

## 中国経済：景気回復続くも金融政策の調整迫られる

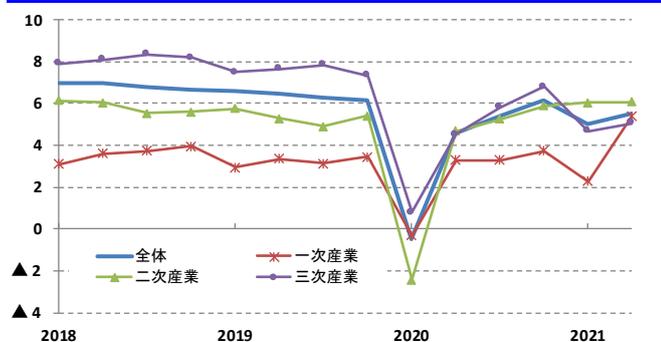
4～6 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+7.9%と堅調、2 年前比でも+5.5%と前の期の+5.0%を上回るなど、全体としては順調な回復が続いている。ただし、宿泊・飲食は 2 年前比でもマイナス、卸小売もようやく全体と同程度の成長へ持ち直すにとどまり、個人消費の回復はサービス分野で遅れている。こうした状況もあり、人民銀行が預金準備率を引き下げるなど金融政策の中立化に向けた動きは中断。今後はインフラ投資の拡大に踏み込むか注目。

### 成長率は順調に回復するもサービス分野の回復には依然遅れ

7 月 15 日に発表された 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+7.9%となり、事前予想コンセンサスを若干、当社予想 (+7.1%) を大きく上回った。1～3 月期の前年同期比+18.3%に比べると大きく減速した格好となったが、コロナ・ショックにより前年の数字が大きく歪んでいる反動であることは周知の通りである。2 年前との比較では 1～3 月期の平均+5.0%から 4～6 月期は+5.5%へ伸びを高めており、景気の拡大ペースは加速したということになる（下左図）。

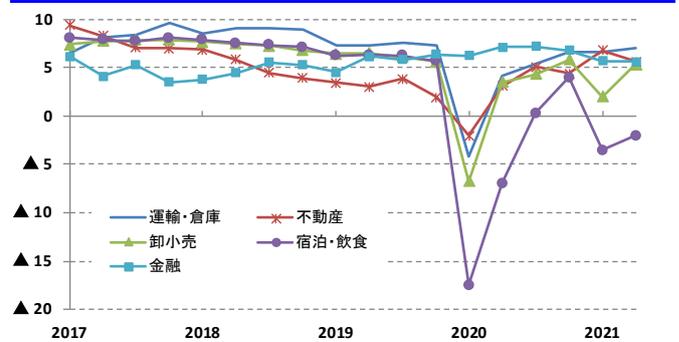
産業別に見ると、製造業を中心とする二次産業は、1～3 月期の前年同期比+6.0%から 4～6 月期は+6.1%へ小幅加速にとどまったが、全体を上回る伸びを維持しており、二次産業が景気拡大を牽引している姿に変わりはない。一方で、サービス産業などの三次産業は+4.7%から+5.1%へ伸びを高め着実な改善を見せたが、全体の成長率を下回る状態が続いており、依然として回復に遅れが見られる状況にある。

産業別の実質 GDP 成長率(2年前比、平均、%)



(出所) 中国国家统计局

主な三次産業の実質 GDP 成長率(2年前比、平均、%)



(出所) 中国国家统计局

主な三次産業の成長率（2 年前比）を見ると（右上図）、好調なのは運輸・倉庫（1～3 月期+6.6%→4～6 月期+7.1%）である。輸出やネット通販などモノの経済が先行して回復し、荷動きが活発な状況が続いているようである。また、不動産（+6.8%→+5.6%）は、価格高騰を懸念した政府の抑制方針もあり減速したが依然として高い成長を維持している。金融（+5.7%→+5.6%）も小幅な鈍化にとどまり全体を上回る比較的高い成長を維持した。

一方、卸小売（+2.0%→+5.3%）は、伸びが大きく高まったとはいえ、ようやく全体並みの成長ペースに回復した程度である。宿泊・飲食（▲3.6%→▲2.0%）に至ってはマイナス幅が縮小したものの 2 年前比でも未だマイナス圏であり、回復には至っていない。全国的にコロナ感染は抑制されているが、局地的

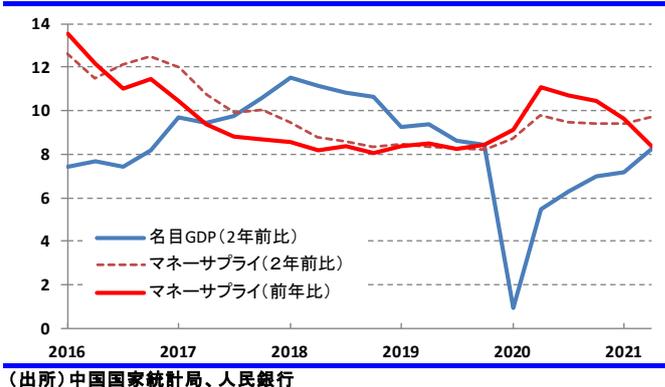
な感染拡大は発生しており、消費者の行動はコロナ前を完全には回復していない。特にサービス分野において個人消費の回復が遅れていることが、業種別の GDP で確認された（景気動向についての詳細は後半の「主な指標の動き（2021年6月）」も参照されたい）。

### 金融政策の修正を迫られる金融当局

景気は回復傾向にあるものの、輸出の拡大ペースが明確に鈍化していることに加え、回復の先導役としてのバトンを受ける役割を期待される個人消費の足取りが重いことなどから、人民銀行は7月9日、預金準備率の0.5%ポイント引き下げを決めた（実施は7/15）。中国において預金準備率操作は有効な金融政策ツールの一つであり、準備率引き下げは一般的に金融緩和の手段として理解されている。

これまで当局は、金融政策を超金融緩和から中立方向へ調整してきた。マネーサプライ（M2）の残高は、2020年4～6月期の前年同期比+11.1%をピークに鈍化傾向にあり、2021年4～6月期には+8.3%まで伸びが鈍化している（右図）。前年の反動という要素も含まれるため、他の指標と同様、2年前比（平均）で見ても、2020年4～6月期の+9.8%でピークを打ち7～9月期以降は9.4%へ鈍化している。ただ、2021年4～6月期には9.7%へ伸びを高めており、ここに来て金融政策のスタンスに若干の変化があった可能性が示されている。

名目GDPとマネーサプライ(前年同期比、2年前比、%)



今回の預金準備率引き下げについては、物価上昇の影響を受けている中小・零細企業を支援するためのものだという指摘もある。実際に、物価上昇を考慮した名目ベースでGDPを見ると、2021年4～6月期は前年同期比+13.6%、2年前比でも+8.2%まで成長率が高まっている。それでもマネーサプライの伸びは未だ名目GDPを上回っており、資金供給は今のところ十分に緩和的だと言えるが、その差は着実に縮小している。こうした状況を踏まえると、中国の金融当局は、金融緩和に舵を切ったとまでは言えないものの、少なくとも中立化に向けた調整を中断したとみて良さそうである。

これまで順調な回復を見せてきた中国経済であるが、政策当局が最近の景気動向に心許なさを感じているということであろう。金融政策の修正により、昨年後半から大幅に上昇した人民元の上昇圧力が抑えられ、現在の景気の主力エンジンである輸出を支える効果も期待できる。今後は、このところ増勢が弱まっているインフラ投資の再拡大による景気テコ入れに踏み切るか注目される。

## 主な指標の動き (2021年6月)

## PMI (購買担当者指数)

6月の製造業 PMI 指数は、5月の51.0から50.9へ小幅低下したが、景況感の分かれ目となる50を引き続き上回った。50超は2020年3月以降、16ヵ月連続であり、コロナ・ショック以降の景気持ち直しの動きは維持されている。ただ、景気拡大の勢いは鈍化している。

主な内訳を見ると、新規輸出受注が2ヵ月連続で50を下回った(5月48.3→6月48.1)ものの、新規受注は改善(51.3→51.5)、輸出の停滞懸念と国内需要の復調を示唆した。ただ、生産指数は悪化(52.7→51.9)、雇用指数は改善するも50割れが続く(48.9→49.2)など、全体的に弱さの目立つ結果である。

6月の非製造業 PMI 指数も前月55.2から53.5へ悪化、引き続き50を大きく上回る水準で推移しているものの、減速感が見られた。うち、建築業(5月60.1→6月60.1)は不動産分野の投資が堅調さを維持していること(後述)を反映して高水準を維持したが、サービス業(54.3→52.3)は大きく低下した。

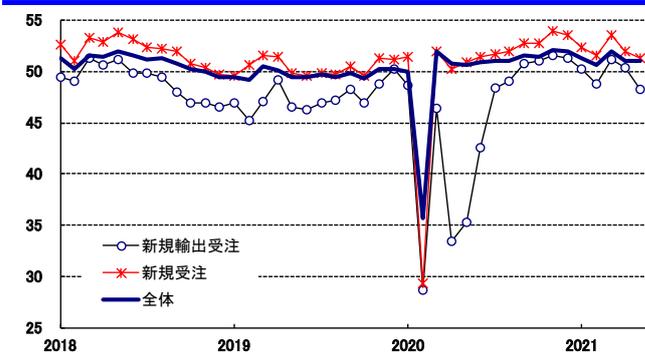
## 輸出 (通関統計、米ドルベース)

6月の輸出額(ドルベース)は前年同月比+32.2%となり、5月の+27.9%から伸びを高めた。当社が公表実額値から試算した季節調整値でも6月は前月比+4.1%と増加しており、減少した5月から持ち直した模様である。その結果、4~6月期は前期比+2.7%と1~3月期の+9.0%から大きく減速したものの、増勢は維持した。

4~6月期の動きを主な仕向地別に見ると(右図)、回復が先行していた米国向けは増勢が一服し反落(1~3月期前期比+9.0%→4~6月期▲4.6%)、EU向けもコロナ感染拡大により景気が停滞し概ね横ばいとどまった(+13.4%→▲0.2%)。一方で、ASEAN向け(+7.8%→+5.2%)や日本向け(+6.2%→+3.3%)、韓国向け(+13.8%→+3.0%)は減速したものの拡大基調を維持した。

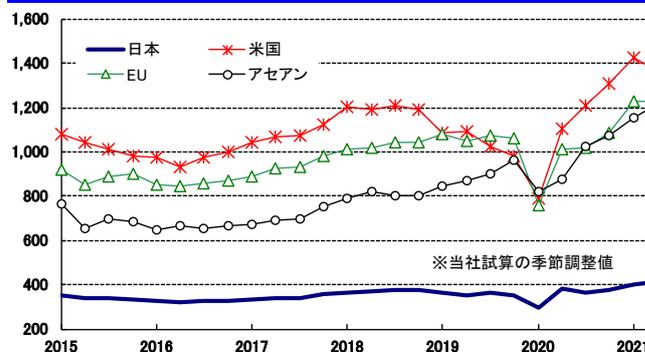
主な財別では、鉄鋼(1~3月期前年同期比+38.4%→4~6月期+84.1%)や船舶(+26.8%→+56.9%)が増勢を強め、玩具(+71.4%→+56.8%)や繊維製品(+47.7%→+34.9%)などの消費関連財は比較的高い伸びを維持したが、ハイテク製品(+49.0%→+21.2%)やプラスチック製品(+51.7%→+19.8%)は伸びが大きく鈍化した。

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(季節調整値、百万ドル)

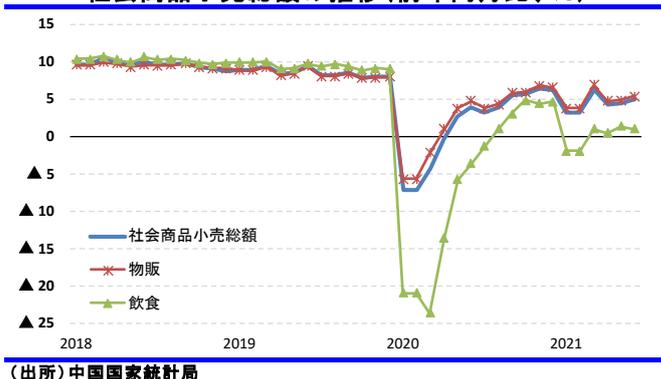


(出所) 中国海関総署

## 社会消費品販売総額（小売販売）

6月の社会消費品販売総額（小売販売）は前年同月比+12.1と5月の+12.4%から伸びが鈍化したが、コロナ・ショックによる歪を取り除くため2年前比（1年平均）で見ると、5月の+4.5%から6月は+4.9%へ若干伸びが高まった（右図）。ただ、内訳を見ると物販は5月の前年同月比+4.9%から6月は+5.3%へ改善したが、飲食は+1.3%から+1.0%へ鈍化しており、サービス分野の回復は依然として遅れている。

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

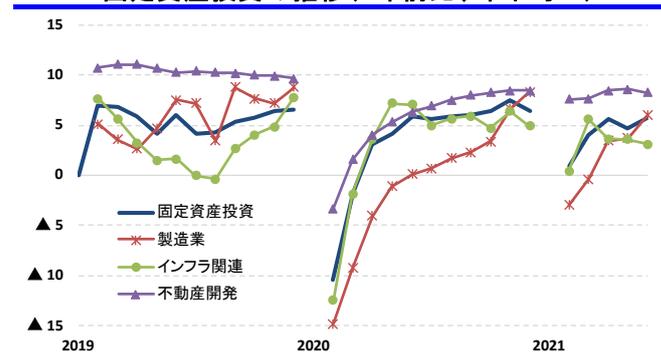
6月の自動車販売台数は、5月の前年同月比▲3.0%から▲12.4%へマイナスが拡大、当社試算の季節調整値でも前月比▲9.9%（年率2,481万台）と大きく落ち込んだ。うち乗用車は前月比▲10.8%の年率1,965万台にとどまり、2020年3月以来の2,000万台割れとなった。主因は半導体不足による生産低迷であり、自動車の生産台数は5月の前年同月比▲2.6%から6月は▲11.8%へマイナス幅が拡大した。

## 固定資産投資（都市部）

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、5月の前年同期比+5.5%<sup>1</sup>から6月は+6.0%へやや伸びを高めた。他の指標と同様、コロナ・ショックによる歪を取り除くため2年前比（1年平均）で見ても、5月の+4.7%から6月は+5.7%へ加速した。

主な内訳を見ると、全体の約3割を占める製造業が2年前比で一段と伸びを高めた（5月+3.7%→6月+6.0%）。一方で、2割強を占めるインフラ関連分野<sup>2</sup>（+3.5%→+3.1%）は伸び悩み、約2割の不動産開発（+8.6%→+8.3%）も高い伸びながら小幅鈍化した。不動産分野の減速は政府の方針通りであり、製造業は輸出回復に加え人件費などコスト上昇へ対応するための省力化ニーズが根強い。今後、消費回復の遅れに対し政府がインフラ投資の再拡大に踏み切るか注目。

固定資産投資の推移（2年前比、年平均%）

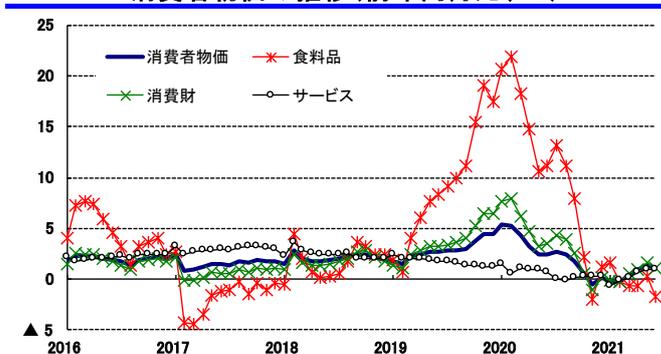


(出所) 中国国家统计局

## 消費者物価

6月の消費者物価は前年同月比+1.1%となり、5月の+1.3%から伸びが鈍化した。ただ、全体の3割を占める食料品が豚肉<sup>3</sup>を中心とする生鮮品価格の下落により大幅マイナスに転じた（5月前年同月比+0.3%→6

消費者物価の推移（前年同月比、%）



(出所) 中国国家统计局

<sup>1</sup> 当社試算の単月の前年同月比。5月も同様。

<sup>2</sup> 鉄道輸送、道路輸送、水利・環境・公共施設管理、電気・ガス・水道の合計。

<sup>3</sup> 豚肉価格は、前年に高騰した反動により、5月の前年同月比▲23.8%から6月は▲36.5%へマイナス幅を拡大させた。

月▲1.7%)ことが主因であり、食品を除けば5月の+1.6%から6月は+1.7%へ伸びを高めている。エネルギー価格の上昇などを受けて、交通通信(+5.5%→+5.8%)や住居関連(+0.7%→+0.9%)で伸びが高まった。食料品価格が前年の反動により下落したことに隠された形となったが、景気回復に伴う需要増や資源価格上昇によるインフレ圧力は未だ根強い。

### 生産者物価

6月の生産者物価は、5月の前年同月比+9.0%から+8.8%へ小幅鈍化し、年初からの急加速はひとまず一服した。

内訳をみると、鉱産物(5月+36.4%→6月+35.1%)や原材料(+18.8%→+18.0%)伸びが鈍化、加工品(+7.4%→+7.4%)は変わらずとなり、川上にあたる生産財価格の上昇加速に歯止めが掛かった(5月+12.0%→6月+11.8%)。川下の消費財価格も、耐久財(▲0.8%→▲0.6%)のマイナス幅は縮小したものの、食品(+2.2%→+1.4%)や日用品(0.5%→+0.3%)の伸びが鈍化、衣料品(▲0.6%→▲0.8%)はマイナス幅が拡大し、全体でプラス幅が縮小した(+0.5%→+0.3%)。

なお、上昇一服には政府による価格抑制策<sup>4</sup>の効果もあった模様である。これまでの上昇幅は大きいため、今後、川下分野に波及し、消費者物価の押し上げにつながる可能性には引き続き留意が必要であろう。

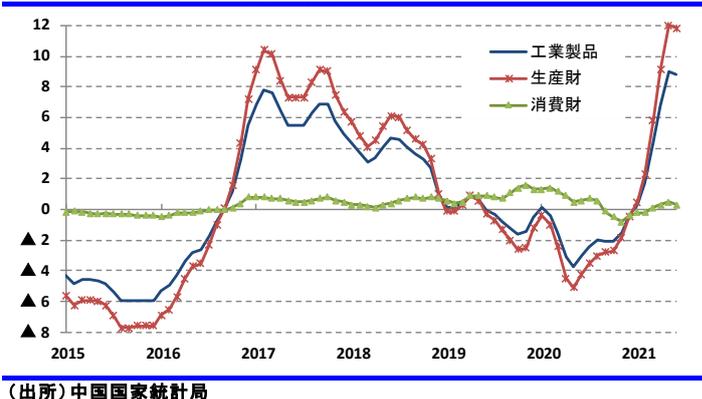
### 人民元対ドル相場

人民元の対ドル相場は、5月下旬にかけて1ドル=6.36元台まで元高が進んだが、6月に入り5月雇用統計の改善を受けて米国景気の堅調さが意識されドル高人民元安傾向に転じ、7月上旬には6.49元近くまで元安ドル高方向に戻した。

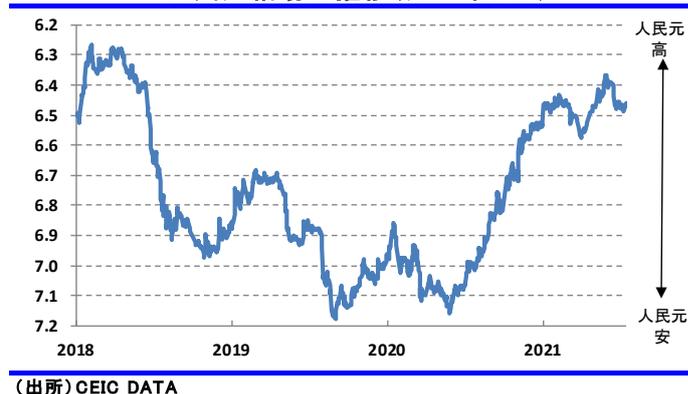
実需面でも、6月の貿易黒字は前年同月比51億ドル、前月比で87億ドル(季節調整済値)拡大したものの、5月の減少分(それぞれ174億ドル、126億ドル)を埋め切れておらず、3月以降の黒字縮小傾向が維持されていることも、元高が進みにくい背景にあるとみられる。

人民銀行は7月9日、預金準備率の0.5%ポイント引き下げを決めた(実施は7/15)。これまでの引き締め姿勢の終了を示すものであり、緩和の出口を探る米FRBとは正反対の方向となる。こうした米中中銀のスタンスの違いは、ドル高人民元安要因となろう。

生産者物価の推移(前年同月比、%)



人民元相場の推移(元/米ドル)



<sup>4</sup> 5月から原材料価格高騰の抑制に向けた取り組みを強化し、過度の投機や虚偽情報拡散などの違反を厳しく処罰する方針を示したほか、銅とアルミニウム、亜鉛の国家備蓄を放出、鉄鋼の輸出関税引き上げなどの措置が取られている。