

高まる追加金融緩和期待

～22年は「5%以上」の成長を目指すか～

王 雷軒

要旨

年初は経済指標の発表は少ないが、春節連休中（旧正月）の消費動向等からは景気下押し圧力は依然強いと思われる。こうしたなか、1月の社会融資規模が過去最多を更新したものの、企業の借入金利や住宅ローン金利をさらに引き下げる必要性もあり、追加金融緩和を行う可能性が高い。

また、3月5日に開催される予定の全国人民代表大会（全人代、国会に相当）でどのような22年成長率目標を示すのかが注目されている。各地方の成長率目標の設定状況を踏まえると、「5%以上」と設定される見込みだ。

景気動向：下押し圧力は依然強い

年初は経済指標の発表は少ないため、足元の景気動向の実態を的確に把握するのは難しいが、北京冬季五輪（2月4日～20日）や春節連休中（旧正月、1月31日～2月6日）の消費動向からは、景気は持ち直しの動きはあるものの、下押し圧力が依然強いと見られる。

まず、北京冬季五輪の開催を契機に、感染リスクが低い地域でスキー場などのウィンタースポーツ施設の利用が急増したほか、関連用品も爆発的に売られていたことから、個人消費は一定程度押し上げられたと見られる。

また、交通輸送部（中央省庁）によると、22年の春節連休中、鉄道・道路・船舶、航空便を利用した客数は延べ1.3億人、前年比31.7%となるなど、大きく回復した。その背景には、政府が高リスク地域のみを対象に「いる場所で年越しをしよう」と呼びかけたことから、新型コロナ抑制策が21年春節期間に比べてやや緩和したことが挙げられる。

一方、文化・観光部（中央省庁）によると、22年春節連休中の国内観光客数は2.51億人、前年比▲2.0%、19年の73.9%に相当する。また、国内観光収入は2,892億元（約5.2兆円）、前年比▲3.9%、19年の56.3%となった。さらに、映画興行収入は60億元、前年比▲22.3%となったほか、白酒消費も21年春節を下回った状況である。新型コロナ抑制策に加えてチケットの値上がりなどを背景に観光業や娯楽業をめぐる状況は依然厳しいも

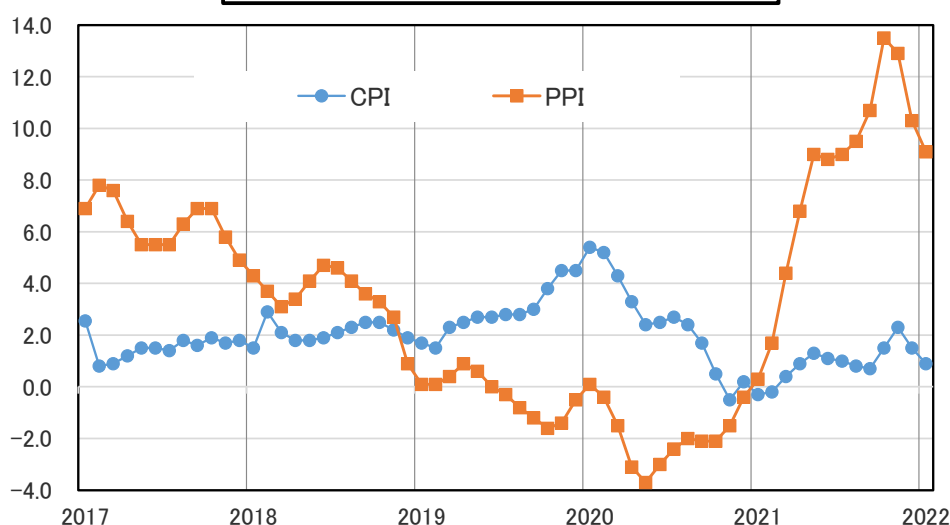
のとなっている。

また、中国指数研究院によると、22 年春節連休中の新築住宅販売面積は前年比▲51.0%となり、不動産市場は依然低迷し調整局面が続いていると見られる。

以上から、北京冬季五輪による個人消費の押し上げ効果や春節連休中の帰省人数の増加は景気下支えとなったものの、観光収入や住宅販売の低迷が続いたことから、景気下押し圧力は依然強いと思われる。

(%前年比)

図表1 中国のCPIとPPI上昇率の推移



(資料)中国国家统计局、Windより作成、直近は22年1月。

物価動向：インフレ懸念は和らいだ

こうした内需の弱さもあり、中国の物価上昇率は鈍化した。国家统计局が発表した物価統計によると、1月のCPIとPPIはいずれも前年比上昇率が鈍化した。CPIは前年比が0.9%と21年12月(同1.5%)から0.6ポイント縮小、PPIも同9.1%と3ヶ月連続で鈍化した(図表1)。これらのデータからインフレ懸念が和らいだため、追加金融緩和期待が高まっている。

鈍化した要因として、豚肉価格が前年比▲41.6%と急落したほか、石炭や鋼材の値上がりも一服したことが挙げられる。ただ、前月比で見れば、いずれも上昇率がやや高まっており、インフレ懸念が払しょくされたわけではない。

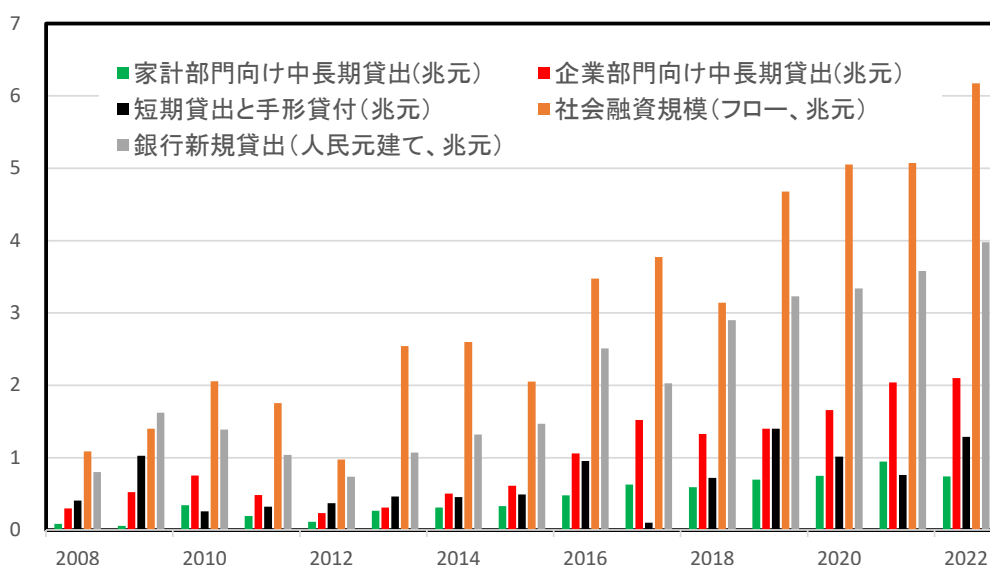
金融情勢：1月の社会融資規模が過去最多を更新

中国人民銀行(中央銀行、以下「人民銀行」)が公表した1月の社会融資規模(实体经济に供給される資金量)は6.17兆元と過去最多を更新した(図表2)。その詳細を確認すると、22年1月の家計部門向け中長期貸出は21年1月に比べて減少したほ

か、企業部門向け中長期貸出も小幅増加にとどまった。一方、短期貸出と手形貸付（1.29兆元）が家計部門向け中長期貸出の減少を上回る急増となった。

21年1月から、金融当局は金融機関の不動産向けの融資総量規制を導入し、不動産開発企業だけでなく、住宅ローンの利用者に対しても厳格な規制を行ってきた。これを受けて家計部門（住宅ローン）向けの貸出や不動産ディベロッパー向けの貸出が抑制された状況は22年1月も続いていたと見られる。

図表2 年次別の1月の銀行新規貸出の推移



(資料) 中国人民銀行、Windより作成

2月のLPRは据え置かれたが、3月には追加金融緩和を行う可能性が高い

人民銀行は21年12月15日に預金準備率を0.5%引き下げた。また、12月20日には銀行の新規貸出金利の参照指標となるローンプライムレート（LPR）の1年物を3.85%から3.80%に引き下げた。さらに、22年1月20日にも、LPR1年物を3.70%と10bp引き下げたほか、今回は据え置かれたLPR5年物も5bp引き下げるなど矢継ぎ早の金融緩和策が行われてきた。

そのため、2月にはLPRは据え置かれたが、前述した通り、金融緩和の波及効果はまだ現れていないと見られるため、LPR5年物の金利をさらに引き下げるなど追加金融緩和が必要な状況と言える。

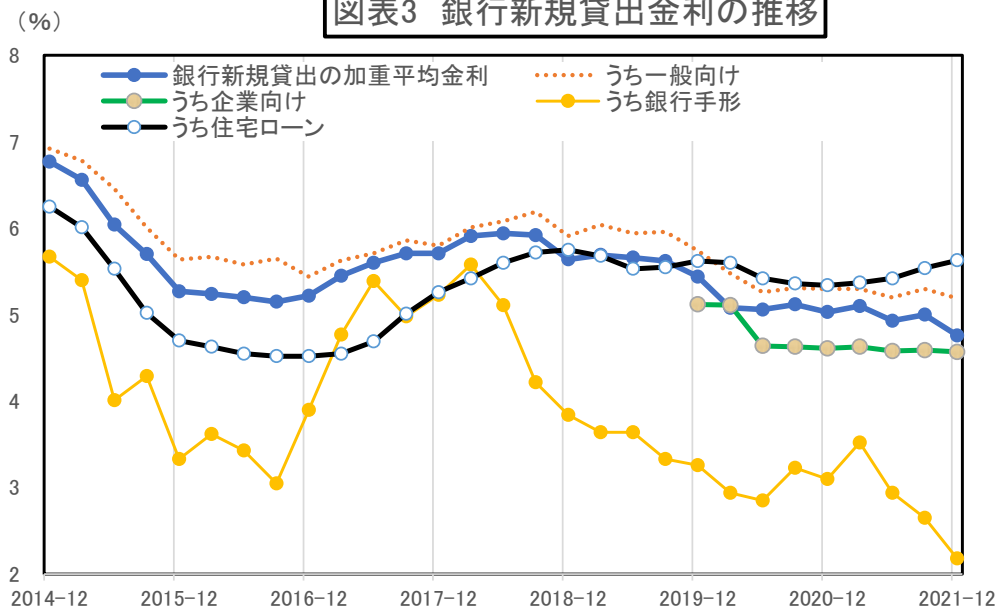
実際、企業向けの銀行新規貸出金利を確認してもそれほど低下していない。21年10～12月期の銀行新規貸出の加重平均金利は4.76%と7～9月期から24bp低下したが、企業向けは4.57%

とそれほど低下しなかった(図表3)。住宅ローン金利をみると、21年から上昇に転じ、21年10～12月期には5.63%と20年10～12月期から29bp上昇した。ただ、足元では、1月20日にLPR5年物の金利が5bp引き下げられたこともあり、再び低下に転じたと思われる。

また、「中国貨幣政策執行報告21年第4四半期」によると、21年のマクロレバレッジ比率は272.5%と20年から7.7ポイント低下したとの記述があり、追加金融緩和の余地があるとも読み取れる。そのうえ、「金融機関が実体経済の資金需要を拡大させる必要がある」との内容から、今後は銀行貸出金利の引き下げなどを通じて企業の資金需要を拡大させる動きが強まるだろう。

これらに加えて、春節連休明け後、インフラ投資の前倒し実施や地方債発行の前倒し承認が行われるなど、当局の安定成長維持への施策が加速している。これらを踏まえると、3月にも追加利下げ、預金準備率の引き下げを行う可能性が高い。

図表3 銀行新規貸出金利の推移



(資料) 中国人民銀行、Windより作成、四半期別データ、直近は21年10～12月期。

全人代では 22 年の成長率目標は「5%以上」に設定される見込み

一方、3月5日に開催される予定の全国人民代表大会(全人代、国会に相当)でどのような22年成長率目標などが示されるかが注目されている。

全人代の前に各地方政府が人民代表大会(地方版全人代)を開催する。新型コロナウイルス感染者の拡大によって例年より開催が遅

22 年の経済見通しは 5.5%と予測

れていた天津市の人民代表大会が2月14日に閉幕したことを受けて31地方（省・市・自治区）の22年地方版全人代は終了した。そこで地方版全人代で示された22年の成長率目標をまとめた（図表4）。

図表4の22年実質GDP成長率目標を確認すると、北京市・天津市が「5%以上」で最も低いものとなる。また、上海市・広東省・重慶市・黒竜江省・青海省の5つの地方が「5.5%前後」を設定した。ほかの24の地方が5.5%以上となっているが、最も高いのは海南省の9%以上である。

22年目標については、当然ながらベース効果の剥落などを受けて21年目標から引き下げた地方が多く、31地方のうち26と大多数を占めた。しかし、20年と21年の実質GDP成長率を幾何平均により算出した2年平均値と比較すると、江蘇省と重慶市が引き下げ、浙江省と山西省が変わらず、ほかの27地方では引き上げた格好である。

こうした各地方の目標の設定状況を踏まえると、全国の22年目標は「5%以上」と設定される可能性が高い。ただ、上海市、北京市、河南省、湖北省などの11つの地方の2年平均の実質GDP成長率は全国の5.1%を下回った。うち湖北省は21年に2年ぶりのプラス成長となったものの、2年平均では3.5%と、19年（同6.8%）に比べて20年の都市封鎖からのダメージが大きく、完全回復には至っていないと見られる。

また、21年の目標を達成できなかった地方は河南省（実績－目標＝▲0.7%）、遼寧省（同▲0.2%）などがある。河南省については、洪水などの自然災害や新型コロナ感染抑制策による影響が大きかったと考えられる。これらの状況を考えると、22年の目標は「5%以上」に設定されたとしても、決して容易に達成されるものではないと考えている。

最後に22年の経済見通しと当面の注目ポイントを述べてみたい。新型コロナ感染抑制策による経済活動への下押し効果や輸出拡大テンポの鈍化が見込まれるものの、打ち出された金融緩和策や内需拡大策などを受けて1～3月期の実質GDP成長率は前年比4.5%に持ち直し、その後も徐々に加速し、22年を通しては前年比5.5%を予測している。

他方、不動産市場は調整局面から脱出できるか、米国の金融政策の正常化への警戒感やウクライナ情勢をめぐる地政学的リス

クの高まりによる中国経済への影響などに注意を払う必要がある。引き続き全人代に加えてこれらの動向や進展にも注意深く見ていきたい。

(22. 2. 22 現在)

図表4 地方別の成長率目標

	21年実質 GDP成長 率目標(a)	21年名 目GDP (兆元)	21年実質 GDP成長 率(%、前 年比、b)	21年目標 の達成状 況	21年実質 GDP成長 率(%、2年 平均、c)	22年実質 GDP成長 率目標(d)	dとc比較	dとa比較
全国	6%以上	114.37	8.1	達成	5.1	—	—	—
広東	6%以上	12.44	8.0	達成	5.1	5.5%前後	↑	↓
江蘇	6%以上	11.64	8.6	達成	6.1	5.5%以上	↓	↓
山東	6%以上	8.31	8.3	達成	5.9	5.5%以上	↑	↓
浙江	6.5%以上	7.35	8.5	達成	6.0	6%前後	→	↓
河南	7%以上	5.89	6.3	未達成	3.8	7%	↑	→
四川	7%以上	5.39	8.2	達成	6.0	6.5%前後	↑	↓
湖北	10%以上	5.00	12.9	達成	3.5	7%前後	↑	↓
福建	7.5%以上	4.88	8.0	達成	5.6	6.5%	↑	↓
湖南	7%以上	4.61	7.7	達成	5.7	6.5%以上	↑	↓
上海	6%以上	4.32	8.1	達成	4.9	5.5%前後	↑	↓
安徽	8%以上	4.30	8.3	達成	6.1	7%以上	↑	↓
河北	6.5%	4.04	6.5	達成	5.2	6.5%	↑	→
北京	6%以上	4.03	8.5	達成	4.8	5%以上	↑	↓
陝西	6.5%前後	2.98	6.5	達成	4.3	6%前後	↑	↓
江西	8%	2.95	8.8	達成	6.3	7%以上	↑	↓
重慶	6%以上	2.79	8.3	達成	6.1	5.5%前後	↓	↓
遼寧	6%以上	2.76	5.8	未達成	3.2	5.5%以上	↑	↓
雲南	8%以上	2.71	7.3	達成	5.6	7%前後	↑	↓
広西	7.5%以上	2.47	7.5	達成	5.6	6.5%	↑	↓
山西	8%	2.56	9.1	達成	6.3	6.5%前後	→	↓
内モンゴル	6%前後	2.05	6.3	達成	3.2	6%前後	↑	→
貴州	8%前後	1.96	8.1	達成	6.3	7%前後	↑	↓
新疆	6.5%前後	1.60	7.0	達成	5.2	6%前後	↑	↓
天津	6.5%	1.57	6.6	達成	4.0	5%以上	↑	↓
黒竜江	6%前後	1.49	6.1	達成	3.5	5.5%前後	↑	↓
吉林	6~7%	1.32	6.6	達成	4.5	6%前後	↑	↓
甘肅	6.5%	1.02	6.9	達成	5.4	6.5%以上	↑	→
海南	10%以上	0.65	11.2	達成	7.3	9%以上	↑	↓
寧夏	7%以上	0.45	6.7	未達成	5.3	7%	↑	→
青海	6%以上	0.33	5.7	未達成	3.6	5.5%前後	↑	↓
チベット	9%以上	0.21	6.7	未達成	7.2	8%前後	↑	↓

(資料) 中国国家统计局、地方政府工作报告などをもとに作成、引き下げ(↓)、据え置き(→)、引き上げ(↑)