

中国経済：景気の明確な減速を確認、政策変更リスクが表面化

8月の経済指標は景気の明確な減速を示唆。ただ、政府はすでに景気テコ入れの施策を具体化し始めており、コロナ感染次第ではあるが、今後は政策的支援が景気持ち直しを支える見通し。政策面では、格差縮小を目指す「共同富裕」が最近の注目であり、政府の方針に対し大手民間企業が相次いで対応策を発表しているが、その経済的視点からの評価は定まっていない。また、過剰債務削減への取り組みが不動産業界を混乱させるなど、政策変更リスクが意識される所。

景気の減速が明確に

8月の経済指標は、製造業 PMI は 50 割れ寸前、非製造業 PMI は 50 を大きく割り込むなど、景気の明確な減速を示す内容となった。主な需要の動向を見ると、固定資産投資は製造業で持ち直し、インフラ関連分野も下げ止まりつつあるなど底堅さを見せたが、輸出は増加基調を維持しつつも PMI 指数の新規輸出受注は 50 割れが続き、先行きの落ち込みが懸念される状況にある。特に悪化が顕著なのは個人消費であり、小売販売がコロナ感染拡大の影響を受けた飲食サービスを中心に急減速、自動車販売も減少した（景気動向についての詳細は後半の「主な指標の動き（2021年8月）」を参照されたい）。

こうした状況に対し、政府は、前月の本レポート¹でも示した通り、積極的な財政政策と「穏健な」金融政策により景気の回復を支援する方針であり、8月18日の全人代常務委員会においても、下半期の財政政策の基本方針として減税や費用引下げ、有効な投資拡大の支援という形で経済の持続的・安定的な回復を促進することが確認されている。コロナ感染は未だ散発的に発生している模様であるが、そうした地域を除けば連休（中秋節 9/19～21）期間は移動制限が緩和された模様である。今後もコロナ感染次第ではあるが、上記の政策的支援が景気を持ち直しに貢献することとなろう。

新たな重点政策テーマ「共同富裕」

政策に関しては、新たに推進すべきテーマとして掲げられた「共同富裕」も注目される。「共同富裕」とは、読んで字の如し、国民全員が共に富むことを意味しており、社会主義国家を自負する中国共産党にとって、当然に目指すべき目標である。周知の通り、中国は文化大革命の失敗により経済崩壊に至ったため、共同富裕を含む「毛沢東思想」、言い換えれば中国版マルクス主義の実践を一時棚上げし、一部が先に豊かになることを許容、つまり所得格差を事実上容認する「先富論」に方針転換、改革開放を進め経済を立て直しに集中した。

7月の共産党創立100周年式典において習近平総書記は、当面の目標であった、生活にややゆとりのある「小康社会」の実現を改めて確認したうえで、本来の目標であるマルクス主義の実践に向けて再スタートを切ることを宣言した。その具体策の一つが「共同富裕」ということだろう。

習近平国家主席は、8月17日の中央財經委員会において「共同富裕」を推進する方針を明示した。具体的には、①労働者への報酬の引き上げ、②税や社会保障制度による再分配、③寄付や慈善事業などによる

¹ 2021年8月23日付 Economic Monitor 「中国経済：2021年は8%成長となるも、コロナ後は個人消費を柱とする5%台の新たな巡航速度へ減速（経済見通し）」 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2021/2085/>

再分配、により所得の偏りを抑え格差縮小を目指すものである。こうした政府の方針を受け、テンセントやアリババなどの大手民間企業が相次いで「共同富裕」に資する施策を発表（下表）、最近頻発する政府の突然かつ強硬な政策の変更・決定に対し、民間企業が過敏に反応する様子が窺われた。

「共同富裕」の主な事例

日付	企業名	業種	概要
8月19日	騰訊 (テンセント)	IT総合	農村振興や低所得者の支援など500億元（約8,500億円）規模の「共同富裕特別計画」発表 (4月にもSDGs支援として500億元の寄付を発表)
8月24日	拼多多 (ピンドゥオドゥオ)	Eコマース	農民支援として100億元（約1,700億円）の寄付を発表
8月30日	美团 (メイトゥアン)	フード デリバリー	配達員のための労働災害保護制度の導入 (配達員の給料支払保証、安全と健康に対する責任の履行、配達員の社会保障制度の試行など)
8月30日	吉利汽車 (ジーリー)	自動車製造	社員に対して1億株以上の株式を交付する計画を発表
9月2日	阿里巴巴集团 (アリババ)	IT総合	2025年までに1,000億元（約1.7兆円）を拠出 (科学技術のイノベーション、経済発展、質の高い雇用の創出、社会的弱者への配慮、共同富裕 発展基金の設立)

(出所) ロイター、東洋経済、搜狐新聞、东方财富網、人民網など各種メディア報道から伊藤忠総研にて作成

この「共同富裕」に対する評価は現時点で定まっていないが、今のところ、ここに示したような「③寄付や慈善事業などによる再分配」の事例ばかりが目立っている。そして、これらは企業に自主的な利益の再分配を促しているだけであり、日本企業の多くも取り組んでいるSDGsなど社会的責任を果たすための必要経費だと考えれば、社会的地位の向上という実利を得られるコストであり、近年の企業に対する社会的要請の高まりという流れをも考慮すれば、必ずしも企業への一方的な負担増というものではない。

しかしながら、こうした行動を取らないと何らかのペナルティを受けるなど不利益が見込まれ、事実上、強制的に負担を強いるものであるならば、義務的な要素が強まり、実行しても評価されず、ただ内部留保が削がれるだけとなりかねない。そうであれば、「②税や社会保障による再分配」に包含して一定のルールに基づいた負担を求める方が企業にとって透明性が高く、政策効果もより明確になるように思う。

いずれにしても、マクロ的に見れば「共同富裕」が正しく進み、所得格差が縮小、中間所得者層が拡大し消費者市場が厚みを増せば、企業に新たなビジネス・チャンスが生まれ、国全体としても成長力が高まることが期待される。その点も含め、引き続き政府の進め方や企業への影響を注視していく必要があるだろう。

過剰債務削減の方針を受け不動産業界に暗雲

そのほか、政策変更の影響という点では、コロナ後の重要課題に挙げられている過剰債務削減の弊害にも留意が必要である。中国政府は、過剰債務削減、さらには住宅価格高騰に対する国民の不満への配慮から、不動産開発業者の資金調達条件を厳格化した。その影響を受けて、大手不動産企業の恒大集団の資金繰りが悪化、外貨建て社債のデフォルト懸念が浮上している。

特に懸念されるのは195億ドル（約2兆円）とされる外貨建て社債残高の大きさであり、その多くが今後半年から1年の間に期日を迎えると報じられている。ただ、同社は優良資産を多く保有しているため、その売却などにより債務を圧縮する余地がある。さらに、必要となれば中国政府は金融システム全体へ影響が波及することを防ぐ措置を取ると考えるのが普通である。そのため、中国内の不動産業界はともかく、海外市場への直接的な影響は限定的だと考えられる。一方で、今後も中国政府は債務削減を進める方針であり、不動産分野のみならず同様のケースが出てくる可能性も意識すべきであろう。

主な指標の動き (2021年8月)

PMI (購買担当者指数)

8月の製造業 PMI は 50.1 と、7月 (50.4) から低下した。景況拡大・縮小の分かれ目となる 50 をかろうじて上回ったが、5ヵ月連続の悪化となった。感染再拡大による需要減や供給網の混乱が、景況感を押し下げた。

主な内訳を見ると、生産 (7月 51.0→8月 50.9) は小幅低下にとどまったが、新規受注 (50.9→49.6) は前月から大きく低下し 50 を割り込み、新型コロナウイルス発生直後の 2020年2月以

来の低水準となった。国家統計局の解説によると、感染再拡大や洪水の影響で原材料の供給や製品の納入が滞り、生産サイクルが伸びたことが新規受注を押し下げた。新規輸出受注も4ヵ月連続で50を下回る水準で悪化し (47.7→46.7)、外需・内需ともに停滞感の強まりを示した。原材料購入価格は低下したものの (62.9→61.3)、依然として高水準にある。企業規模別では、大企業と中規模企業が50以上を維持した一方、小規模企業 (47.8→48.2) は4ヵ月連続で50以下の水準にとどまっており、受注減や原材料コスト増による影響が残存している模様。

8月の非製造業 PMI は 47.5 と 7月 (53.3) から大幅に低下、2020年2月以来の低水準となった。7月に悪天候の影響で落ち込んでいた建設業 (57.5→60.5) は再び上昇したものの、感染再拡大を受けてサービス業が交通・飲食・宿泊などを中心に顕著に悪化した (52.5→45.2)。

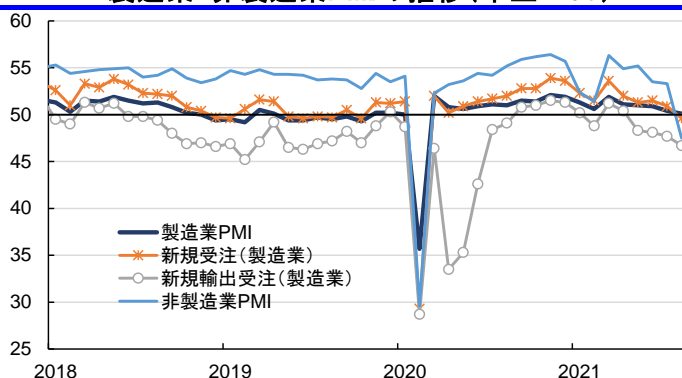
輸出 (通関統計、米ドルベース)

8月の輸出額 (ドルベース) は前年同月比 +25.6% と、7月 (+19.3%) から加速した。当社が公表実額値から試算した季節調整値でも前月比 +3.7% (7月: ▲1.1%) と増加、7~8月平均で4~6月期対比 +1.6% となった。ベトナムやマレーシアなど東南アジアでの感染拡大深刻化を受け、中国で電子製品や軽工業品の生産・輸出代替が進んだことが、8月の輸出を

下支えた。なお、港湾作業員の感染を受け、寧波港が8月中旬に約2週間閉鎖されたが、それに伴う輸出下押しは限定的だった模様。

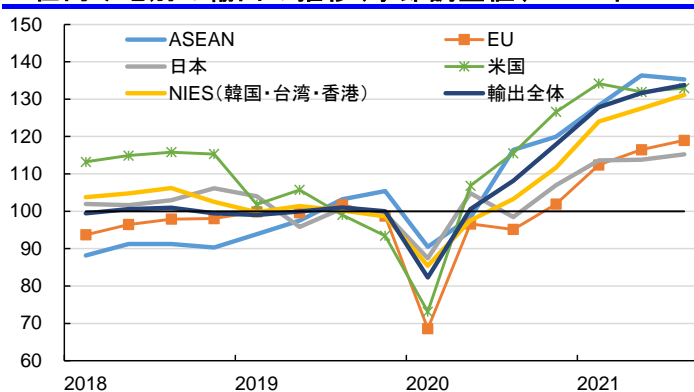
主な仕向け地別に見ると (右図)、EU 向け (4~6月期前期比 +3.6%→7~8月² +2.2%) や NIES (韓国・

製造業・非製造業PMIの推移 (中立=50)



(出所) 中国国家統計局

仕向け地別の輸出の推移 (季節調整値、2019年=100)



(出所) 中国海関総署 (注) 当社試算の季節調整値。直近は7~8月平均

² 4~6月期平均に対する7~8月平均の輸出額の変化。他地域も同様。

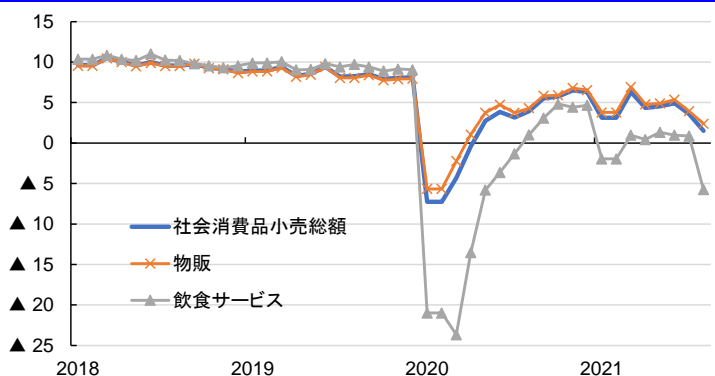
台湾・香港)向け(+2.8%→+2.9%)が拡大基調を維持、米国向け(▲1.7%→+0.8%)や日本向け(+0.2%→+1.2%)も小幅ながら増加した。ただし、ASEAN向け(+6.2%→▲0.8%)は、感染再拡大に伴う経済活動停滞を受けて減少に転じた。

主な財別では、PC・PC部品(4~6月期前期比▲0.3%→7~8月+5.3%)は増加に転じ、集積回路(+5.4%→+6.1%)も増勢を維持した。かばん(+0.7%→+16.0%)や靴(▲2.0%→+9.0%)など軽工業品も高い伸びを示した。世界的な感染再拡大を背景に、マスクを含む繊維製品(▲4.2%→+0.6%)や医療機械(+2.5%→+7.1%)など防疫関連財も増加した。

社会消費品小売総額(小売販売)

8月の社会消費品小売総額(小売販売)は前年同月比+2.5%と、7月(+8.5%)から大幅に減速した。コロナ・ショックによる歪を取り除くため2年前比(年平均)で見ても+1.5%と7月(+3.6%)から伸びが鈍化した。内訳を見ると、物販(7月+3.9%→8月+2.4%)は、不動産販売減速を背景とした住宅関連財(家具・家電・建材)消費の落ち込みや自動車販売の不振(後述)を受けて減速した。飲食サービス(+0.9%→▲5.8%)は、7月中旬以降のコロナ感染拡大に伴う経済活動停滞により大幅なマイナスに転じた。

社会消費品小売総額の推移(2年前比、年平均%)



(出所)中国国家统计局

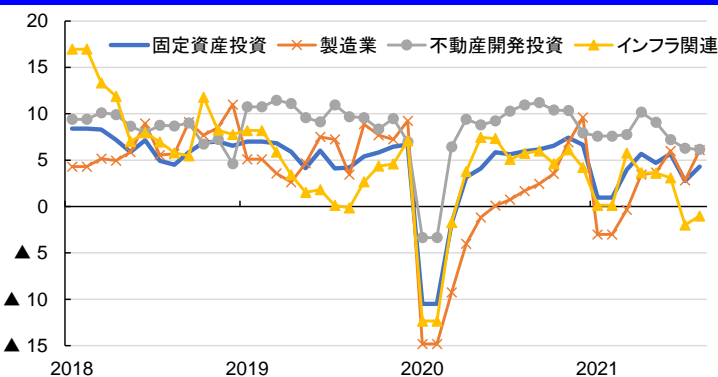
8月の乗用車販売台数は、半導体不足による生産低迷を反映し、前年同月比▲11.7%と7月(▲7.0%)から減少幅が拡大、4ヵ月連続でマイナスの伸びとなった。当社試算の季節調整値でも前月比▲2.8%(年率2,053万台)と、7月の増加(+2.2%)から減少に転じた。

中国国内の新規感染者数は8月上旬をピークに減少に転じたが、9月中旬以降、福建省などを中心に再び増加している。感染は一部地域にとどまっているものの、拡大リスクは残存しており、中秋節(9月19~21日)や国慶節(10月1~7日)の連休中の消費についても力強い回復は期待しにくい。

固定資産投資(都市部)

8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+1.1%³と7月(▲0.4%)からプラスに転じた。他の指標と同様、2年前比(年平均)で見ても、+4.3%と7月(+2.8%)から小幅に加速した。

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

³ 当社試算の単月の前年同月比。7月も同様。

主な内訳を見ると、全体の約3割を占める製造業（7月+2.8%→8月+6.1%）は2年前比で加速した。医薬や通信・電子機器などハイテク関連、専用機械や輸送機械などが押し上げに寄与した。投資全体の2割強を占めるインフラ関連分野⁴（▲2.0%→▲1.0%）はマイナス圏にとどまったものの、減少幅を縮小させた。他方、投資全体の約2割を占める不動産開発（+6.3%→+6.2%）は、不動産バブル抑制策を背景に減速が続いた。

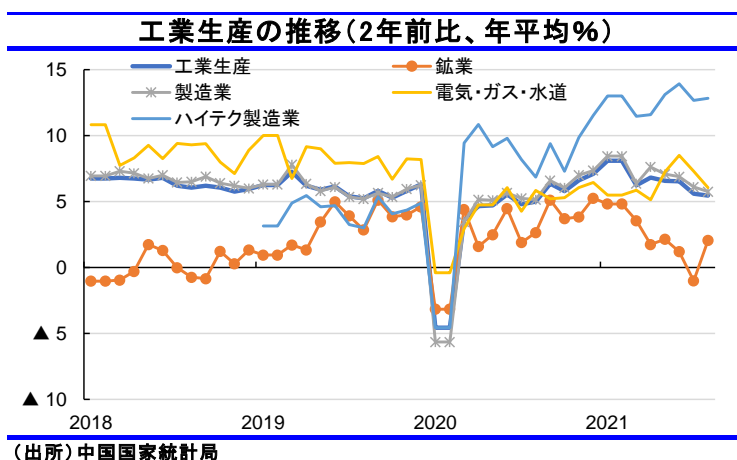
インフラ投資の資金面の裏付けとなる地方政府専項債（インフラの経営収入を償還原資とする地方債）の発行額は、党中央政治局会議（7月30日）で示された方針に沿う形で増加した（7月3,403億元→8月4,880億元）。今後、地方政府発行専項債の発行加速が見込まれる中⁵、インフラ投資が持ち直し、来年初にかけての投資全体を下支える見込み。

工業生産

8月の工業生産（実質工業付加価値生産額）は前年同月比+5.3%と、7月（+6.4%）から減速した。コロナ・ショックによる歪を取り除くため2年前比（年平均）で見ても、+5.4%と7月（+5.6%）から伸びが小幅に鈍化した。産業別にみると、製造業（2年前比：7月+6.1%→8月+5.7%）と電気・ガス・水道（+7.3%→+6.0%）が減速した。一方、鉱業（▲1.0%→+2.0%）は、石炭を中心にプラスの伸びに転じた。背景には、価格高騰への対応として実施された、政府による石炭の生産増強措置がある。

製造業を業種別にみると、ハイテク分野⁶や輸出依存度の高い電気機械は高水準の伸びを維持したものの、東南アジアでの感染拡大を受けてさらに深刻化した半導体不足により自動車大幅に減速したほか、炭素排出量削減のための生産抑制⁷により鉄鋼も停滞した。

今後の工業生産は、インフラ投資の持ち直しや相対的に好調な外需はプラスにはたらくものの、不動産投資の減速や個人消費の回復の遅れが下押し要因となり、力強さを欠く見込み。また、上述の炭素排出量削減のための生産抑制の動きが通年目標達成のため加速するとみられることも、生産の足を引っ張るだろう。



⁴ 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。

⁵ 2021年8月までの発行額は1.8兆元と、通年発行計画額（3.65兆元）の約半分にとどまっている。国家発展改革委員会は9月16日の記者会見で、地方政府専項債の発行・使用を加速させると発言。

⁶ 医薬品、航空・宇宙機器、電子・通信機器、コンピュータ・事務機器、医療機器・計装機器、情報化学品製造業。

⁷ 2020年9月に習近平主席が国連総会で発表した「2030年までのCO2排出量のピークアウト、2060年までのカーボンニュートラル実現」の目標達成のため、2021年4月、中国政府は今年の粗鋼生産量を2020年比で減少させる方針を発表。6月以降、各地方政府も相次いで減産目標を発表している。

消費者物価

8月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比+0.8%と、7月（+1.0%）から伸びが小幅に鈍化した。前月比でも+0.1%と7月（+0.3%）から鈍化した。

内訳をみると、豚肉を中心とする食品価格のマイナス幅が前年の反動により拡大した（7月前年同月比▲3.7%→8月▲4.1%）ことや、原油価格の上昇一服に伴う燃料価格低下による交通・通信（+6.9%→+5.9%）の伸び鈍化が、下押しに寄与した。また、食品・エネルギーを除いたコアCPIも+1.2%と7月（+1.3%）から小幅に鈍化した。生産者物価上昇による消費者物価への価格転嫁は進んでおらず、企業部門がコスト増による収益圧迫に直面している模様。

生産者物価

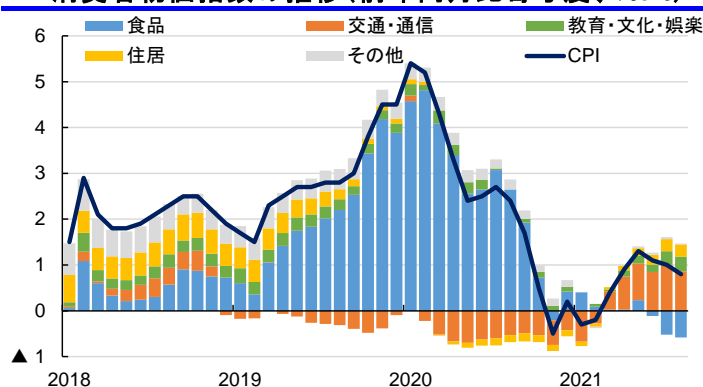
8月の生産者物価指数（PPI）は前年同月比+9.5%と、7月（+9.0%）から加速した。前月比でも+0.7%と、7月（+0.5%）から小幅加速した。

内訳をみると、石炭を中心に鉱産物価格（7月前年同月比+38.7%→8月+41.8%）の上昇が大幅に加速し、生産財価格（+12.0%→+12.7%）を押し上げた。石炭は、先述の通り生産は上向きつつあるものの需給ひっ迫を緩和

するには至らず、また一部の投機取引⁸も加わり、価格が高騰した模様。川上のエネルギー価格上昇を反映し、化学原料・製品（+21.3%→+24.0%）や化学繊維（+20.9%→+24.0%）も上昇が続いた。

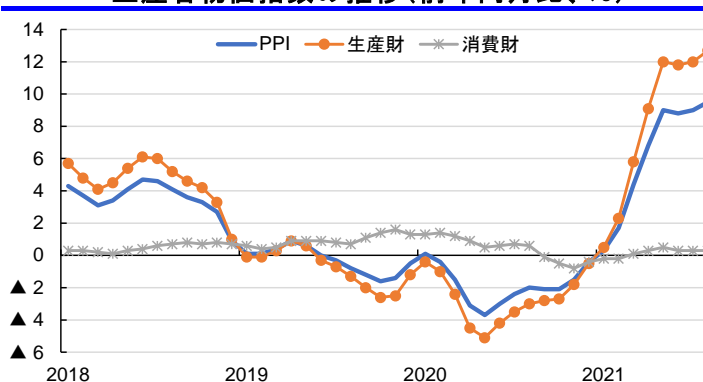
消費財価格は、耐久財（▲0.3%→▲0.1%）や衣料品（▲0.4%→0%）のマイナス幅が縮小した一方、日用品（+0.5%→+0.1%）や食品（+1.0%→+0.9%）の伸びが鈍化し、全体では2ヵ月連続で横ばい推移となった（+0.3%→+0.3%）。

消費者物価指数の推移（前年同月比寄与度、%Pt）



（出所）中国国家統計局（注）ウエイトは当社推計

生産者物価指数の推移（前年同月比、%）



（出所）中国国家統計局

⁸ これをうけ、8月下旬以降、上海・大連・鄭州先物取引所が相次いで投機取引抑制のための措置を発表。

人民元対ドル相場

対米ドル人民元レートは、8月中旬から月末にかけて1ドル=6.48元前後での横ばい推移が続いていたが、9月初以降、緩やかな上昇基調に転じ、15日には約3ヵ月ぶりの元高水準を更新した。背景には、米連邦準備理事会（FRB）パウエル議長がジャクソンホール会議（8月27日）で早期の利上げに慎重な姿勢を示したことや、米国8月雇用統計（9月3日）が市場予想対比で大幅に下振れたことを受けた、ドル安の進展がある。また、2021年2月以来、7ヵ月ぶりに実施された米中首脳間の電話会談（9月9日）が好感されたとの見方もある。

9月1日の国務院常務会議では、3,000億元の再貸出を通じ、地方銀行による中小企業や個人事業主の資金繰り支援を行う方針を示した。このように中国では景気下支えのため緩和的な姿勢が続く一方、米国は金融政策正常化への歩を進めるとみられ、今後の為替相場はドル高元安基調で推移する見込み。

人民元相場の推移（元/米ドル）



(出所) 中国外貨取引センター