

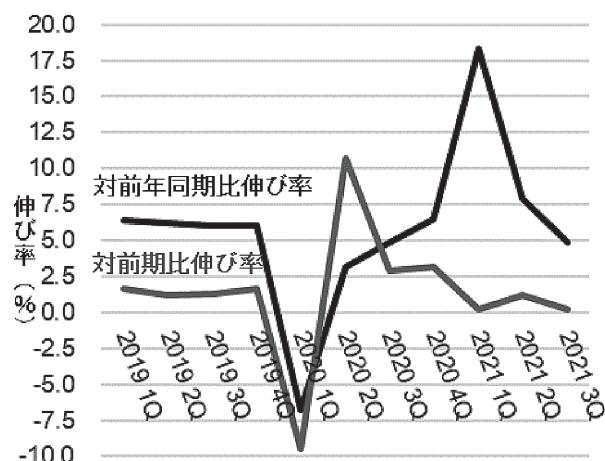
2022年の中国経済を展望する

津上 俊哉

日本国際問題研究所 客員研究員
現代中国研究家

2021年の中国経済を天気予報に喩えると「晴れのち曇り夜半からは雨模様」といったところか。第1四半期は1年前コロナ禍が武漢市を襲って極端な落ち込みを記録した反動で、前年同期比18.3%の上場の出だし、この期だけで通年の成長の7～8割を達成できてしまうほどだった。しかし、その後は期を追うごとに成長が減速して、第3四半期には4.9%増と、成長率が5%を割ってしまった。前年同期比でなく前期比の伸び率を見ると、成長の減速がよりはっきりと見てとれる(図表1)。

図表1 四半期GDPの伸び率



出所：国家統計局

成長が減速した理由

成長が減速した理由は、大きく分けて3つある。

第一は、政府が経済運営の方針を、昨年の「アクセル全開」モードから「中立」の方向に戻したことだ。1～3月期が「出来すぎ」なくらい好調だったことで、政府は「昨年の景気刺激策はやりすぎたのではないか?」と、心境に変化が生まれた。特に、後述するように金融緩和の副作用で、昨年半ば以降、また不動産バブルが再燃する兆しが見えたので、経済運営を刺激から中立のほうへ戻そうとする動きが生まれた。

第二は、いくつか想定外の出来事が起きて景気を冷やしたことだ。コロナ禍がぶり返したことがひとつだ。中国は厳格な「ゼロ・コロナ」政策をとっていて、小さなクラスターが発生しても、大勢の人間を巻き込んだ行動制限措置をとるので、消費などにかなり影響した。第1～第3四半期の国民の平均収入(「人均実際可支配收入」)の伸びは、2年平均値^{注1}で5.1%と、同じ期間中のGDP伸び率5.2%を下回る、近來例のない低い伸びだったが、これもコロナ禍による影響が大きいと見られている。

注1:「2年平均値」は、2020年に記録された異常値の影響を避けるために、2019年の同期との増減の平方根を利用する。

10月に全国的に拡がった停電騒ぎも想定外だった。政府が「脱炭素」政策を進めようとして、景気回復中に電力使用を無理に制限したり、炭鉱の規制を強化して石炭生産が減少し、値上がりを招いたりしたことが発電所の操業を妨げ、住民生活を巻き込む大規模な停電騒ぎになった。最近は回復に向かっているが、これで製造業には第3四半期に大きな影響が出た。

第三は、夏から不動産不況が始まったことであり、これが景気減速の最大の原因といってよい。ニュースのヘッドライン風にとらえようと、世界を騒がせている中国最大手の不動産ディベロッパー、恒大集団の経営危機に始まる流れ、のように見えるが、もっとスコープを拡げて見る必要がある。

恒大集団の資金繰り危機は、2020年8月から不動産ディベロッパー向けの融資を厳しく制限する措置(「三道紅線(3本のレッドライン)」政策^{注2})に端を発したものだ。

注2:資産負債比率、純負債率(他人資本/自己資本)、現金比率の3つの指標が基準値を超える度合いに応じて、有利子負債の増加割合に上限を課すもの。3つとも基準を超過していると、負債を一切増加させられなくなる。3つとも基準値以下でも負債増加率の上限は15%まで。

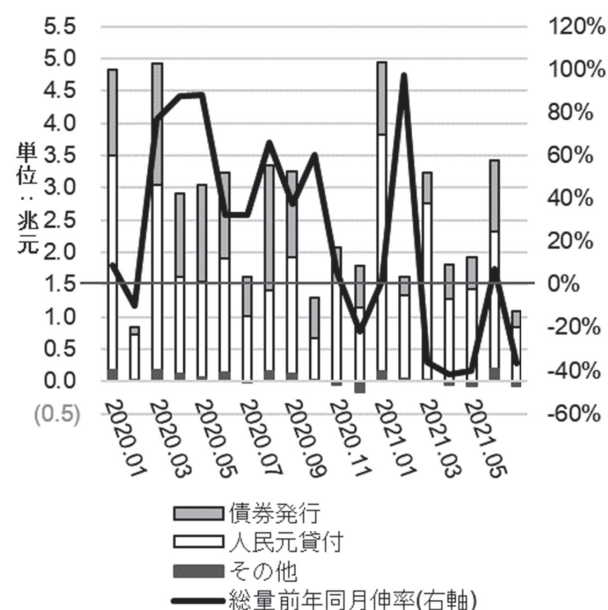
この引き締め策が始まったのは、2020年コロナ禍による経済の落ち込みを防ぐために、金融・財政が総動

員された結果、経済が回復し始めた第2四半期から早くも不動産バブル再燃の兆しが現れたためだ。

確かに、2020年の社会融資総量^{注3}の推移を見ると、第2四半期のいっとき、対前年同期比90%近い伸びが記されており、これが不動産投機に流れ込んだものと思われる。

注3：銀行貸出、債券発行、シャドーバンキング、株式発行などを合算したトータルの資金供給統計

図表2 社会融資総量月次増減



出所：人民銀行

拡がる不動産不況

不動産業界は「三道紅線」政策に加えて2021年春から各地の地方政府が住宅ローンの借入条件を厳格化する政策を始めたことにより、恒大集団に限らず業界全体が厳冬期に入っている。

特に資金繰りに苦しむ企業が手持ち在庫の換金売りに走って値下がり傾向がハッキリしてきたこと、恒大集団が全国各地で販売してきた、売約済み・完工前の物件が無事に引き渡されるかに不安が残ることが購入を検討する客の不安を誘っていることから、買い控え・様子見が拡がり、各社の資金繰りはいっそう苦しくなっている。

このため、各社とも生き残りのために資金流出を極力抑えており、10月の住宅新規着工および土地の払い下げは、いずれも前年同期比20%以上のマイナスを記録した。

不動産は直接需要および誘発される間接需要を合わ

せると、GDPの4分の1を占めるほどの重みがあるため、この不動産不況は、今や経済全体の下振れを誘うマグニチュードになりつつある。

この結果、11月に入ると、来年の経済運営を巡って、「この引き締めを緩めないと、2022年の経済成長は大きく減速して最悪3%台に落ち込む」と、昨今としては異例なほど強い口調で警告するエコノミストが出てきた。

景気下支えのための軌道修正は小幅

注目が集まるなか、2022年の経済運営方針を定める中央経済工作会议は、例年より1週間以上早く12月8日から10日にかけて開催されたが、出てきたシグナルはわかりにくかった。

一方で「経済は需要の収縮、供給ショック、先行き見通しの悪化、という三重の圧力に直面している」として、「安定成長」「安定の維持」に重点を置くように読めるが、具体策としてあげられた金融緩和、財政出動の強化、地方のインフラ投資支援などの措置は小粒で、景気アクセルを踏み込む感じではないうえ、不動産引き締め政策も多少緩和される程度にとどまったのだ。

2022年秋には共産党大会が開かれ、習近平主席の続投が決まる予定だ。例年なら、「ご慶事」を前に景気浮揚が図られるはずなのに、習近平政権が景気について「タカ派」的姿勢を崩さないのはなぜか。

過去9年間の過剰債務対策の総決算

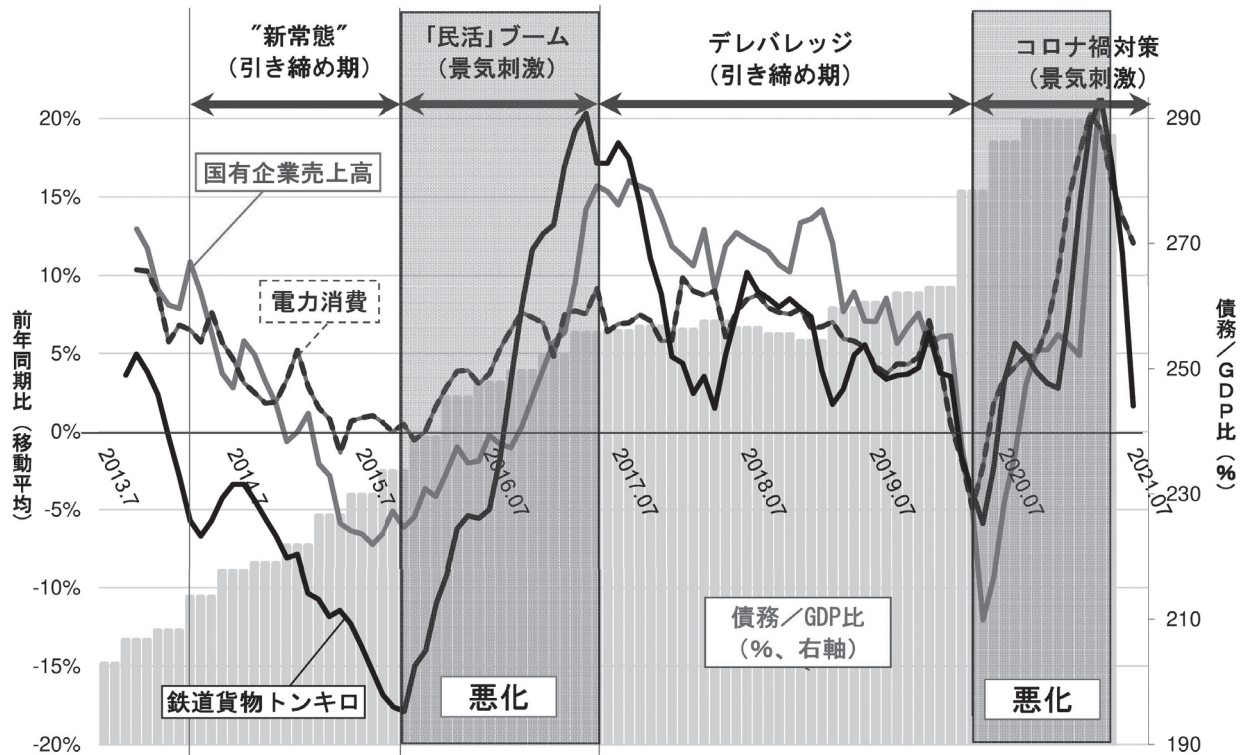
図表3を見ていただくと謎が解けるはずだ。

習近平政権の経済運営方針は、前任の胡錦濤・温家宝政権と一線を画するところがあった。「GDPだけで英雄を論じない」「新常态」「成長速度のギアチェンジ、構造調整の陣痛、これまでの刺激政策の消化と3つの時期が重なる」「デレバレッジ」「質の高い成長」など、期待成長率の引き下げ、投資頼み・債務過剰の成長モデルからの脱却を目指す姿勢で一貫していた。

しかし、姿勢は一貫していても、図表3の示すとおり結果は挫折の連続だった。「新常态」路線は2015年に株バブル崩壊と人民元切り下げ騒ぎ、そして第13次5カ年計画のスタートといった事情が重なって2016年に頓挫した。

2017年から「デレバレッジ」を標語に再び過剰債務脱却を目指して、3年間は姿勢を維持して債務/GDP比を安定化することができたが、2020年にコロナ禍が襲ってきて、再び財政・金融総動員を余儀なくさ

図表 3



出所：財政部、鉄道総公司、能源局、国際決済銀行（BIS）移動平均グラフ

れた（この結果、債務／GDP比率がまた上昇した）。二度目の挫折である。

挫折の都度、不動産バブルが再燃した。昨年から不動産に対して厳しい姿勢をとり続けているのは、改めて債務過剰脱却路線に戻るためなのである。

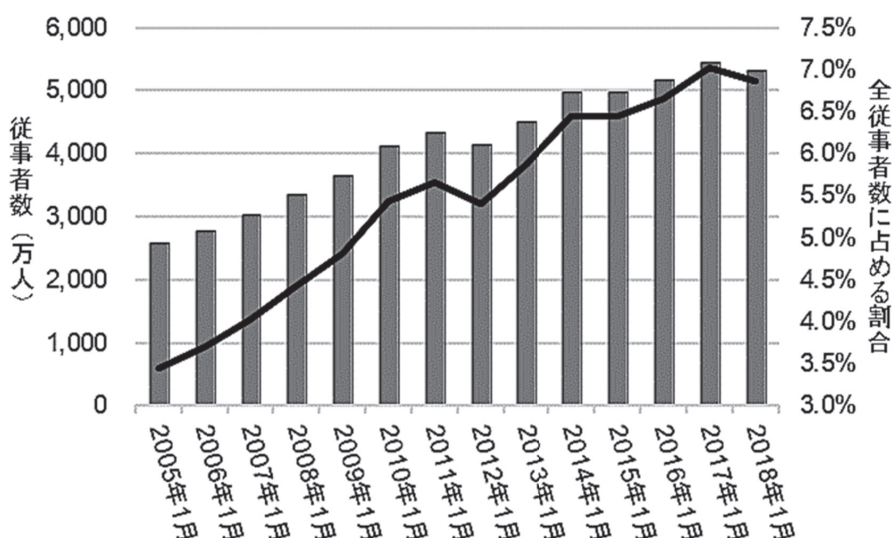
権力集中したはずの習近平政権の力を以てしても、軌道修正が何度も押し返されるのは、投資頼み・不動産頼みが経済社会に深く根を下ろしてしまって、脱却の痛みを堪えるのが難しいからにほかならない。

図表 4 はそのことを示す一例だ。過去10年の投資ブームのせいで、建築・建設産業に従事する労働者の数は増加の一途を辿り、いまや全就業者の7%を占める一大勢力だ。投資を削減すれば彼らの収入だけでなく農村の収入も減る。それで社会の安定は保てるか。政治的には極めて難しい選択を迫られる。

それでも「三度目の正直」を目指す習近平政権の志操の堅さには敬意を表するが、仮に一部エコノミストが警告するように、2022年の経済成長が大きく落ち込む

むようだと、来夏にかけて、インフラ投資のアクセルを改めて踏み込んだり、不動産引き締め方針を放棄することを余儀なくされるだろう。そうなれば「二度ある挫折は三度ある」結果になる。中国経済は不動産バブルの袋小路から抜け出すことがますます難しくなるだろう。

図表 4 建築・建設業従事者数、就労者に占める割合



出所：国家統計局