産開発投資は+25.6%（+7.6%）と堅調拡大を続けた。

社会商品小売総額の推移（前年同月比、%）



(出所) 中国国家统计局

固定資産投資の推移（前年同期比、%）



(出所) 中国国家统计局

消費者物価

3月の消費者物価は前年同月比+0.4%となり、3か月ぶりのプラスに転じた（2月は▲0.2%）。全体の3割を占める食料品（2月前年同月比▲0.2%→3月▲0.7%）はマイナス幅が拡大したものの、衣料品（▲0.5%→+0.1%）などが持ち直し消費財全体（▲0.3%→+0.6%）としてプラスに転じた。サービス（▲0.1%→+0.2%）もプラスに転じている。

食料品の主な内訳をみると、豚肉（2月▲14.9%→3月▲18.4%）のマイナス幅が拡大したことに加え、生鮮野菜（+3.3%→+0.2%）の伸びが一段と鈍化、食料品価格を押し上げていた2大要因が、いずれも落ち着きつつある。

生産者物価

3月の生産者物価は、前月の前年同月比+1.7%から+4.4%へ伸びが高まった。

内訳をみると、鉱産物（2月+6.8%→3月+12.3%）の価格上昇が原材料（+2.9%→+10.1%）や加工品（+1.7%→+3.4%）に波及し、生産財全体で伸びを大きく高めた。消費財についても、食品（2月+1.6%→3月+2.0%）の価格上昇が続く中で、衣料品（▲1.3%→▲0.8%）や耐久財（▲1.8%→▲1.4%）のマイナス幅が縮小、消費財全体で7か月ぶりのプラスに転じた（▲0.2%→+0.1%）。

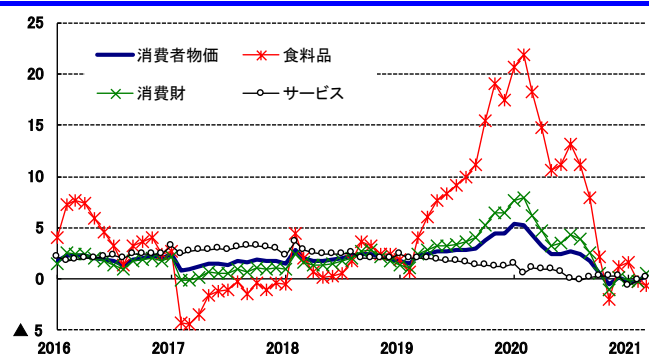
生産者物価の上昇は専ら資源価格上昇を受けたものであり、食料品価格上昇の影響も見られるが、消費財価格の動向が示す通り、国内景気の持ち直しによりデフレ圧力は弱まっている模様である。

人民元対ドル相場

人民元の対ドル相場は、2月上旬に1ドル=6.43元台まで上昇した後、3月下旬にかけて反落、4月初には6.57元台まで元安が進んだ。米長期金利の上昇を背景に米ドルの上昇基調が続く中、2月まで人民元相場を実需面で押し上げていた中国の貿易黒字が3月は縮小したことが主因とみられる。

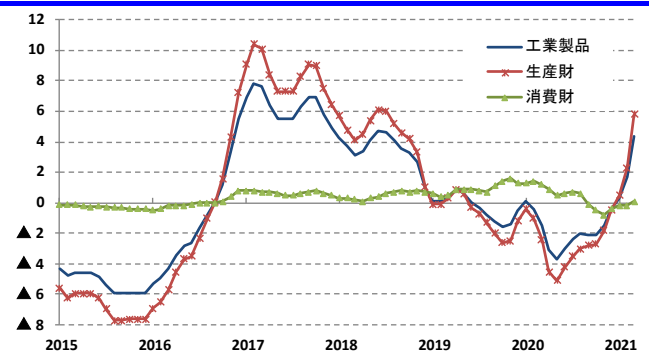
また、中国政府としては、物価上昇の懸念材料であった豚肉などの食料品価格が落ち着いたことから、人民元相場の下落が輸入物価を押し上げることに配慮する必要性が低下しており、それも人民元相場の下落が続いた一因であろう。

消費者物価の推移（前年同月比、%）



(出所) 中国国家统计局

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) CEIC DATA

ただ、4月に入り米長期金利の上昇一服を受けてドルが軟調に推移したことから、人民元の対ドル相場はやや反発、足元では1ドル=6.52元台まで値を戻している。今後の人民元相場は、主に中国の貿易黒字と米長期金利の動向に左右される状況となろう。