

## 中国経済：減速要因が解消に向かい来年にかけて景気は持ち直し（改定見通し）

10月の経済指標は中国経済の減速に歯止めが掛かりつつあることを示した。マインド指標は悪化が続いたものの実体経済を示す指標は幅広く改善した。今後も新型コロナ感染への警戒が続き個人消費は抑制気味で推移する見込みであるが、政府は不動産業界への資金供給制限を緩めており、電力不足への対応策も打ち出したことから、景気は徐々に持ち直そう。2021年の成長率は前年比+8.0%（2年前比平均+5.1%）、2022年は+5.5%と、新たな巡航速度となるであろう5%程度の成長へのソフトランディングを探る見通し。六中全会で採択された「歴史決議」では中国版マルクス主義を目指すことが再確認され、民間企業は制限強化と分配拡大要請に留意。

### 景気の減速には歯止め

7～9月期の実質GDP成長率の大幅鈍化が示すほどではないにせよ、中国経済は明らかに減速<sup>1</sup>していたが、10月に入り減速に歯止めが掛かりつつある。マインド指標である製造業PMIこそ10月も悪化が続いた（9月49.6→10月49.2）ものの、10月の輸出は欧米向けを中心に増勢を強め、小売販売は物販も飲食サービスも揃って伸びを高め、固定資産投資は製造業が堅調な拡大を維持するなど、実体経済を示す指標は幅広く改善した（景気動向についての詳細は後半の「主な指標の動き（2021年10月）」参照）。

夏場に景気が減速した主な要因としては、①新型コロナウイルスの局地的な感染拡大による消費抑制、②不動産業界における恒大集団を筆頭とする資金繰り悪化による投資減少、③電力不足による生産遅延、などが挙げられるが、これらのうち①コロナ感染については未だ収束せず、北京五輪に向けて「ゼロコロナ」方針を維持することから、今後も来春頃までは個人消費を抑制しよう。

ただ、②不動産の問題は、政府が融資規制を緩和、これを受けて銀行が住宅ローンの実行や住宅ローン担保証券の発行を加速、10月以降は不動産開発企業向け融資が急増するなど、資金調達環境は一時よりも好転している。そのため、引き続き不動産ディベロッパーの破綻は発生しているとはいえ状況は改善しており、今後は不動産分野の投資減少にも歯止めが掛かっていくと考えられる。③電力不足については、石炭に石炭の増産や大口需要家の使用制限などが打ち出され、正常化しつつあるようである。

こうした景気下押し圧力の緩和に加え、政府はインフラ投資の原資となる地方債の発行前倒しを指示するなど、投資拡大加速に向けて具体策を打ち出している。今後はインフラ投資拡大による景気押上げが期待できそうである。

### 景気は年内に底入れし持ち直しへ

したがって、今後も個人消費の回復は当面見込めないものの、輸出の拡大基調が続く中、インフラ投資の拡大が牽引する形で景気は年内に底入れから持ち直しに転じ、2021年通年の成長率は前年比+8.0%台をкаろうじて維持すると予想する。ただ、この高成長は言うまでもなく2020年にコロナ・ショックで落ち

<sup>1</sup> 2021年10月25日付 Economic Monitor「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」参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2021/2113/>

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。見通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。

込んだ反動を多分に含んでおり、2年前比では平均 5.1%程度の成長にとどまる。コロナによる経済停滞で押し下げられているとはいえ、2019年以前の6%以上に比べると成長ペースは鈍化している。

2022年に入っても、政府は2月4日に開幕する冬季五輪、さらに3月の全人代（全国人民代表大会）までは厳格なコロナ対策を継続するとみられるため、個人消費は抑制気味で推移しよう。ただ、その後は徐々に措置が緩和され、個人消費の回復が本格化すると予想する。不動産投資も当面は弱含むとみられるが、不動産在庫の水準は過去の調整局面より低いため、2022年半ば頃には根強い実需を背景に徐々に回復に向かう見込み。

こうした最近の景気下押し要因の影響低下に加え、2022年秋に開催される5年に1度の共産党大会を控えて緩和気味の財政・金融政策が続くとみられる中、①世界経済の回復を背景に輸出の拡大が継続、②輸出増も追い風としてハイテク関連を中心とした製造業の設備投資は堅調拡大を維持、③インフラ投資も拡大を持続すると見込まれることから、景気は2022年を通じて拡大を続け、実質GDP成長率は前年比+5.5%と予想する。表面上は2021年の+8.0%から大きく鈍化することになるが、先述の通り2021年の実態(2年前比)は5%台であり、概ね同程度の成長ペースを続けると評価すべきである。つまり、今後の中国経済は、消費主導の新たな巡航速度となるであろう5%程度の成長に向けてソフトランディングを探る局面に入るということである。

中国のGDP成長率見通し

| 前年比、%、%Pt  | 2018<br>実績 | 2019<br>実績 | 2020<br>実績 | 2021<br>予想 | 2022<br>予想 | 2023<br>予想 |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 実質GDP      | 6.7        | 6.0        | 2.3        | 8.0        | 5.5        | 5.2        |
| 最終消費       | 7.8        | 6.2        | ▲ 0.8      | 10.1       | 7.6        | 6.1        |
| 個人消費       | 7.4        | 6.4        | ▲ 1.6      | 10.5       | 7.5        | 5.9        |
| 政府消費       | 8.8        | 5.9        | 1.0        | 9.1        | 7.7        | 6.5        |
| 総資本形成      | 6.8        | 4.0        | 5.1        | 3.3        | 2.3        | 3.8        |
| 固定資産投資     | 7.3        | 5.3        | 4.5        | 2.3        | 3.4        | 3.3        |
| 在庫投資（寄与度）  | ▲ 0.2      | ▲ 0.5      | 0.3        | 0.5        | ▲ 0.4      | 0.2        |
| 純輸出（寄与度）   | ▲ 0.5      | 0.7        | 0.6        | 1.1        | 0.3        | 0.2        |
| 輸出（元建て・実質） | 5.4        | 2.0        | 2.8        | 22.7       | 14.3       | 8.5        |
| 輸入（元建て・実質） | 6.9        | ▲ 0.1      | 4.6        | 9.5        | 11.2       | 8.8        |
| 名目GDP      | 10.5       | 7.3        | 3.0        | 13.2       | 9.3        | 7.2        |
| 消費者物価      | 2.1        | 2.9        | 2.5        | 1.0        | 2.6        | 1.5        |

（出所）中国国家统计局のデータから伊藤忠総研にて産出

2023年は、世界的なコロナ後のリベンジ需要一巡を受けて輸出の伸びは通常ペースに向けて鈍化しよう。国内においても経済活動の正常化とともに財政・金融政策のスタンスも緩和気味から中立となり、経済政策の重点は景気安定から構造改革にシフトする。そのため、成長ペースは一段と鈍化しよう。主な需要別に見ると、固定資産投資は過剰債務問題への取り組み再開もあり製造業の設備投資やインフラ投資の増勢が鈍化、一方で個人消費は相対的に高い伸びを維持し、政府の目指す消費主導の経済成長が鮮明になろう。その結果、実質GDP成長率は前年比+5%程度を目指して緩やかに減速すると予想する。

### 六中全会で「歴史決議」を採択

11月8日から11日にかけて開催された第19期中央委員会第6回全体会議（6中全会）では、毛沢東時代、鄧小平時代に続く3度目となる「歴史決議」が採択され、その内容が11月16日に公表された。共産党100年の歴史を中心に書かれた文量は約3万6,000字にも及んでおり、うち習近平時代に半分超の約2万字が割かれ、歴代指導者の登場回数も習近平の22回に対し、毛沢東18回、鄧小平6回、江沢民と胡錦涛は1回ずつと、習近平総書記の功績が際立つ構成になっている。

また、今回の歴史決議は過去2回と性質が異なるとの指摘が少なくない。目的という点では、これまでの歴史決議は、実態として権力闘争に重きを置いたものだったとしても、毛沢東はソ連派共産主義と決別し

中国独自の共産主義を目指すという諷刺、鄧小平は経済を著しく疲弊させた毛沢東路線を棚上げし市場主義経済を導入することを宣言、いずれも「歴史的な方針転換」を伴うものであった。しかしながら、今回は習近平の功績を称えるばかりであり、その目的は習近平政権 3 期目実現を確実にするための権威付け、権力闘争以外の何物でもないという評価が良く聞かれる。

それでも、「歴史的」と言うかを別とすれば、明確な方針転換を示す内容は散見される。例を挙げれば、欧米型の民主主義思想の否定、ネット世論の管理強化、集団指導体制や個人崇拜禁止の忘却などである。共産党創立 100 周年記念式典の演説でも明示された通り、習近平共産党が目指す将来の姿は、日本を含む多くの西側諸国が掲げる自由民主主義との完全な決別であり、中国独自のマルクス主義に基づく社会主義国家「社会主義現代化強国」の実現である。

経済に関しては、歴史決議の中の「経済建設について」という段落の冒頭で、まず、リーマン・ショック直後の過剰投資の調整、成長のスピードより質を重視する新常态（ニューノーマル）へ移行を進め、GDP 至上主義からイノベーションや環境重視への価値観の転換を図ったこれまでの経緯を説明している。今後この方針の下で経済政策運営を進めていくということであろう。

留意すべきは、「公有制経済を強固にし、発展させ」と明示している点である。「公有制経済」は「国有企業」と読み替えて差し支えない。これに続けて「非公有制経済の発展を奨励し、支持し、リード」とあり、非公有制経済すなわち民間企業については、発展を「奨励」するが、あくまでも政府が「リード」と読める。また、「市場に対する監督管理と独占への規制を強化し、資本の無秩序な拡張を防ぎ」「広範な勤労者と消費者の権利・利益を守った」ともしている。すなわち、経済の主体は国有企業であることを改めて確認するとともに、民間の市場独占的なプラットフォームや肥大化した不動産企業などを政府の管理下に置くことを正当化したと言える。こうした方針も継続されるのであろう。

先述した政策方針なども踏まえると、習近平政権が目指す中国の姿が、少なくとも表向きは、共産主義の理想である格差のない社会と考えて間違いないだろう。その具体策の一つが「共同富裕」政策であり、民間企業はこれまで以上に政府からの制約を受ける覚悟を持つとともに、利益分配への配慮が求められる。このことが消費者の利益拡大につながり消費者市場の一段の成長を促すのか、民間企業の活力を削ぐことで供給面から消費者市場の成長を抑えるのか、注視していきたい。

## 主な指標の動き (2021 年 10 月)

## PMI (購買担当者指数)

10 月の製造業 PMI は 49.2 と 9 月 (49.6) から低下し、7 カ月連続の悪化となった。景気拡大・縮小の分かれ目となる 50 を 2 カ月連続で下回った。電力不足や物価上昇に加え、10 月下旬以降の感染再拡大も景況感を押し下げた。

主な内訳を見ると、生産 (9 月 49.5→10 月 48.4) が前月に引き続き大幅に低下した。背景には、長引く電力不足問題がある。新規受注 (49.3→

48.8) も低下、3 カ月連続で 50 を下回った。新規輸出受注 (46.2→46.6) は小幅に上昇したものの、6 カ月連続で 50 を下回り、回復力は弱い。原材料購入価格 (63.5→72.1) は、商品価格の高騰を反映し、大幅に上昇した。企業規模別では、大企業 (50.4→50.3) が 50 以上を維持したものの小幅低下、中規模企業 (49.7→48.6)・小規模企業 (47.5→47.5) も 50 以下での推移が続いた。

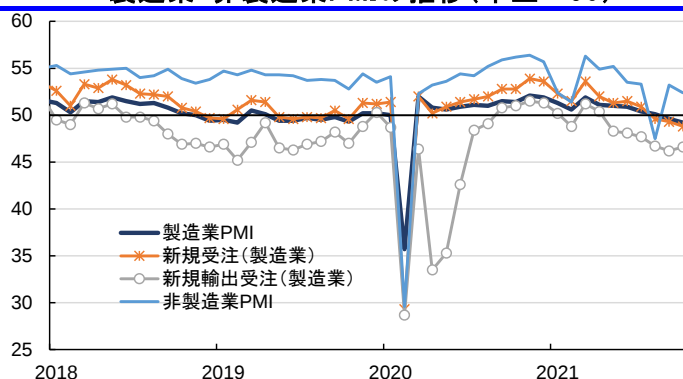
10 月の非製造業 PMI は 52.4 と 50 以上を維持したものの、9 月 (53.2) から再び低下した。感染拡大への警戒から、国慶節 (10 月 1 日～7 日) 休暇中の長距離旅行需要が低迷<sup>2</sup>、鉄道・航空など交通を中心にサービス業 (52.4→51.6) が低下した。建設業 (57.5→56.9) は高水準での推移が続いたものの、2 カ月連続で低下した。

## 輸出 (通関統計、米ドルベース)

10 月の輸出額 (ドルベース) は前年同月比 +27.1%と、9 月 (+28.1%) からやや鈍化したものの、高い伸びを維持した。当社が公表実額値から試算した季節調整値では、前月比 +4.3%と 9 月 (+1.1%) から加速、7～9 月期平均対比でも +6.4% (7～9 月期: +3.2%) と加速した。クリスマスなど年末商戦向けの出荷を反映し、欧米向け・軽工業品輸出が好調だった。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<sup>3</sup>の上昇も、輸出額押し上げに寄与した模様。

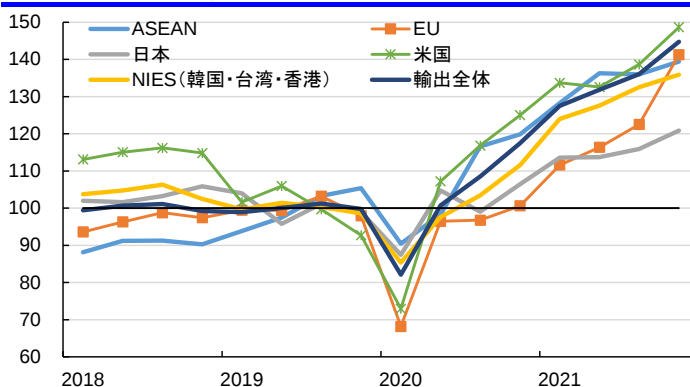
主な仕向地別に見ると (右図)、EU 向け (7～9 月期前期比 +5.3%→10 月<sup>4</sup> +15.3%) が大幅に加速した

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

<sup>2</sup> 国慶節休暇中の旅行人数は 2019 年対比 70.1%だったのに対し旅行収入は 59.9%にとどまっており、長距離旅行の減少による旅行単価低下の可能性が示唆される。

<sup>3</sup> 輸出価格指数 (10 月分は未公表) は、7～9 月期に前年比 +6.6%と 4～6 月期 (▲0.6%) からプラスの伸びに転化。PPI 消費財価格の上昇継続を考慮すると、10 月の輸出価格も高い伸びが続いたとみられる。

<sup>4</sup> 7～9 月期平均に対する 10 月の輸出額の変化。他地域も同様。

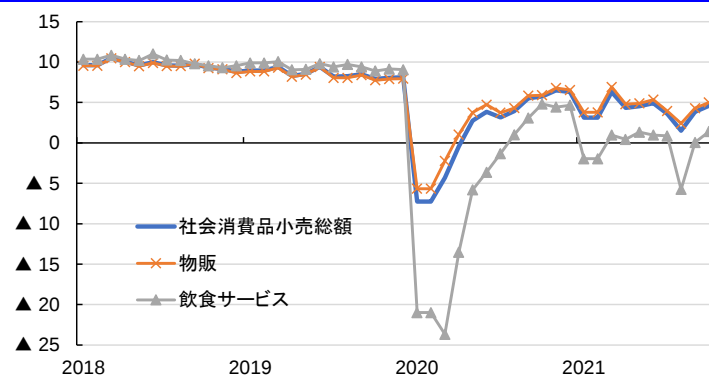
ほか、米国向け（+4.6%→+7.2%）や日本向け（+1.9%→+4.3%）も加速、NIES（韓国・台湾・香港）向け（+3.9%→+2.5%）も拡大基調を維持した。ASEAN 向け（▲0.3%→+2.6%）は、感染抑制に伴う経済活動再開を受け、プラスの伸びに転じた。

主な財別では、衣服（7～9 月期前期比：+1.8%→10 月：+13.2%）、靴（+10.5%→+16.3%）、家具（+3.7%→+7.6%）など軽工業品の輸出が好調だった。PC・PC 部品（+5.8%→+4.6%）や集積回路（+7.5%→+3.2%）は、伸びが鈍化したものの増勢を維持した。

### 社会消費品小売総額（小売販売）

10 月の社会消費品小売総額（小売販売）は前年同月比+4.9%と、9 月（+4.4%）から伸びを高めた。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+4.6%と、9 月（+3.8%）から加速した。内訳を見ると、物販（9 月+4.3%→10 月+5.0%）は伸びを高めた。新製品発売開始を受けて通信機器の消費が好調だったほか、自動車販売の減少幅も縮小した。飲食サービス（+0.1%→+1.4%）も、低い伸びながら加速した。

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

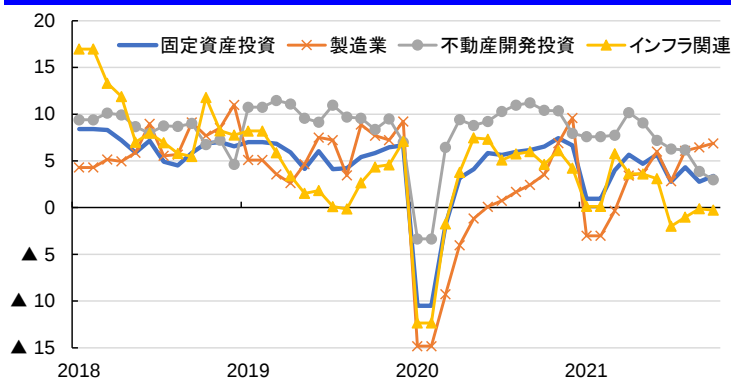
10 月の乗用車販売台数は、前年同月比▲5.0%と 6 ヶ月連続でマイナスの伸びとなったものの、9 月（▲16.5%）から減少幅が縮小した。当社試算の季節調整値でも前月比+6.9%（年率 2,112 万台）と 9 月（▲4.6%）からプラスの伸びに転じた。中国自動車工業協会によると、半導体不足問題がやや緩和したことが生産・販売の改善に寄与した。

中国国内の新規感染者数は、10 月下旬から再び増加に転じている。内モンゴル自治区や甘肅省など内陸部で感染拡大後、11 月以降は東北部などを中心に一時 19 省区市にまで感染が広がった。感染拡大を受け、政府は北京市への移動に対する管理強化や水際対策の強化など、感染対策を強化している。少なくとも 2022 年 2 月の北京冬季五輪までは「ゼロコロナ」戦略のもと感染対策強化の継続が見込まれるため、消費は引き続き感染動向に脆弱な状況が続くとみられる。

### 固定資産投資（都市部）

10 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▲2.4%<sup>5</sup>と 9 月（▲1.8%）からマイナス幅が拡大した。ただし、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）で見ると、+3.4%

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

<sup>5</sup> 当社試算の単月の前年同月比。9 月も同様。

と9月（+2.8%）から加速した。

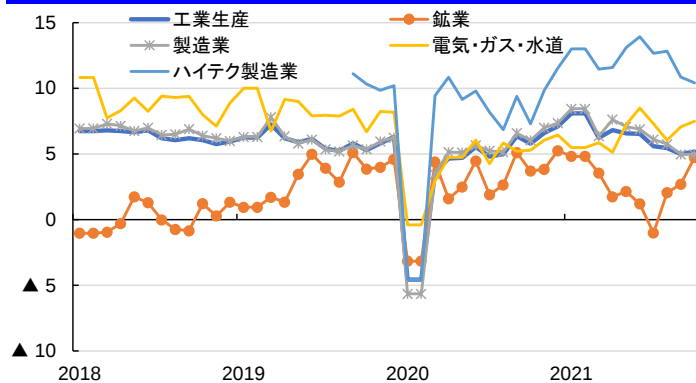
主な内訳を見ると、全体の約3割を占める製造業（9月+6.4%→10月+6.9%）は2年前比で加速が続いた。外需の好調さを受け電気機械や一般機械などが押し上げに寄与したほか、低迷が続いている自動車も減少幅を大きく縮小させた。他方、投資全体の約2割を占める不動産開発投資（+3.9%→+3.0%）は、不動産バブル抑制策を背景に減速が続いた。投資全体の2割強を占めるインフラ関連分野<sup>6</sup>（▲0.1%→▲0.3%）も小幅ながら減少幅が拡大した。インフラ投資の資金源となる地方政府专项債の発行ペースは加速しているものの、資金の使用効率が低く実際の投資に効果的に結びついていない模様。

恒大集団のデフォルト懸念を契機としたデベロッパーの資金調達環境の悪化を受け、政府は10月以降、住宅ローンの承認加速やデベロッパーへの貸出正常化の要求などを通じ、バブル抑制の度合いをやや緩めている。こうした政策の微調整が大幅な調整回避に寄与する見込みだが、不動産投資の動きに7~8ヵ月ほど先行する不動産販売にはまだ改善の兆しがみられないため、不動産投資の低迷は当面続くだろう。インフラ投資に関しては、①地方政府专项債の通年発行計画額（3.65兆元）を11月末までに可能な限り達成すべきとの財政部の指示<sup>7</sup>、②資金の使用効率向上を意図したとみられる、地方政府专项債の使途についてのガイドライン発表<sup>8</sup>、③11月以降、多くの地方で重大インフラプロジェクトの着工が始まったとの報道、などを踏まえると、今後徐々に持ち直し景気下支えに寄与する見込み。

## 工業生産

10月の工業生産（実質工業付加価値生産額）は前年同月比+3.5%と、9月（+3.1%）から伸びが高まった。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、+5.2%と9月（+5.0%）から小幅に加速した。産業別にみると、鉱業（2年前比：9月+2.7%→10月+4.7%）や電気・ガス・水道（+7.1%→+7.5%）が加速した。背景には、石炭増産など電力不足への政策対応がある。他方、製造業（+5.0%→+5.0%）は横ばいだった。

工業生産の推移（2年前比、年平均%）



（出所）中国国家统计局

製造業を業種別にみると、電力不足問題の残存や不動産・インフラ投資の弱さを受け、鉄鋼や非金属などの川上業種が弱含んだ。ハイテク分野<sup>9</sup>も、医薬品製造を中心に高い伸びながら鈍化した。一方、輸出が好調な衣服などの軽工業品や、新製品販売開始の影響を受けた通信・電子機器は伸びが高まった。

<sup>6</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>7</sup> 2021年10月までの累計発行額は2兆9,072億元。計画額を11月末までに達成するためには、9月・10月の発行額（約5,000億元）を大幅に上回る約7,500億元の発行が必要となる。

<sup>8</sup> 11月11日、財政部は「地方政府专项債の使途調整に関する運用ガイドライン」を発表。各地方政府による专项債の資金用途の変更を基本的に認めず、例外的に変更が必要な場合でも事前申請を要求。党中央・國務院が指定した重大インフラプロジェクトへの支援を優先すべきとし、債務返済やパフォーマンス的なプロジェクトなどに資金を充てることを厳禁とした。

<sup>9</sup> 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。

石炭増産を受け、石炭価格は 11 月以降下落に転じており、電力不足による生産下押し圧力は徐々に和らぐ見込み。一方、不動産投資減速の波及影響から、当面の生産は力強さを欠く動きとなるだろう。

### 消費者物価

10 月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比＋1.5%と、9 月（＋0.7%）から伸びが高まった。前月比でも＋0.7%と 9 月（＋0%）から加速した。

内訳をみると、散発的な感染拡大を受けた生産・輸送コスト増や洪水の影響などにより野菜価格が急上昇し、食品価格（9 月前年同月比▲5.2%→10 月▲2.4%）の減少幅が縮小した。さ

らに、原油価格上昇を受け、車両用燃料を含む「交通・通信」や家庭用の電気・ガス・燃料価格を含む「住居」の項目で伸びが小幅に高まった。他方、食品・エネルギーを除いたコア CPI は＋1.3%と、9 月（＋1.2%）から小幅上昇にとどまっている。生産者物価上昇による消費者物価への価格転嫁は限定的で、企業はコスト増による収益圧迫に直面している。こうした状況に対し、中国政府は中小製造業企業の法人税などの納付猶予を認める方針を発表（10 月 27 日）した。

### 生産者物価

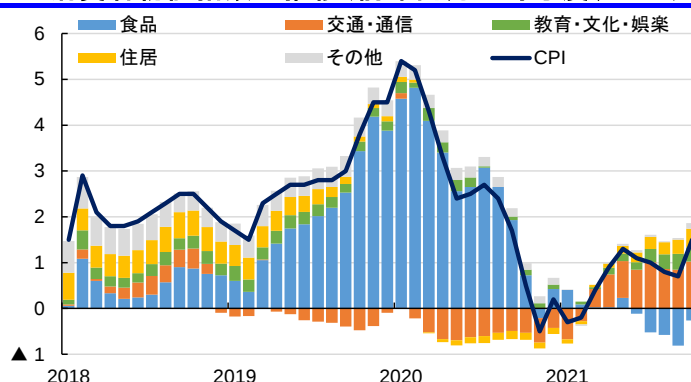
10 月の生産者物価指数（PPI）は前年同月比＋13.5%と、9 月（＋10.7%）から伸びが高まり、上昇が続いた<sup>10</sup>。前月比でも＋2.5%と、9 月（＋1.2%）から加速した。

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（9 月前年同月比＋49.4%→10 月＋66.5%）の伸びが大幅に高まり、生産財価格（＋14.2%→＋17.9%）を押し上げた。電力不足問題の残存を受け、エネルギー消費量の多い鉄鋼

（＋34.9%→＋39.9%）、非鉄金属（＋24.6%→＋29.5%）、セメントなどの非金属（＋5.1%→＋12.0%）も供給制約により伸びが加速した。また、原油価格上昇の影響を受け、石油・石炭加工（＋40.5%→53.0%）や化学（＋25.5%→＋31.5%）の伸びも大幅に加速した。

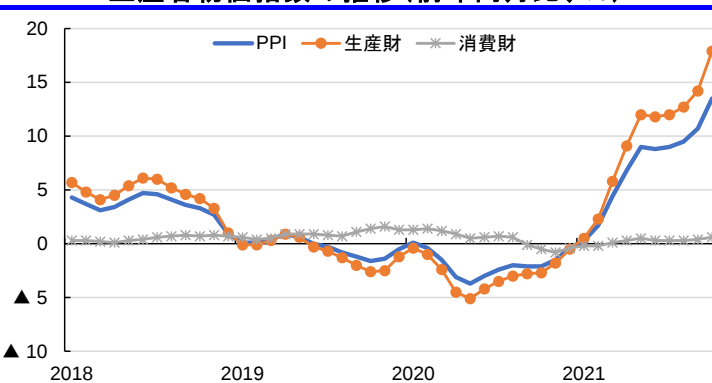
消費財価格は、耐久財（＋0.2%→▲0.1%）が下落に転じたものの、衣料品（＋0.4%→＋0.8%）、日用品（＋0.4%→＋0.8%）、食品（＋0.7%→＋1.0%）の伸びが高まり、全体では小幅に加速した（＋0.4%→＋

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

生産者物価指数の推移（前年同月比、%）



（出所）中国国家统计局

<sup>10</sup> 2021 年 10 月分から生産者物価指数統計の公開範囲が拡大され、1993 年 1 月からのデータが取得可能となった。以前の統計範囲（1996 年 10 月～）に基づく、2021 年 10 月の PPI は「統計開始以来最大の上昇幅」となるが、新たな統計範囲では 1993 年 5 月（前年比＋26%）が過去最大の伸び、との評価になる。

0.6%)。

### 人民元対ドル相場

対米ドル人民元レートは、11月18日に約5ヵ月ぶりの元高水準を更新、元高基調での推移が続いている。最近の元高の背景として、①輸出の堅調さと輸入減速を背景に貿易黒字の拡大が続き、10月の貿易黒字が統計開始以来の過去最高額（845億ドル）に達したこと、②米中首脳オンライン会談（中国時間11月16日）を受けた米中関係改善期待などが挙げられる。

人民元相場の推移(元/米ドル)



(出所) 中国外貨取引センター

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月の米連邦公開市場委員会（FOMC）で量的緩和縮小（テーパリング）を11月から開始すると決定、市場では早期利上げ観測も根強い。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。実際、中国人民銀行は、「主要国の中央銀行が金融政策の調整を開始しており、為替レートに影響を与える要因が増えている」「今後の人民元レートは元高にも元安にもなりうる」として、金融機関や企業に対して為替変動リスクの管理強化を求める文書を発表（11月18日）している。