

中国経済情勢／ヒアリング

2022 年の中国経済政策運営方針は安定重視

～今秋は第 20 回党大会を開催：実質 GDP 成長率 5%の達成は可能か～

＜オンライン方式等による北京・上海面談報告（2022 年 1 月 17 日～29 日）＞

キャノングローバル戦略研究所
瀬口清之

＜主なポイント＞

- 21 年 4Q の実質 GDP 成長率は、前年比+4.0%と、前期（同+4.9%）に比べ低下。引き続き輸出の伸びが高い一方、内需の回復が鈍い状況が持続。21 年通年では 8.1%。
- 輸出は、コロナの影響で生産の回復が遅れている他国の生産を中国が代替する状況が予想以上に長引いているほか、欧米諸国の景気回復要因も加わり、高い伸びが持続。
- 投資は、製造業設備投資が輸出の好調等を背景に設備稼働率と企業収益率が高水準を維持しているため、民間企業を中心に堅調を維持。
- 不動産開発投資は、恒大集団等の経営破綻問題が表面化したことを機に、3 級以下の地方都市を中心に価格低下期待が強まり、不動産買い控えの動きが拡大。その結果、4Q の投資額は前年割れ。不動産価格の低下期待が反転する時期は不透明。
- インフラ建設投資については、不動産価格の大幅下落を背景に、多くの地方政府が不動産収入減から深刻な財源難に陥ったため、インフラ建設投資の伸びが低下。
- 消費は、10～12 月に各地で小規模の新型コロナのクラスターが発生したため、飲食、交通、旅行関連の需要が影響を受けた。
- マクロ的には労働需給はタイトだが、労働供給と労働需要の間でのミスマッチが生じている。近年、大卒者数が急増しているため、以前の大卒のように就職先を選び好みできる状況でなくなっている。一方、大学生はオフィスでのデスクワークに対する選好が強く、工場やサービス業の現場での仕事を拒否する傾向が一般的である。
- 2022 年の中国経済を展望すれば、実質 GDP 成長率が 5.0～5.5%に達するとの見方が一般的である。その要因として指摘されている点は以下の通り。第 1 に、今秋に第 20 回党大会が開催されるため、中央政府が経済安定確保のため経済成長率 5%の達成を目指す可能性が高いこと。第 2 に、昨年 12 月の中央経済工作会議で、インフラ建設投資の前倒し等による経済の安定確保が今年の目標とされていること。第 3 に、新型コロナの鎮静化と不動産市場の先行きの改善方向が予想されていること。
- これに対して、22 年の実質成長率が 5%に達しないリスク要因として、次の点が指摘されている。第 1 に、地方政府のインフラ建設投資拡大意欲に関する不確実性、第 2 に、不動産市場回復時期の不透明さ、第 3 に、新型コロナ感染拡大長期化の可能性。

1. 足許のマクロ経済と先行きの見通し

(1) 第4四半期は輸出の好調が続く中、内需の回復が引き続きやや鈍い

国家統計局が1月17日に公表した21年4Qの実質GDP成長率は、前年比+4.0%と、前期(同+4.9%)に比べ低下(図表1参照)。しかし、21年通年では同+8.1%と高い伸びに達した。足許の中国経済は、輸出の高い伸びが続く一方、内需は投資、消費とも3Qに続いて回復が鈍い状況が続いている。

輸出は、コロナの影響で生産の回復が遅れている他国に代わり中国が生産を代替する状況が予想以上に長引いているほか、世界景気の回復も加わり、各地域向けとも輸出の高い伸びが続いている。投資(固定資産投資)は、21年通年の前年同期比が+4.9%と1~9月年初来累計(同+7.3%)に比べて伸び率が低下。業種別に見ると、製造業は輸出の好調等を背景に、設備稼働率、企業収益率とも高まり、民間企業を中心に堅調な回復が持続。一方、インフラ建設投資は地方政府の不動産収入の減少による財源難を背景に低い伸びが続いている。不動産開発投資は恒大集団の経営危機等を背景に、3級以下の地方都市を中心に不動産価格の下落期待が広がり、住宅買い控えの動きが拡大したことなどから、伸びがマイナスに転じた。消費は緩やかな回復傾向が続いているが、10~12月に各地で新型コロナのクラスターが発生し、飲食、交通、旅行等が伸び悩んだため、回復テンポが鈍化した。

【図表1】主要経済指標(前年比%)

	実質 成長率	輸出	輸入	固定資産投資 (年初来累計)	消費財 売上総額	消費者 物価	不動産販売価格 (年初来累計)
19年	6.0	5.0	1.6	5.4	8.0	2.9	6.7
20年	2.3	4.0	-0.7	2.9	-3.9	2.5	5.9
21年	8.1	21.2	21.5	4.9	12.5	0.9	2.8
19年1Q	6.3	6.2	0.8	6.3	8.7	1.8	6.6
2Q	6.0	5.1	2.5	5.8	8.5	2.6	7.5
3Q	5.9	3.4	-2.7	5.4	7.6	2.9	7.2
4Q	5.8	3.2	5.0	5.4	7.7	4.3	6.6
20年1Q	-6.8	-11.6	-0.1	-16.1	-13.2	5.0	2.2
2Q	3.2	4.5	-5.3	-3.1	-4.0	2.7	3.3
3Q	4.9	10.3	4.6	0.8	0.9	2.3	5.6
4Q	6.5	11.3	0.3	2.9	4.6	0.1	5.9
21年1Q	18.3	38.6	19.0	25.6	28.5	0.0	15.0
2Q	7.9	19.8	31.9	12.6	14.1	1.1	8.8
3Q	4.9	14.1	16.7	7.3	5.1	0.8	4.7
4Q	4.0	17.6	19.3	4.9	3.5	1.8	2.8

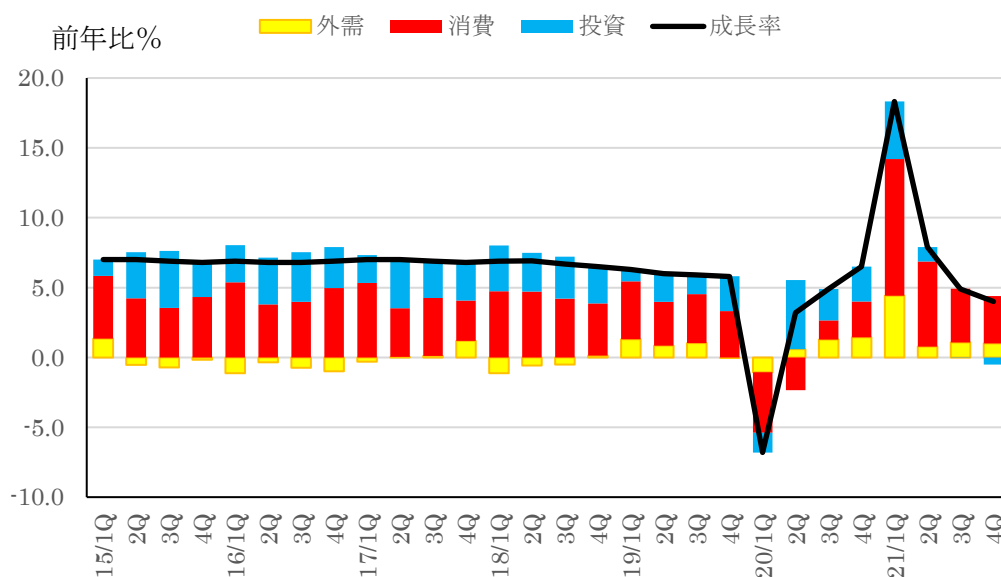
(注) 輸出入のデータは筆者が原計数から算出、消費財売上総額および消費者物価は各四半期の平均値。輸出入の計数は人民元建ての前年比。

(資料：国家統計局、CEIC)

4Qの実質GDP成長率のコンポーネント別寄与度は、外需+1.1% (3Q+0.7%)、投資-0.5% (同+0.4%)、消費+3.4% (同+3.8%) (図表2参照)。外需は20年2Q以降、7期連続でプラスの寄与度となった。2021年通年では外需の寄与度が+1.7%と2006年(+1.8%)以来の高さに達した。これは2010~19年の10年間平均の外需の寄与度が-0.2%だったことと比較すれば、21年の4Q、通年とも際立って高い寄与度である。一方、投資の寄与度が-0.5%とマイナスになったのも特徴的。3Qも+0.4%と低い伸びだった(10月の公表時点では0.0%だったが、今回公表時に上方修正された)が、4Qの寄与度はずいにマイナスとなった。消費の寄与度は+3.4%と前期(+3.8%)に比べて低下した。

ただし、これらは前年の3Qから4Qにかけて投資と消費がともに急速に回復した反動が前年同期比の数字に表れたもの。21年の各四半期のGDPの前期比伸び率(年率換算)の推移を見ると、1Q+1.2%、2Q+5.2%、3Q+2.8%、4Q+6.4%と、4Qの伸び率が最も高い。このことから、前期比ベースで見ると4Qの中国経済はむしろ回復速度が高まっていることが分かる。

【図表2】 実質GDP成長率のコンポーネント別寄与度の推移



(資料 CEIC)

(2) コンポーネント別動向

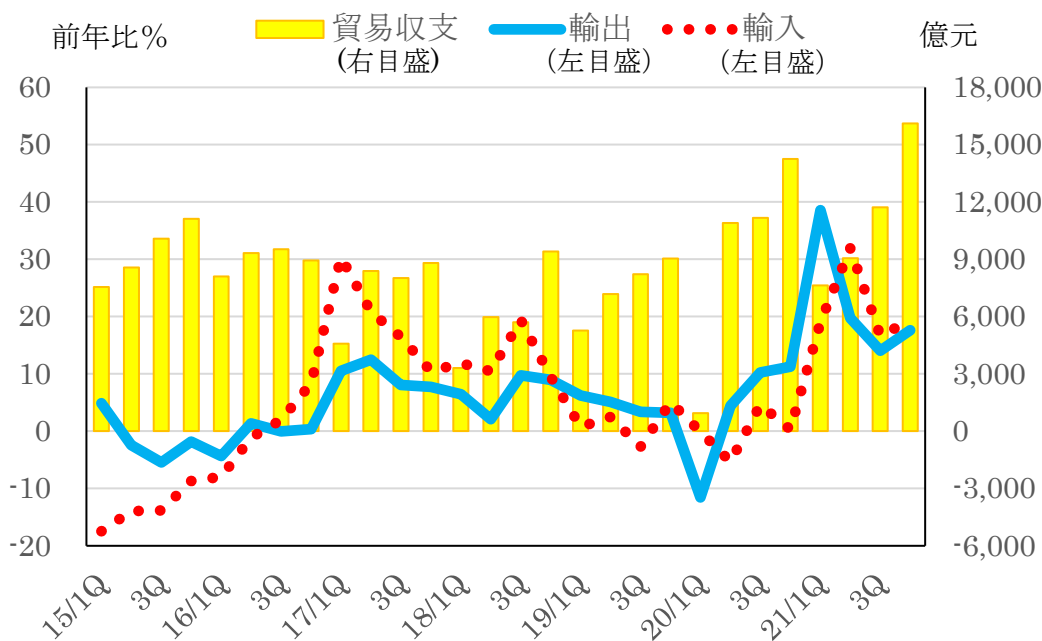
①外需：輸出は予想を上回る高い伸びが持続

21年4Qの輸出(人民元ベース)は前年比+17.6%、輸入(同)は+19.3%、貿易収支は16,113億元の黒字となった(図表3参照)。

20年後半以降、輸出の高い伸びが続いている主な要因は、コロナの影響により多くの国で生産活動の停滞が続いており、中国企業が一時的に生産を代替していることによるもの。以前の予想では21年入り後、ワクチン普及が効果を発揮し、海

外の新型コロナ感染が終息するとともに各国での生産が徐々に回復し、中国による生産代替が減少。21年2Q以降は輸出の伸びが鈍化すると見られていた。しかし、各国、とくに東南アジア諸国でのコロナの感染拡大が予想以上に長引き、中国企業による生産代替に伴う輸出の押し上げが続いている。先行きは新型コロナ感染拡大の鎮静化とともに輸出の伸びが低下に向かうとの見方で一致しているが、コロナ感染終息時期の見通しが不透明なため、その時期の予想は難しい。

【図表3】 輸出入前年比・貿易収支（人民幣ベース）の推移



(資料 CEIC)

4Qの輸出を地域別にみると、米国向けが前年比+15.8% (3Q 同+19.8%)、欧州向けが同+30.4% (同+20.8%)、アセアン向け同+17.2% (同+16.1%)、日本向け同+12.4% (同+15.7%)、アフリカ向け同+17.2% (同+30.4%)と引き続きどの国・地域向けについても高い伸びとなった。

この間、4Qの輸入は、内需の拡大を背景に、前年比+19.3% (3Q 同+16.7%)と引き続き高い伸びを示した。

なお、米中対立に伴う対中輸出規制については、米国商務省が米国企業の中国 EL (エンティティ・リスト) 対象企業向け輸出申請の大部分に対して特例認可しているため、中国経済への影響は小さく、最近はあまり話題にはならなくなっている。

②投資：製造業は回復傾向持続、インフラ建設・不動産開発投資はともに前年割れ

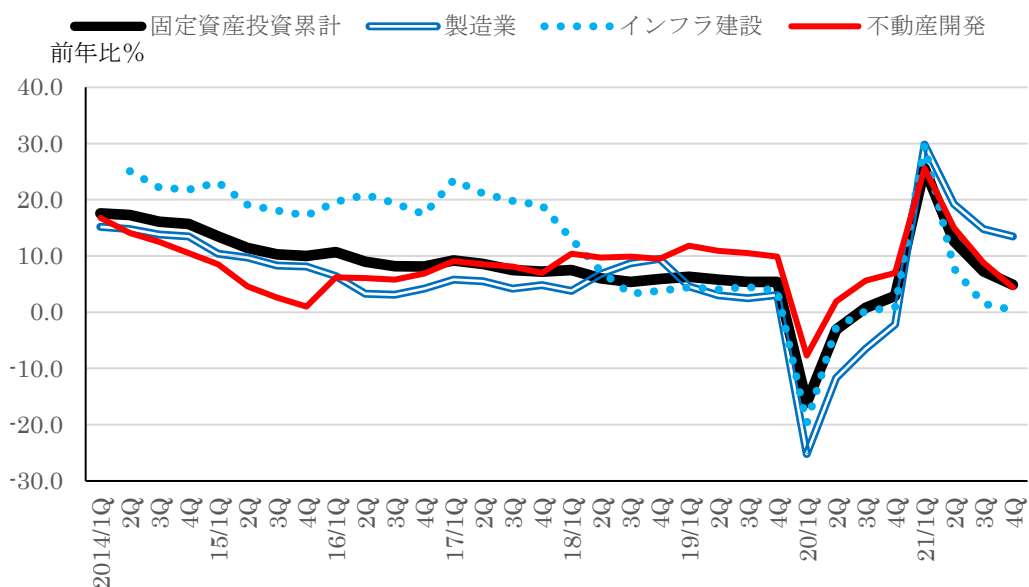
21年通年の固定資産投資は前年比+4.9%と、1~9月累計 (同+7.3%) に比べて伸びが低下した。前述のとおり4Qの実質GDP成長率 (四半期ベース前年同期

比) に対する投資の寄与度は-0.5%とマイナスになった。

21年通年の産業分野別の伸びを見ると(図表4参照)、製造業は前年比+13.5%(1~9月累計同+14.8%)と堅調を維持したが、インフラ建設は同+0.4%(同+1.5%)、不動産開発は同+4.4%(同+8.8%)と、いずれも伸びが低下した。

投資に関するデータとして国家統計局が公式に発表しているのは、年初来累計前年比の数字のみであるため、四半期ベースの変化がわかりにくい。そこで10~12月期の四半期ベース前年比伸び率を手元で試算してみると、プラスの伸びを示したのは製造業設備投資のみであり、インフラ建設投資および不動産開発投資はいずれも前年同期を下回った。

【図表4】固定資産投資(年初来累計前年比)の推移



(資料 CEIC)

＜製造業設備投資＞

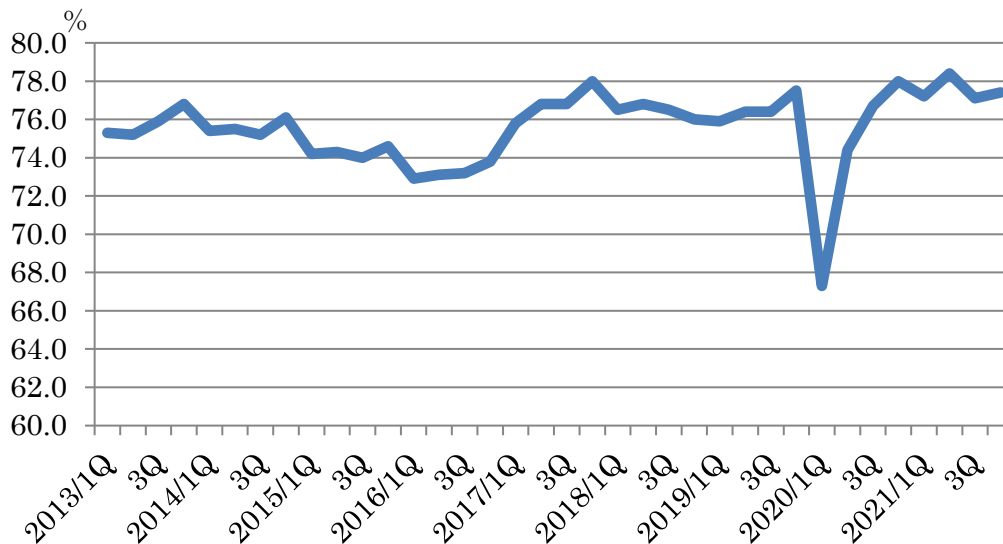
4Qの製造業設備投資は、半導体不足の影響は残ったが、電力不足は10月中にはほぼ解消した。海外におけるコロナ感染拡大を背景とする中国企業による生産代替が予想以上に長引いているため、輸出の高い伸びが持続し、製造業の生産も引き続き堅調に推移している。

設備稼働率(図表5参照)は3Qの77.1%から4Qの77.4%へと小幅ながら上昇し、引き続き高水準を維持している。企業利益率(図表6参照)は2Qの7.11%をピークに、緩やかな低下傾向をたどっているが、4Qは6.81%と、過去の水準に比べてかなり高いレベルを保持しているため、設備投資姿勢は民間企業を中心に引き続き積極的である。

ただし、先行きについては、足許の高い稼働率や収益率の支えとなっている輸出

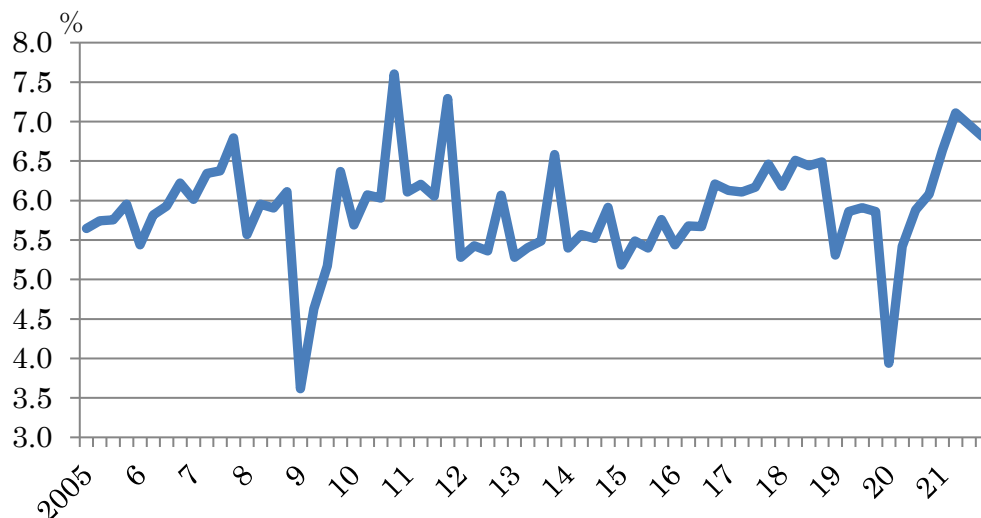
の高い伸びが先行き鈍化する見通しであることから、伸び率は徐々に低下傾向をたどると予想されている。

【図表 5】工業設備稼働率の推移



(資料 CEIC)

【図表 6】企業利益率（工業企業主營業務収入利潤率、年初来累計前年比）の推移



(資料 CEIC)

<不動産開発投資>

20年夏場以降、金融当局が不動産価格の上昇に一段と警戒感を強め、金融機関、デベロッパーに対して不動産関連投資に対する管理を強化した。それにもかかわらず、金融緩和を背景に21年の年初以降、住宅ローンの高い伸びが続き、年前半で金融機関が年間貸出枠をほぼ使い切ったため、年央以降、住宅ローンの借入が困難

となった。これにより不動産取引が減少し、業界最大の恒大集団の経営破綻問題が表面化した。これを機に消費者が住宅購入代金を支払ったにもかかわらず、住宅が引き渡されないリスクが懸念されるようになったことから、住宅需要が一気に冷え込んだ。取引価格が大幅に低下し、不動産価格の先行き値下がり期待が広く国民の間に広がったため、買い控えの動きがさらに強まった。

こうした状況を眺め、金融当局は昨秋以降、金融機関に対して不動産関連貸出の過度な抑制はしないように指示するとともに、デベロッパーの資金運用に関する厳しい制限も一部見直し、不動産開発投資の抑制姿勢を緩和した。その効果もあって、21年末以降、不動産取引は若干回復の動きがみられ始めている模様。しかし、3級以下の都市を中心に不動産価格の先行き下落予想は依然として押しよこされておらず、買い控えの状況が大きく改善するには至っていない。先行きについては、不動産価格の値下がり期待がいつ反転するかが市場回復のカギとなると見られているが、その時期は不透明である。一部のエコノミストは年後半には回復することを予想している。

<インフラ建設投資>

21年夏場以降、多くの地方政府が開発して売り出した不動産の入札最低価格が市場実勢価格を大きく上回っていたため、デベロッパーが応札せず、競売を実施しても買い手が現れずに売買が成立しない「札流れ」が続発。4Qの状況は3Qよりさらに悪化した。

その結果、多くの地方政府は不動産収入によって税収不足を補填することができないため深刻な財源難に陥った。全国各地で工事中のインフラ建設が突然中止される事態が多発し、インフラ建設投資の伸びは大幅に低下した。

中央政府は、昨秋以降、インフラ建設投資の財源となる専項債（地方特別債）を発行して必要資金を確保できたインフラ案件の早期実施を促進している。さらに、22年中に発行予定の専項債は上期中に前倒し発行させ、21年中にすでに専項債を発行し調達を終えた資金と22年の年間投資額を22年前半に集中投入し、インフラ建設投資の拡大を図る方針を強調している。

ただし、インフラ建設の中身に対する健全性確保の要求は緩めることなく、経済効果の小さい投資の拡大に対する盲目的投資は戒めている。その判断基準として、李克強総理は、1月10日の国务院常务会议において以下の条件を示している。第1に、第14次5か年計画および政府の重点施策の対象プロジェクトであること。第2に、21年4Qに発行済みの1.2兆元の地方政府の専項債の対象プロジェクト（国家発展改革委員会による内容審査をクリア済み）であること。

③消費：新型コロナの小規模クラスターが各地で発生し消費を下押し

21年4Qの消費財小売総額は、前年比+3.5%（3Q同+5.1%）、12月単月では前年比+1.7%、前月比では-0.18%と減少した。

10月以降、北京市、上海市、河北省、黒竜江省、西安市等全国各地で小規模の新型コロナウイルスのクラスターが発生。このため、各地で短期間に大量のPCR検査を実施し、新規感染者および周辺住民の厳格な隔離を徹底したほか、省市を越える国内移動についても規制を強化した。これにより、飲食、交通、旅行関連の需要が影響を受けた。

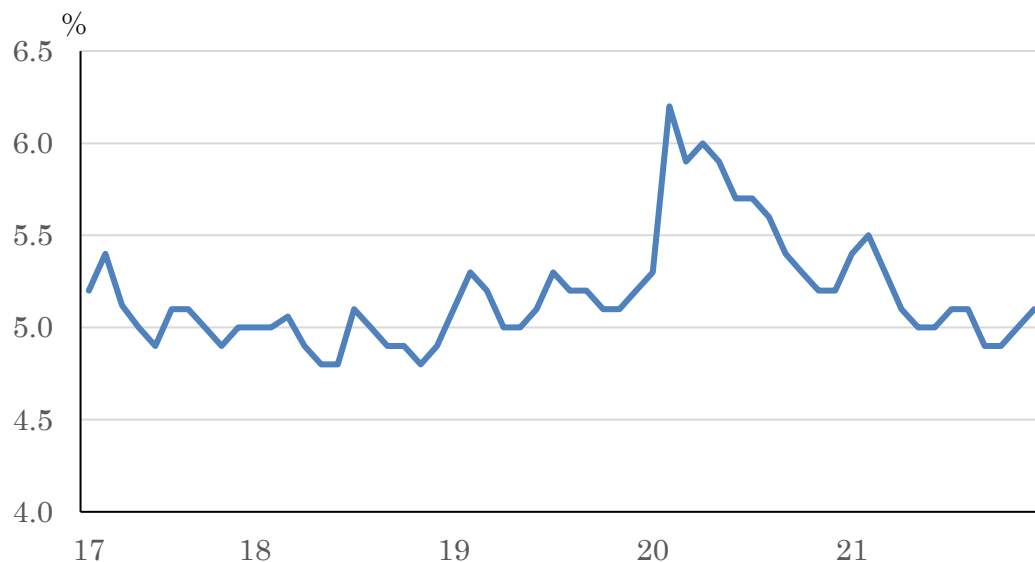
先行きについても新型コロナウイルスのクラスター発生に伴い、移動制限が実施され、飲食、旅行、交通等のサービス産業に悪影響を及ぼすリスクが懸念されている。ただし、大量のPCR検査の早期実施と厳格な隔離による新型コロナウイルス感染拡大予防策のノウハウが蓄積したほか、ワクチン接種の普及により重症化リスクが低下し、特效薬等の開発も進んでいる。このため、2~3週間の厳格隔離を義務付ける対象地域や対象者の範囲が縮小されるなど、新型コロナウイルス感染拡大が経済活動全体に及ぼすリスクは徐々に低下している。

④雇用動向

雇用は経済全体の回復を背景に改善傾向が持続している。21年通年の都市部における新規雇用者増加数は1,269万人と前年を83万人上回る高い伸びを示した。

この間、失業率（都市部調査失業率¹）は、4月以降5.0%前後の水準で安定的に推移しており、コロナ発生前の平均的な水準に戻った（図表7参照）。

【図表7】都市部調査失業率の推移



(資料 CEIC)

ただし、農村に戻った農民工はこの統計の対象外となるため、実際の失業率よりも

¹ 従来の登録失業率統計では、事実上失業していても企業に籍が残っているケースや農村からの出稼ぎ労働者の雇用労働者の動向が統計に反映されていなかった。そこで、国家統計局は2005年以降、主要都市の16歳以上を対象に世帯訪問により100万人以上の就業状況調査を行う制度を確立し、実態を反映した雇用統計を作成するようになった。その後対象範囲や調査頻度が拡充され、現在に至っている。

う少し高いとの指摘もある。また、本年の大学新卒者数は 1,076 万人と前年を 167 万人も上回り、その就職難が問題視されている。

しかし、その一方で、製造業の工場やサービス業ではワーカーの人手不足が続き、賃金が上昇し、タクシー代、美容室、ゴルフ場等のサービス価格の上昇が 21 年下期以降目立ち始めている模様。マクロ的には労働需給はタイトな状況だが、労働供給側と労働需要側の間でのニーズのミスマッチが生じている。その主な要因として、大卒者数が急速に増加しているため、以前の大卒のように就職先を選び好みできる状況でなくなっているが、大学生はオフィスでのデスクワークに対する選好が強く、工場やサービス業の現場での仕事を拒否する傾向が一般的であることが指摘されている。

(3) 中国経済の先行き見通し

<5%成長達成シナリオ>

2022 年の中国経済を展望すれば、実質 GDP 成長率が 5.0~5.5%に達するとの見方が一般的である。コンポーネント別の成長率に対する寄与度のイメージは次のとおり。

年前半は引き続き消費と不動産の下押し圧力が残るが、輸出の堅調が続き、それを背景に製造業設備投資も下支え要因となる。これに中央政府の景気てこ入れ政策によるインフラ建設投資の回復も加わる。年後半になると、輸出の伸びが低下するとともに製造業の設備投資の伸びも若干鈍化する。しかし、新型コロナ感染の鎮静化と不動産市場の回復から消費と不動産開発投資が回復に向かう。

今回の多くの面談を通じて得られた情報に基づいて見通しを整理すれば、以上のようなシナリオがイメージされる。そうした展望の背景となる要因は以下のとおりである。

第 1 に、本年秋には第 20 回党大会が開催されることである。この党大会において習近平主席の中国共産党中央委員会総書記の任期延長が承認され、3 期目に入ることが予想されている。その決定が円滑に行われるようにするには足許の経済の安定確保が重要な前提条件となる。党大会の前に経済情勢を一定範囲内に安定させ、社会全体の安定を保持することは 22 年の経済政策運営の基本方針として中央経済工作会議でも決定されている。

経済安定の重要条件は雇用の安定である。雇用が安定するには 5%成長が実現し、先行きも引き続き 5%台を維持するという経済の期待成長率が保たれることが必要条件であるとの見方は中国国内で広く共有されている。そうなれば、消費と投資がともに安定的に推移し、雇用も安定すると考えられている。

以上のような背景から、今年中国経済は実質経済成長率が 5%に達するようにマクロ経済政策が運営されるとの見方が一般的である。この方針が正式に国家目標として示されるかどうかは、3 月に予定されている全人代の決定内容によって判断する。その意味で、3 月の全人代の決定内容は要注目である。

第 2 に、12 月に開催された中央経済工作会議で示された本年の経済政策運営の基本方針は「安定」確保である。そのための具体的な施策として、財政支出を確保してインフラ建設投資の前倒し実行を図るよう指示している。

第 3 に、21 年後半の経済成長下押し圧力となった新型コロナ感染拡大と不動産市場の停滞については、先行きの改善方向が予想されている。新型コロナについては、北京、天津、西安等で最近新たに発生したクラスターもすべて短期間の間に封じ込めに成功している。また、不動産取引については、中国国内主要都市の市街地の不動産に対する実需は依然として強く、政府が厳しい購入制限を課してようやく価格の上昇を抑えているのが実情である。このため、恒大集団等の経営破綻問題の金融面の処理がある程度片付けば、不動産市場に対する不安が和らぐ可能性が高いと考えられている。日本人は 1990 年代以降の日本の不動産バブル崩壊に関する長く厳しい経験のイメージが強いため、中国の不動産市場についても同様の厳しい状況が生じると考える傾向が強い。しかし、中国は日本のバブル経済の形成と崩壊の経験を詳しく研究し、同じ失敗を繰り返さないよう様々な政策を実施してきている。このため、中国国内の不動産市場の問題は 1980 年代後半以降の日本のバブル経済期ほど深刻ではない。これまでの中国経済を振り返ってみると、不動産市場の需給バランスが一時的に悪化しても、しばらくすると回復する循環を繰り返している。それが上記のような回復シナリオの前提となっている。

<5%成長未達のリスク要因>

2022 年の経済については、以上のような見方が多数派である。しかし、これに対していくつかのリスク要因が指摘されており、実質成長率が 5%割れとなる可能性も残っている。

第 1 に、地方政府のインフラ建設投資拡大意欲に関する不確実性である。中央政府は専項債の発行により財源を確保し、インフラ建設投資を 22 年前半に前倒し実行するよう指示している。しかし、そのインフラ建設の内容は従来型の高速鉄道、高速道路、港湾整備、飛行場建設といった慣れ親しんだ土木建設事業ではない。第 14 次 5 年計画等で推奨されているプロジェクトは主に民間企業のハイテク技術を活用することが求められている高度な内容のものが中心である。しかも、地方政府がそれを実施してきちんと採算が取れずに不良債権化した場合、中央政府が財政補填を保証するわけではない。財源となる専項債の償還期限が到来すれば、地方政府の責任で返済資金を手当てしなければならない。もし将来それがうまくいかなければ、プロジェクトの計画責任者はスタート時点までさかのぼって責任を取らされるのが中国のルールである。中央政府からの指示といえども、地方政府の自己責任原則が堅持される限り、インフラ建設投資を実行に移すのは地方政府のリーダーにとって大きなリスクを伴う。そうした政策運営の基本的な仕組みを考慮すれば、地方政府のリーダーがどこまでリスクをとって中央政府の期待に応えようとするかは不透明である。

第 2 に、21 年のインフラ建設投資が伸び悩んだ主な原因は、不動産価格の低下がもたらした不動産開発案件の入札不成立による財源不足だった。もし不動産価格の回復が遅ければ、22 年も不動産市場の悪影響は残る。現在の不動産価格の低下の主因は市場参加者の不動産価格に対する値下がり期待である。この期待が反転し、上昇見通しに転じなければ不動産市場の回復は難しい。不動産価格の下落予想がいつ反転上昇予想に転じるか、その時期は不透明である。このため、不動産市場がインフラ建設投資に与えるマイナス要因の払しょくについてもリスクが残る。

第 3 に、新型コロナ感染拡大の影響が徐々に鎮静化する期待が広がっているが、これについても確実に終息する保証はない。中国各地でのクラスターの発生に伴う人の移動制限が繰り返されれば、飲食、旅行、交通等のサービス需要への下押し圧力は避けられない。新型コロナ感染拡大を背景とする生産停滞が大規模に生じるリスクは低いと見られているが、需要面への悪影響が一定程度残るリスクは否定できない。

以上のリスク要因を考慮すれば、今年の中国経済の実質成長率が 5% 割れとなる可能性が残っているとの見方は否定できない。

以 上