

政治経済両面で転換期を迎える中国（今年の回顧と来年の展望）

11月の経済指標からは景気持ち直しの兆しを確認された。2021年の景気を振り返ると、コロナ・ショックから急速に立ち直った前年に比べ勢いは明らかに鈍化、ここにきて政府は景気テコ入れのため政策の修正を迫られている。より根底では、「共同富裕」政策が示す通り社会主義回帰に明確に舵を切り、経済面では「高所得国」入りで成熟度を増すとともに成長鈍化は不可避。

ようやく景気持ち直しの兆し

11月の主な経済指標からは、一部で景気持ち直しの動きが確認された。PMI指数は製造業で3ヵ月ぶりに好不調の境目である50を上回った。ただ、非製造業は50超ながらやや悪化し、景気全体としては停滞感の残る状況であった。主な需要の動向を見ると、個人消費は物販が伸びたものの、飲食サービスは散発的なコロナ感染により落ち込み、PMI指数同様の傾向、全体としてみれば緩やかな動きであった。一方で、輸出は拡大傾向を維持、製造業の生産活動は電力不足の緩和もあり活発化しており、固定資産投資も製造業は好調であった。政府のインフラ投資も動き出し、不動産業も政府の緩和姿勢を反映して下げ止まった（景気動向についての詳細は後半の「主な指標の動き（2021年11月）」参照）。

2021年の中国経済は実質的に減速

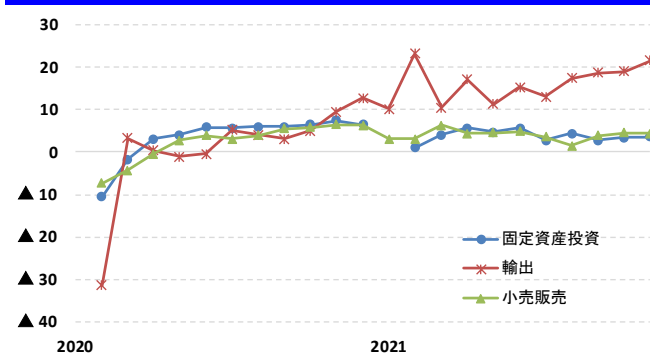
年の暮れでもあり、この1年間の中国経済の動きを振り返ってみると、コロナ・ショックから急速な回復を見せた2020年に比べると、年初から景気の勢いはさほど強いわけではなかった。実質GDP成長率は、2020年の前年比+2.2%から2021年は+8%前後へ高まったとみられるが¹、その高い伸びの大部分はコロナ・ショックの反動であり、年間の成長度合いを示す指標として用いられる第4四半期（10～12月期）の前年同期比は2020年の+6.5%に対して2021年は+4%程度にとどまった模様である。

主な需要について見ると、輸出は海外景気が中国の後を追うように回復してきたこと、そうした中でASEANなど競合する地域においてコロナ感染の影響で生産力が低下した分の穴埋め需要が発生したことなどを追い風に、2021年はむしろ伸びを高めた（右図）。

低調だったのは内需である。ゼロ・コロナ戦略をとる中国政府は、散発的に発生するコロナ感染を完全に封じ込めるため、地域限定ながら強力な行動制限を実施、心理面を含め消費活動を強く抑制したため、感染拡大

のあった年初や夏場、さらには上述の通り足元でも飲食サービスを中心に個人消費が低迷した。固定資産投資も総じて冴えない動きが続いた。年前半は製造業が伸び悩む中、不動産業や政府のインフラ投資が支えたが、夏場に米中摩擦対策として打ち出されていたインフラ投資が息切れ、秋口には恒大集団の破綻懸念が象徴する通り、不動産業において政府による貸出規制強化の影響が強まり投資が減速した。一方で、

主要月次指標（2年前比年平均変化率、%）



(出所) 中国国家统计局、中国海関総署

¹ 詳細は、2021年11月24日付 Economic Monitor「中国経済：減速要因が解消に向かい来年にかけて景気は持ち直し（改定見直し）」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2021/2126/>

製造業は夏場から再び増勢を強めたものの全体を押し上げるには至らなかった。

経済政策は景気刺激色を強める

こうした状況を受けて、政府はインフラ投資の拡大加速を進めているほか、不動産分野に対する資金供給規制を事実上弱める姿勢を見せているのは前述の通りである。さらに、金融政策は一段と緩和方向に舵を切っている。2021 年に入り、7 月 15 日、12 月 15 日にそれぞれ預金準備率を 0.5%Pt 引き下げ、金融機関に資金供給量の増加を促した。さらに、12 月 20 日には 1 年物最優遇貸出金利を 3.85%から 3.80%へ引き下げた。政策金利の引き下げは実に 1 年 8 ヶ月ぶりである。

また、翌年の経済政策の方針を決める中央経済工作会议（12/8～10）では、2022 年の重点政策として経済の「安定」を最優先すべく、積極的な財政政策と穏健な金融政策の継続、新たな減税・費用削減策の実施、インフラ投資の前倒しを挙げた。加えて、新たな政策「共同富裕」においては公益慈善事業への参加を促したほか、国有企業を主、民間企業を従とする方向性、一次産品なかでも食糧の供給保障、恒大集団の件を意識したとみられる金融リスクの防止と企業の自力対処、電力不足に陥った反省から脱炭素の現実的なペースでの推進が示された。

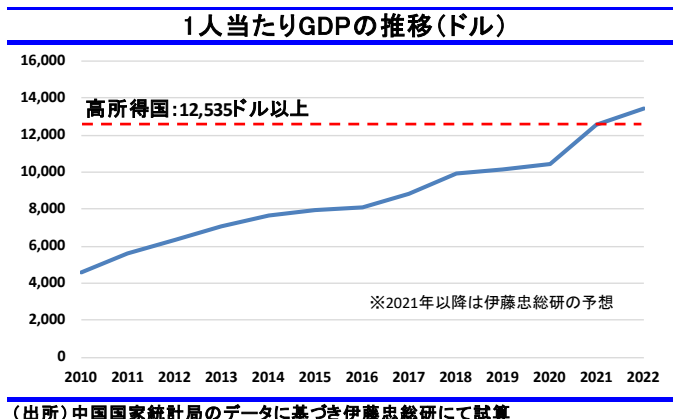
2 つの大きな転換期を迎える 2022 年の中国

こうした政策メニューからも、中国が政治面で大きな転換期を迎えたことが垣間見られる。すなわち、7 月 1 日の共産党 100 周年で習近平総書記が力強く宣言、「歴史決議」にも盛り込まれた、マルクス主義への回帰である。「小康社会」の実現を理由に、鄧小平による「先富論」、すなわち多少の格差は許容し、先に富める者が経済成長を進め、その恩恵を広く浸透させれば良いという考えを放棄、共産党らしく格差を許容しない方針が明確に示された。

その目玉政策が「共同富裕」であり、賃金引き上げや税・社会保障による所得の再分配に加え、企業などへ寄付を促した。2021 年前半には、一部のプラットフォームで行われた優越的地位の濫用、人件費の過度な抑制による超過利潤、IPO による莫大なキャピタルゲインなどの不労所得を問題視する事例が相次いだ。ただ一方で、これらが一攫千金というチャイナ・ドリームを与え中国経済の活発な成長を支えてきた面もある。2022 年秋の党大会で習近平総書記の 3 選が決まれば、社会主義現代化強国となることで「中国の夢」の実現を目指す方針が、利益追求を源泉とする中国の競争力を削ぐ可能性があるだろう。

経済面での 2022 年にかけての転換は「高所得国」入りであろう。世界銀行は、1 人当たり GDP が 1 万 2,535 ドルを超えると高所得国（先進国）としており、早ければ 2021 年にもこの水準に達する。これを境目に何かが変わるわけではないが、経済の成熟化が一段と進み、消費者の要求が量の充足から質の向上へ変化していくことは確かである。

同時に、成熟化する中国経済の成長ペースは、これまでのような 6%を超える高成長には戻らないだろう。共同富裕による所得格差の縮小は、中間層の拡大を意味する。2022 年以降の中国経済は、一段とサービス分野が裾野を広げて拡大していく個人消費を牽引役として 5%程度の中成長を目指していくこととなるだろう。



主な指標の動き (2021 年 11 月)

PMI (購買担当者指数)

11 月の製造業 PMI は 50.1 と 10 月 (49.2) から改善した。3 ヶ月ぶりに景気拡大・縮小の分かれ目となる 50 をかろうじて上回った。電力不足問題や物価上昇圧力の緩和が、景況感の押し上げにつながった模様。

主な内訳を見ると、生産 (10 月 48.4→11 月 52.0) が顕著に改善した。背景には、石炭増産などの政策対応により電力需給のひっ迫が和

らいだことがある。新規受注 (48.8→49.4) は 50 を下回ったものの、5 ヶ月ぶりに上昇に転じた。新規輸出受注 (46.6→48.5) も依然 50 以下での推移となったが、2 ヶ月連続で改善した。原材料購入価格 (72.1→52.9) は大幅に低下、物価上昇圧力の緩和を示した。企業規模別では、大企業 (50.3→50.2) が小幅低下したものの 50 超を維持、中規模企業 (48.6→51.2)・小規模企業 (47.5→48.5) は改善した。

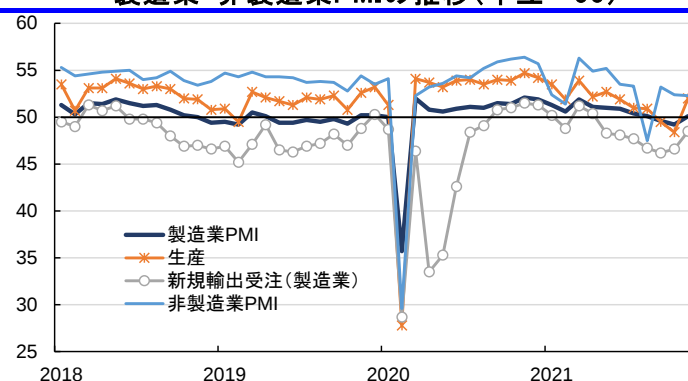
11 月の非製造業 PMI は 52.3 と、10 月 (52.4) から小幅低下にとどまった。中国各地での散発的なコロナ感染発生を受けて、宿泊や娯楽などを中心にサービス業 (51.6→51.1) の低下が続いた。一方、建設業 (56.9→59.1) はインフラ投資の増加を背景に、3 ヶ月ぶりに上昇に転じた。

輸出 (通関統計、米ドルベース)

11 月の輸出額 (ドルベース) は前年同月比 +22.0% と、10 月 (+27.1%) から鈍化したものの、2 桁台の高い伸びを維持した。当社が公表実額値から試算した季節調整値では、前月比▲0.2% と前月から小幅に減少したものの、10~11 月平均では 7~9 月期対比 +6.2% となり、7~9 月期の前期比 +3.1% から拡大ペースが加速した。原材料・輸送コスト増に伴う価格転嫁を反映した輸出価格²の上昇も、引き続き輸出額の押し上げに寄与した模様。

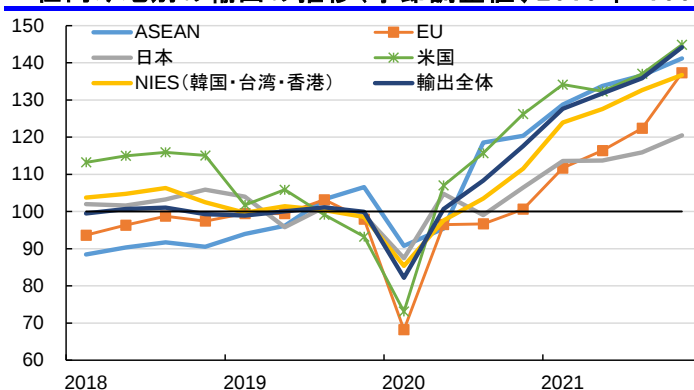
主な仕向地別に見ると (右図)、EU 向け (7~9 月期前期比 +5.2%→10~11 月³ +12.2%) が大幅に加速したほか、米国向け (+3.6%→+5.7%) や日本向け (+1.9%→+4.0%) も加速、NIES (韓国・台湾・香港) 向け (+4.0%→+3.0%) も増勢を維持した。ASEAN 向け (2.1%→+3.4%) は、感染状況の落ち着きを受けて、マレーシアやインドネシアを中心に加速した。

製造業・非製造業 PMI の推移 (中立=50)



(出所) 中国国家统计局

仕向け地別の輸出の推移 (季節調整値、2019年=100)



(出所) 中国海関総署 (注) 当社試算の季節調整値

² 輸出価格指数 (11 月分は未公表) は、7~9 月期に前年比 +6.6% と 4~6 月期 (▲0.6%) からプラスの伸びに転化、10 月も +8.1% と伸びが高まった。PPI 消費財価格の上昇継続を考慮すると、11 月の輸出価格も高い伸びが続いたとみられる。

³ 7~9 月期平均に対する 10~11 月平均の輸出額の変化。他地域も同様。

主な財別では、衣服（7～9月期前期比+1.8%→10～11月+11.8%）、靴（+11.0%→+13.8%）、プラスチック製品（▲0.6%→+7.1%）など軽工業品の輸出が引き続き好調だった。マスクを含む繊維品（+4.5%→+6.9%）の伸びも加速、感染が再拡大している欧州向けが押し上げに寄与したとみられる。PC・PC部品（+5.6%→+4.4%）や集積回路（+7.9%→+5.3%）は、伸びが鈍化したものの増勢を維持した。

社会消費品小売総額（小売販売）

11月の社会消費品小売総額（小売販売）は前年同月比+3.9%と、10月（+4.9%）から伸びが鈍化した。コロナ・ショックによる歪を取り除くため2年前比（年平均）で見ても+4.4%と、10月（+4.6%）から鈍化した。内訳を見ると、散発的な感染発生を受けて飲食サービス（+1.4%→▲1.7%）の伸びが再びマイナスに転じた。他方、物販（10月+5.0%→11月+5.3%）の伸びは小幅に加速した。化粧品や日用品の販売が好調だったほか、自動車販売の減少幅も縮小した。

11月の乗用車販売台数は、前年同月比▲4.7%と7ヵ月連続でマイナスの伸びとなったものの、10月（▲5.0%）から減少幅が縮小した。当社試算の季節調整値でも前月比+0.4%（年率2,138万台）と10月（+7.4%）から伸びが鈍化したものの拡大基調を維持した。先月に続き、半導体不足問題がやや緩和したことが生産・販売の改善に寄与した。

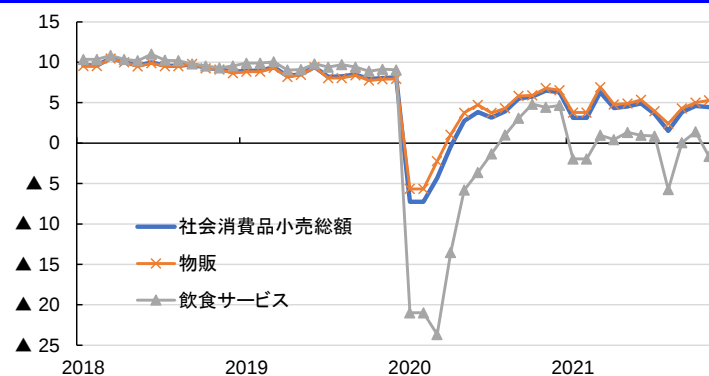
中国国内の感染状況は、11月下旬にいったん収束したものの、内モンゴル自治区や浙江省を中心に再び新規感染者数が増加に転じている。また、オミクロン株の感染者も少数ながら複数都市（天津市・広州市）で確認されている。感染が拡大している浙江省の一部都市では、来年3月まで省を跨いだ移動に対する制限を課すなど、感染対策を強化している。消費は引き続き感染動向に脆弱な状況が続くとみられる。

固定資産投資（都市部）

11月の固定資産投資（設備投資、公共投資、住宅投資の合計、都市部）は、前年同月比▲2.2%⁴と10月（▲2.4%）からマイナス幅が縮小した。コロナ・ショックによる歪を取り除くため2年前比（年平均）で見ても、+3.6%と10月（+3.4%）から伸びが小幅に高まった。

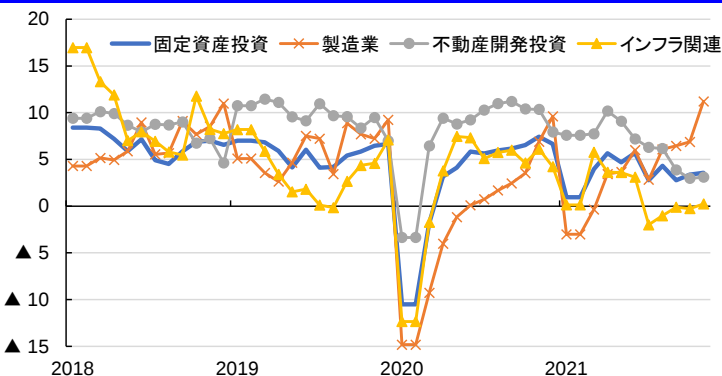
主な内訳を見ると、全体の約3割を占める製造業（10月+6.9%→11月+11.2%）が2年前比で大幅に加速した。通信・電子機器や医薬などハイテク分野の投資が顕著に増加したほか、自動車も11

社会消費品小売総額の推移（2年前比、年平均%）



（出所）中国国家统计局

固定資産投資の推移（2年前比、年平均%）



（出所）中国国家统计局

⁴ 当社試算の単月の前年同月比。10月も同様。

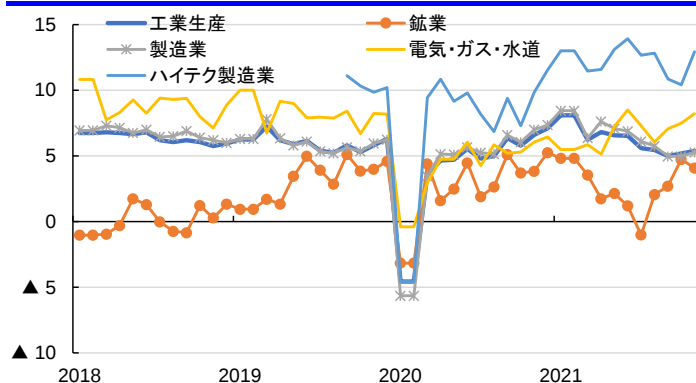
ヵ月ぶりにプラスの伸びに転じた。投資の2割強を占めるインフラ関連分野⁵（▲0.3%→+0.2%）も、5ヵ月ぶりに小幅ながらプラスの伸びに転じた。インフラ投資の資金源となる地方政府專項債の発行加速が支えとなった模様。他方、減速が続いていた不動産開発投資（+3.0%→+3.1%）は、ほぼ横ばい推移となった。デベロッパーへの貸出正常化の要求など不動産バブル抑制策の微調整が、不動産投資のさらなる悪化回避に寄与したとみられる。

恒大集団に関しては、猶予期限を迎えた米ドル建て債の利払いが確認できなかったことを受け、12月9日、格付け会社フィッチ・レーティングスが部分的なデフォルトを認定したが、デフォルトをすでに想定していた市場には大きな動揺は見られなかった。ただし、同社が広東省政府や中国人民銀行の監督のもとで進める債務再編協議が難航し、不動産市場に悪影響を及ぼすリスクは残存している。こうした不動産市場の調整圧力に対応するため、政府は下支え姿勢をみせている。12月6日には中国人民銀行が預金準備率の0.5%Pt引き下げ（12月15日～）を発表、流動性を供給した。中小零細企業支援に加え、不動産デベロッパーの資金調達難の緩和にも寄与するとみられる。また、2022年の経済政策方針を議論する中央経済工作会议（12月8～10日）では、「住宅は住むためのものであり投機対象ではない」というバブル抑制の姿勢は維持しつつ、「住宅購入者の合理的な住宅ニーズを満たすために住宅市場を支援し、不動産業の健全な発展と好循環を促進すべき」として、不動産政策の緩和を示唆した。このような政策の調整を受け、2022年半ばにかけて不動産投資の減速には歯止めが掛かっていくだろう。他方、インフラ投資については、2022年1～3月期に景気下押し圧力が強まることが考慮され2022年分の地方政府專項債が前倒しで発行⁶されたことや、中央経済工作会议でインフラ投資の前倒し実施が指示されたことなどを背景に持ち直しが続き、景気下支えに寄与する見込み。

工業生産

11月の工業生産（実質工業付加価値生産額）は前年同月比+3.8%（10月：+3.5%）と2ヵ月連続で伸びが高まった。コロナ・ショックによる歪を取り除くため2年前比（年平均）で見ても、+5.4%（10月：+5.2%）と小幅加速が続いた。産業別にみると、製造業（2年前比：10月+5.0%→11月+5.3%）の伸びが高まった。石炭増産など電力不足への対応進展を反映し、電気・ガス・水道（+7.5%→+8.2%）も伸び加速が続いた。他方、鉱業（+4.7%→+4.1%）は伸びが鈍化した。

工業生産の推移（2年前比、年平均%）



（出所）中国国家统计局

⁵ 鉄道輸送、道路輸送、水利・環境・公共施設管理、電気・ガス・水道の合計。

⁶ 地方政府債務に関する国务院定例政策説明会（12月16日）によると、財政部は最近2022年の地方政府專項債発行枠のうち1.46兆元を前倒しで発行した。また、專項債で調達された資金の使用効率を高めるため、2022年1月1日から資金の使用状況やプロジェクトの進捗に関する日常的な監督を強化することなども発表された。

製造業を業種別にみると、医薬品製造や通信・電子機器などハイテク製造業⁷（10.4%→12.9%）の伸びが大幅に加速した。輸出の好調さを背景に電気機械も増勢を維持した。他方、不動産・インフラ投資の弱さを受け、鉄鋼や非鉄金属などは弱含みが続いた。

石炭価格は11月以降下落に転じており、電力不足による生産下押し圧力は徐々に和らいでいる模様。不動産市場の調整の影響も、来年年央に向けて不動産投資が底入れに向かうにつれ弱まるだろう。ただし、浙江省の一部の工場が、感染拡大に伴い12月上旬以降操業を停止しており、防疫措置強化による生産下押しリスクには引き続き注視が必要。

消費者物価

11月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比+2.3%（10月：+1.5%）と、2ヵ月連続で伸びが高まった。一方、前月比では+0.4%と10月（+0.7%）から小幅鈍化した。昨年同月のCPIが前年比▲0.5%とマイナスの伸びだったことの反動も、前年比伸び率の高まりに寄与した。

内訳をみると、短期的な需給のひっ迫により豚肉価格の前年比マイナス幅が大幅に縮小した

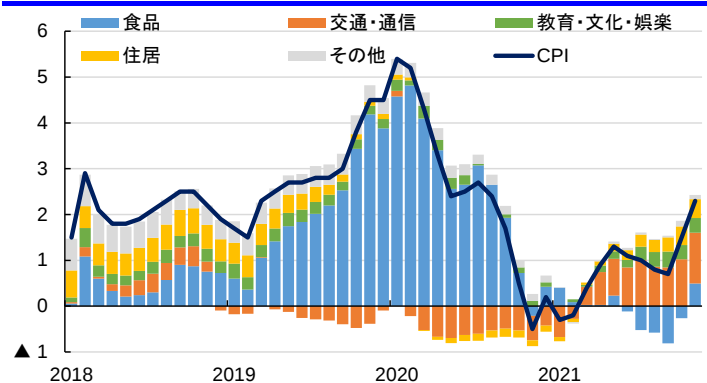
上、散発的な感染発生による生産・輸送コスト増の影響で野菜価格の上昇も続き、食品価格（10月前年同月比▲2.4%→11月+1.6%）が6ヵ月ぶりにプラスの伸びに転じた。さらに、原油価格の上昇を受け、車両用燃料を含む「交通・通信」の項目でも伸びが高まった。他方、食品・エネルギーを除いたコアCPIは+1.2%と、10月（+1.3%）から小幅鈍化しており、生産者物価上昇による消費者物価への価格転嫁は引き続き限定的な模様。

生産者物価

11月の生産者物価指数（PPI）は前年同月比+12.9%と、10月（+13.5%）から鈍化、高い伸びながら上昇が一服した。前月比でも+0%と、10月（+2.5%）から鈍化した。

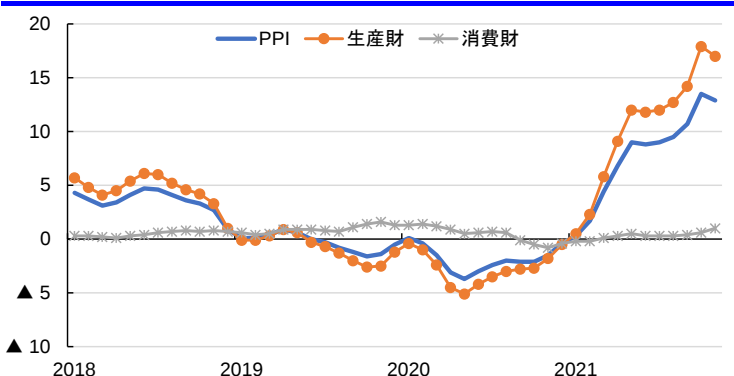
内訳をみると、電力不足への対応として石炭の増産が加速したことから、石炭採掘中心に鉱産物価格（10月前年同月比+66.5%→11月+60.5%）の伸びが鈍化し、生産財価格（+17.9%→+17.0%）を押し下げた。電力不足問題の緩和や需要の後退により、鉄鋼（+39.9%→+31.0%）や非鉄金属（+29.5%→+26.5%）の伸びも鈍化し

消費者物価指数の推移（前年同月比寄与度、%Pt）



（出所）中国国家统计局（注）ウエイトは当社推計

生産者物価指数の推移（前年同月比、%）



（出所）中国国家统计局

⁷ 医薬品、航空・宇宙機器、電子・通信機器、コンピュータ・事務機器、医療機器・計装機器、情報化学品製造業。

た。他方、原油価格上昇の影響を受け、石油・石炭加工（+53.0%→53.1%）は上昇が続いた。

消費財価格（+0.6%→+1.0%）は、食品・日用品・衣料品・耐久財とすべての項目で伸びが高まり、小幅加速が続いた。

人民元対ドル相場

対米ドル人民元レートは、輸出の堅調さを背景に元高基調での推移が続いている。12月8～9日には一時、2018年5月中旬以来となる元高水準に達した。これを受け、中国当局は、①12月15日から外貨預金準備率を7%から9%へ引き上げ（12月9日発表）、②中国国内投資家に海外への投資を認める適格国内機関投資家（QDII）制度の投資枠を35億ドル拡大（12月15日発表）、と相次いで元高抑制措置を打ち出した。過度の元高が輸出にもたらす悪影響を懸念したものとみられる。

人民元相場の推移（元/米ドル）



（出所）中国外貨取引センター

上述の元高抑制措置に加え、①米中中銀のスタンスの違い、②中国の貿易黒字縮小により、今後の人民元の上昇余地は限られるだろう。①については、中央経済工作会议で示された通り2022年の中国の金融政策は景気下支えのため緩和姿勢が続く一方、米連邦準備理事会（FRB）は12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）で量的緩和縮小（テーパリング）の加速を決定、利上げ時期の前倒しが示唆された。②に関して、2022年の輸出は、東南アジアなど他地域の感染拡大を受けた生産・輸出代替による押し上げ効果の剥落や財からサービスへの需要シフトにより、増勢が鈍化するだろう。一方、インフラ投資や消費の持ち直しを背景に輸入の拡大が続き、その結果、貿易黒字は縮小に向かうとみられる。