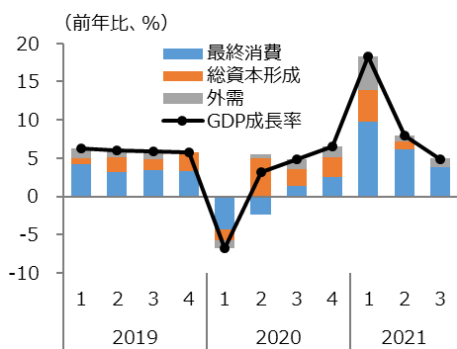


不動産投資の減速、電力不足などの供給制約から経済成長の勢いは鈍化

中国経済の成長が減速傾向にある。21年7-9月期の中国の実質GDP成長率は前年比+4.9%と、19年の四半期ごとの実質GDP成長率の平均同+6%を下回る水準に鈍化した(図表5-1)。コロナ危機後の経済成長を牽引してきた総資本形成の寄与度が、▲0.03%ポイントと20年1-3月期以来のマイナス寄与となった。

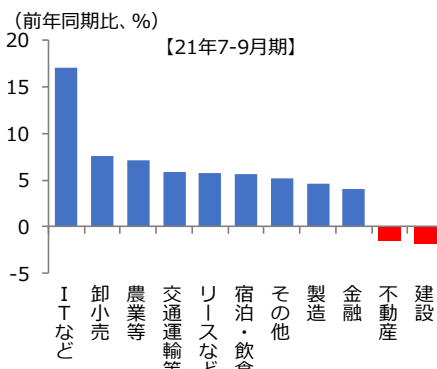
業種別GDPでは、不動産、建設が前年比マイナス成長に低迷(図表5-2)、電力消費量の伸び率などが反映される李克強指数も低下している(図表5-3)。不動産セクターへの融資規制強化による不動産投資の減速、電力不足などの供給制約が、中国経済の成長鈍化をもたらしている。

図表 5-1 実質 GDP



出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-2 業種別 GDP



出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-3 李克強指数



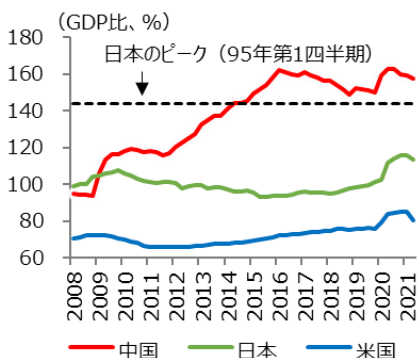
注:電力消費量、鉄道貨物輸送量、銀行融資残高の3指標から算出。直近は21年9月。
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

不動産企業の過剰債務削減は経済成長の下押し要因

政府が推進している過剰債務削減の取り組みが、経済成長の下押し要因となっている。中国当局はかねてから高水準の非金融法人債務に懸念を有しており(図表5-4)、特に中国の総融資の30%近くに及ぶ不動産企業の過剰債務体質を問題視してきた(図表5-5)。そのため、不動産企業に対しては、負債規模に応じ資金調達基準を厳格化する「3本のレッドライン(三道紅線)」と呼ばれる規制を、20年夏に導入していた。さらに、21年8月の中央財經委員会において、格差是正を目指す「共同富裕」に加えて、「重大金融リスクの防止・解消」に重点的に取り組む方針が示されている。恒大集団の信用不安は、こうした政府の取り組み強化が背景の一つにある。

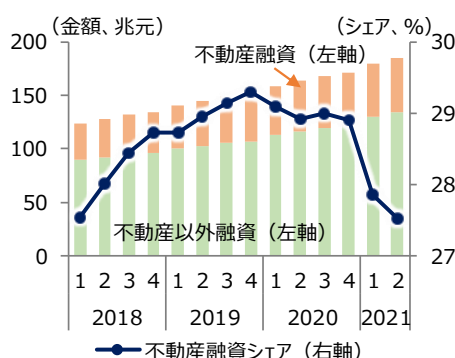
中国の不動産投資は、名目GDPを上回るペースで成長してきた。08年比、名目GDPの3倍強の増加に対して、不動産投資は5倍弱の増加となっており(図表5-6)、中国経済成長の原動力となってきた。20年夏の規制導入以降に進み始めた不動産業界の過剰債務削減は(図表5-5)、金融リスクの抑制、さらには長期的な経済の持続性強化につながるが、半面、企業および家計の不動産投資の慎重化をもたらす。過剰債務が解消されるまでの間、不動産投資の経済成長への寄与度低下を想定しておく必要がある。

図表 5-4 非金融法人債務(日米中)



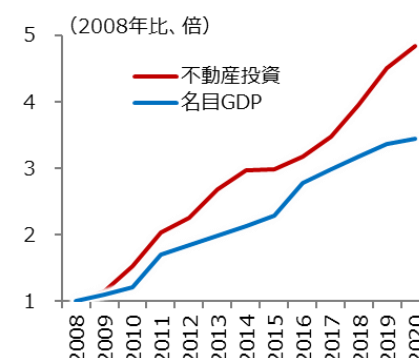
注:直近は21年6月。
出所:IIFより三菱総合研究所作成

図表 5-5 中国の融資の内訳



出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-6 中国の不動産投資



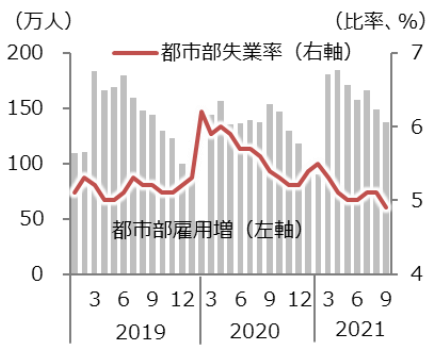
出所:Windより三菱総合研究所作成

都市部の雇用・所得環境の改善が消費を下支え

不動産市場の調整が想定される一方、都市部の雇用・所得環境の改善が消費を下支えすると見込まれる。21年に入り毎月150万人超のペースで労働者数が増加、9月の失業率は4.9%とコロナ前を下回る水準にまで回復している(図表5-7)。コロナ危機を受けて、マイナスとなっていた可処分所得も20年10-12月期にプラスに転じ、21年に入ってから前年比+10%近辺での増加が続いている。(図表5-8)。

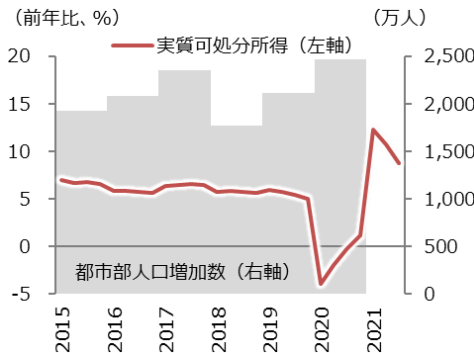
中国政府は従来から都市化率(都市部に住む人口の割合)の目標を掲げ、現状は25年に65%にする計画を進めており、毎年2,000万人程度の都市部への人口流入が想定される(図表5-8)。中国の都市化率は60%と日米の都市化率80%に比して低水準にあり、都市部への人口流入の余地はまだまだ残っている(図表5-9)。習政権が「共同富裕」を通じた低所得者の所得向上を目指していることも考慮すると、都市部の労働者増加に伴う消費拡大は長期的にも経済成長を下支えしよう。

図表 5-7 労働者数と失業率



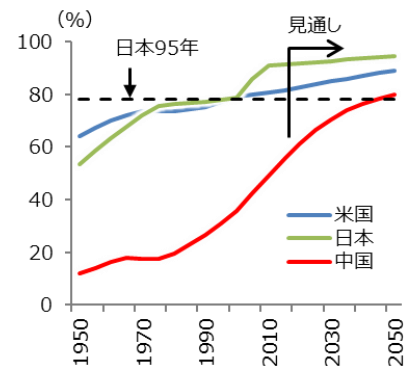
注:都市部雇用増は、月次の雇用者の増加数から失業者の増加数を差し引いて算出。
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-8 都市部人口・実質可処分所得



注:実質可処分所得は四半期ごとで直近は21年7-9月期。都市部人口増加数は年毎で直近は20年。
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-9 日米中の都市化率



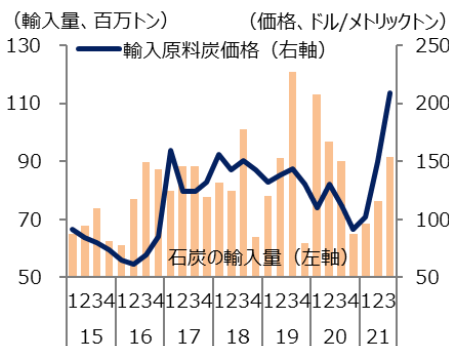
出所:国連より三菱総合研究所作成

脱炭素の取り組みも、生産・消費への悪影響が先行

政府が推進している脱炭素の取り組みによる生産や消費への悪影響が先行して顕在化している。価格上昇による前年比での輸入抑制(図表5-10)、豪雨による国内炭鉱閉鎖から石炭が不足していたことに加え、政府の省エネ目標を達成するために、いくつかの省が石炭火力発電所の操業停止や電力制限を加えたことが電力不足の要因となっている。

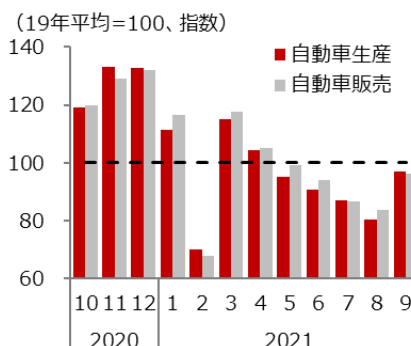
電力不足は、半導体不足と併せて自動車生産および自動車販売の停滞をもたらした。9月に入り持ち直しの兆しはあるが、自動車生産・販売ともにコロナ危機前の平均を下回る水準で低迷している(図表5-11)。さらに、石炭価格の上昇を受けて、中国国务院は事業者向け電力料金の20%までの引き上げを容認した。政府の価格統制から、消費者物価は生産者物価に比して抑制されていたが(図表5-12)、今後、電気料金上昇分の小売価格への転嫁が進むことが懸念される。

図表 5-10 石炭輸入量・価格



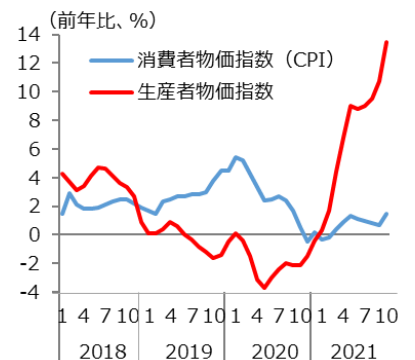
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-11 自動車生産・販売



注:直近は21年9月。
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 5-12 物価



注:直近は21年10月。
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

債務抑制や環境規制から成長率見通しを下方修正

以上を踏まえ、21年の実質GDP成長率は、足もとの恒大集団を巡る混乱から総資本形成のもう一段の落ち込みを見込み、前回8月見通しの前年比+8.5%から同+8.3%へ下方修正する。22年も、金融リスクの抑制や脱炭素に向けた規制強化による経済成長への下押し効果の継続を見込み、前回見通しの同+5.5%から同+5.2%へ下方修正する。

ただし、債務抑制や環境規制は、短期的には経済成長の抑制要因となるが、中長期的には成長率を高める方向に寄与するだろう。習政権は、「双循環」戦略の一環として国際的な競争力向上に取り組んでおり、例えば環境分野では、EUを上回る再生可能エネルギーの発電能力を有する(図表5-13)。習主席の長期政権を前提とした構造改革の取り組みが中国経済の基盤強化や成長力の強化につながるかに注目だ。

恒大集団の債務処理は、当局監視下で秩序だった対応へ

恒大集団の債務処理は、慎重かつ秩序だった対応を見込んでいる。恒大集団は巨額の債務(中国GDP2%相当となる2兆元弱の総負債、5,700億元の有利子負債)、労働市場のプレッスン(400万人ほどの直接・間接の労働者)を有している。性急な債権回収による債務削減は、存続価値のある関連会社の倒産や失業者の発生、実勢を下回る価格での所有不動産処分による不動産市況の冷え込みなどをもたらすリスクがあることは中国当局も認識している。

すでに、中国当局は不動産融資規制の弾力運営を表明し、銀行に恒大集団および他の不動産会社の事業継続に必要な運転資金の供給を促し、恒大集団は中断していたプロジェクトの再開が可能となっている。また、債権者間での債務協議を行う枠組みも検討されている。今後、当局および債権者間の監視のもと、事業を継続し、適切な価格での資産売却を行い、時間をかけて恒大集団の債務削減を進めていくであろう。

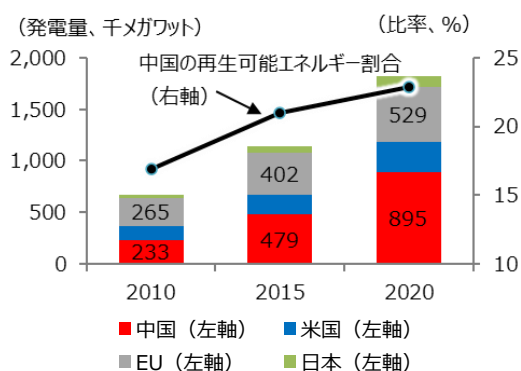
恒大集団の米ドル建て負債総額は、200億ドルにのぼり、世界規模の金融不安への発展を危惧する声もある。ただし、21年春に発生したアルケゴス・ショックとは異なり、恒大集団の経営不安は20年夏頃から市場で織り込みが進んでおり(図表5-14)、債権者も分散している。さらに、投資家が恒大集団の債券を担保に資金調達を行うといったサブプライム・ショック時のような連鎖構造もない。今のところ、30日間の猶予期限を活用しドル建て社債のクーポン支払いを実施しているが、仮に恒大集団がデフォルトになったとしても現段階では世界的な流動性危機に発展する可能性は低い。

中国企業のドル調達不安の高まり、不動産セクター以外への資金繰り悪化や倒産の連鎖に要警戒

ただし、コロナ危機以降に中国の非金融法人はドル建て債務を1,700億ドル程度増やしており(図表5-15)、恒大集団以外の中国企業のドル建て債務の資金調達へ悪影響を及ぼさないかには注意が必要だ。今のところ不動産業界以外の中国系企業の信用不安には至っていないが、恒大集団の債務処理の透明性欠如などにより海外投資家の中国系企業への信認低下が生じた際には、中国系企業のドル調達の支障となりかねない。

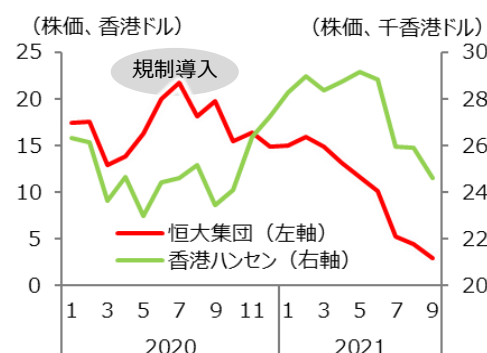
また、中国経済が中長期的に減速するなかで、高水準の債務を抱える中国企業の信用不安が顕在化するリスクは潜在的に高まっている。不動産価格の下落などをきっかけに、不動産セクター以外の健全な企業にも、資金繰り悪化や倒産が連鎖的に広がれば、中国経済の失速につながるおそれがある。

図表 5-13 再生可能エネルギー発電量



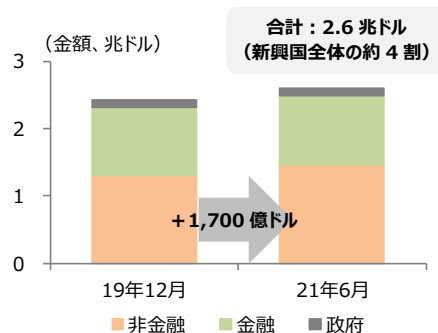
注:再生可能エネルギー割合は、月次の中国の総発電量に占める風力・水力発電量の割合の平均。
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-14 恒大集団と香港株価



出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 5-15 ドル建て債務



注:中国と香港を合算。
出所:IIFより三菱総合研究所作成