

5. 中国経済

不動産投資の停滞、ゼロコロナ政策から中国経済の減速が継続

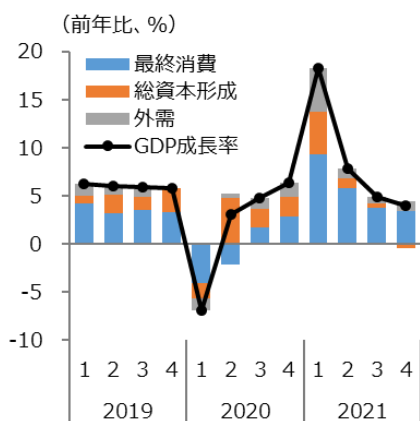
中国経済の成長率の減速が続いている。21年10-12月期の中国の実質GDP成長率は前年比+4.0%と7-9月期の同+4.9%から鈍化した。21年通期の実質GDP成長率は同+8.1%となった。

外需は、欧米およびアジア向け輸出の増加から好調を維持したものの、大手不動産企業・恒大集団の信用不安の引き金となった融資規制から不動産投資が減速し、10-12月期の総資本形成の寄与度が前年比▲0.5%と成長率減速の要因となった。最終消費の寄与度は7-9月期の同+3.9%から同+3.4%に低下した(図表5-1)。

消費の減速は、中国政府のゼロコロナ政策が背景にある。22年後半に予定されている中国共産党大会で3期目入りを目指す習政権にとって、中国政府のプレゼンスを国内外にアピールする北京オリンピックの開催は必須であった。北京オリンピック開催を確かなものとするため、小規模でも感染が確認されれば、当該地域での不要不急の外出を禁止するなど、厳しい行動抑制策で感染症を押さえ込んできた。例えば、21年12月には、北京から1,000キロ離れた陝西(せんせい)省の省都、西安において、感染者数が100万人当たり2人程度と早い段階でロックダウンが実施された。

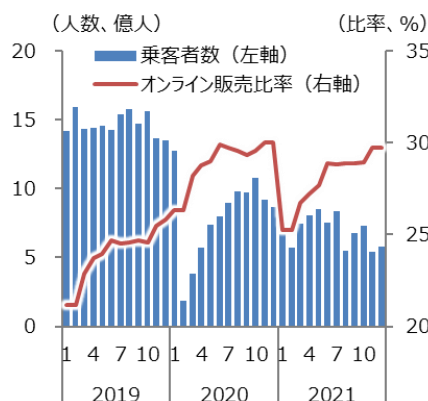
厳格な行動規制は人流の低下をもたらしている。交通機関の乗客者数は、新型コロナ流行初期の20年4月と概ね同水準にまで減少している(図表5-2)。実店舗に代わりオンライン販売の拡大が消費を下支えているものの(図表5-2)、行動制限の消費への悪影響は大きく、21年12月の小売売上は前月比▲0.2%と減少に転じている(図表5-3)。

図表 5-1 実質 GDP



出所:Windより三菱総合研究所作成

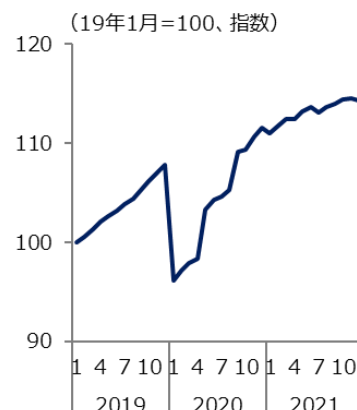
図表 5-2 交通機関の乗客者数と
小売のオンライン販売比率



注:乗客者数は中国交通運輸部の調査。毎年1月のオンライン販売比率は、2月の実績を使用。直近は21年12月。

出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-3 小売売上



注:直近は21年12月。
出所:Windより三菱総合研究所作成

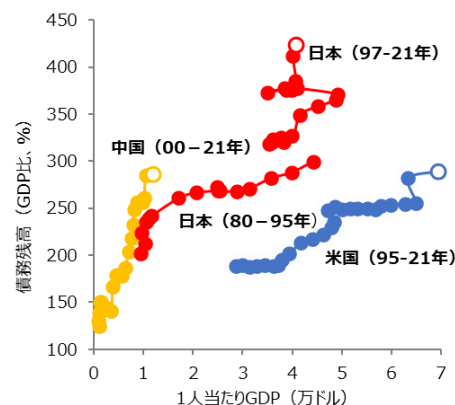
持続性強化の政府方針のもと、不動産市場の調整は当面継続

恒大集団を始めとした不動産企業の債務処理は、当局管理のもと秩序だった対応が見込まれるが、不動産市場の回復には、建築中在庫の調整が一巡するまで時間を要する公算が大きい。

これまで、中国経済は借入を梃子(てこ)にした不動産投資を原動力の一つとして成長を続けた結果、1人当たりGDPは約1万ドル、総債務残高(家計、非金融法人、政府の合計)はGDP比300%近くとなっている(図表5-4)。日本経済は、1人当たりGDPが1万ドルに到達した後、10年程度で、不動産投資の増加やプラザ合意後の円高進行により1人当たりGDPが5倍近くに急増したが(図表5-4)、その後、バブル崩壊で不良債権処理に苦しむこととなった。

中国政府も、高水準の債務に依拠する急激な経済成長のリスクを認識していると思われる。現在、進行中の第14次5カ年計画では、年次のGDP成長率の数値目標がなくなり(図表5-5)、習主席が、20年から35年の15年間で経済規模や1人当たり収入の倍増

図表 5-4 1人当たりGDPと債務残高



注:債務残高は、家計、非金融法人企業、政府の合計。○が21年。日本の80-95年は年度末。
出所:IMF、IIF、日銀、内閣府より三菱総合研究所作成

が可能と言及することどめている。15年間で収入倍増は、4%台後半の経済成長率で概ね実現可能であり、中国政府は、経済成長率を5%近辺へ下方シフトさせることを許容し、中長期の政治・経済の安定を重視した政策運営へと軸足をシフトさせているとみられる。

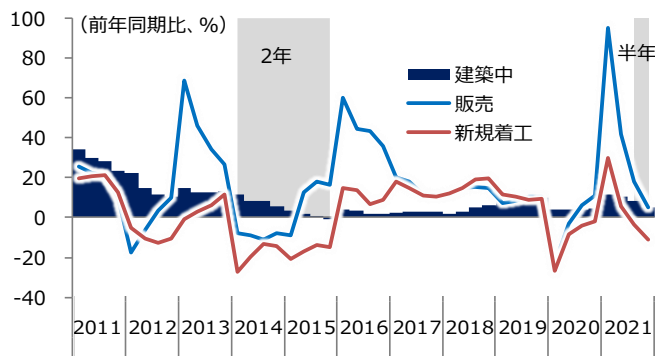
こうした状況下、不動産市場の回復には、自律的な需給調整が必要となる。14～15年にかけて中国政府の不動産価格抑制策を契機に発生した不動産市場の調整は、新規着工の前年比マイナスが2年程度、続いた(図表5-6)。21年末の建築中住宅は前年比+5.3%と、21年3月の同+11.6%強から6%程度低下している。同様のペースで建築住宅が前年割れとなるまで調整が続くと想定すると、新規着工の前年比プラスが定着し不動産市場が回復するまでには、もう1年程度の時間を要するであろう。

図表 5-5 中国の実質 GDP 成長率目標と実績

計画期間	実質GDP目標 (年平均成長率)	実績
第11次 (06～10年)	+7.5%	+11.3%
第12次 (11～15年)	+7.0%	+7.9%
第13次 (16～20年)	+6.5%以上	+5.8% (除く20年：+6.6%)
第14次 (21～25年)	*数値目標なし	+8.1% (21年の実績)

注：第14次計画では数値目標の公表はないが、習主席は15年間で1人当たり所得の倍増は可能と発言している。
出所：ジェトロ、IMFより三菱総合研究所作成

図表 5-6 住宅着工・建築・販売の面積



注：各期末の前年同期比。灰色の網掛けは、14-15年および21年以降で新規着工が前年比、マイナスの局面。
出所：Windより三菱総合研究所作成

外需が中国経済の成長を下支え

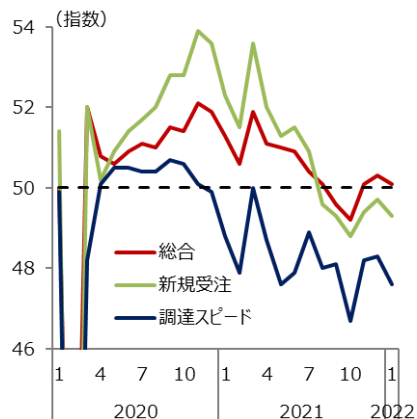
欧米向けに加えて、感染症抑制から経済活動の再開が進むアジアへの輸出が中国経済の成長を下支えすることが見込まれる。

製造業のPMIは、21年10月を底に、新規受注や部品・材料の調達スピードの改善が一進一退となるなか、景況感の分かれ目とされる50を上回る水準に回復している(図表5-7)。輸出は、堅調な欧米向けに加えて、21年10月以降、感染症抑制に伴いロックダウン解除などの経済活動の再開が進むアジア向け輸出が上昇基調を強めている(図表5-8)。

貿易取引だけでなく、海外からの対中直接投資も増加基調にある(図表5-9)。中国政府は、再生可能エネルギーやEV車の促進といった新たな需要創出に積極的に取り組んでいる。生産拠点だけでなく、販売市場としての中国市場の潜在性が、外国企業の継続的な直接投資を引き出している。

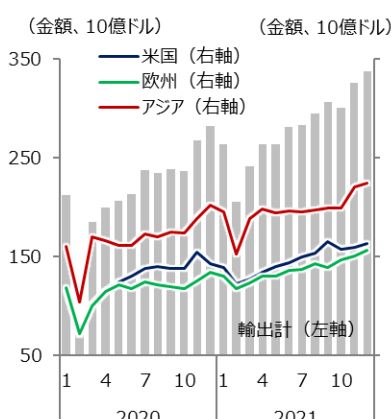
21年末に、米国でウイグル強制労働防止法が成立し、中国への政治的な圧力は高まっているものの、生産および販売両面での中国市場のプレゼンス、RCEP(地域的な包括的経済連携)発効による加盟国との貿易取引活発化を踏まえると、中国の外需を取り巻く環境が急変する可能性は低い。21年7-9月期に生産停滞をもたらしたエネルギー不足も改善しており、外需が中国経済の下支えとなろう。

図表 5-7 PMI



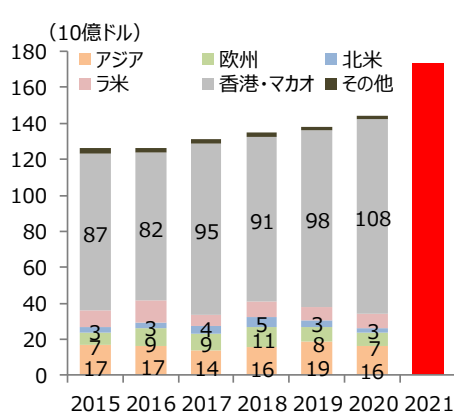
注：直近は22年1月。調達スピードは、遅れる場合は下方ヘシフトする。
出所：Windより三菱総合研究所作成

図表 5-8 輸出



注：直近は21年12月。
出所：Windより三菱総合研究所作成

図表 5-9 対中直接投資



注：アジアは除く香港・マカオ。21年は国・地域の内訳は未公表。
出所：Windより三菱総合研究所作成

22年の経済の基本方針は稳中求進(安定の中で、前進を求める)

中国の22年の最重要イベントは、年後半に開催予定の中国共産党大会において、3期目入りが想定される習政権の行方である。習政権が世論および党内の支持を得るためには、経済の持続性向上とともに経済成長を促進する必要がある。

21年末に開催された中央経済工作会議では、21年の中国経済に動揺をもたらす要因となった独占禁止の強化、大都市の住宅問題の解決は重点項目から外れ、稳中求進(安定の中で、前進を求める)を基本方針に、成長面への配慮がうかがわれる(図表5-10)。

金融政策では、21年12月に預金準備率の引き下げ(12%から11.5%)、21年12月、22年1月に2カ月連続のローンプライムレートの引き下げ(3.85%から3.7%)を実施。併せて、恒大集団の債務処理への関与、不動産融資規制の弾力運営に関する金融機関への指示などを実施し、信用不安の伝播回避に向けた取り組みを実施している。

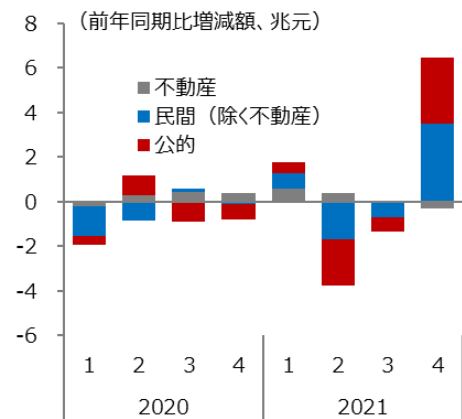
財政面では、21年10-12月期に、公的セクターは固定資産投資を急増させている(図表5-11)。中央経済工作会議では、インフラ投資の適切な前倒しを表明しており、今後も、20年から35年での所得倍増に必要な4%台後半の成長率からの下振れリスクが高まる際には、脱炭素関連などの民間投資の促進策と併せて政府の景気下支え策の出動が見込まれる。

図表 5-10 経済政策の重点項目(中央経済工作会議)

2021年	2022年
戦略的科学技术力の強化	安定的で有効なマクロ政策
サプライチェーンのコントロール能力強化	市場主体の活力を引き出すミクロ政策
内需の堅持・拡大	円滑な国民経済循環のための構造政策
改革開放の推進	科学技术政策の着実な実施
農業問題の解決	発展を活性化する改革開放政策の推進
独占禁止の強化、無秩序な資本の拡張防止	発展のバランスと協調性を強化する地域政策
大都市の住宅問題の解決	人民の生活最低ラインを保障する社会政策
カーボンニュートラルの取り組み遂行	

出所:各種報道より三菱総合研究所作成

図表 5-11 固定資産投資



注:名目ベースの増減額。公的投資は、総固定資産投資から不動産、民間(除く不動産)を差し引いた残差。
出所:Windより三菱総合研究所作成

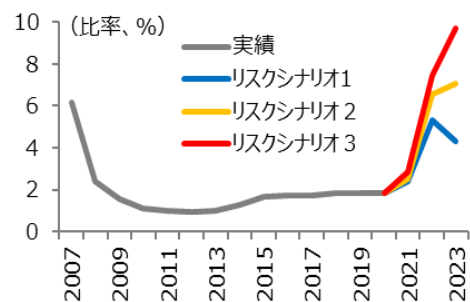
経済成長率は、23年にかけて5%台前半へ

以上を踏まえ、中国経済の22年の実質GDP成長率は、前前半の成長下振れにより、前回11月見通しの前年比+5.2%から同+5.0%に下方修正するが、年央以降は不動産市場の調整が一服、経済活動の再開により持ち直す展開を予想する。23年は、供給制約の緩和や経済活動の正常化から、潜在成長率並みの同+5.2%と、前年から小幅に成長率が回復すると予測する。

3%を下回る成長となれば、不良債権比率は10%へ

中国人民銀行の試算によれば、23年にかけて実質GDP成長率が3%を下回る水準まで失速する場合、不良債権比率は日本のピークであった02年の8.3%を上回る10%近くまで上昇する(図表5-12)。足もとの成長減速により、既に不良債権は増加していると見込まれる。今後、米中対立の深刻化による輸出の減少、厳格な行動規制の長期化による消費の底割れなどにより、成長率のさらなる下方シフトがリスクとなる。不良債権が増大した際に、資本が劣化した銀行への公的資金注入が遅れ、大規模な貸し渋りが発生する場合などには、最悪のケースとして中国経済が長期にわたり低迷する可能性もある。

図表 5-12 不良債権比率



(不良債権試算の前提となる GDP)

	リスクシナリオ1	リスクシナリオ2	リスクシナリオ3
2021	7.28%	6.07%	5.12%
2022	4.78%	3.67%	2.80%
2023	4.08%	2.95%	2.08%

注:07-20年は、商業銀行全体。21-23年は中国人民銀行実施のストレステスト対象30行の不良債権比率。表はストレステストの前提となる実質GDP成長率。
出所:中国人民銀行、Windより三菱総合研究所作成