

## 中国の小売売上高は「名目」では前年を上回る伸びとなったが…

～景気回復の持続力は雇用がカギを握る状況は変わらず、統計公表を巡る「小細工」にはウンザリ～

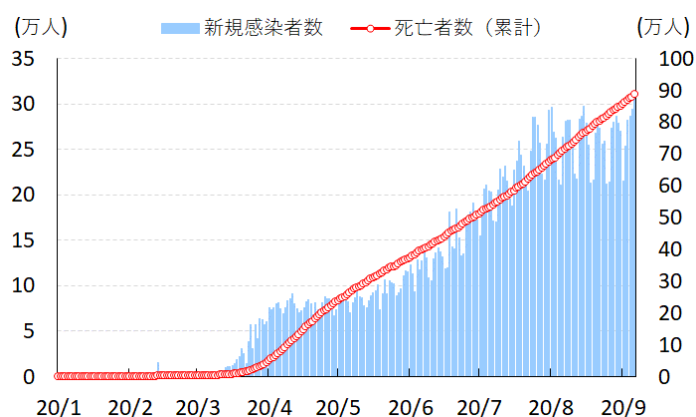
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

### (要旨)

- 新型コロナウイルスの感染拡大を受けて中国経済は深刻な減速に直面したが、事態収束と経済活動の正常化を受けて底入れが進んでいる。足下では感染拡大の震源地は新興国にシフトするなど不透明感にくすぶるが、主要国での経済活動再開の動きや米中摩擦の余波を受けて外需は底入れが進む。ただし、景気回復の動きにも拘らず不透明要因もくすぶる展開が続くなど、中国景気は一進一退の展開が続いている。
- 8月の鉱工業生産は前年比+5.6%と伸びが加速しており、政府の政策支援や公共投資の進捗が生産活動を押し上げる動きが顕著になっている。8月の固定資産投資は年初来前年比▲0.3%となるも、月次ベースの前年比は+8.1%と試算出来る上、不動産投資も活発化するなど底入れが進む。8月の小売売上高は名目ベースで前年比+0.5%と自動車販売の押し上げを受けて年明け以降初めて前年を上回ったが、実質ベースでは同▲1.1%と試算出来るなど回復は道半ばの状況にある。統計公表を巡る「小細工」は統計自体に対する信ぴょう性を損なう恐れもある。他方、景気回復の持続力は雇用環境がカギを握る状況は変わらない。

昨年末に中国で発見された新型コロナウイルス（SARS-CoV-2）を巡っては、年明け以降に中国全土に感染拡大の動きが広がり、中国政府は感染封じ込めに向けて都市封鎖など強硬策に動いたため、中国の1-3月の実質GDP成長率は前年比▲6.8%と四半期ベースで初のマイナス成長となるなど、景気に深刻な悪影響を及ぼした。しかし、その後は感染収束に伴い経済活動の正常化に向けた動きが進んだほか、5月末に開催された全人代（全国人民代表大会）において財政、金融政策を総動員して景気下支えに動く方針が示されたことも重なり、一転して景気は底入れの動きを強めている。結果、4-6月の実質GDP成長率は前年比+3.2%と2四半期ぶりのプラス成長に転じたほか、実質GDPの水準も新型コロナウイルスの影響が直撃する直前となる昨年10-12月を上回るなど早くもその影響を克服したものと捉えられる。なお、足下では新型コロナウイルスの感染拡大の震源地は南アジアや東南アジアなどを中心とする新興国にシフトして感染収束の見通しが立たない状況が続く一方、上述のように中国経済はその影響を抜け出しているほか、欧米など主要国でも経済活動再開の動きが広がるなど、世界経済を取り巻く状況は『最悪期』を過ぎている。世界経済は

図1 世界の新型コロナの新規感染者及び死亡者(累計)の推移



(出所) Refinitiv より第一生命経済研究所作成

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の余波を受ける形で大幅な下押し圧力に直面したものの、足下では回復に向けた動きが広がりを見せており、その動きに呼応するように大きく停滞した世界貿易も底入れの動きが広がりを見せている。他方、ここ数年の世界経済にとっては米中摩擦の行方が最大のリスク要因となってきたが、新型コロナウイルスのパンデミックをきっかけに中国を中心とする形で構築されたサプライチェーンに対するリスクが意識されたことに加え、米中摩擦の激化が懸念される動きが出ていることを受けてサプライチェーンの再構築を図る動きも出ている。さらに、米中摩擦の激化を警戒して中国製品に対する駆け込みの動きが強まる動きも出るなど、こうした様々な要因が重なる形で足下の中国の輸出は底入れの動きを強めており、上述のように中国経済が新型コロナウイルスの影響を克服する動きの一助になっているとみられる（詳細は7日付レポート「[中国輸出はサプライチェーン見直しの動きなども押し上げ圧力に](#)」をご参照下さい）。こうした動きに呼応するように、足下の中国の企業マインドは幅広い分野で堅調な動きをみせている（詳細は3日付レポート「[中国・民間PMIの堅調さは「V字回復」に繋がるか](#)」をご参照下さい）。一方、雇用・所得環境の厳しさなどが重石となりコアインフレ率は鈍化するなどデシインフレ圧力がくすぶるも、食料品やエネルギーなど生活必需品を中心にインフレ圧力が掛かるほか、中銀（中国人民銀行）の金融緩和による『カネ余り』を受けた資金流入を背景に不動産市況のバブル化が懸念されるなど、政策対応が難しさを増す兆候がみられる（詳細は9日付レポート「[中国の金融政策はインフレとデシインフレ、バブルの間で揺れ動く](#)」をご参照下さい）。このようにみると、足下の中国経済は着実に回復の足取りを強めているものの、依然として不透明要因もくすぶるなど一進一退の状況が続いていると捉えられる。

上述したように、足下の中国経済は外需の底入れの動きが景気回復の動きを後押ししている様子があるが、8月の鉱工業生産（実質ベース）は前年比+5.6%と前月（同+4.8%）から伸びが加速している上、前月比も+1.02%と前月（同+0.98%）から拡大ペースも加速しており、足下の企業マインド統計が示唆するように生産活動は一段と底入れが進んでいる。なお、8月の生産水準は新型コロナウイルスによる影響が直撃する直前の昨年12月時点と比較して+2.9%程度上回ると試算されるなど、生産活動については新型コロナウイルスの影響を完全に克服していると捉えられる。

分野別では、鉱業部門（前年比+1.6%）の生産が前年を上回る水準となるなど底入れが進んでいる様子がある一方、これまで生産底入れの動きを先導してきた製造業（同+6.0%）は前月から伸びが横這いとなるなど頭打ちの兆候が出ており、なかでもハイテク製造業（同+7.6%）の伸びの鈍化が重石になっているとみられるものの、前月に弱含む動きがみられたエネルギー



(出所) 国家統計局, CEIC より第一生命経済研究所作成

（同+5.8%）で伸びが再び加速感を強めており、幅広い経済活動で底入れが進んでいる様子がある。主要財別では、習政権が推進する産業政策（中国製造2025）の対象分野である上、米中摩擦の激

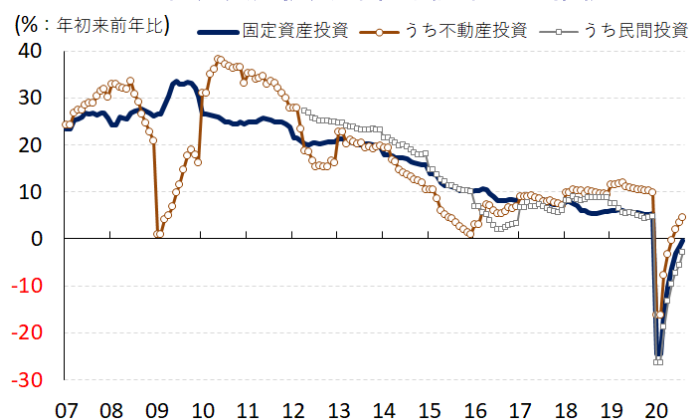
化を受けて内製化に向けた動きが活発化している半導体（前年比+12.1%）で堅調な動きが続いているほか、マイコン（同+14.4%）や産業用ロボット（同+32.5%）なども軒並み堅調な推移をみせるなど、政策支援の対象分野を中心に生産活動が活発化している。さらに、全人代においてインフラ関連を中心に公共投資の拡充を図る姿勢が示されたことを反映して、関連財である鋼材（前年比+11.3%）や粗鋼（同+8.4%）、非鉄金属（同+6.9%）、セメント（同+6.6%）などの生産も底堅く推移しており、公共投資の進捗が生産を下支えしているとみられる。なお、補助金及び減税などの消費喚起策を背景とする自動車販売の底入れに呼応するように自動車の生産も拡大傾向を強めてきたものの、8月は前年比+7.6%と伸びが鈍化しており、新エネルギー車やSUVで堅調な動きが続くも一巡しつつある様子もうかがえる。その意味では、分野ごとに一進一退の動きはあるものの、生産活動については幅広く底入れが進んでいることは間違いない。

一方、過去の中国経済の回復局面においては投資の活発化の動きが先導役になる傾向がみられたものの、8月の固定資産投資は年初来前年比▲0.3%と前月（同▲1.6%）からマイナス幅は縮小するも、引き続き前年を下回る伸びに留まっている。なお、当研究所が試算した月次ベースの前年比の伸びは+8.1%と前月（同+5.8%）から伸びが加速しており、公共投資の進捗なども追い風に底入れが進んでいる様子がうかがえる。また、月次ベースの前月比は+4.18%と前月（同+4.41%）から拡大ペースは鈍化しているものの、3月以降は過去数年に類をみないペースでの拡大が続くなど底入れの動きが進んでいる。ただし、8月の投資活動の水準は新型コロナウイルスの影響が直撃する前の昨年12月と比較して▲3.7%下回るなど、上述のように生産活動については新型コロナウイルスの影響を克服しているものの、投資については影響が残っている。

投資主体別では、国有企業（年初来前年比+3.2%）は伸びこそ鈍化するも前年を上回る水準で推移している一方、民間投資（同▲2.8%）と前年を下回る伸びとなるなど対照的な動きが続いており、投資の動きはいわゆる『国進民退』の状況にあると判断出来る。さらに、投資対象別でも設備投資関連（年初来前年比▲11.2%）は前年を大きく下回っているほか、建設関連（同▲0.4%）もわずかながら引き続き前年を下回る伸び

に留まるなど、過去において投資が景気回復のけん引役となってきたこれらの低迷が重石になっている様子がうかがえる。分野別でも、新型コロナウイルスのワクチン開発を巡る動きなどを反映して医薬品関連（年初来前年比+18.3%）で高い伸びが続いているほか、足下の生産活動が政府による政策支援分野で押し上げられていることに呼応して電子部品関連（同+11.7%）も堅調な動きがみられるものの、多くの製造業関連で前年を下回る伸びで推移するなど、米中摩擦の激化の動きなどが重石になっているとみられる。ただし、上述したように足下では中銀の金融緩和を受けた『カネ余り』を背景に不動産市場への資金流入の動きが再び活発化するなど市況のバブル化が懸念される動きがみられるなか、8月の

図3 固定資産投資(年初来前年比)の推移

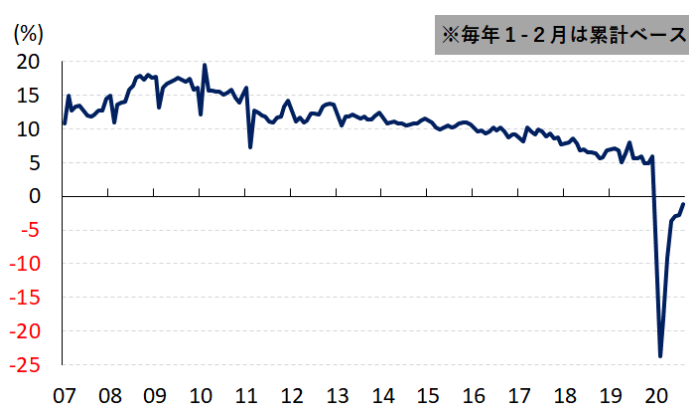


(出所) 国家統計局, CEIC より第一生命経済研究所作成

不動産投資は年初来前年比+4.6%と前月（同+3.4%）から伸びが加速しており、商業用不動産やオフィス関連では引き続き弱含む動きが続く一方、住宅関連の活況が全体の押し上げに繋がっている。こうした動きに呼応して、不動産関連の景況感は100.33と前月（100.09）から+0.24pt上昇して2ヶ月連続で好不況の分かれ目となる水準を上回っている上、新型コロナウイルスの影響が深刻化する直前の今年1月（100.32）をわずかに上回るなど回復が進んでいる。その意味では、足下の投資の動きは年初来前年比という統計のトリックによって実態に比べて弱くみえているだけであり、足下の景気底入れを促す一助になっていると捉えることが出来る。

上述のように生産や投資の動きは新型コロナウイルスの影響を克服しているものの、雇用・所得環境の回復の遅れは、生活必需品を中心とする物価上昇による実質購買力への下押し圧力と相俟って家計消費の足かせになる展開が続いてきた。しかし、直近の企業マインド統計ではサービス業で雇用拡大の兆候がみられるなど改善の動きがみられるなか、8月の小売売上高（名目ベース）は前年比+0.5%となるなど年明け以降初めて前年を上回る伸びとなった。季節調整値に基づく前月比も+1.25%と前月（同+0.62%）から拡大ペースが加速するなど底入れは進んでいるものの、8月の水準は新型コロナウイルスの感染拡大の影響が直撃する前の昨年12月と比較して▲4.8%下回っており、依然として影響を克服出来ないと捉えられる。さらに、このところ

図4 小売売上高(前年比・実質ベース)の推移



(出所) 国家統計局、CEICより第一生命経済研究所作成

の小売売上高の動向を巡っては、補助金及び減税などを通じた自動車販売喚起策による押し上げが大きく影響しており、自動車販売を除いたベースでは前年比▲0.6%と前月（同▲2.4%）からマイナス幅は縮小するも前年を下回る伸びに留まるなど、回復は道半ばの状況にある。他方、新型コロナウイルスは感染収束が進んでいるものの、都市部を中心に外出が難しい状況が続いていることを反映してEC（電子商取引）の普及が一段と進んでおり、8月のECを通じた小売売上高は年初来前年比+9.5%と前月（同+9.0%）から伸びが加速しているほか、小売売上高全体に占める割合も15.8%と前月（15.7%）から+0.1pt上昇している。こうした動きを反映して、ECとの親和性が高い化粧品（前年比+19.0%）や飲料類（同+12.9%）、日用品（同+11.4%）のほか、通信機器（同+25.1%）などが軒並み高い伸びとなっている。なお、中国政府（国家統計局）の公表資料では、毎月物価の影響を除いた実質ベースの数値について付記されているにも拘らず、当月はそうした文言はまったく記されておらず、8月の小売物価上昇率が前年比+1.6%であることを勘案すれば、8月の実質ベースの小売売上高は前年比▲1.1%と前月（同▲2.8%）からマイナス幅は縮小するも依然前年を下回る伸びに留まると試算出来る。国家統計局が意図的に発表内容を変えることはままあることではあるものの、自らにとって都合の良い数字をクローズアップさせるような動きは統計そのものの信ぴょう性に対する疑念を招きかねない。他方、景気回復の持続力には家計消費の回復が欠かせず、雇用・所得環境の改善がカギを握る状況は変わってお

---

らず、今後は実質ベースでも堂々と数値を公表出来るよう統計の精度向上に取り組むことが求められる。  
以 上

---

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

