

# Weekly エコノミスト・ レター

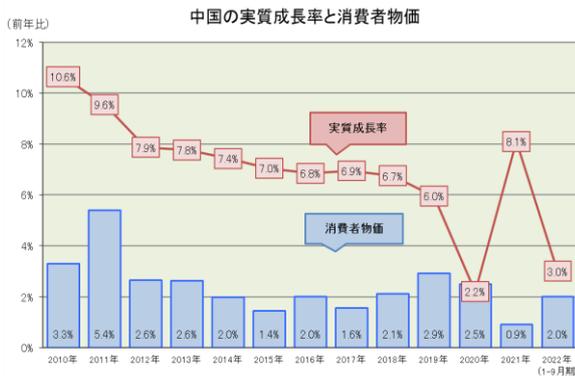
## 中国経済の見通し

2022年は前年比3.4%増、23年は同5.3%増、  
24年は同5.2%増と予想

経済研究部 上席研究員 三尾 幸吉郎

(03)3512-1834 mio@nli-research.co.jp

- 2022年の中国経済は成長率目標「5.5%前後」を大幅に下回りそうだ。国家統計局が10月に公表した1-9月期の成長率は実質で前年同期比3.0%増だった。残る10-12月期はやや加速しそうだが、22年通期の成長率は実質で3%台にとどまるだろう。他方、消費者物価はエネルギー高にもかかわらず、消費低迷や豚肉下落を背景に2%の上昇にとどまった（下左図）。
- 22年（1-9月期）の成長率（3.0%）を需要項目別に分解して見ると、最終消費が+1.2ポイント、総資本形成（≒投資）が+0.8ポイント、純輸出が+1.0ポイント、それぞれプラス寄与していた。COVID-19の影響で内需（最終消費、総資本形成≒投資）の弱さが目立った一方、純輸出に関しては内需低迷で輸入が減ったこともあってむしろ堅調だった。
- 産業別に見ると、①COVID-19の影響をほとんど受けなかった産業（第1次産業、金融業、建築業）、②COVID-19の影響からなかなか抜け出せずにいる産業（交通・運輸・倉庫・郵便業、卸小売業、宿泊飲食業、製造業）、③COVID-19の影響とは別に成長の勢いが鈍化してきた産業（不動産業と情報通信・ソフトウェア・IT）の3つに大きく分かれた。
- 今後を予想する上でカギを握るポイントとしては、財政政策、金融政策、ゼロコロナ政策の3点が挙げられる。23年の財政政策は22年より積極化、金融政策はバブル抑制第一のスタンスを堅持、ゼロコロナ政策は手探りながら徐々に緩和に向い23年下半年にはウィズコロナ状態になると見ているが、23年春の全人代では首相交代が見込まれるため不透明な面もある。
- 2023年の実質成長率は前年比5.3%増と予想する。党大会という制約条件が無くなるため消費・民間投資が活性化すると見ているためだ。2024年は巡行速度（=大規模な政策支援なしで無理なく成長できる水準）での経済成長を見込み前年比5.2%増と予想する（下右表）。



経済予測表

	単位	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
		(実績)	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	2.2	8.1	3.4	5.3	5.2
最終消費	寄与度、%	▲0.2	5.3	1.2	4.8	4.0
総資本形成	寄与度、%	1.8	1.1	1.4	0.8	1.2
純輸出	寄与度、%	0.6	1.7	0.8	▲0.3	0.0
消費者物価	前年比、%	2.5	0.9	2.0	2.4	2.3
ローンプライムレート(1年)	期末、%	3.85	3.80	3.60	3.50	3.50
預金基準金利(1年)	期末、%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
人民元(対USD、基準値)	期末、元	6.52	6.38	7.10	6.90	6.80

# 1. 中国経済の概況

2022年の中国経済は全国人民代表大会（全人代、国会に相当）で掲げた経済成長率の目標「5.5%前後」を大幅に下回ることになりそうである。中国国家统计局が10月に公表した2022年（1-9月期）の経済成長率は実質で前年同期比3.0%増だった。残る10-12月期は景気対策が打たれたこともあって11月以降加速しそうだが、2022年通期の経済成長率は実質で3%台にとどまるだろう。

ここ10年ほどの中国経済を振り返ると（図表-1）、新型コロナウイルス感染症（COVID-19）が襲来する前の中国経済はすでに緩やかな減速傾向にあり、2019年の経済成長率は6%まで低下していた。習近平国家主席が2014年末に、これからは高度成長期を終えて中高速成長期に入るとして「新常态」を宣言し、「量より質」を重視して過度に高い経済成長を目指さなくなったからだ。そして2020年以降はCOVID-19に翻弄された3年間となった。2020年には第1波が襲来し中国経済は失速した。中国政府が景気対策で支えたにもかかわらず前年比2.2%増にとどまった。2021年は第1波がおさまリ景気がV字回復したため、財政政策では持続可能性を高め、金融政策を引き締め気味に調整したものの、同8.1%増の高成長となった。2022年はCOVID-19の第2波が襲来して再び失速したが、景気対策で何とか3%台を確保できそうである。このCOVID-19に翻弄された3年間を均して見ると年平均4.5%前後と、5%前後と見られる潜在成長率を下回ったものの、同時期における米国経済の年平均成長率よりは高い経済成長を維持した。

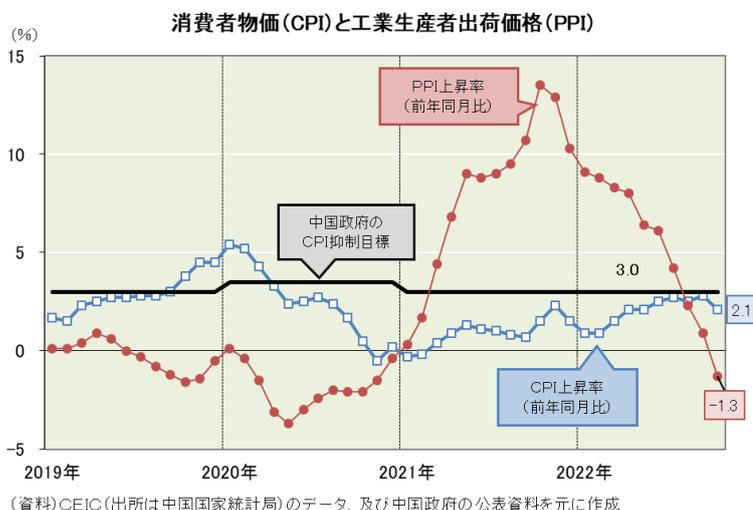
他方、インフレの状況を見ると（図表-2）

（図表-2）、2022年（1-9月期）の工業生産者出荷価格（PPI）は前年同期比5.9%上昇した。原油高を背景に生産財の値上がりが顕著で、特に採掘業は同24.9%上昇と高騰することとなった。一方、消費者物価（CPI）は前年同期比2.0%上昇と安定していた。その背景には、豚肉価格が同18.0%も下落したことや、COVID-19の第2波で消費意欲が盛り上がりせず、サービス価格が同0.9%上昇にとどまったことがある。

（図表-1）



（図表-2）



## 2. 需要面

2022年(1-9月期)の成長率(3.0%)を需要項目別に分解して見ると、最終消費が+1.2ポイント、総資本形成(≒投資)が+0.8ポイント、純輸出が+1.0ポイントだった(図表-3)。COVID-19の影響で内需(最終消費、総資本形成)が弱い一方、外需(純輸出)はむしろ堅調だった。

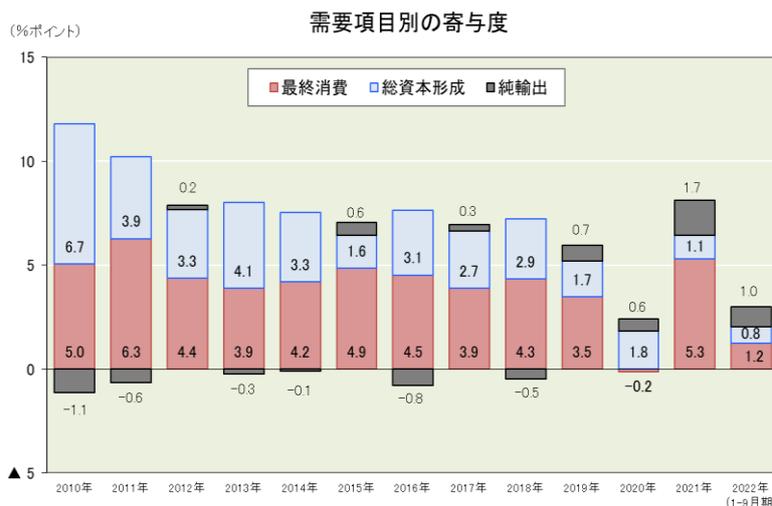
最終消費はCOVID-19が大きな打撃となった。コロナ前3年(図表-3)

(2017~19年)の平均が+3.9ポイントだったのに対し、コロナ禍3年(2020年~22年1-9月期)の平均は+2.1ポイントと、半分近いプラス寄与にとどまっている。消費の実態を探るため家計調査による一人当たり消費支出を見ると、COVID-19流行で外出が減った影響が明確に表れた。巣ごもり下にあっても需要の減りにくい食品煙草酒は、コロナ禍3年も前年比7.6%増と

堅調だった一方、戸外で遊ぶ機会が減ったことで教育文化娯楽が同1.5%増とコロナ前3年(同9.5%増)を大幅に下回り、着飾って外出する機会が減ったため、衣料品も同2.0%増とコロナ前3年(同3.6%増)を下回った。

総資本形成(≒投資)もCOVID-19が大きな打撃となった。コロナ前3年の平均が+2.4ポイントだったのに対し、コロナ禍3年平均は+1.2ポイントとプラス寄与を半分に減らした。投資の実態を探るため固定資産投資の内訳を見ると、不動産デベロッパーの経営不安が表面化した不動産開発投資はコロナ禍3年平均で前年比0.9%増と、コロナ前3年(同8.8%増)を大幅に下回り、中国政府が景気対策を講じたインフラ投資もコロナ禍3年平均で前年比3.3%増と、コロナ前3年(同8.9%増)を下回った。また投資主体別に見ると、国有・国有持ち株企業はコロナ禍3年平均で前年比6.3%増と、中国政府が投資を促したこともあってコロナ前3年(同6.3%増)と同水準を維持したものの、民間企業の投資はコロナ禍3年平均で前年比3.3%増と、コロナ前3年平均の半分の伸びにとどまった。「国進民退」が進んだと言えるだろう。

他方、純輸出にはCOVID-19がむしろ追い風となった。コロナ禍3年平均で+1.1ポイントとコロナ前3年平均(+0.2ポイント)を大幅に上回った。国内における消費・投資の低迷で輸入が減る一方、世界に先駆けて生産体制を正常に戻した中国は輸出を伸ばしたため、貿易黒字が増えた。



(資料)CEIC(出所は中国国家統計局)のデータを元に作成

## 3. 供給面

中国経済を産業別に見ると(図表-4)、①COVID-19の影響をほとんど受けなかった産業、②COVID-

19の影響からなかなか抜け出せないでいる産業、③COVID-19の影響とは別に成長の勢いが鈍化してきた産業も3つに大きく分かれた。

COVID-19の影響をほとんど受けなかった産業としては、第1次産業、金融業、建築業の3産業が挙げられる。第1次産業と金融業は、2022年（1-9月期）に全体を上回る伸びを示したのに加え、コロナ禍3年もコロナ前3年と同水準の成長を続けており、COVID-19の影響は軽微だったと言える。建築業はCOVID-19の影響で2020年と2021年は低い伸びにとどまったものの、インフラ投資が増えたことを背景に2022年（1-9月期）にはコロナ前3年と同水準の成長軌道に戻っている。

COVID-19の影響からなかなか抜け出せないでいる産業としては、交通・運輸・倉庫・郵便業、卸小売業、宿泊飲食業、製造業の4産業が挙げられる。交通・運輸・倉庫・郵便業、卸小売業、宿泊飲食業の3産業は、COVID-19の第1波が襲来した2020年に大きく落ち込み、それが沈静化した2021年には急回復したものの、第2波が襲来した2022年には再び大きく落ち込むこととなった。製造業に関しては、2020年の落ち込みはその他3産業に比べて軽微で、2021年には輸出が好調だったこともあって急回復

(図表-4)

産業別の実質成長率

(単位:%)

	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 (1-9月期)
国内総生産	6.9	6.7	6.0	2.2	8.1	3.0
第1次産業	4.0	3.5	3.1	3.1	7.1	4.2
第2次産業	5.9	5.8	4.9	2.5	8.2	3.9
製造業	6.5	6.1	4.6	2.5	9.8	3.2
建築業	3.9	4.8	5.2	2.7	2.1	4.8
第3次産業	8.3	8.0	7.2	1.9	8.2	2.3
交通・運輸・倉庫・郵便業	9.6	8.3	6.5	0.8	12.1	0.3
卸小売業	7.8	6.7	5.6	▲0.9	11.3	1.2
宿泊飲食業	8.2	6.7	5.5	▲16.8	14.5	▲0.7
金融業	4.8	4.8	6.6	5.9	4.8	5.5
不動産業	7.0	3.5	2.6	1.3	5.2	▲4.4
情報通信・ソフト・ITサービス	20.5	27.8	21.7	18.3	17.2	8.8

(資料)CEIC(出所は中国国家统计局)のデータを元に筆者作成

したものの、2022年（1-9月期）は前年同期比3.2%増とコロナ前3年平均（5.7%）を大幅に下回る伸びにとどまり、回復は道半ばといったところである。製造業もCOVID-19の影響からなかなか抜け出せないでいる産業のひとつと言えるだろう。

COVID-19の影響とは別に成長の勢いが鈍化してきた産業としては、不動産業と情報通信・ソフトウェア・ITの2産業が挙げられる。不動産業は不動産規制強化の逆風を受けて2022年（1-9月期）は前年同期比4.4%減に落ち込んだ。不動産開発の先行指標として重要な分譲住宅の新規着工面積も大幅な前年割れとなっており、今後も引き続き経済成長を押し下げる要因となりそうである。情報通信・ソフトウェア・ITは2022年（1-9月期）も前年同期比8.8%増と高い伸びを示した。但し、コロナ前3年平均（23.3%）と比べると明らかに成長の勢いが鈍化してきた。中国政府がプラットフォームに対する規制を強化したことが背景にある。

## 4. 今後を予想する上でカギを握るポイント

第一のポイントは、ここもとの党大会で決定した新指導部が来春の全国人民代表大会（全人代、国会に相当）で、どんな財政方針を打ち出すのかである。ここ数年を振り返ると、コロナ危機に見舞われた2020年は「積極的な財政政策はさらに積極的かつ効果的なものにする」として、財政赤

字（対 GDP 比）を「3.6%以上」としたのに加えて、地方特別債を 3.75 兆元、感染症対策特別国債を 1 兆元発行するなどコロナ対策を明確に打ち出した。コロナ危機が峠を越えた 2021 年は「積極的な財政政策は質・効率の向上を図り、さらに持続可能なものにする」として、財政赤字（対 GDP 比）を「3.2%前後」に引き下げたのに加えて、地方特別債を 3.65 兆元に引き下げ、感染症対策特別国債の発行を止めるなどコロナ対策で緩んだ財政規律を引き締め、持続可能性を重視した。

そして 2022 年は「積極的な財政政策は、パフォーマンスを向上させるため、さらに精確（精准）に焦点を当て、持続可能なものにする」という基本方針を決め、財政赤字（対 GDP 比）を「2.8%前後」に引き下げ、地方特別債は 3.65 兆元を維持し、感染症対策特別国債はゼロのままとした。しかし、その全人代後に起きた COVID-19 の広まりとそれに伴う景気失速で、成長率目標「5.5%前後」の達成が難しくなった。そこで中国政府は第 14 次 5 ヶ年計画（2021～25 年）などの計画に適合し、経済効果が期待できる有効投資の拡大に乗り出し、地方特別債の発行を急いだ。但し、不動産規制を強化したこともあって、インフラ投資の主力財源である地方政府の土地譲渡収入の伸びは鈍く、

前年同月時点より 1.5 兆元ほど進捗が遅れている（図表-5）。

そこで中国政府はインフラ基金の設立や政策銀行の貸出枠増加に加えて、8 月 24 日の国务院常务会议では地方特別債を 5 千億元余り追加発行することを決めた。それでも土地譲渡収入の不足を補えないようなら、「5.5%前後」に少しでも近づけるべく 2023 年分の地方特別債を年内に前倒し発行することもあり得るだろう。いずれにせよ現在の景気水準は「5.5%前後」を下回った分だけ適正レベルより低すぎる。

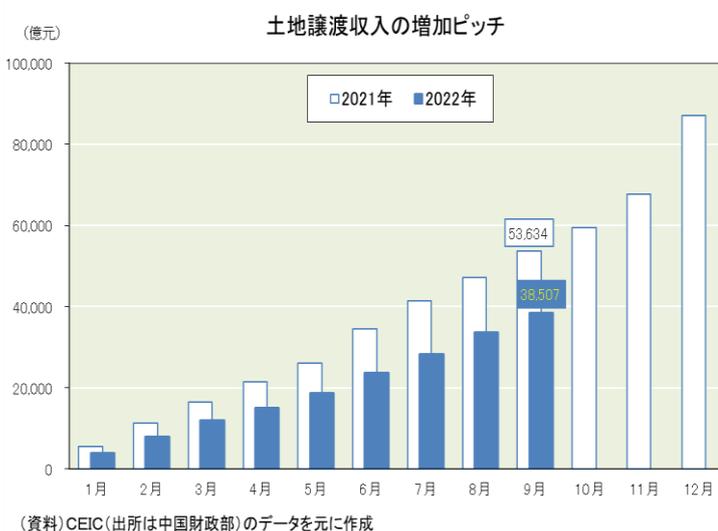
したがって、2023 年春に開催される

全人代では、景気水準を適正レベルに引き上げるべく財政赤字（対 GDP 比）を「3.0%前後」まで高め、地方特別債も年内に前倒し発行した分を上乗せするのではないかと筆者は見ている。但し、2021 年のように持続可能性を重視した財政方針とする可能性も残るため、新首相がどうするか注目したい。

第二に金融政策の方針である。2022 年 3 月に開催された全人代では、「通貨供給量・社会融資総量（企業や個人の資金調達総額）の伸び率が名目 GDP 成長率とほぼ一致」と前年と同じ基本方針を掲げた上で、「流動性を合理的かつ十分に維持する」と付け加え、景気を支える姿勢で臨むこととなった。そして、預金準備率を引き下げるなど量的な金融緩和を実施し、2022 年 1-9 月期の通貨供給量・社会融資総量は名目 GDP 成長率（前年同期比 6.2%増）を大幅に上回る伸びを示した。

一方、金利の引き下げに関しては慎重姿勢を堅持した。景気を回復させるためには大幅な利下げで不動産市場を刺激するのが最も有効だと中国政府は誰よりも良く知っているものの、バブル抑制を優先してきた。そして「住宅は住むためのもので投機するためのものではない」を旗印に、「不動産を短期的経済刺激の手段としない」という位置づけを堅持し、事実上の政策金利とされる LPR（ロ

（図表-5）



ンプライムレート)の引き下げを小幅にとどめてきた。また米国で利上げが加速する国際環境下、米中金利差が広がって人民元が売り込まれる恐れがあったことも、中国政府(含む中国人民銀行)に利下げを躊躇させた要因となった。

筆者は2023年もバブル抑制第一のスタンスを堅持すると見ている。景気を回復させるために「不動産を短期的経済刺激の手段」として使えば、チャイナショック(2015年)のときのようにバブルが急膨張する可能性が高い。そしてそのバブルが崩壊するような事態となれば、習近平国家主席が何より重視する「安定」が脅かされるからだ。但し、米国経済が過度な利上げで失速し長短金利が低下する状況になれば、人民元が売り込まれる恐れもなくなるため、中国にとっては大幅利下げに踏み切る環境が整う。新首相がどうするか注目したい。

第三にゼロコロナ政策の行方である。周知のとおりCOVID-19の感染爆発が世界で初めて起きたのは中国の武漢(湖北省)で、2020年1~2月のことだった。しかしその第1波のあと、中国政府はゼロコロナ政策で感染を抑え込み、新規感染は多くても300名を超えず、死亡者もほとんど無い状態が2年近くも続いた。ところが、2022年3月に第2波が襲来し、4月中旬には無症状を含めると3万人近い新規感染が確認される事態となり、死亡者も累計600名近くに達した。この第2波に対して中国政府はゼロコロナ政策で臨んだため、中国経済は失速することとなった。

それでは、この度の党大会でスタートを切った新指導部もゼロコロナ政策を堅持するのだろうか。これまでのところウィズコロナ政策に舵を切る見通しは立っていない。しかし、その前提条件は整いつつある。①ワクチン接種が34億回を超え、飲み薬の供給にもメドが立ってきたこと。②2021年8月に“ダイナミック・ゼロ”と呼ぶようになり、それまでのゼロコロナ政策を軌道修正し始めたこと、③感染症対策の第一人者(鍾南山氏)がゼロコロナ政策の長期継続に否定的見解を示したこと、④復旦大学などの研究チームが高齢者のワクチン接種率を引き上げ、抗ウイルス療法を推進し、マスク着用など厳格な非医療介入を行えば、死亡者を平年のインフルエンザで発生する8.8万人程度に抑えられると指摘したこと、⑤そして何より世界のほとんどの国がウィズコロナ政策に移行する中で、中国だけがゼロコロナ政策を堅持すれば“鎖国状態”に陥る恐れがあることである。

但し、いまウィズコロナ政策に移行すれば、インフルエンザ並みに抑えられたとしても9万人近い死亡者を出すことになりかねない。欧米先進国では数々の大波(日本では第8波)を経験し、死亡者急増という修羅場を乗り越えて、防疫と経済活動のバランスが大切との世論が形成されて、ようやくウィズコロナ政策に移行する心構えができた。しかし、まだ第2波の中国ではそうした修羅場を乗り越えた経験が少なく、そうした世論も形成されていない。またゼロコロナ政策を堅持したことで、欧米先進国よりも遥かに少ない死亡者数に抑制できたという誇りや、中国経済を世界に先駆けてV字回復させたという自信が邪魔する面もある。さらに5年に1度のビッグイベント(党大会)を控える重要な時期だったことも、大きな方針転換を躊躇させることとなった。

したがって、党大会を終えて新指導部が発足した今、このままゼロコロナ政策を堅持するのか、それともウィズコロナ政策へ移行するのか注目される。少なくとも検討が本格化することだけは間違いないだろう。その検討に際しては、2022年7月に香港の新たな行政長官に就任した李家超氏が9月下旬に取り組み始めたコロナ規制の段階的緩和が試金石となりそうだ。また、世界保健機関(WHO)がパンミックの収束宣言に踏み込めば、それが中国にとってはウィズコロナ政策へ軌道修正するキッカケとなるかもしれない。経済成長率を大きく左右するだけに、その動向を注視したい。

## 5. 中国経済の見通し

以上を踏まえて、2023年の経済成長率は実質で前年比5.3%増と予想している（図表-6）。

2022年は成長率目標「5.5%前後」を大幅に下回る見込み（前年比3.4%増）だが、そうした経済不振の背景にはCOVID-19の第2波が襲来したことに加えて、10月に党大会というビッグイベントが開催されたことがあった。その重要性があまりにも高いことから、さまざまな面で中国経済を下押しすることになったのである。党大会までは何としてもCOVID-19の感染拡大を阻止しようと、中国政府が居住地をなるべく出ないよう指導したため、9月の中秋節や10月の国慶節の連休では旅行者が減少し、個人消費を下押しした。投資に関しても、党大会で決まる重要政策や最高指導部の人事を見極めた上で投資判断しようと、実施を先送りする動きが見られた。

しかし、そうした制約条件が無くなる2023年はさまざまな面で経済活動が活性化していくと見ている。COVID-19の新規感染が多少増えたとしても、無症状の患者が大半を占めていたり、死亡者がほんのわずかだったりすれば、その厳格度はゆっくりとだが徐々に緩和されていくだろう。実際、習近平国家主席は「ゼロコロナ政策を堅持する」と宣言したまま、2022年9月には外遊を再開し、11月のG20サミットでは外遊したうえ夕食会にも参加した。また、党大会が終わったことで民間投資も活性化する。新指導部の顔ぶれが分かり、経済運営の方向性が予想しやすくなるからだ。企業家にとっては、ライバルに先んじてビジネス機会を捉えるビッグチャンスでもある。したがって、2023年は抑制されてきた消費が徐々に勢いを取り戻し、不振だった民間投資も徐々に勢いを取り戻す年となるだろう。

但し、来春に開催される全人代では、経済運営を担う首相が交代することになる。新首相がその手腕を存分に発揮できるようになるには一定の準備期間が必要となるだろう。そこで2023年上半期はやや低め（前期比年率4%前後）、下半期はやや高め（同6%前後）と予想している。これらを前年比に直すと

（図表-6）

経済予測表

	単位	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
		(実績)	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	2.2	8.1	3.4	5.3	5.2
最終消費	寄与度、%	▲ 0.2	5.3	1.2	4.8	4.0
総資本形成	寄与度、%	1.8	1.1	1.4	0.8	1.2
純輸出	寄与度、%	0.6	1.7	0.8	▲ 0.3	0.0
消費者物価	前年比、%	2.5	0.9	2.0	2.4	2.3
ローンプライムレート(1年)	期末、%	3.85	3.80	3.60	3.50	3.50
預金基準金利(1年)	期末、%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
人民元(対USD、基準値)	期末、元	6.52	6.38	7.10	6.90	6.80

そして、2024年は前期比年率で5%前後の巡行速度(=大規模な政策支援なしで無理なく成長できる水準)での経済成長に回帰と予想している。これを前年比に直すと5.2%増となる。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。