

2021年12月20日 全10頁

中国経済見通し：22年は党大会効果で5.4%に

1年8カ月ぶりの利下げを発表。不動産規制も脱炭素もやりすぎない

経済調査部 主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 2022年は何よりも経済の安定が重視される。「需要収縮、供給制約、(成長)期待低下」の三重苦と評される経済的困難の中、中国人民銀行は既に政策対応を開始している。2021年12月15日に預金準備率を0.5%引き下げたのに続き、12月20日には政策金利のLPR（ローンプライムレート）1年物を0.05%引き下げ、3.80%とした。
- 2022年は下半期（恐らく10月か11月）に、5年に1度の党大会の開催が予定されている。翌年3月の国家機構の人事と併せて、昇進の大チャンスが訪れることから、政績（政治的成績）引き上げのため、党・国家機構の幹部には担当地域や部門のパフォーマンスを良くしようとの意向が働きやすくなる。これが、党大会開催年の実質GDP成長率は前年を上回ることが多いこと背景となっている。大和総研は「党大会効果」に期待して、2022年の中国の実質GDP成長率を前年比5.4%と予想している。
- ただし、2022年1月～3月は慎重にみておく必要がある。「ゼロコロナ」が目指される中、旧正月、北京冬季五輪、全人代という重要な社会的・政治的イベントが終わる3月末までは、いわゆる接触型の消費の回復は難しい。さらに、北京冬季五輪を控え、毎年恒例の冬場の大気汚染物質（PM2.5など）の排出削減が、例年以上に厳しく求められることもある。鉄鋼などの生産抑制が3月末まで続く可能性があるということだ。
- しかし、こうしたイベントが終わり、3回目のワクチン接種が終了しているであろう、4月～6月以降は、景気の本格的な回復を期待している。景気回復を牽引するのは、旅行や外食などの接触型消費の過去2年分の「リベンジ」である。この他、3月の全人代で、インフラ投資のための地方政府特別債券の発行額がどの程度になるのか、どれほど拡張的な財政政策が指向されるのかにも注目している。

コロナ禍の反動。景気の方角性を掴むのが難しかった 2021 年

2021 年は景気の方角性を掴むのが難しい年となった。比較対象となる 2020 年が 1 月～3 月と 10 月～12 月とでは全く異なる様相を呈したためである。2020 年 1 月～3 月の実質 GDP 成長率はコロナ禍によって、前年同期比▲6.8%（以下、断りのない限り、伸び率は前年同月比、前年同期比、前年比）と、かつてない落ち込みとなったが、その後は急回復を遂げた。同年 10 月～12 月は 6.5%と、コロナ禍が始まる前の 2019 年 10 月～12 月の 5.8%成長をも上回る好パフォーマンスとなった。2021 年はそれぞれその反動が色濃く出た（出る）のである。

中国国家统计局によれば、2021 年 1 月～3 月の実質 GDP 成長率は 18.3%を記録し、4 月～6 月は 7.9%、7 月～9 月は 4.9%となった。10 月～12 月について、大和総研は 3.5%成長を予想している。もちろん、これは 2020 年 1 月～3 月の景気の急激な落ち込みと、10 月～12 月にかけての急回復の反動という、見かけ上の改善と悪化によるところが大きい。国家统计局はこの影響を排除するために、一部の経済統計については、前年比のほか、2020 年と 2021 年の 2 年平均¹を公表している。例えば、実質 GDP 成長率の 2 年平均は、2021 年 1 月～3 月は 5.0%、4 月～6 月は 5.5%、7 月～9 月は 4.9%であり、4 月～6 月にかけて景気は加速した一方で、7 月～9 月は減速したことが示されている。ちなみに、10 月～12 月が前年同期比で 3.5%と仮定すると、2 年平均は 5.0%となる計算である。

主要経済統計について、2021 年 11 月までの 2 年平均の推移を見ると（下表）、中国の景気は 7 月～9 月に悪化し、10 月、11 月はほぼ底這いながらも一部で持ち直しの動きが見られるようになってきている。10 月と 11 月は工業生産と製造業投資が比較的堅調である。これは、「世界の工場」として輸出の好調が続く、製造業投資が刺激されているほか、米中ハイテク覇権争いのさなかで、ハイテク製造業投資の高い伸び率が続いていることなどが背景にある。

2021 年の主要経済統計の 2 年平均の推移（前年同月比、前年同期比）（単位：％）

	1～2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
工業生産	8.1	6.2	6.8	6.6	6.5	5.6	5.4	5.0	5.2	5.4
固定資産投資	1.7	2.9	3.9	4.2	4.4	4.3	4.0	3.8	3.8	3.9
うち不動産開発投資	7.6	7.6	8.4	8.6	8.2	8.0	7.7	7.2	6.8	6.4
製造業投資	▲ 3.4	▲ 2.0	▲ 0.4	0.6	2.0	3.1	3.3	3.3	4.0	4.7
インフラ投資	▲ 0.7	3.0	3.3	3.3	3.4	2.7	2.3	1.9	1.8	1.5
小売売上	3.2	6.3	4.3	4.5	4.9	3.6	1.5	3.8	4.6	4.4
うち外食	▲ 2.0	0.9	0.4	1.4	1.0	0.9	▲ 5.8	0.1	1.4	▲ 1.7

（注1）工業生産、小売売上は内訳を含めて前年同月比、固定資産投資は内訳を含めて1月から累計の前年同期比

（注2）数字の斜体は大和総研の計算による。インフラ投資は電気・水道・ガスを含むベース

（注3）青は前の月よりもデータが悪化したこと、黄はデータが改善したことを表す

（出所）中国国家统计局より大和総研作成

¹ 国家统计局によると、2 年平均伸び率は、2019 年の同期を比較対象として幾何平均で算出した伸び率である。

2021 年夏場以降の 3 つの景気減速要因

2021 年 7 月～9 月に景気が減速したのは、①「中国版総量規制」導入を契機とする大手不動産デベロッパー・中国恒大集団の経営危機と不動産市場の変調、②低炭素を目指す中での規制強化の効きすぎと電力不足、③「ゼロコロナ」下での警戒モードの高まりと接触型消費の低迷、④資源・商品価格の高騰と特に川下分野での価格転嫁の難しさによる企業業績の悪化、⑤半導体の供給不足による自動車生産・消費への悪影響、などが主因である。本レポートでは、中国政府の政策に起因する部分が多い、①恒大問題、②電力不足、そして③のゼロコロナと接触型消費について、見ていくことにする。

恒大問題

恒大集団が経営危機に陥った背景は、同集団自身の放漫経営のツケと、当局による中国版総量規制の厳格な適用であった。

中国版総量規制について、2020 年 8 月、中国人民銀行と住宅・都市農村建設部は、不動産開発業者に対して、負債にかかわる「3 つのレッドライン」を設けた。3 つのレッドラインでは、①前受金控除後の総負債比率（総負債÷総資産×100）が 70%以上、②純負債資本比率（有利子負債から現・預金を控除したもの÷資本×100）が 100%以上、③現金短期負債比率（現・預金÷短期負債×100）が 100%以下、であることを問題視し、これら基準に抵触した数と融資管理とを結び付ける厳格な規制を開始した。3 つとも抵触した高リスク企業は「赤」に分類され、以後は新たに有利子負債を増やすことはできないとされた。赤に分類された恒大集団は資産の切り売りや物件の投げ売りなどによって、負債の圧縮を図ったが、流動性が枯渇し、一部のドル建て社債の利払いが滞る事態となった。

さらに、中国人民銀行、中国銀行保険監督管理委員会は 2020 年 12 月 31 日に「銀行の不動産貸出集中度管理制度の構築に関する通知」を発出し、銀行による過度な不動産貸出を抑制するとした（2021 年 1 月 1 日に発効）。同通知によると、銀行は資産規模等によって 5 分類され、大型銀行の不動産貸出残高が貸出残高全体に占める割合は最大で 40%（うち個人住宅ローンは 32.5%、残りはデベロッパー向け貸出）、最も同比率が低く設定された農村小型銀行は同 12.5%（うち個人住宅ローンは 7.5%）とされた。

住宅の供給と需要の双方に対する規制が強化されたわけだが、特に中国第 2 位の不動産開発業者である恒大集団が経営危機に直面していることが明らかになってからは、住宅新規着工面積と住宅販売金額は大幅な下落に見舞われた。2021 年 11 月の新規住宅着工面積と住宅販売金額は若干マイナス幅を縮小させたとはいえ、それぞれ 22.4%減、17.2%減と 2 桁のマイナスが続いている。なお、既述したように、2021 年 7 月～9 月の実質 GDP 成長率は 4.9%となったが、産業別には、不動産業（▲1.6%）と建設業（▲1.8%）がマイナスに転じて、景気の足を引っ張った。不動産業は 2020 年の GDP の 7.3%、建設業は同 7.2%を占める重要産業であり、その低迷のインパクトは小さくない。

電力不足

中国の発電量の約7割は石炭燃焼による火力発電である。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(石炭)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、供給の9割を占める国内生産は伸び悩んだ。石炭の消費増加と供給不安から、10月中旬にかけて、石炭の価格は高騰した。鄭州先物市場の2022年1月限月の石炭先物価格は、年初から10月19日のピークには3倍近くに値上がりしたほどであった。価格転嫁が難しかった電力会社の発電意欲は大きく低下した。これが電力不足の主因である。さらに、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たとの指摘もある。

しかし、10月下旬以降、中国の石炭価格は一転して、大きく値を下げた。鄭州先物市場の石炭先物価格は、ピークから1カ月で半値以下となった。背景には、①生産を停止していた炭鉱の再稼働や安全性に問題がないとされる炭鉱の土日祝日を含めたフル生産など、中国政府が石炭増産の号令をかけたこと、②中国人民銀行や中国銀行保険監督管理委員会が、銀行・保険資金が石炭、鉄鋼、非鉄金属などの投機的取引に使われないように、監督管理を厳格化したこと、③中国政府が石炭価格の直接的な管理に乗り出し、価格に上限を設けたこと、④エネルギー消費量の多い鉄鋼などの産業に対して電力供給を絞り、石炭需要を低下させたこと、などがある。

上記①の石炭の増産と、④の消費抑制によって、石炭在庫も積み増しが行われた。国家発展改革委員会によると、発電所の石炭在庫は9月末の7,657万トンから11月20日時点では1.43億トンに、同様に使用可能日数は13日分から23日分に増加した。ちなみに、在庫の平常水準は1.12億トンとされ、既にその水準を上回った。

これで今回の電力不足が解決したわけではない。石炭在庫の積み増しは、石炭の増産と使用抑制によるものであるが、後者について、使用が一気に増えれば需給は再び逼迫することになる。最悪期は既に脱しているが、一気にゴーサインは出すのは難しい。

ゼロコロナと接触型消費

ゼロコロナを目指す中国は、局所的なクラスターが発生すると広範囲な抑え込みを実施し、外食や国内旅行といった接触型消費が抑制されることが繰り返されている。8月と11月のレストラン収入は前年割れとなったが、2020年の同月もマイナスだった。状況は極めて厳しい。

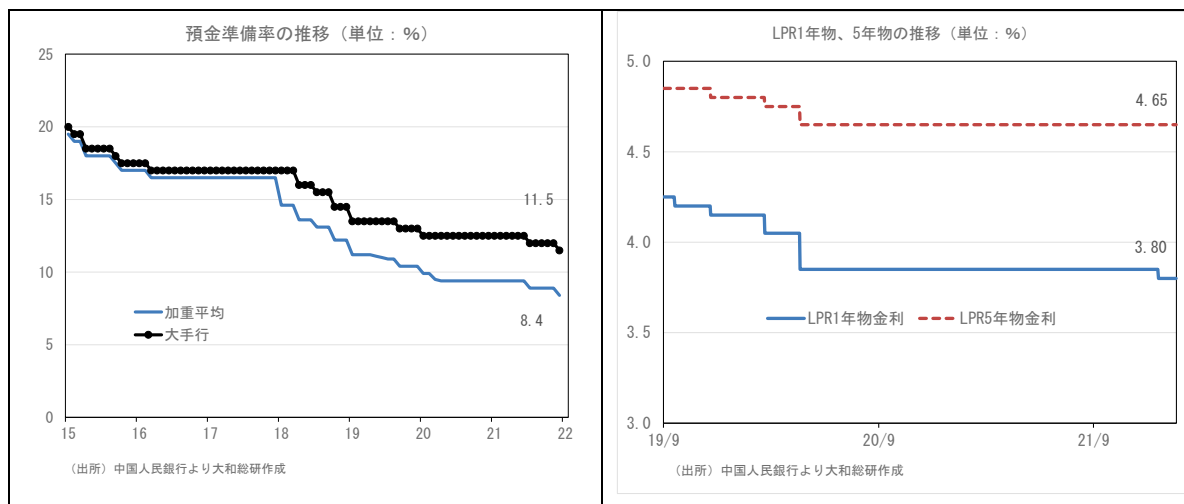
当面、新型コロナウイルス感染症対策で中国政府が愁眉を開くことは難しそうである。中国では人口の8割以上にワクチンの2回接種が終わり、3回目の接種が始まりつつある。それでもゼロコロナを目指す以上、クラスターが見つければ、徹底的な感染予防対策が講じられることになる。12月に入っても浙江省でクラスターが発生し、局所的なロックダウンが実施されている。

2022 年は何よりも安定を重視

2021 年 12 月 8 日～10 日に、2022 年の経済政策運営の重点を決定する中央経済工作会議が北京で開催された。会議は、中国経済の現状を「需要収縮、供給制約、(成長) 期待低下」の三重の圧力にさらされていると認識し、2022 年の経済政策運営の重点の筆頭に安定・有効なマクロ政策を掲げ、マクロ経済の安定を何よりも重視するとした。具体的には、『『穩』(安定) の字を筆頭に掲げ、安定の中で前進を求め、各地域・各部門はマクロ経済の安定に責任を持ち、各方面は経済の安定に有利な政策を積極的に打ち出し、適度に前倒して政策に注力する』などとしている。

こうした状況を受けて、中国人民銀行は既に政策対応を開始している。人民銀行は 2021 年 12 月 15 日に、実体経済へのサポートと企業（特に中小企業）の資金調達コスト低下を目的に、預金準備率を 0.5%引き下げた。加重平均は 8.4%となり、今回の引き下げによって、預金の約 1.2 兆元（約 21 兆円）分が「解冻」され、貸出に向けることが可能となった。さらに、人民銀行は 12 月 20 日に、政策金利である LPR（ローンプライムレート）1 年物を 0.05%引き下げ、3.8%とした。LPR1 年物は貸出金利の参照レートであり、利下げは 1 年 8 カ月ぶりである（住宅ローン金利の参照レートである LPR5 年物は 4.65%のまま据え置き）。

預金準備率（左）と LPR1 年物、5 年物（右）の推移（単位：%）



話を中央経済工作会議に戻そう。2022 年の経済政策運営の 7 項目の重点の標題と、2021 年の 8 項目のそれを比較すると、2021 年の重点に掲げられた⑤優良種子・耕地問題の解決、⑥反独占と資本の無秩序な拡張の防止強化、⑦大都市の住宅の突出した問題の解決、⑧カーボンニュートラル活動の推進、といった政策は、2022 年は重点項目の標題からは外された。上記⑥～⑧は、重要な改革措置と位置付けられたが、政策遂行の過程で景気下振れ要因の側面を持つようになったことも事実である。⑥の「反独占と資本の無秩序な拡張の防止強化」の具体策は、アリババの金融サービス部門アント・グループの上海・香港同時上場の突然の延期（2020 年 11 月）から

始まった、新興企業への嵐のような規制強化であり、⑦は中国版総量規制の導入による恒大集団問題の発生と不動産市場の変調を招いた。⑧の「カーボンニュートラル活動の推進」では、2021年夏から秋にかけて、地方政府による排出削減ありきの石炭燃焼抑制が、電力不足の一因となるなど、景気の下振れ要因となった。

中央経済工作会議で掲げられた 2022 年の重点政策

2022年の7項目の重点政策

- ①安定・有効なマクロ政策
- ②企業の活力を持続的に引き出すミクロ政策
- ③国民経済循環を円滑にする構造政策
- ④科学技術政策の着実な実施
- ⑤発展の動力を活性化させる改革・開放政策
- ⑥発展のバランスと協調性を増強した区域（地域）政策
- ⑦民生の最低ラインをしっかりと保障する社会政策

（参考）2021年の8項目の重点政策

- ①国家の戦略的科学技术力の強化
- ②産業チェーン・サプライチェーンの自立的なコントロール能力の増強
- ③内需拡大を戦略的ベースとすることの堅持
- ④改革・開放の全面的推進
- ⑤優良種子・耕地問題の解決
- ⑥反独占と資本の無秩序な拡張の防止強化
- ⑦大都市の住宅の突出した問題の解決
- ⑧カーボンニュートラル活動の推進

（出所）2020年12月、2021年12月の中央経済工作会議に関する報道より大和総研作成

2022年は下半期（恐らく10月か、11月）に党大会の開催が予定される。5年に1度の最重要会議を成功裏に乗り切るには、経済の安定が最優先されるということだ。景気の下振れを伴い得る改革を断行する機運は低下しよう。

例えば、不動産の問題は、2022年の重点項目の標題には据えられずに、3番目の標題「国民経済循環を円滑にする構造政策」の内容の一部という位置付けとなった。具体的には、「住宅は住むためのものであり、投資・投機用ではないとの位置付けを堅持し、新たな発展モデルを模索し、賃貸・分譲の併用を堅持し、長期賃貸市場の発展を加速し、（比較的安価な）保障性住宅の建設を推進する。分譲住宅市場が適正な住宅需要をよりよく満たすのを支援する。都市ごとの実情に合わせた施策により、不動産業の良い循環と健全な発展を促進する」とされた。恐らく、恒大問題は個別案件として処理し、悪影響が業界全体に波及しないように、健全な経営を行っているデベロッパーにはサポート策が用意されるのであろう。ちなみに、中国版総量規制では、3つのレッドラインに全く抵触しない健全なデベロッパーは、年間の有利子負債を15%増やすことが可能である。

さらに、カーボンニュートラルへの取り組みも、それが景気下振れ要因にならないよう、釘が刺されている。2021年12月の中央経済工作会議では、「炭素排出量のピークアウトとカーボンニュートラルを正しく認識し、把握しなければならない。排出ピークアウトとカーボンニュートラルの実現は、（中略）揺るぎなく推進すべきであるが、一気に全てを解決することはできない」「再生可能エネルギーと原料用エネルギーの新規増加分はエネルギー消費総量規制の対象と

しない「エネルギーの消費総量を減らし、消費効率を引き上げる『双控』(2つのコントロール)から、炭素の排出総量を減らし、消費効率を引き上げる『双控』への移行をできるだけ早く行う」などとした。「双控」の対象をエネルギーから炭素に移行することによって、森林による二酸化炭素の吸収などを含む、より多様で総合的なアプローチが可能になるという利点がある。

2022年の中国経済の行方

2022年の政府成長率目標は、同年3月の第13期全国人民代表大会第5回会議で発表される。政府系シンクタンクである中国社会科学院は5.0%以上(予想は同5.3%)を提案している。コロナ禍前の2019年の同6.0%~6.5%からは大きく下げられる可能性が高い。

2022年の5年に1度の党大会と、翌年3月の国家機構の人事は、昇進の大チャンスであり、政績(政治的成績)引き上げのため、党・国家機構の幹部には担当地域や部門のパフォーマンスを良くしようとの意向が働きやすくなる。これが、党大会開催年の実質GDP成長率は前年を上回ることが多いこと背景となっている。

2020年と2021年の成長率は上下に大きくぶれる。この影響を排除するために、2020年と2021年は2年平均でみるべきであり、大和総研は、2年平均は5.1%程度(2020年の実績は2.2%、2021年の予想は8.0%)と想定している。既述の政府系シンクタンクの提案は、2022年の成長率が、2020年と2021年の平均と比べてやや加速するとみているのであろう。

大和総研は「党大会効果」に期待して、2022年の中国の実質GDP成長率を5.4%と予想している。ただし、1月~3月は慎重にみておく必要がある。まず、旧正月(2月1日。特別輸送体制は1月17日~2月25日)、北京冬季五輪(競技は2月2日~20日)、全人代という重要な社会的・政治的イベントが終わる3月末までは、いわゆる接触型の消費の回復は難しい。なお、2021年の旧正月の連休は「就地過年」(故郷ではなく就業地・居住地で年越し・新年を迎える)が要請されたが、2022年についても北京市や上海市を含む複数の地方政府が就地過年を提唱している。

次に、2022年は北京冬季五輪を控え、毎年恒例の冬場の大気汚染物質(PM2.5など)の排出削減が、例年以上に厳しく求められることもある。鉄鋼などの生産抑制が3月末まで続く可能性があるということだ。

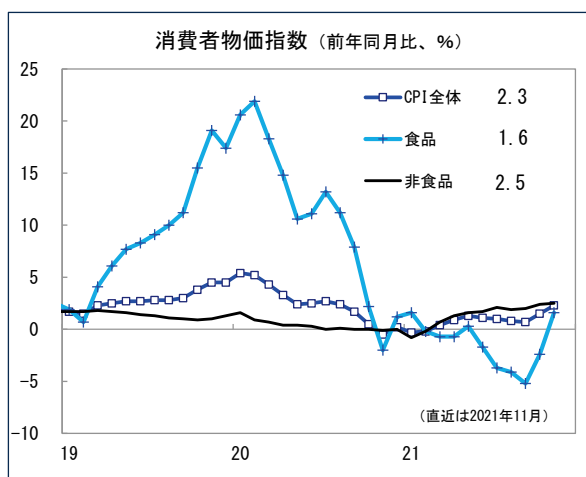
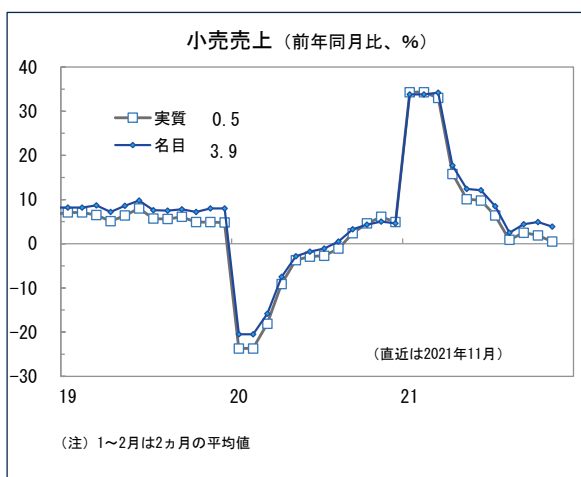
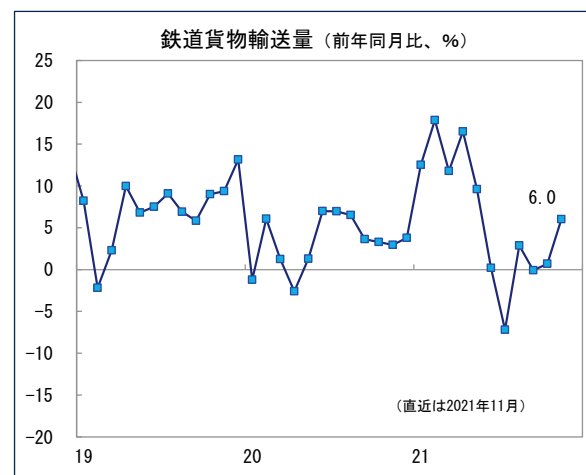
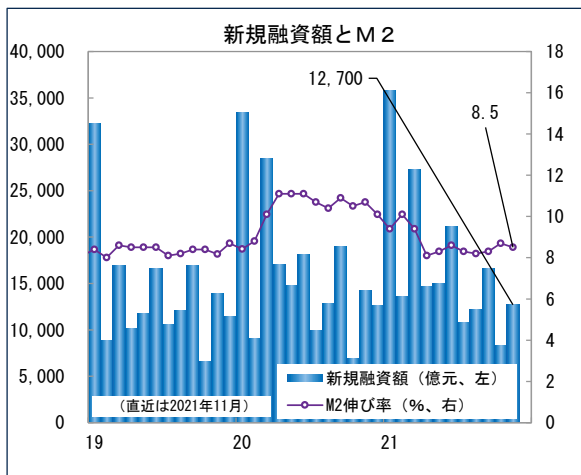
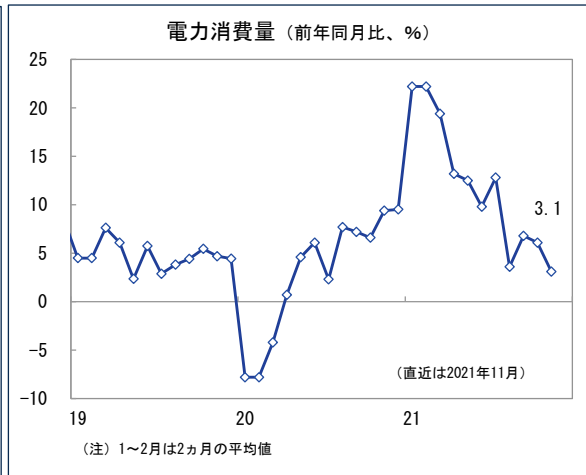
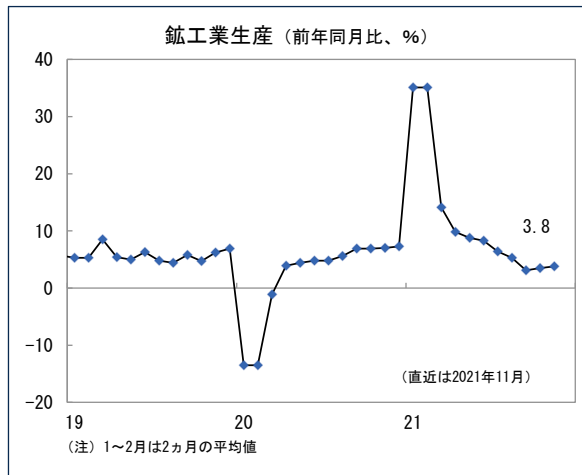
しかし、こうしたイベントが終わり、3回目のワクチン接種が終了しているであろう、4月~6月以降は、景気の本格的な回復を期待している。景気回復を牽引するのは、旅行や外食などの接触型消費の過去2年分の「リベンジ」である。この他、3月の全人代で、インフラ投資のための地方政府特別債券の発行額がどの程度になるのか、どれほど拡張的な財政政策が指向されるのかにも注目している。

主要經濟指標一覽

	2020年12月	2021年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
實質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	6.5	-	-	18.3	-	-	7.9	-	-	4.9	-	-
鋳工業生產（前年同月比、%）	7.3	35.1		14.1	9.8	8.8	8.3	6.4	5.3	3.1	3.5	3.8
電力消費量（前年同月比、%）	9.5	22.2		19.4	13.2	12.5	9.8	12.8	3.6	6.8	6.1	3.1
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	3.8	12.5	17.9	11.8	16.5	9.6	0.2	-7.2	2.9	-0.1	0.7	6.0
固定資産投資（前年累計比、%）	2.9	35.0		25.6	19.9	15.4	12.6	10.3	8.9	7.3	6.1	5.2
不動産開發投資（前年累計比、%）	7.0	38.3		25.6	21.6	18.3	15.0	12.7	10.9	8.8	7.2	6.0
小売売上 名目（前年同月比、%）	4.6	33.8		34.2	17.7	12.4	12.1	8.5	2.5	4.4	4.9	3.9
實質（前年同月比、%）	4.9	34.3		33.0	15.8	10.1	9.8	6.4	0.9	2.5	1.9	0.5
消費者物價指數 全体（前年同月比、%）	0.2	-0.3	-0.2	0.4	0.9	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7	1.5	2.3
食品（前年同月比、%）	1.2	1.6	-0.2	-0.7	-0.7	0.3	-1.7	-3.7	-4.1	-5.2	-2.4	1.6
非食品（前年同月比、%）	0.0	-0.8	-0.2	0.7	1.3	1.6	1.7	2.1	1.9	2.0	2.4	2.5
工業製品出荷價格指數（前年同月比、%）	-0.4	0.3	1.7	4.4	6.8	9.0	8.8	9.0	9.5	10.7	13.5	12.9
工業生産者購入價格指數（前年同月比、%）	0.0	0.9	2.4	5.2	9.0	12.5	13.1	13.1	13.6	14.3	17.1	17.4
新規融資額（億元）	12,600	35,800	13,600	27,300	14,700	15,000	21,200	10,800	12,200	16,600	8,262	12,700
M2伸び率（%）	10.1	9.4	10.1	9.4	8.1	8.3	8.6	8.3	8.2	8.3	8.7	8.5
輸出（前年同月比、%）	18.0	60.4		30.5	32.2	27.8	32.2	19.3	25.6	28.2	27.1	22.0
輸入（前年同月比、%）	7.6	24.0		39.1	44.0	52.0	37.1	28.3	33.1	17.6	20.6	31.7
貿易収支（億米ドル）	757.9	486.2		118.9	410.6	437.1	508.0	562.3	583.4	668.3	845.4	717.1
新築商品住宅價格指數 北京（前年同月比、%）	2.3	2.9	3.4	3.6	4.5	4.3	4.9	5.4	4.9	4.5	4.9	5.4
上海（前年同月比、%）	4.2	4.4	5.0	5.3	4.9	4.5	4.6	4.5	4.3	4.0	3.8	4.0
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-1.2	64.3		28.2	12.8	6.9	3.8	-0.9	-3.2	-4.5	-7.7	-9.1
完工面積（前年累計比、%）	-4.9	40.4		22.9	17.9	16.4	25.7	25.7	26.0	23.4	16.3	16.2
不動産販売 面積（前年累計比、%）	2.6	104.9		63.8	48.1	36.3	27.7	21.5	15.9	11.3	7.3	4.8
金額（前年累計比、%）	8.7	133.4		88.5	68.2	52.4	38.9	30.7	22.8	16.6	11.8	8.5

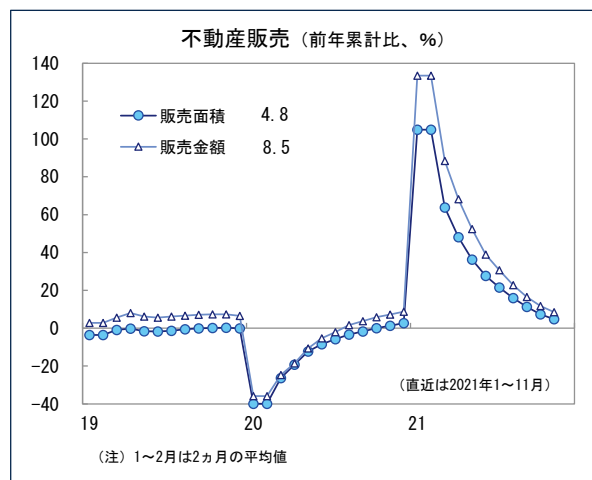
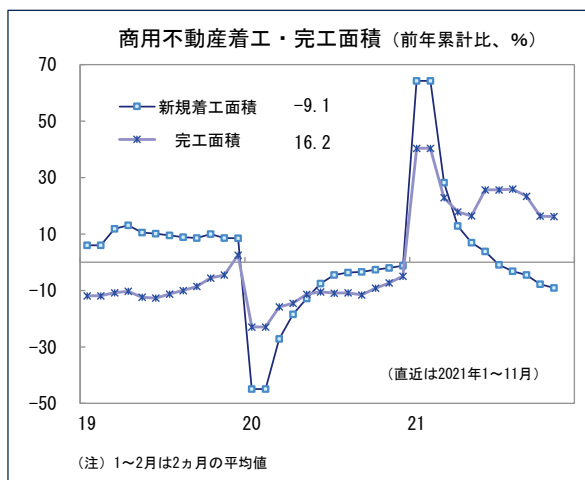
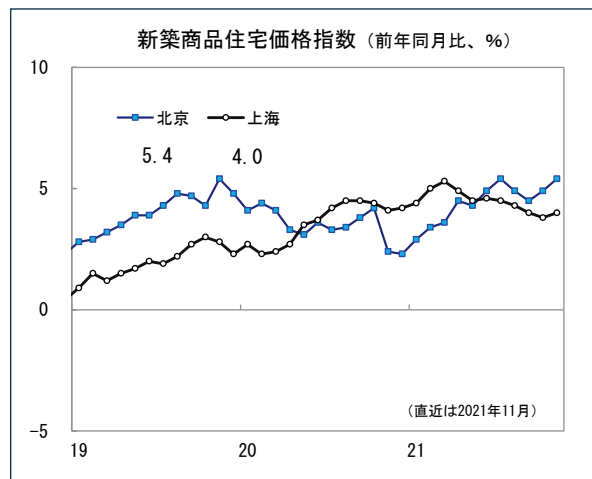
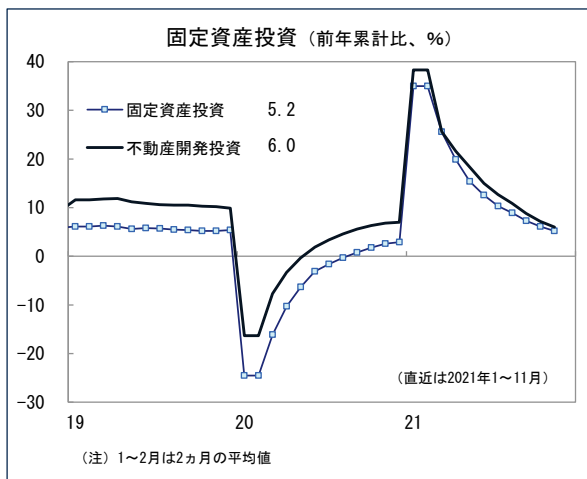
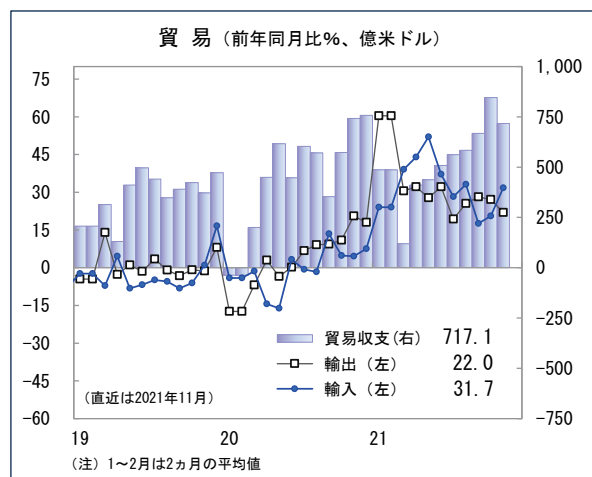
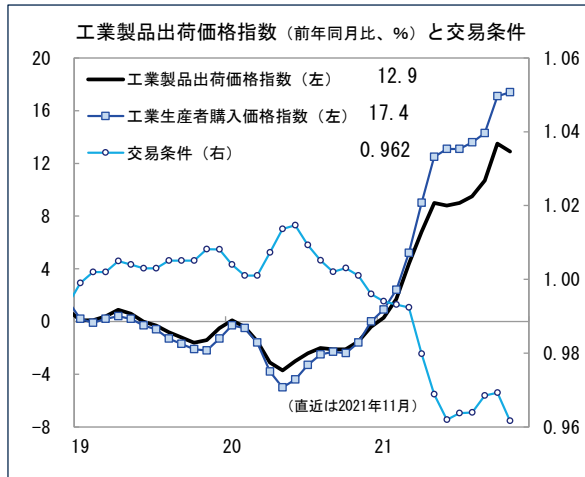
（出所）中国国家统计局、中国人民银行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成

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

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