

2021年10月21日 全11頁

中国経済見通し：一難去らずにまた一難

恒大問題、電力不足、コロナ警戒モードで中国経済見通しを下方修正

経済調査部 主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 中国国家统计局によると、2021年7月～9月の実質 GDP 成長率は前年同期比 4.9%（以下、変化率は前年同期比、前年比）となり、1月～3月の18.3%、4月～6月の7.9%から低下した。
- 今後の中国経済見通しを左右するのは、中国恒大集団（以下、恒大）の問題と電力不足、そしてコロナ警戒モードの行方である。恒大問題は不動産市場の変調を通じて、景気の下押し要因となる。電力不足について、石炭の在庫水準が低い中で、これから冬を迎える中国は、発電用と暖房用の在庫を積み増す必要がある。増産が難しければ、輸入を増やすか、消費を抑制するしかない。電力不足は冬を越えるまで続く可能性がある。さらに、2022年2月4日～20日の北京冬季五輪、そして3月の全国人民代表大会（全人代）に向けて、コロナへの警戒モードは1月以降、大きく高まる可能性がある。この時期は接触型消費に再び下押し圧力が高まる可能性があるということだ。
- こうした状況を受けて、大和総研は中国経済見通しを下方修正する。2021年10月～12月の実質 GDP 成長率は従来の4.5%から3.5%へ、2021年通年は8.4%から8.0%へ、2022年は6.0%から5.4%へ引き下げる。2022年1月～3月までが、電力不足やコロナ対策の正念場であり、4月～6月以降は成長率の加速を見込んでいる。

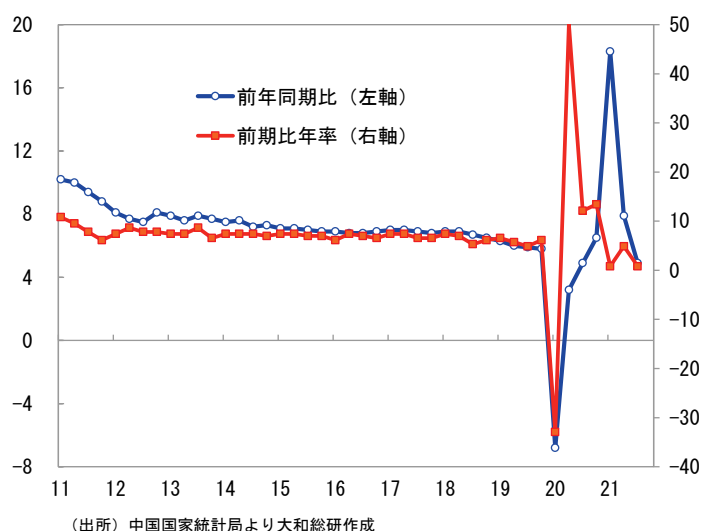
2021年7月～9月の実質 GDP 成長率は前年同期比 4.9%に減速

中国国家统计局によると、2021年7月～9月の実質 GDP 成長率は前年同期比 4.9%（以下、断りのない限り、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）となり、1月～3月の 18.3%、4月～6月の 7.9%から低下した。当然、2020年1月～3月のマイナス成長からの反動増の影響が剥落したことはあるが、それだけではない。四半期毎の過去2年平均の成長率は、2021年1月～3月以降、5.0%、5.5%、4.9%となっており、この7月～9月は明らかに減速している。

1月～3月以降の前期比年率の成長率は、0.8%、4.9%、0.8%となった。1月～3月と7月～9月に共通するのは、一部都市で新型コロナウイルス感染症のクラスターが発生し、行動制限が実施されたことである。1月は河北省、黒竜江省、吉林省、上海市など、7月下旬から8月は江蘇省（デルタ株の拡散は南京市の空港を起点とするとされる）、雲南省、広東省、上海市、河南省、湖南省など、そして9月には福建省、雲南省、上海市、黒竜江省などで新規感染者が急増した。

とはいえ、1月と8月の一日当たり新規感染者数は最大で百数十人であり、一般的には十分に抑制された数字といえる。しかし、中国は新型コロナウイルスとの共生ではなく、あくまでもゼロコロナを目指している。このため、行動制限は一部都市でかつ局所的に実施されたにとどまるが、感染症対策は全国規模で実施され、飲食や観光など接触型消費に広く悪影響を与えた。2021年8月のレストラン収入が 4.5%減と、7月の 14.3%増から一気にマイナスに転落したことは記憶に新しい（9月は 3.1%増）。

中国の実質 GDP 成長率（前年比、前期比年率）の推移（単位：％）

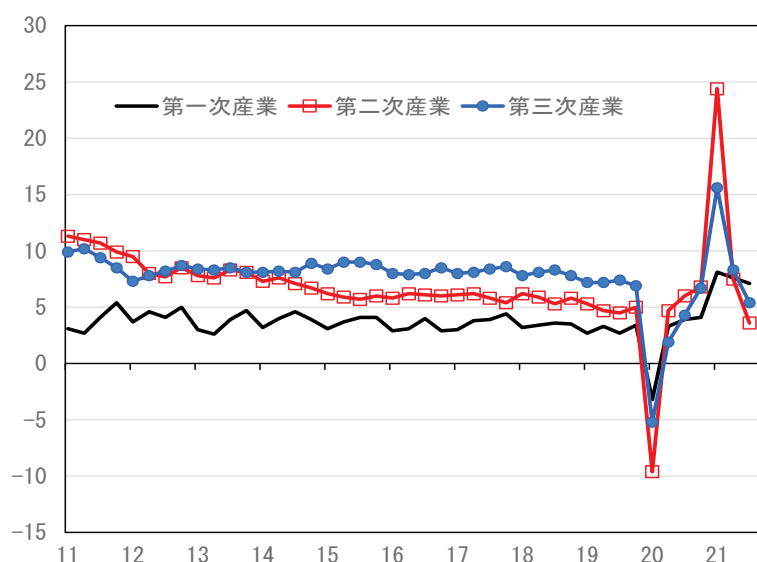


次に、産業別 GDP 成長率について、4月～6月と7月～9月を比較すると、第一次産業は 7.6% ⇒ 7.1%、第二次産業は 7.5% ⇒ 3.6%、第三次産業は 8.3% ⇒ 5.4% となり、第二次産業、次いで第三次産業の低下幅が大きくなった。

7月～9月の第二次産業については、環境規制（汚染物質の排出削減）の強化や電力不足によって、特にエネルギー使用量の大きい産業の生産が抑制された。需要の減退もあり、9月の粗鋼生産は21.2%の減少を記録した。工業全体でも、7月の河南省を中心とする豪雨・洪水被害、車載半導体の供給不足、さらにはエネルギー・コモディティ価格高騰に伴う川中・川下分野のマージン悪化による生産抑制などが響き、減速した。建設業がマイナス成長となったのは、インフラ建設の伸び悩みや、不動産の新規着工の減少などによるものである。

第三次産業では、新型コロナウイルス感染症対策の強化の影響で、ホテル・飲食業、交通・運輸業などの伸び率が大きく鈍化し、後述する不動産開発大手・中国恒大集団（以下、恒大）の問題によって、不動産業がマイナス成長に落ち込んでいる。

中国の産業別実質 GDP 成長率（前年比）（単位：％）



（出所）中国国家统计局より大和総研作成

中国の産業別実質 GDP 成長率（内訳）（前年比）（単位：％）

	実質GDP 成長率	第一次 産業	第二次 産業	工業	建設業	第三次 産業	交通・運 輸業など	卸売・ 小売業	ホテル・ 飲食業	金融業	不動産業	情報通信 業など	リース・商業 サービス業	その他 サービス業
2019.1-3	6.3	2.7	5.3	5.2	5.8	7.2	6.8	5.7	5.2	6.5	2.2	24.3	8.5	6.5
2019.4-6	6.0	3.3	4.7	4.7	4.7	7.2	6.6	5.9	5.6	7.1	2.1	23.2	7.5	6.6
2019.7-9	5.9	2.7	4.5	4.2	5.8	7.4	6.9	5.5	5.9	6.5	3.9	21.0	8.7	7.4
2019.10-12	5.8	3.4	5.0	5.0	4.9	6.9	5.7	5.3	5.3	6.5	2.1	18.6	10.0	7.1
2020.1-3	▲ 6.8	▲ 3.2	▲ 9.6	▲ 8.5	▲ 17.5	▲ 5.2	▲ 14.0	▲ 17.8	▲ 35.3	6.0	▲ 6.1	13.2	▲ 9.4	▲ 1.8
2020.4-6	3.2	3.3	4.7	4.1	7.8	1.9	1.7	1.2	▲ 18.0	7.2	4.1	15.7	▲ 8.0	▲ 0.9
2020.7-9	4.9	3.9	6.0	5.6	8.1	4.3	3.9	3.1	▲ 5.1	7.9	6.3	18.8	▲ 6.9	2.3
2020.10-12	6.5	4.1	6.8	6.9	6.6	6.7	7.6	6.3	2.7	7.0	6.7	19.7	2.2	4.5
2021.1-3	18.3	8.1	24.4	24.4	22.8	15.6	32.1	26.6	43.7	5.4	21.4	21.2	7.9	8.8
2021.4-6	7.9	7.6	7.5	8.8	1.8	8.3	12.7	9.6	17.1	4.1	7.1	19.5	5.8	6.2
2021.7-9	4.9	7.1	3.6	4.9	▲ 1.8	5.4	5.9	7.6	5.7	4.0	▲ 1.6	17.1	5.8	5.2

（出所）中国国家统计局より大和総研作成

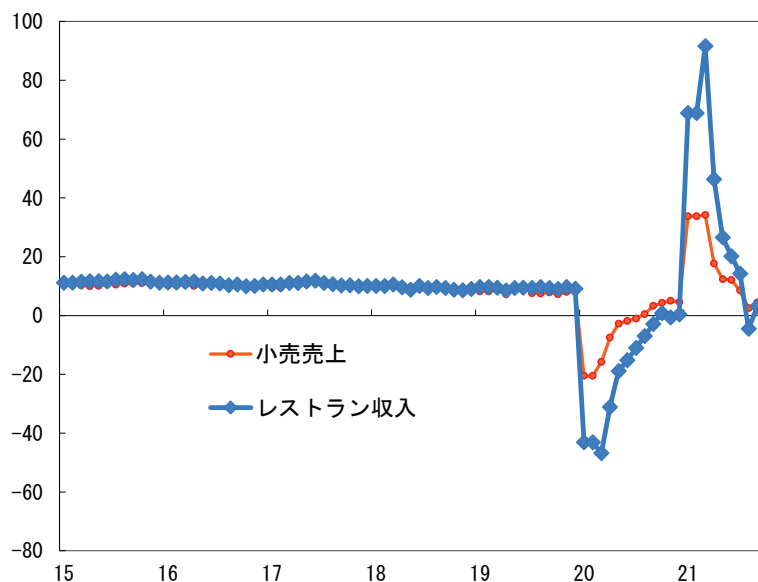
2021年7月～9月の小売売上は5.0%増に減速、自動車販売金額が減少

2021年1月～9月の1人当たり可処分所得は10.4%増、1月～3月以降、四半期毎には13.7%増、11.4%増、6.3%増となった。同様に、1月～9月の小売売上は16.4%増、四半期毎の推移は、33.9%増、13.9%増、5.0%増となり、所得の増加ペースの鈍化以上に、小売売上の伸び率は抑制された。

消費の足を引っ張っているのが、外食と自動車販売である。9月のレストラン収入は3.1%増と、8月の4.5%減から増加に転じた。とはいえ、前年同月の2020年9月が2.9%減であったことを考えると、飲食業は依然として厳しい状況が続いていると認識すべきであろう。

自動車販売金額は7月以降、前年割れとなり、9月は11.8%減にマイナス幅を広げた。国家統計局は、9月の小売売上は4.4%増、自動車を除くと6.4%増だったとしている。デルタ株の世界的流行は、車載半導体の供給不足に拍車をかけたが、中国の主な輸入元であるマレーシアで感染拡大が抑制され、状況が若干改善されたという。ただし、自動車生産の低迷については、①鉄鋼の供給減少と価格上昇、電力不足によって生産が阻害されている、②所得環境の悪化によって、消費者の購買意欲が低下しているなどの問題も指摘されている。

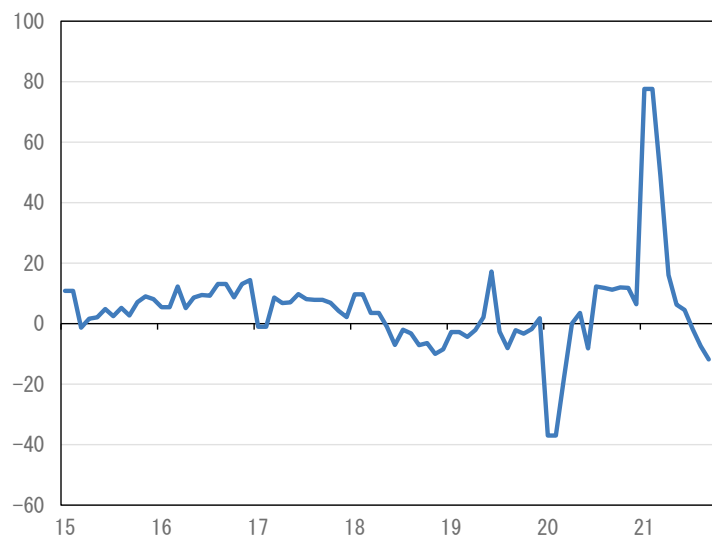
小売売上とレストラン収入の推移（前年同月比）（単位：％）



(注) 1-2月は平均

(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

自動車販売金額（前年同月比）の推移（単位：％）



（出所）中国国家统计局より大和総研作成

2021年1月～9月の固定資産投資は7.3%増

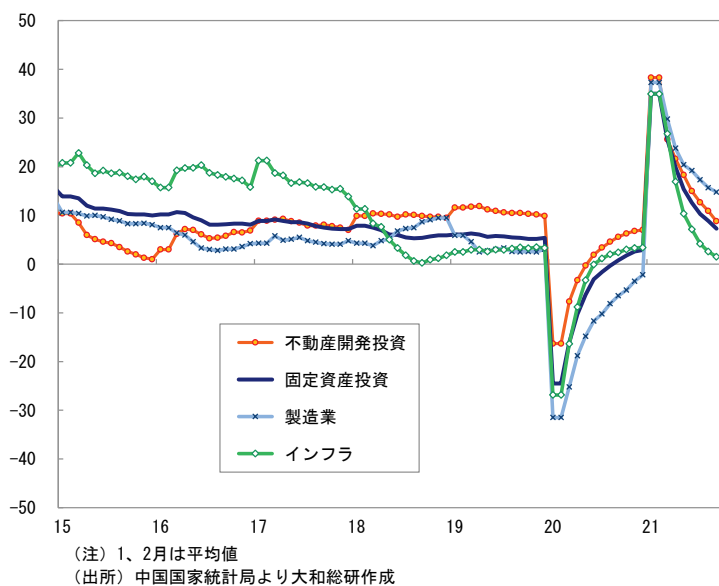
2021年1月～9月の固定資産投資は7.3%増となり、1月～3月の25.6%増、1月～6月の12.6%増から鈍化した。

分野別には、1月～9月の製造業は14.8%増（1月～6月は19.2%増）、不動産開発投資は8.8%増（同15.0%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資が1.5%増（同7.1%増）であった。製造業が比較的堅調であり、米中ハイテク覇権争いのさなか、ハイテク製造業向け投資の高成長が続いていること（1月～9月は25.4%増）が、これを支えている。

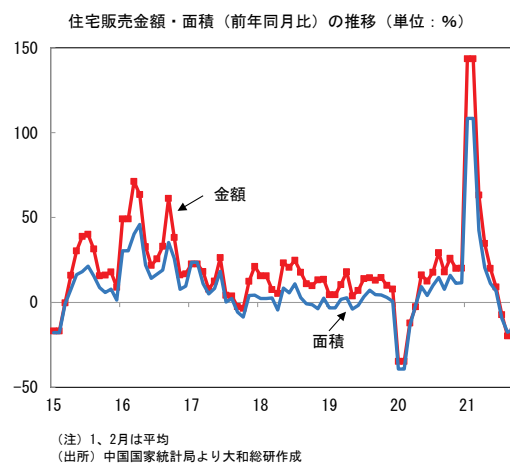
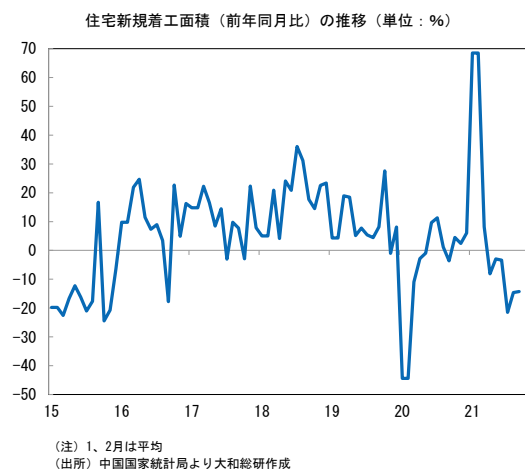
一方で、不動産開発投資の伸び率は大きく鈍化した。商業銀行による不動産融資規制が強化される中、恒大が経営危機に陥り、中国の住宅市場は変調をきたした。2021年4月以降前年割れが続いていた住宅新規着工面積は9月も14.3%減とマイナスが続き、住宅販売金額は7月に前年割れとなった後、9月は16.9%減となった。

インフラ投資も冴えない動きが続いている。主にインフラ投資に充当される地方政府特別債券の発行枠は前年比微減の3.65兆元とされたが、発行の進捗は鈍い。2020年は9月時点で93%程度が発行されていたが、2021年9月時点は65%程度にとどまっている。さらには資材・建材価格の上昇によるコスト高が、インフラ建設の着工や進捗を遅らせる要因となっている可能性がある。

固定資産投資（1月から累計の前年同期比）（単位：％）



住宅新規着工面積（前年同月比）（左）と住宅販売金額・面積（前年同月比）（右）の推移



2021年1月～9月の輸出は33.0%増も交易条件は悪化

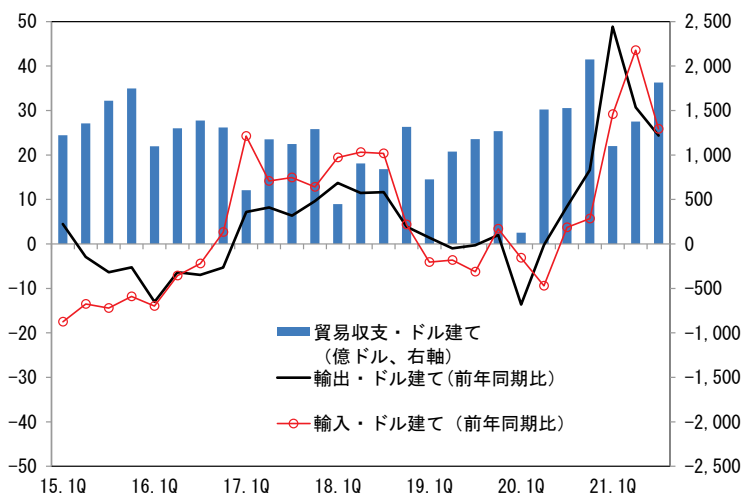
2021年1月～9月の輸出（以下、断りのない限り貿易はドル建て）は33.0%増（1月～3月は48.8%増、4月～6月は30.7%増、7月～9月は24.4%増）、輸入は32.5%増（同様に29.2%増、43.6%増、25.9%増）となり、貿易収支は4,292億ドルの黒字を計上した。貿易黒字は35.6%増となり、1月～9月の実質GDP成長率9.8%における純輸出の寄与度は1.9%ptとなった¹。

春までは「コロナ特需」が好調な輸出を牽引したが、マスク・防護服など繊維品は4月以降、前年割れとなるなど、特需は一部剥落しつつある。それでも輸出が大きく伸びているのは、米国

¹ 最終消費支出の寄与度は6.4%pt、総資本形成は1.5%ptであった。

を中心とする世界需要の回復によるところが大きい。

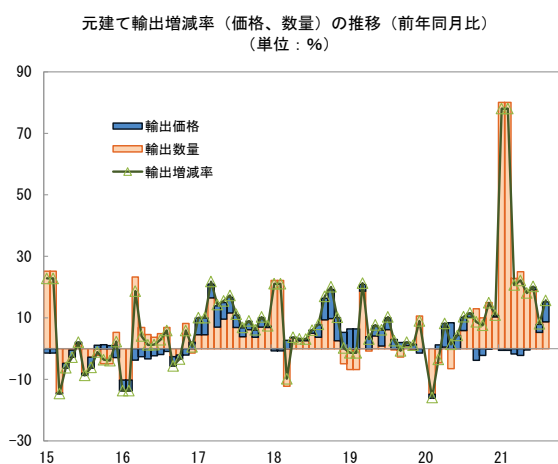
輸出入(前年同期比)と貿易収支(金額)の推移 (単位: %、億ドル)



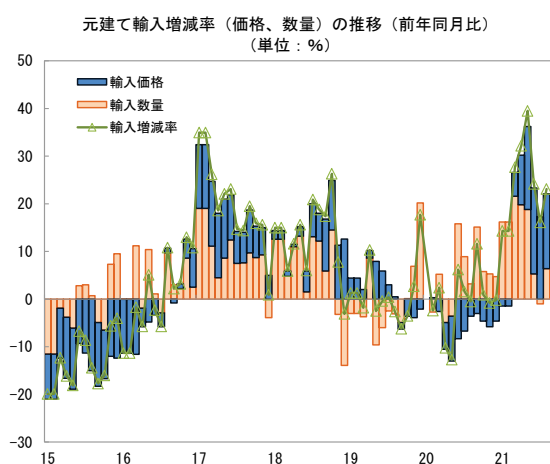
(注) 輸出・輸入は四半期毎の前年同期比、貿易収支は合計
(出所) 中国通関統計より大和総研作成

元建ての輸出・輸入増減率(直近は8月)を価格と数量に分解すると、①2021年1月～5月の輸入増加は、内需回復に伴う数量増加の効果が大きかったが、6月以降は資源・コモディティ価格上昇による価格上昇の効果がほとんどとなっている(数量の増加ペース鈍化は内需減速を示唆)、②輸入価格が大きく上昇する一方で、輸出価格の上昇は限定的であり、交易条件の悪化が示唆される、ことが分かる。

元建て輸出・輸入増減率(価格、数量)の推移(前年同月比)(単位: %)



(注) 1月～2月は平均
(出所) 中国通関統計より大和総研作成



(注) 1月～2月は平均
(出所) 中国通関統計より大和総研作成

今後の経済見通しを左右する、恒大、電力不足、コロナ警戒モード

今後の中国経済見通しを左右するのは、恒大問題と電力不足、そしてコロナ警戒モードの行方である。

恒大問題については、基本的な見方に変更はない。具体的には、①恒大の社債のデフォルト、経営破綻の可能性が高まっている、②他社が担うにせよ、恒大の不動産事業の継続、すなわち予約販売で購入した人達に物件を渡すことが、社会不満の蓄積回避には必要である、③2021年6月末の恒大の有利子負債は5,718億元で、銀行融資はその3割程度である一方、中国の商業銀行全体の貸倒引当金は5.4兆元であり、仮に恒大と同様のケースが複数発生しても処理が可能である、④このため、中国発の金融危機が発生する可能性は極めて低い、⑤その一方で、中国の不動産市場は供給側の開発意欲と需要側の購入意欲がともに減退するなど、景気の下振れ懸念が高まっている。2021年7月～9月の産業別GDP成長率で不動産業は1.6%減とマイナス成長に転じたが、不動産業は2020年のGDPの7.3%を占める重要産業である。10%のマイナス成長では中国の成長率を0.7%pt押し下げることになる。

電力不足は厄介な問題である。まさに一難去らずにまた一難である。中国の発電量の約7割が火力発電であり、2021年上半期は、輸出のコロナ特需や国内景気の拡大などにより工業生産が好調で、電力需要が大きく増加した。一方で、炭鉱の安全基準の厳格化などにより、需要の9割を占める国内生産が伸び悩み、石炭価格は高騰した。このため、価格転嫁が難しい電力会社の発電意欲は低下した。さらに、石炭の在庫水準が低い中で、これから冬を迎える中国は、発電用と暖房用の在庫を積み増す必要がある。増産が難しければ（10月に入って主要な石炭の産地である山西省が大規模な豪雨・洪水被害にあい、多くの炭鉱が水没したと報道されている）、輸入を増やすか、消費を抑制するしかない。こうした状況は冬を越えるまで続く可能性がある。

中国政府の環境規制の強化を受けて、地方政府が石炭の燃焼を抑制しているとの指摘もある。年前半のエネルギー消費の多い産業の活況により、二酸化炭素や汚染物質の排出量も増加し、年間の抑制目標の達成に黄色信号が灯ったことで、「一部で画一的な生産停止・制限やキャンペーン式二酸化炭素排出削減」が生じているという。10月8日に李克強首相が主宰した国務院常務会議では、こうした状況の是正が指示された。

最後は、新型コロナウイルス感染症対策についてである。10月18日時点の中国国内のワクチン接種回数は延べ22億3,410万人と、人口14億1,178万人の8割に2回接種（22億5,885万人）に近づいた。それでもなかなか愁眉を開けないのは、中国がゼロコロナを目指しているためである。今後も感染者が増えれば対策は強化される可能性が高い。2022年は2月1日の旧正月前後の民族大移動と、2月4日（競技開始は2月2日）～20日の北京冬季五輪の開催がほぼ重なる。冬季五輪は居住者のみの有観客での実施が発表されたが、民族大移動に制限はあるのだろうか。これが終われば、全国から代表が集結する3月の全国人民代表大会（全人代）が待っている。来年1月に入るとコロナ警戒ムードが否応なく高まろう。この時期は接触型消費に再び下押し圧力が高まる可能性があるということだ。

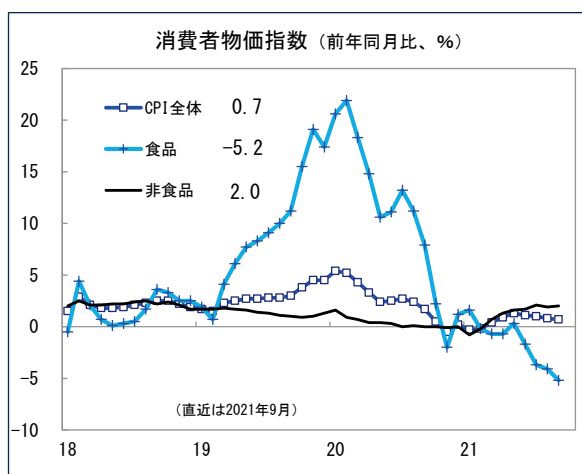
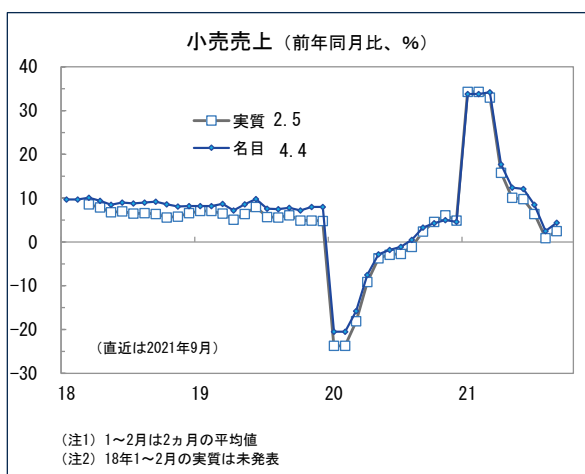
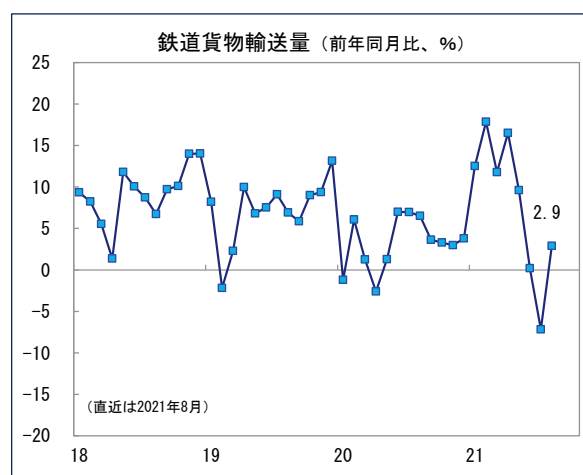
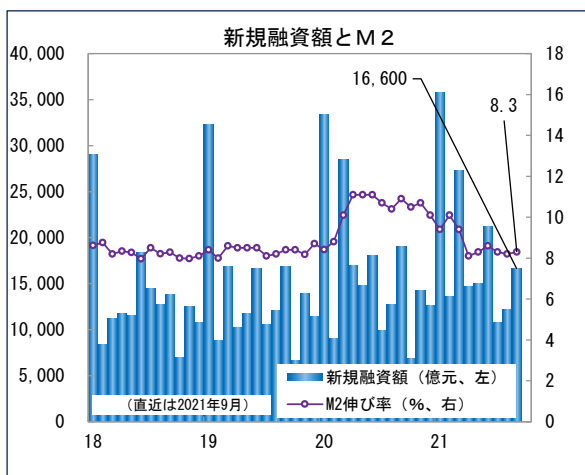
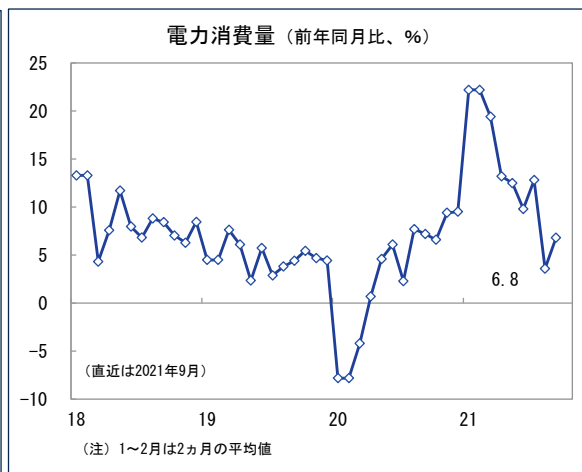
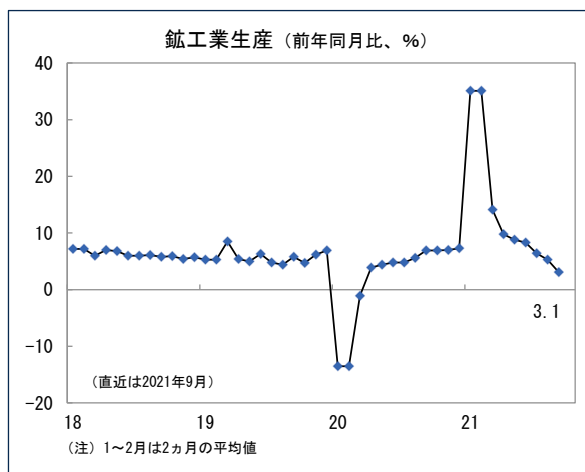
以上を勘案して、大和総研は中国経済見通しを下方修正する。2021年10月～12月の実質GDP成長率は従来の4.5%から3.5%へ、2021年通年は8.4%から8.0%へ、2022年は6.0%から5.4%へ引き下げる。2022年1月～3月までが、電力不足やコロナ対策の正念場であり、4月～6月以降は成長率の加速を見込んでいる。

主要経済指標一覧

	2020年10月	11月	12月	2021年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	-	6.5	-	-	18.3	-	-	7.9	-	-	4.9
鉱工業生産（前年同月比、%）	6.9	7.0	7.3	35.1		14.1	9.8	8.8	8.3	6.4	5.3	3.1
電力消費量（前年同月比、%）	6.6	9.4	9.5	22.2		19.4	13.2	12.5	9.8	12.8	3.6	6.8
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	3.3	3.0	3.8	12.5	17.9	11.8	16.5	9.6	0.2	-7.2	2.9	
固定資産投資（前年累計比、%）	1.8	2.6	2.9	35.0		25.6	19.9	15.4	12.6	10.3	8.9	7.3
不動産開発投資（前年累計比、%）	6.3	6.8	7.0	38.3		25.6	21.6	18.3	15.0	12.7	10.9	8.8
小売売上 名目（前年同月比、%）	4.3	5.0	4.6	33.8		34.2	17.7	12.4	12.1	8.5	2.5	4.4
実質（前年同月比、%）	4.6	6.1	4.9	34.3		33.0	15.8	10.1	9.8	6.4	0.9	2.5
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	0.5	-0.5	0.2	-0.3	-0.2	0.4	0.9	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7
食品（前年同月比、%）	2.2	-2.0	1.2	1.6	-0.2	-0.7	-0.7	0.3	-1.7	-3.7	-4.1	-5.2
非食品（前年同月比、%）	0.0	-0.1	0.0	-0.8	-0.2	0.7	1.3	1.6	1.7	2.1	1.9	2.0
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-2.1	-1.5	-0.4	0.3	1.7	4.4	6.8	9.0	8.8	9.0	9.5	10.7
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-2.4	-1.6	0.0	0.9	2.4	5.2	9.0	12.5	13.1	13.1	13.6	14.3
新規融資額（億元）	6,898	14,300	12,600	35,800	13,600	27,300	14,700	15,000	21,200	10,800	12,200	16,600
M2伸び率（%）	10.5	10.7	10.1	9.4	10.1	9.4	8.1	8.3	8.6	8.3	8.2	8.3
輸出（前年同月比、%）	10.9	20.5	18.0	60.4		30.5	32.1	27.8	32.2	19.3	25.6	28.1
輸入（前年同月比、%）	4.8	4.6	7.6	23.9		39.1	43.9	51.6	36.9	28.2	33.1	17.6
貿易収支（億米ドル）	573.2	742.5	757.9	487.3		119.5	412.2	442.8	511.5	563.3	583.9	667.6
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	4.2	2.4	2.3	2.9	3.4	3.6	4.5	4.3	4.9	5.4	4.9	4.5
上海（前年同月比、%）	4.4	4.1	4.2	4.4	5.0	5.3	4.9	4.5	4.6	4.5	4.3	4.0
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-2.6	-2.0	-1.2	64.3		28.2	12.8	6.9	3.8	-0.9	-3.2	-4.5
完工面積（前年累計比、%）	-9.2	-7.3	-4.9	40.4		22.9	17.9	16.4	25.7	25.7	26.0	23.4
不動産販売 面積（前年累計比、%）	0.0	1.3	2.6	104.9		63.8	48.1	36.3	27.7	21.5	15.9	11.3
金額（前年累計比、%）	5.8	7.2	8.7	133.4		88.5	68.2	52.4	38.9	30.7	22.8	16.6

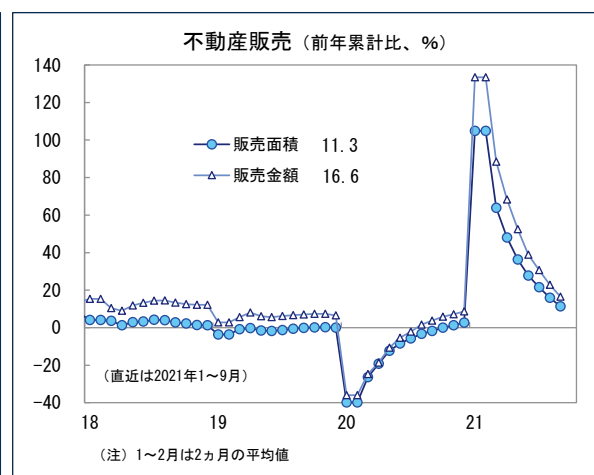
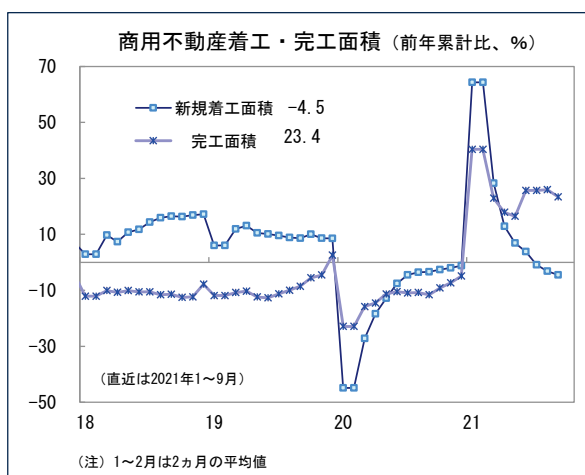
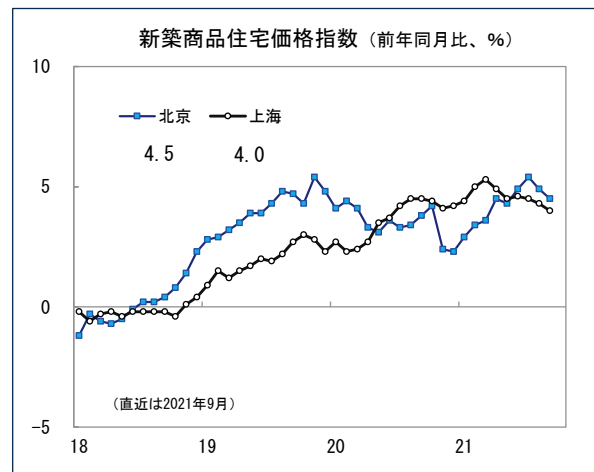
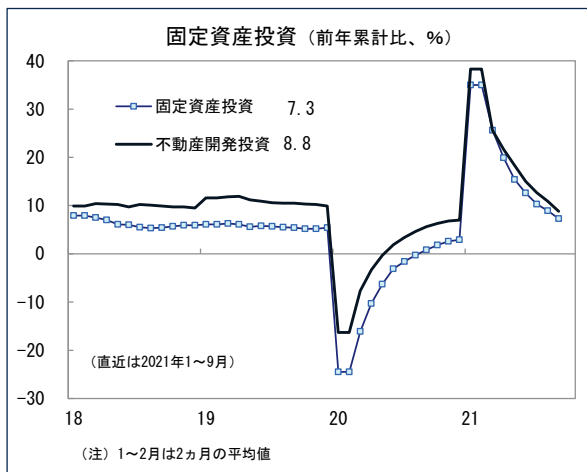
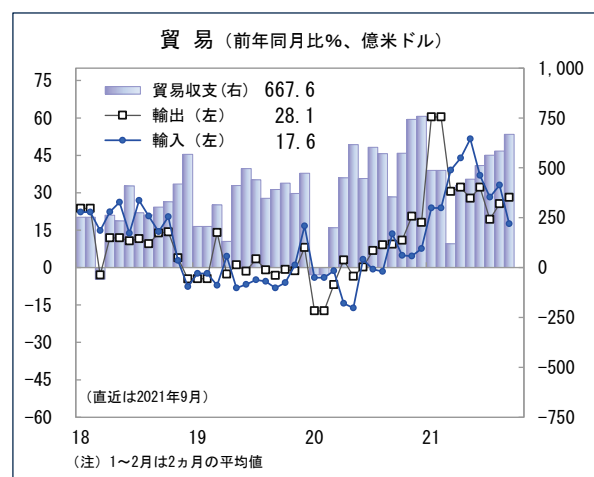
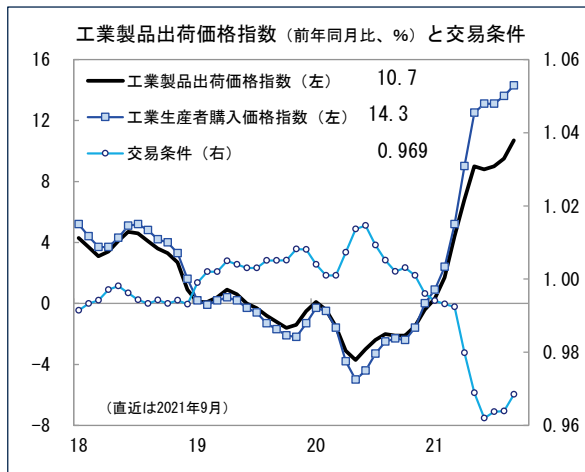
（出所）中国国家统计局、中国人民银行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEICより大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEICより大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成