

2022年の中国経済を展望するII

津上 俊哉

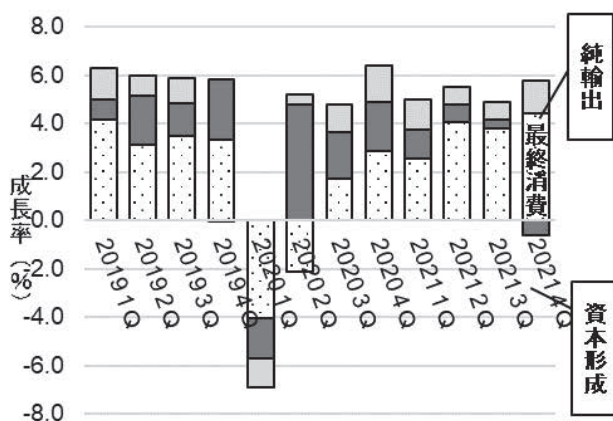
日本国際問題研究所 客員研究員
現代中国研究家

前回の本欄で「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』だ」と述べた。成長が減速した最大の理由は、不動産バブル再燃を阻止するために、2020年下半年から不動産業界に対する厳しい融資引き締め措置をとった結果、GDPの4分の1を占める不動産業が著しい不況に陥ってしまったことだ。一部の有力エコノミストは、引き締めを続けると、2022年のGDP成長率が「最悪3%台に落ち込む」可能性がある、異例の強い警告を発した。

そんななかで注目された2021年通年の経済成長率（前年同期比）は、上半期の好調さを反映して8.1%だったと発表されたが、減速が際立った第4四半期の成長率は4.0%という異例の落ち込みを示した。

また、消費、投資、輸出の三大支出項目の成長貢献度をみると（図1）、2020年に成長を牽引した投資（資本形成）が昨21年下半年から大きく減退して、第4四半期は成長の足を引っ張る側に回ってしまった。

図1 三大支出項目の成長貢献度

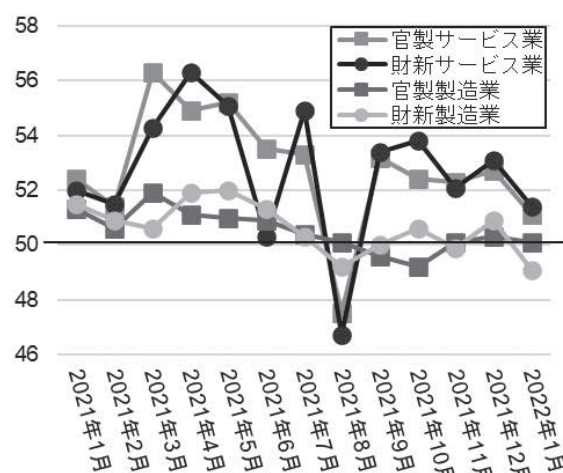


注：毎四半期の三大支出項目のGDP成長貢献率に四半期成長率（当期）を単純にかけた。2021年の各期成長率は2年平均値
出所：国家統計局

昨年は消費と輸出が成長の支えになったが、2022年初頭はどうなっているか。春節を挟む1、2月の経済統計は、多くが3月に発表されるので、本稿執筆時点（2月21日）では知ることができないが、統計局と民間

の財新のPMI指数（日銀短観類似の景気指標）は、今年1月も景気の下降が続いていることを示唆している（図2）。

図2 PMI指数の推移（官製指数および財新指数）



出所：官製指数－国家統計局、財新指数－財新網

厳しい引き締め政策は年末から修正

昨年12月の中央経済工作会议は「三重の圧力に直面している」と表明した。①需要の収縮、②供給サイドを襲ったショック、③先行き不透明感の増大である。その後、代表的な改革派エコノミスト劉世錦氏も「今年の安定成長の最重点は、目下のインフラ投資と不動産投資の異常な落ち込みを防ぐことだ」と発言していることからみて、昨年の厳しい引き締め措置を軌道修正すべきと、体制内で合意ができたと思われる。

この軌道修正がかたちになって現れたのが、人民銀行による金融緩和措置だ。従来「準備金比率の引き下げにより流動性を供給することはあっても、金利には手を付けないだろう」とみられていた人民銀行が年末年始の1カ月の間に、以下の措置を立て続けに実施したことは市場にとっても予想外で、「政府は景気の先行きをそこまで懸念しているのか」という印象をもって受け止められた。

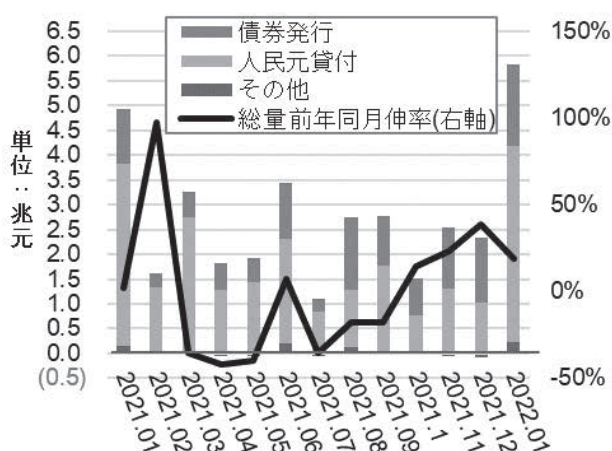
①12月20日、商業銀行の貸出金利を誘導する工具、

LPR (Loan Prime Rate) を0.05%引き下げ

- ② 1月17日、人民銀行から商業銀行に中期の流動性を供給する工具であるMLF (Midterm Lending Facility) のレートを0.1%引き下げ

これを受けて、1月の社会融資総量は、6兆元を上回る新記録を記録した(図3)。金融当局は、金融機関が不動産業者の合理的な資金需要に応えることをある程度容認する姿勢に転じたこと、購入者の住宅ローン借入条件を緩和する地方政府が増えてきたことなどが背景にあるが、報道によると最後の1週間で貸出が大きく伸びた由であり、上述の二度目の利下げのアナウンス効果は大きかったようだ。

図3 社会融資総量月次増減



出所：人民銀行

債務圧縮政策は三度挫折するのか

前回の本欄では、習近平主席が「(成長率より)質の高い成長」を唱えて、借金・投資頼みの成長モデルの転換を目指してきたこと、それにもかかわらず、投資と負債がリバウンドしてしまう挫折を2016年、2020年と、二度にわたって経験していること、2020年に始まった今回の不動産引き締め措置は、習近平政権が言わば「三度目の正直」という強い思いを抱いて取り組んでいることを紹介した。年末年始の金融緩和措置は、債務圧縮政策が「二度ある挫折は三度ある」になりかけていることを暗示するのだろうか。

そう即断するのはまだ早いと思う。「住宅は住むためのもので投機の対象ではない」という習近平主席の警句は今も強い拘束力で中央・地方政府を縛っている。また、1月に伸びたのは短期貸出と手形貸出であり、設備投資につながる中長期の貸出は伸びていないし、個人向け融資(住宅ローン)も前年を下回っている。足かけ一年以上にわたった今回の不動産引き締めの後

遺症は深刻であり、不動産バブル再燃の兆しはない。

「投資抜き」の片肺飛行?

しかし、逆からいえば、直接・間接併せてGDPの4分の1を占める不動産が大不況のままでは、景気はよくならないだろう。2021年後半以降、不動産販売面積、土地競売面積、建設投資などの指標は前年同期比20%以上のマイナスが続いている。今後も弱含みは続き、不動産開発投資額は2022年上半期も二桁以上のマイナスになる恐れがある。

不動産と並ぶ投資の牽引役である地方政府のインフラ投資については、中央政府が昨年末インフラ整備専用地方債の2022年度発行枠を1兆4600億元分前倒しで地方に配分するテコ入れ措置をとった。しかし、過去10年度を越す速度でインフラ投資を続けてきた結果、地方財政は疲弊している。

昨21年、中央地方を合わせた全国一般公共予算は、歳入が20兆2500億元で当初予算を8.1%上回ったが、歳出は24兆6300億元で、当初予算を1.8%下回る結果となった。財布の紐が固いのは懐事情が苦しくなっているからではないか。昨年末、各地の地方政府で公務員の諸手当やボーナスをカットする動きが起きたと報じられていることも地方財政難を暗示する。

総体として、地方政府のインフラ投資は、高水準だった前年並みを維持していくのが精一杯で、経済成長を牽引するほどの伸びを期待するのは難しいだろう。

10年前には投資(資本形成)の経済成長貢献率が4~50%、最近でも30%程度の貢献はしていた。その投資が「前年並みがやっと」(=貢献度ゼロ)になれば、中国の経済成長は「片肺飛行」になる。特に今年第1四半期は大きな下押し圧力に直面して、成長率が4%まで落ちた21年第4四半期を上回る困難に直面する可能性が否定できない。

ゼロ・コロナ政策の成功体験が仇になるリスク

不動産の落ち込み以外にも、今年の中国経済には二つの不安材料がある。

第一の不安は、厳しすぎるゼロ・コロナ対策だ。中国は2020年武漢市で最初のコロナ・パンデミックが起きた後、全国で厳格なロックダウン措置をとって早期に感染を封じ込めることに成功して、これが「成功体験」になっている。

ところが、抑え込んだはずのコロナ禍は、その後も各地で散発的な小クラスターが発生し、その都度、経済社会生活に影響の大きいロックダウン措置がとられ

た。昨年末にオミクロン株が上陸して以降、大移動が行われる春節休みを前に各地に広がる気配を示したため、感染防止の対策はいっそう強化され、恒例の春節大移動の規模は例年の3分の1に縮んでしまった。

世界ではワクチン接種を重ねることにより、行動・往来制限を徐々に解除するウィズ・コロナ政策が広まりつつあるが、著名なコンサルティング会社ユーラシアグループは、年初恒例の「(今年の世界の10大) トップリスク」の筆頭に「中国のゼロ・コロナ対策失敗」をあげた。曰く「国産ワクチンの感染予防効果が低いこともあって、国民の大半が免疫をもたないなか、今後の感染拡大にひたすらロックダウン強化で応ずるほかなくなる。この結果、経済が大きなダメージを受け、混乱はサプライチェーンを通じて世界に広がる……」という見立てだ。

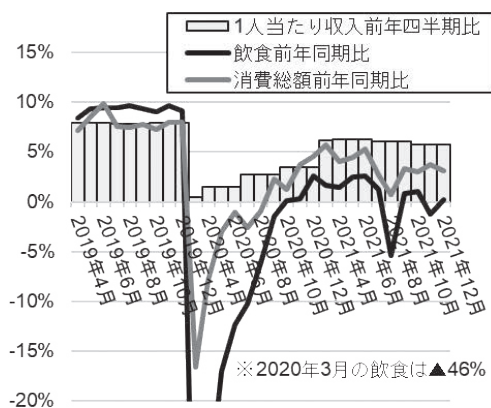
中国も効果の高いmRNAワクチンの国産化を進めているというニュースは昨年あったが^{注1}、その後消息がない。海外で行うしかない治験が順調でないのかもしれない。また、中国CDCの専門家は「今後はゼロ・コロナ政策を段階的に緩和していく」方針に言及したが^{注2}、党大会を控えた「安定第一」で、ピリピリしている役人が易々と緩和方針に従うとは思えない。厳格なPCR検査や防疫体制による財政負担は馬鹿にならないため、財政の厳しい地方政府ほど旅行自粛など強い行動抑制にこだわっているという報道^{注3}もあった。

消費は投資抜きの片肺飛行を支えられるか

昨年の8.1%成長に85%分の貢献をした消費だが、12月は事前予想を大きく下回る前年同月比1.7%増でしかなかった。今後中国が感染拡大によりロックダウン強化に追い込まれれば、事態はさらに悪化する。

また、図4のとおり、コロナ前の7~8%台の増加

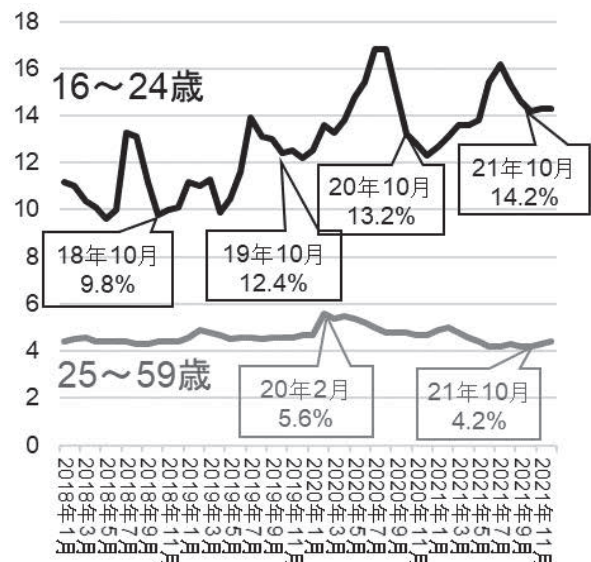
図4 収入と消費の伸びの推移



注：2021年の比率は、2020年の特異な影響を避けるため、前々年との対比（比率の平方根）
出所：国家統計局

の勢いは戻っていない。その背景として、収入の伸びの鈍化、さらには若者の失業率の高さがあるといわれることは気懸かりだ。このような変化は、コロナによる一過性のものではなく、貧富の格差など構造的な要因に由来すると考えられるためだ。

図5 失業率の推移



出所：国家統計局

習近平主席の正念場

以上のとおり、今年の中国経済は投資抜きの片肺飛行のうえ、コロナぶり返しのリスク、消費の持続性にも不安を抱えている。4月に明らかになる第1四半期の経済指標が悪ければ、景気刺激を求める圧力が再び強まるだろう。習近平主席の三選を決める秋の党大会を間近に控え、景気論争が政争の色を帯びることも避けられない。

インフラ投資も限界に近付いている以上、景気をはっきりと向上させるためには不動産引き締めを緩めるしか途がないだろう。しかし、この圧力に負ければ、中国経済はいよいよ不動産バブルと過剰債務の泥沼から抜け出せなくなる。習近平主席にとって、経済運営が今年の正念場になりそうだ。

注1：2021年9月16日BBC報道 <https://www.breakinglatestnews/world/covid-19-chinas-consideration-of-stepping-up-its-deployment-of-mrna-vaccines-bbc-news/>

注2：2022年2月17日SCMP報道 <https://www.scmp.com/economy/china-economy/article/3167369/chinas-zero-covid-policy-under-review-economic-pressure>

注3：「疫情、地方財政和中国经济」 <https://opinion.caixin.com/2022-02-16/101842614.html>