

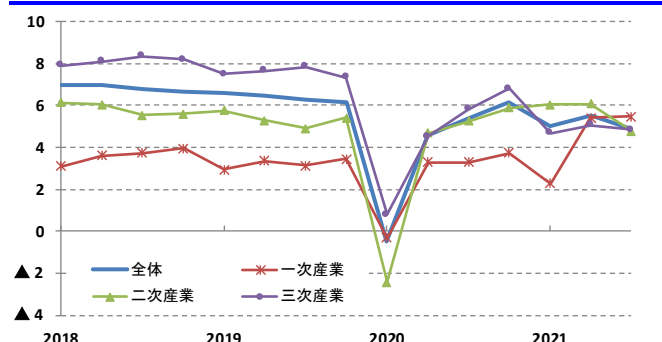
中国経済：7～9 月期の減速は小幅ながら過剰債務削減に留意

7～9 月期の GDP 成長率は予想以上の減速となったが、2 年前比で見れば小幅減速であり、急減速というほどではない。業種別には、製造業や建設業のほか、不動産業の減速が目立った。中国経済は 5% 台の安定成長に向かう途上であり、不動産業界は、当面の課題である過剰債務削減の最初のターゲットとなった。その象徴が恒大集団であり、破綻懸念を払拭する材料に乏しいのが現状であるが、中国政府は悪影響の波及を抑える方針であり、市場は既に織り込み済み。むしろ過剰債務削減の対象が他分野に向けられる可能性に留意すべき。

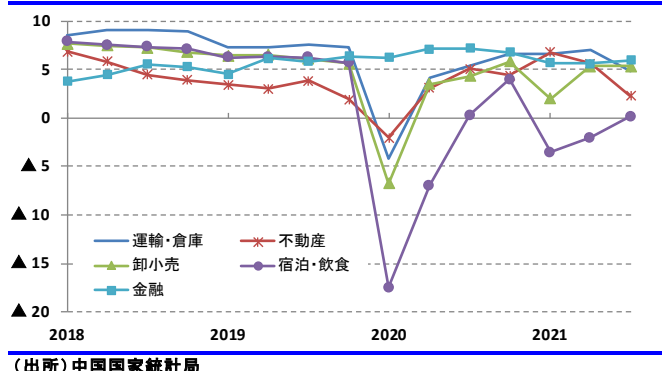
7～9 月期の GDP 成長率は予想以上の減速

10 月 18 日に発表された 2021 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 +4.9% となり、4～6 月期の +7.9% から大幅に鈍化した。ただ、新型コロナウイルス感染の影響を除くため 2 年前比で見ると、1～3 月期 +5.0%、4～6 月期 +5.5% と推移したあと、7～9 月期は +4.9% と小幅な鈍化にとどまっている（下左図）。伸びの大きさも 1～3 月期とさほど変わらないため、7～9 月期の成長率が示す景気は、冒頭で触れた前年同期比が示すような急減速というほどの状況ではない。

産業別の実質 GDP 成長率（2 年前比、平均、%）



主な三次産業の実質 GDP 成長率（2 年前比、平均、%）



産業別に GDP の 2 年前比を見ると（上左図）、2 次産業が 4～6 月期の +6.1% から 7～9 月期は 4.8% へ減速、落ち込みが目立っている。さらに 2 次産業の内訳を見ると、PMI 指数が 50 割れまで悪化した製造業（2 年前比：4～6 月期 +6.4% → +5.2%、詳細は後段の「主な指標の動き」参照）、不動産業の停滞の影響を受けたとみられる建設業（+4.8% → +3.0%）とも大きく減速している。

3 次産業は、全体では 2 年前比で 4～6 月期の +5.1% から 7～9 月期は 4.8% へ小幅な減速にとどまったが、内訳を見ると不動産業の急減速が目立つ（上右図、1～3 月期 +6.8% → 4～6 月期 +5.6% → 7～9 月期 +2.3%）。大手の恒大集団の破綻懸念（詳細後述）に象徴される通り、政府による資金供給制限を受けて不動産業界では資金繰りが悪化する企業が増えており、活動が抑制されている模様である。また、製造業や消費活動の停滞を反映し運輸・倉庫も大きく減速している（4～6 月期 +7.1% → 7～9 月期 +4.9%）。一方で、8 月に大きく落ち込んだ宿泊・飲食は、9 月の挽回もあって持ち直し傾向を維持、2 年前比でプラスに転じ、ようやくコロナ前の水準を取り戻した（1～3 月期 ▲3.6% → 4～6 月期 ▲2.0% → 7～9 月期 +0.2%）。

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、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、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。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

新たな成長の巡航速度を模索

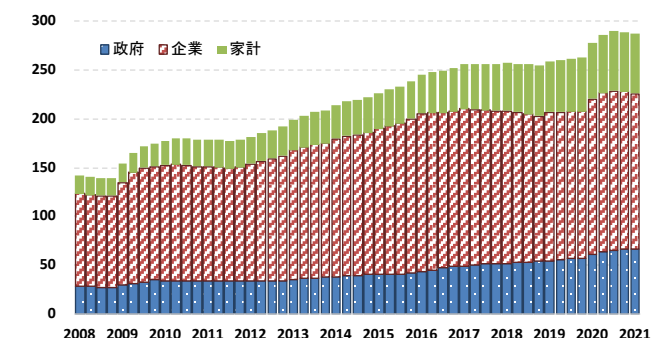
このように、7～9 月期の中国経済は、コロナ感染拡大に加え不動産業に対する政府の管理強化もあり、予想以上に成長が鈍化した。ただ、一時的な要因を多分に含んだ、しかも小幅な減速であり、最近の 5% 程度という成長ペースも想定範囲内である。

昨年 10 月の五中全会（第 19 期中央委員会第 5 回全体会議）では、2035 年に「1 人当たり GDP で中等先進国水準」を目指すことが示されたが¹、ここで言う「中等先進国」を一人当たり GDP で 2 万ドル程度とするならば、2020 年の約 1 万ドルから 15 年で倍増となるため、その実現には年平均 4.7% の成長で足りる。すなわち、目標期間の前半は、コロナ前の 6% 成長から 4% 台に向けて徐々にペースを落としていくことになる。中国政府は、当面、5% 台の成長を定着させるよう経済運営を進めるとみて良いだろう。

過剰債務削減の最初のターゲットとなった不動産業界

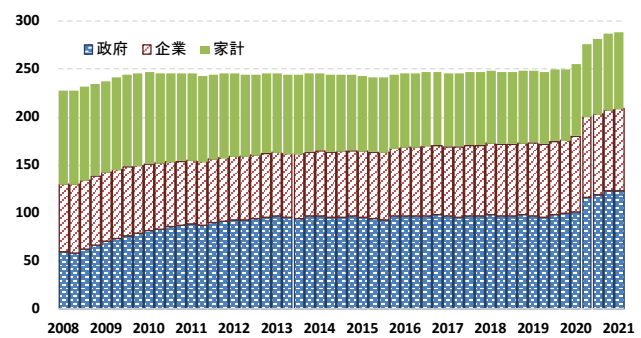
そうした中で、安定成長実現のための喫緊の課題として挙げられているのが、過剰債務の削減である。特に一部で問題視されているのが企業部門の債務規模の大きさであり、国際決済銀行（BIS）の統計によると、中国の企業部門の債務残高は 2021 年 3 月末時点で GDP 比 159.2% にも上り（下図）、米国の 85.4% はもとより、日本の 115.7% と比べてもかなり大きい。

中国の主体別債務残高の推移（GDP 比、%）



（出所）国際決済銀行（BIS）

米国の主体別債務残高の推移（GDP 比、%）



（出所）国際決済銀行（BIS）

ただ、留意すべきは、中国の企業部門の多くが国有ないしは事実上政府の管理下に置かれていることである。そのため、最終的な負担者という観点で債務をみる場合、政府と企業を合わせた水準も確認しておくべきであろう。中国における政府の債務は、統計によると比較的小さく、2021 年 3 月末時点で GDP 比 66.7% である。したがって、政府と企業を合わせると 225.9% となり、米国の政府・企業合計 209.0% との差は 17% ポイント程度に縮まる。これは家計部門の債務規模の差と同程度（中国 61.3%、米国 80.0%）であり、一般的に中国の成長余力は米国よりも大きいとされることも併せて判断すれば、中国の債務負担は少なくとも米国と同程度だと言えそうである²。さらに、中国では債務残高の GDP 比が低下に転じていることも、こうした判断の一助となろう。

もちろん、だからと言って中国の債務負担が小さいわけではない。それが故に、中国政府はまず、住宅価格高騰という形で問題が表面化している不動産分野から過剰債務削減に着手、恒大集団の破綻懸念につながっていることは周知の通りである。

¹ 詳しくは、2020 年 11 月 20 日付 Economic Monitor「中国経済：着実な回復が続くが先行き懸念もあり、「双循環」の具体策待ち（10 月経済指標）」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2020/1937/>

² ちなみに日本は、政府の債務が GDP 比 237.0% があるため、米中に比べ遥かに債務負担が大きいことは言うまでもない。

恒大集団の破綻を市場は織り込み済み、他業界への波及に留意

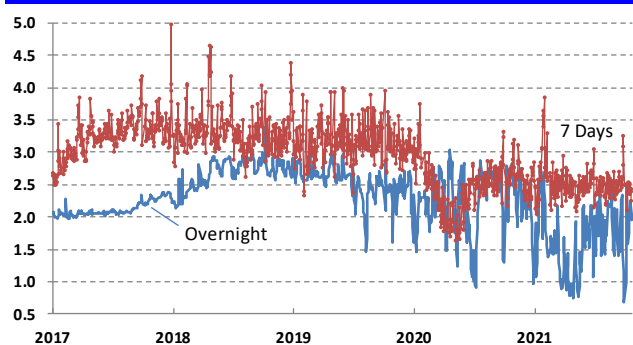
報道によると、恒大集団は10月21日、猶予期間に入っていた外貨建て社債の利払い8,350万ドル（約95億円）を期日（23日）直前に済ませた模様である。9月末に保有する地方銀行（盛京銀行）の株式99.9億元（約1,700億円）相当を売却し当座の資金を確保したことによるものとみられ、同様に猶予期間の期日を29日に迎える4,750万ドル（約54億円）の利払いにも目途が付いたと考えられる。

しかしながら、根本的な問題は、総額5,700億元（2021年6月末時点、約10兆円）に上る有利子負債の持続可能性であり、仮に債務の平均利回りが5%だとしても年間5,000億円もの利払いがあり、さらに債務の期間を平均5年としても年間2兆円の償還資金を手当てしなければならない。社債の格付けは「デフォルト寸前」というレベルまで引き下げられ市場からの調達是不可能、政府による基準厳格化により銀行からの資金調達も困難な中で、資金の確保は事業収入と資産売却に依らざるを得ないが、業績低迷下で頼みの子会社（恒大物業集団）株式売却による約3,000億円の資金調達は頓挫、先行きは見通せない。

さらに言えば、簿価上の純資産は7兆円程度あるものの、資産の多くを占める不動産や株式は大きな価格下落圧力に晒されており、40兆円程度とされる総資産の価値が2割弱下がれば、純資産は吹っ飛んでしまう。しかも、数千億円規模の簿外債務の存在も指摘されており、保有資産の流動性まで考慮すれば、本業・副業とも不振な中で資産切り売りによる資金繰りが暗礁に乗り上げるのは時間の問題であろう。

こうした状況に対し、中国政府は基本的に自主再建を見守る姿勢を崩していない。そのため、近い将来、大集団がデフォルトに陥る可能性は低くはない。ただ、中国政府は資産売却の支援は行うほか、取引先や販売先、従業員への悪影響の波及は抑え込む方針であり、健全な経営を続ける他の不動産企業や金融機関への影響は限定的なものにとどまるとみられる。そうした状況を反映し、国内のインターバンク市場は落ち着いた状況を維持している（下左図）。

上海インターバンク金利(SHIBOR)の推移(%)



(出所)CEIC DATA

米国ハイイールド債スプレッドの推移(%)



(出所)bloomberg

海外市場への影響については、より軽微であろう。海外の恒大集団に対する債権の多くを占める社債は、既に格下げを受けて額面の3割程度まで時価が下落しており、投資家は損失の大部分を消化し終えている。そのため、仮にデフォルトに至っても追加損失は額面の3割に過ぎず、影響は限定的である。実際に、信用リスクに敏感な米国ハイイールド債市場において、低格付け社債の利回りスプレッド（10年物国債利回りとの差）は、恒大集団の破綻懸念が強まる中でも目立った上昇は見られない（上右図）。

このように、問題が恒大集団にとどまる限り、中国内外とも影響は限定的である。ただ、過剰債務は不動産産業に限った話ではなく、同様の破綻懸念が他の産業でも生じ得ることは意識しておくべきであろう。

主な指標の動き (2021 年 9 月)

PMI (購買担当者指数)

9 月の製造業 PMI は 49.6 と 8 月 (50.1) から低下し、6 カ月連続の悪化となった。新型コロナウイルス発生直後の 2020 年 2 月以来初めて、景気拡大・縮小の分かれ目となる 50 を下回った。感染再拡大による悪影響は和らいだものの、電力不足や物価上昇が景況感を押し下げた。

主な内訳を見ると、生産 (8 月 50.9→9 月 49.5) が前月から大幅に低下し 50 を割り込み、2020

年 2 月以来の低水準となった。背景には、石炭価格高騰やエネルギー消費量削減への取り組みを受けた電力不足の深刻化により、東北部を中心とした多くの地域で工場が操業停止・減産に追い込まれたことがある。新規受注 (49.6→49.3) は小幅低下にとどまったものの、2 カ月連続で 50 を下回った。新規輸出受注も 5 カ月連続で 50 を下回る水準で悪化し (46.7→46.2)、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 (61.3→63.5) は、商品価格の高騰を反映し、再び上昇に転じた。企業規模別では、大企業が 50 以上を維持した一方、受注減や原材料コスト増に比較的脆弱な中規模企業 (51.2→49.7)・小規模企業 (48.2→47.5) は、50 以下の水準まで悪化した。

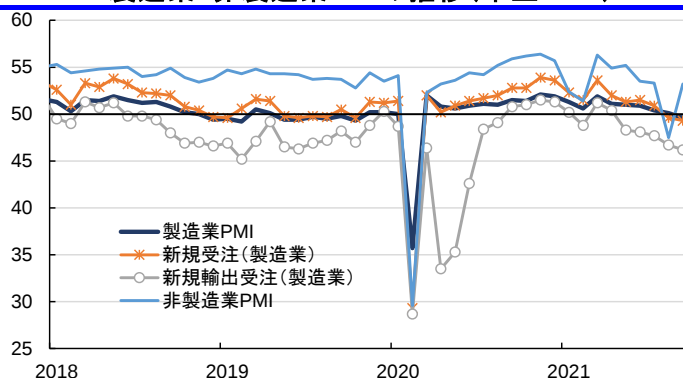
9 月の非製造業 PMI は 53.2 と、感染再拡大の影響を受け大幅に悪化した 8 月 (47.5) から顕著に改善した。感染状況の落ち着きを受け、サービス業が交通・飲食・宿泊などを中心に大きく改善した (45.2→52.4)。建設業 (60.5→57.5) は低下したものの、高水準での推移が続いた。

輸出 (通関統計、米ドルベース)

9 月の輸出額 (ドルベース) は前年同月比 +28.1% と、8 月 (+25.6%) 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は前月比 +0.2% (8 月: +3.8%) と伸び鈍化、ほぼ横ばい推移となった。7~9 月期では前期比 +2.5% (4~6 月期: +3.2%) と、伸び鈍化も増勢を維持した。感染拡大が続く東南アジアからの生産・輸出代替の動きに加え、原材料・輸送コスト増に伴う価格転嫁を反映した輸出価格³の上昇も、輸出額押し上げに寄与した模様。

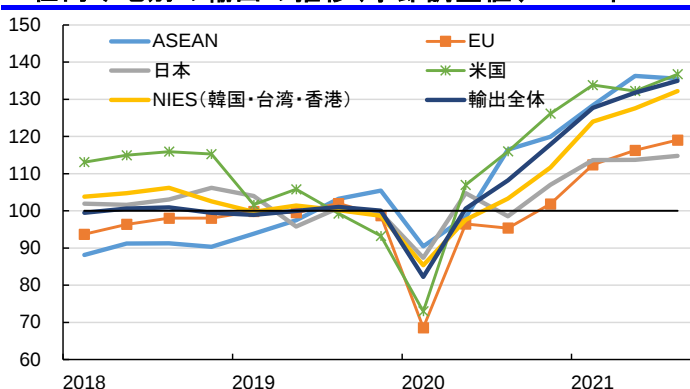
主な仕向地別に見ると (右図)、米国向け (4~6 月期前期比 ▲1.2%→7~9 月期前期比 +3.4%) が増加に

製造業・非製造業 PMI 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、2019年=100)



(出所) 中国海関総署 (注) 当社試算の季節調整値

³ 輸出価格指数 (9 月分は未公表) は、7~8 月平均で前年比 +4.6% と 4~6 月期 (▲0.6%) からプラスの伸びに転化。輸入価格指数に約 3 カ月遅延して推移する傾向にあり、輸入価格の動きから見て 9 月の輸出価格も上昇が続いたとみられる。

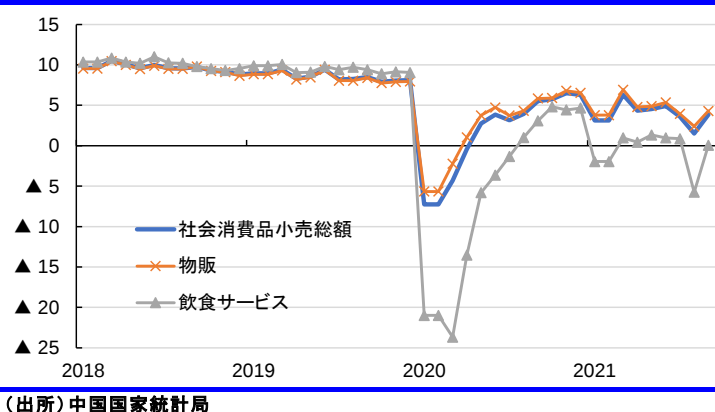
転じたほか、NIES（韓国・台湾・香港）向け（+2.9%→+3.7%）が拡大基調を維持、日本向け（+0.1%→+0.9%）も小幅ながら増加した。EU 向け（+3.5%→+2.4%）は、伸びがやや鈍化したものの増勢を維持した。他方、ASEAN 向け（+6.2%→▲0.6%）は、感染再拡大に伴う経済活動停滞を受けて減少に転じた。

主な財別では、PC・PC 部品（4～6 月期前期比▲0.7%→7～9 月期前期比+4.7%）が増加に転じ、集積回路（+5.5%→+7.4%）も加速した。かばん（+1.1%→+17.0%）や靴（▲1.9%→+9.9%）など軽工業品も大幅に増加した。背景には、東南アジアでの感染拡大を受けた、電子製品や軽工業品の生産・輸出代替があるとみられる。また、夏場の世界的な感染再拡大を背景に、マスクを含む繊維製品（▲3.9%→+2.6%）や医療機械（+2.7%→+6.9%）など防疫関連財も増加した。なお、9 月単月では欧米主要国や一部新興国での感染抑制を受け、防疫関連財の輸出も一服した。

社会消費品小売総額（小売販売）

9 月の社会消費品小売総額（小売販売）は前年同月比+4.4%と、大幅に落ち込んだ 8 月（+2.5%）から反発した。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+3.8%と 8 月（+1.5%）から加速した。内訳を見ると、物販（8 月+2.4%→9 月+4.3%）は伸びを高めた。自動車販売の不振が続いたものの、通信機器や貴金属の消費が比較的好調だった。飲食サービス（▲5.8%→+0.1%）も、感染拡大抑制を受け、かろうじてプラスの伸びを回復した。

社会消費品小売総額の推移（2 年前比、年平均%）



9 月の乗用車販売台数は、半導体不足や電力供給制限による生産低迷を反映し、前年同月比▲16.5%と 8 月（▲11.7%）から減少幅がさらに拡大、5 ヶ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▲4.4%（年率 1,931 万台）と減少が続いた。足元の状況を踏まえ、中国自動車工業協会は 10 月中旬、2021 年の自動車販売台数が予測（7 月時点：前年比+6.7%、2,700 万台）を下回るだろうとの見通しを示した。半導体不足の問題はやや緩和したものの依然として需給がひっ迫しており、電力不足や原材料コスト増・電気料金引き上げなども引き続き生産・販売の重石となるとした。

福建省を中心に増加していた中国国内の新規感染者数は、9 月半ばをピークに減少に転じた。しかし、感染拡大リスクへの警戒から旅行需要は抑制され、連休中の旅行収入は中秋節（9 月 19～21 日）で 2019 年対比 78.6%、国慶節（10 月 1～7 日）で 2019 年対比 59.9%にとどまった。足元では内モンゴル自治区や甘粛省など内陸部の省を中心に散発的な感染が確認されている上、2022 年冬の北京五輪を前に感染対策の強化が見込まれることから、消費は引き続き感染動向に脆弱な状況が続こう。

固定資産投資（都市部）

9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▲1.8%⁴と8月（+1.1%）からマイナスに転じた。他の指標と同様、2年前比（年平均）で見ても、+2.8%と8月（+4.3%）から減速した。

主な内訳を見ると、投資全体の約2割を占める不動産開発投資（8月+6.2%→9月+3.9%）

が大幅に減速した。2020年後半から実施され

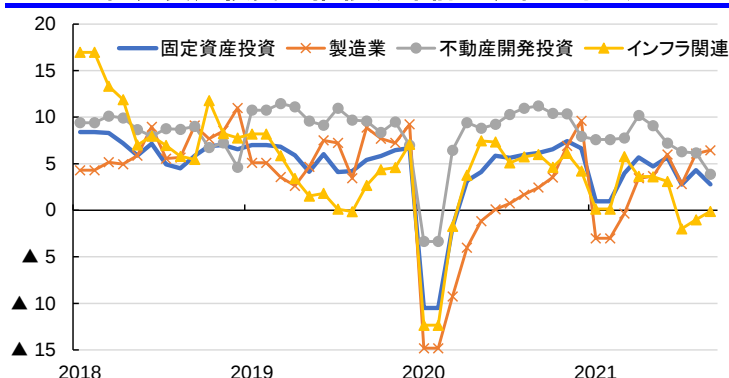
ている不動産バブル抑制策に加え、恒大集団のデフォルト懸念を受けた金融市場での警戒感の高まりや不動産販売の低迷などから不動産デベロッパーの資金調達環境がさらに悪化し⁵、投資を下押しした。他方、全体の約3割を占める製造業（+6.1%→+6.4%）は2年前比で小幅に加速した。医薬や、輸出が好調な電気機械などが押し上げに寄与した。投資全体の2割強を占めるインフラ関連分野⁶（▲1.0%→▲0.1%）はマイナス圏にとどまったが、地方政府専項債の発行加速に支えられ、2ヵ月連続で減少幅を縮小させた。

恒大集団のデフォルト懸念に関し、中国政府は同社の直接的な救済には消極的ながら、中国人民銀行は「担当部門と地方政府が、資産売却、建築工事の再開、消費者の権益保護を促している」としており、政府主導で実体経済への波及を抑えようとしている模様である。不動産在庫水準が過去の調整局面より低いことや実需が根強いことなどからも、本件を契機とした不動産市場の大幅な調整は避けられるだろう。ただし、当局の不動産バブル抑制姿勢は揺るがないため、不動産投資の減速は当面続き、インフラ投資と製造業投資が今後の投資を下支えするとみられる。

工業生産

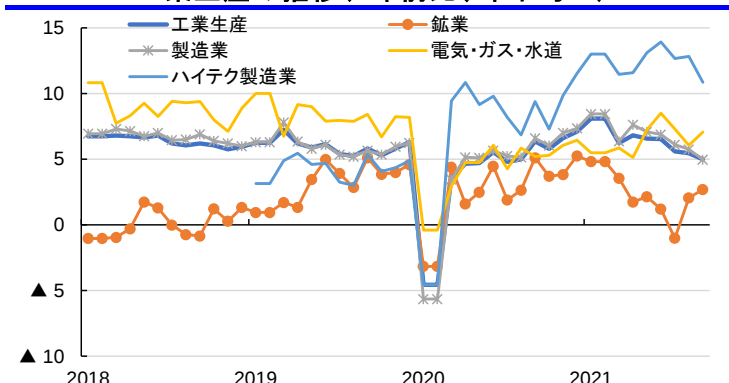
9月の工業生産（実質工業付加価値生産額）は前年同月比+3.1%と、8月（+5.3%）から減速した。コロナ・ショックによる歪を取り除くため2年前比（年平均）で見ても、+5.0%（8月：+5.4%）と減速が続いた。産業別にみると、製造業（2年前比：8月+5.7%→9月+5.0%）は減速した。一方、電気・ガス・水道（+6.0%→+7.1%）や鉱業（+2.0%→+2.7%）は伸びを高めた。

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

工業生産の推移（2年前比、年平均%）



(出所) 中国国家统计局

⁴ 当社試算の単月の前年同月比。8月も同様。

⁵ 中国人民銀行は記者会見（10月15日開催）で、「大規模不動産企業のリスク」（恒大集団のデフォルト懸念を示唆）に対する金融機関の過剰反応や「3つのレッドライン」規制に対する誤解から、デベロッパーに対する貸し渋りが発生し、不動産開発向け融資が大幅に減速したと指摘。中国人民銀行は9月末にも、銀行保険監督管理委員会と合同で不動産金融工作会議を開催し、主要銀行に対し「安定的・秩序ある不動産融資を継続し、不動産市場の健全な発展を維持」するよう指導している。

⁶ 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。

製造業を業種別にみると、電力供給制限の影響を受け化学、鉄鋼、非鉄金属などの川上業種が減速した上、医薬や通信・電子などハイテク分野⁷も高い伸びながら鈍化した。自動車生産は半導体不足がやや緩和したことから減少幅が縮小したものの、マイナスの伸びにとどまった。

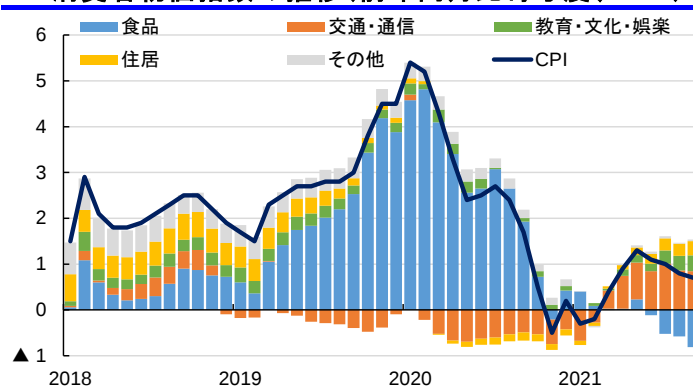
中国政府は、冬場の電力需要の高まりに備えるためにも、9月末以降、電力不足への対応を急いでいる。具体的には、①生産・輸入⁸増加による石炭の安定供給、②発電会社の収益悪化緩和を目指した、石炭火力発電の電気料金の引き上げ⁹容認、③「価格法」に基づく石炭価格への当局の介入措置検討などである。こうした対応を受けて、電力不足は徐々に解消に向かう見込みだが、10月入り後も石炭価格の上昇は続いており、解消には時間を要する見通し。さらに、エネルギー消費削減目標が大幅に緩和される可能性は低く、エネルギー消費量の多い業種の生産活動には引き続き下押し圧力がかかるとみられる。

消費者物価

9月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比+0.7%と、8月（+0.8%）から伸びが小幅に鈍化した。前月比でも+0%と8月（+0.1%）から鈍化した。

内訳をみると、主に豚肉や野菜などの食品価格の下落（8月前年同月比▲4.1%→9月▲5.2%）が下押しに寄与した。原油価格上昇を受け車両用燃料価格がやや加速したものの、押し上げは限定的だった。また、食品・エネルギーを除いたコアCPIも+1.2%と、8月から横ばいにとどまった。生産者物価上昇（詳細後述）による消費者物価への価格転嫁は進んでおらず、企業はコスト増による収益圧迫に直面している。

消費者物価指数の推移（前年同月比寄与度、%Pt）



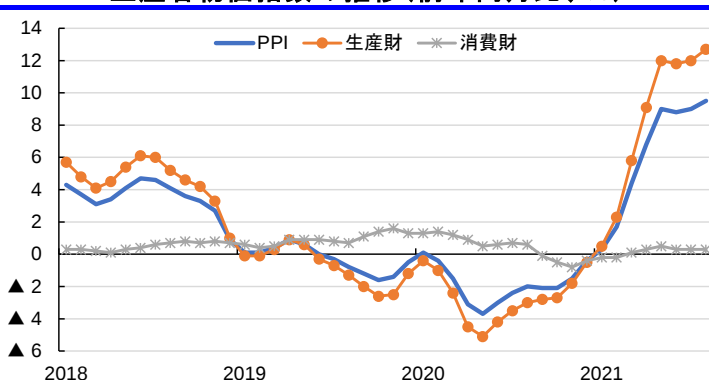
（出所）中国国家统计局（注）ウエイトは当社推計

生産者物価

9月の生産者物価指数（PPI）は前年同月比+10.7%と、8月（+9.5%）から伸びが加速し、統計開始（1996年10月）以来最大の上昇幅となった。前月比でも+1.2%と、8月（+0.7%）から加速した。

内訳をみると、需給ひっ迫が続く石炭を中心に鉱産物価格（8月前年同月比+41.8%→9月+

生産者物価指数の推移（前年同月比、%）



（出所）中国国家统计局

⁷ 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。

⁸ 石炭輸入は2021年半ばから急増。2021年初から、関係悪化を理由にオーストラリアからの石炭輸入を停止している一方、インドネシアやロシアからの輸入が急増。また、近年ほとんど取引がなかった、南アフリカ、モザンビーク、ペルーなどからの輸入も足元で増加。調達元の多角化を図っている模様。

⁹ 国家发展改革委员会は、10月12日、石炭火力発電による電力価格について、現行の「基準価格から10%以下の上昇または15%以下の下落」から「上限・下限ともに基準価格から20%以下」へと変更、市場化改革の一環として変動幅拡大を認めた。

49.4%)の伸びが引き続き大幅に加速し、生産財価格(+12.7%→+14.2%)を押し上げた。また、上述の電力不足の影響を受け、エネルギー消費量の多い鉄鋼(+34.1%→+34.9%)、化学(+24.0%→+25.5%)、非鉄金属(+21.8%→+24.6%)、セメントなどの非金属(+2.6%→+5.1%)も供給制約により上昇率が加速した。

消費財価格は、耐久財(▲0.1%→+0.2%)や衣料品(+0%→+0.4%)、日用品(+0.1%→+0.4%)で上昇した一方、食品(+0.9%→+0.7%)の伸びが鈍化し、全体では小幅上昇にとどまった(+0.3%→+0.4%)。

上述の電力不足への政策対応を受けて、供給制約による価格上昇圧力は徐々に和らぐとみられるが、他方で電力料金引き上げを受けた物価上昇圧力は残存するため、生産者物価は高い伸びが続く見込み。

人民元対ドル相場

対米ドル人民元レートは、9月中旬から月末にかけて、米金利上昇を受けて緩やかな元安基調で推移していたが、国慶節連休明けの10月8日以降は元高基調に転じ、19日には約4ヵ月ぶりの元高水準を更新した。元高の背景として、「恒大集団のデフォルト懸念による金融市場への波及はコントロール可能」との中国人民銀行の発言が好感されたことが指摘されている。

実需面でも、堅調な輸出を背景に貿易黒字の拡大が続いており、元高が進展しやすい環境にある。

ただ、中国の金融政策は景気下支えのため緩和的な姿勢が続く一方、米連邦準備理事会(FRB)は11月にも量的緩和の縮小を決定する見込みで、市場では早期利上げ観測も高まっている。こうした米中中銀のスタンスの違いから、今後の人民元の上昇余地は限られよう。

人民元相場の推移(元/米ドル)



(出所) 中国外貨取引センター