

財務総合政策研究所 第3回中国研究会

中国のマクロ経済動向と金融リスク

2021.3.26

みずほ総合研究所

調査本部 アジア調査部中国室
主任エコノミスト 玉井 芳野

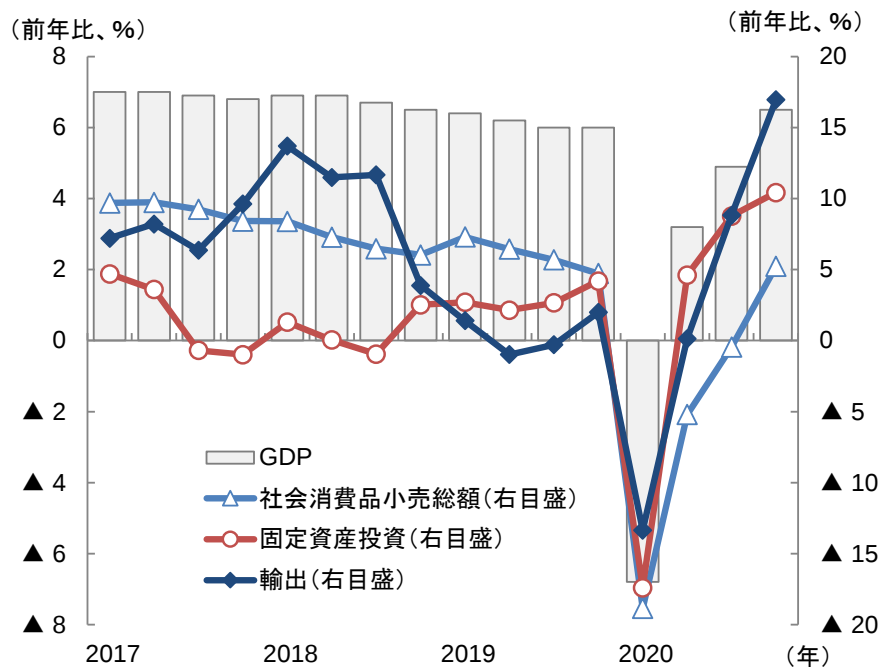
1. 足元の中国経済情勢
2. 中国経済の見通しと政策展望
3. 金融リスクの所在
4. 香港情勢

1. 足元の中国経済情勢

2020年10～12月期成長率は加速。2020年通年では+2.3%とプラス成長確保

- 10～12月期の実質GDP成長率は前年比+6.5%（前期：同+4.9%）と3期連続で加速。輸出・投資・消費いずれも加速。2020年通年では同+2.3%（2019年：同+6.0%）と、1976年以来の低水準もプラス成長を維持
 - 輸出は大幅加速。リモートワーク需要の底堅さに加え、世界経済の緩やかな持ち直しが支えに
 - 固定資産投資は加速。不動産開発投資は小幅に鈍化したが、製造業投資が通信・電子や医薬を中心に堅調
 - 小売はプラスの伸びに転化。好調な自動車販売のほか、雇用・所得環境の改善や感染拡大抑制が寄与

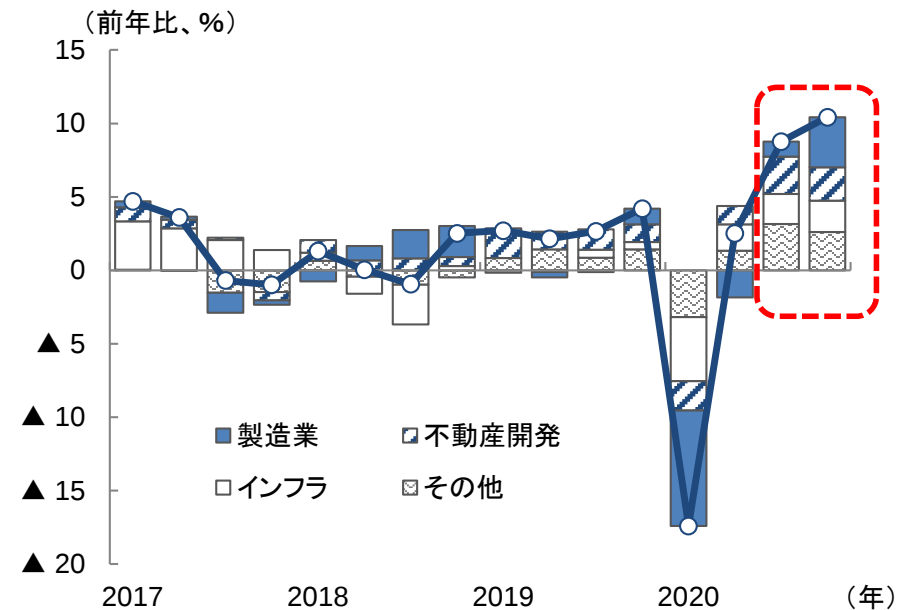
実質GDP・主要指標



（注）固定資産投資はPPI（建築材料）で実質化、社会消費品小売総額は小売物価指数で実質化。輸出は名目ドル建て

（出所）中国国家统计局、中国海関総署、CEIC dataより、みずほ総合研究所作成

固定資産投資（業種別内訳）



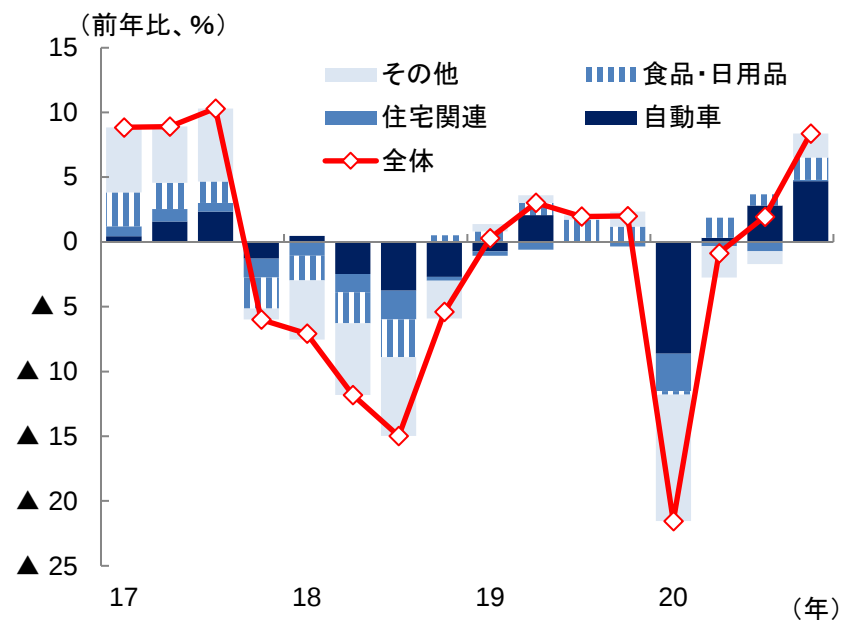
（注）PPI（建築材料）で実質化

（出所）中国国家统计局、CEIC dataより、みずほ総合研究所作成

10～12月期の個人消費は自動車が増えけん引、サービス消費も持ち直し

- 2020年10～12月期の個人消費は、政策支援を受けた自動車が増えけん引、サービス消費も徐々に持ち直し
 - 2020年末を期限とした多数の都市での購入補助金支給が、自動車販売の持ち直しに寄与
 - 娯楽などサービス消費も、感染状況の落ち着きをうけ、前年比プラスに転じる
 - 消費の持ち直しはポジティブ材料も、自動車特需を割り引けば依然力強さに欠けるとの評価

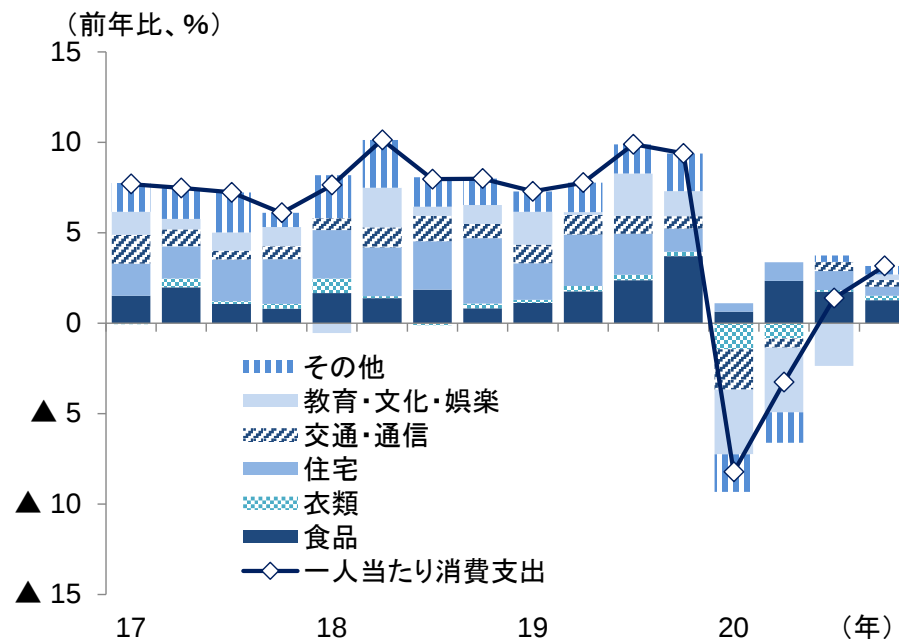
一定規模以上社会消費品小売総額(実質)



(注) 小売物価指数で実質化。年間営業収益が2,000万元以上の卸売業企業・500万元以上の小売業企業・200万元以上の宿泊・飲食業企業による売上高

(出所) 中国国家统计局、CEIC dataより、みずほ総合研究所作成

一人当たり消費支出(名目)

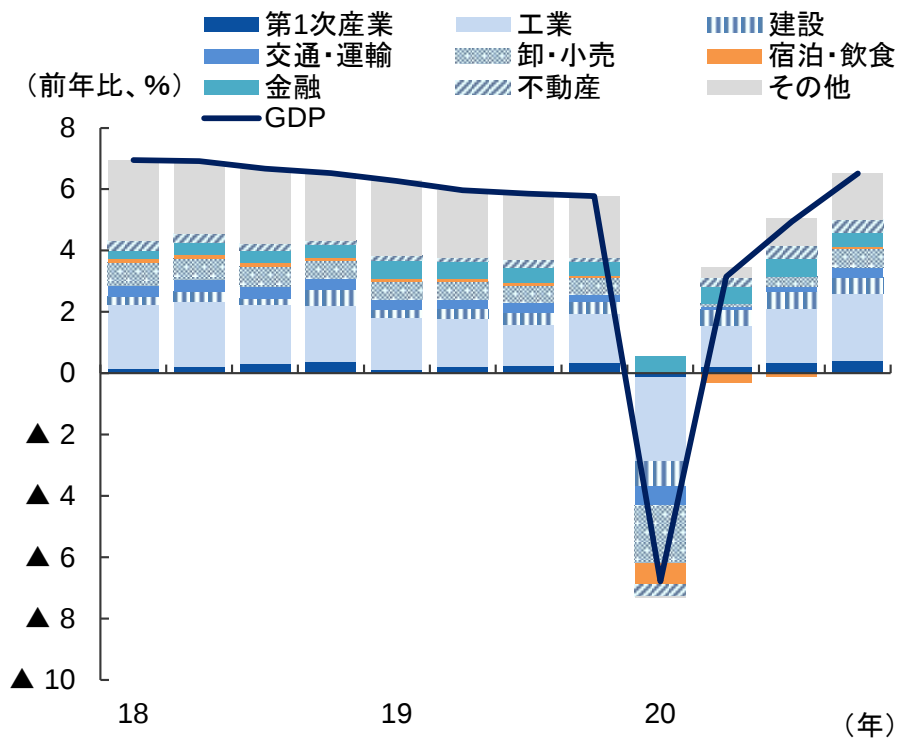


(出所) 中国国家统计局、CEIC dataより、みずほ総合研究所作成

宿泊・飲食業は4四半期ぶりにプラス転化

- 2020年10～12月期のGDPを業種別にみると、工業・建設業が引き続きけん引したほか、卸・小売や宿泊・飲食など脆弱業種が持ち直し
 - 回復が出遅れていた宿泊・飲食は、4四半期ぶりに前年を上回る

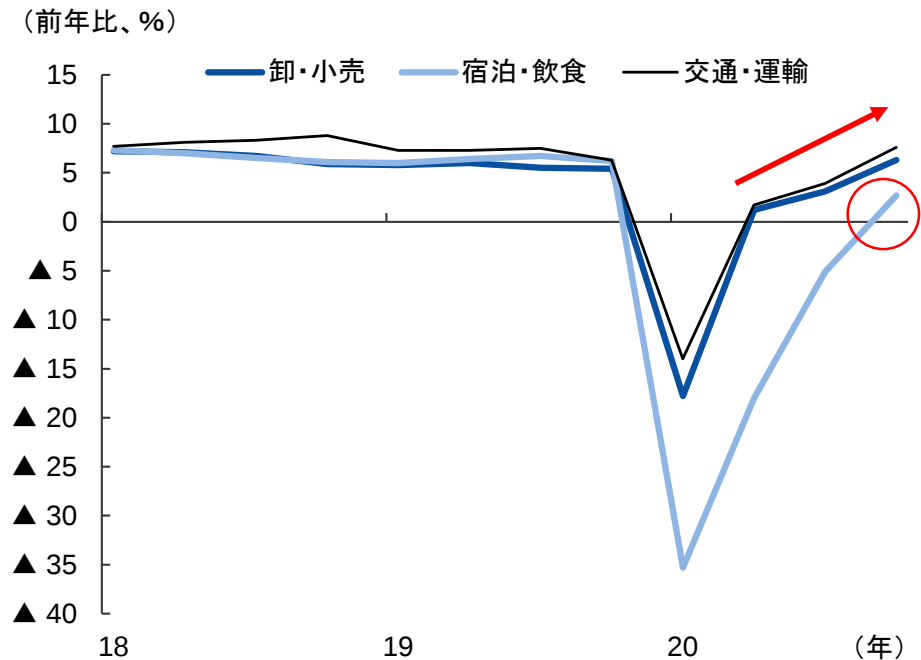
業種別実質GDP



(注) 産業別実質GDPは大分類(第1次・第2次・第3次)のみ公表、中分類(工業、建設等)に関しては名目値のみ公表のため、中分類の産業別GDP実質値はみずほ総合研究所の推計による

(出所) 中国国家统计局、CEIC dataより、みずほ総合研究所作成

業種別実質GDP

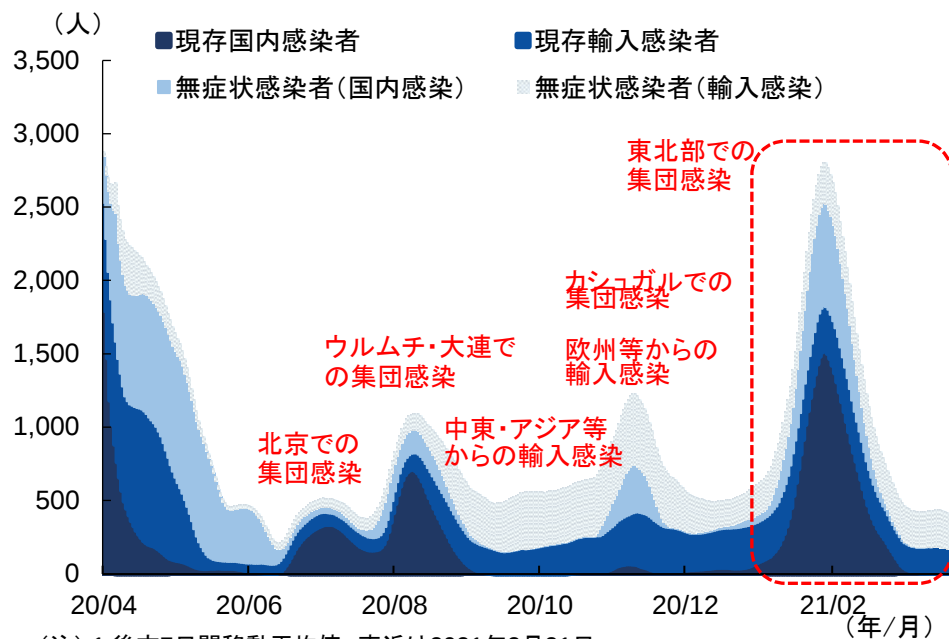


(出所) 中国国家统计局、CEIC dataより、みずほ総合研究所作成

年初に感染拡大も、抑制に成功。ワクチン接種ペースは先進国に比べ低水準

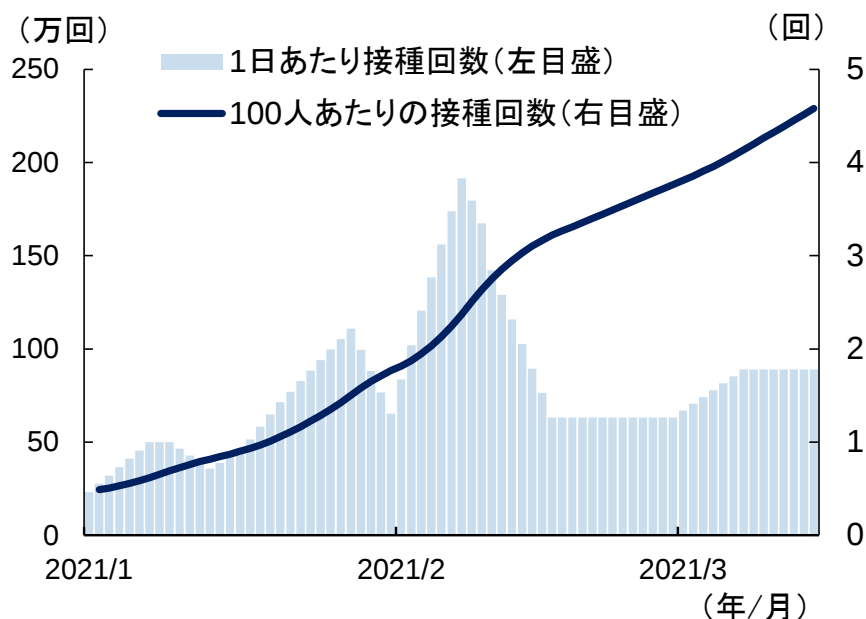
- 21年初には河北省など東北部を中心に感染再拡大。現存感染者数は、20年4月並みの水準まで拡大
- 大規模PCR検査、一部地域でのロックダウンや強制隔離、春節休暇中(2/11~17)の移動制限といった措置が奏効し、感染拡大を抑制。3/18に陝西省で約1カ月ぶりに域内感染者1名を確認も、足元で感染拡大の動きは見られず
- ワクチン累計接種人数は3/14に約6,298万人に達するも、100人当たり接種回数は4.6回にとどまる
 - 接種が進む米国(38.1回)や欧州諸国(英国:45.4回、ドイツ:13.1回、フランス:12.8回)に比べ低水準

中国全土の現存感染者数推移



(注) 1. 後方7日間移動平均値。直近は2021年3月21日
2. 現存感染者数は、累計感染者数から同回復者および同死者数を引いた値
(出所) 国家卫生健康委員会、windより、みずほ総合研究所作成

一日あたりワクチン接種回数

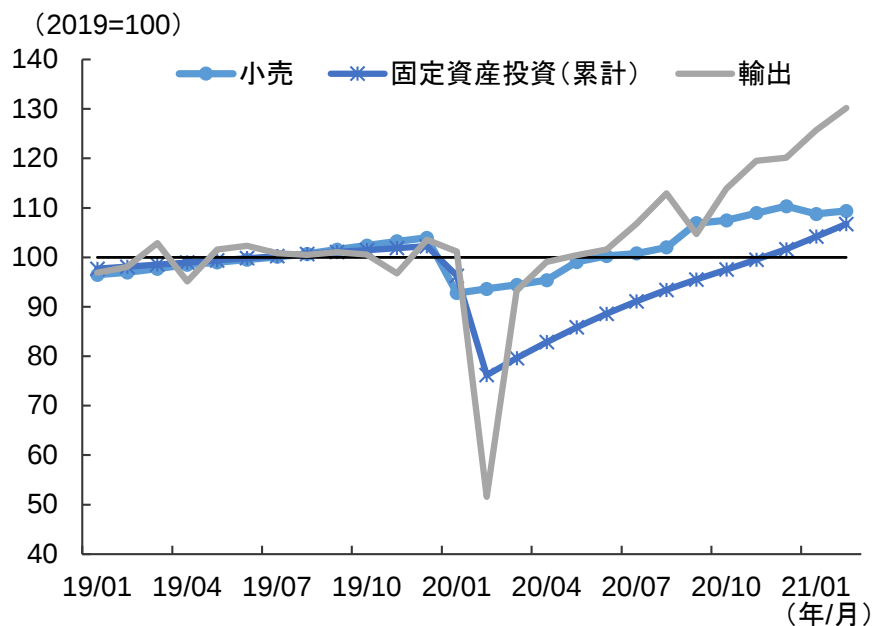


(注) 100人あたり累計接種回数は、2021年3月15日に国家卫生健康委員会が発表した累計接種人数(3/14時点:6,498万人)より試算。直近は2021年3月14日
(出所) 国家卫生健康委員会、windより、みずほ総合研究所作成

1-2月は輸出大幅増・消費停滞も、春節要因による一時的変化にとどまる見込み

- 2021年1-2月の主要指標は輸出・投資が加速した一方、消費が停滞
 - 輸出は大幅増。春節中の移動制限で労働者が都市部にとどまり、春節後の生産再開時期が早まったことが寄与
 - 投資も増加基調で推移。不動産開発投資やハイテク分野の製造業投資（通信・電子、医療）が堅調
 - 感染防止抑制を目的とした春節中の移動制限の影響を受け、飲食サービスや農村部の消費がやや停滞

中国主要指標(季節調整値)



(注) 小売・固定資産投資は国家统计局発表の季節調整済前月比から試算。輸出はみずほ総合研究所による季節調整値

(出所) 中国国家统计局、CEIC dataより、みずほ総合研究所作成

社会消費品小売

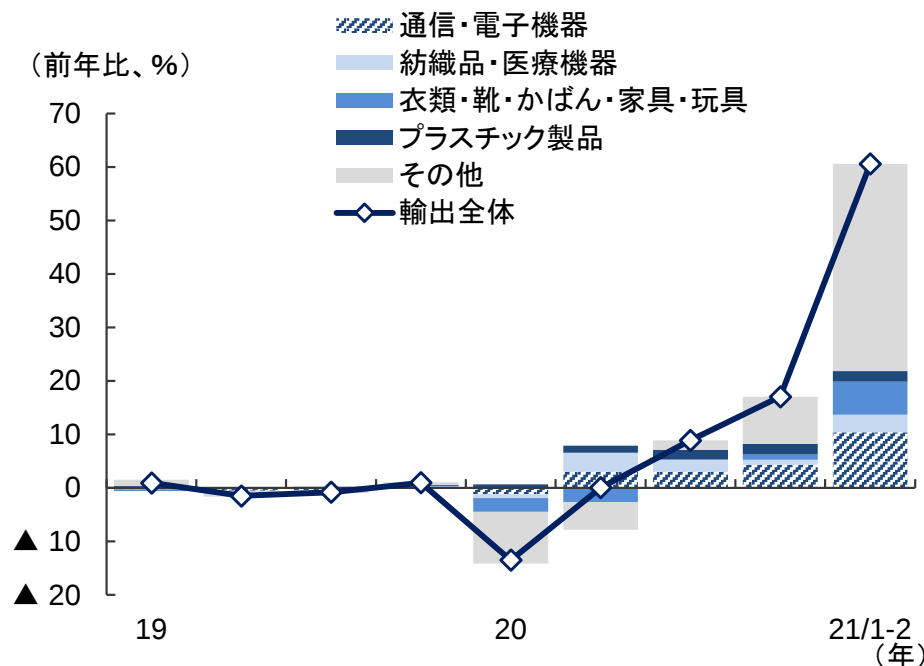
	20年1-2月・ 21年1-2月 平均 (前年比%)	19年10-12月 20年10-12月 平均 (前年比%)	変化幅 (前年比% Pt)
小売全体	+3.2	+5.0	▲1.8
財消費	+3.8	+6.4	▲2.6
飲食サービス	▲2.0	+4.7	▲6.7
都市部	+3.4	+6.0	▲2.6
農村部	+1.3	+7.2	▲5.9

(出所) 中国国家统计局、CEIC dataより、みずほ総合研究所作成

1～2月の輸出は、春節中の移動制限に伴う一時的要因により大幅増

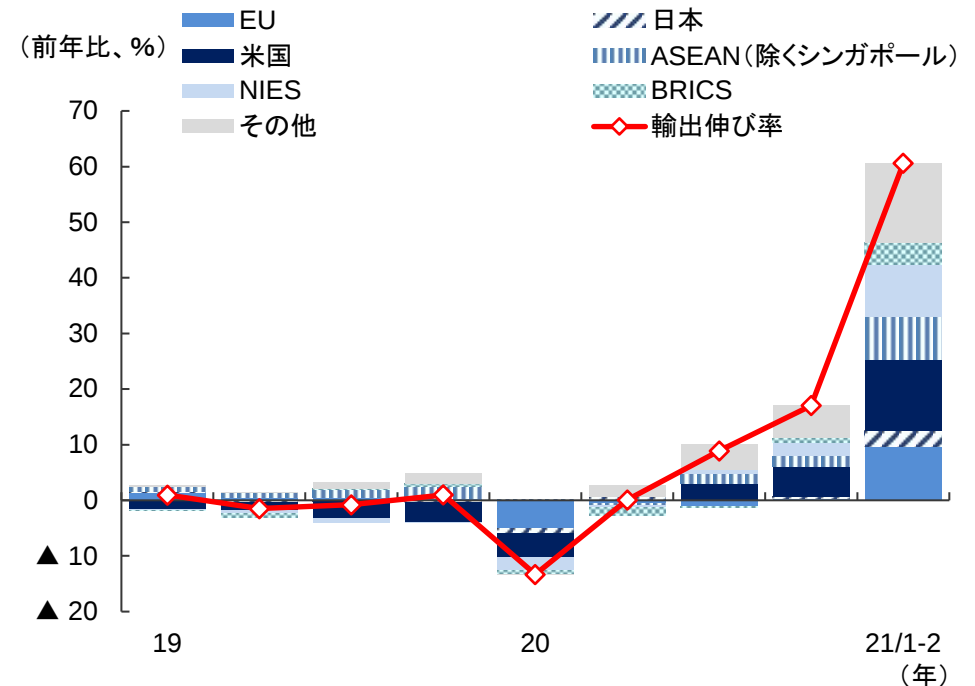
- 2021年1～2月の輸出は前年比+60.6%（10～12月期：同+16.7%）と大幅加速
 - 前年要因（感染拡大に伴う経済活動制限）を考慮しても、予想を上回る大幅増。春節中の移動制限で輸出企業の労働者が都市部にとどまり、春節後の生産再開時期が早まったことが押し上げに寄与した模様
 - 通信・電子機器が引き続き堅調。世界経済の緩やかな回復に伴い、衣類・家具など軽工業品の輸出も拡大
 - すべての主要国・地域向けで伸び加速。特に米国・欧州向けがけん引
- 3月には一時的要因のはく落により、増勢が一服する見通し

輸出（品目別）



(注)「通信・電子機器」は、PC・PC部品、携帯電話、集積回路、液晶パネルの合計
(出所) 中国海関総署、CEIC dataより、みずほ総合研究所作成

輸出（国・地域別）

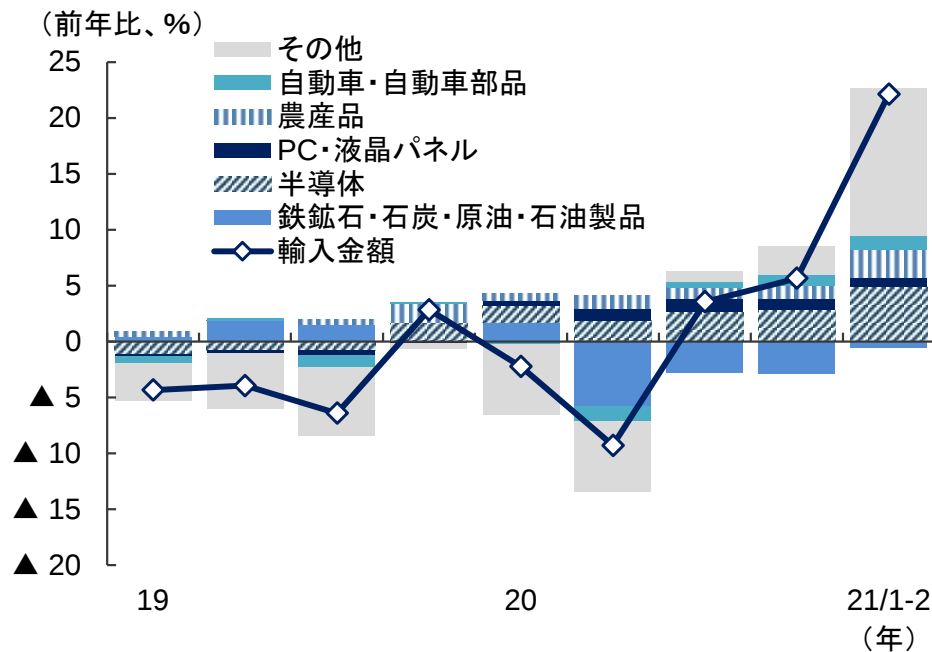


(出所) 中国海関総署、CEIC dataより、みずほ総合研究所作成

輸入も半導体・農産品を中心に増加

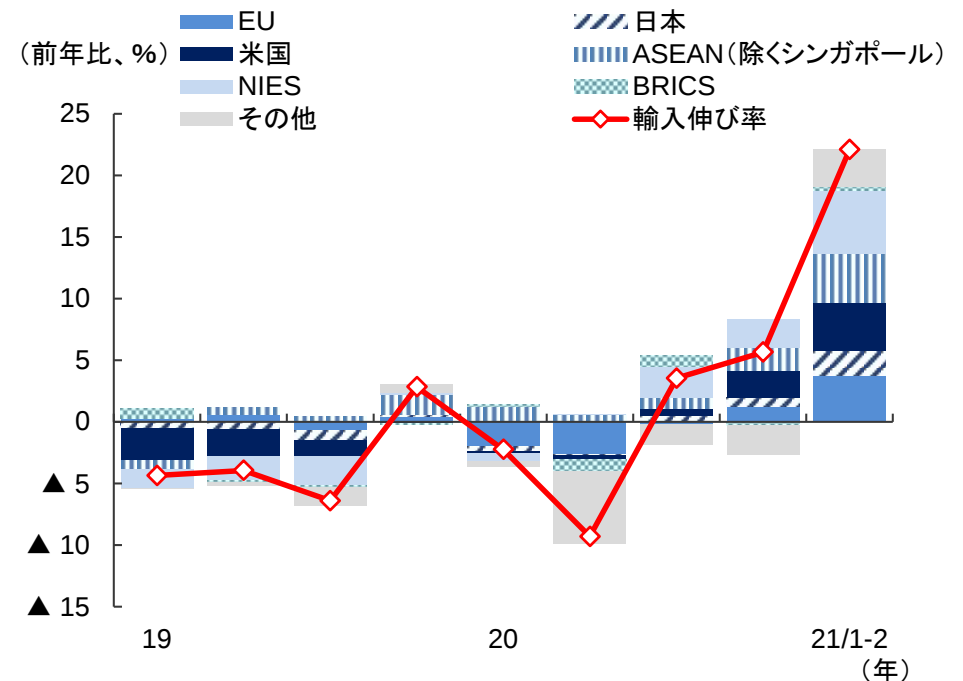
- 2021年1～2月の輸入は前年比+22.1%(10～12月期:5.0%)と大幅加速
 - ― 季節調整値でも増加基調で推移
- 国内・輸出向けの通信機器需要を背景に、半導体輸入の寄与拡大。農産品輸入も増加したが、数量以上に金額の伸びが高く、商品価格上昇も反映している模様
 - ― 国・地域別では半導体輸入元のNIES(特に台湾)のほか、米国・ASEAN・EUの寄与大

輸入(品目別)



(出所) 中国海関総署、CEIC dataより、みずほ総合研究所作成

輸入(国・地域別)



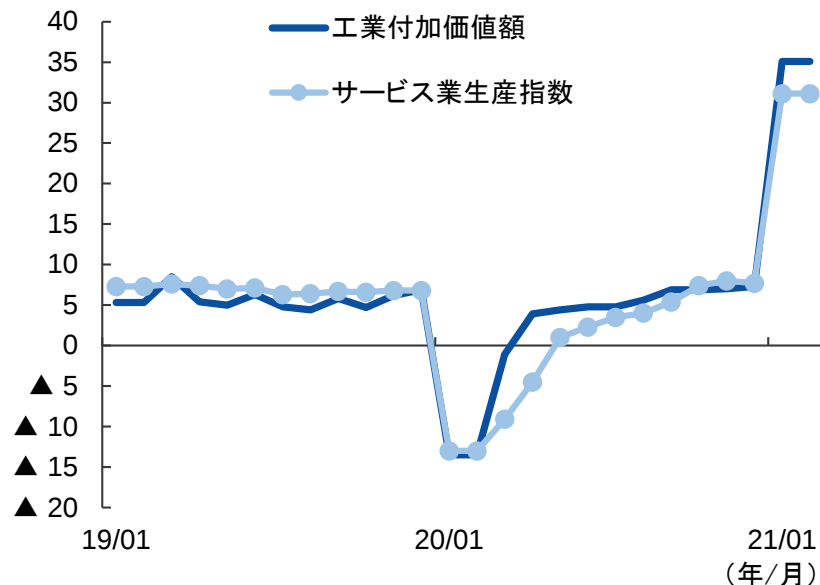
(出所) 中国海関総署、CEIC dataより、みずほ総合研究所作成

工業生産は生産再開前倒しにより堅調推移、一方サービス業の実勢には弱さも

- 1-2月の工業生産は前年比+35.1%と加速。前月比でも緩やかに増加(12月:0.65%→1月:0.66%→2月:0.69%)
 - 春節期の移動制限をうけた、休暇短縮・生産再開時期の前倒しが押し上げに寄与。機械業種全般の伸びが高く、輸出・設備投資の堅調さを示唆
- 一方、サービス業の活動を示す指数は、コロナ前は工業生産の伸びを上回っていたが、感染拡大・移動制限による飲食・交通サービス等への下押しにより、1-2月は工業生産よりも低い伸びに

工業生産・サービス業生産指数

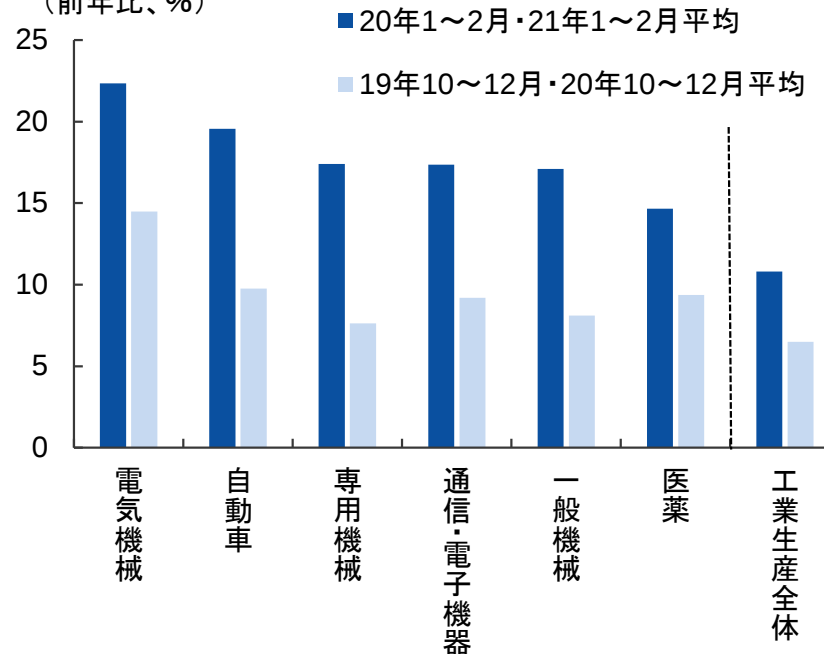
(前年比、%)



(注)いずれも実質。1・2月は、1～2月累計
(出所) 中国国家统计局、CEIC dataより、みずほ総合研究所作成

工業生産(業種別)

(前年比、%)



(注) 上記2時点間の差に関して、工業生産全体の伸びの変化よりも拡大幅が大きい業種を抽出。

(出所) 中国国家统计局、CEIC dataより、みずほ総合研究所作成

2. 中国経済の見通しと政策展望

世界経済見通し:21年は前年比+4.9%、22年は+3.8%と予想(21年2月時点)

- ワクチン普及とともに移動制限は徐々に解消へ。個人消費は接触を伴うサービスを中心に回復に向かう見通し
- デジタル化・グリーン化投資が今後本格化する見通しで、設備投資は堅調な回復を見込む
- ワクチン普及進展・米国景気対策をうけて、見通し上方修正予定

世界経済見通し総括表

	(前年比、%)					(前年比、%)		(%Pt)	
	2018 暦年	2019	2020	2021 (見通し)	2022	2020 (12月時点予測)	2021	2020 (前回予測との比較)	2021
世界実質GDP成長率	3.5	2.8	▲ 3.8	4.9	3.8	▲ 4.0	4.8	0.2	0.1
日米欧	2.2	1.6	▲ 5.3	4.0	3.8	▲ 5.6	4.0	0.3	—
米国	3.0	2.2	▲ 3.5	4.5	3.3	▲ 3.7	3.9	0.2	0.6
ユーロ圏	1.9	1.3	▲ 6.8	4.3	4.7	▲ 7.3	4.5	0.5	▲ 0.2
英国	1.3	1.4	▲ 9.9	3.5	4.2	▲ 10.9	5.6	1.0	▲ 2.1
日本	0.6	0.3	▲ 4.8	1.4	2.3	▲ 5.2	1.9	0.4	▲ 0.5
アジア	6.1	5.2	▲ 1.2	7.3	4.8	▲ 1.6	6.8	0.4	0.5
中国	6.7	6.1	2.3	8.1	5.2	1.9	7.1	0.4	1.0
NIEs	2.9	1.8	▲ 0.9	3.3	2.3	▲ 1.2	3.0	0.3	0.3
ASEAN5	5.3	4.8	▲ 3.5	5.2	4.6	▲ 3.9	5.3	0.4	▲ 0.1
インド	6.8	4.9	▲ 8.3	8.5	4.9	▲ 8.8	8.8	0.5	▲ 0.3
オーストラリア	2.8	1.8	▲ 3.1	2.8	2.3	▲ 3.1	2.8	—	—
ブラジル	1.8	1.4	▲ 4.3	3.0	2.6	▲ 4.5	3.0	0.2	—
メキシコ	2.2	▲ 0.1	▲ 8.3	3.5	2.6	▲ 9.0	3.0	0.7	0.5
ロシア	2.8	2.0	▲ 3.1	2.7	3.7	▲ 3.9	2.7	0.8	—
日本(年度)	0.3	▲ 0.3	▲ 5.0	3.0	2.2	▲ 5.4	3.4	0.4	▲ 0.4

(注) 予測対象地域計はIMFによるGDPシェア(PPP)により計算

(出所) IMF、各国・地域統計より、みずほ総合研究所作成

全人代で示された2021年の成長率目標は「前年比＋6%以上」に

- 全人代(3/5-11)で今年の経済・社会目標や五カ年計画を採択。2021年の成長率目標は「前年比＋6%以上」に設定
 — 感染動向など不確実性の残存から、景気安定に必要な最低ラインを示す形に。投資過熱懸念や金融引き締め懸念を打ち消しつつ、成長目標の連続性や市場予想の安定も考慮
- 財政・金融政策ともに、危機対応からの脱却を図りつつ、急転換は行わない方針
- 第14次五カ年計画期の成長率は示されず、生産性向上による質の高い発展を重視

政府活動報告(2021年)のポイントと評価

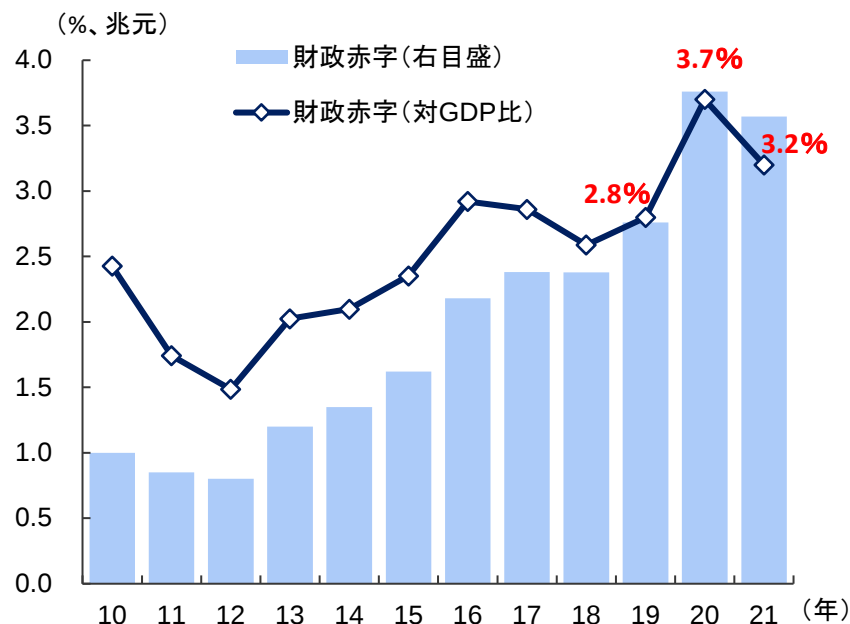
ポイント	政府活動報告(抜粋)	解説・評価
情勢認識	国内経済の回復の基礎は堅固ではなく、様々なリスク・課題に直面しているが、 経済の長期的好調というファンダメンタルズは変わっていない	リスク・課題として、感染動向、個人消費の制約、投資の伸び悩み、中小・零細企業の経営困難、雇用情勢の厳しさ、イノベーション能力の低さ、財政・金融リスク、腐敗問題などを指摘
成長率目標	今年の成長率目標を6%以上と設定するのは、経済の回復状況を考慮したもの 感染症対策と経済・社会発展をより統一的に進める必要。 感染対策、ワクチンの研究開発と無料接種を推進	市場コンセンサス並みの8~9%に設定すると地方政府の投資過熱の恐れがある一方、コロナ前の水準である6%に設定すると、金融引き締めのメッセージとして受け止められる懸念があり、 6%を最低ラインとしつつ幅を持たせた目標を設定したのでは
財政・金融政策	積極的財政政策: 質・効率を高め、より持続可能なものにする。 財政赤字対GDP比は昨年よりやや低めの3.2%前後に 。減税政策を改善・徹底する 穏健な金融政策: 柔軟かつ的確、合理的かつ適度なものにする。 経済回復とリスク防止の関係を適切に処理	財政赤字は、コロナ対応によって大幅に拡大した2020年と比べやや縮小も、2019年(2.8%)よりは高い。 危機対応から脱却しつつ、景気下支えのための支出・減税は継続 金融政策に関し、昨年末の表現から「流動性の合理的ゆとりを保つ」という表現が加わっており、 急激な引き締め回避を示唆
第14次五カ年計画	労働生産性の伸び率がGDP成長率を上回るようにする。「科学技術の自立自強」を発展の戦略的支えとし、 研究開発費を年平均+7%以上増やす。国内循環を主体とした、国内・国際の双循環を促進する	昨年秋の五カ年計画骨子案同様、 今後5年の成長率について、具体的な目標を示さず (年度ごとに状況に応じて目標を発表する方針)。生産性向上による質の高い発展を重視する姿勢。内需拡大の方針も改めて強調

(出所)新華社「政府活動報告」(2021年3月11日)より、みずほ総合研究所作成

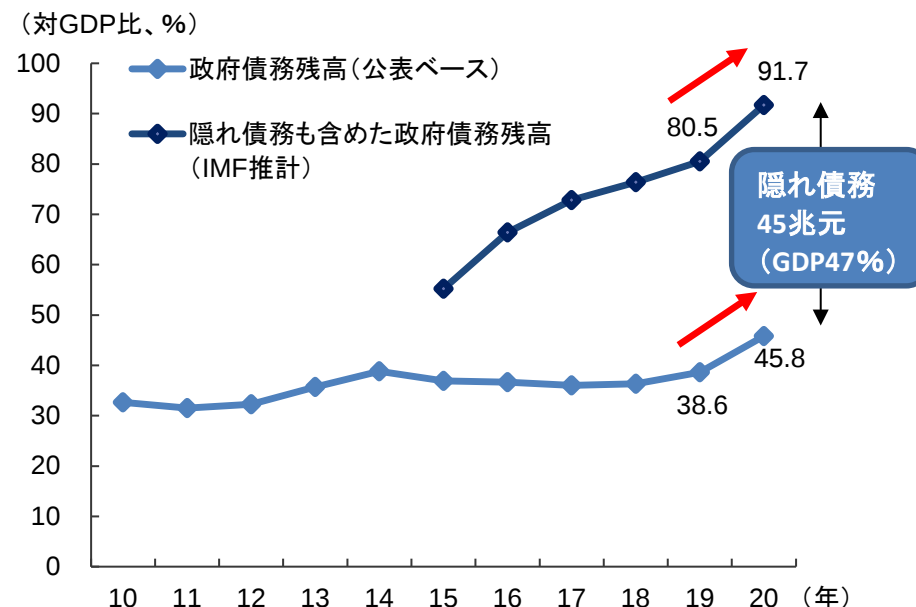
財政政策：景気安定のための支出は継続しつつ、地方政府債務のリスク管理強化

- 2021年は「積極的財政政策の質・効率を向上させ、より持続可能なものにする」方針
 - 財政赤字対GDP比目標は2020年より縮小も、コロナ禍前の水準より高く、景気安定のための支出や減税等の政策を継続・強化する方針。企業の研究開発投資に係る税制優遇拡充は、ハイテク分野の製造業投資にプラス
 - 地方政府専項債の発行額(3.65兆元)も2020年(3.75兆元)並みに高水準で、インフラ投資の下支えは継続
- 一方、政府債務削減のため、地方政府の「隠れ債務」リスク解消への取り組みは強化される方針
 - 2020年末の政府債務はGDP比45.8%と昨年から大幅上昇も、国際的な警戒ライン(60%)を下回り、比較的健全な水準。ただし、地方融資平台が抱える債務等を加えると、同91.7%と大きく悪化

財政赤字



政府債務(中央・地方政府債務)残高

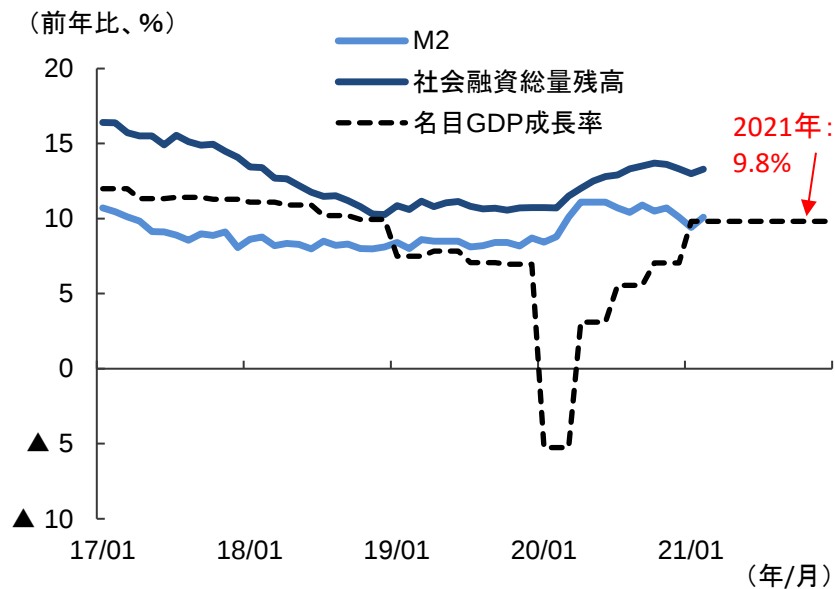


(注)IMFによる隠れ債務の推計には、地方融資平台((インフラ投資用の資金調達を目的として地方政府が設立した法人)が発行した債務のほか、政府ファンドの債務を含む
(出所)中国財政部、IMF、CEIC dataより、みずほ総合研究所作成

金融政策：リスク防止を図りつつ、金融緩和局面から段階的な正常化を探る

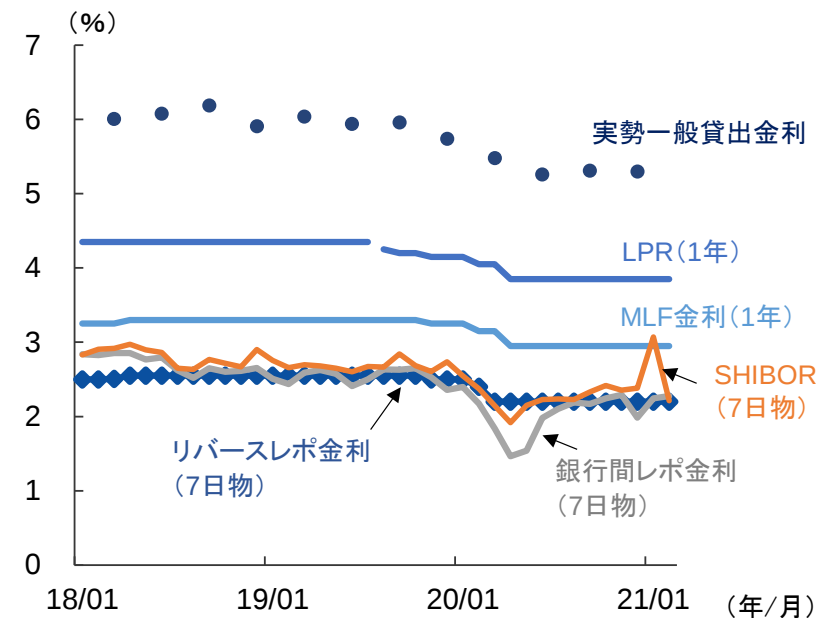
- 2021年は「穏健な金融政策を柔軟・的確に実施し、合理的な適度を維持」する方針。2020年は利下げや預金準備率引き下げなど大幅な金融緩和が実施されたが、慎重なペースで段階的に正常化が図られる模様
 - マネーサプライ(M2)・社会融資総額残高の伸びは、名目GDP成長率並みの前年比+10%程度とコロナ禍前の水準に戻る見込み
 - 不動産バブルなどの金融リスクに対処しつつ、景気下押しにつながる急激な引き締めは回避する方針

M2・社会融資総額残高・名目GDP



(注) 2021年の名目GDP成長率は財政予算案から推計した値
(出所) 中国人民銀行、CEIC dataより、みずほ総合研究所作成

主要な政策金利



(注) 1. MLF金利=中期貸出ファシリティ金利。中国人民銀行が金融機関に対して中期資金を有担保で貸し出す際に適用される金利
2. LPR=最優遇貸出金利。MLF金利を参照して18行が報告、算術平均により決定
(出所) 中国人民銀行、CEIC dataより、みずほ総合研究所作成

2021年の主要数値目標

項目	2021年		2020年		2019年
	数値目標	昨年目標 対比	数値目標	実績	数値目標
実質GDP成長率	+6.0%以上	(19年並)	示さず	+2.3%	+6.0～6.5%
消費者物価指数(CPI)	+3.0%前後	(↓)	+3.5%前後	+2.5%	+3.0 %前後
都市部新規就業者数	1,100万人以上	(↑)	900万人以上	1,186万人	1,100万人以上
都市部調査失業率	5.5%前後	(↓)	6%前後	5.6%	5.5 %前後
財政赤字(対GDP比)	3.2%前後	(↓)	3.7% (3.76兆元超)	3.6%* (3.76兆元*)	2.8% (2.76兆元)
地方政府専項債	3.65兆元	(↓)	3.75兆元	3.75兆元	2.15兆元
インフラ向け中央予算	6,100億円	(↑)	6,000億円	6,000億円	5,776億円
農村貧困人口	—	—	ゼロとする	ゼロ達成	1,100万人以上
エネルギー消費量 (GDP1単位あたり)	▲3.0%前後	(19年並)	示さず	▲0.1%	▲3.0%前後
食糧総生産能力(量)	6.5億トン	(19年並)	示さず	6.7億トン	6.5億トン
マネーサプライ(M2)	名目GDP成長率と ほぼ一致させる	(↓)	昨年よりも伸びを はっきりと高める	10.1% (19年: +8.7%)	名目GDP成長率に 合った伸びとし、昨 年の伸びを維持
社会融資総額残高		(↓)		13.3% (19年: +10.7%)	

(ご参考)全人代で示された2021年の重要活動任務(1)

項目		主な内容
1.イノベーションにより実体経済の質の高い発展を推進し、新たな原動力を育成する	(1)イノベーション能力の向上	● 国の戦略的科学技術力を強化し、国家実験室の整備の推進 ● 「科学技術イノベーション2030－重大プロジェクト」の計画・推進 ● 疾病予防・治療のブレークスルー等の民生科学技術の発展 ● 基礎研究支援のため、中央レベルの基礎研究支出を＋10.6%とする ● 基幹核心分野において重大なブレークスルーの実現
	(2)市場化メカニズムの運用により企業のイノベーションを奨励	● イノベーションの主体としての企業の地位向上 ● リーディングカンパニーによるイノベーション連合体の設立を奨励 ● 税制優遇により企業の研究開発投資の拡大を奨励
	(3)産業チェーン、サプライチェーンの最適化	● 「3つの解消・1つの低減・1つの補強」(過剰生産能力・過剰在庫・過剰債務の解消、コストの低減、脆弱部分の補強)の継続的遂行 ● サプライチェーンの自主コントロール能力の強化 ● IoTの発展、5Gネットワーク・ギガビット級光ファイバーの整備
2.内需拡大という戦略的基点を堅持し、国内市場の潜在力を充分に掘り起こす	(1)消費の安定・拡大	● 様々なルートで住民の所得向上 ● 都市・農村部における流通体系の整備 ● 自動車・家電等の高額消費の安定的増加 ● 中古車等における不合理な制限撤廃、駐車場・充電スタンド等の増設 ● 企業の製品・サービス革新の奨励、新製品市場参入の円滑化
	(2)有効的な投資の拡大	● 地方政府専項債券を3.65兆元発行、使用範囲を合理的に拡大 ● 「兩新一重」(新型インフラ、新型都市化、重要インフラ)建設の推進、交通・エネルギー・水利等の重大プロジェクト実施 ● 政府投資の民生プロジェクトへの傾斜

(出所)李克強首相「政府活動報告」(2021年3月5日)より、みずほ総合研究所作成

(ご参考)全人代で示された2021年の重要活動任務(2)

項目	主な内容
3.農村振興戦略を全面的に実施し、農業の安定した発展の農民の収入増を促進する	(1)貧困撲滅の成果の定着・拡大と農村振興との効果的連携の遂行 ● 貧困から脱却した地域に対し、5年間の移行期間を設け支援策を実施 ● 貧困から脱却した人々に対する安定した就業支援、技能訓練の強化を行い、大規模な再貧困化を防止
	(2)食糧・重要農産物の安定的供給能力の向上 ● 遺伝資源の保護・活用と優良品種の選別・育成・普及の強化 ● 灌漑施設の整備、耕地保護の強化により、耕地の「非穀物化」の防止 ● 農産物の安定供給・価格の基本的安定の維持
	(3)農村改革・農村建設の着実な推進 ● 土地請負関係の安定、長期的不変の維持 ● 農村の基本公共サービス・公共インフラ整備の強化 ● 農村居住環境5カ年行動の始動
4.高水準の対外開放を実施し、対外貿易・外資の安定の中での質的向上を促進する	(1)輸出入の安定した発展の推進 ● 貿易に従事する中小企業への融資拡大、輸出信用保険の適用枠拡大 ● 加工貿易の安定、越境EC等の新モデルの発展、多元的な市場開拓の支援 ● 輸入税の調整、良質な製品・サービスの輸入拡大
	(2)外資の積極的かつ効果的な利用 ● 外資参入ネガティブリストの削減、サービス業の段階的開放の推進 ● 海南自由貿易港の建設推進 ● 国内企業・外資企業との公平な競争の促進
	(3)質の高い「一帯一路」共同建設 ● 共同協議・共同建設・共同享受の堅持 ● 市場化原則に基づき、多元的な投融資システムを整備
	(4)二国間・多国間および地域間の経済協力の深化 ● RCEP協定の早期発行・実施、中国EU投資協定の調印作業の推進 ● 日中韓FTA交渉のプロセス加速、CPTPPへの加入の前向きな検討 ● 米中の平等互惠による経済・貿易関係の深化の推進

(出所)李克強首相「政府活動報告」(2021年3月5日)より、みずほ総合研究所作成

(ご参考)全人代で示された2021年の重要活動任務(3)

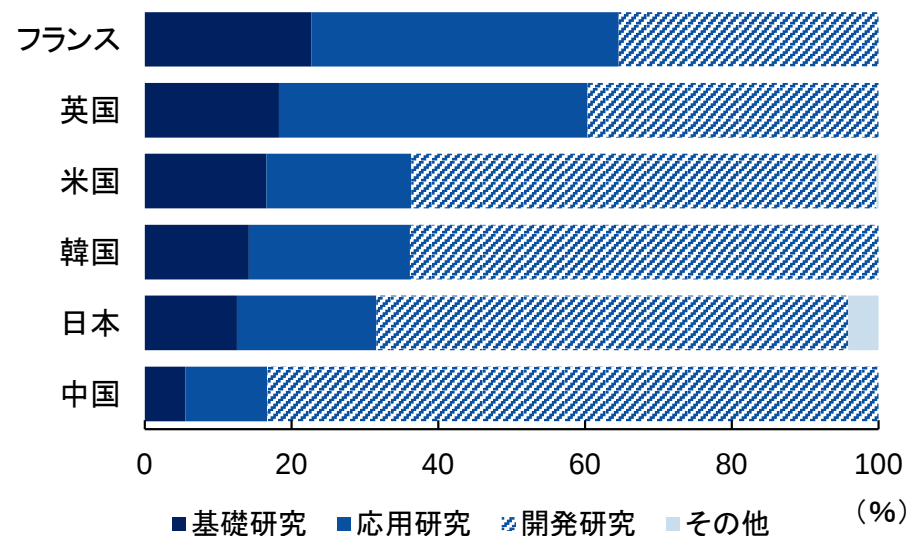
	項目	主な内容
5.環境汚染対策と生態系の整備を強化し、環境の質を持続的に改善する	(1)生態環境ガバナンスの持続的強化	● 生態環境ガバナンスの強化。大気汚染の総合対策・地域間共同対策の強化 ● 河川・海洋の汚水排出対策と都市部汚水臭の対策実施 ● 大規模な国土緑化キャンペーンの実施
	(2)炭素排出ピークアウトと炭素中立実現に向けた各種業務の遂行	● 炭素排出のピークアウト、カーボンニュートラルに向けた諸活動に取り組む ● 2030年までの炭素排出ピークアウトに向けた行動計画を策定 ● 産業構造とエネルギー構造の最適化
6.民生福祉を着実に増進し、社会建設のレベルを不断に向上させる	(1)より公平でより質の高い教育の発展	● 義務教育の良質でバランスのとれた発展、都市・農村の一体化の推進 ● 就学前教育段階における入園率の引き上げ ● 産業と教育の融合、学校と企業の協力の深化
	(2)衛生・ヘルスケアシステムの整備の推進	● 「健康中国」キャンペーンの継続 ● 公衆衛生緊急対応システムの物資保障体系の従前か
	(3)大衆の住宅需要の保障	● 「住宅は住むためのもので、投機のためのものではない」という方針を堅持 ● 地価、住宅価格、市場予想の安定、大都市の住宅市場の課題を解消 ● 長期賃貸住宅市場の規範的發展
	(4)基本的民生の保障強化	● 養老保険の全国統一管理の実現、個人年金保険の規範的發展 ● 医療と養老、ヘルスケアと養老の融合の促進
	(5)人民大衆の精神文化面のニーズを満たす	● 社会主義の核心的価値観の養成 ● インターネットコンテンツ建設・管理の強化
	(6)社会統治の強化・革新	● 都市・農村コミュニティ・ガバナンスとサービスシステムの十全化 ● 社会治安対策システムの整備、社会の安定・安全の維持

(出所)李克強首相「政府活動報告」(2021年3月5日)より、みずほ総合研究所作成

第14次五カ年計画では成長率目標を明示せず、「質の高い発展推進」を強調

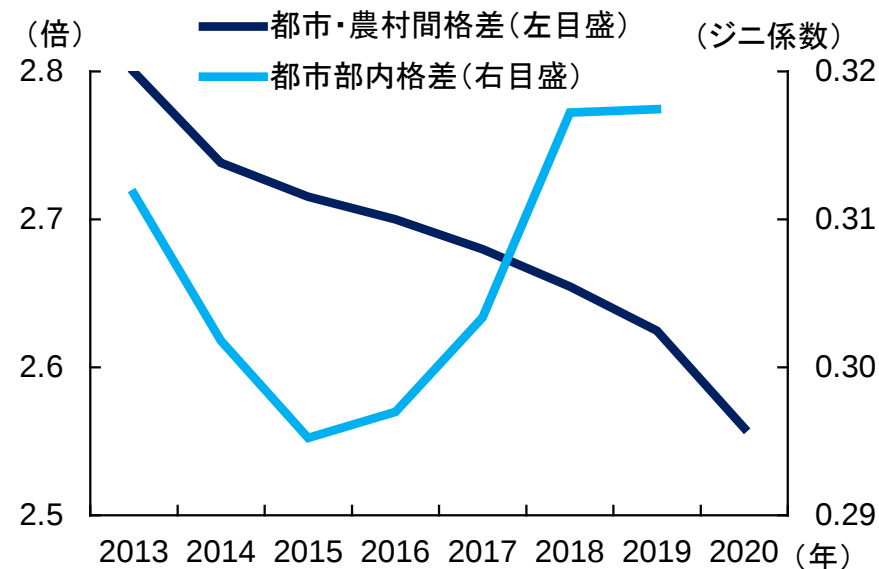
- 五カ年計画・2035年までの長期目標では質の高い発展を強調。科学技術の自立、内需拡大、格差縮小などが課題に
 - 2035年までに一人当たりGDPの中等先進国レベルへの引き上げやコア技術の重大なブレークスルーを目指す
 - 第14次五カ年計画期の成長率目標は示さず。不確実性の残存を考慮し、各年の情勢に応じて設定する方針
 - イノベーション強化に関し、基礎研究を強調。重点領域は、AI、半導体、バイオテクノロジー、航空宇宙・深海技術
 - 内需主導型経済への転換と、格差是正のための再分配機能や非都市戸籍者の都市戸籍取得支援強化を掲げる

主要国の研究開発費内訳



(注) フランスは2017年、その他の国は2018年
(出所) OECDより、みずほ総合研究所作成

都市・農村格差と都市部内格差



(注) 1. 都市農村間格差＝都市部可処分所得÷農村部可処分所得
2. 都市部内格差は、5段階の所得階層に基づき試算
(出所) 中国国家统计局より、みずほ総合研究所作成

(ご参考)第14次五カ年計画の数値目標

指標		2020年時点	2025年目標	目標種別
経済発展				
	実質GDP成長率	2.3%	合理的な範囲内を維持。各年は情勢に応じて目標を設定	所期性
	労働生産性(就業者人口1人当たりのGDP)伸び率	2.5%	実質GDP成長率を上回る	所期性
	常住人口都市化率	60.6%(2019年)	65%	所期性
イノベーションによる発展けん引				
	研究開発費支出伸び率	—	年平均+7%以上、研究開発費支出対GDP比率は第13次五カ年計画実績を上回る	所期性
	1万人当たり高付加価値発明特許保有件数	6.3件	12件	所期性
	デジタル経済コア産業付加価値のGDP比	7.8%	10%	所期性
民生・福祉				
	国民1人当たり可処分所得の伸び	2.1%	実質GDP成長率と同水準	所期性
	都市調査失業率	5.2%	5.5%以下	所期性
	労働年齢人口の平均教育年数	10.8年	11.3年	拘束性
	1千人当たりの医師数	2.9人	3.2人	所期性
	基本養老保険加入率	91%	95%	所期性
	1千人当たりの3歳以下の幼児託児施設	1.8力所	4.5力所	所期性
	平均寿命	77.3歳(2019年)	+1歳	所期性
資源・環境				
	GDP1単位当たりのエネルギー消費量	—	▲13.5%	拘束性
	GDP1単位当たりのCO ₂ 排出量	—	▲18%	拘束性
	都市の空気の質が優良な日の割合	87%	87.5%	拘束性
	皿類(飲用水)もしくはそれ以上に達している割合	83.4%	85%	拘束性
	1次エネルギーに占める非化石エネルギーのシェア	12%	15%	拘束性
	森林率	23.2%(2019年)	24.1%	拘束性
安全保障				
	食糧総合生産能力	—	6.5億トン以上	拘束性
	エネルギー総合生産能力	—	標準炭換算46億トン以上	拘束性

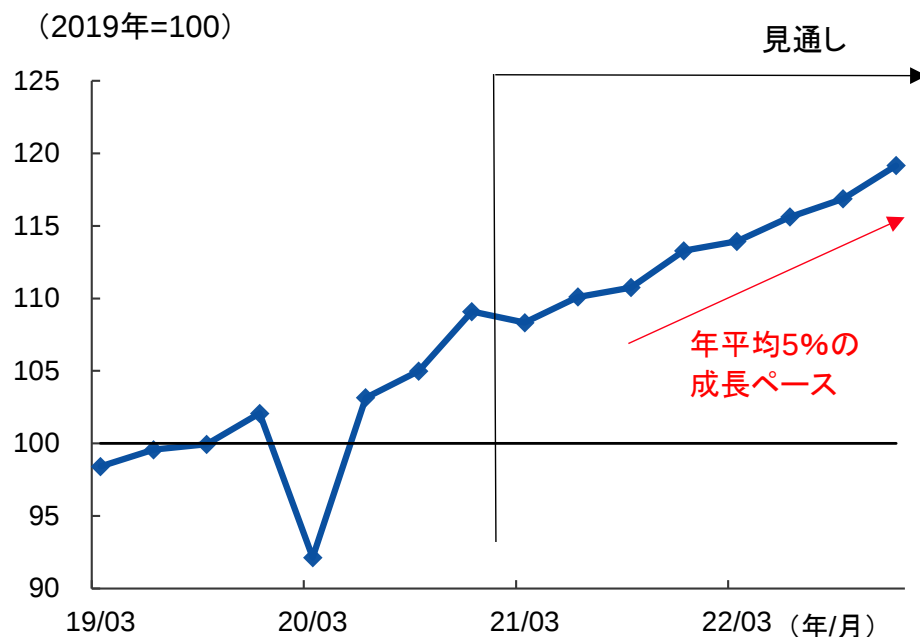
(注)「所期性」は、政府が環境整備・制度改革等を通じて達成されるよう努力する目標。「拘束性」は、政府の責任で必達すべき目標

(出所)新華社「中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要」より、みずほ総合研究所作成

中国経済見通し: 製造業投資や個人消費を中心に回復が続く見通し

- 2021年の中国経済は、感染再拡大をうけて1～3月期はやや停滞するも、その後は回復が続く見通し
 - ①半導体などハイテク分野を中心とした製造業設備投資の加速、②雇用・所得環境の改善や海外消費の国内消費への転換を背景とした個人消費の加速、がけん引役に
 - インフラ投資も継続するが、下支えの必要性低下をうけ増加ペースは緩やかに。不動産投資は、バブル抑制策をうけ減速する見通し
 - 輸出は、20年のようなコロナ特需は見込めないが、世界経済の持ち直しをうけ回復傾向をたどる見込み

実質GDP見通し(四半期パス)

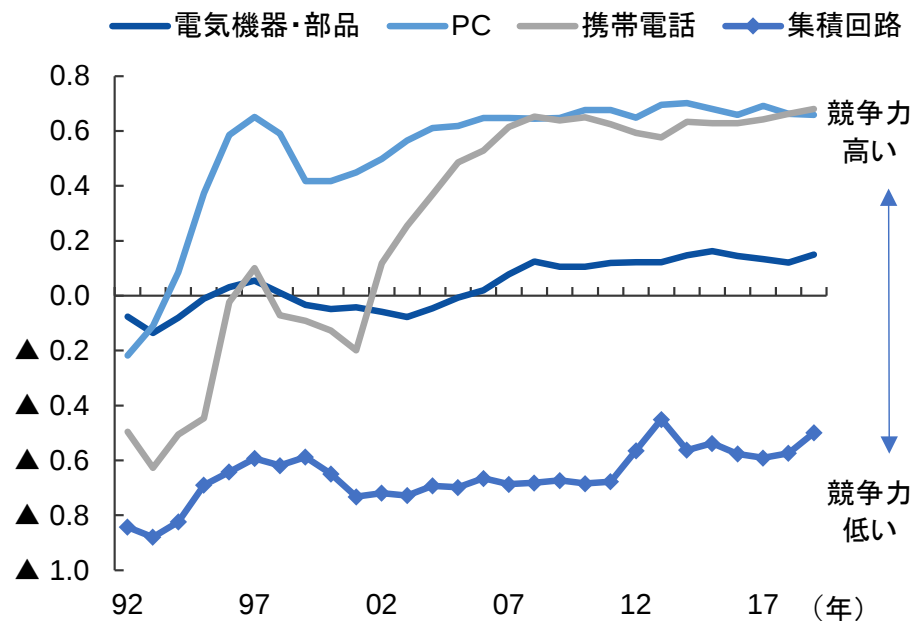


(出所) 中国国家統計局、CEIC dataより、みずほ総合研究所作成

科学技術自立のためのハイテク投資が後押し

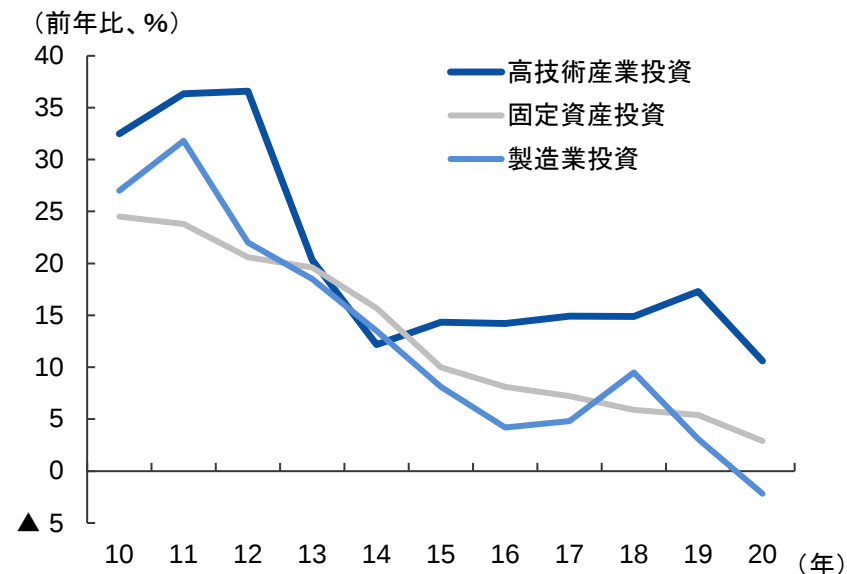
- 財政・金融面での政策支援を背景に、科学技術自立のためのハイテク投資が加速する見通し
 - 2021年の政策方針を示す中央経済工作会议、ならびに2025年までの第14次五カ年計画では、米国との技術を巡る対立を念頭に、科学技術の自立を目指したイノベーションを最重要課題として強調
 - 半導体等、現在外国企業に依存しており中国の競争力の低い、ハイテク分野の投資が加速する見通し

主な電気機器・部品の輸出特化係数



(注) 輸出特化係数 = (輸出 - 輸入) ÷ (輸出 + 輸入)
(出所) UN Comtradeより、みずほ総合研究所作成

高技術産業投資の推移



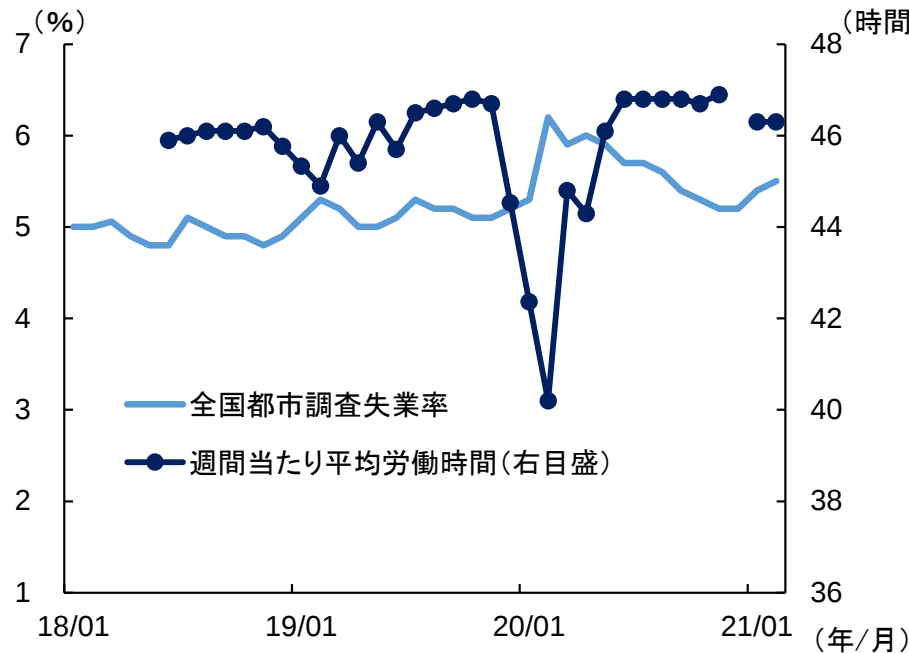
(注) 高技術産業投資のうち、製造業は医薬、航空・宇宙設備、通信・電子機器、コンピューター・事務設備、医療器具・計器、情報化学品。サービス業(情報、電子商取引等)も含む

(出所) 中国国家统计局、windより、みずほ総合研究所作成

個人消費は雇用・所得環境の改善を背景に回復。懸念は格差拡大

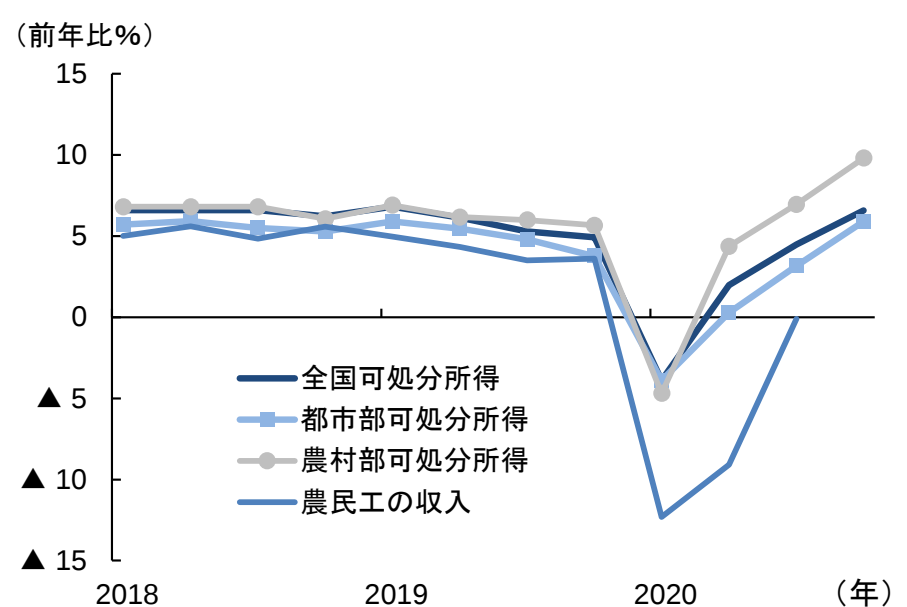
- 雇用・所得環境は着実に改善、今後も個人消費の回復を支える見通し
 - 都市部調査失業率は、コロナ前の水準まで低下。足元春節の影響で小幅上昇したものの、一時的な動きにとどまる見込み。週平均労働時間も、2020年6月にコロナ前の水準を回復
 - 10～12月期の全国実質可処分所得は前年比+6.6%と、3期連続で加速
- 農民工収入の伸びはコロナ前の水準には至らず。消費全体の下振れにつながる可能性は低いが、格差拡大に懸念

都市部調査失業率・週平均労働時間



(出所) 中国国家统计局、Windより、みずほ総合研究所作成

実質可処分所得と農民工の収入



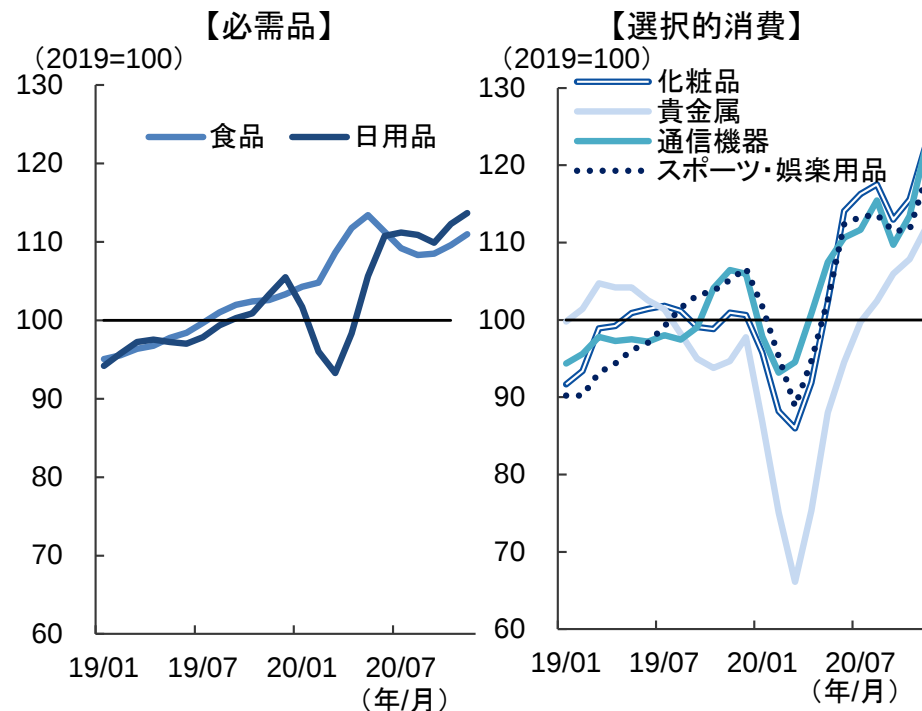
(注) いずれも実質ベース。農民工の収入は実収入ベース、都市部のデフレーターで実質化。都市部には農民工も一部含まれる

(出所) 中国国家统计局、CEIC dataより、みずほ総合研究所作成

選択的消費が堅調に回復、海外旅行の代替的消費が今後も支えに

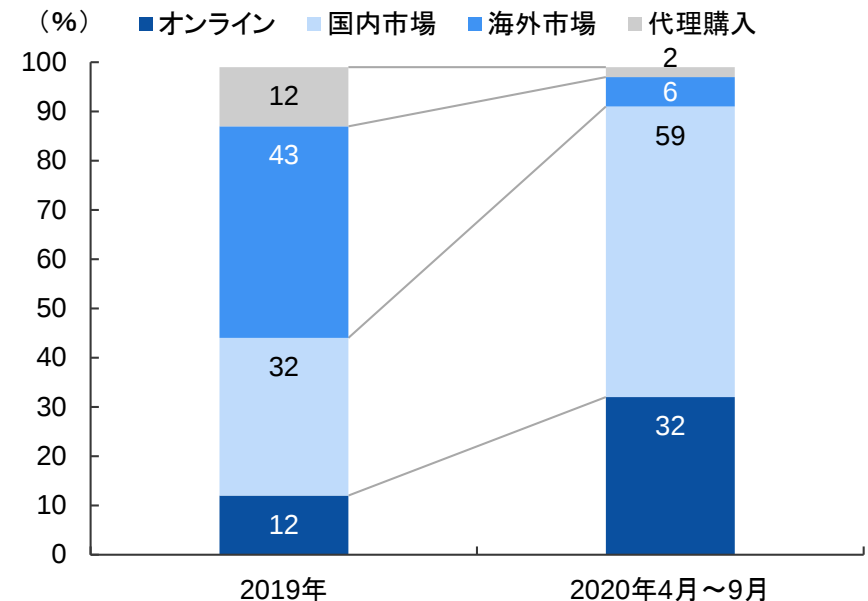
- 必需品に加え、貴金属・化粧品等の高額品や通信機器等、選択的消費が堅調に回復
- コロナ後の海外旅行消費の激減をうけて、代替的な消費が発生している可能性あり。2021年前半からワクチン普及開始といえども海外旅行の回復には期待できず、引き続き代替としての財・サービス消費が押し上げられる見通し
 - 高級品消費を例にとると、コロナ後に海外市場のシェアが急激に縮小し、国内市場・オンライン消費のシェアが増加

必需品と選択的消費の推移



(注) みずほ総合研究所による季節調整値。3カ月後方移動平均
(出所) 中国国家统计局より、みずほ総合研究所作成

高級品消費の分布



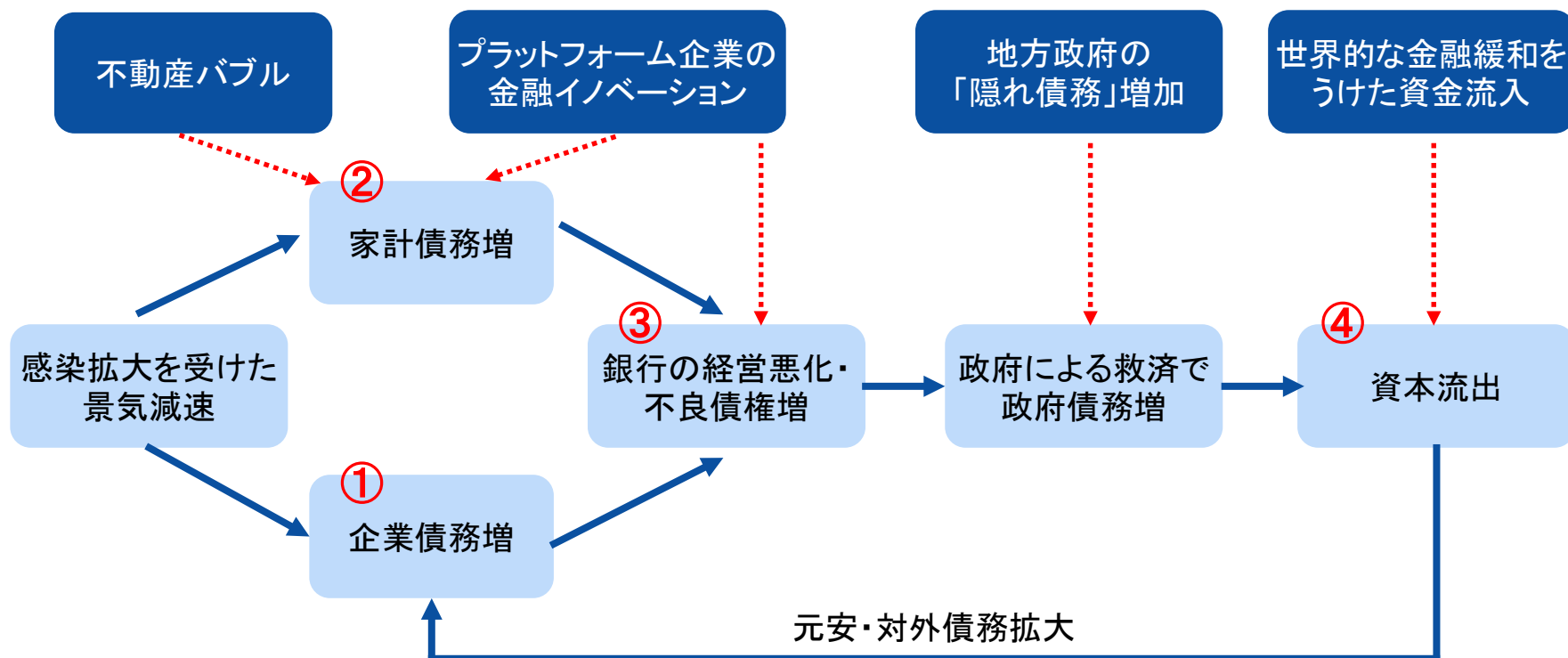
(注) 「オンライン消費」は、ブランド公式サイト・アプリ・wechatミニプログラム、大手ECサイト(天猫、京東)、高級品専門ECサイトを通じた消費
(出所) Boston Consulting Group and Tencent Marketing Insight「中国奢侈品消費者数字行为洞察报告2020年版」より、みずほ総合研究所作成

3. 金融リスクの所在

中国における金融リスクの所在

- 懸念される金融リスクの波及経路: コロナによる景気減速による企業・家計債務増→銀行の不良債権増加→政府による銀行救済で政府債務増→中国の金融システムに対する不信から資本流出→元安→金利引き上げ→債務増加・・
- 足元で、不動産バブル、プラットフォーム企業の金融イノベーション、地方政府の隠れ債務、世界的金融緩和をうけた短期資金流入増加、といった要因がさらに金融リスクを増幅させている

金融リスクの所在・波及経路



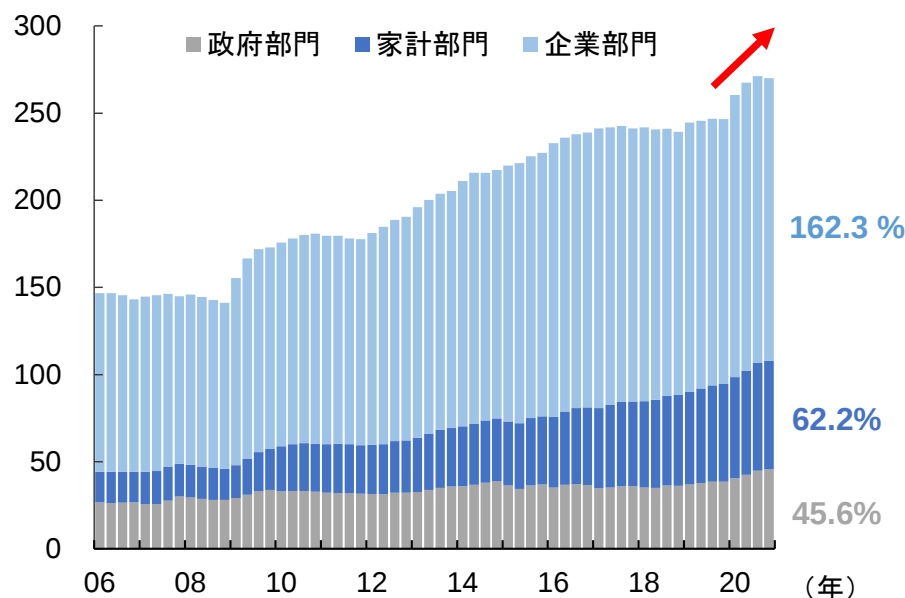
(出所)みずほ総合研究所作成

①企業債務増:コロナショックで加速。地方国有企業のデフォルトも相次ぐ

- 過剰投資を背景に企業債務規模大(20年末:GDP比162.3%)。コロナショックによる債務増加幅も他部門より大
- 20年Q4より地方国有企業のデフォルトが相次ぐ。政府は「暗黙の保証」によるモラルハザードを抑制すべく、デフォルトを容認。今後も、社債市場の健全化・金融政策の段階的な正常化を進める中、デフォルト増加が続く見込み

部門別債務残高(対GDP比)

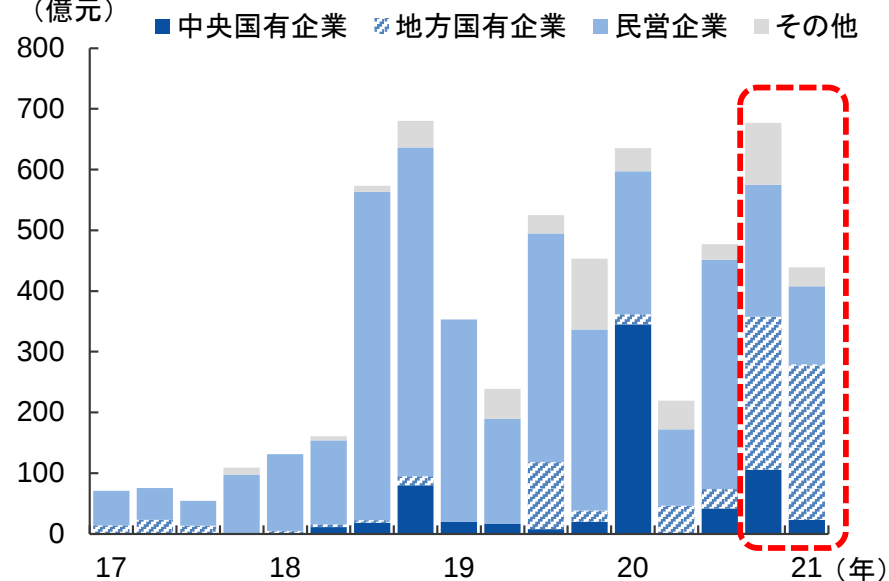
(対GDP比)



(出所)中国社会科学院国家資産負債表研究中心、windより、みずほ総合研究所作成

社債デフォルト金額

(億円)

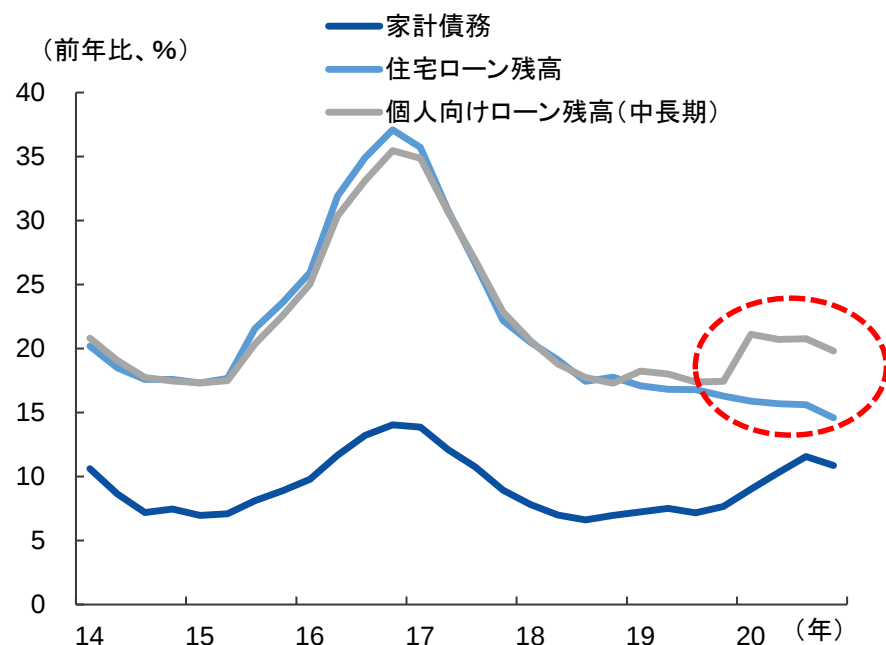


(注)2021年1-3月期は3月18日までの値
(出所)windより、みずほ総合研究所作成

②家計債務増：不動産バブルの残存が債務負担に

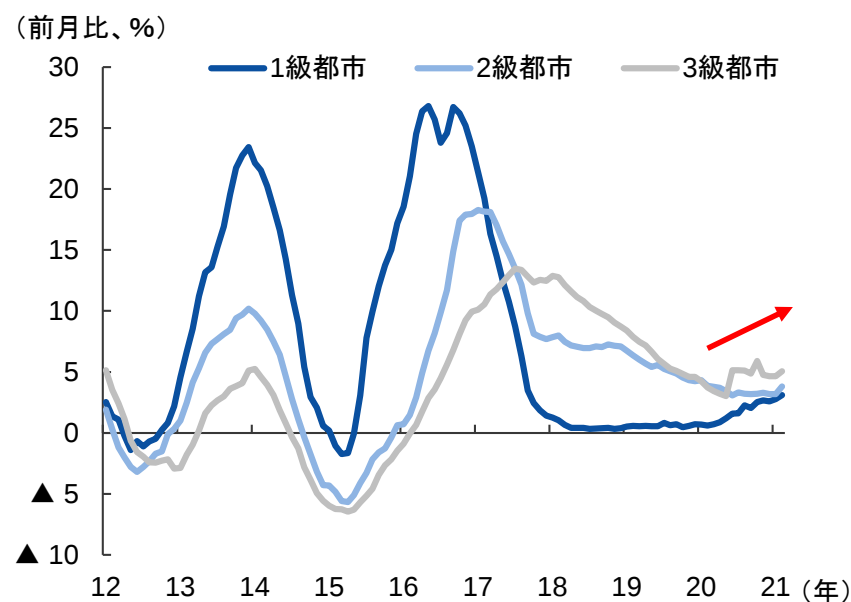
- 家計債務の約8割は住宅ローン(2019年時点)。所得対比10～20倍と高水準の不動産価格が負担に
- コロナ後の金融緩和や購入緩和策をうけ、不動産価格上昇ペースが加速。20年後半以降の規制導入後も過熱感残存。住宅ローン以外の個人向けローンが違法な形で不動産市場に流入し、市況を押し上げている可能性あり
 - ― 当局は全国的な不動産貸出比率の上限設定や、各都市の需要管理策・土地供給増加によりバブルに対応
 - ― 不良債権増につながる急な引き締めは行わない見込み。不動産貸出比率の上限設定にも2～4年の過渡期あり

家計債務と住宅ローン残高



(出所) 中国社会科学院国家資産負債表研究中心、中国人民銀行、CEIC Data、windより、みずほ総合研究所作成

100都市新築住宅価格

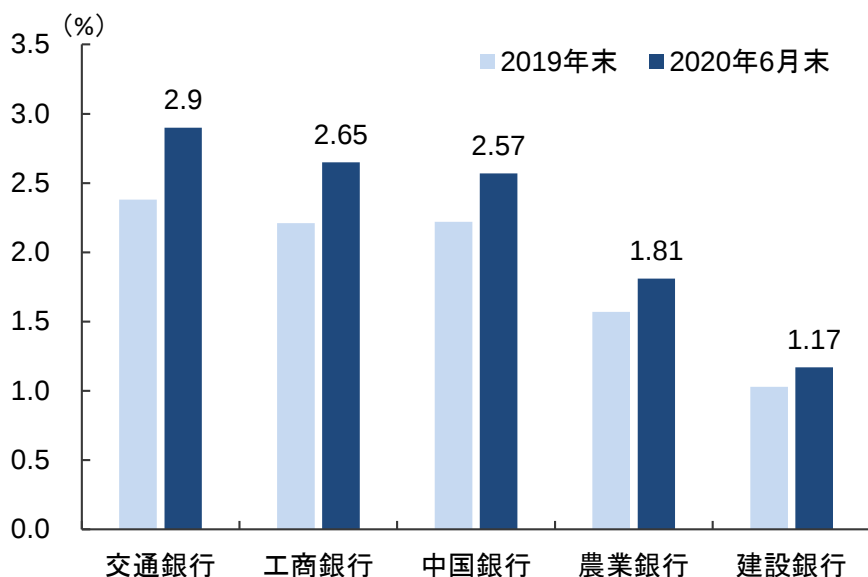


(出所) windより、みずほ総合研究所作成

②家計債務：消費者向けオンライン融資の広がりも家計債務増を助長

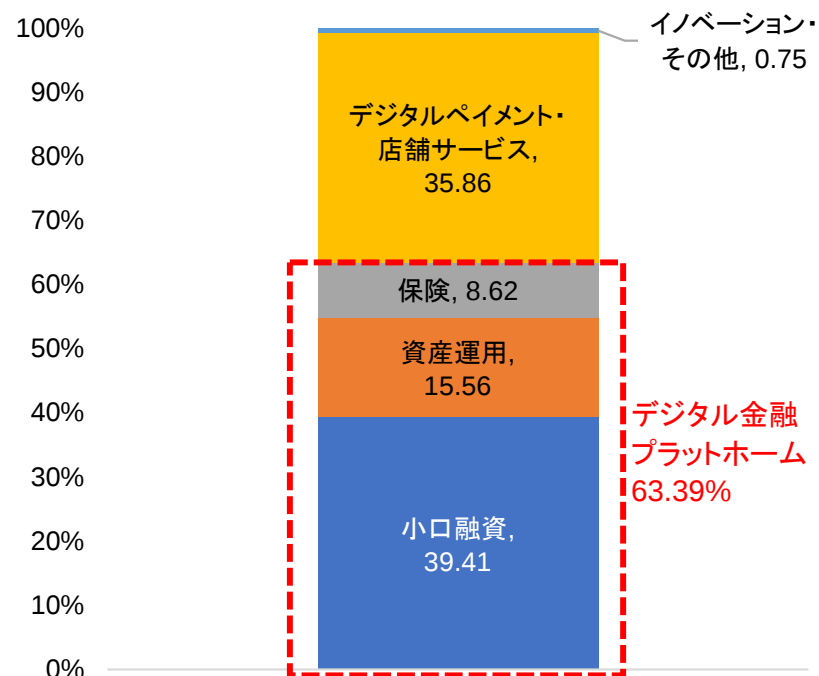
- 人民銀行は、20年以降、銀行のクレジットカードや消費者金融の不良債権比率が上昇していると報告
- 消費者向けオンライン金融の広がりによる過剰借入も、家計債務増を助長。若年層の債務が問題に
 - アリババ傘下のアントグループの収益の4割は小口融資。スマホアプリで利用できる手軽さから若年層中心に拡大
 - 当局は21年2月にオンライン小口融資に対する規制、21年3月に大学生に対するオンライン融資の規制を発表

大手銀行クレジットカードの不良債権比率



(出所) 各行2020年半期報告より、みずほ総合研究所作成

アントグループの収益構成(2020年上半期)

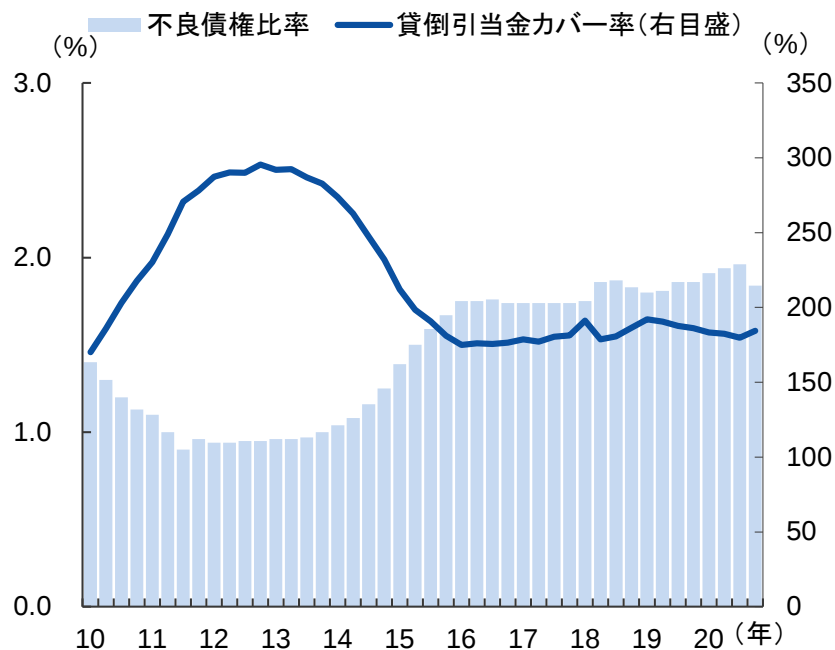


(出所) 蚂蚁科技集团股份有限公司「首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书」より、みずほ総合研究所作成

③銀行の経営悪化・不良債権：中小銀行にリスク

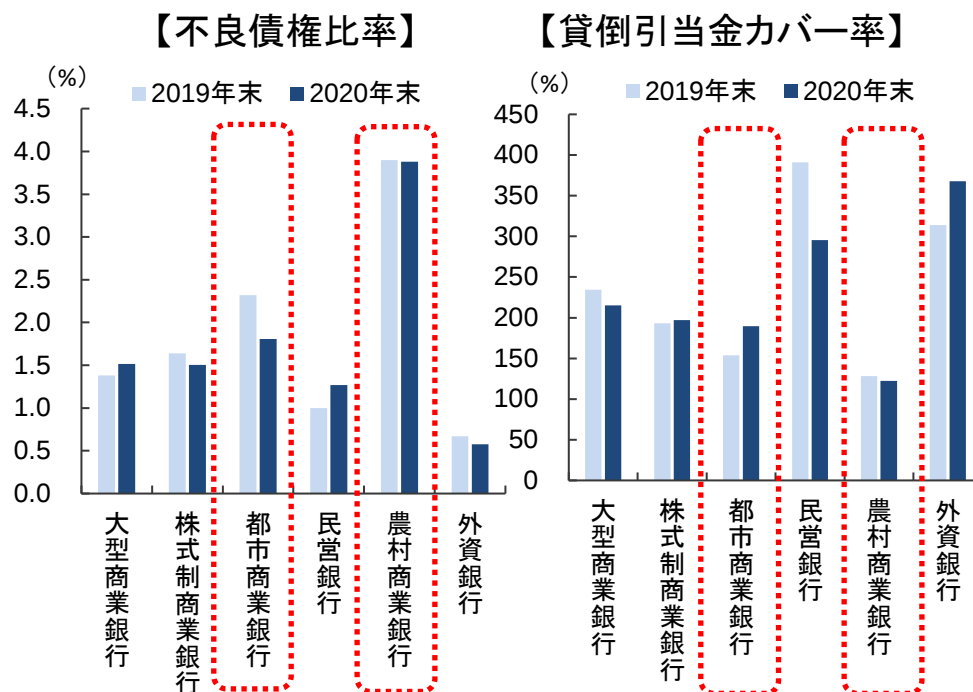
- コロナ後、商業銀行全体の不良債権比率は一時小幅上昇も、20年末にはコロナ前を下回る水準まで低下
 - (分母の)貸出増加、元利償還延期が寄与。金融政策正常化に伴い、21年には不良債権比率が上昇する見込み
- 大手行は健全な一方、相対的に不良債権比率が高く貸倒引当金カバー率が低い都市・農村商業銀行にリスク
 - プラットフォーム企業の仲介によるネット預金を通じた預金獲得競争激化も、中小銀行の収益を圧迫
 - 企業倒産法改正で、金融機関破綻処理への対応が進められる予定。システミックリスク防止の観点からプラス

不良債権残高・比率(商業銀行全体)



(出所) 銀行保険監督管理委員会、CEIC Dataより、みずほ総合研究所作成

銀行種別にみた不良債権比率・貸倒引当金カバー率

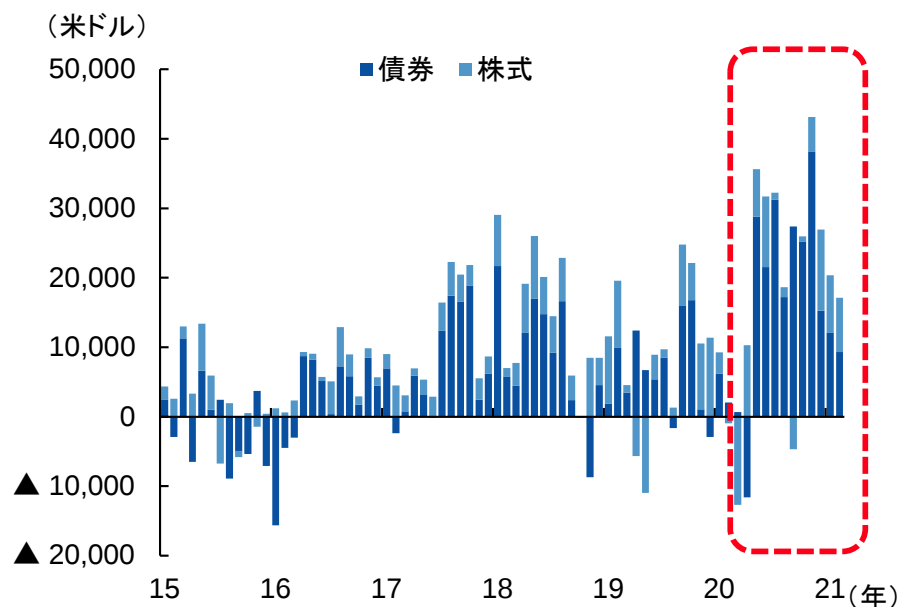


(出所) 銀行保険監督管理委員会、CEIC Dataより、みずほ総合研究所作成

④世界的金融緩和を受けた資金流入急増の副作用に要警戒

- 世界的な金融緩和局面の中、中国に大量の資金が流入し、人民元高(→輸出競争力低下)やバブル拡大を招く恐れ
— 相対的に高い金利や、主要債券指数への中国国債の組入れを背景に、海外投資家による債券投資が急拡大
- 海外資産バブルの国内への波及を懸念する当局は、内外投資フローのバランスをとるべきとして、2021年下半期に中国本土から香港への債券投資(南向きのボンドコネク)開始を検討している模様
- 資金流入が大きい分、主要国の金融緩和の停止(または引き締め観測)に伴って発生しうる資金流出のインパクトも大。そうした局面を想定し、資本取引自由化への取り組みは当面抑制的になる模様

海外から中国への資金フロー



(出所) IIFより、みずほ総合研究所作成

米中金利差と対ドル人民元レート



(出所) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

4. 香港情勢

中国全人代が香港選挙制度の見直しを決定。民主派の徹底排除へ

- 3/11、中国全人代が香港選挙制度の見直しを決定。親中派枠を拡大し、民主派を立候補段階から完全排除する方針
 - 香港の選挙制度の抜け穴により、2019年の大規模デモなど反中国勢力による政治的混乱が発生したとの認識
 - 見直しの内容は①行政長官を選出する選挙委員会の親中派枠拡大、②立法会(議会)に選挙委員会からの間接選挙枠を設置、③選挙委員会による立法会議員候補者の指名、④選挙候補者の資格審査委員会の新設、など
- 概ね観測報道通りの内容でデモや市場の混乱はみられないが、人権・民主主義をめぐる米中対立が今後の焦点に

香港の選挙制度見直しの概要

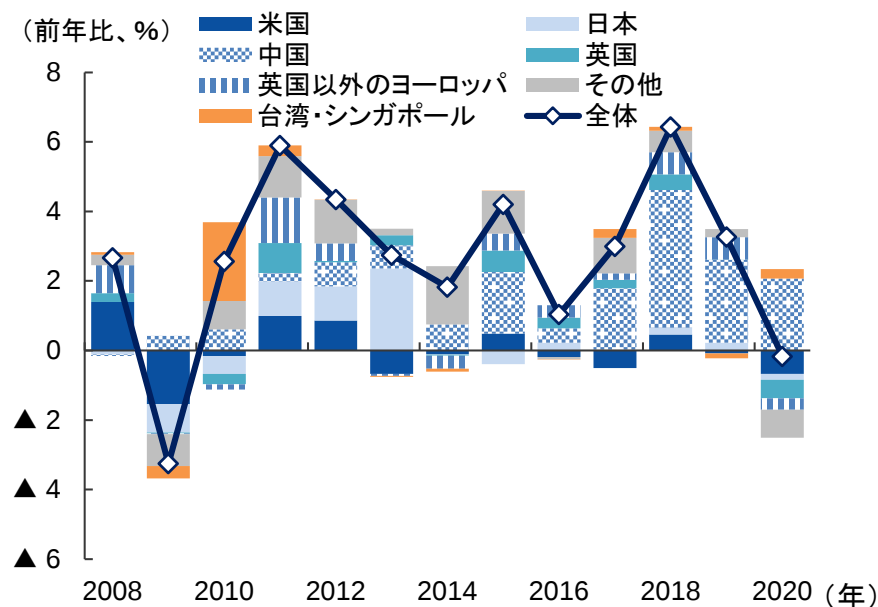
	行政長官選挙	立法会(議会)選挙
現行制度	● 1,200名の選挙委員会が行政長官を選出 ● 選挙委員会の内訳: 以下4分野から300名ずつ ①商工業・金融界②専門職③労働・社会奉仕・宗教等 ④立法会議員・区域組織代表・香港地区全人代代表、香港地区政治協議会議員 ● 選挙委員150名以上の推薦で行政長官に立候補可 ● 選挙委員の過半数の支持で当選	● 全70議席 ● 議席の内訳: ①職能別団体枠(35議席) ②直接選挙枠(35議席)
見直し方針	● 選挙委員会の委員数を1,500名に拡大 ● 選挙委員会の内訳: 以下5分野(内訳未発表、各300名との報道) ①商工業・金融界②専門職③草の根・労働・宗教等 ④立法会議員・区域組織代表 ⑤香港地区全人代代表、香港地区政治協議会議員、全国的な団体の香港代表 ● 選挙委員188名以上かつ各5分野15名以上の推薦で、立候補可 ● 選挙委員の過半数の支持で当選	● 全90議席 ● 議席の内訳: (内訳未発表、③が多数になるとの報道あり) ①職能別団体枠 ②直接選挙枠 ③選挙委員会による間接選挙枠 ● 選挙委員会による立法会議員候補者の指名
	● 行政長官・立法会議員・選挙委員会の各候補者の資格を審査する審査委員会を設立。候補者の資格が「香港国家安全維持法」に準拠していることも要求	

(出所)新華社「全国人民代表大会关于完善香港特别行政区选举制度的决定」より、みずほ総合研究所作成

在香港外資系企業数はリーマンショック以来の減少に転じる

- 2020年の在香港外資系企業数は9,025社と前年(9,040社)から小幅減少。中国が増加維持の一方、日米欧は減少
 - 減少はリーマンショックの影響を受けた2009年以来。コロナを受けた業績悪化も企業数減少の大きな要因
- 香港拠点設立の重要ファクターのうち、「政治的安定性」「法の支配・司法の独立」「情報の自由な流通」における香港の優位性が低下。香港国家安全維持法成立が影響している模様。一方、「中国本土の商機」に関する優位性は変わらず
- 今後3年の拠点活用方針については「変化なし」との回答が過半と、様子見姿勢の継続が大勢を占める
 - 一方、「香港での事業拡大」の割合は大きく低下。法の支配等への懸念が今後強まれば、事業縮小・移転が増える見込み

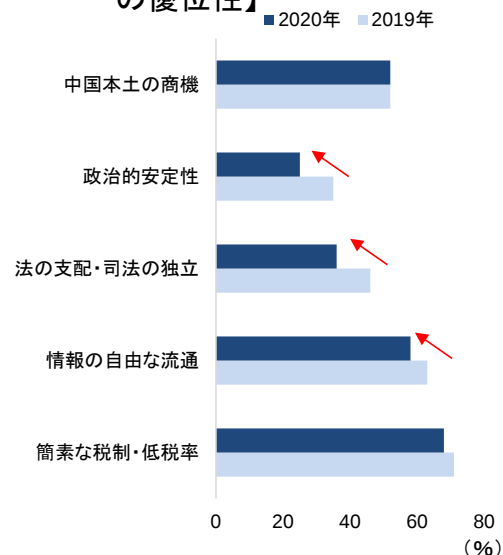
在香港外資系企業数(国・地域別)



(注) 地域統括本部、地域委事務所、現地事務所の合計
(出所) 香港政府統計処より、みずほ総合研究所作成

香港拠点に関するアンケート

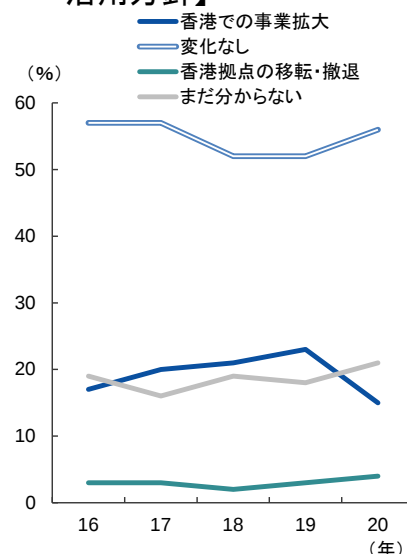
【香港拠点設立の重要ファクターの優位性】



(注) 左図: 香港拠点設立の重要ファクターについて、「有利」「中立」「不利」を尋ねたもの。「有利」との回答割合の変化を示している。

(出所) 香港政府統計処より、みずほ総合研究所作成

【今後3年の香港拠点の活用方針】



国際金融センターとしての優位性は不変だが、中国の影響度が高まる

- 開放された資本市場や簡素な税制・低税率、アジア最大のオフショアドル取引市場としての存在感など、香港の国際金融センターとしてのアドバンテージは不変
- 海外投資家の中国本土への投資窓口、中国企業の外貨調達地としての香港の役割はますます重要に
— 外的金融ショック回避の観点から資本取引自由化に慎重な中国にとって、香港市場の利用価値は高い
- 他方、香港国家安全法の厳しい運用をうけ、高度人材流出の可能性あり。蓋然性は低いものの、米国「香港自治法」に基づく金融制裁のリスクが燦々していることも、国際金融センターとしての安定性には悪影響

香港株式市場における中国本土企業のプレゼンス

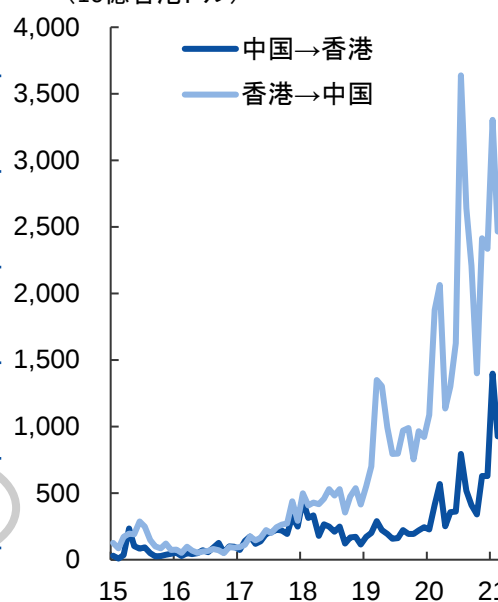
	2018年末	2019年末	2020年末
上場企業数	2,315	2,449	2,538
うち中国本土企業数	1,146	1,241	1,319
同割合	49.5%	50.7%	52.0%
時価総額 (10億香港ドル)	29,909	38,165	47,523
うち中国本土企業の 割合	67.5%	73.2%	80.1%

(出所) 香港交易所 (HKEX) より、みずほ総合研究所作成

中国・香港間の株式・債券取引

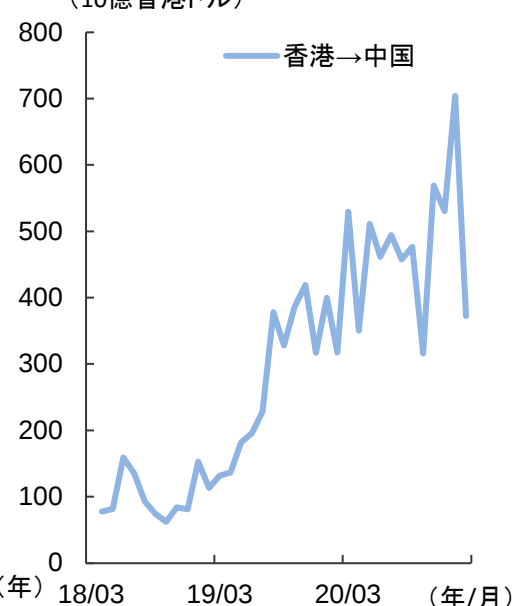
【ストックコネクト取引額】

(10億香港ドル)



【ボンドコネクト取引額】

(10億香港ドル)



(注) 株式相互取引は、2015年から上海・香港間、2017年から深セン・香港間で開始
(資料) 香港交易所 (HKEX)、債券通有限公司、CEIC Dataより、みずほ総合研究所作成

まとめ

- 中国経済はコロナによる落ち込みからいち早く回復。2020年10～12月期の実質GDP成長率は前年比＋6.5%と3期連続で加速。2020年通年では同＋2.3%とプラス成長を維持
- 2021年初に感染再拡大も、一部地域のロックダウンや春節休暇中の移動制限等により拡大抑制。1～2月の指標は輸出・投資が加速した一方、消費が停滞
- 全人代で示された2021年の成長率目標は「前年比＋6%以上」。財政・金融政策は、危機対応からの脱却を図りつつ、急転換は行わない方針。科学技術力強化・内需拡大が重点に。2021年の中国経済は感染再拡大をうけて1～3月期はやや停滞するも、その後は製造業投資と個人消費を中心に回復が続く見通し
- 足元で、不動産バブル、プラットフォーム企業の金融イノベーション、世界的金融緩和をうけた短期資金流入増加、といった要因が金融リスクを増幅。2021年は金融リスクの顕在化と実体経済への波及に要注視
- 全人代では香港選挙制度の見直しを決定。親中派枠を拡大し、民主派を立候補段階から完全排除する方針。香港の国際金融センターとしての優位性は不変だが、中国の影響度が高まる

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。