

コロナ禍と不動産業の低迷等で足元減速した中国経済

～追加金融緩和等の経済対策強化で年後半には持ち直しへ～

王 雷軒

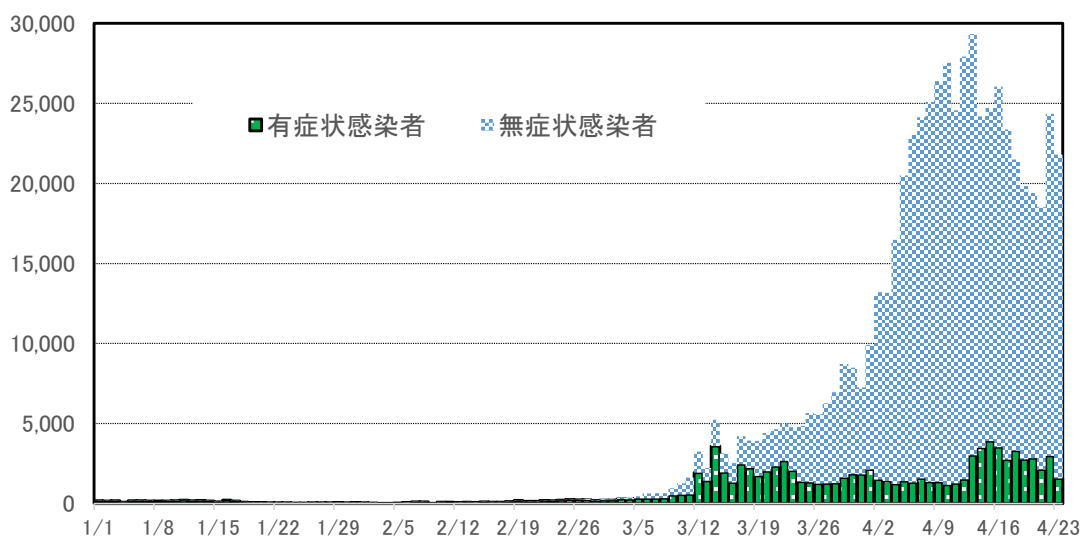
要旨

国家統計局が発表した 22 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率（速報）は前年比 4.8%と 21 年 10～12 月期（同 4.0%）から伸びが加速した。一方、ロックダウンや移動制限による経済活動への悪影響に加えて不動産業の低迷等を受けて前期比は 1.3%と 21 年 10～12 月期（1.5%）から減速した。

こうしたなか、中国人民銀行（中央銀行）は預金準備率を引き下げ、新たに再貸出枠を創設したほか、利潤の国庫への納付も前倒しで実施した一方、LPR は 3 ヶ月連続で据え置いた。景気下振れ圧力が強まっているなか、今後も経済対策強化が見込まれることから、腰折れリスクは今のところ限定的と思われる。

(人)

図表1 中国本土の新型コロナ感染者数の推移(22年入り後)



(資料) 国家衛健委、Windより作成、直近は22年4月24日。(注) 新型コロナ感染者数は海外からの入国者も含めた中国本土の感染者数(無症状感染者+有症状感染者)。

上海等でロックダウンや移動制限の長期化・拡大懸念

中国政府は「ゼロ・コロナ」政策を推し進めてきたが、4月に入って1日あたりの新規感染者数は無症状者を中心に約3万人に急増した(図表1)。1日当たりの新規感染者数は4月13日にピークを迎えた後、一旦減少傾向に転じたものの、足元では上海市などで建築現場のクラスター感染の発生や企業活動の再開などを受けて再び増加するなど、高止まりの状況は継続して

**1～3 月期の実質 GDP
成長率は前年比
4.8%、前期比 1.3%**

いる。

3月中旬に吉林省長春市、広東省深圳市がロックダウン（都市封鎖）を実施した結果、4月中旬にはダイナミック・ゼロコロナ（「動態清零」）という目標を達成したと宣言した。一方、上海市は東部を3月28日から4月1日まで、西部を4月1日から5日までと二段階のロックダウンを行ったものの、4月4日の一斉PCR検査の結果、無症状感染者が13,088人にのぼったことで、期限を延長することになった。4月24日時点で感染が抑制された一部の地域を除き、大半の地域で封鎖が続いており、全面的なロックダウンの解除は見通せない状況にある。

このように、ロックダウン期限が延長された地域に加えて新たに追加された地域もあるため、経済・社会活動への悪影響は予想以上に増大した。とくに、ロックダウンや移動制限を受けてサプライチェーンの寸断が発生し、一部の地域で企業の稼働停止に追い込まれたケースも見られた。

こうしたなか、サプライチェーンの寸断を解消すべく、共産党中央委員会・国務院は4月上旬に全国統一大市場の構築に関わる意見を公表し、ドライバーへの特別通行証などの発行で対応策を行い始めた。中国交通運輸部によると、4月上旬に道路やサービスエリアの閉鎖を禁じる通達を出して以降、10日時点で閉鎖された高速道路料金徴収所は全国で678カ所であったが、23日時点で11カ所に減少した（全体の0.1%）。過度な感染抑制策は是正されつつあるが、ロックダウンや移動制限が行われている地域では依然として自由な移動ができないため、本格的な職場復帰にはなお時間を要すると思われる。

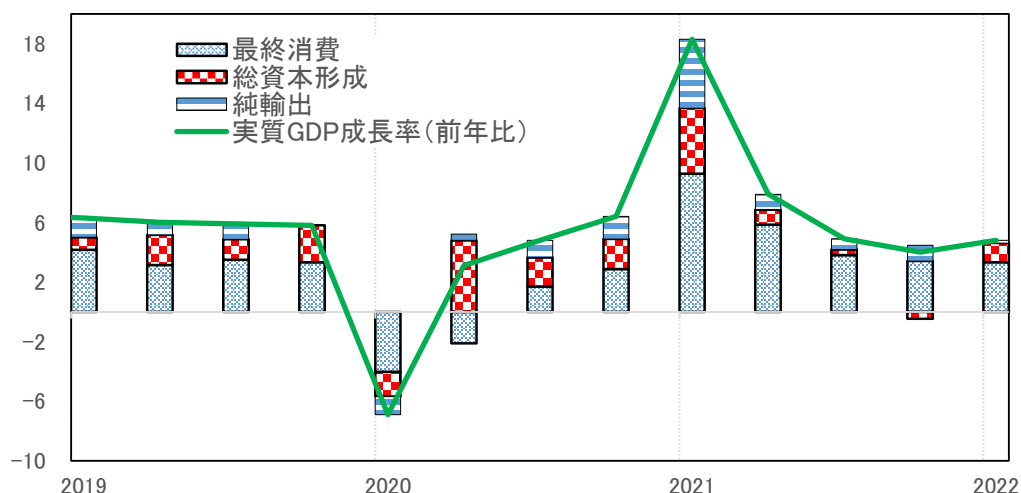
国家統計局が4月18日に発表した22年1～3月期の実質成長率（速報）は前年比4.8%と21年10～12月期（同4.0%）から伸びが加速した（図表2）。この実質GDP成長率（4.8%）に対する需要項目別の寄与度は、最終消費：3.3%ポイント、総資本形成：1.3%ポイント、外需（純輸出）：0.2%ポイントであった。

一方、前期比でみると1.3%と21年10～12月期（1.5%）から減速した。また、20年と21年の2年平均（幾何平均で算出した伸び率）である5.1%を下回った。さらに、政府の22年の成長率目標である「5.5%前後」に比べても低かった。その要因として、前述したロックダウンや移動制限による経済活動への

悪影響に加えて不動産の低迷等が挙げられる。実際、宿泊飲食、不動産の1～3月期の実質GDP成長率（速報）はそれぞれ前年比▲0.3%、▲2.0%であった。

図表2 実質GDP成長率と需要項目別の寄与度

(%前年比、ポイント)



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、四半期ベース。

景気動向：強まる下振れ圧力

1～2月期の中国経済は比較的堅調だったが、3月中旬に新型コロナウイルス感染者の急増でロックダウンや移動制限が行われたことを受けて3月の主要経済指標は軒並み悪化した。

まず、企業の景況感は急速に冷え込んだ。国家统计局が発表した3月の中国購買担当者景気指数（PMI）は製造業と非製造業ともに景気判断の境目である50を下回った。これについて、国家统计局は感染抑制策などによって、人手不足と物流の停滞が生じ、企業の生産・経営に悪影響をもたらしたと指摘している。

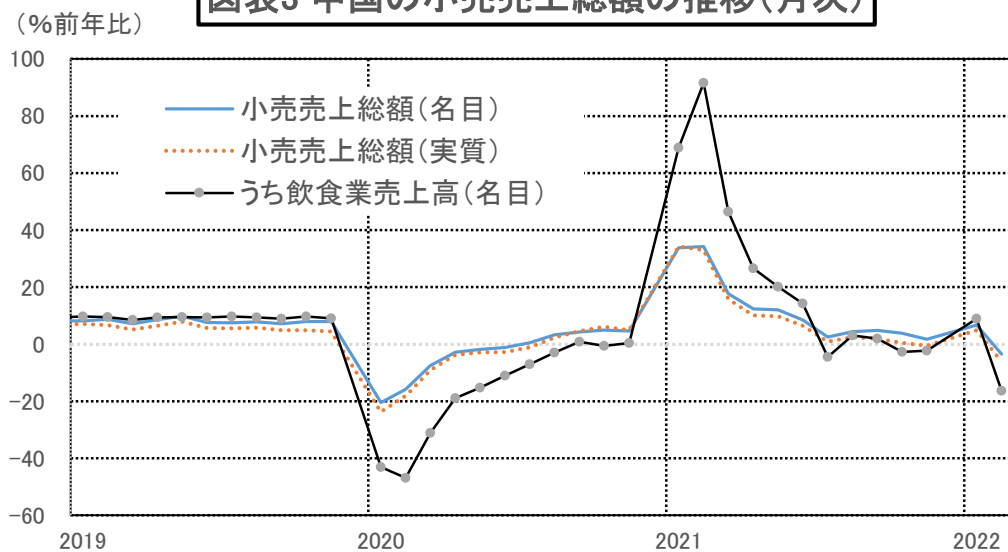
また、個人消費も急減速した。小売売上総額は1～2月期に名目で前年比6.7%と21年12月（同1.7%）から伸びが加速したものの、3月には同▲3.5%と大きく冷え込んだ。物価変動を除いた実質ベースでは前年比▲6.0%となった（図表3）。とくに飲食業売上と自動車販売額はそれぞれ同▲16.4%と▲7.5%と1～2月期（それぞれ前年比8.9%、3.9%）から大幅に低迷した。衣類や家具類もそれぞれ▲12.7%、▲8.8%とマイナスに転じた。

一方、消費の急減速と対照的に投資全体は堅調であった。1～3月期の固定資産投資は前年比9.3%と1～2月期（同12.2%）から減速したものの、21年の4.9%よりは高い伸びとなった。投

資分野別にみると、不動産開発投資は 0.7%と 1～2 月期（同 3.7%）から大幅に減速したものの、設備投資とインフラ整備向け投資（電力を含む）はそれぞれ同 15.6%、10.5%と底堅く推移した。とくに地方政府の公共投資が前倒しで動き出したことで 21 年後半に低迷が続いたインフラ整備向け投資が 1～2 月期から加速したことが投資全体を下支えした。

また、輸出も比較的底堅く推移した。3 月の輸出額（ドル建てベース、速報）は 2,761 億ドルで前年比 14.7%、輸入額は 2,287 億ドルで同▲0.1%、貿易黒字額は 474 億ドルであった。なお、輸出は比較的底堅く推移したのに対して輸入の落ち込みが目立っている背景には、新型コロナ感染者の急増を受けて各地で相次いで厳しい移動制限やロックダウンが実施され、内需（消費＋投資）が急速に冷え込んだことが挙げられる。加えてロシアのウクライナ侵攻による商品価格の急騰を受けて、輸入企業が購買を控える動きもあったと思われる。

図表3 中国の小売上総額の推移(月次)



国務院常務会議で発表された経済対策

景気下振れ圧力が高まるなか、4月13日、李克強首相が主催した国務院常務会議で、経済成長の基盤を安定させるための消費促進策などが決まった。その会議の主なポイントは次の通りである。まず、消費促進策についてである。①既に打ち出された外食産業、小売業、観光業、航空、道路・水路・鉄道輸送業等への支援策を着実に実施し、地方政府による支援策を強化する。とくに一部の都市近郊で応急用の生活品備蓄倉庫拠点を整

**預金準備率引き下げ
+再貸出枠新設など
の金融緩和は進む**

備する、②オンラインとオフライン（リアル店舗）の融合を加速させ、スマート家電製品の販売などを拡大する、③医療・健康、高齢者や子供に向けたサービスの提供を促進することに加えて、自動車や家電製品の消費を促進するため、各地方は自動車購入制限を新たに導入するのを禁じ、実施されている購入制限を少しずつ緩和する。さらに、電気自動車（新エネルギー車）の購入を促進するための充電施設整備への支援を行う、④質の高い商品やブランドの農村への販売を促進する、⑤消費者金融商品を多様化するほか、消費関連のインフラ施設の整備に特別地方債（専項債）を活用できるようにすること、などが示された。

また、金融面での施策も示された。具体的には、大手銀行の貸倒引当金カバー率（貸倒引当金/不良債権残高）を適切に引き下げることで、金融機関の預金準備率などの引き下げなどを通じて銀行の貸出能力を高めることである。さらに、金融機関の貸出金利の引き下げなどを通じてコロナ禍で打撃を受けた大きな業種や中小企業、自営業者への支援強化を進めていくことが挙げられた。

この会議を受け、中国人民銀行（中央銀行、以下人民銀行）は4月15日、経済成長を支援し、企業の資金調達コストを引き下げることを促進するため、4月25日から預金準備率を0.25%引き下げることを発表した。ただし、5%の預金準備率が適用されている金融機関は除かれる。

また、中小企業や「三農」（農民・農業・農村）への金融支援を拡大するため、都市商業銀行で、「省」を跨る営業活動を行っていないもの、また農村商業銀行で、5%以上の預金準備率が適用されているものを対象に、追加で0.25%引き下げる。これらにより大手銀行、中堅・中小銀行の預金準備率はそれぞれ11.25%、8.25%（図表4）、金融機関の加重平均預金準備率は8.1%となり、約5,300億元規模の市場流動性が供給されることになる。振り返ってみると、21年7月9日、12月6日に発表された預金準備率引き下げを受けて、金融機関の加重平均預金準備率はそれぞれ8.9%、8.4%であったことから、今回の引き下げ幅は前回12月6日の0.5%より小幅の約0.3%（8.4%→8.1%）となり、市場予想の0.5%に比べて小さく、経済全般に影響を与える金融政策ツールの利用に対する姿勢は依然として

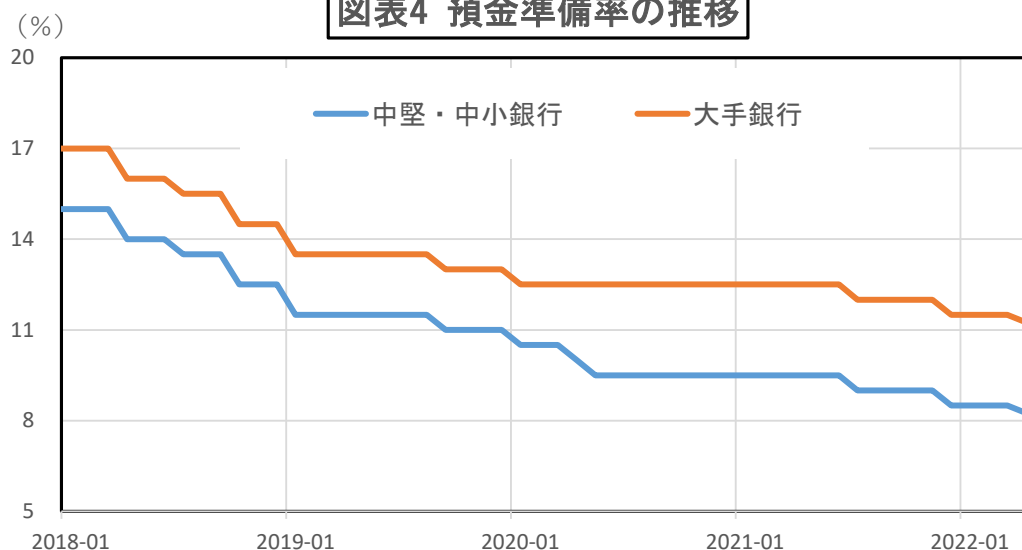
慎重であると見受けられる。

こうした状況のなか、18日に劉鶴副首相が出席したテレビ電話会議「物流の円滑化を通じて供給網の安定化を図る」で自動車、半導体、電子部品、農業資材、食料品、医薬品等の重要な業種を対象に、新たに創設された2,000億元の科技创新（技術革新を支援するための再融資枠）再貸出枠と1,000億元の物流輸送向けの再貸出枠を速やかに実施することが決定された。

これまでも農業・中小企業支援向けの再貸出枠、炭素削減支援融資ツール、石炭のクリーン・効率利用促進向け再貸出枠などが利用されてきたが、上述の物流輸送や科技创新向け再貸出枠が新設された。このように、預金準備率や金利の調整などの経済全般に影響を及ぼす金融政策ツールとターゲットを絞った金融政策ツールが並行し利用されているが、ターゲットを絞った金融政策ツールも重要な役割を果たすことになるだろう。

さらに、人民銀行は4月中旬までに6,000億元の利潤を財政部（日本の財務省に相当）に前倒しで納付したが、これについては預金準備率の0.25%引き下げによる流動性供給規模に相当すると説明した。

図表4 預金準備率の推移



（資料）中国人民銀行、Windより作成

一方、LPRは3ヶ月連続で据え置かれた

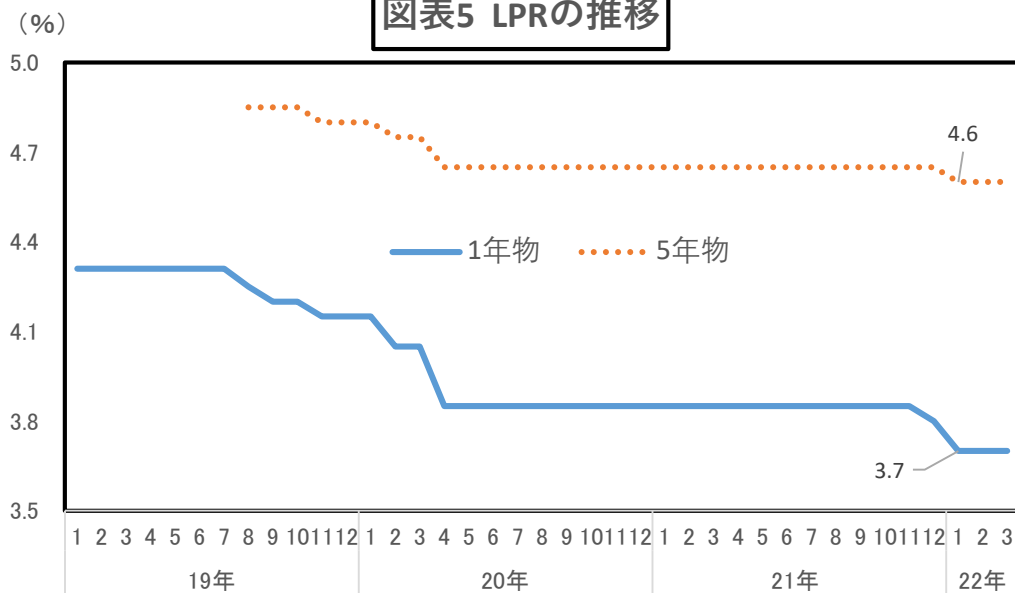
人民銀行が公表した3月の社会融資規模（実体経済に供給される資金量）は4.66兆元と市場予想を大きく上回ったものの、3月の家計部門向け貸出は0.76兆元で21年3月に比べて0.39兆元減少したほか、企業部門向け中長期貸出も1.34兆元で同じ

く 0.01 兆元の小幅増加にとどまった。3 月も家計や企業向けの融資が依然として芳しくなかったことが見て取れる。こうした状況から市場では利下げ観測が高まっていた。

しかしながら、4 月 20 日に発表された貸出金利の参照指標となる最優遇貸出金利（ロンプライムレート、LPR）は 3 ヶ月連続で据え置かれた（図表 5）。金融機関の住宅ローン金利の引き下げに加えて米政策金利の引き上げなどを受けて中国の金融政策を本格的な緩和に転換させることには人民銀行は慎重な姿勢を崩していない状況にあると考えられる。

LPR 引下げは、効果が比較的大きいと見られる予備策として残しておかれたと見られるが、今後 4～6 月期の下振れ圧力の高まりに対応するため、実施される可能性が高いと思われる。実際、中国の市場金利設定に係る自主規制団体である「市場利率定価自律機制」は、中小銀行に対して預金金利の上限を 10bp 引き下げることがを推奨していると報道された。上限は基準金利＋75bp から基準金利＋65bp となる。また、一部の株式制商業銀行は自ら預金金利を引き下げるなどの動きも出ている。これらは LPR 引き下げの前兆とも言えよう。

図表5 LPRの推移



(資料)Windデータをもとに作成

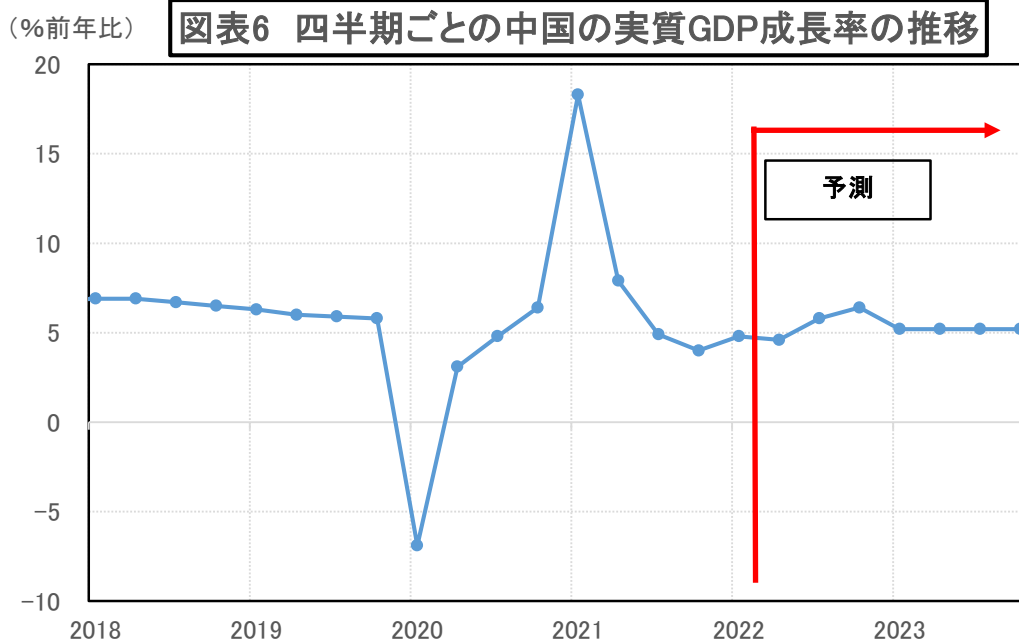
4～6 月期には「二番底」に陥るリスクがあるが、年後半にかけて

以上の内容を踏まえると、景気下振れ圧力が高まっているなか、4～6 月期の成長率は前年比 4.8%を下回る可能性がある。一方、住宅ローン金利の引き下げなど不動産市場の正常化を図

は持ち直しへ

る動きが強まっていることや、サプライチェーンの寸断が徐々に解消しつつあると見られるほか、ロックダウンや移動制限解除後のリベンジ消費も考えられる。また、5月のLPR引き下げや財政出動の拡充も見込まれることから、景気腰折れリスクは、今のところ限定的と思われる。

当総研では、現時点では感染拡大が5月中旬には抑制されることを前提に、4～6月期は前年比4.6%と2月時点の見通し(5.2%)から下方修正した一方、追加経済対策の強化などによって年後半にかけて成長率は徐々に加速し、22年通年の成長率は前年比5.5%と据え置く予定である(図表6)。ただし、5月中旬までに感染拡大が抑制されなければ、小幅な金融緩和・財政出動だけでは5%を割り込む可能性もある。足元の金融緩和策で景気下振れ圧力は緩和するものの、「5.5%前後」の成長率目標を達成するには物足りない感は否めない。今後の経済対策の強化が政府目標達成のカギを握ることから、引き続きその動向を注視していきたい。



(資料) 中国国家统计局、Windより作成・予測

(22. 4. 25 現在)