

情勢判断

中国経済金融

上海市ロックダウン等で下振れ圧力が増大した中国経済

～強力な経済対策がなければ「5.5%前後」目標は達成不可能～

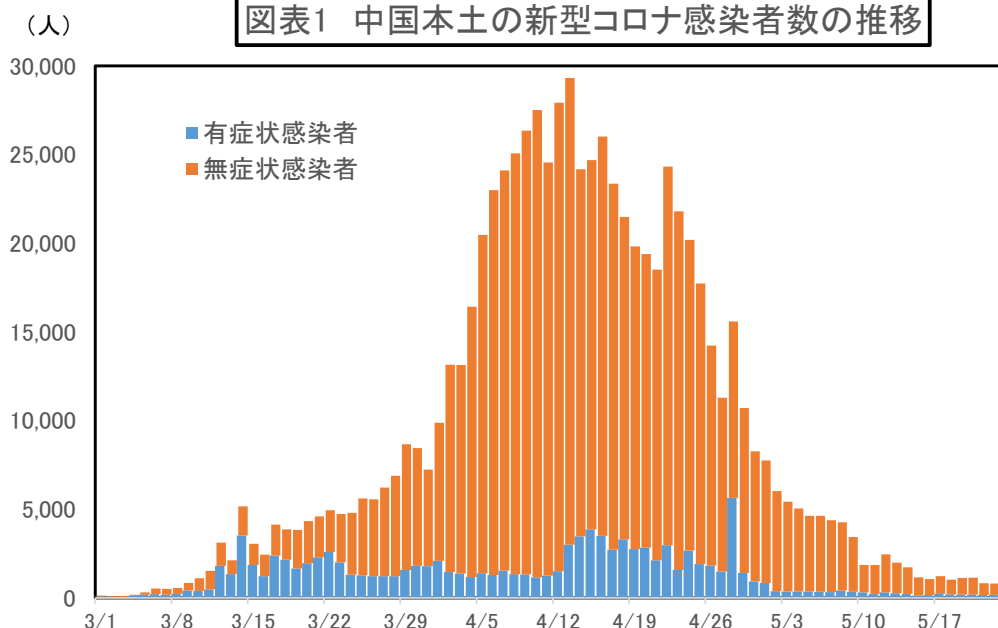
王 雷軒

要旨

上海市ロックダウン（都市封鎖）や移動規制の影響に加えて不動産市場の深刻な不振などを受けて4月の経済指標は3月よりさらに悪化した。こうしたなか、中国政府の22年の成長目標である「5.5%前後」の堅持が確認されたほか、その目標達成に向けての経済対策パッケージも新たに発表された。

しかしながら、経済下振れ圧力の高まりのほか、不動産市場の悪化もあって地方財政が一段と厳しい状況に追い込まれていると見られており、20年と同様に、大規模な特別国債の再発行といった強力な追加経済対策が必要。こうした強力な追加経済対策を打ち出さなければ、成長目標達成は不可能であろう。

図表1 中国本土の新型コロナ感染者数の推移



(資料) 中国国家衛健委、Windより作成、直近は22年5月23日。(注) 新型コロナ感染者数は無症状感染者+有症状感染者。

上海市ロックダウンはようやく解除へ

3月下旬から中国本土の1日あたりの新規コロナ感染者数が無症状者を中心に急増したため、上海市ロックダウン（都市封鎖）や移動規制などの厳格な感染抑制策が行われた結果、最近の感染者数は減少傾向が続いている。

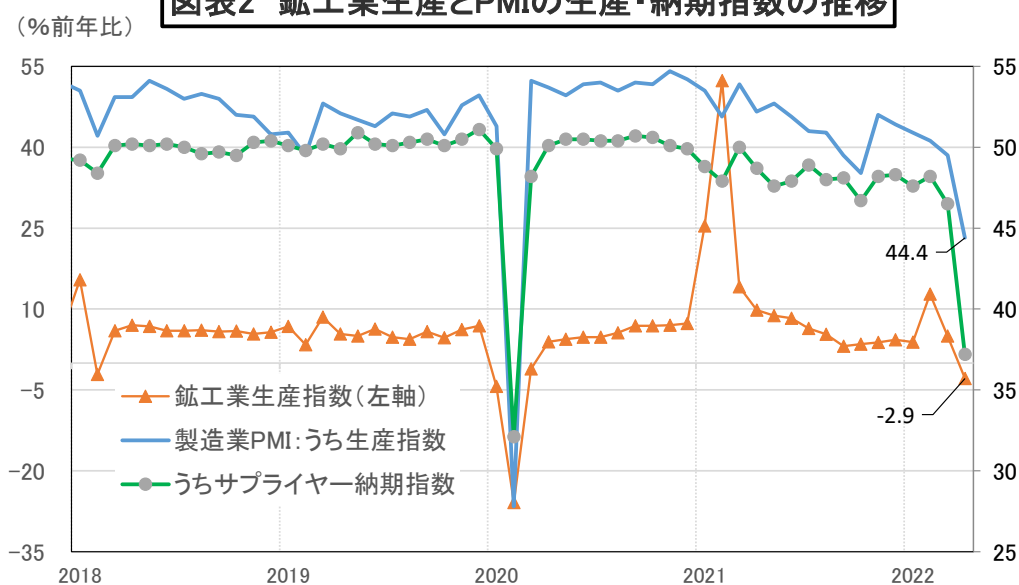
中国本土の新規感染者の大半を占める上海市において、全16

区が5月17日に社会面的基本ゼロ（行政区域で管控区、防控区、および非閉鎖管理の社会流動人口などを含む陽性感染者数の割合が3日連続して、当該行政区内総人口の10万分の1未満に収まる状態を指す）という目標を達成したと発表された。ロックダウンの解除時期については、宗明副市長は同市の都市封鎖を6月1日に解除する予定を示した。

2ヶ月余りの上海市ロックダウンは、人流、物流、企業の操業をほぼ止める徹底的な都市封鎖であったため、上海市経済だけでなく、内外経済へ影響が広がった。目下、上海市での感染は収束に向かっているが、北京市などの都市では散発的な感染が発生しているため、ゼロ・コロナ政策が堅持される限り、経済への影響は燻り続けると想定している。

ただ、散発的な感染が発生した一部の地域では、予防的、短期的、小規模なロックダウンが今後も実施される可能性が高いが、上海市ロックダウンのような大規模な抑制策が繰り返される可能性は低下していると思われる。

図表2 鋳工業生産とPMIの生産・納期指数の推移



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は22年4月。

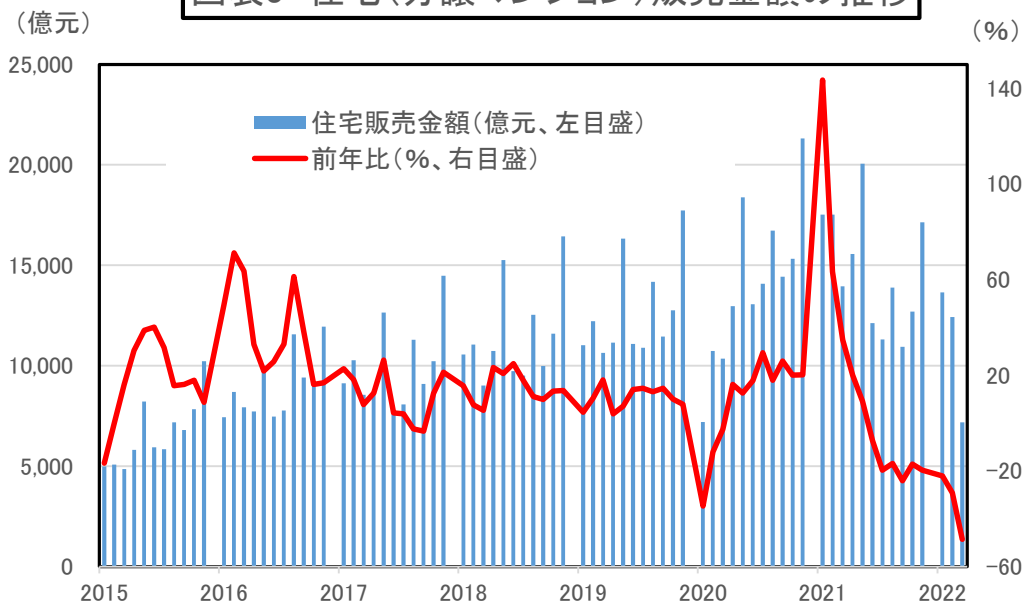
4月の経済指標は予想以上に悪化

こういった上海ロックダウンなどの影響を受けて、生産は予想以上に悪化した。4月の鋳工業生産は前年比▲2.9%（市場予想0.5%）と約2年ぶりのマイナスに転じ、新型コロナ感染の流行初期であった20年1~2月期（同▲13.5%）以来の大幅な減少となった（図表2）。

また、4月の製造業PMIの生産指数も44.4と景況感判断基準の50を大きく下回った。とくに、物流網の寸断によって、サプライヤー納期（配送時間）は37.2に低下し、完成品在庫は50.3と13年3月の統計開始以来初めて50を上回った。厳格な感染抑制策が物流網や生産活動に大きな混乱を招いたと言える。

需要項目別の動きを確認しても、4月に経済下振れ圧力が一段と増大したことが明らかである。設備投資およびインフラ整備向け投資が景気を下支えしたものの、不動産開発投資の大幅な減少、輸出の鈍化に加えて、小売売上総額も同▲11.1%（市場予想同▲6.6%）と2ヶ月連続で減少し、20年3月（同▲15.8%）以来の大幅な減少となった（後掲の2022～23年度改訂経済見通し：世界経済の動向④中国を参照）。

図表3 住宅(分譲マンション)販売金額の推移



(資料)中国国家统计局、Windデータより推計・作成、直近は22年4月。

不動産市場の深刻な不振とその下支え策

厳格なコロナ抑制策による経済活動への影響に加えて、不動産市場の深刻な不振も経済下振れ要因の一つとなっている。不動産市場の大半を占める住宅市場の状況を確認すると、4月の住宅販売金額は前年比▲48.6%と減少幅が大きく拡大した（図表3）。そのため、住宅在庫面積は大きく増えており、在庫処理にかかる期間が14年のピーク時の約47ヶ月に近づいている状況となった。また、4月の不動産デベロッパーの開発資金総額も前年比▲35.5%と、減少幅がさらに拡大した。とくに開発資金総額の3割以上を占める予約販売代金・購入前払金（頭金等）

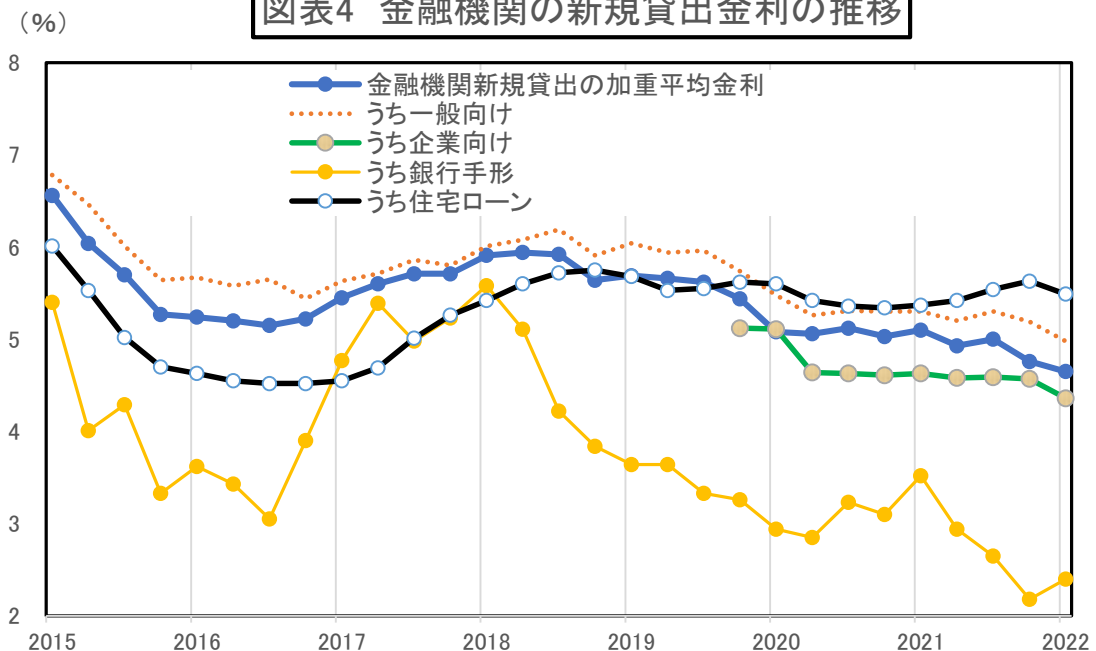
は同▲53.0%と大きく落ち込んだ。

こうしたなか、金融機関は、自ら住宅ローン金利を相次いで引き下げに踏み切ったほか、中国人民銀行（中央銀行、以下人民銀行）と銀保会（金融規制当局）は、5月15日に住宅ローン金利の下限水準にかかわる規制を調整した。

具体的には、1軒目の住宅購入で新たに組まれた住宅ローン金利については、その下限をこれまでの「LPR（5年物）以上」から「LPR-0.2%ポイント」に引き下げた。今回の住宅ローン金利規制の緩和を受けて、LPR（5年物）は4.6%（発表時）であったため、1軒目住宅のローン金利下限は4.4%となった。2軒目については、住宅ローン金利を現行水準のまま（LPR+0.6%ポイント）とするものの、人民銀行支店等は所在都市の不動産市場の実情に沿って調整・設定を行うことができるとしている。

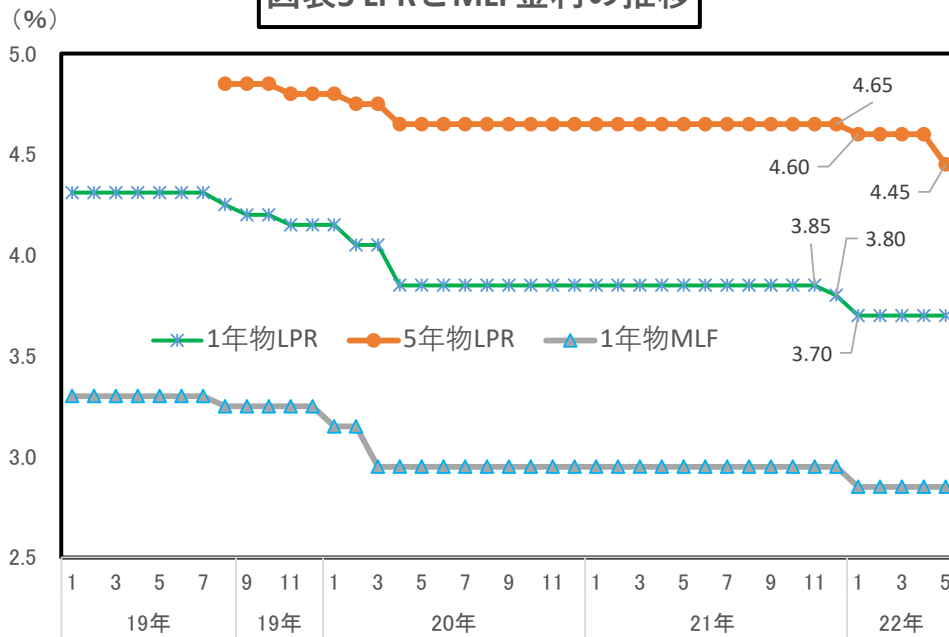
しかし、金融機関の住宅ローン金利（加重平均値）を確認すると、1～3月期の新規貸出金利、一般向け貸出金利、企業向け貸出金利、個人向け住宅ローンはそれぞれ4.65%、4.98%、4.36%、5.49%と21年10～12月期から11bp、21bp、21bp、14bp低下したが、住宅ローン金利の水準は依然として比較的高めであった（図表4）。

図表4 金融機関の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22年1～3月期。

図表5 LPRとMLF金利の推移



(資料)Windデータをもとに作成

LPR5 年物を大幅に引き下げ

そのため、5月20日に金融機関の住宅ローン金利の設定時のベースとなるLPR(5年物)も引き下げられることになった。人民銀行が20日に発表したLPRは、1年物金利が22年1月20日の10bp引き下げ以降4ヶ月連続で据え置かれたものの、5年物金利は15bp引き下げられ4.45%となった(図表5)。今回の引き下げ幅は前回の5bpを大きく上回った。これを受けて、1軒目住宅のローン金利の下限は4.25%となった。

住宅所在地の戸籍保有や社会保険料の支払いといった規制を緩和しつつあるほか、住宅購入頭金比率の引き下げや住宅ローン金利の引き下げも行われているなか、人民銀行が行った住宅ローン金利にかかわる規制の調整とLPR5年物の引き下げは、これまでの不動産抑制政策から緩和方向に舵を切ったとの意味合いが大きいと思われる。一方、失業率の急上昇や先行き不安感から住宅購入者が住宅を購入するかどうかが様子見ムードが広がっていると見られ、さらなる追加対策が必要であろう。

5月23日の国务院常务会议で打ち出された経済対策パッケージの中身

一方、4月29日に開催された共産党中央政治局会議では新型コロナウイルス感染症とウクライナ情勢によって中国経済をめぐる環境の不確実性が増大していると指摘したうえで22年の成長率目標である「5.5%前後」を堅持する方針が示された。目標達成のため、これまで打ち出した経済対策を着実に実施していくほか、

追加経済対策を急いで検討することも強調された。

これを受け、5月23日に李克強首相が主催した国務院常務会議では、目下経済の下振れ圧力が持続的に増大していると指摘したうえで経済成長を正常な軌道に戻し、合理的な成長水準を確保するため、6つの面において33項目を盛り込んだ経済対策パッケージを打ち出した。その内容は以下の通りである。

具体的には、①財政および関連政策については、税還付規模を0.14兆元拡大し、22年通年での減税・税還付総額は2.64兆元にする。中小企業や自営業者などが支払う社会保険料の期限を22年末に延期する。新卒を採用する中小企業への補助金支給を強化する。地方政府が中小企業や自営業者を対象にした電気水道ガス料金やテナント賃料等への支援を拡充する。22年の特別債券（専項債）の利用を8月末まで完了し、新型インフラ施設等への利用も可能とする。国家融資担保基金再保険額は新たに1兆元以上を増やす。

②金融政策については、金融包摂をさらに推進し、中小企業向けの融資額と優遇水準を倍増する。銀行が中小企業や自営業者の経営性資金だけでなく、貨物輸送車両購入ローンの返済や返済が困難な個人住宅ローンを延長することを支援する。国営自動車生産企業と銀行が連携で実施した900億元の商業用貨物輸送車両融資の返済期間を延ばす。商業手形の支払期限を1年間から6ヶ月間に短縮する。プラットフォームの内外株式市場への上場を推進する。

③物流網の安定化を図ることについては、企業操業の再開をさらに促進するための「ホワイトリスト」制度（工場稼働の継続や再開を認める重要企業のリスト）を完備する。貨物輸送の円滑化を図るため、感染リスクが低い地域で実施されている通行止め規制等を撤廃する。人・貨物輸送のドライバーのPCR検査を無料化する。航空業を支援するための臨時融資を0.15兆元増やすほか、0.2兆元の社債発行も支援する。国内・国際航空便を徐々に増やすほか、外資企業の人員を対象にした出入国の便宜措置を講じる。

④消費と有効投資を促進することについては、自動車購入規制を緩和し、乗用車購入税を段階的に引き下げる。住宅の新規需要と買い換え需要を喚起する。新たに大型水利灌漑施設に加えて交通・旧市街改造・地下共同溝（ガスや下水道などのイン

4～6 月期に最悪期を脱し、年後半にかけては徐々に持ち直すものの、通年は5.1%と政府の「5.5%前後」目標を下回る見通し

フラ施設)などのプロジェクトを実施する。これらのプロジェクトへの長期融資を促す。新たな農村道路整備事業を実施する。鉄道整備事業向けの0.3兆元規模の社債発行を支援する。失業者や生活困難者への救済金支給の代わりに公共工事による就労機会の優先的な提供を拡大する。

⑤エネルギー供給を確保することについては、地方の石炭生産量を確実にするほか、水力発電や石炭発電などの施設を新たに建設する。

⑥基本民生を保障することについては、失業者や生活困窮者への支援や救済をしっかりと実施する。支援水準が物価水準と連動するよう調整を行う。

最後に、国務院は、各地方政府が緊張感をもちながら、上記のパッケージに基づき、速やかに詳細案を策定し公布するよう指示した。さらに、各地方政府の詳細な対策およびその実施状況について監督・検査を行うこととした。

経済を見通すことは難しい状況ではあるが、当総研では、設備投資とインフラ整備向け投資の下支え効果が期待できるものの、4月の経済指標が予想以上に悪化したことや消費持ち直しの遅れが予想されることなどから、4～6月期の成長率は前年比4.2%と1～3月期(同4.8%)からさらに減速、ただ年後半は経済対策強化の効果が現れ徐々に加速することにより、22年の実質成長率は前年比5.1%と予測している(後掲の経済見通しを参照)。

これは、年後半には大規模な感染拡大がないことを前提に、政府のテコ入れ策によって不動産市場の明るさが夏ごろに戻ることを想定した見通しである。

一方、不動産市場の深刻な不振もあって地方財政が一段と厳しい状況に追い込まれていると見られており、20年と同様に、大規模な特別国債の再発行や消費券配布の大幅な増加といった大胆な経済対策を打ち出す場合、楽観シナリオとして政府の成長目標達成は可能となろう。一方、悲観シナリオとして、新型コロナウイルス感染の散発的な発生による悪影響に加えて不動産市場の回復が見られず、消費も伸び悩むことになれば、4%台前半に落ち込むだろう。

(22.5.24 現在)