

減速がみられる中国経済の先行き ゼロコロナや不動産投資の抑制が下押し

アジア調査チーム首席主任エコノミスト

伊藤秀樹

03-3591-1319

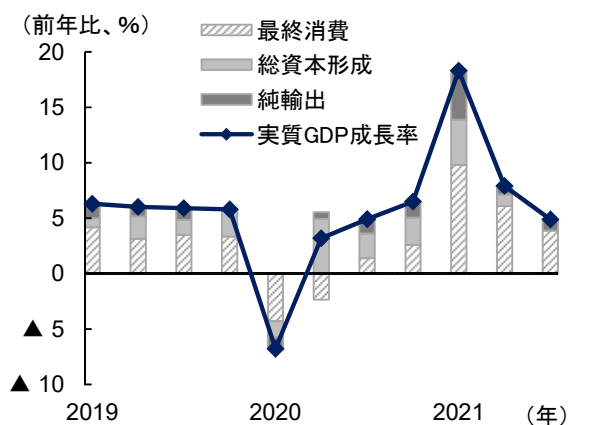
hideki.ito@mizuho-ir.co.jp

- 足元の中国経済は、2021年前半における急回復の一巡に加え、感染再拡大、不動産・インフラ投資の停滞、電力供給問題などの下押し要因が重なり成長ペースは鈍化した
- 電力問題は年内をめどに緩和に向かうと予想されるが、散発的な感染の発生による消費の抑制や各種規制に起因する不動産投資の弱含みは、来年にも及ぶと考えられる
- 2022年の成長率は、5~6%とされる巡航速度の下限近くとなる見通し。なお、足元で注目が集まる「共同富裕」を旗印としたサービス業向け規制の短期的な経済への影響は限定的とみる

1. 急回復から巡航速度に戻るなかに生じた様々な「逆風」

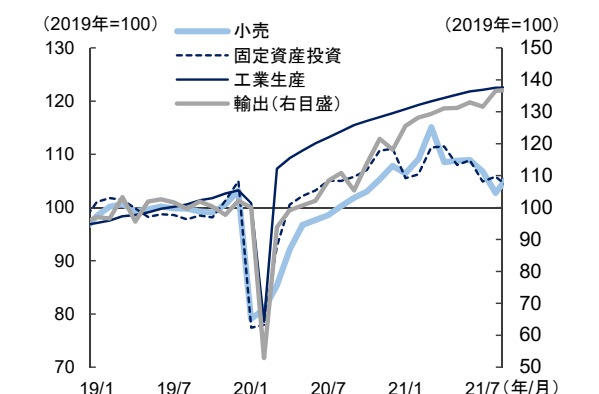
中国経済の先行きを懸念する声が高まっている。2021年7~9月期の実質GDP成長率は前年同期比+4.9%（前期：同+7.9%）、コロナ禍の前年要因を考慮した2019年対比の同期比（年換算）で+4.9%（前期：同+5.5%）と鈍化がみられた（図表1）。昨年から今年前半におけるコロナ禍からの急回復局面を経て徐々に成長ペースが巡航速度に戻るなかで、一時的なものを含め様々な事象が成長の足かせとなったことが原因だ。例えば、個人消費（以下、消費）では、他国と同様に電子機器等、一部の耐久財における特需が徐々に落するなか、7月下旬以降のデルタ株による全国的な感染再拡大が財消費、サービス消費ともに抑制した。固定資産投資（以下、投資）に関しても、前年に打ち出された不動産開発業者向けの融資規制などにより不動産開発投資の抑制効果が発現するなか、自然災害等によるインフラ投資の停滞が重石となった（図表2）。

図表1 実質GDP成長率



(出所) 中国国家统计局、CEIC data より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表2 主要経済指標



(注) みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値
(出所) 中国国家统计局、CEIC data より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

こうした各種要因のなかで、経済の成長ペースが正常化に向かうことによる需要の一服や規制による抑制効果は、程度の差こそあれ事前に想定されていた。これらに追い打ちをかけるように発生した感染再拡大や自然災害、足元での電力供給問題が景気の減速感を強めたといえよう。

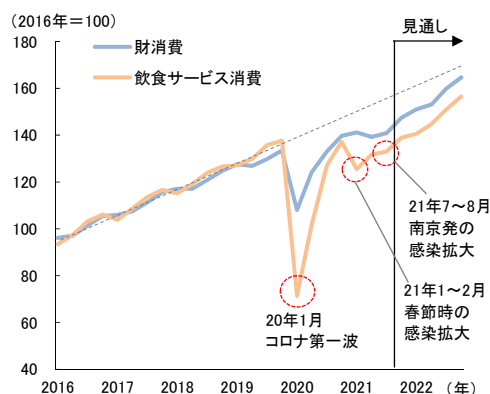
2. 2022年にかけての中国経済の行方

様々な逆風が吹く中国経済の今後はどうなるのだろうか。現時点で発生している「逆風」(①感染再拡大、②開発業者向け規制等による不動産投資の減速、③自然災害等によるインフラ投資の停滞、④電力供給問題)の「風速」(経済へのマイナス効果)と「期間」に焦点を当てながら、今後の中国経済を展望したい。なお、足元で相次ぐ「共同富裕」を旗印としたサービス業を中心とする規制は、事業マインドの低下が懸念されるものの、短期的な経済へのインパクトは限定的と考え、後述の項番3にて考察したい。

(1) 「ゼロコロナ」政策による消費への副作用

7～9月期の消費については、前述の通り7月下旬より発生した全国的なデルタ株による感染拡大が大きな影響を及ぼした。徹底的な水際対策と感染者の隔離、省を跨ぐ移動制限等により早期封じ込めに成功したが、感染が拡大した地域を中心に飲食、宿泊、旅行をはじめとするサービス消費の減速を招いた。今後の消費の行方を占う上で重要な点は、国内でのワクチン普及が進むなか「今後も感染発生が継続するのか」、「(感染発生時は)経済活動より徹底的な封じ込めによる感染抑制を優先するのか」(いわゆる「ゼロコロナ」政策の継続)の2点だ。前者については、先進国を中心にワクチン普及が進むが多かれ少なかれ新規感染は発生しており、中国においても例外ではないだろう。後者を考えるにあたっては、世界で感染が拡大したデルタ株に対して、中国製ワクチンの予防効果が欧米のワクチンと比較して弱いとされていることに着目する必要があるだろう。実際に、中国疾病対策予防センター副主任によれば、中国製不活化ワクチンのうち2種類についてはデルタ株への有効性が他の変異株と比較して低いとしている¹。また、国家衛生健康委員会のハイレベル専門家チーム長も、中国製ワクチンのデルタ株への有効性は59%としている²。そのため、中国ではデルタ株に対応する不活化ワクチンや欧米のワクチンメーカーが採用するmRNAワクチンに加え、治療薬の開発を進めているが、普及には時間を要するとみられる。また、来年の冬季オリンピック(2～3月)や来秋に予定される党大会(中国共産党全国代表大会)³といった重要イベントが控えていることも考慮すれば、2022年内は同様の措置が取られる公算が高い。つまり、この2点からは、散発的な感染発生と局所的なロックダウンは来年も続き、その間はサービス消費を中心とした消費活動を抑制する可能性が高い。そのため、サービス消費については、財消費と比較して回復の足取りが重く、2022年内はコロナ前の成長トレンドには回復しないと予想する(図表3)。

図表3 財・飲食サービス消費



(注) みずほリサーチ&テクノロジーによる季節調整値
(出所) 中国国家统计局、CEIC data より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

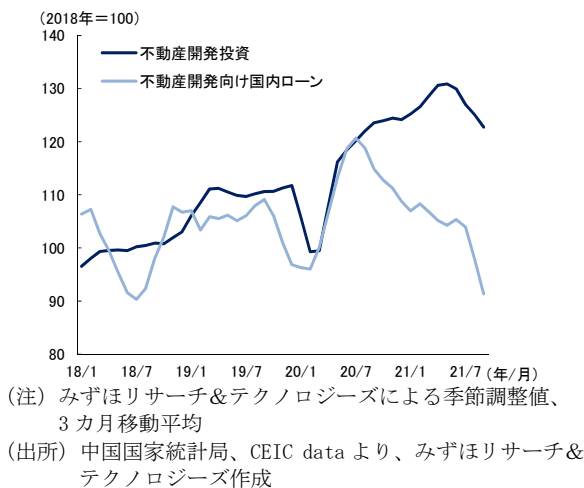
（２）減速する不動産開発投資と堅調さを維持する製造業投資

7～9月期の投資において停滞感が高まったのは、不動産開発投資とインフラ投資だ。大手不動産開発業者のデフォルト懸念により中国の不動産市場には世界的な注目が集まるが、根源にある開発業者向け融資規制の強化は、2020年9月より試験的に導入（2021年より本格運用開始）された。そのため、同業者への資金調達に制約がかかることで不動産開発投資の成長が鈍化することは事前に予想されていた⁴。政府の不動産に対する近年のスタンスは、投機の対象とすることに極めて否定的であり、また政府高官も不動産を景気刺激策として利用しないことを公言していることから、同投資が抑制されやすい環境が続くと考えるのが自然だろう。実際に、不動産開発投資の先行指標となる同業者向けの国内貸出は減少傾向にある（図表4）。一方、先の規制において金融機関側の解釈を巡り当局との間に一部齟齬がみられ、政府が想定する以上の投資抑制効果が働いた側面もあり、足元で不動産開発投資は「減速」から「減少」に転じている。そのため、中国人民銀行の定例記者会見（10/15）にみられるように、当局は規制の明確化に動いていることから来年前半以降での同投資の下げ止まりを想定する。ただし、前述の通り政府の不動産に対する方針は厳格であることには変わらない。よって、同投資が下げ止まりをみせた後に（前年比で）一定程度持ち直したとしても、コロナ前にみられた高成長に戻ることは現実的ではなく、中期的には実質GDP成長率を下回る伸びが続くとみる。

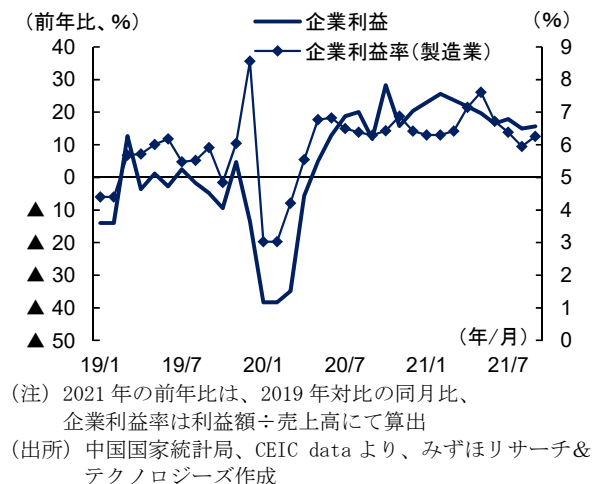
一方、インフラ投資の停滞には、自然災害による工期の遅れや投資の原資となる地方专项債の発行ペースの遅れが指摘されている。実際、9月時点の地方专项債の発行額は2.2兆元と、3月の全人代で示した年間目標値の6割程度にとどまる。この発行ペースの遅れは、中央政府によるインフラプロジェクトに対する審査の厳格化のほかに、年前半における投資審査プロセスの変更による一時的な発行手続きの遅延といった要素も相応に作用したともいわれる。原資となる地方专项債の発行が足元で増加していることや、中央政府が発行ペースの加速を促していることから⁵、7～9月期の停滞は一時的で、10～12月期にかけてインフラ投資は持ち直すとみられる。なお、昨年と異なり、地方債（新規発行分）の発行期限を明示していないため⁶、一部の投資効果の発現時期が2022年1～3月期に及ぶことも想定される。

堅調さを維持する製造業投資については足元の電力供給問題の煽り（後述）を一時的に受けるも、

図表4 不動産関連指標



図表5 工業部門企業利益



他の投資と比較して底堅く推移する見込みだ。同投資を支える企業利益は、2019年対比の同月比（年換算、9月時点）で15%超と高い伸びを維持している（図表5）。また、製造業（特に先進的な分野）に対する優遇税制といった政策的な後押しも追い風となろう。

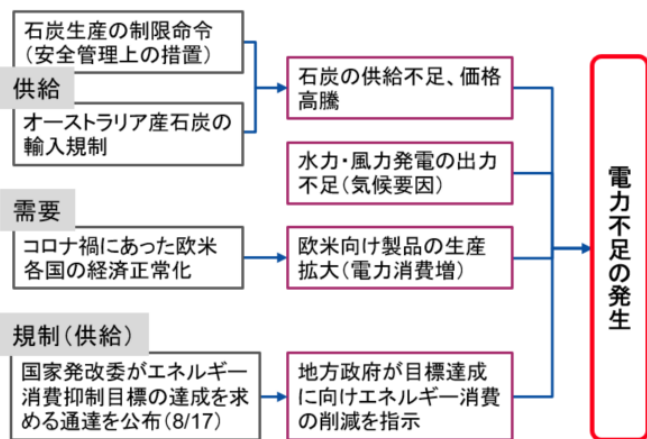
投資全体を俯瞰すると、2022年にかけて不動産投資の弱含みを、ハイテク分野をはじめとする製造業投資が部分的に補う構図となり、総じてやや力強さに欠けるとみる。インフラ投資も近年の財政規律を重視した方針を踏まえれば大きな方針転換は想定しづらく今年と同程度の伸びとなろう。

（3）電力供給問題は一時的に景気を下押し

ここまで消費や投資について述べたが、足元で深刻さが報じられている電力供給問題は、一部地域における生産活動の停滞を通じて、一時的とはいえ内需を下押しする可能性が高い。この問題は、火力発電に依存する中国にとって不可欠な石炭の不足や価格高騰（供給面）と、世界的に高止まりする財需要に支えられた国内での生産活動の拡大（需要面）に加え、政府の環境規制目標⁷の徹底が事態を深刻化させた（図表6）。政府による環境目標は、今年3月の全人代で目標値が定められていたことから突如現れたものではないが、8月以降の当局による目標達成の要求と徹底が目標未達地域の電力供給に影響を及ぼした。事態を重くみた政府は、9月下旬以降、石炭の増産や事業者向け電力料金の引き上げ等電力の確保を優先する方針へ転換した。しかし、石炭の増産には時間を要することや環境目標そのものを取り下げていないことなどから、2021年内は一部地域においてタイトな需給環境が続くとみられる。経済への波及は、環境目標が未達の地域の割合や生産状況等から試算（図表7）⁸すると2021年のGDP成長率を0.2%pt程度引き下げるとみる。前述の通り2022年には電力需給が緩和し、通年での影響は限定的と考える。

なお、来年初にかけての財政・金融政策については、今年前半と比較して大きな変化はないとみており、弱含む内需を押し上げるまでには至らないと考えられる。政府や当局は直面する内需の減速に対して、積極的な財政政策による経済の安定成長、金融政策における穏健姿勢の維持を示している⁹。しかし一方で、大規模な金融緩和やバラマキ的な支援、急な方針転換は控える考えも明らかにしており、3月の全人代で示した経済全体の安定性やバランスを重視した方針を堅持しているためである。

図表6 電力供給問題の要因



（出所）各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表7 電力供給問題による影響

2021年 GDPへの 影響	直接的な影響(%pt)		波及効果 (%pt)
	鉱業・ 重化学工業	左記以外の 産業(ハイテ ク分野を除く)	
第1級警告 地域	▲0.08	▲0.02	▲0.08
第2級警告 地域	▲0.01	▲0.01	▲0.01
	合計		▲0.2

（注）試算の前提は、注記8を参照

（出所）中国国家统计局、CEIC data、各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(4) 2022年は巡航速度の下限に近い成長率に

2021年前半における急回復の原動力となった輸出は、7～9月期においても前年同期比+24.4%（名目ドルベース、前期：同+30.7%）（2019年対比の同期比（年換算）では+16.1%（前期：同+14.2%）と力強い伸びを維持した。先進国を中心に財需要がピークアウトを迎えつつあるなか、アジアにおける感染再拡大を背景とした輸出代替や原材料高の輸出価格への転嫁等が成長を支えた格好だ。しかし、世界的に財需要が徐々に鈍化していくことを考慮すれば、早晩に拡大ペースが鈍化に転じると考えるのが自然だろう。製造業PMIの輸出新規受注も5カ月連続で、景況判断の節目である50を下回っており、輸出額そのものは依然として高水準ながら、2022年は増勢の緩やかな鈍化が続くと考える。

以上を踏まえ今後の中国経済を展望すると、電力供給問題による下押しは2021年にとどまるも、散発的な感染の発生（及び局所的なロックダウン）によるサービス消費の抑制や不動産投資の弱含みは2022年にも及ぶと想定する。外需の緩やかな鈍化も考慮し、2021年の成長率は+7.9%、2022年は5～6%とされる巡航速度の下限に近い+5.2%の成長を予測する。

ただし、上記のメインシナリオに対して、①全国的な感染再拡大、②原材料価格の更なる高騰等を通じた企業の収益環境の悪化（製造業投資の失速）、③（先に述べた、当局による開発業者向け融資規制の金融機関に対する明確化が作用せず）開発業者向け融資の更なる減少による不動産投資の停滞長期化、は景気下振れのリスクとして留意する必要がある。

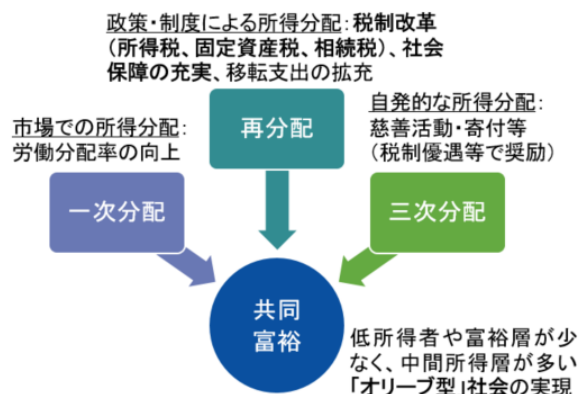
3. 共同富裕を掲げた政策をみるポイント

(1) サービス業向け規制の短期的な経済への影響は軽微

最後に、にわかに注目を集める「共同富裕」について触れたい。貧富の差を縮小し社会全体を豊かにするこの概念は、以前より唱えられてきた基本的なスローガンである。具体的には、格差是正を目指し、3つの「分配」に取り組むものである。3つの分配とは、労働分配率の向上といったより公平な市場での所得分配（「一次分配」）、税金や社会保障等を通じた所得の「再分配」、慈善活動や寄付等¹⁰による自発的な社会還元（「三次分配」）より成り立つ（図表8）。しかし、経済政策を討議する党中央財経委員会（8/17）では、格差是正のため、税制や社会保障による「調節の強化」に取り組むほか、「高すぎる収入の合理的な調整」を図り、

「高収入層、企業がより多く社会に還元することを奨励」する考えが示された。すなわち、「一次分配」や「再分配」に加え、「三次分配」を重要視する姿勢が示され、民間企業を中心とする企業活動への影響が不安視されたことが注目の背景にある。今夏発表された小中学生向け学習塾の非営利化を含む教育産業に対する規制方針や、フードデリバリーを手掛けるIT企業に対する従業員待遇の改善指針、オンラインゲームの利用制限など、昨年より続く規制の流れは共

図表8 「共同富裕」実現イメージ



（出所）中国共産党新聞網、各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

同富裕の目指す方向感と合致する。

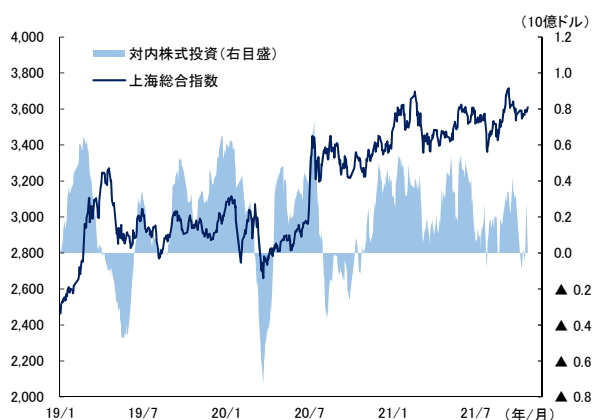
確かに、唐突な規制変更や強化は、事業環境の先行きに影を落とすことから、投資マインドの低下に結びつく懸念は否定できない。また、規制の対象が文化面にも及ぶ事例があり、不透明感は高まっている。ただし、先の委員会では、民間の稼ぐ力を否定するものではないと読み取ることもでき、仮に規制を背景に企業の利益が低下し投資の減退を招いても、（不動産等の一部を除く）サービス業の投資への寄与度が高くない¹¹こと等から短期的な実体経済への下押しは限定的と考える。事実、株価やマネーフロー（対内株式投資）（図表9）も、こうした市場関係者の予見を反映してか安定的に推移している。

（2）今後は、3つの「分配」のバランスがカギ

一方、中長期的にみて、共同富裕が経済へどのように作用するのかは、具体的な政策の方向感を見定める必要があり議論の余地がある。ポジティブな捉え方としては、検討が進められる各種税制の導入、社会保障制度改革とともに三次分配により格差是正が加速し、持続的な成長に資するというものである。他方、規制強化が長い目でみた国全体のイノベーションへの意欲を停滞させ、潜在的な成長を低下させるという指摘もある。中国では、ベンチャービジネスの創出や発展に対する法的なハードルは先進国と比較して一般的に低いとされ、業界の拡大とともに徐々に法整備が行われてきたと認識されることが多い。BAT（百度、アリババ、テンセント）に代表されるような巨大なITプラットフォームの誕生も、こうしたイノベーションを通じたビジネスを育成しやすい中国特有の土壌が背景にあったとみることができる。そのため、共同富裕を旗印とする政策（規制）の方向感や運用によっては、民間を中心に産業界において新規ビジネスへ挑戦する気運が停滞し、中期的に経済の活力を削ぐ可能性があることには留意が必要だ。その「政策の方向感や運営」を注視するうえでのポイント

は、先の「再分配」に含まれる格差縮小に向けた改革の進捗状況との対比で捉えることと考える。すなわち、中国政府が示すように、一次分配や再分配、三次分配がバランスよく進むのであれば、社会的な納得感も高まり前述のポジティブな先行きとなる可能性もある。ややもすれば三次分配や業界への規制にのみ注目が集まりがちだが、本来の「共同富裕」（社会全体を豊かにする）の文脈に照らして今後の政策や運用を見極めていくことが重要であろう。

図表9 株価指数・中国対内株式投資



(注) 対内株式投資は28日間移動平均

(出所) Bloomberg、IIFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

-
- ¹ 当該2種類のワクチンについて、製品名等の詳細は明らかにせず。
 - ² ワクチンの製品名等の詳細は明らかにせず。なお、英国公衆衛生庁によれば、米ファイザー社ワクチンのデルタ株への有効性は、中国製ワクチンより高い約88%とされる。
 - ³ 中国共産党の指導体制や重用方針を決める最高意思決定機関で、通常5年に1度開催される。重要な政策課題の討議に加え、最高指導部を含む中央委員の選出等を行う。
 - ⁴ 開発業者向けの融資規制といった供給サイドへの規制のほか、金融機関向け住宅ローン関連規制をはじめとする需要サイドへの規制も投資抑制に作用している。
 - ⁵ 財政部「2021年上半期中国財政政策執行状況報告」
 - ⁶ 2020年においては、財政部は9月末までの発行を各地方政府へ要求した。
 - ⁷ 環境目標には、エネルギー消費量とGDP単位当たりエネルギー消費量があり、目標達成率が90%未満の場合を第1級警告、90~100%未満の場合を第2級警告としている。
 - ⁸ 環境目標が未達の地域（第1・2級警告地域、2021年6月末時点）の地域別GDPの全体に占める割合や電力消費の大きい業種（生産活動に支障が出やすい業種）の割合、足元の生産状況等からの試算。
 - ⁹ 財政部記者会見（2021年7月30日）、中国人民銀行「2021年下半年期工作会議」（2021年7月30日）
 - ¹⁰ 税制優遇等を通じて奨励される。
 - ¹¹ 国家統計局によれば、第三次産業における各産業（不動産、公共サービス、交通運輸・倉庫を除く）の投資について、投資全体に占める割合はそれぞれ4%未満。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。